

生益科技 (600183.SH) 2022Q4 覆铜板业务逆势攀升，兑现“调结构”逻辑

2023 年 03 月 02 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

刘翔（分析师）

林承瑜（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

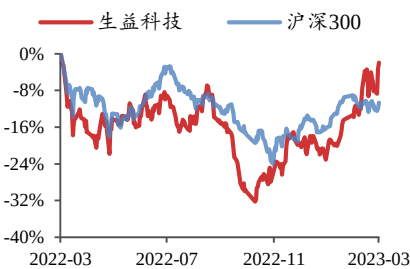
linchengyu@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790521090001

日期	2023/3/1
当前股价(元)	18.38
一年最高最低(元)	19.49/12.64
总市值(亿元)	427.78
流通市值(亿元)	427.78
总股本(亿股)	23.27
流通股本(亿股)	23.27
近 3 个月换手率(%)	29.26

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q3 行业持续探底，公司保持高开工率——公司信息更新报告》-2022.10.31

《2022H1 覆铜板需求与成本承压，公司凸显经营韧性——公司信息更新报告》-2022.8.16

《下游消费类需求减弱，材料升级持续注入成长活力——公司信息更新报告》-2022.5.4

● 2022Q4 公司覆铜板业务高端材料出货，盈利逆势攀升，维持“买入”评级

公司发布 2022 年业绩快报，实现营业总收入 180.1 亿元，YoY-11.2%，归母净利润 15.3 亿元，YoY-45.9%，扣非归母净利润 14.7 亿元，YoY-42.0%，（上年同期因陕西老厂国有土地收储带来 1.8 亿收益）。公司产品结构调整推动覆铜板行业周期底部对应的净利率上升，我们上调 2022-2024 年盈利预测，预计公司归母净利润为 15.3/20.4/26.2(前值 14.4/19.6/24.1)亿元，EPS 为 0.66/0.88/1.13 元，当前股价对应 PE 为 27.9/21.0/16.3 倍，我们认为公司作为覆铜板龙头通过高端产品结构持续提升占比，逐步摆脱原有传统覆铜板业务的盈利周期并向电子材料平台型公司迈进，实现中长期盈利中枢上行，有望迎来戴维斯双击，维持“买入”评级。

● 2022Q4 覆铜板业务盈利显著改善，从“扩规模”逻辑走向“调结构”逻辑

公司 2022Q4 单季度实现营业收入 43.4 亿元，YoY-11.4%/QoQ+0.8%，归母净利润实现 3.3 亿元，YoY-32.0%/QoQ+27.6%。分拆来看，结合生益电子业绩快报，测算覆铜板业务 2022Q4 实现营业收入约为 34.8 亿元，单季度净利率由 2022Q3 的 6.6%环比提升至 8.2%。传统覆铜板在行业需求疲软和头部厂商 2022 年供给扩容影响下，价格持续回落并于 2022Q3 触底，2022Q4 伴随 PCB 订单补库带来需求的回暖，公司少量产品微幅提价以覆盖上游原材料成本的上涨；另一方面，公司在 2022Q4 通过提升如高速覆铜板、HDI、封装基板材料等高端产品占比，实现满产满销且净利率攀升，持续兑现公司五年规划中的“调结构”逻辑。

● **高品质+保交付体现生益品牌长期溢价，经营规划持续兑现验证公司实力不凡**我们认为公司能够在同类产品上相较于竞争对手获得更高定价的核心在于覆铜板产品的稳定品质及准时交付能力，公司以 2022 年行业底部环境下的不凡业绩证明了公司经营规划的落地能力，实现了 2022 年的保开工，亦证明了新一轮五年规划已由过去的“做大做强”（扩规模）走向了“做强做大”（调结构）。

● **风险提示：**下游需求回暖不及预期、行业竞争加剧、上游原材料大幅涨价、公司产能扩张不及预期、新材料验证不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,687	20,274	18,014	21,573	23,558
YOY(%)	10.9	38.0	-11.2	19.8	9.2
归母净利润(百万元)	1,681	2,830	1,531	2,037	2,621
YOY(%)	16.0	68.4	-45.9	33.0	28.7
毛利率(%)	26.8	26.8	20.5	21.9	23.9
净利率(%)	11.4	14.0	8.5	9.4	11.1
ROE(%)	16.9	19.7	10.4	12.9	15.1
EPS(摊薄/元)	0.72	1.22	0.66	0.88	1.13
P/E(倍)	25.4	15.1	27.9	21.0	16.3
P/B(倍)	4.3	3.3	3.2	3.0	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9716	14720	14390	22355	16548
现金	850	2287	7053	6952	7592
应收票据及应收账款	4889	6120	3661	8053	4739
其他应收款	43	384	0	216	20
预付账款	20	24	15	32	19
存货	2519	4520	2276	5717	2793
其他流动资产	1396	1385	1385	1385	1385
非流动资产	8642	9711	7608	8500	8603
长期投资	358	456	466	476	486
固定资产	6374	7071	5817	6708	6884
无形资产	435	399	383	366	350
其他非流动资产	1474	1786	943	950	883
资产总计	18357	24431	21998	30855	25151
流动负债	6804	7253	5347	13755	7083
短期借款	2157	1693	1000	6836	2170
应付票据及应付账款	3040	4107	2793	5322	3318
其他流动负债	1607	1453	1554	1597	1595
非流动负债	910	2312	1595	983	346
长期借款	605	1890	1260	648	11
其他非流动负债	305	422	335	335	335
负债合计	7714	9565	6942	14738	7429
少数股东权益	754	1770	1801	1843	1896
股本	2291	2312	2327	2327	2327
资本公积	2795	4078	4078	4078	4078
留存收益	4812	6723	7520	8579	9943
归属母公司股东权益	9889	13096	13255	14274	15826
负债和股东权益	18357	24431	21998	30855	25151

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1758	1776	5747	-2711	7933
净利润	1800	2925	1562	2078	2674
折旧摊销	531	654	574	634	728
财务费用	114	102	38	94	106
投资损失	-76	-36	-14	-15	-15
营运资金变动	-812	-1898	3586	-5502	4439
其他经营现金流	201	28	0	0	0
投资活动现金流	-1833	-1880	1543	-1510	-816
资本支出	1761	1787	-1547	881	93
长期投资	5	-91	-10	0	-10
其他投资现金流	-67	-185	-14	-629	-733
筹资活动现金流	-215	1398	-2524	-1715	-1811
短期借款	638	-465	-693	0	0
长期借款	-127	1285	-630	-612	-637
普通股增加	15	21	15	0	0
资本公积增加	290	1282	0	0	0
其他筹资现金流	-1030	-726	-1216	-1103	-1174
现金净增加额	-232	1287	4767	-5937	5306

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14687	20274	18014	21573	23558
营业成本	10754	14837	14324	16848	17939
营业税金及附加	104	120	108	129	141
营业费用	179	231	313	373	400
管理费用	720	910	739	884	966
研发费用	711	964	757	906	989
财务费用	114	102	38	94	106
资产减值损失	-72	-155	16	19	21
其他收益	56	74	52	53	53
公允价值变动收益	3	50	0	0	0
投资净收益	76	36	14	15	15
资产处置收益	-17	225	0	0	0
营业利润	2090	3316	1784	2386	3062
营业外收入	5	6	3	6	6
营业外支出	12	11	14	14	14
利润总额	2083	3310	1773	2378	3054
所得税	283	385	211	300	380
净利润	1800	2925	1562	2078	2674
少数股东损益	120	95	31	42	53
归属母公司净利润	1681	2830	1531	2037	2621
EBITDA	2705	4052	2335	3046	3823
EPS(元)	0.72	1.22	0.66	0.88	1.13

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	10.9	38.0	-11.2	19.8	9.2
营业利润(%)	15.8	58.6	-46.2	33.8	28.3
归属于母公司净利润(%)	16.0	68.4	-45.9	33.0	28.7
获利能力					
毛利率(%)	26.8	26.8	20.5	21.9	23.9
净利率(%)	11.4	14.0	8.5	9.4	11.1
ROE(%)	16.9	19.7	10.4	12.9	15.1
ROIC(%)	13.8	17.3	9.4	9.3	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	42.0	39.2	31.6	47.8	29.5
净负债比率(%)	27.3	13.6	-25.7	9.1	-25.3
流动比率	1.4	2.0	2.7	1.6	2.3
速动比率	0.9	1.2	2.0	1.1	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	3.1	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	3.8	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	1.22	0.66	0.88	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	0.76	2.47	-1.17	3.41
每股净资产(最新摊薄)	4.25	5.63	5.69	6.13	6.80
估值比率					
P/E	25.4	15.1	27.9	21.0	16.3
P/B	4.3	3.3	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	17.1	11.4	17.4	15.1	10.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn