

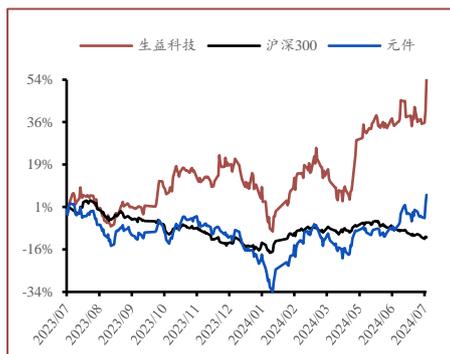
覆铜板与 PCB 业务齐共振，获得长足成长空间

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-07-10
收盘价(元)	22.73
流通股本(亿股)	23.71
每股净资产(元)	6.10
总股本(亿股)	23.71

最近 12 月市场表现



分析师 张益敏

SAC 证书编号: S0160522070002
zhangym02@ctsec.com

分析师 吴姣晨

SAC 证书编号: S0160522090001
wujc01@ctsec.com

相关报告

- 《周期上行趋势明朗，高端成长给予亮点》 2024-04-27
- 《业绩符合预期，周期有望触底回暖》 2024-03-31
- 《周期底部见成长，高端板材释放长期增长动能》 2023-11-01

核心观点

- ❖ **事件：生益科技**预计 2024H1 实现归母净利润 9.00-9.50 亿元，同比增长 62%-71%；扣非归母净利润 8.80-9.30 亿元，同比增长 70%-80%。**生益电子**预计 2024H1 实现营收 18.70-22.00 亿元，同比增加 18.13%-38.97%；实现归母净利润 9350-11000 万元，同比增加 8392.87-10042.87 万元；扣非归母净利润 8500 万元到 10000 万元，同比增加 8238.05-9738.05 万元。
- ❖ **覆铜板业务营收与毛利率持续上行：**在下游需求拉升稼动率时，公司覆铜板产销量同比上升，单位制造成本下降；公司顺利向下游客户传导原材料涨价压力，优化销售结构，使得覆铜板产品营收与毛利率同比上升；子公司生益电子的业绩贡献、税收优惠等，推动盈利增加。2024Q2 单季度实现归母净利润 5.08-5.58 亿元，同比增长 65.37%-81.65%，环比增长 29.54%-42.29%；扣非归母净利润 4.94-5.44 亿元，同比增长 73.97%-91.57%，环比增长 28.00%-40.95%。
- ❖ **PCB 业务服务器+汽车形成较好贡献：**生益电子持续优化产品结构，积极完善产品业务区域布局，随着市场对高层数、高精度、高密度和高可靠的多层印制电路板需求增长，其产量、销量、营业收入均同比增长，带动净利润获得较大幅度的提升。2024Q2 生益电子实现营收 9.85-13.15 亿元，同比增长 17.25%-56.51%，环比增长 11.39-48.70%；归母净利润 6705-8355 万元，环比增加 4060-5710 万元；扣非归母净利润 6073-7573 万元，环比增加 3646-5146 万元。
- ❖ **投资建议：**展望后期，生益科技主营覆铜板业务景气度有望延续，公司配合下游 PCB 客户在 AI 训练侧、网络侧、端侧方面产品进行创新研发，对公司未来发展带来更多机遇。生益电子摆脱以往在通讯基站侧价格竞争的压力，在 AI 服务器和传统服务器以及汽车等领域获得长足的成长空间。我们上调公司 2024-2026 年实现营收 195.46/229.96/264.10 亿元，归母净利润 20.27/25.61/32.35 亿元。对应 PE 分别为 27.03/21.40/16.94 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**下游需求转弱；新品研发不及预期；地缘政治风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18014	16586	19546	22996	26410
收入增长率(%)	-11.15	-7.93	17.84	17.66	14.84
归母净利润(百万元)	1531	1164	2027	2561	3235
净利润增长率(%)	-45.90	-23.96	74.17	26.32	26.31
EPS(元/股)	0.66	0.50	0.85	1.08	1.36
PE	21.83	36.62	27.03	21.40	16.94
ROE(%)	11.34	8.32	13.58	15.66	17.56
PB	2.48	3.08	3.67	3.35	2.97

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 07 月 10 日收盘价计算）

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18014.44	16586.07	19545.59	22996.39	26409.87	成长性					
减:营业成本	14045.20	13395.14	15012.08	17434.05	19763.56	营业收入增长率	-11.1%	-7.9%	17.8%	17.7%	14.8%
营业税费	107.34	103.46	118.03	139.78	161.58	营业利润增长率	-46.2%	-28.7%	80.5%	29.9%	28.5%
销售费用	233.79	254.22	273.64	298.95	316.92	净利润增长率	-45.9%	-24.0%	74.2%	26.3%	26.3%
管理费用	796.85	701.45	899.10	965.85	1056.39	EBITDA 增长率	-31.7%	-15.6%	46.1%	24.8%	24.4%
研发费用	943.23	840.79	957.73	1103.83	1241.26	EBIT 增长率	-40.1%	-27.2%	72.4%	29.6%	27.1%
财务费用	119.45	111.37	111.64	136.28	130.40	NOPLAT 增长率	-37.6%	-28.5%	73.6%	30.0%	27.6%
资产减值损失	-110.83	-128.56	-131.66	-135.45	-139.03	投资资本增长率	6.7%	-2.7%	4.2%	7.3%	10.3%
加:公允价值变动收益	-22.59	-3.10	-1.86	-2.50	-3.14	净资产增长率	2.9%	2.6%	6.4%	9.5%	12.9%
投资和汇兑收益	24.76	36.54	34.79	41.07	50.79	利润率					
营业利润	1784.99	1272.53	2296.60	2984.00	3834.22	毛利率	22.0%	19.2%	23.2%	24.2%	25.2%
加:营业外净收支	-12.21	-1.34	0.20	0.10	0.20	营业利润率	9.9%	7.7%	11.7%	13.0%	14.5%
利润总额	1772.77	1271.19	2296.80	2984.10	3834.42	净利润率	9.1%	6.9%	10.7%	11.8%	13.3%
减:所得税	141.04	122.53	206.71	259.62	318.26	EBITDA/营业收入	14.7%	13.5%	16.7%	17.7%	19.2%
净利润	1530.79	1164.00	2027.39	2561.02	3234.87	EBIT/营业收入	10.6%	8.4%	12.3%	13.6%	15.0%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	3105.85	2774.67	1387.13	1531.28	1917.09	固定资产周转天数	149	184	174	160	150
交易性金融资产	79.59	62.17	58.45	53.45	47.17	流动营业资本周转天数	122	116	111	109	105
应收账款	5582.19	5520.14	6248.73	7035.68	7714.88	流动资产周转天数	289	306	256	230	225
应收票据	0.59	11.20	6.91	8.13	9.34	应收账款周转天数	117	120	108	104	101
预付账款	24.36	33.11	34.34	39.88	45.21	存货周转天数	110	112	105	98	97
存货	4083.83	4271.23	4445.89	5063.07	5629.54	总资产周转天数	496	544	467	423	406
其他流动资产	130.02	188.83	236.83	279.83	317.83	投资资本周转天数	389	430	368	331	313
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	11.3%	8.3%	13.6%	15.7%	17.6%
长期股权投资	511.41	629.87	720.46	808.71	907.80	ROA	6.1%	4.7%	7.9%	9.0%	10.4%
投资性房地产	159.65	153.22	204.29	217.02	236.15	ROIC	8.8%	6.5%	10.8%	13.0%	15.1%
固定资产	7866.14	9063.95	9834.53	10598.66	11347.29	费用率					
在建工程	1729.10	283.24	478.27	404.79	493.35	销售费用率	1.3%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
无形资产	398.84	382.53	365.18	353.87	338.87	管理费用率	4.4%	4.2%	4.6%	4.2%	4.0%
其他非流动资产	9.89	124.41	66.42	66.42	66.42	财务费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
资产总额	25195.63	24956.64	25731.59	28328.82	31173.79	三费/营业收入	6.4%	6.4%	6.6%	6.1%	5.7%
短期债务	1557.60	1464.75	1364.75	1268.33	1175.48	偿债能力					
应付账款	3385.75	2741.28	2919.02	3478.89	3893.33	资产负债率	39.3%	37.1%	35.1%	35.4%	33.8%
应付票据	289.99	1138.55	792.97	1201.38	1202.93	权益权益比	64.7%	59.0%	54.0%	54.9%	51.0%
其他流动负债	0.64	4.77	5.77	3.77	5.77	流动比率	1.93	1.92	1.95	1.93	2.04
长期借款	1175.22	805.75	805.75	805.75	805.75	速动比率	1.35	1.30	1.28	1.26	1.34
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	11.19	8.61	24.05	32.16	42.17
负债总额	9899.47	9256.45	9026.15	10037.15	10527.90	分红指标					
少数股东权益	1798.06	1716.78	1779.48	1942.95	2224.24	DPS(元)	0.45	0.45	0.47	0.48	0.49
股本	2327.44	2354.63	2371.34	2371.34	2371.34	分红比率	0.69	0.91	0.55	0.44	0.36
留存收益	6865.11	6975.64	7889.12	9311.89	11384.81	股息收益率	3.1%	2.5%	2.0%	2.1%	2.1%
股东权益	15296.16	15700.19	16705.43	18291.68	20645.88	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.66	0.50	0.85	1.08	1.36
净利润	1530.79	1164.00	2027.39	2561.02	3234.87	BVPS(元)	5.80	5.94	6.29	6.89	7.77
加:折旧和摊销	725.63	834.66	852.84	949.46	1098.12	PE(X)	21.8	36.6	27.0	21.4	16.9
资产减值准备	87.28	125.93	126.66	131.45	136.03	PB(X)	2.5	3.1	3.7	3.4	3.0
公允价值变动损失	22.59	3.10	1.86	2.50	3.14	P/FCF					
财务费用	218.21	177.13	100.13	97.03	94.03	P/S	1.9	2.6	2.8	2.4	2.1
投资收益	-24.94	-36.74	-34.79	-41.07	-50.79	EV/EBITDA	13.3	19.8	17.5	14.0	11.1
少数股东损益	100.94	-15.34	62.70	163.47	281.29	CAGR(%)					
营运资金的变动	148.38	518.09	-1318.37	-703.36	-1075.73	PEG	—	—	0.4	0.8	0.6
经营活动产生现金流量	2820.01	2743.14	1822.81	3158.09	3718.13	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1193.08	-1162.34	-1837.62	-1680.26	-1981.49	REP					
融资活动产生现金流量	-648.25	-1919.09	-1373.35	-1333.69	-1350.83						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 07 月 10 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。