

## 生益电子 (688183.SH)

增持 (维持)

## AI 服务器、800G 交换机等产品放量望带动公司业绩持续高增

公司发布 24 年财报，24 全年收入 46.9 亿同比+43.2%，归母净利 3.32 亿，去年同期亏 0.25 亿，扣非归母 3.27 亿，去年同期亏 0.44 亿，毛利率 22.7%同比+8.2pcts，净利率 7.1%同比+7.9pcts，拟每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税）。结合公司近况，我们点评如下：

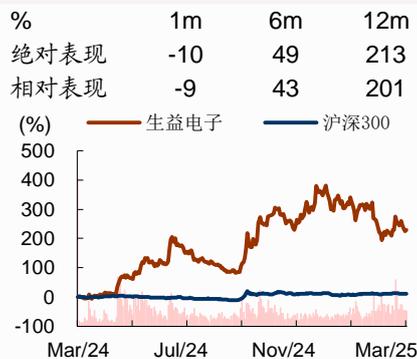
- **24Q4 受益 AI 相关订单高速增长，收入规模创历史新高。** 24 年业绩大幅扭亏主要系公司持续优化产品结构，随着市场对高层数、高精度、高密度和高可靠的多层印制电路板需求增长，收入实现同比较大增长，净利润扭亏为盈。24Q4 收入 15.1 亿同比+70.9%环比+25.0%，归母净利 1.45 亿，去年同期亏 0.07 亿环比+60.8%，扣非归母 1.49 亿，去年同期亏 0.16 亿环比+71.7%，毛利率 25.0%同比+14.9pcts 环比持平，净利率 9.7%同比+10.5pcts 环比+2.2pcts。业绩高速环增主要系亚马逊 AI 服务器需求量持续向上，产品结构随高毛利的算力订单放量继续优化。
- **三大产品应用领域均实现积极进展。** 1) 通讯领域：高速网络基础设施需求加速增长，公司与行业头部企业合作，实现 800G 交换机的重大突破，目前已实现批量出货，同时在卫星通讯领域取得积极进展，已完成前期研发测试工作，预计 25 年将实现批量生产；2) 服务器领域：公司 AI 服务器产品实现大幅增长，其收入占比跃升至 49.0%，市场份额已大幅提升，25 年公司将加大研发投入，优化产能布局，扩产产能规模，满足客户高端产品的需求；3) 汽车电子领域：公司在智驾、动力能源及智能座舱等产品批量订单稳步推进中，未来仍有望保持快速增长趋势。
- **25H1 订单及稼动率仍旺。** 根据我们的跟踪，公司目前接单情况良好，产能稼动率开年以来处于偏满载状态，且公司的技术能力和产品卡位领先，在海外以及国内多个算力客户拓展进度积极，下游 AI 服务器、800G 交换机等算力相关订单需求持续向好，高端产能不断开出，可持续推动公司业绩逐季释放。
- **25-26 年公司在 AI 服务器、800G 交换机、卫星通讯及汽车电子等领域有望迎来多点开花。** 服务器领域，公司持续优化服务器领域产品结构并紧抓 AI 服务器产品研发，已开发包括亚马逊在内的多家服务器客户，AI 配套的主板及加速卡产品已量产，此外公司在国内算力板供应链也具备卡位优势，25 年智能算力中心高层高密互连电路板项目一期新增产能有望持续释放，预计 AI 产品收入规模将继续高速增长；通讯网络高端设备领域，公司持续积极配合头部客户开发 5.5G&6G/卫星通讯/800G 交换机/光模块等应用领域 PCB 产品，陆续批量生产，望提升产品单价；汽车电子领域，持续加强了与全球汽车电子和电动汽车行业领导者的合作，在智能驾驶/动力能源/智能座舱等细分领域不断导入更多新客户批量订单，规模保持快速增长。
- **投资建议：** 公司深耕通讯网络、HPC、汽车电子赛道多年，卡位主流客户资源并掌握核心技术，具备较强核心竞争力，伴随新增产能的持续释放，长期将持续受益于三大主线业务布局，开启新一轮成长周期。考虑到公司 25H1 订单及稼动率较满，未来在算力市场的客户产品布局所带来的增长潜力，我们上修公司 25-27 年营收至 77.7/105.1/132.9 亿，归母净利至 10.0/14.5/19.0 亿，对应 PE 25.1/17.3/13.2 倍，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：** 上游原材料价格波动；客户开拓不及预期；下游需求低于预期；新建产能投产爬坡不及预期；行业竞争加剧。

TMT 及中小盘/电子  
当前股价：30.17 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	832
已上市流通股 (百万股)	832
总市值 (十亿元)	25.1
流通市值 (十亿元)	25.1
每股净资产 (MRQ)	5.1
ROE (TTM)	7.8
资产负债率	44.4%
主要股东	广东生益科技股份有限公司
主要股东持股比例	62.93%

## 股价表现



## 相关报告

- 《生益电子 (688183) —Q4 业绩超预期，继续看好公司 AI 算力领域高增趋势》2025-03-02
- 《生益电子 (688183) —Q4 业绩超预期，继续看好公司 AI 算力领域厚积薄发》2025-01-26
- 《生益电子 (688183) —Q3 利润加速释放超预期，Q4 及 25 年望保持向好趋势》2024-10-29

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 研究助理

✉ tukunshan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3273	4687	7772	10513	13292
同比增长	-7%	43%	66%	35%	26%
营业利润(百万元)	(56)	351	1149	1663	2184
同比增长	-118%	-723%	228%	45%	31%
归母净利润(百万元)	(25)	332	1000	1447	1900
同比增长	-108%	-1428%	201%	45%	31%
每股收益(元)	-0.03	0.40	1.20	1.74	2.28
PE	NE	75.6	25.1	17.3	13.2
PB	6.4	5.9	5.0	4.0	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2242	3559	5671	7665	9608
现金	429	410	661	926	1111
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1047	1747	2898	3920	4956
其它应收款	11	2	3	4	4
存货	640	1208	1791	2385	2992
其他	115	193	319	431	545
<b>非流动资产</b>	4042	4126	4084	4045	4010
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	3502	3475	3450	3427	3407
无形资产商誉	94	175	158	142	128
其他	446	474	474	474	474
<b>资产总计</b>	<b>6284</b>	<b>7686</b>	<b>9755</b>	<b>11710</b>	<b>13619</b>
<b>流动负债</b>	2050	3030	4307	5115	5559
短期借款	862	1073	1573	1561	1165
应付账款	966	1651	2447	3258	4089
预收账款	4	17	25	33	42
其他	218	289	263	263	263
<b>长期负债</b>	307	383	383	383	383
长期借款	180	221	221	221	221
其他	127	162	162	162	162
<b>负债合计</b>	<b>2357</b>	<b>3412</b>	<b>4690</b>	<b>5498</b>	<b>5941</b>
股本	832	832	832	832	832
资本公积金	2253	2263	2263	2263	2263
留存收益	842	1178	1970	3117	4582
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3927	4273	5065	6212	7678
<b>负债及权益合计</b>	<b>6284</b>	<b>7686</b>	<b>9755</b>	<b>11710</b>	<b>13619</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	431	351	308	917	1376
净利润	(25)	332	1000	1447	1900
折旧摊销	278	332	334	330	326
财务费用	63	55	60	80	100
投资收益	0	0	(31)	(31)	(31)
营运资金变动	150	(384)	(1055)	(909)	(919)
其它	(34)	16	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(607)	(417)	(261)	(261)	(261)
资本支出	(619)	(425)	(291)	(291)	(291)
其他投资	12	8	31	31	31
<b>筹资活动现金流</b>	(568)	60	205	(392)	(930)
借款变动	(407)	28	473	(12)	(396)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	10	0	0	0
股利分配	(133)	0	(208)	(300)	(434)
其他	(28)	22	(60)	(80)	(100)
<b>现金净增加额</b>	<b>(744)</b>	<b>(6)</b>	<b>252</b>	<b>264</b>	<b>185</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	3273	4687	7772	10513	13292
营业成本	2796	3621	5368	7149	8971
营业税金及附加	20	39	64	87	110
营业费用	98	160	265	368	465
管理费用	156	203	350	473	598
研发费用	193	284	505	683	864
财务费用	31	15	60	80	100
资产减值损失	(69)	(44)	(40)	(40)	(30)
公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	34	31	31	31	31
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>营业利润</b>	(56)	351	1149	1663	2184
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	(57)	351	1149	1663	2183
所得税	(32)	19	149	216	284
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	(25)	332	1000	1447	1900

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-7%	43%	66%	35%	26%
营业利润	-118%	-723%	228%	45%	31%
归母净利润	-108%	-1428%	201%	45%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.6%	22.7%	30.9%	32.0%	32.5%
净利率	-0.8%	7.1%	12.9%	13.8%	14.3%
ROE	-0.6%	8.1%	21.4%	25.7%	27.4%
ROIC	-0.2%	6.6%	16.9%	20.4%	23.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.5%	44.4%	48.1%	46.9%	43.6%
净负债比率	16.7%	17.2%	18.4%	15.2%	10.2%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.7	0.9	1.0	1.0
存货周转率	4.3	3.9	3.6	3.4	3.3
应收账款周转率	3.2	3.4	3.3	3.1	3.0
应付账款周转率	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.03	0.40	1.20	1.74	2.28
每股经营净现金	0.52	0.42	0.37	1.10	1.65
每股净资产	4.72	5.14	6.09	7.47	9.23
每股股利	0.00	0.25	0.36	0.52	0.69
<b>估值比率</b>					
PE	NE	75.6	25.1	17.3	13.2
PB	6.4	5.9	5.0	4.0	3.3
EV/EBITDA	121.6	42.5	18.9	14.0	11.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。