生益科技（600183.SH）

强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/电子
当前股价：27.75 元

Q1 趋势向好，25 年公司高速板材放量驱动新一轮高质量成长

生益科技发布 24 年报，我们依旧坚定看好公司技术引领、核心卡位和长线空间，高速板材放量将驱动新一轮高质量成长。结合公司近况，点评如下：

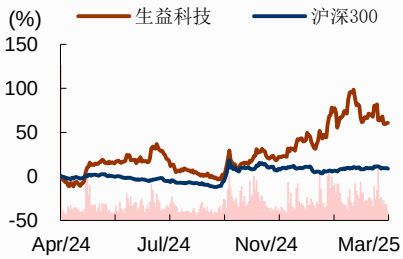
- **24 全年利润高增长。**公司 24 全年收入 203.9 亿同比+22.9%，归母净利 17.4 亿同比+49.4%，扣非归母 16.8 亿元同比+53.4%，毛利率 22.0%同比+2.8pcts，净利率 9.2%同比+2.2pcts。24 全年利润高增长主要系：1）公司 CCL 产销量同比上升，优化销售结构，使得 CCL 营收与毛利率同比上升，推动盈利增加；2）子公司生益电子收入同比实现较大增长，产品结构持续优化，AI 相关领域需求快速增长，叠加降本增效，实现净利润扭亏为盈。
- **24Q4 利润环比下滑主因新品研发配套投入增加，而公司订单和稼动率趋势向上。**24Q4 收入 56.4 亿同比+33.1%环比+10.3%，归母净利 3.7 亿同比+38.2%环比-16.7%，扣非归母 3.6 亿同比+45.4%环比-10.4%，毛利率 22.1%同比+3.7pcts 环比-0.8pct，净利率 7.4%同比+1.2pcts 环比-1.9pcts。利润环比下滑主要系 AI 相关研发费用、设备维修费用增加，同时投资项目减值。其中，研发费用增加原因源于高附加值研发产品占比增加，新品中试增加明显，报废损耗等研发投入较前期增加；同时，公司考虑新品放量需求，对研发硬件配套进行部分改造。
- **24 年业务结构：**CCL 和粘结片收入 147.9 亿同比+17.1%，毛利率 21.5%同比+1.4pcts，CCL 产量/销量 1.43/1.43 亿平米，同比+17.0%/+19.4%；粘结片产量/销量 1.89/1.88 亿米，同比+12.3%/+11.5%；PCB 业务收入 44.8 亿同比+43.0%，毛利率 19.4%同比+8.6pcts，产量/销量 147.16/145.69 万平米，同比+15.1%/+15.2%。
- **25Q1 订单结构延续优化趋势，且行业涨价情绪较浓。**从行业景气和公司订单趋势看，生益 Q4 稼动率已上升至 95%左右，且这一趋势延续至 25Q1，这得益于公司的产品以中高端产品为主，订单结构将持续优化，公司经营实质上是趋势向上。近期上游铜价震荡上行、玻纤布及环氧树脂等原材价格处于周期相对底部且有向上波动，叠加行业稼动率向上，头部 CCL 厂商发布涨价函，推动 CCL 价格稳步向上，公司经营亦将受益于此。
- **25 年公司高速板材放量驱动新一轮高质量成长。AI 算力建设推动 CCL 规格升级，高阶 CCL 供需紧张或保持较长时间。**公司 S8/S9 高速 CCL 性能领先同行，前瞻研发 PTFE 等新材料。公司近年持续扩充高阶 CCL 产能，目前高速 CCL 产能充足，同时虽然上游玻璃布供应较为紧张，但公司对玻璃布供应把控能力强，能确保稳定供应。据我们跟踪，公司 S8/S9 材料已在 N 客户供应链取得积极进展，我们认为在供需紧张背景下，公司凭借领先的技术能力及充足产能，25 年及中长期在 N 客户体系有望取得更多高速材料份额，带动高速占比持续提升，有望带来可观的弹性业绩贡献。同时，公司持续分享子公司生益电子在北美客户的弹性以及国内算力需求并相互促进，未来有望进入更多终端客户供应体系。此外，公司 A 客户体系有望持续导入终端新品，封装基材业务也有望持续放量。
- **维持“强烈推荐”评级。**综上，我们认为 CCL 行业短期景气持续回暖，公司客户及产品矩阵优秀，稼动率望保持在较高水平，且公司成长属性凸显，看好其高端产品在 AI 算力、端侧、自主可控等领域不断取得新进展，驱动新一轮

基础数据

总股本（百万股）	2429
已上市流通股(百万股)	2371
总市值（十亿元）	67.4
流通市值（十亿元）	65.8
每股净资产（MRQ）	6.1
ROE（TTM）	11.7
资产负债率	40.3%
主要股东	广东省广新控股集团有限公司
主要股东持股比例	24.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	54	66
相对表现	-11	48	55



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

1、《生益科技（600183）—Q4 符合预期，Q1 趋势向好，高端板材放量打开业绩增量新空间》2025-03-02
2、《生益科技（600183）—Q4 新品研发大幅投入，25 年高速板材放量驱动新一轮高成长》2025-01-24
3、《生益科技（600183）—Q3 因需求波动增速放缓，看好公司经营穿越行业短期波动》2024-10-29

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂锟山 研究助理
tukunshan@cmschina.com.cn

高质量成长。我们预测营收 25-27 年 238.8/274.7/315.9 亿，归母净利 26.1/33.2/40.6 亿，对应 PE 25.9/20.3/16.6 倍，PB 4.2/3.6/3.1 倍。我们坚定看好公司技术引领、管理能力及核心卡位，中长线有望超预期兑现，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：原材料价格波动、行业竞争加剧、需求不达预期、技术升级不达预期。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	16586	20388	23884	27467	31587
同比增长	-8%	23%	17%	15%	15%
营业利润(百万元)	1273	2072	3108	3957	4840
同比增长	-29%	63%	50%	27%	22%
归母净利润(百万元)	1164	1739	2607	3316	4056
同比增长	-24%	49%	50%	27%	22%
每股收益(元)	0.48	0.72	1.07	1.37	1.67
PE	57.9	38.8	25.9	20.3	16.6
PB	4.8	4.5	4.2	3.6	3.1

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

1、《生益科技（600183）—前三季度业绩高增，仍望把握结构性增长机会》2021-10-19
2、《生益科技（600183）—覆铜板驱动业绩高增，仍望把握行业结构性增长机会》2021-10-29
3、《生益科技（600183）—CCL 有周期压力但结构升级仍可期，PCB 望迎拐点》2022-03-30
4、《生益科技（600183）—上下游挤压致 Q1 业绩下滑，下半年望迎拐点》2022-05-01
5、《生益科技（600183）—供需两端承压拖累 H1 业绩，中高端产品升级助力长线成长》2022-08-18
6、《生益科技（600183）—22Q4 盈利能力环比向好，高算力需求有望打开长线空间》2023-03-30
7、《生益科技（600183）跟踪报告—深度布局多领域高端 CCL 材料，受益高算力与进口替代大势》2023-04-20
8、《生益科技（600183）—投资泰国新建产能加速海外布局，关注 H2 中高端产品放量》2023-07-30
9、《生益科技（600183）—Q2 环比改善源于稼动率回升，H2 望迎来边际向好趋势》2023-08-12
10、《生益科技（600183）—Q3 业绩符合市场预期，关注 Q4 产品高端化升级进展》2023-10-27
11、《生益科技（600183）—23 年需求低迷致业绩承压，持续关注产品高端化升级新突破》2024-01-31
12、《生益科技（600183）—看好公司持续受益产品高端化升级及 AI 算力大势》2024-02-28
13、《生益科技（600183）—23 年受需求疲软拖累，24 年看好周期向上及 AI 算力需求》2024-03-29
14、《生益科技（600183）—Q1 业绩大超市场预期，稼动率提升+结构优化驱动盈利上行》2024-04-27
15、《生益科技（600183）—周期与成长共振，三年期激励开启公司发展新篇章》2024-05-26
16、《生益科技（600183）—Q2 业绩预增再超预期，继续看好周期+成长共振》2024-07-10
17、《生益科技（600183）—Q2 利润位于预告中上限，关注公司高端化产品进展》2024-08-28
18、《生益科技（600183）—Q3 因需求波动增速放缓，看好公司经营穿越行业短期波动》2024-10-29
19、《生益科技（600183）—Q4 新品研发大幅投入，25 年高速板材放量驱动新一轮高成长》2025-01-24
20、《生益科技（600183）—Q4 符合预期，Q1 趋势向好，高端板材放量打开业绩增量新空间》2025-03-02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13999	16613	18994	21601	24829
现金	2775	2016	2103	2250	2700
交易性投资	62	130	130	130	130
应收票据	11	8	9	11	12
应收款项	5520	7305	8558	9842	11318
其它应收款	135	95	111	128	147
存货	4271	5119	5816	6635	7528
其他	1225	1939	2267	2605	2993
非流动资产	10958	11031	10579	10170	9798
长期股权投资	630	689	689	689	689
固定资产	9064	8635	8246	7893	7573
无形资产商誉	383	626	563	507	456
其他	881	1081	1081	1081	1081
资产总计	**24957**	**27643**	**29573**	**31770**	**34628**
流动负债	7297	9849	10436	9853	9348
短期借款	1465	1837	2866	1441	18
应付账款	3880	5012	5694	6496	7371
预收账款	92	232	263	300	341
其他	1861	2768	1613	1616	1618
长期负债	1959	1289	1289	1289	1289
长期借款	806	558	558	558	558
其他	1153	731	731	731	731
负债合计	**9256**	**11138**	**11725**	**11142**	**10637**
股本	2355	2429	2429	2429	2429
资本公积金	4630	4791	4791	4791	4791
留存收益	6998	7684	8834	11368	14429
少数股东权益	1717	1600	1794	2040	2341
归属于母公司所有者权益	13983	14905	16054	18588	21650
负债及权益合计	**24957**	**27643**	**29573**	**31770**	**34628**

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2743	1456	1948	2629	3173
净利润	1149	1868	2801	3563	4358
折旧摊销	824	863	860	817	779
财务费用	177	130	120	120	150
投资收益	(37)	(58)	(253)	(253)	(253)
营运资金变动	664	(1321)	(1579)	(1618)	(1861)
其它	(34)	(25)	0	0	0
投资活动现金流	(1162)	(934)	(155)	(155)	(155)
资本支出	(1109)	(926)	(408)	(408)	(408)
其他投资	(54)	(8)	253	253	253
筹资活动现金流	(1919)	(1276)	(1706)	(2327)	(2568)
借款变动	(920)	36	(128)	(1425)	(1423)
普通股增加	27	75	0	0	0
资本公积增加	336	161	0	0	0
股利分配	(1047)	(1060)	(1458)	(782)	(995)
其他	(315)	(488)	(120)	(120)	(150)
现金净增加额	(338)	(754)	87	147	450

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	16586	20388	23884	27467	31587
营业成本	13395	15895	18057	20600	23374
营业税金及附加	103	123	144	165	190
营业费用	254	373	406	385	442
管理费用	701	843	979	1099	1263
研发费用	841	1157	1323	1394	1579
财务费用	111	70	120	120	150
资产减值损失	(131)	(122)	0	0	0
公允价值变动收益	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
其他收益	191	213	200	200	200
投资收益	37	55	55	55	55
营业利润	1273	2072	3108	3957	4840
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	3	6	6	6	6
利润总额	1271	2068	3104	3952	4836
所得税	123	200	303	390	478
少数股东损益	(15)	129	194	246	301
归属于母公司净利润	1164	1739	2607	3316	4056

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-8%	23%	17%	15%	15%
营业利润	-29%	63%	50%	27%	22%
归母净利润	-24%	49%	50%	27%	22%
获利能力					
毛利率	19.2%	22.0%	24.4%	25.0%	26.0%
净利率	7.0%	8.5%	10.9%	12.1%	12.8%
ROE	8.5%	12.0%	16.8%	19.1%	20.2%
ROIC	6.5%	9.9%	14.1%	16.7%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	37.1%	40.3%	39.6%	35.1%	30.7%
净负债比率	13.4%	12.8%	11.6%	6.3%	1.7%
流动比率	1.9	1.7	1.8	2.2	2.7
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.5	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
存货周转率	3.2	3.4	3.3	3.3	3.3
应收账款周转率	3.0	3.2	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	3.5	3.6	3.4	3.4	3.4
每股资料(元)					
EPS	0.48	0.72	1.07	1.37	1.67
每股经营净现金	1.13	0.60	0.80	1.08	1.31
每股净资产	5.76	6.14	6.61	7.65	8.91
每股股利	0.44	0.60	0.32	0.41	0.50
估值比率					
PE	57.9	38.8	25.9	20.3	16.6
PB	4.8	4.5	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	36.1	26.5	19.3	16.1	13.7

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。