

生益电子 (688183.SH)

增持 (维持)

Q1 业绩高增符合预期, 关注公司大客户订单需求及新产能释放

公司发布 25 年一季报, Q1 收入 15.79 亿同比+78.55%环比+4.79%, 归母净利润 2.0 亿同比+656.87%环比+37.63%, 扣非归母净利润 1.98 亿同比+715.72%环比+32.45%, 毛利率+29.84%同比+10.96pct 环比+4.89pct, 净利率 12.67%同比+9.68pct 环比+3.02pct。结合公司近况, 我们点评如下:

- **25Q1 业绩高增符合市场预期, AI 算力业务占比持续提升带动盈利改善。**随着市场对高层数、高精度、高密度和高可靠的多层板及高阶 HDI 需求增长, 公司持续优化产品结构, 积极完善产品业务区域布局, AI 服务器及高阶交换机等算力订单大幅增加, 推动公司营收高速增长, 毛利率亦得到大幅提升, 叠加公司持续施行降本增效等措施, 公司净利润亦得到同环比大幅增长。公司季度收入环比增速放缓, 我们分析主因在于高端产能释放存在一定瓶颈。
- **25Q2 订单及稼动率仍旺, 业务结构优化趋势望延续。**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, 可持续推动公司业务逐季释放。Q2 需关注亚马逊等海外大客户在算力方面的 Capex 的实际变化情况, 以及公司 800G 交换机订单导入放量情况, 目前股价走势亦反应关税以及算力 Capex 下修等的悲观预期。
- **25-26 年公司积极扩充高端产能, 在 AI 服务器、800G 交换机等领域有望放量增长。**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 年智能算力中心高多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, 公司在智能驾驶/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。公司深耕通讯网络、HPC、汽车电子赛道多年, 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。
- **投资建议:**考虑到公司 25Q2 订单及稼动率较满, 高端产能释放仍需时间, 未来在算力市场的客户及产品布局所带来的增长潜力, 我们最新预计公司 25-27 年营收至 70.8/95.5/120.4 亿, 归母净利润至 9.1/12.7/17.1 亿, 对应 PE 23.8/17.0/12.6 倍, 维持“增持”投资评级。
- **风险提示:**新增产能释放不及预期; 下游需求低于预期; 行业竞争加剧。

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	7083	9549	12038
同比增长	-7%	43%	51%	35%	26%
营业利润(百万元)	(56)	351	1041	1455	1968
同比增长	-118%	-723%	197%	40%	35%
归母净利润(百万元)	(25)	332	906	1266	1712
同比增长	-108%	-1428%	173%	40%	35%
每股收益(元)	-0.03	0.40	1.09	1.52	2.06
PE	-862.0	64.9	23.8	17.0	12.6
PB	5.5	5.0	4.3	3.6	3.0

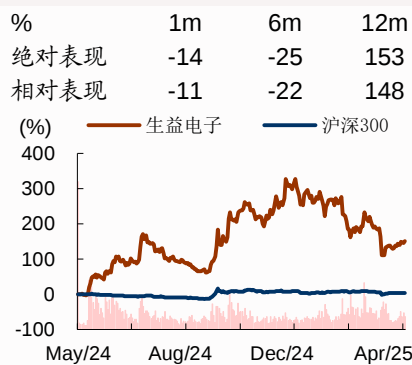
资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 25.9 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)	21.5
流通市值(十亿元)	21.5
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	45.0%
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



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《生益电子 (688183) —AI 服务器、800G 交换机等产品放量带动公司业绩持续高增》2025-03-28
- 2、《生益电子 (688183) —Q4 业绩超指引中值, 继续看好公司 AI 算力领域高增趋势》2025-03-02
- 3、《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

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

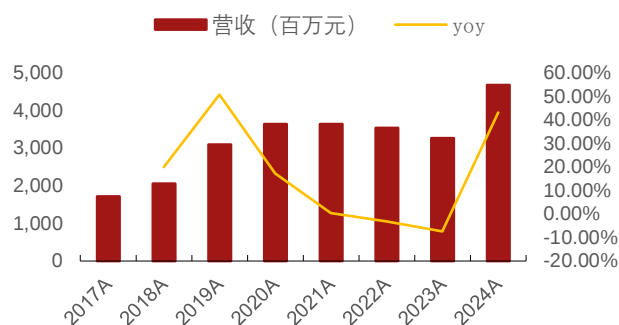
程鑫 S1090523070013

chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

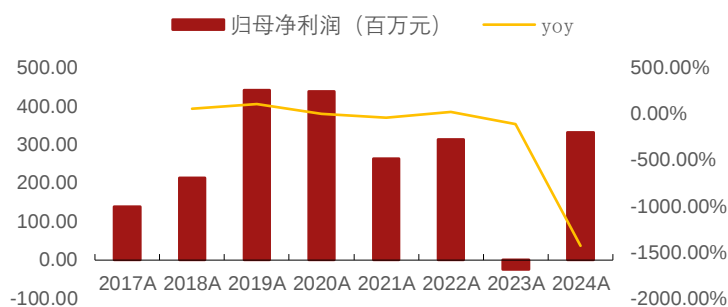
tukunshan@cmschina.com.cn

图 1: 公司年度营收及同比 (百万元, %)



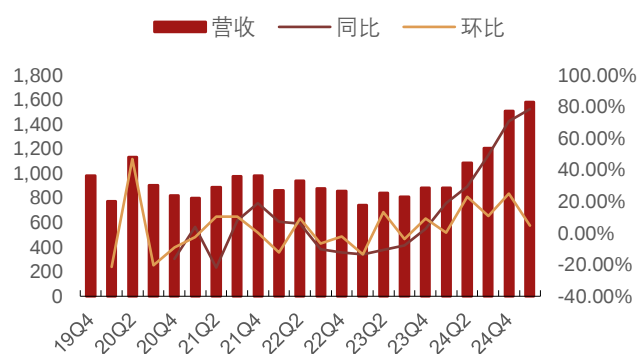
资料来源: wind, 招商证券

图 2: 公司年度归母净利润及同比 (百万元, %)



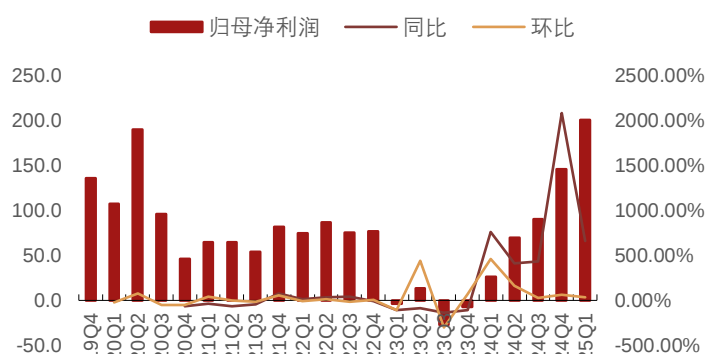
资料来源: wind, 招商证券

图 3: 公司季度营收及同环比 (百万元, %)



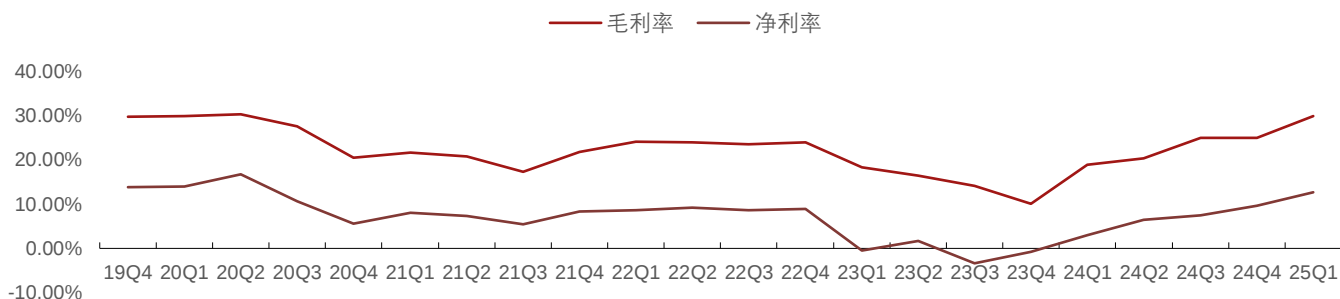
资料来源: wind, 招商证券

图 4: 公司归母净利润营收及同环比 (百万元, %)



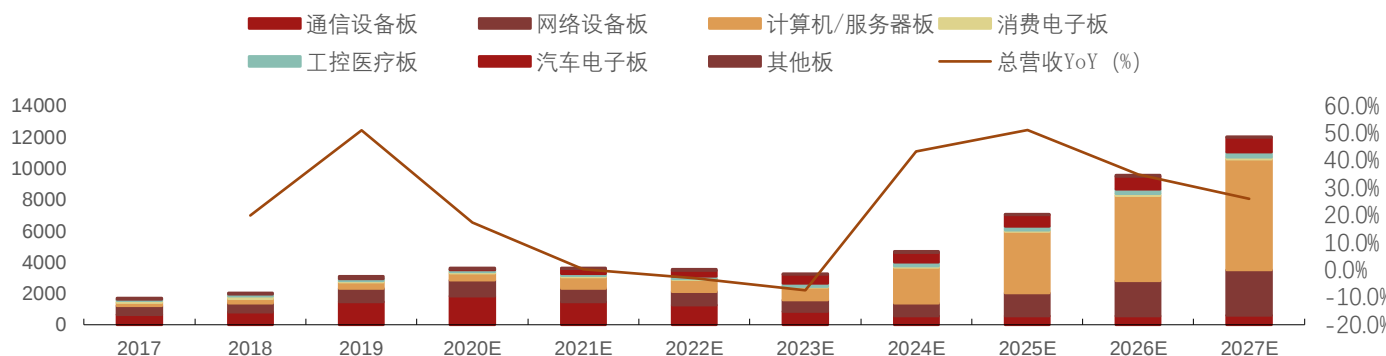
资料来源: wind, 招商证券

图 5: 公司季度毛利率和净利率变化情况 (%)



资料来源: wind, 招商证券

图 6: 公司业务收入结构拆分 (百万元)



资料来源: 公司公告, 招商证券预测

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	2242	3559	5169	6976	8703
现金	429	410	603	839	1007
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	2641	3560	4488
其它应收款	11	2	2	3	4
存货	640	1208	1632	2182	2710
其他	115	193	290	392	493
非流动资产	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
资产总计	6284	7686	9253	11021	12713
流动负债	2050	3030	3899	4674	5033
短期借款	862	1073	1384	1399	1029
应付账款	966	1651	2230	2981	3703
预收账款	4	17	23	30	38
其他	218	289	263	263	263
长期负债	307	383	383	383	383
长期借款	180	221	221	221	221
其他	127	162	162	162	162
负债合计	2357	3412	4281	5056	5416
股本	832	832	832	832	832
资本公积金	2253	2263	2263	2263	2263
留存收益	842	1178	1876	2870	4202
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3927	4273	4971	5965	7297
负债及权益合计	6284	7686	9253	11021	12713

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	431	351	439	833	1278
净利润	(25)	332	906	1266	1712
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)	(830)	(812)	(830)
其它	(34)	16	0	0	0
投资活动现金流	(607)	(417)	(261)	(261)	(261)
资本支出	(619)	(425)	(291)	(291)	(291)
其他投资	12	8	31	31	31
筹资活动现金流	(568)	60	16	(336)	(850)
借款变动	(407)	28	284	16	(370)
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)	(272)	(380)
其他	(28)	22	(60)	(80)	(100)
现金净增加额	(744)	(6)	194	236	168

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3273	4687	7083	9549	12038
营业成本	2796	3621	4892	6541	8125
营业税金及附加	20	39	59	79	100
营业费用	98	160	242	334	421
管理费用	156	203	319	430	542
研发费用	193	284	460	621	782
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)
营业利润	(56)	351	1041	1455	1968
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	(57)	351	1041	1455	1968
所得税	(32)	19	135	189	256
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(25)	332	906	1266	1712

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-7%	43%	51%	35%	26%
营业利润	-118%	-723%	197%	40%	35%
归母净利润	-108%	-1428%	173%	40%	35%
获利能力					
毛利率	14.6%	22.7%	30.9%	31.5%	32.5%
净利率	-0.8%	7.1%	12.8%	13.3%	14.2%
ROE	-0.6%	8.1%	19.6%	23.1%	25.8%
ROIC	-0.2%	6.6%	15.7%	18.9%	22.3%
偿债能力					
资产负债率	37.5%	44.4%	46.3%	45.9%	42.6%
净负债比率	16.7%	17.2%	17.3%	14.7%	9.8%
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
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0
存货周转率	4.3	3.9	3.4	3.4	3.3
应收账款周转率	3.2	3.4	3.2	3.1	3.0
应付账款周转率	2.8	2.8	2.5	2.5	2.4
每股资料(元)					
EPS	-0.03	0.40	1.09	1.52	2.06
每股经营净现金	0.52	0.42	0.53	1.00	1.54
每股净资产	4.72	5.14	5.98	7.17	8.77
每股股利	0.00	0.25	0.33	0.46	0.62
估值比率					
PE	-862.0	64.9	23.8	17.0	12.6
PB	5.5	5.0	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	105.3	36.8	17.6	13.5	10.5

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。