

## 生益科技 (600183.SH)

## 强烈推荐 (维持)

## Q2 订单饱满、结构优化及涨价共驱业绩趋势向上

近期中美互降关税谈判降低了市场对算力链受关税影响的担忧,北美 CSP 厂商 CAPEX 整体变化超市场悲观预期,算力需求中短期依旧保持向上趋势。结合公司近期情况,我们更新观点如下:

□ **Q2 趋势有望向上,主要系订单需求旺盛、结构优化,且开始随行业趋势部分涨价。**1) **订单饱满:** 公司订单维持在高位,且订单能见度高。2) **持续涨价:** 因为订单满载和上游材料微涨,我们了解公司 Q2 开始对部分下游客户涨价,优化客户结构。3) **结构优化:** 公司 S8/S9 材料在海外 N 客户快速放量带动高速收入占比快速提升,且进一步优化低毛利订单带动通用产品结构改善,盈利能力提升;生益电子业绩趋势环比亦加速向上。综上,我们判断公司 Q2 经营业绩同环比均有望实现快速增长,25H2 有望保持高端材料放量,订单结构持续优化的向上趋势。

□ **展望明年, 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,看好高速板材放量驱动公司持续高质量成长。从成长角度看,** 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 客户供应链份额快速提升,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,看好后续业绩释放的持续性以及可观弹性。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,未来有望进入更多算力客户供应体系。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。**从周期角度看,** 近期上游铜价震荡上行、玻纤布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,推动 CCL 价格稳步向上,公司经营亦将受益于此。

□ **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,驱动新一轮高质量成长。基于 Q2 业绩趋势有望向上和最新外部环境,我们上调 25-27 年营收至 250.6/288.2/331.4 亿,归母净利至 27.0/34.7/42.5 亿,对应 PE 23.6/18.3/15.0 倍, PB 3.9/3.4/2.9 倍。我们依旧坚定看好公司在 PCB 上游材料的技术引领、核心卡位和长线空间以及优秀管理能力会持续被市场认知和发掘,25 年开始高速板材放量将驱动新一轮高质量成长,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、地缘政治风险加剧、技术升级不达预期。

TMT 及中小盘/电子

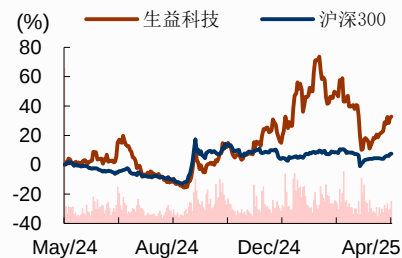
当前股价: 26.2 元

## 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)    | 63.6          |
| 流通市值(十亿元)   | 62.1          |
| 每股净资产(MRQ)  | 6.4           |
| ROE(TTM)    | 12.2          |
| 资产负债率       | 39.2%         |
| 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 | 13 | 18 | 35  |
| 相对表现 | 10 | 23 | 28  |



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《生益科技(600183)—Q1 业绩超预期,看好高速板材放量驱动公司持续高质量成长》2025-04-29
- 2、《生益科技(600183)—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》2025-03-30
- 3、《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

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

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) | 16586 | 20388 | 25057 | 28816 | 33138 |
| 同比增长       | -8%   | 23%   | 23%   | 15%   | 15%   |
| 营业利润(百万元)  | 1273  | 2072  | 3219  | 4145  | 5073  |
| 同比增长       | -29%  | 63%   | 55%   | 29%   | 22%   |
| 归母净利润(百万元) | 1164  | 1739  | 2700  | 3474  | 4251  |
| 同比增长       | -24%  | 49%   | 55%   | 29%   | 22%   |
| 每股收益(元)    | 0.48  | 0.72  | 1.11  | 1.43  | 1.75  |
| PE         | 54.7  | 36.6  | 23.6  | 18.3  | 15.0  |
| PB         | 4.6   | 4.3   | 3.9   | 3.4   | 2.9   |

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
- 21、《生益科技（600183）—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》2025-03-30
- 22、《生益科技（600183）—Q1 业绩超预期，看好高速板材放量驱动公司持续高质量成长》2025-04-29

## 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>    | 13999        | 16613        | 19923        | 22654        | 26041        |
| 现金             | 2775         | 2016         | 2209         | 2360         | 2832         |
| 交易性投资          | 62           | 130          | 130          | 130          | 130          |
| 应收票据           | 11           | 8            | 10           | 11           | 13           |
| 应收款项           | 5520         | 7305         | 8978         | 10325        | 11874        |
| 其它应收款          | 135          | 95           | 116          | 134          | 154          |
| 存货             | 4271         | 5119         | 6101         | 6961         | 7898         |
| 其他             | 1225         | 1939         | 2378         | 2733         | 3140         |
| <b>非流动资产</b>   | 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         |
| <b>资产总计</b>    | <b>24957</b> | <b>27643</b> | <b>30502</b> | <b>32824</b> | <b>35840</b> |
| <b>流动负债</b>    | 7297         | 9849         | 11265        | 10666        | 10157        |
| 短期借款           | 1465         | 1837         | 3401         | 1919         | 447          |
| 应付账款           | 3880         | 5012         | 5974         | 6815         | 7733         |
| 预收账款           | 92           | 232          | 276          | 315          | 358          |
| 其他             | 1861         | 2768         | 1614         | 1617         | 1619         |
| <b>长期负债</b>    | 1959         | 1289         | 1289         | 1289         | 1289         |
| 长期借款           | 806          | 558          | 558          | 558          | 558          |
| 其他             | 1153         | 731          | 731          | 731          | 731          |
| <b>负债合计</b>    | <b>9256</b>  | <b>11138</b> | <b>12554</b> | <b>11954</b> | <b>11446</b> |
| 股本             | 2355         | 2429         | 2429         | 2429         | 2429         |
| 资本公积金          | 4630         | 4791         | 4791         | 4791         | 4791         |
| 留存收益           | 6998         | 7684         | 8927         | 11591        | 14800        |
| 少数股东权益         | 1717         | 1600         | 1801         | 2059         | 2374         |
| 归属于母公司所有者权益    | 13983        | 14905        | 16147        | 18811        | 22020        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>24957</b> | <b>27643</b> | <b>30502</b> | <b>32824</b> | <b>35840</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> | 2743         | 1456         | 1519       | 2719       | 3291       |
| 净利润            | 1149         | 1868         | 2901       | 3732       | 4567       |
| 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)       | (2109)     | (1697)     | (1952)     |
| 其它             | (34)         | (25)         | 0          | 0          | 0          |
| <b>投资活动现金流</b> | (1162)       | (934)        | (155)      | (155)      | (155)      |
| 资本支出           | (1109)       | (926)        | (408)      | (408)      | (408)      |
| 其他投资           | (54)         | (8)          | 253        | 253        | 253        |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1919)       | (1276)       | (1170)     | (2413)     | (2664)     |
| 借款变动           | (920)        | 36           | 408        | (1483)     | (1472)     |
| 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)     | (810)      | (1042)     |
| 其他             | (315)        | (488)        | (120)      | (120)      | (150)      |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(338)</b> | <b>(754)</b> | <b>193</b> | <b>151</b> | <b>472</b> |

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 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 16586 | 20388 | 25057 | 28816 | 33138 |
| 营业成本             | 13395 | 15895 | 18943 | 21612 | 24522 |
| 营业税金及附加          | 103   | 123   | 151   | 173   | 200   |
| 营业费用             | 254   | 373   | 441   | 403   | 464   |
| 管理费用             | 701   | 843   | 1042  | 1153  | 1326  |
| 研发费用             | 841   | 1157  | 1393  | 1462  | 1657  |
| 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    |
| <b>营业利润</b>      | 1273  | 2072  | 3219  | 4145  | 5073  |
| 营业外收入            | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出            | 3     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| <b>利润总额</b>      | 1271  | 2068  | 3215  | 4140  | 5068  |
| 所得税              | 123   | 200   | 314   | 409   | 501   |
| 少数股东损益           | (15)  | 129   | 200   | 258   | 316   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 1164  | 1739  | 2700  | 3474  | 4251  |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | -8%   | 23%   | 23%   | 15%   | 15%   |
| 营业利润           | -29%  | 63%   | 55%   | 29%   | 22%   |
| 归母净利润          | -24%  | 49%   | 55%   | 29%   | 22%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 19.2% | 22.0% | 24.4% | 25.0% | 26.0% |
| 净利率            | 7.0%  | 8.5%  | 10.8% | 12.1% | 12.8% |
| ROE            | 8.5%  | 12.0% | 17.4% | 19.9% | 20.8% |
| ROIC           | 6.5%  | 9.9%  | 14.3% | 17.0% | 19.3% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 37.1% | 40.3% | 41.2% | 36.4% | 31.9% |
| 净负债比率          | 13.4% | 12.8% | 13.0% | 7.5%  | 2.8%  |
| 流动比率           | 1.9   | 1.7   | 1.8   | 2.1   | 2.6   |
| 速动比率           | 1.3   | 1.2   | 1.2   | 1.5   | 1.8   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 存货周转率          | 3.2   | 3.4   | 3.4   | 3.3   | 3.3   |
| 应收账款周转率        | 3.0   | 3.2   | 3.1   | 3.0   | 3.0   |
| 应付账款周转率        | 3.5   | 3.6   | 3.4   | 3.4   | 3.4   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 0.48  | 0.72  | 1.11  | 1.43  | 1.75  |
| 每股经营净现金        | 1.13  | 0.60  | 0.63  | 1.12  | 1.35  |
| 每股净资产          | 5.76  | 6.14  | 6.65  | 7.74  | 9.06  |
| 每股股利           | 0.44  | 0.60  | 0.33  | 0.43  | 0.52  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 54.7  | 36.6  | 23.6  | 18.3  | 15.0  |
| PB             | 4.6   | 4.3   | 3.9   | 3.4   | 2.9   |
| EV/EBITDA      | 34.7  | 25.4  | 18.1  | 14.9  | 12.6  |

### 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。