

## 生益电子 (688183.SH)

增持 (维持)

## AI 驱动 Q2 业绩高增, AI 占比提升望推动业绩逐季环比向上

公司预告 25H1 收入 36.5-38.8 亿元, 同比增长 85%-97%; 归母净利润 5.1-5.5 亿, 同比增长 432%-471%; 扣非归母净利润 5.1-5.5 亿, 同比增长 462%-503%。结合公司近况, 我们点评如下:

- **Q2 业绩高速增长, AI 服务器及高速交换机持续放量带动业务结构优化。**取区间中值计算, Q2 收入 21.86 亿同比+100.9%环比+38.4%, 归母净利润 3.3 亿同比+373.8%环比+64.8%, 扣非归母净利润 3.3 亿同比+397.3%环比+66.5%, 净利率约 15.1%同比+8.7pct 环比+2.4pct。考虑到公司今年每季度有股权激励费用在 4670 万元, 实际经营业绩会更好。而业绩的高速增长源于公司在下游 ASIC 服务器及高速交换机订单持续放量, 产品结构不断优化, 产能扩张稳步推进, 进一步巩固了在中高端市场的竞争优势, 盈利能力得到大幅提升。我们预计公司 Q2 AI 服务器业务占比有望提升到 60%以上, 交换机业务占比 20%左右, 较去年结构得到显著的改善。
- **展望 H2 及 26 年, 公司持续扩充 AI-PCB 产能, 并加速推进更多 ASIC 客户的打样认证导入工作。**除了 AWS 算力大客户外, 公司积极开拓 Meta、谷歌等 ASIC 客户, 均有望取得积极进展。公司加速扩充国内 AI 算力高多层及 HDI 产能, 并稳步推进泰国基地的扩产, 未来有望在 ASIC 供应链以及高速交换机市场进一步提升市占率, 带来弹性业绩增量。
- **投资建议:** 考虑到公司 25Q2-H2 订单及稼动率较满, 高端产能持续释放, 产品结构不断优化, 未来在算力市场的客户开拓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 82.0/114.8/151.6 亿, 归母净利润至 13.2/20.0/28.4 亿, 对应 PE 29.4/19.4/13.7 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; 贸易摩擦加剧。

## 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	8202	11482	15157
同比增长	-7%	43%	75%	40%	32%
营业利润(百万元)	(56)	351	1468	2221	3155
同比增长	-118%	-723%	318%	51%	42%
归母净利润(百万元)	(25)	332	1321	1999	2839
同比增长	-108%	-1428%	298%	51%	42%
每股收益(元)	-0.03	0.40	1.59	2.40	3.41
PE	-1554.2	117.0	29.4	19.4	13.7
PB	9.9	9.1	7.2	5.6	4.2

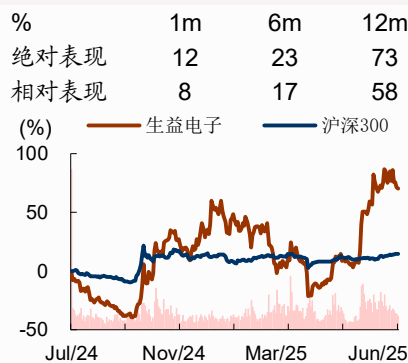
资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/电子  
目标估值: NA  
当前股价: 46.7 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)	38.8
流通市值(十亿元)	38.8
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



## 相关报告

- 《生益电子(688183)—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》2025-05-05
- 《生益电子(688183)—AI 服务器、800G 交换机等产品放量望带动公司业绩持续高增》2025-03-28
- 《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

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

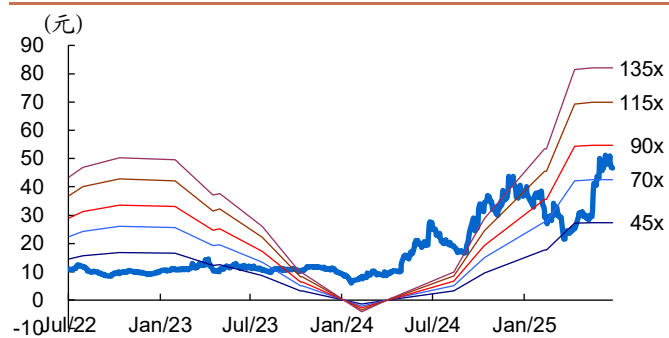
程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

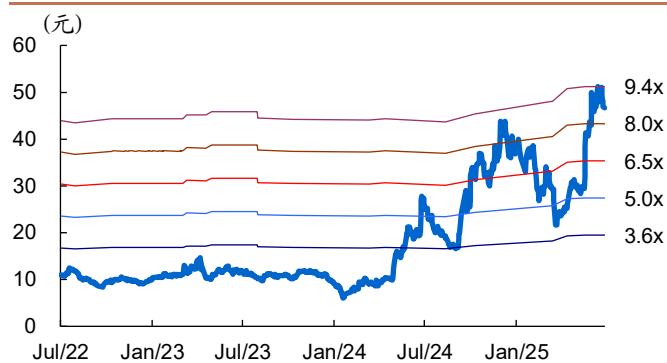
✉ tukunshan@cmschina.com.cn

图 1: 生益电子历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 生益电子历史 PB Band



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	5892	8247	10690
现金	429	410	676	1003	1203
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	3058	4281	5651
其它应收款	11	2	3	4	5
存货	640	1208	1819	2489	3210
其他	115	193	336	470	620
<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>9976</b>	<b>12293</b>	<b>14700</b>
<b>流动负债</b>	2050	3030	4207	4921	5090
短期借款	862	1073	1433	1222	395
应付账款	966	1651	2486	3402	4387
预收账款	4	17	25	35	45
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>4590</b>	<b>5304</b>	<b>5472</b>
股本	832	832	832	832	832
资本公积金	2253	2263	2263	2263	2263
留存收益	842	1178	2291	3893	6133
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3927	4273	5386	6989	9228
<b>负债及权益合计</b>	<b>6284</b>	<b>7686</b>	<b>9976</b>	<b>12293</b>	<b>14700</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	462	1275	1988
净利润	(25)	332	1321	1999	2839
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)	(1222)	(1103)	(1247)
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	65	(688)	(1526)
借款变动	(407)	28	333	(211)	(827)
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)	(396)	(600)
其他	(28)	22	(60)	(80)	(100)
<b>现金净增加额</b>	<b>(744)</b>	<b>(6)</b>	<b>267</b>	<b>326</b>	<b>201</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	3273	4687	8202	11482	15157
营业成本	2796	3621	5454	7463	9624
营业税金及附加	20	39	68	95	125
营业费用	98	160	280	390	515
管理费用	156	203	369	517	682
研发费用	193	284	533	746	985
财务费用	31	15	60	80	100
资产减值损失	(69)	(44)	0	0	0
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	1468	2221	3155
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	1468	2221	3155
所得税	(32)	19	147	222	315
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	(25)	332	1321	1999	2839

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-7%	43%	75%	40%	32%
营业利润	-118%	-723%	318%	51%	42%
归母净利润	-108%	-1428%	298%	51%	42%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.6%	22.7%	33.5%	35.0%	36.5%
净利率	-0.8%	7.1%	16.1%	17.4%	18.7%
ROE	-0.6%	8.1%	27.4%	32.3%	35.0%
ROIC	-0.2%	6.6%	21.8%	26.8%	32.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.5%	44.4%	46.0%	43.1%	37.2%
净负债比率	16.7%	17.2%	16.6%	11.7%	4.2%
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.7	2.1
速动比率	0.8	0.8	1.0	1.2	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.7	0.9	1.0	1.1
存货周转率	4.3	3.9	3.6	3.5	3.4
应收账款周转率	3.2	3.4	3.4	3.1	3.1
应付账款周转率	2.8	2.8	2.6	2.5	2.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.03	0.40	1.59	2.40	3.41
每股经营净现金	0.52	0.42	0.56	1.53	2.39
每股净资产	4.72	5.14	6.48	8.40	11.09
每股股利	0.00	0.25	0.48	0.72	1.02
<b>估值比率</b>					
PE	-1554.2	117.0	29.4	19.4	13.7
PB	9.9	9.1	7.2	5.6	4.2
EV/EBITDA	178.5	62.4	23.0	16.3	11.9

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。