

## 生益电子 (688183.SH)

增持 (维持)

### Q4 环降源于下游大客户拉货放缓，静待 Q2 新架构产品拉货

TMT 及中小盘/电子  
当前股价: 86.58 元

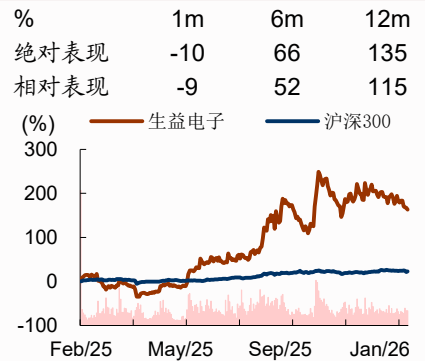
公司公告 25 年业绩预增: 归母净利 14.3-15.1 亿, 同比+331.0%~355.9%; 扣非归母净利 14.3-15.1 亿, 同比+334.8%~360.9%。结合公司近况, 我们点评如下:

#### 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)	72.0
流通市值 (十亿元)	72.0
每股净资产 (MRQ)	6.2
ROE (TTM)	24.4
资产负债率	54.0%
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%

□ **Q4 业绩环比下滑, 源于下游算力大客户拉货节奏放缓。**单看 Q4, 归母净利中值 3.6 亿, 同比+145.8%环比-38.8%, 扣非归母净利中值 3.5 亿, 同比+137.%环比-39.3%。业绩环比下滑, 主要源于公司下游算力大客户 AWS Q4 拉货节奏放缓, Q3 有新增产能投产, 稼动率有所下滑, 折旧增加, 且汇兑损失也有一定的负面影响。公司亦积极导入国产算力订单以及高速交换机订单予以对冲。全年来看, 业绩预增主要源于公司 25 年聚焦高端领域市场开拓, 受益于算力 PCB 旺盛需求, 公司 AI 服务器及交换机 PCB 业务规模及占比大幅提升, 盈利能力大幅改善。

#### 股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **展望 26 年:** 短期来说, AWS 新架构产品有望 Q2 切换并放量, 公司有望借此迎来新一轮的增长拐点。目前公司高端产能仍在快速扩充, 吉安二期和泰国季度的产能预计将于 26 年年中投产, 公司同时正积极给 Meta、谷歌等 ASIC 客户以及 NV 打样认证, 有望在 AI 服务器以及高速交换机市场进一步提升市占率, 迎来弹性业绩增量。

□ **投资建议:** 我们最新预计公司 25-27 年营收至 98.4/152.6/221.2 亿, 归母净利至 14.8/25.4/40.8 亿, 对应 PE 48.8/28.3/17.6 倍, 我们看好公司中长期高端产能加速扩张并持续释放, 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, 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	9842	15255	22120
同比增长	-7%	43%	110%	55%	45%
营业利润(百万元)	(56)	351	1639	2823	4535
同比增长	-118%	723%	367%	72%	61%
归母净利润(百万元)	(25)	332	1475	2541	4081
同比增长	-108%	1428%	344%	72%	61%
每股收益(元)	-0.03	0.40	1.77	3.05	4.91
PE	-2881.5	216.9	48.8	28.3	17.6
PB	18.3	16.9	13.0	9.4	6.6

资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《生益电子 (688183) —Q3 业绩大超预期, 新增算力产能爬坡顺利, 业务结构持续优化》2025-10-30
- 《生益电子 (688183) —19 亿投资加码算力 PCB 产能扩张, 加速推进 AI 算力客户导入》2025-08-17
- 《生益电子 (688183) —AI 驱动 Q2 业绩高增, AI 占比提升望推动业绩逐季环比向上》2025-07-15

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

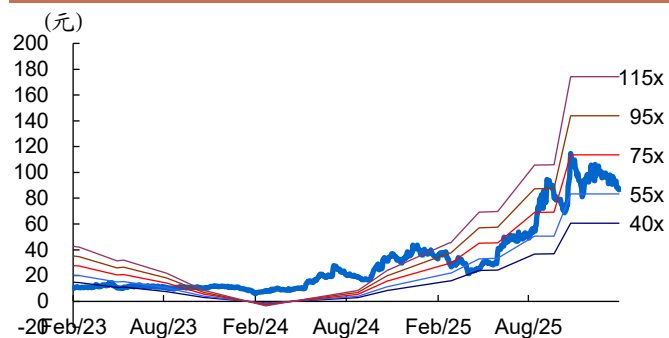
程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂锬山 S1090525040004

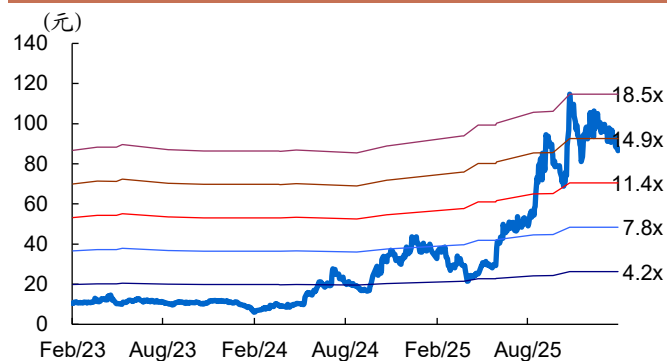
✉ tukunshan@cmschina.com.cn

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	7134	11145	15645
现金	429	410	825	1469	1762
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	3670	5688	8247
其它应收款	11	2	3	5	7
存货	640	1208	2232	3358	4722
其他	115	193	403	625	905
<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>11218</b>	<b>15190</b>	<b>19655</b>
<b>流动负债</b>	2050	3030	5295	7169	8315
短期借款	862	1073	1951	2270	1534
应付账款	966	1651	3050	4589	6452
预收账款	4	17	31	47	66
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>5677</b>	<b>7551</b>	<b>8698</b>
股本	832	832	832	832	832
资本公积金	2253	2263	2263	2263	2263
留存收益	842	1178	2445	4544	7862
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3927	4273	5540	7639	10958
<b>负债及权益合计</b>	<b>6284</b>	<b>7686</b>	<b>11218</b>	<b>15190</b>	<b>19655</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	75	1098	2144
净利润	(25)	332	1475	2541	4081
折旧摊销	278	332	334	330	326
财务费用	63	55	60	80	100
投资收益	0	0	(50)	(40)	(40)
营运资金变动	150	(384)	(1745)	(1813)	(2323)
其它	(34)	16	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(607)	(417)	(242)	(252)	(252)
资本支出	(619)	(425)	(291)	(291)	(291)
其他投资	12	8	50	40	40
<b>筹资活动现金流</b>	(568)	60	583	(203)	(1599)
借款变动	(407)	28	851	319	(736)
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)	(443)	(762)
其他	(28)	22	(60)	(80)	(100)
<b>现金净增加额</b>	<b>(744)</b>	<b>(6)</b>	<b>416</b>	<b>643</b>	<b>294</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	3273	4687	9842	15255	22120
营业成本	2796	3621	6693	10068	14157
营业税金及附加	20	39	81	126	183
营业费用	98	160	336	519	752
管理费用	156	203	443	686	995
研发费用	193	284	640	992	1438
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	50	40	40
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>营业利润</b>	(56)	351	1639	2823	4535
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	1639	2823	4534
所得税	(32)	19	164	282	453
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	(25)	332	1475	2541	4081

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-7%	43%	110%	55%	45%
营业利润	-118%	723%	367%	72%	61%
归母净利润	-108%	1428%	344%	72%	61%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.6%	22.7%	32.0%	34.0%	36.0%
净利率	-0.8%	7.1%	15.0%	16.7%	18.4%
ROE	-0.6%	8.1%	30.1%	38.6%	43.9%
ROIC	-0.2%	6.6%	23.0%	29.3%	36.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.5%	44.4%	50.6%	49.7%	44.3%
净负债比率	16.7%	17.2%	19.4%	16.4%	8.9%
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.6	1.9
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.7	1.0	1.2	1.3
存货周转率	4.3	3.9	3.9	3.6	3.5
应收账款周转率	3.2	3.4	3.6	3.3	3.2
应付账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.6	2.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.03	0.40	1.77	3.05	4.91
每股经营净现金	0.52	0.42	0.09	1.32	2.58
每股净资产	4.72	5.14	6.66	9.18	13.17
每股股利	0.00	0.25	0.53	0.92	1.47
<b>估值比率</b>					
PE	-2881.5	216.9	48.8	28.3	17.6
PB	18.3	16.9	13.0	9.4	6.6
EV/EBITDA	320.9	112.2	37.8	23.8	15.5

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。