创新技术与企业服务研究中心



生益科技 (600183.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.12元

市场数据(人民币)

| 总股本(亿股) | 23.10 |
|---------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(亿股) | 23.10 |
| 总市值(亿元) | 534.06 |
| 年内股价最高最低(元) | 29.85/21.56 |
| 沪深 300 指数 | 4883 |
| 上证指数 | 3597 |
| | |



相关报告

- 1.《Q3 仍涨价且保持高溢价,有望率先走出周期-生益科技 21 年三季...》,2021 10 28 2.《扣非归母保持高位水平,长期量价利仍可期-生益科技 21 年前三季...》,2021 10 10
- 3.《如何看待生益科技的周期性和成长性 -生益科技深度报告》,2021.8.3
- 4.《Q2业绩超预期,盈利提升+高端布局释放弹性-生益科技21H1...》,2021.7.275.《短期看子公司盈利改善,长期看产品层次提升-生益科技一季报点评》,2021.4.30

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003 (8621)61038318

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003 dengxiaolu@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004 liuyanxue@ gjzq.com.cn

常熟生益获担保,新产能运营得到资金支持

| 公司基本情况(人民币) | | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|--|
| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | |
| 营业收入(百万元) | 13,241 | 14,687 | 20,934 | 22,443 | 26,044 | | |
| 营业收入增长率 | 10.52% | 10.92% | 42.53% | 7.21% | 16.04% | | |
| 归母净利润(百万元) | 1,449 | 1,681 | 3,033 | 3,162 | 4,165 | | |
| 归母净利润增长率 | 44.81% | 16.00% | 80.47% | 4.25% | 31.74% | | |
| 摊薄每股收益(元) | 0.636 | 0.734 | 1.313 | 1.369 | 1.803 | | |
| 每股经营性现金流净额 | 0.70 | 0.68 | 0.66 | 1.81 | 1.88 | | |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 16.40% | 16.99% | 21.35% | 23.24% | 25.86% | | |
| P/E | 32.87 | 38.39 | 17.61 | 16.89 | 12.82 | | |

6.52

3.76

3.93

3.32

5.39

来源:公司年报、国金证券研究所

事件简评

P/B

■ 12月28日,公司召开了第十届董事会第十二次会议,审议通过了《关于控股子公司苏州生益科技有限公司对其全资子公司提供担保的议案》,公司发布公告称,同意控股子公司苏州生益科技有限公司对其全资子公司常熟生益科技有限公司(即生益科技孙公司)提供4亿元连带责任保证,具体以双方签订的合同约定为准。截至2021年11月30日,苏州生益为常熟生益已提供担保(不含本次担保)0.6亿元,不存在为其他公司提供担保的情况。

经营分析

- 常熟生益二期是明年重点项目,获资金担保有助于投产运营。公司 2022 年 投产项目包括松山湖载板项目(年产 260 万平方米,投资 6.6 亿元)、陕西 生益三期项目(年产 720 万张,约等于年产 900 万平方米,投资 6.2 亿元)、常熟生益二期(年产 1140 万平方米,投资 9.5 亿元),从产能规模和 投资规模可以看到常熟二期项目规模相对较大,投放后必然需要较多营运资 金支持。此次公司控股子公司苏州生益向常熟生益提供资金担保将为常熟生 益二期项目投产提供助力,产能顺利释放将为公司业绩增长提供支持。
- 逆周期强者有望率先走出困境,高端产品放量叠加量增贡献成长性。目前覆铜板行业已经进入降价下行周期,行业玩家难以避免进入增长困境,我们通过复盘上一轮周期发现,公司能够通过管控调整实现单位毛利快速反转,从而释放超预期业绩增速。在这样的基础上,公司还积极布局高端产品(高频已经成功打入市场主流圈,高速在通信专用设备出货和服务器平台更迭的带动下会有所放量,MiniLED已进入北美大客户供应链且已放量,封装基板扩产待释放),再叠加明年三个项目产能释放,我们认为公司有望在短期承压后快速进入业绩增长通道,成长值得期待。

投资建议

我们预计公司 2021~2023 年归母净利润将分别达到 30.3 亿元、31.6 亿元和41.7 亿元,对应 PE 为 18 倍、17 倍和 13 倍,考虑到公司能够率先走出单位毛利困境,并且估值水平已经接近历史上的底部区间,我们看好公司作为行业龙头的估值修复机会,继续给予"买入"评级。

风险提示

行业景气度下行;价格下滑;产能扩出不及预期;高端产品推进不及预期。



| 损益表(人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百 | 万元) | | | | | |
|--|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|--------------|---------------------|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023 |
| 主营业务收入 | 11,981 | 13,241 | 14,687 | 20,934 | 22,443 | 26,044 | 货币资金 | 1,125 | 1,062 | 850 | 2,581 | 2,729 | 3,13 |
| 增长率 | | 10.5% | 10.9% | 42.5% | 7.2% | 16.0% | 应收款项 | 4,598 | 5,315 | 6,050 | 7,666 | 8,107 | 9,47 |
| 主营业务成本 | -9,324 | -9,713 | -10,754 | -15,286 | -16,293 | -18,504 | 存货 | 1,748 | 2,100 | 2,519 | 3,506 | 3,937 | 3,99 |
| %销售收入 | 77.8% | 73.4% | 73.2% | 73.0% | 72.6% | 71.1% | 其他流动资产 | 181 | 235 | 297 | 1,322 | 291 | 27 |
| 毛利 | 2,657 | 3,528 | 3,933 | 5,648 | 6,149 | 7,540 | 流动资产 | 7,652 | 8,712 | 9,716 | 15,075 | 15,064 | 16,880 |
| %销售收入 | 22.2% | 26.6% | 26.8% | 27.0% | 27.4% | 29.0% | %总资产 | 59.4% | 56.1% | 52.9% | 61.7% | 61.3% | 63.4% |
| 营业税金及附加 | -80 | -76 | -104 | -128 | -135 | -156 | 长期投资 | 275 | 383 | 358 | 582 | 737 | 892 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.6% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 固定资产 | 4,307 | 5,966 | 7,617 | 8,145 | 8,167 | 8,20 |
| 销售费用 | -244 | -288 | -179 | -243 | -258 | -286 | %总资产 | 33.4% | 38.4% | 41.5% | 33.4% | 33.2% | 30.8% |
| %销售收入 | 2.0% | 2.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.1% | 无形资产 | 373 | 380 | 532 | 542 | 551 | 560 |
| 管理费用 | -484 | -644 | -720 | -990 | -1,010 | -1,224 | 非流动资产 | 5,234 | 6,823 | 8,642 | 9,347 | 9,529 | 9,726 |
| %销售收入 | 4.0% | 4.9% | 4.9% | 4.7% | 4.5% | 4.7% | %总资产 | 40.6% | 43.9% | 47.1% | 38.3% | 38.7% | 36.6% |
| 研发费用 | -529 | -605 | -711 | -921 | -943 | -1,094 | 资产总计 | 12,886 | 15,535 | 18,357 | 24,422 | 24,593 | 26,607 |
| %销售收入 | 4.4% | 4.6% | 4.8% | 4.4% | 4.2% | 4.2% | 短期借款 | 1,419 | 1,934 | 2,882 | 2,028 | 3,531 | 2,722 |
| 息税前利润(EBIT) | 1,320 | 1,915 | 2,219 | 3,366 | 3,804 | 4,779 | 应付款项 | 1,991 | 2,754 | 3,264 | 4,229 | 3,899 | 3,980 |
| %销售收入 | 11.0% | 14.5% | 15.1% | 16.1% | 17.0% | 18.4% | 其他流动负债 | 367 | 568 | 659 | 863 | 727 | 855 |
| 财务费用 | -185 | -142 | -114 | -83 | -55 | -95 | 流动负债 | 3,778 | 5,257 | 6,804 | 7,120 | 8,157 | 7,558 |
| %销售收入 | 1.5% | 1.1% | 0.8% | 0.4% | 0.2% | 0.4% | 长期贷款 | 539 | 732 | 605 | 1,505 | 1,505 | 1,505 |
| 资产减值损失 | -26 | 51 | 133 | -83 | -57 | -10 | 其他长期负债 | 1,727 | 192 | 305 | 731 | 356 | 343 |
| 公允价值变动收益 | -25 | 31 | 3 | -40 | 10 | 5 | 負債 ガス 明明 ナレメ | 6,044 | 6,181 | 7,714 | 9,356 | 10,018 | 9,406 |
| 投资收益 | 24 | 25 | 76 | 51 | 63 | 68 | 普通股股东权益 | 6,403 | 8,834 | 9,889 | 14,209 | 13,606 | 16,105 |
| %税前利润 | 1.9% | 1.4% | 3.7% | 1.4% | 1.7% | 1.4% | 其中: 股本 | 2,117 | 2,276 | 2,291 | 2,310 | 2,310 | 2,310 |
| 营业利润 | 1,229 | 1,805 | 2,090 | 3,427 | 3,777 | 4,905 | 未分配利润 | 2,475 | 3,077 | 3,690 | 5,510 | 7,407 | 9,906 |
| 营业利润率 | 10.3% | 13.6% | 14.2% | 16.4% | 16.8% | 18.8% | 少数股东权益 | 439 | 520 | 754 | 857 | 969 | 1,096 |
| 营业外收支 | -6 | 0 | -7 | 190 | -5 | 40 | 负债股东权益合计 | 12,886 | 15,535 | 18,357 | 24,422 | 24,593 | 26,607 |
| 税前利润 | 1,223 | 1,805 | 2,083 | 3,617 | 3,772 | 4,945 | المامية الماري | | | | | | |
| 利润率 | 10.2% | 13.6% | 14.2% | 17.3% | 16.8% | 19.0% | 比率分析 | | | | | | |
| 所得税 | -158 | -242 | -283 | -481 | -498 | -653 | de not live | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税率 | 12.9% | 13.4% | 13.6% | 13.3% | 13.2% | 13.2% | 每股指标 | 0.470 | 0.000 | 0.704 | 4 040 | 4 000 | 4.000 |
| 净利润 少数股东损益 | 1,065 64 | 1,563 | 1,800 | 3,136 | 3,274 112 | 4,292 | 每股收益 每股净资产 | 0.472 3.024 | 0.636 3.881 | 0.734 4.317 | 1.313 6.151 | 1.369 | 1.803 |
| ッ 剱 版 乐 拠血 归 属于母公司的净利润 | | 115 | 120 | 103 | 3,162 | 127 4,165 | 母 股 伊 贾 广 每 股 经 营 现 金 净 流 | | 0.705 | 0.678 | 0.659 | 5.890 | 6.972 |
| 口属了两公司的予剂阀 <i>净利率</i> | 1,000 8.4% | 1,449 10.9% | 1,681 11.4% | 3,033 14.5% | 14.1% | 16.0% | 每股股利 | 0.632 0.000 | 0.705 | 0.000 | 0.659 | 1.810 0.548 | 1.876 0.72 |
| 7717 | 0.470 | 10.976 | 11.4 /0 | 14.570 | 14.170 | 10.0 /6 | 回报率 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.323 | 0.540 | 0.72 |
| 现金流量表 (人民币百万 | 元) | | | | | | 净资产收益率 | 15.63% | 16.40% | 16.99% | 21.35% | 23.24% | 25.86% |
| NO I WO I WO I WAY | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 总资产收益率 | 7.76% | 9.33% | 9.15% | 12.42% | 12.86% | 15.66% |
| 净利润 | 1,065 | 1,563 | 1,800 | 3,136 | 3,274 | 4,292 | 投入资本收益率 | 11.11% | 13.79% | 13.53% | 15.41% | 16.58% | 19.09% |
| 少数股东损益 | 64 | 115 | 120 | 103 | 112 | 127 | 增长率 | 11.11/0 | 13.7370 | 13.3370 | 13.4170 | 10.30 /0 | 13.037 |
| 非现金支出 | 392 | 372 | 460 | 897 | 975 | 1,013 | 主营业务收入增长率 | 11.44% | 10.52% | 10.92% | 42.53% | 7.21% | 16.04% |
| 非经营收益 | 107 | 70 | -10 | 41 | 255 | 205 | EBIT增长率 | 0.86% | 45.10% | 15.84% | 51.72% | 13.01% | 25.63% |
| 营运资金变动 | -226 | -402 | -696 | -2,552 | -324 | -1,178 | 净利润增长率 | -6.90% | 44.81% | 16.00% | 80.47% | 4.25% | 31.74% |
| ^{日~贝亚又切} 经营活动现金净流 | 1,337 | 1,604 | 1,554 | 1,523 | 4,180 | 4,333 | 总资产增长率 | 0.35% | 20.56% | 18.17% | 33.04% | 0.70% | 8.19% |
| 资本开支 | -1,199 | -1,579 | -1,753 | -958 | -969 | -1,027 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -3 | 5 | -79 | -224 | -155 | -155 | 应收账款周转天数 | 116.2 | 116.0 | 117.9 | 119.0 | 119.0 | 120. |
| 其他 | 4 | 8 | -1 | 51 | 63 | 68 | 存货周转天数 | 65.5 | 72.3 | 78.4 | 85.0 | 90.0 | 80. |
| 投资活动现金净流 | -1,198 | -1,566 | -1,833 | -1,131 | -1,061 | -1,114 | 应付账款周转天数 | 74.8 | 84.7 | 94.3 | 90.0 | 80.0 | 73. |
| 及权募资 | 9 | 0 | 189 | 2,500 | -2,500 | 0 | 固定资产周转天数 | 105.3 | 137.9 | 158.4 | 115.1 | 102.9 | 84. |
| 责权募资 | -466 | 688 | 697 | 409 | 1,180 | -808 | 偿债能力 | | | | | | |
| | -786 | -864 | -1,044 | -1,558 | -1,632 | -1,993 | 净负债/股东权益 | 32.90% | 15.88% | 23.62% | 7.80% | 17.29% | 7.579 |
| 等资活动现金净流 | -1,243 | -176 | -157 | 1,350 | -2,952 | -2,801 | EBIT利息保障倍数 | 7.1 | 13.5 | 19.4 | 40.4 | 68.7 | 50. |
| | -1,104 | -139 | -437 | 1,742 | 167 | 418 | 资产负债率 | 46.91% | 39.79% | 42.02% | 38.31% | 40.73% | 35.359 |

来源:公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 2 | 9 | 23 | 41 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.04 | 1.00 |

来源: 聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

| | | / | | |
|------|------------|----|-------|---------------|
| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
| 1 | 2020-12-06 | 买入 | 29.43 | 36.20 ~ 36.20 |
| 2 | 2021-01-25 | 买入 | 26.25 | 36.20 ~ 36.20 |
| 3 | 2021-04-20 | 买入 | 24.22 | N/A |
| 4 | 2021-04-30 | 买入 | 23.83 | N/A |
| 5 | 2021-07-27 | 买入 | 23.47 | N/A |
| 6 | 2021-08-03 | 买入 | 29.04 | 42.97 ~ 42.97 |
| 7 | 2021-10-19 | 买入 | 21.80 | N/A |
| 8 | 2021-10-28 | 买入 | 22.41 | N/A |
| 1 15 | - A - + | | | |

来源:国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为"买入"得 1 分,为"增持"得 2 分,为"中性"得 3 分,为"减持"得 4 分,之后平均计算得出最终评分,作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上; 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%; 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%; 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"(以下简称"国金证券")所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为"国金证券股份有限公司",且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|----|------|------------|
| 上母 | 40 W | 小 · |

电话: 021-60753903 电话: 010-66216979 电话: 0755-83831378 传真: 021-61038200 传真: 010-66216793 传真: 0755-83830558

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 201204 邮编: 100053 邮编: 518000

地址:上海浦东新区芳甸路 1088 号 地址:中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 地址:中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

紫竹国际大厦 7 楼 嘉里建设广场 T3-2402