

生益科技 (600183.SH)

强烈推荐 (维持)

22Q4 盈利能力环比向好, 高算力需求有望打开长线空间

事件: 公司近期公告 2022 年报, 22 全年实现营收 180.14 亿同比-11.15%, 归母净利润 15.31 亿同比-45.90%, 扣非归母净利润 14.29 亿同比-43.50%, 毛利率 22.03%同比-4.79pcts, 净利率 9.06%同比-5.36pcts。我们点评如下:

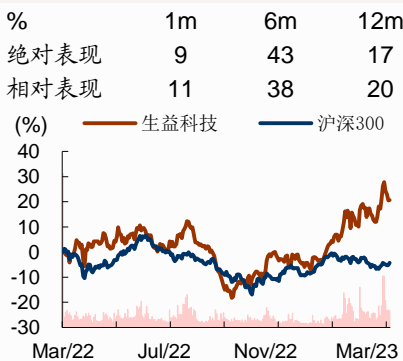
- 全年供需两端承压拖累业绩, 22Q4 盈利能力环比改善。经测算, Q4 收入 43.38 亿同比-11.39%环比+0.85%, 归母净利 3.34 亿同比-31.85%环比+27.85%, 扣非归母净利 2.72 亿同比-30.75%环比+5.18%, 毛利率 22.06%同比-1.60pcts 环比+3.09pcts, 净利率 8.23%同比-2.10pcts 环比+1.67pcts。22 年下游主要细分市场的需求低迷, 从终端至 PCB 全产业链持续去库存, 且同行新增产能集中释放加剧市场竞争, 产品价格及毛利率下降, 公司业绩承受较大压力。进入 22Q4, 行业库存去化取得阶段性结果且铜价有所反弹, 下游出现回补库存迹象, 产品价格有小幅恢复, 反映到 Q4 盈利能力环比有一定改善。
- 分业务来看, CCL 和粘结片方面, 公司 22 年生产/销售 CCL11148.3/11179.2 万平方米分别同比-3.42%/-2.26%, 生产/销售粘结片 16804.1/16500.8 万平方米分别同比-1.86%/-5.14%, CCL 和粘结片业务收入 139.98 亿元同比-13.54%, 毛利率 21.20%同比-6.27pcts。主要由于下游整体需求疲软, 行业产能供给增加导致竞争加剧, 产品价格持续调整, 导致盈利承压。PCB 方面, 22 年生产/销售 114.4/112.5 万平方米分别同比-6.37%/-4.13%, 收入 34.04 亿元同比-2.96%, 毛利率 21.26%同比+3.69pcts, PCB 业务小幅下滑主要下游需求受整体经济弱化影响, 而盈利能力进一步提升, 得益于公司下游应用领域聚焦于网通、数通、汽车电子等高景气市场, 产品结构不断优化, 此外 CCL 价格持续回落亦有利于 PCB 业务盈利的改善。
- 展望 23 年, 行业结构性特征明显, CCL 价格有望企稳, 公司中高端业务将持续发力。需求端, PCB 市场整体需求放缓, Prismark 预计 23 年 PCB 产值同比-3.9%至 785 亿美元, 但仍存在结构性机会, 消费终端需求有望迎来触底复苏, 数字经济持续推动服务器、数据中心等高算力底层设施高速发展, 汽车三化趋势不断推动单车 PCB 价值量的提升。供给端, 公司新产能量产爬坡将保证公司市占率稳中有升, 且高频高速、汽车电子、IC 载板基材、miniled、HDI 等中高端产品项目持续落地量产, 亦将卡位多个景气赛道, 进一步改善公司产品结构, 带动盈利能力恢复。原材料端, 上游铜箔价格预计将保持在高位振荡, 而玻纤布和树脂价格处于较低水平亦有望回升。价格端, 我们认为伴随下游需求逐步好转, 产品价格有望企稳回升。整体上看目前行业已进入周期底部, 未来公司有望迎来边际向好趋势。
- 公司长期逻辑清晰, 产品高端化升级有望打开业绩成长空间。高端电子电路基材的国产替代是公司未来规划的重点之一, 从产品结构分析, 我们认为公司高端化升级持续兑现, 长线仍有超预期潜力: 1) IC 载板基材是公司重点项目, 生益有望引领国产替代趋势; 2) 新一代服务器平台升级背景下, 生益科技 M6 等级材料已实现突破, 未来将随着算力需求持续放量; 3) 车载业务继续做大规模, 毫米波雷达、电源管理等方向多点开花; 4) 大客户 AIP 基材等布局贡献。该等业务均为盈利能力较高的项目, 未来将有助于公司的业绩的持续提升。
- 维持“强烈推荐”投资评级。考虑今年行业已进入周期底部, 经济有望逐步回暖, 以及公司产品升级趋势、PCB 业务的好转, 我们最新预计 23-25 年营收为 200.7/233.6/275.1 亿, 归母净利润为 19.0/23.1/28.2 亿, 对应 EPS 为 0.82/0.99/1.21 元, 对应当前股价 PE 为 22.9/18.9/15.5 倍。我们看好公司逆周期能力及长线业务发展空间, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 原材料价格波动, 竞争加剧, 需求不达预期, 技术升级不达预期。

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 18.75 元

基础数据

总股本 (万股)	232744
已上市流通股 (万股)	232744
总市值 (亿元)	436
流通市值 (亿元)	436
每股净资产 (MRQ)	5.8
ROE (TTM)	11.3
资产负债率	39.3%
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	24.98%

股价表现



相关报告

- 1、《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
- 2、《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
- 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

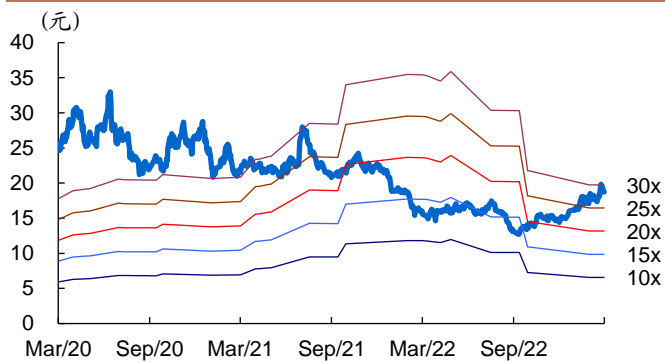
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 研究助理
chengxin2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	20274	18014	20071	23355	27509
同比增长	38%	-11%	11%	16%	18%
营业利润(百万元)	3316	1785	2123	2574	3137
同比增长	59%	-46%	19%	21%	22%
归母净利润(百万元)	2830	1531	1902	2308	2815
同比增长	68%	-46%	24%	21%	22%
每股收益(元)	1.22	0.66	0.82	0.99	1.21
PE	15.4	28.5	22.9	18.9	15.5
PB	3.3	3.2	3.0	2.7	2.4

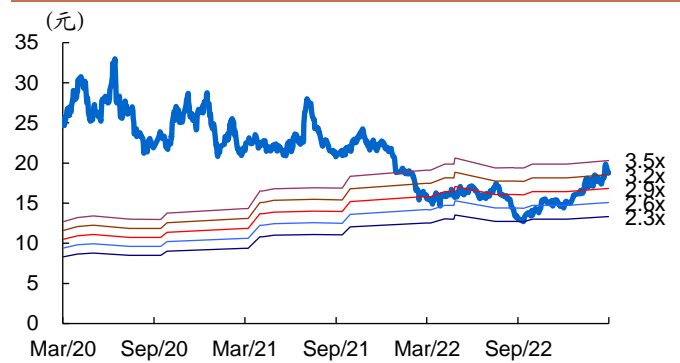
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 生益科技历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 生益科技历史 PB Band



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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	14720	14232	14161	16376	19291
现金	2287	3106	1805	2039	2447
交易性投资	180	80	80	80	80
应收票据	0	1	1	1	1
应收款项	6120	5582	6197	7211	8494
其它应收款	384	168	187	218	256
存货	4520	4084	4541	5256	6162
其他	1229	1212	1351	1572	1851
非流动资产	9711	10963	11681	12333	12925
长期股权投资	456	511	511	511	511
固定资产	7071	7866	8624	9311	9936
无形资产商誉	418	399	359	323	291
其他	1767	2187	2187	2187	2187
资产总计	24431	25196	25842	28709	32216
流动负债	7253	7377	7169	8299	9683
短期借款	1693	1558	2163	2645	3208
应付账款	4107	3676	4095	4740	5557
预收账款	28	20	22	25	30
其他	1425	2124	888	888	888
长期负债	2312	2522	2522	2522	2522
长期借款	1590	1175	1175	1175	1175
其他	722	1347	1347	1347	1347
负债合计	9565	9899	9691	10821	12206
股本	2312	2327	2327	2327	2327
资本公积金	4078	4294	4294	4294	4294
留存收益	6707	6877	7731	9468	11591
少数股东权益	1770	1798	1798	1798	1798
归属于母公司所有者权益	13096	13498	14353	16090	18212
负债及权益合计	24431	25196	25842	28709	32216

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1776	2820	1891	1838	2051
净利润	2925	1632	1902	2308	2815
折旧摊销	654	712	763	829	889
财务费用	150	218	130	130	130
投资收益	(37)	(25)	(98)	(98)	(98)
营运资金变动	(1878)	279	(811)	(1337)	(1692)
其它	(37)	4	5	6	8
投资活动现金流	(1880)	(1193)	(1384)	(1384)	(1384)
资本支出	(1787)	(1534)	(1482)	(1482)	(1482)
其他投资	(93)	341	98	98	98
筹资活动现金流	1398	(648)	(1808)	(219)	(259)
借款变动	693	73	(630)	482	563
普通股增加	21	16	0	0	0
资本公积增加	1282	217	0	0	0
股利分配	(916)	(1387)	(1047)	(571)	(692)
其他	318	433	(130)	(130)	(130)
现金净增加额	1293	979	(1301)	235	408

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20274	18014	20071	23355	27509
营业成本	14837	14045	15649	18112	21233
营业税金及附加	120	107	120	139	164
营业费用	231	234	241	280	330
管理费用	910	797	903	1051	1238
研发费用	964	943	1004	1168	1375
财务费用	102	119	130	130	130
资产减值损失	47	(82)	0	0	0
公允价值变动收益	50	(23)	(23)	(23)	(23)
其他收益	74	96	96	96	96
投资收益	36	25	25	25	25
营业利润	3316	1785	2123	2574	3137
营业外收入	6	2	2	2	2
营业外支出	11	14	14	14	14
利润总额	3310	1773	2111	2561	3125
所得税	385	141	209	254	310
少数股东损益	95	101	0	0	0
归属于母公司净利润	2830	1531	1902	2308	2815

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	38%	-11%	11%	16%	18%
营业利润	59%	-46%	19%	21%	22%
归母净利润	68%	-46%	24%	21%	22%
获利能力					
毛利率	26.8%	22.0%	22.0%	22.5%	22.8%
净利率	14.0%	8.5%	9.5%	9.9%	10.2%
ROE	24.6%	11.5%	13.7%	15.2%	16.4%
ROIC	18.5%	9.3%	10.5%	11.8%	12.8%
偿债能力					
资产负债率	39.2%	39.3%	37.5%	37.7%	37.9%
净负债比率	14.8%	15.8%	12.9%	13.3%	13.6%
流动比率	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0
速动比率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	4.2	3.3	3.6	3.7	3.7
应收账款周转率	3.7	3.1	3.4	3.5	3.5
应付账款周转率	4.2	3.6	4.0	4.1	4.1
每股资料(元)					
EPS	1.22	0.66	0.82	0.99	1.21
每股经营净现金	0.76	1.21	0.81	0.79	0.88
每股净资产	5.63	5.80	6.17	6.91	7.82
每股股利	0.60	0.45	0.25	0.30	0.36
估值比率					
PE	15.4	28.5	22.9	18.9	15.5
PB	3.3	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	13.2	20.6	17.7	15.1	12.8

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。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

湛薇：华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022年加入招商证券，任电子行业研究助理。

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。