


2023年03月30日
生益科技(600183.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

PCB

业绩短期承压，数字经济有望带来新增长点

事件：公司发布 2022 年度报告，实现营业收入 180.14 亿元，上年同期 202.74 亿元，同比下滑 11.15%，实现归母净利润 15.31 亿元，上年同期 28.3 亿元，同比下滑 45.90%。

报告期内行业形势复杂，业绩短期承压：2022 年开局以来市场形势低迷，除服务器、新能源汽车和能源类订单较好之外，其他市场需求并不乐观，价格竞争激烈。并受地缘政治、大宗商品价格高企、美元升值等影响，原材料成本下降空间微薄，同行新增产能在年中集中释放，积极采取手段降价抢单。行业形势复杂，报告期内公司业绩承压，实现营业收入 180.14 亿元，上年同期 202.74 亿元，同比下滑 11.15%，实现归母净利润 15.31 亿元，上年同期 28.3 亿元，同比下滑 45.90%。

数字经济推动服务器发展，有望来新增长点：消费类电子产品经历前两年的消费刺激后，2022 年下降明显，2023 年有望复苏。汽车市场得益于新能源汽车销量的持续增长以及电动化、智能化的发展；5G 商用、物联网、AI 等领域加速推进，在数字经济浪潮之下，服务器、有线及无线基础设施需求有望持续扩张；高多层、封装基板国产化趋势加速，公告披露，封装基板得益于 FCBGA 的强劲需求，2022 年整体市场同比增长 20.9%，预计未来五年仍保持较高增速（5.1%）。公告披露，随 5G 通信、云计算、人工智能、汽车电子网联化、智能化、电动化等技术的升级和应用场景的拓宽，高 Tg、无卤、高频、高速、封装基板等材料需求呈现明显增长，占比从 48.4%（2018 年）增长到 51.93%（2021 年），前景可观，结构性高端需求的增长有望给行业带来新增长点。

公司积极进取，高端领域不断拓展：据 Prismark 调研机构对于全球刚性覆铜板的统计和排名，2022 年生益科技刚性覆铜板销售总额已跃升全球第二，全球市场占有率稳定在 12% 左右。公司自主研发的多系列新品参与市场竞争，大力开展自主创新，努力摆脱国外的技术和专利限制，大大缩短我国在该技术领域与世界先进水平的差距。公告披露 2022 年公司共申请国内专利 51 件，境外专利 11 件，PCT10 件；2022 年共授权 73 件，其中国内专利 44 件，境外专利 29 件。现拥有 681 件有效专利。在封装用覆铜板技术方面，公司突破了关键核心技术，已在卡类封装、LED、存储芯片类等领域批量使用。

投资评级

买入-A**维持评级**

6 个月目标价

22.1 元

股价 (2023-03-30)

18.75 元

交易数据

总市值(百万元)	43,639.50
流通市值(百万元)	43,639.50
总股本(百万股)	2,327.44
流通股本(百万股)	2,327.44
12 个月价格区间	12.7/19.85 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.2	25.8	18.1
绝对收益	3.4	30.1	13.0

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

张真桢

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521110001

zhangzz2@essence.com.cn

相关报告

业绩符合预期，产能释放带动规模增长 2022-01-28

■ **投资建议:** 我们预计公司 2023 年~2025 年收入分别为 210.41 亿元、240.29 亿元、274.65 亿元，归母净利润分别为 21.09 亿元、25.58 亿元、29.66 亿元，维持“买入-A”投资评级。

■ **风险提示:** 宏观经济波动风险；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	20,274.3	18,014.4	21,040.9	24,028.7	27,464.8
净利润	2,829.7	1,530.8	2,108.8	2,558.1	2,966.2
每股收益(元)	1.22	0.66	0.91	1.10	1.27
每股净资产(元)	5.63	5.80	6.39	7.18	8.19
盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	15.4	28.5	20.7	17.0	14.7
市净率(倍)	3.3	3.2	2.9	2.6	2.3
净利润率	14.0%	8.5%	10.0%	10.6%	10.8%
净资产收益率	21.6%	11.3%	14.2%	15.3%	15.6%
股息收益率	3.2%	0.0%	1.7%	1.6%	1.4%
ROIC	23.2%	11.3%	13.1%	15.7%	17.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,274.3	18,014.4	21,040.9	24,028.7	27,464.8	成长性					
减:营业成本	14,837.1	14,045.2	16,201.5	18,261.8	20,818.3	营业收入增长率	38.0%	-11.1%	16.8%	14.2%	14.3%
营业税费	120.0	107.3	122.0	134.6	158.9	营业利润增长率	58.6%	-46.2%	40.7%	20.7%	16.6%
销售费用	231.3	233.8	231.4	288.3	329.4	净利润增长率	68.4%	-45.9%	37.8%	21.3%	16.0%
管理费用	910.4	796.9	925.8	1,033.2	1,208.4	EBITDA 增长率	41.5%	-33.9%	20.2%	17.4%	12.5%
研发费用	964.5	943.2	1,104.6	1,303.4	1,456.6	EBIT 增长率	45.6%	-42.0%	29.2%	21.9%	15.1%
财务费用	101.8	119.5	-96.0	-100.0	-110.0	NOPLAT 增长率	58.5%	-41.9%	22.7%	21.4%	16.9%
资产减值损失	-154.6	-110.8	-85.0	-110.7	-102.2	投资资本增长率	19.6%	5.4%	1.1%	3.4%	4.8%
加:公允价值变动收益	50.2	-22.6	-	-	-	净资产增长率	39.7%	2.9%	9.7%	11.8%	13.4%
投资和汇兑收益	35.7	24.8	45.6	35.4	35.2						
营业利润	3,315.7	1,785.0	2,512.1	3,032.0	3,536.2	利润率					
加:营业外净收支	-5.6	-12.2	-8.4	-8.7	-9.8	毛利率	26.8%	22.0%	23.0%	24.0%	24.2%
利润总额	3,310.1	1,772.8	2,503.7	3,023.3	3,526.5	营业利润率	16.4%	9.9%	11.9%	12.6%	12.9%
减:所得税	385.5	141.0	275.4	332.6	387.9	净利润率	14.0%	8.5%	10.0%	10.6%	10.8%
净利润	2,829.7	1,530.8	2,108.8	2,558.1	2,966.2	EBITDA/营业收入	20.3%	15.1%	15.5%	15.9%	15.7%
						EBIT/营业收入	17.0%	11.1%	12.3%	13.1%	13.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	119	149	129	103	82
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	105	135	117	117	121
货币资金	2,286.6	3,105.8	1,683.3	2,224.7	4,188.1	流动资产周转天数	217	289	247	234	251
交易性金融资产	180.3	79.6	79.6	79.6	79.6	应收帐款周转天数	102	122	114	113	116
应收帐款	6,503.2	5,750.1	7,540.3	7,484.0	10,250.0	存货周转天数	62	86	70	73	75
应收票据	0.5	0.6	3.0	1.2	1.8	总资产周转天数	380	496	429	384	373
预付帐款	24.3	24.4	25.9	32.2	35.5	投资资本周转天数	254	320	282	253	230
存货	4,520.3	4,083.8	4,106.4	5,588.0	5,855.0						
其他流动资产	1,204.5	1,188.1	1,221.6	1,204.7	1,204.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.6%	11.3%	14.2%	15.3%	15.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.0%	6.5%	8.9%	10.2%	10.3%
长期股权投资	455.7	511.4	511.4	511.4	511.4	ROIC	23.2%	11.3%	13.1%	15.7%	17.8%
投资性房地产	166.1	159.6	159.6	159.6	159.6	费用率					
固定资产	7,070.6	7,866.1	7,215.8	6,565.4	5,915.0	销售费用率	1.1%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%
在建工程	1,032.2	1,729.1	1,729.1	1,729.1	1,729.1	管理费用率	4.5%	4.4%	4.4%	4.3%	4.4%
无形资产	399.1	398.8	374.3	349.7	325.1	研发费用率	4.8%	5.2%	5.3%	5.4%	5.3%
其他非流动资产	587.7	298.1	333.6	400.2	344.0	财务费用率	0.5%	0.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产总额	24,431.2	25,195.6	24,983.9	26,329.8	30,599.1	四费/营业收入	10.9%	11.6%	10.3%	10.5%	10.5%
短期债务	1,692.6	1,557.6	939.6	-	-	偿债能力					
应付帐款	3,479.9	3,693.7	4,419.6	4,448.3	5,940.8	资产负债率	39.2%	39.3%	32.8%	28.7%	30.4%
应付票据	811.2	290.0	550.1	631.7	721.2	负债权益比	64.3%	64.7%	48.9%	40.3%	43.8%
其他流动负债	1,269.3	1,835.9	1,498.8	1,534.3	1,623.0	流动比率	2.03	1.93	1.98	2.51	2.61
长期借款	1,590.3	1,175.2	-	-	-	速动比率	1.41	1.38	1.42	1.67	1.90
其他非流动负债	721.6	1,347.1	791.3	953.3	1,030.6	利息保障倍数	33.90	16.75	-26.94	-31.53	-33.01
负债总额	9,564.9	9,899.5	8,199.3	7,567.7	9,315.6	分红指标					
少数股东权益	1,769.8	1,798.1	1,917.5	2,050.2	2,222.6	DPS(元)	0.60	-	0.31	0.31	0.27
股本	2,311.6	2,327.4	2,327.4	2,327.4	2,327.4	分红比率	49.1%	0.0%	34.5%	27.9%	20.8%
留存收益	10,801.0	11,159.2	12,539.6	14,384.5	16,733.5	股息收益率	3.2%	0.0%	1.7%	1.6%	1.4%
股东权益	14,866.2	15,296.2	16,784.5	18,762.1	21,283.5						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	2,924.6	1,631.7	2,108.8	2,558.1	2,966.2
						加:折旧和摊销	654.2	711.5	674.9	674.9	674.9
						资产减值准备	154.6	110.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-50.2	22.6	-	-	-
						财务费用	149.8	218.2	-96.0	-100.0	-110.0
						投资收益	-37.3	-24.9	-45.6	-35.4	-35.2
						少数股东损益	94.9	100.9	119.4	132.7	172.4
						营运资金的变动	-1,871.4	180.8	-888.1	-1,307.2	-1,444.0
						经营活动产生现金流量	1,775.7	2,820.0	1,873.6	1,923.2	2,224.3
						投资活动产生现金流量	-1,880.2	-1,193.1	45.6	35.4	35.2
						融资活动产生现金流量	1,397.7	-648.3	-3,341.7	-1,417.1	-296.1
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.22	0.66	0.91	1.10	1.27
						BVPS(元)	5.63	5.80	6.39	7.18	8.19
						PE(X)	15.4	28.5	20.7	17.0	14.7
						PB(X)	3.3	3.2	2.9	2.6	2.3
						P/FCF	62.1	28.3	-56.9	36.7	18.5
						P/S	2.2	2.4	2.1	1.8	1.6
						EV/EBITDA	13.9	13.4	13.9	11.5	9.9
						CAGR(%)	-2.7%	24.4%	7.4%	-2.7%	24.4%
						PEG	-5.6	1.2	2.8	-6.2	0.6
						ROIC/WACC	2.3	1.1	1.3	1.5	1.7
						REP	1.6	2.0	2.1	1.7	1.4

资料来源:Wind 资讯,安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034