

生益科技 (600183.SH) 覆铜板行业底部显现，公司产品结构升级彰显韧性

2023年04月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
刘翔（分析师）
林承瑜（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

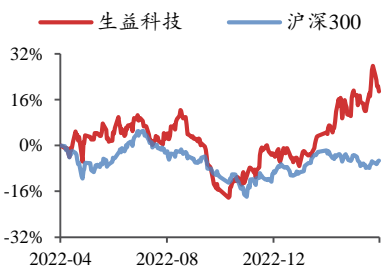
linchengyu@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790521090001

日期	2023/3/31
当前股价(元)	18.46
一年最高最低(元)	20.66/12.64
总市值(亿元)	429.65
流通市值(亿元)	429.65
总股本(亿股)	23.27
流通股本(亿股)	23.27
近3个月换手率(%)	42.55

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2022Q4 覆铜板业务逆势攀升，兑现“调结构”逻辑——公司信息更新报告》-2023.3.2
- 《2022Q3 行业持续探底，公司保持高开工率——公司信息更新报告》-2022.10.31
- 《2022H1 覆铜板需求与成本承压，公司凸显经营韧性——公司信息更新报告》-2022.8.16

● 覆铜板行业底部显现，公司逆势彰显经营韧性，维持“买入”评级

公司发布 2022 年年报，实现营业收入 180.1 亿元，YoY-11.2%，归母净利润 15.3 亿元，YoY-45.9%；其中 2022Q4 单季度实现营业收入 43.4 亿元，YoY-11.4%，归母净利润 3.3 亿元，YoY-31.9%。公司产品结构调整推动覆铜板行业周期底部对应的净利率上升，我们下调 2023、上调 2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测，预计公司归母净利润为 18.6/27.0（前值 20.4/26.2）/35.6 亿元，当前股价对应 PE 为 23.1/15.9/12.1 倍，我们认为公司作为覆铜板龙头通过高端产品结构持续提升占比，逐步摆脱原有传统覆铜板业务的盈利周期并向电子材料平台型公司迈进，实现中长期盈利中枢上行，有望迎来戴维斯双击，维持“买入”评级。

● 公司经营能力突出，集团“多品种、小批量”策略卓有成效

2022 年公司受到市场需求影响，除服务器、新能源汽车和能源类订单较好，其余市场需求平淡且价格竞争激烈。公司 2022 年全年覆铜板和粘结片业务合计营业收入 140.0 亿元，YoY-13.5%，毛利率 21.2%，全年生产覆铜板 11148.3 万平米，YoY-3.4%，销售覆铜板 11179.2 平米，YoY-2.3%，其中 2022H2 覆铜板及粘结片业务平均价格为 115.3 元/平米，环比 2022H1 的 136.1 元/平米回落。2022Q3 电子行业从终端到 PCB 产业链去库存，公司提升高 Tg、高频高速、HDI 等细分产品结构占比并实现盈利，此外，通过采购与运营联动，测算并争取具有性价比的订单、控制材料成本、完善订单分配系统，实现多品种、小批量供应的优势。

● 实现高端覆铜板产品线国产替代，成为具有品牌溢价的电子材料企业

在特种材料领域中，封装基板、超高速材料仍处高端竞争领域，射频市场在功放领域仍有广阔的价值应用。氟素材料具有优异电性能，在超高速领域的应用可期，公司依靠多年积累的全系列氟素技术布局将在未来竞争中大有可为。公司凭借稳定的产品性能及丰富的产品序列，已在市场中形成了一定的品牌溢价。

● **风险提示：**下游需求回暖不及预期、行业竞争加剧、上游原材料大幅涨价、公司产能扩张不及预期、新材料验证不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,274	18,014	19,233	26,331	32,029
YOY(%)	38.0	-11.1	6.8	36.9	21.6
归母净利润(百万元)	2,830	1,531	1,863	2,702	3,557
YOY(%)	68.4	-45.9	21.7	45.0	31.6
毛利率(%)	26.8	22.0	22.6	23.7	24.7
净利率(%)	14.0	8.5	9.7	10.3	11.1
ROE(%)	19.7	10.7	11.8	15.5	17.8
EPS(摊薄/元)	1.22	0.66	0.80	1.16	1.53
P/E(倍)	15.2	28.1	23.1	15.9	12.1
P/B(倍)	3.3	3.2	3.0	2.7	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14720	14232	19666	27774	30156
现金	2287	3106	6396	8757	10651
应收票据及应收账款	6120	5583	6912	10194	10613
其他应收款	384	168	24	239	81
预付账款	24	24	28	44	43
存货	4520	4084	5039	7273	7499
其他流动资产	1385	1268	1268	1268	1268
非流动资产	9711	10963	10712	13544	15110
长期投资	456	511	521	531	541
固定资产	7071	7866	8080	10661	12144
无形资产	399	399	381	363	345
其他非流动资产	1786	2187	1729	1989	2080
资产总计	24431	25196	30378	41317	45266
流动负债	7253	7377	12503	22364	24452
短期借款	1693	1558	6473	14052	16008
应付票据及应付账款	4107	3676	4576	6560	6801
其他流动负债	1453	2144	1455	1752	1642
非流动负债	2312	2522	1725	1123	467
长期借款	1890	1975	1317	715	59
其他非流动负债	422	547	408	408	408
负债合计	9565	9899	14228	23487	24919
少数股东权益	1770	1798	1836	1891	1964
股本	2312	2327	2327	2327	2327
资本公积	4078	4294	4294	4294	4294
留存收益	6723	6865	7465	8336	9482
归属母公司股东权益	13096	13498	14314	15939	18383
负债和股东权益	24431	25196	30378	41317	45266

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1776	2820	1337	420	4796
净利润	2925	1632	1901	2757	3629
折旧摊销	654	712	657	821	1048
财务费用	102	119	148	350	504
投资损失	-36	-25	-14	-15	-14
营运资金变动	-1898	104	-1355	-3494	-371
其他经营现金流	28	278	0	0	0
投资活动现金流	-1880	-1193	-392	-3638	-2601
资本支出	1787	1534	-33	2822	1557
长期投资	-91	-36	-10	0	-10
其他投资现金流	-185	306	-435	-816	-1054
筹资活动现金流	1398	-648	-3128	-2001	-2256
短期借款	-465	-135	-558	0	0
长期借款	1285	85	-658	-602	-655
普通股增加	21	16	0	0	0
资本公积增加	1282	217	0	0	0
其他筹资现金流	-726	-831	-1912	-1399	-1601
现金净增加额	1287	989	-2183	-5219	-61

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20274	18014	19233	26331	32029
营业成本	14837	14045	14891	20097	24113
营业税金及附加	120	107	115	158	192
营业费用	231	234	217	295	352
管理费用	910	797	846	1159	1409
研发费用	964	943	904	1211	1441
财务费用	102	119	148	350	504
资产减值损失	-155	-111	17	24	29
其他收益	74	96	61	63	70
公允价值变动收益	50	-23	0	0	0
投资净收益	36	25	14	15	14
资产处置收益	225	6	0	0	0
营业利润	3316	1785	2169	3115	4072
营业外收入	6	2	3	6	6
营业外支出	11	14	14	14	14
利润总额	3310	1773	2158	3107	4064
所得税	385	141	257	350	435
净利润	2925	1632	1901	2757	3629
少数股东损益	95	101	38	55	73
归属母公司净利润	2830	1531	1863	2702	3557
EBITDA	4052	2554	2910	4205	5526
EPS(元)	1.22	0.66	0.80	1.16	1.53

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	38.0	-11.1	6.8	36.9	21.6
营业利润(%)	58.6	-46.2	21.5	43.6	30.7
归属于母公司净利润(%)	68.4	-45.9	21.7	45.0	31.6
获利能力					
毛利率(%)	26.8	22.0	22.6	23.7	24.7
净利率(%)	14.0	8.5	9.7	10.3	11.1
ROE(%)	19.7	10.7	11.8	15.5	17.8
ROIC(%)	17.3	9.1	8.6	9.5	11.3
偿债能力					
资产负债率(%)	39.2	39.3	46.8	56.8	55.1
净负债比率(%)	13.6	13.7	14.6	39.2	31.5
流动比率	2.0	1.9	1.6	1.2	1.2
速动比率	1.2	1.2	1.1	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.7	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	4.2	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.22	0.66	0.80	1.16	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.76	1.21	0.57	0.18	2.06
每股净资产(最新摊薄)	5.63	5.80	6.15	6.85	7.90
估值比率					
P/E	15.2	28.1	23.1	15.9	12.1
P/B	3.3	3.2	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	11.5	18.3	16.2	12.3	9.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn