

2022年08月16日

生益电子 (688183.SH)

## 高端产品放量，公司业绩向上趋势显现

■事件：8月13日公司发布2022年半年度报告，2022年上半年公司实现归属于上市公司股东的净利润为160,986,341.08元，同比增长24.86%。预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为156,188,238.60元，与上年同期相比将增加52,163,295.78元，同比增长50.14%。

■产品结构持续优化，公司业绩向上趋势显现：据Prismark预测，2026年全球PCB行业产值将达到1015.59亿美元，中国PCB产值将达到546.05亿美元。半年报披露，2022年上半年，公司围绕行业战略拓宽优质客户群体，成功通过知名汽车电子客户认证，汽车电子产品占比实现大幅提升，通讯、服务器产品占比整体保持稳定，公司产品结构进一步优化。半年报披露，吉安生益一期项目于今年上半年达到设计产能，产品定位于汽车电子、服务器、通讯等应用领域中高端产品。2022年上半年，吉安生益实现营业收入37,527.13万元，比上年同期增长109.65%，实现净利润2,557.50万元。东城工厂(四期)5G应用领域高速高密印制电路板扩建升级项目和研发中心建设项目有序推进，吉安工厂(二期)多层印制电路板建设项目全面推进，进一步增强公司的核心竞争力。半年报披露，报告期内，公司实现营业收入17.99亿，同比增长6.53%；实现净利润1.61亿，同比增长24.86%；报告期内毛利率23.95%，2021年同期毛利率21.16%，2021年全年毛利率20.29%，盈利能力实现稳步增长。公司2021Q3-2022Q2归母净利润同比增速分别为-44.12%/76.51%/16.08%/33.61%，公司业绩向上趋势显现。

■持续加大研发投入，保持行业技术领先地位：半年报披露，2022年上半年，公司累计研发投入达1.01亿，同比增长13.55%。报告期内，公司新申请发明专利30项、新申请PCT国际申请19项、新获得发明专利23项、新参与制定发布标准1项、新发表技术论文2篇。公司在原有核心技术基础上继续开展“100G-400G高速光模块印制电路板制作技术的研究及产业化”和“用于5G基站的内置导电介质热电一体式PCB研制及产业化”等项目研究成果转化，同时新增“Power10服务器高可靠性印制电路板的研究开发”、“面向Sub 6G的AAU产品的多次特种材料压合印制电路板的研究开发”等项目的研究，并且这些项目研制的高端印制电路板被广泛应用于5G能源、智能汽车电子、5G通信基站、高端服务器等领域。

## 公司快报

证券研究报告

电子设备

投资评级 买入-A

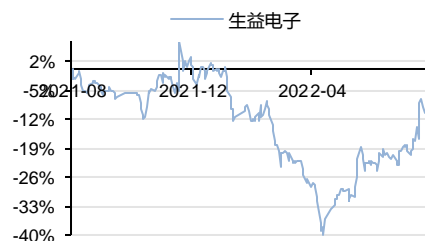
首次评级

6个月目标价：14.56元  
 股价(2022-08-15) 12.13元

### 交易数据

总市值(百万元)	10,089.99
流通市值(百万元)	3,679.61
总股本(百万股)	831.82
流通股本(百万股)	303.35
12个月价格区间	8.35/14.92元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.39	19.92	-5.29
绝对收益	9.87	26.14	-12.13

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001  
 maliang2@essence.com.cn  
 021-35082935

### 相关报告

■ **推进数字化转型升级，提升公司制造能力及管理能力。** 半年报披露，在生产智造方面，公司基于精益 TPM 的设备管理跨平台系统全面上线；PLM 体系之工艺参数下发项目实现阶段上线；质量可视化系统上线；质量检验 CP 系统完成框架开发；吉安一期智造项目持续完善提升并启动二期智造策划；东城四期智造按蓝图方案有序进行软硬件建设；工厂 PCS 追溯项目完成规划设计。至今集团已实现 1000 多台设备超过 10 万类的制程数据实时采集、2000 多类工艺参数配方自动下发到设备，以数据驱动工艺技术能力和质量管理能力等的持续提升。在智慧管理方面，成功实施 SAP ERP HANA 升级项目；BI 经营财务主题组上线应用；制定、配置和开发香港子公司 ERP 蓝图流程；逐步优化 SRM 系统平台，公司信息化数字化推动公司综合营运管理水平不断提升。

■ **投资建议：** 我们预计公司 2022 年~2024 年收入分别为 45.67 亿元、55.48 亿元、67.41 亿元，归母净利润分别为 3.77 亿元、4.76 亿元、6.16 亿元，首次给予“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：** 下游市场需求不及预期风险；原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,633.5	3,647.4	4,566.5	5,548.3	6,741.2
净利润	439.2	264.3	376.8	475.5	616.1
每股收益(元)	0.53	0.32	0.45	0.57	0.74
每股净资产(元)	2.33	4.69	5.10	5.61	6.28

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	23.0	38.2	26.8	21.2	16.4
市净率(倍)	5.2	2.6	2.4	2.2	1.9
净利润率	12.1%	7.2%	8.3%	8.6%	9.1%
净资产收益率	22.6%	6.8%	8.9%	10.2%	11.8%
股息收益率	2.7%	1.3%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	20.0%	8.2%	11.3%	15.6%	18.7%

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3,633.5	3,647.4	4,566.5	5,548.3	6,741.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,641.7	2,907.2	3,479.7	4,222.3	5,109.9	营业收入增长率	17.4%	0.4%	25.2%	21.5%	21.5%
营业税费	21.9	24.6	31.1	38.3	52.6	营业利润增长率	-2.7%	-49.5%	72.8%	26.3%	28.7%
销售费用	57.3	75.8	100.5	127.6	137.5	净利润增长率	-0.4%	-39.8%	42.6%	26.2%	29.6%
管理费用	174.1	145.4	212.3	253.0	316.8	EBITDA 增长率	15.6%	-29.2%	30.6%	18.9%	18.3%
研发费用	156.2	189.6	251.2	291.3	350.5	EBIT 增长率	9.6%	-45.1%	52.5%	24.4%	23.4%
财务费用	52.4	19.4	20.9	25.8	29.7	NOPLAT 增长率	3.9%	-47.4%	57.0%	26.0%	28.1%
资产减值损失	-54.1	-44.9	-40.5	-46.5	-44.0	投资资本增长率	27.6%	14.9%	-8.8%	6.5%	-11.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.8%	101.0%	8.9%	10.3%	11.9%
投资和汇兑收益	-	-0.2	0.5	0.5	0.2	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	494.2	249.4	431.0	544.1	700.4	毛利率	27.3%	20.3%	23.8%	23.9%	24.2%
加:营业外净收支	2.6	30.2	4.5	6.0	5.2	营业利润率	13.6%	6.8%	9.4%	9.8%	10.4%
<b>利润总额</b>	496.7	279.6	435.5	550.1	705.6	净利润率	12.1%	7.2%	8.3%	8.6%	9.1%
减:所得税	57.5	15.3	51.0	64.9	83.3	EBITDA/营业收入	21.9%	15.5%	16.2%	15.8%	15.4%
<b>净利润</b>	439.2	264.3	376.8	475.5	616.1	EBIT/营业收入	17.5%	9.6%	11.7%	11.9%	12.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	179	224	205	166	130
货币资金	157.9	1,163.3	1,456.5	1,769.6	2,150.1	流动营业资本周转天数	44	44	37	39	40
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	179	237	257	258	255
应收账款	869.4	1,031.3	1,125.1	1,495.0	1,688.4	应收账款周转天数	92	94	85	85	85
应收票据	-	-	19.0	4.8	8.4	存货周转天数	53	61	55	56	56
预付账款	2.6	3.7	1.0	5.7	2.9	总资产周转天数	412	543	509	447	402
存货	554.9	677.3	725.4	1,013.3	1,096.6	投资资本周转天数	273	327	267	216	174
其他流动资产	172.8	171.1	157.6	167.1	165.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	22.6%	6.8%	8.9%	10.2%	11.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.6%	4.1%	5.9%	6.7%	8.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	20.0%	8.2%	11.3%	15.6%	18.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	1,943.9	2,592.7	2,604.8	2,504.6	2,348.1	销售费用率	1.6%	2.1%	2.2%	2.3%	2.0%
在建工程	747.0	413.7	208.5	105.8	54.5	管理费用率	4.8%	4.0%	4.7%	4.6%	4.7%
无形资产	85.9	86.8	78.2	69.7	61.1	研发费用率	4.3%	5.2%	5.5%	5.3%	5.2%
其他非流动资产	36.8	288.5	117.0	147.4	184.3	财务费用率	1.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
<b>资产总额</b>	4,571.4	6,428.3	6,493.0	7,283.1	7,759.8	四费/营业收入	12.1%	11.8%	12.8%	12.6%	12.4%
短期债务	1,165.3	731.5	553.3	627.1	145.9	<b>偿债能力</b>					
应付账款	907.7	908.1	1,304.6	1,422.4	1,824.6	资产负债率	57.5%	39.3%	34.5%	35.6%	32.4%
应付票据	136.8	288.8	129.9	257.2	275.6	负债权益比	135.4%	64.7%	52.7%	55.4%	47.9%
其他流动负债	377.6	147.7	205.7	180.5	194.3	流动比率	0.68	1.47	1.59	1.79	2.09
长期借款	-	346.8	-	43.8	-	速动比率	0.46	1.14	1.26	1.38	1.65
其他非流动负债	42.2	101.4	48.6	64.1	71.4	利息保障倍数	12.15	17.97	25.52	25.74	27.55
<b>负债总额</b>	2,629.6	2,524.4	2,242.2	2,595.1	2,511.7	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	7.7	17.4	23.6	DPS(元)	0.33	0.16	0.05	0.06	0.07
股本	665.5	831.8	831.8	831.8	831.8	分红比率	62.5%	50.4%	10.1%	10.1%	10.1%
留存收益	1,276.7	3,072.6	3,411.3	3,838.8	4,392.7	股息收益率	2.7%	1.3%	0.4%	0.5%	0.6%
<b>股东权益</b>	1,941.8	3,903.9	4,250.9	4,688.1	5,248.2						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
净利润	439.2	264.3	376.8	475.5	616.1	EPS(元)	0.53	0.32	0.45	0.57	0.74
加:折旧和摊销	161.0	215.5	204.9	214.6	219.6	BVPS(元)	2.33	4.69	5.10	5.61	6.28
资产减值准备	54.1	44.9	-	-	-	PE(X)	23.0	38.2	26.8	21.2	16.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.2	2.6	2.4	2.2	1.9
财务费用	45.4	46.6	20.9	25.8	29.7	P/FCF	54.3	-22.9	66.6	26.4	21.3
投资损失	-	-	-0.5	-0.5	-0.2	P/S	2.8	2.8	2.2	1.8	1.5
少数股东损益	-	-	7.7	9.7	6.2	EV/EBITDA	-	19.9	12.3	10.1	7.6
营运资金的变动	133.7	-371.5	281.9	-453.0	129.0	CAGR(%)	3.4%	33.0%	-4.5%	3.4%	33.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	838.3	421.5	891.8	272.1	1,000.4	PEG	6.8	1.2	-6.0	6.3	0.5
投资活动产生现金流量	-1,024.5	-951.7	-2.7	-2.7	-3.0	ROIC/WACC	2.0	0.8	1.1	1.5	1.9
融资活动产生现金流量	117.1	1,390.6	-595.9	43.8	-616.9	REP	-	3.9	2.5	1.7	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 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。

## ■ 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。

## ■ 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 119 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