

生益电子 (688183)

证券研究报告

2022年03月25日

Q4 盈利能力拐点已至，看好服务器+汽车业务增长结构优化

事件：2022年3月24日晚，生益电子发布2021年年报。公司2021年实现营业收入36.47亿元，yoy+0.38%；营业利润2.49亿元，yoy-49.53%；归母净利润2.64亿元，yoy-39.83%；扣非归母净利润2.28亿元，yoy-45.58%。

点评：21 业绩承压，Q4 拐点已至，看好服务器+汽车业务增长产品结构优化。2021年营业收入36.47亿元，yoy+0.38%；归母净利润2.64亿元，yoy-39.83%；扣非归母净利润2.28亿元，yoy-45.58%。Q4实现营收9.80亿，yoy+19.14%，qoq+0.21%；归母净利润8172万元，yoy+76.51%，qoq+52.41%；扣非归母净利润7841万元，yoy+56.14%，qoq+71.05%，毛利率21.81%，yoy+1.27pct，qoq+4.53pct，净利率为8.34%，yoy+2.71pct，qoq+2.86pct，Q4盈利能力同比环比改善。21年公司PCB产品销量为117.36万平方米，yoy+44.67%，ASP为2994.32元/平方米，yoy-31.81%，产品单价下滑主要受产品结构调整影响（服务器、汽车电子订单增加）。2021年公司毛利率为20.29%，yoy-7.01pct，PCB的毛利率为17.53%，yoy-8.49pct。全年毛利率下滑主要受原材料成本上升+万江分厂停产+子公司吉安生益第一年投产运营的固定成本较高等因素影响。21年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为2.1%/4%/5.2%/0.5%，yoy+0.5pct/-0.8pct/+0.9pct/-0.9pct。研发投入持续提升，2021年公司的研发投入为1.90亿元，yoy+21.37%，研发投入占营业收入的比例为5.2%，yoy+0.9pct；公司持续加大对核心技术的深度研究和布局，2021年新形成发明专利43项，有在研项目16项。

从下游应用需求维度来看，海外 5G 建设空间大，汽车+服务器持续增长下游应用结构优化：1) 通信：国内5G平稳建设（22年计划新建60万个5G基站），中长期海外5G建设空间大（GSMA预计22-25年全球运营商用于5G建设capex超5000亿美元）+高市占率+手握主流通信设备客户（中兴、华为）；2) 服务器：idc资本开支增加（Dell'Oro预计2022年全球idc capex为2400亿美元）+国内“东数西算”工程建设+服务器平台更新换代（x86服务器向Whitley平台升级）带动PCB升级；3) 汽车：汽车电子化程度加深带动单车PCB用量+技术要求提升（单车ASP由500元提升至1200~3000元），公司提前布局汽车电子用PCB业务快速提升，21年汽车销售额占比从1%提升至8%，汽车PCB业务体量在~3亿元。

从产能扩增维度来看，产能有序扩增。21H1吉安生益（一期）第一阶段投产，21Q3达产，新增月产能3.7万平方米；21Q3吉安生益（一期）第二阶段开始建设，预计22H1投产，预计新增月产能~1.5万平方米，IPO募投项目东城（四期）21年年底完成封顶，预计22Q4试生产；IPO募投项目吉安生益二期于21年年底正式筹建，预计23Q4试生产。

投资建议：考虑到基站方案调整ASP下降+固定资产投放成本增加等因素，将公司22/23年净利润由5.48/7.93亿元下调至3.78/4.97亿元，维持“买入评级”。

风险提示：技术创新不及预期、下游需求不及预期、原材料成本持续上升、产品平均单价不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,633.50	3,647.39	4,778.09	6,211.51	7,640.16
增长率(%)	17.35	0.38	31.00	30.00	23.00
EBITDA(百万元)	953.54	754.45	860.15	1,107.12	1,330.12
净利润(百万元)	439.23	264.27	378.03	497.41	620.13
增长率(%)	(0.44)	(39.83)	43.04	31.58	24.67
EPS(元/股)	0.53	0.32	0.45	0.60	0.75
市盈率(P/E)	20.68	34.37	24.03	18.26	14.65
市净率(P/B)	4.68	2.33	2.18	2.01	1.81
市销率(P/S)	2.50	2.49	1.90	1.46	1.19
EV/EBITDA	0.00	14.91	11.41	9.58	8.35

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/元件
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.92元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	831.82
流通A股股本(百万股)	303.35
A股总市值(百万元)	9,083.49
流通A股市值(百万元)	3,312.56
每股净资产(元)	4.69
资产负债率(%)	39.27
一年内最高/最低(元)	16.96/10.12

作者

潘暕 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

俞文静 分析师
SAC执业证书编号：S1110521070003
yuwenjing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《生益电子-首次覆盖报告:行业领先数通领域 PCB 供应商，受益于扩产+通信 PCB 需求回暖》 2021-09-30

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	157.91	1,163.31	1,433.43	1,863.45	2,292.05
应收票据及应收账款	860.98	1,026.31	1,429.26	1,758.71	2,174.95
预付账款	2.60	3.67	1.01	6.07	3.24
存货	554.95	677.29	738.37	1,103.30	1,168.12
其他	181.21	176.08	166.80	178.40	179.37
流动资产合计	1,757.65	3,046.67	3,768.87	4,909.93	5,817.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,943.95	2,592.67	3,560.73	4,571.20	5,356.90
在建工程	747.01	413.68	485.47	594.19	437.68
无形资产	85.95	86.81	78.25	69.69	61.14
其他	36.83	288.46	117.00	147.43	184.30
非流动资产合计	2,813.73	3,381.62	4,241.45	5,382.51	6,040.01
资产总计	4,571.38	6,428.30	8,010.32	10,292.44	11,857.74
短期借款	1,165.30	731.53	1,519.63	2,464.42	3,224.35
应付票据及应付账款	1,000.50	1,113.71	1,253.64	1,878.45	1,975.21
其他	404.73	229.27	358.62	394.98	372.28
流动负债合计	2,570.52	2,074.50	3,131.89	4,737.86	5,571.84
长期借款	0.00	346.83	661.25	977.87	1,207.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.25	101.42	48.60	64.09	71.37
非流动负债合计	42.25	448.25	709.85	1,041.96	1,278.91
负债合计	2,629.61	2,524.40	3,841.74	5,779.82	6,850.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	665.46	831.82	831.82	831.82	831.82
资本公积	444.80	2,253.37	2,253.37	2,253.37	2,253.37
留存收益	831.90	819.20	1,083.82	1,427.87	1,922.26
其他	(0.39)	(0.50)	(0.44)	(0.44)	(0.46)
股东权益合计	1,941.77	3,903.89	4,168.58	4,512.62	5,006.99
负债和股东权益总计	4,571.38	6,428.30	8,010.32	10,292.44	11,857.74

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	439.23	264.27	378.03	497.41	620.13
折旧摊销	160.95	215.46	308.50	377.47	438.24
财务费用	45.43	46.59	25.24	49.71	72.19
投资损失	0.00	0.00	0.07	0.10	0.13
营运资金变动	116.85	(356.28)	(149.91)	(61.87)	(408.65)
其它	75.88	251.41	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	838.34	421.45	561.92	862.81	722.04
资本支出	1,017.70	472.55	1,392.61	1,472.61	1,051.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,042.25)	(1,424.20)	(2,732.47)	(2,960.80)	(2,110.59)
投资活动现金流	(1,024.55)	(951.65)	(1,339.86)	(1,488.19)	(1,059.00)
债权融资	361.42	(265.81)	1,161.39	1,208.78	891.32
股权融资	(274.47)	1,974.82	(113.34)	(153.37)	(125.76)
其他	30.13	(318.43)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	117.08	1,390.58	1,048.06	1,055.41	765.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(69.12)	860.38	270.11	430.03	428.59

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,633.50	3,647.39	4,778.09	6,211.51	7,640.16
营业成本	2,641.72	2,907.23	3,511.89	4,472.29	5,500.92
营业税金及附加	21.87	24.61	38.22	55.90	61.12
销售费用	57.30	75.80	143.34	223.61	275.05
管理费用	174.09	145.45	248.46	354.06	435.49
研发费用	156.20	189.58	324.91	422.38	519.53
财务费用	52.37	19.44	25.24	49.71	72.19
资产/信用减值损失	(54.14)	(45.32)	(41.52)	(46.99)	(44.61)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.22)	(0.07)	(0.10)	(0.13)
其他	89.92	81.38	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	494.16	249.44	444.43	586.47	731.13
营业外收入	4.02	32.68	3.20	1.00	1.00
营业外支出	1.44	2.51	2.89	2.28	2.56
利润总额	496.73	279.61	444.74	585.19	729.57
所得税	57.50	15.34	66.71	87.78	109.44
净利润	439.23	264.27	378.03	497.41	620.13
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	439.23	264.27	378.03	497.41	620.13
每股收益(元)	0.53	0.32	0.45	0.60	0.75

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	17.35%	0.38%	31.00%	30.00%	23.00%
营业利润	-2.68%	-49.52%	78.17%	31.96%	24.67%
归属于母公司净利润	-0.44%	-39.83%	43.04%	31.58%	24.67%
获利能力					
毛利率	27.30%	20.29%	26.50%	28.00%	28.00%
净利率	12.09%	7.25%	7.91%	8.01%	8.12%
ROE	22.62%	6.77%	9.07%	11.02%	12.39%
ROIC	19.99%	8.24%	11.27%	11.05%	11.31%
偿债能力					
资产负债率	57.52%	39.27%	47.96%	56.16%	57.77%
净负债率	60.73%	-1.86%	20.25%	37.06%	44.09%
流动比率	0.68	1.47	1.20	1.04	1.04
速动比率	0.46	1.14	0.97	0.80	0.83
营运能力					
应收账款周转率	3.93	3.87	3.89	3.90	3.88
存货周转率	6.74	5.92	6.75	6.75	6.73
总资产周转率	0.87	0.66	0.66	0.68	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.32	0.45	0.60	0.75
每股经营现金流	1.01	0.51	0.68	1.04	0.87
每股净资产	2.33	4.69	5.01	5.42	6.02
估值比率					
市盈率	20.68	34.37	24.03	18.26	14.65
市净率	4.68	2.33	2.18	2.01	1.81
EV/EBITDA	0.00	14.91	11.41	9.58	8.35
EV/EBIT	0.00	20.87	17.78	14.54	12.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com