

## 生益电子 (688183.SH)

## 增持 (首次)

## 业绩逆势增长，服务器与汽车业务占比持续提升

事件：公司公告 22 年报，22 年实现总营收 35.35 亿同比-3.09%，归母净利润 3.13 亿同比+18.40%，扣非归母净利润 2.73 亿同比+19.71%，毛利率 23.85% 同比+3.56pcts，净利率 8.85% 同比+1.61pcts。我们点评如下：

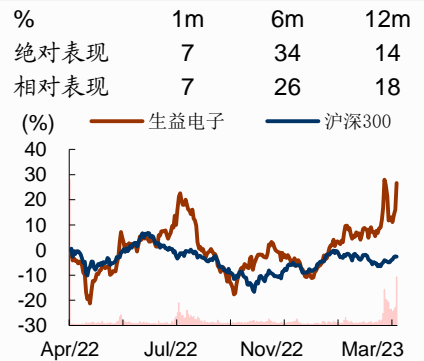
- 22 年业绩逆势快速增长，业务结构优化带来盈利能力提升。22 年全球宏观政治经济环境震荡下行，全球下游终端以及国内通讯网络端需求持续疲软，行业面临较大的去库存压力。受此影响公司营收规模有小幅下滑，但公司积极拓展新市场领域，不断优化产品结构。目前公司通信及网络设备用板收入占比由此前接近 80% 逐步下降至不足 60%，而服务器用板占比提升至 20% 左右，汽车电子用板经过公司近几年大力投入、持续开拓并导入重点客户，收入规模及占比持续提升，目前已超 10%。在产品结构不断优化的推动下，公司的盈利能力获得进一步改善。
- 单季度来看，22Q4 实现营收 8.59 亿同比-12.38% 环比-2.01%，归母净利润 0.77 亿同比-5.79% 环比+2.76%，扣非归母净利润 0.44 亿同比-43.29% 环比-38.75%，毛利率 23.97% 同比+2.17pcts 环比+0.45pct，净利率 8.96% 同比+0.63pct 环比+0.42pct。Q4 营收下滑主要受下游通讯网络以及服务器行业下游需求疲软影响，汽车电子需求仍向好，整体盈利能力进一步恢复提升。
- 展望明年，公司持续推进“多业并重”策略，加大“通讯+服务器+汽车”三大领域的布局投入。短期来看，公司下游通讯及服务器领域已进入周期底部，库存已逐步去化，23H1 下游客户订单虽短但急单较多，有回补库存的迹象，汽车板整体订单仍较为稳健，新品及新客户持续导入放量。展望 H2 及明年，公司深耕通讯及 HPC 赛道多年，有着较佳的国内外客户资源基础，涵盖 IBM、三星、诺基亚、浪潮、华为、中兴、超聚变、烽火等；产品矩阵丰富，在 400G/800G 光模块、AI 服务器高多层及 HDI 板和中高端汽车板均有较佳布局；且技术亦较为领先，掌握大尺寸印制电路制造技术、立体结构 PCB 制造技术、内置电容技术、散热技术等 13 项核心技术。伴随全球算力需求的持续提升，国内数据中心扩容、高算力服务器需求以及新平台升级等，公司有望从 23H2 开始持续受益行业细分领域快速发展红利。
- 首次给予“增持”投资评级。公司深耕通讯、HPC、汽车电子赛道多年，卡位主流客户并掌握核心技术，具备较强核心竞争力，未来有望长期受益于三大主线业务布局。综上，我们最新预测公司 23-25 年总营收 39.0/45.4/52.5 亿，归母净利润 3.7/5.0/6.4 亿，对应 EPS 分别为 0.44/0.60/0.77 元，对应当前股价 PE 分别为 30.1/22.2/17.2 倍，首次给予“增持”投资评级。
- 风险提示：上游原材料价格波动；客户开拓不及预期；下游需求低于预期；新建产能投产爬坡不及预期；行业竞争加剧。

TMT 及中小盘/电子  
当前股价：13.23 元

## 基础数据

总股本 (万股)	83182
已上市流通股 (万)	30834
总市值 (亿元)	110
流通市值 (亿元)	41
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	7.7
资产负债率	41.3%
主要股东	广东生益科技股份有限公司
主要股东持股比例	62.93%

## 股价表现



## 相关报告

1、《生益电子 (688183) 新股分析：深耕高多层 PCB，技术和客户优势引领行业》-2021-02-24

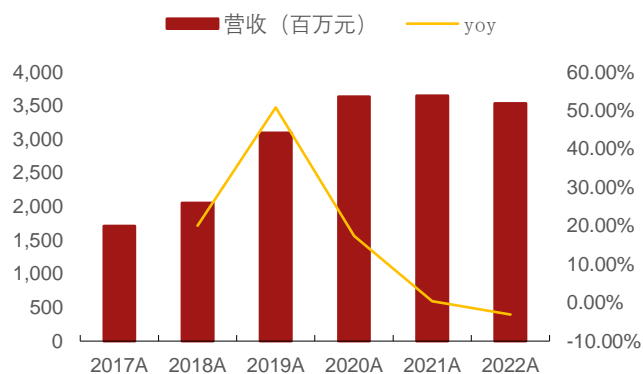
鄢凡 S1090511060002  
yanfan@cmschina.com.cn  
程鑫 研究助理  
chengxin2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3647	3535	3897	4539	5248
同比增长	0%	-3%	10%	16%	16%
营业利润(百万元)	249	318	409	555	712
同比增长	-50%	27%	29%	36%	28%
归母净利润(百万元)	264	313	366	497	638
同比增长	-40%	18%	17%	36%	28%
每股收益(元)	0.32	0.38	0.44	0.60	0.77
PE	41.6	35.2	30.1	22.2	17.2
PB	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1

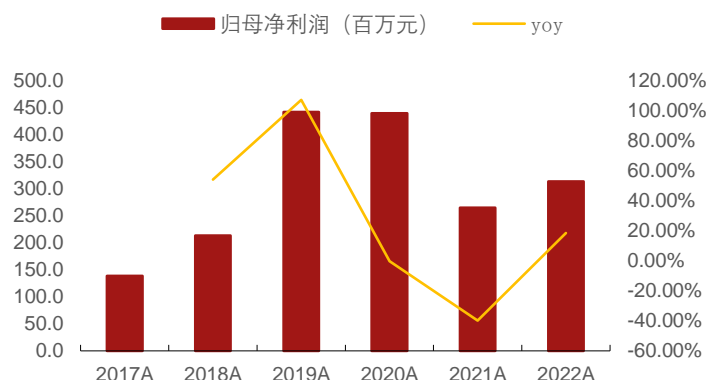
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 公司 17-22 年营收情况



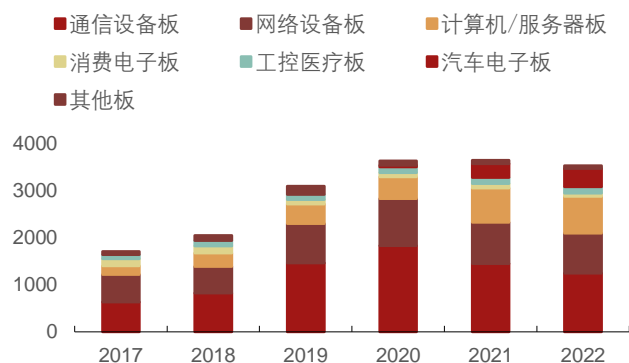
资料来源:

图 2: 公司 17-22 年归母净利润情况



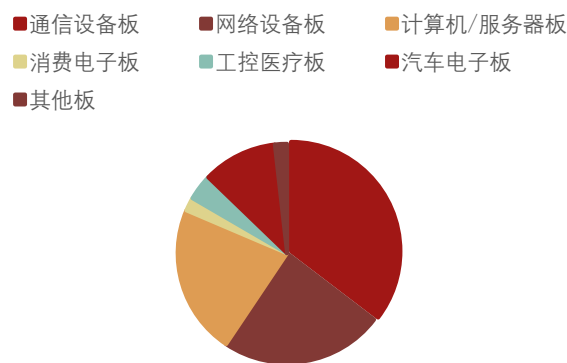
资料来源:

图 3: 公司 17-22 年营收结构情况



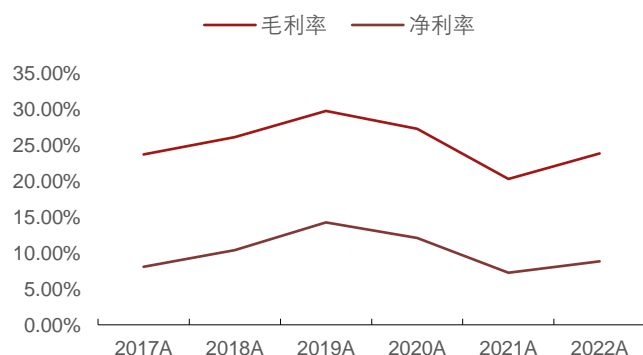
资料来源: 公司公告, 招商证券  
注: 2020-2022 年为招商证券估算数值。

图 4: 公司营收下游应用领域结构



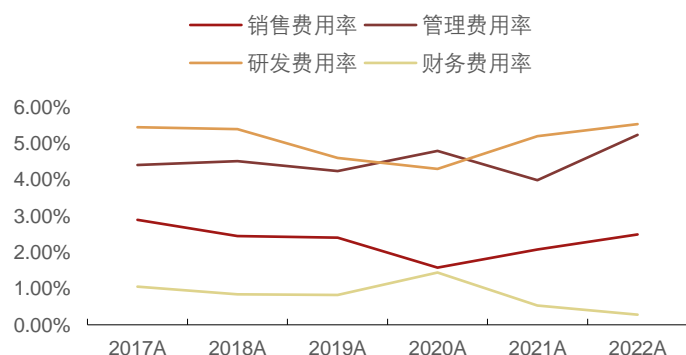
资料来源: 公司公告, 招商证券

图 5: 公司毛利率及净利率情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 6: 公司期间费用率情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

表 1: 公司在研项目情况

序	项目名称	预计总	本期投	累计投	进	拟达到目标	技	具体
1	面向 5G 移动通信传输网络的高速低损耗 PCB	12.00	2.18	12.21	完	重点研究大尺寸高速 PCB 在背钻、插损、阻抗、对准度、微小孔	先	网络
					结		进	领域

序	项目名称	预计总	本期投	累计投	进	拟达到目标	技	具体
	(112Gbps+) 关键技术 研究开发					等方面的技术提升方法, 为后续公司制作 112G 及 112G+超高速 PCB 产品提供技术保障。		
2	立体组装高端线卡板的 研究开发	10.00	3.90	10.15	完 结	完成多阶 HDI+深微孔+浅深度阶梯卡槽设计产品开发, 提升立体组装高端线卡板的制作能力, 满足多功能、多样化、高密度化的高端线卡板的设计与制作需求, 并实现产业化。	先 进	网 络 领 域
3	5G 高端高速率光电转换 印制电路板的研究开发	16.00	8.39	15.00	完 结	研发埋陶瓷复合 HDI 结构的光模块 PCB, 完成通埋陶瓷复合高阶 HDI 制作工艺开发, 具备在陶瓷材料上制作线路的技术能力, 推动光模块产品的性能升级及产业化。	先 进	网 络 领 域
4	0.8mm-0.94mm Pitch 高 速 BGA 封装背钻出双 线的印制电路板技术研 究开发	30.00	18.95	32.80	完 结	通过在对准度、背钻、阻抗等制作技术方面的创新突破, 完成 0.8-0.94mm pitch BGA 出双线产品开发, 实现未来通讯、云计算、服务器等领域 PCB 产品的升级。	先 进	网 & 服 务 器 领 域
5	高端服务器存储 SSD 刚 挠结合板的研究开发	12.00	5.20	11.05	完 结	研究刚挠结合板 BGA 平整度、非对称叠构开盖、密集线路、绝缘可靠性等制作技术, 与公司关键战略客户技术合作开发高速固态硬盘 PCB 产品, 并实现产业化。	先 进	服 务 器 领 域 的 存 储 产 品
6	130 微米以下薄介质厚 铜能源印制电路板的研 究开发	12.00	5.23	11.25	完 结	完成大功率、大电流的服务器电源 PCB、汽车电源 PCB 的研究开发, 并实现产业化。	先 进	服 务 器 & 汽 车 领 域
7	5G 毫米波多阶 HDI 板的 研究开发	30.00	16.87	31.20	完 结	研究开发 Very Low Lose 高速板材与普通高 Tg FR4 板材多次混压叠盲孔设计, 满足 5G 毫米波产品性能需求, 并实现产业化。	先 进	无 线 通 讯 领 域
8	高密金手指智能网卡印 制电路板的研究开发	32.00	9.18	9.18	技 术 研 发	研究开发高密金手指智能网卡印制电路板产品, 促进公司在智能网卡领域的市场竞争力, 并实现产业化。	先 进	网 络 领 域
9	面向 5G 的高频材料 PCB 混压技术研究	48.00	12.73	12.73	技 术 研 发	研究开发面向 5G 的高频材料 PCB 混压技术, 提升公司在天线、功放等无线终端产品领域的市场竞争力, 并实现产业化。	先 进	网 & 服 务 器 领 域
10	Power10 服务器高可靠 性印制电路板的研究开 发	30.00	10.52	10.52	技 术 研 发	研究开发 Power10 服务器高可靠性印制电路板产品, 促使高端服务器的国产化, 并实现产业化。	先 进	服 务 器 领 域
11	面向激光雷达汽车的软 硬结合及高密印制电路 板的研究开发	16.00	4.57	4.57	技 术 研 发	研究开发面向激光雷达汽车的软硬结合及高密印制电路板产品, 提升公司在激光雷达汽车产品领域的市场竞争力, 并实现产业化。	先 进	汽 车 领 域
12	面向车载电源的耐压超 400V 的印制电路板的研究 开发	40.00	8.97	8.97	技 术 研 发	研究开发面向车载电源的耐压超 400V 的印制电路板产品, 提升公司在车载电源领域的市场竞争力, 并实现产业化。	先 进	汽 车 领 域
13	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	48.00	11.22	11.22	技 术 研 发	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, 提升公司在 AAU 领域的市场	先 进	无 线 通 讯 领 域

序	项目名称	预计总	本期投	累计投	进	拟达到目标	技	具体
14	5G 通讯毫米波技术高频高密互联印制电路板的研究开发	20.00	5.67	5.67	发	竞争力, 并实现产业化。研究开发 5G 通讯毫米波技术高频高密互联印制电路板产品, 攻克毫米波技术难点, 并实现产业化。	先	无线通讯领域
15	面向 5G 的高速材料 PCB 混压技术研究	46.00	28.30	28.30	技	研究开发面向 5G 的高速材料 PCB 混压技术, 提升公司在服务器、交换机、路由器、边缘计算等领域的市场竞争力, 并实现产业化。	先	无线通讯领域
16	芯片尺寸 50 μm ~ 200 μm 的 Mini LED 产品的研究开发	14.00	8.22	8.22	技	研究开发芯片尺寸 50 μm ~ 200 μm 的 Mini LED 产品, 提升公司在 Mini LED 领域的市场竞争力, 并实现产业化。	先	消费电子领域
17	厚径比 20:1-30:1 的半导体封装测试印制电路板的研究开发	12.00	5.92	5.92	技	研究开发厚径比 20:1-30:1 的半导体封装测试印制电路板产品, 攻克高厚径比的深镀能力难关, 并实现产业化。	先	半导体领域
合	/	428.00	166.02	228.97	/	/	/	/

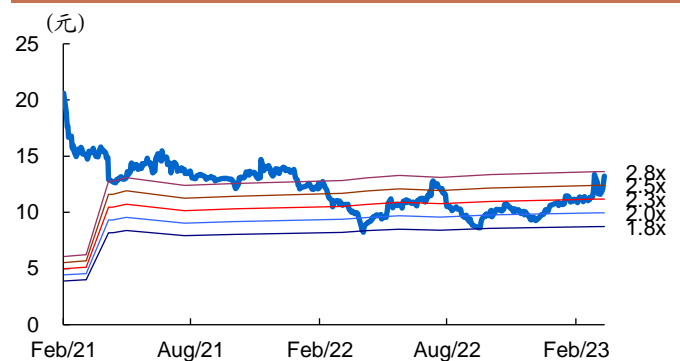
资料来源: 公司年报, 招商证券

图 7: 生益电子历史 PE Band



资料来源: 公司数据, 招商证券

图 8: 生益电子历史 PB Band



资料来源: 公司数据, 招商证券



附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3047	2989	2321	2661	3095
现金	1163	1163	346	376	462
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1026	1005	1087	1266	1464
其它应收款	5	46	51	59	68
存货	677	674	726	830	952
其他	175	101	111	129	149
<b>非流动资产</b>	3382	3972	4089	4197	4296
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2593	2727	2855	2972	3079
无形资产商誉	87	103	93	83	75
其他	702	1142	1142	1142	1142
<b>资产总计</b>	<b>6428</b>	<b>6961</b>	<b>6410</b>	<b>6858</b>	<b>7391</b>
<b>流动负债</b>	2076	2449	1666	1726	1770
短期借款	732	646	238	140	0
应付账款	1114	1010	1101	1259	1443
预收账款	2	1	1	1	1
其他	229	793	326	326	326
<b>长期负债</b>	448	428	428	428	428
长期借款	347	304	304	304	304
其他	101	124	124	124	124
<b>负债合计</b>	<b>2524</b>	<b>2877</b>	<b>2094</b>	<b>2154</b>	<b>2198</b>
股本	832	832	832	832	832
资本公积金	2253	2253	2253	2253	2253
留存收益	819	999	1231	1618	2107
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者	3904	4084	4317	4704	5193
<b>负债及权益合计</b>	<b>6428</b>	<b>6961</b>	<b>6410</b>	<b>6858</b>	<b>7391</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	421	741	549	595	733
净利润	264	313	366	497	638
折旧摊销	215	239	245	255	264
财务费用	47	78	10	10	10
投资收益	0	0	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(87)	114	(60)	(157)	(170)
其它	(18)	(3)	3	6	6
<b>投资活动现金流</b>	(952)	(686)	(348)	(348)	(348)
资本支出	(983)	(687)	(363)	(363)	(363)
其他投资	31	2	15	15	15
<b>筹资活动现金流</b>	1391	112	(1018)	(217)	(299)
借款变动	(406)	265	(875)	(97)	(140)
普通股增加	166	0	0	0	0
资本公积增加	1809	0	0	0	0
股利分配	(220)	(133)	(133)	(110)	(149)
其他	41	(19)	(10)	(10)	(10)
<b>现金净增加额</b>	<b>860</b>	<b>168</b>	<b>(817)</b>	<b>30</b>	<b>86</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	3647	3535	3897	4539	5248
营业成本	2907	2692	2935	3354	3846
营业税金及附加	25	20	19	23	26
营业费用	76	88	90	104	115
管理费用	145	185	195	218	241
研发费用	190	196	214	250	278
财务费用	19	10	10	10	10
资产减值损失	(47)	(42)	(40)	(40)	(35)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	12	15	15	15	15
投资收益	(0)	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	249	318	409	555	712
营业外收入	33	0	0	0	0
营业外支出	3	8	3	3	3
<b>利润总额</b>	280	310	406	552	709
所得税	15	(3)	41	55	71
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利</b>	<b>264</b>	<b>313</b>	<b>366</b>	<b>497</b>	<b>638</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	0%	-3%	10%	16%	16%
营业利润	-50%	27%	29%	36%	28%
归母净利润	-40%	18%	17%	36%	28%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.3%	23.8%	24.7%	26.1%	26.7%
净利率	7.2%	8.9%	9.4%	10.9%	12.2%
ROE	9.0%	7.8%	8.7%	11.0%	12.9%
ROIC	6.1%	6.3%	7.3%	10.2%	12.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.3%	41.3%	32.7%	31.4%	29.7%
净负债比率	17.0%	20.3%	8.5%	6.5%	4.1%
流动比率	1.5	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	4.7	4.0	4.2	4.3	4.3
应收账款周转率	3.9	3.5	3.7	3.9	3.8
应付账款周转率	2.8	2.5	2.8	2.8	2.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.32	0.38	0.44	0.60	0.77
每股经营净现	0.51	0.89	0.66	0.72	0.88
每股净资产	4.69	4.91	5.19	5.65	6.24
每股股利	0.16	0.16	0.13	0.18	0.23
<b>估值比率</b>					
PE	41.6	35.2	30.1	22.2	17.2
PB	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	24.9	21.3	17.8	14.5	12.0

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1/2/3/3/3/3/2/2/1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。