生益科技（600183.SH）

2020 年 10 月 24 日

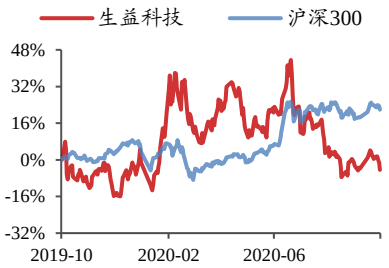
Q3 单季度盈利增速放缓，看好覆铜板产品结构优化

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/23
当前股价(元)	23.20
一年最高最低(元)	36.80/19.86
总市值(亿元)	531.27
流通市值(亿元)	531.27
总股本(亿股)	22.90
流通股本(亿股)	22.90
近 3 个月换手率(%)	72.01

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-精于业、专于研，覆铜板龙头有望穿越周期》-2020.9.8

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

林承瑜（联系人）
linchengyu@kysec.cn
证书编号：S0790120080105

● **公司 Q3 业绩增速放缓，看好公司中长期盈利提升，维持“买入”评级**

公司 2020 年前三季度营业收入达到 106.9 亿元，YoY+12.9%，归母净利润实现 13.0 亿元，YoY+25.0%。其中，2020Q3 单季度营业收入实现 38.1 亿元，YoY+9.0%，归母净利润达到 4.8 亿元，YoY+15.4%，QoQ-2.1%。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 18.1/22.4/25.7 亿元，对应 EPS 为 0.79/0.98/1.13 元，当前股价对应 PE 为 29.4/23.7/20.6 倍。我们认为公司是内资覆铜板的行业龙头厂商，高速高频覆铜板短期受到下游招标的节奏略有波动，但是 5G 应用带来流量增加倒逼高速高频覆铜板产品结构升级是行业的发展趋势，看好公司产品结构优化带来的盈利能力提升，维持“买入”评级。

● **灵活调整经营策略，2020Q3 传统订单饱满**

2020Q3 环比 2020Q2 单季度毛利率下降 2.6pct，一方面，通讯类需求疲软，高毛利率的高频高速开工率不足，占营业收入环比下降，导致毛利率下降；另一方面，铜箔价格处在自去年 Q4 以来的高位，因下游需求未呈现整体复苏，公司仅对部分传统 FR-4 产品调价。从出货量来看，自 2020Q2-Q3 以来，因消费电子呈现报复式增长、汽车产品的需求逐步恢复，分厂订单饱满，公司开始恢复原规划逐步关停产能的万江老厂，吉安工厂产线拉通，加大提升力度，整体来看，2020Q3 覆铜板出货量环比 2020Q2 提升两成以上。

● **高频高速需求修复，2020Q4 有望淡季不淡**

展望 2020Q4，高频高速产品结构占比有望提振，下游核心设备商的方案已初步敲定并进入打样阶段，通讯类产品有望于 2020Q4 恢复，高频高速出货量占比将重新恢复增长。公司部分产品价格结构性调整将消化上游原材料涨价，我们预计四季度毛利率有望实现稳中有升。

● **风险提示：**下游基站建设节奏放缓；IDC 建设速度不及预期；下游需求疲软；原材料价格上涨；公司新品研发进度不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,981	13,241	15,977	19,592	22,867
YOY(%)	11.4	10.5	20.7	22.6	16.7
归母净利润(百万元)	1,000	1,449	1,807	2,238	2,574
YOY(%)	-6.9	44.8	24.7	23.9	15.0
毛利率(%)	22.2	26.6	27.2	27.8	27.5
净利率(%)	8.4	10.9	11.3	11.4	11.3
ROE(%)	15.6	16.7	18.3	20.0	20.0
EPS(摊薄/元)	0.44	0.63	0.79	0.98	1.12
P/E(倍)	53.1	36.7	29.4	23.7	20.6
P/B(倍)	8.7	6.0	5.5	4.8	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7652	8712	15507	18023	21165
现金	1125	1062	5592	6857	8003
应收票据及应收账款	4576	4602	6473	7109	8742
其他应收款	21	30	19	41	30
预付账款	4	11	7	15	11
存货	1748	2100	2509	3094	3472
其他流动资产	176	907	907	907	907
非流动资产	5234	6823	7389	8153	8718
长期投资	275	383	501	619	737
固定资产	3456	5003	5486	6114	6569
无形资产	373	380	366	353	339
其他非流动资产	1130	1057	1036	1068	1073
资产总计	12886	15535	22896	26176	29883
流动负债	3778	5257	11669	13480	15451
短期借款	824	1519	8001	8722	10527
应付票据及应付账款	1895	2662	2797	3839	3937
其他流动负债	1058	1075	871	919	987
非流动负债	2267	925	876	855	763
长期借款	2048	732	683	663	571
其他非流动负债	219	192	192	192	192
负债合计	6044	6181	12545	14335	16214
少数股东权益	439	520	607	734	894
股本	2117	2276	2290	2290	2290
资本公积	647	2505	2505	2505	2505
留存收益	3337	4042	4698	5506	6408
归属母公司股东权益	6403	8834	9744	11106	12775
负债和股东权益	12886	15535	22896	26176	29883

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1337	1692	513	3078	1919
净利润	1065	1563	1894	2365	2734
折旧摊销	366	409	451	533	622
财务费用	185	142	252	391	438
投资损失	-24	-25	-14	-15	-15
营运资金变动	-226	-449	-2090	-197	-1860
其他经营现金流	-28	52	20	0	0
投资活动现金流	-1198	-1566	-1023	-1283	-1171
资本支出	1273	1580	448	646	447
长期投资	-3	5	-118	-108	-118
其他投资现金流	72	19	-693	-745	-843
筹资活动现金流	-1250	-173	-1442	-1250	-1406
短期借款	-596	696	0	0	0
长期借款	-154	-1315	-49	-20	-92
普通股增加	660	159	14	0	0
资本公积增加	-632	1859	0	0	0
其他筹资现金流	-528	-1571	-1407	-1229	-1315
现金净增加额	-1104	-50	-1952	545	-659

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11981	13241	15977	19592	22867
营业成本	9324	9713	11633	14142	16573
营业税金及附加	80	76	96	118	137
营业费用	244	288	304	372	423
管理费用	484	644	783	980	1143
研发费用	529	605	703	862	1006
财务费用	185	142	252	391	438
资产减值损失	26	-37	0	0	0
其他收益	53	29	0	0	0
公允价值变动收益	-25	31	-20	0	0
投资净收益	24	25	14	15	15
资产处置收益	67	-2	0	0	0
营业利润	1229	1805	2201	2742	3162
营业外收入	6	6	6	6	6
营业外支出	12	6	9	9	9
利润总额	1223	1805	2198	2740	3159
所得税	158	242	304	374	425
净利润	1065	1563	1894	2365	2734
少数股东损益	64	115	88	127	160
归母净利润	1000	1449	1807	2238	2574
EBITDA	1740	2323	2861	3615	4161
EPS(元)	0.44	0.63	0.79	0.98	1.12

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	10.5	20.7	22.6	16.7
营业利润(%)	-5.9	46.9	21.9	24.6	15.3
归属于母公司净利润(%)	-6.9	44.8	24.7	23.9	15.0
获利能力					
毛利率(%)	22.2	26.6	27.2	27.8	27.5
净利率(%)	8.4	10.9	11.3	11.4	11.3
ROE(%)	15.6	16.7	18.3	20.0	20.0
ROIC(%)	11.9	14.2	11.1	12.8	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.9	39.8	54.8	54.8	54.3
净负债比率(%)	36.8	19.1	33.3	24.6	25.7
流动比率	2.0	1.7	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.5	1.1	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.7	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	4.8	4.3	4.3	4.3	4.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.63	0.79	0.98	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.74	0.22	1.34	0.84
每股净资产(最新摊薄)	2.67	3.86	4.25	4.84	5.57
估值比率					
P/E	53.1	36.7	29.4	23.7	20.6
P/B	8.7	6.0	5.5	4.8	4.2
EV/EBITDA	32.2	23.8	19.9	15.7	13.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，属于机密材料，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16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