生益科技（600183.SH） 精于业、专于研，覆铜板龙头有望穿越周期

2020 年 09 月 08 日

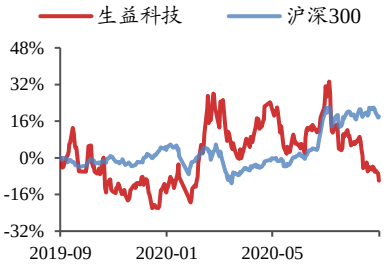
——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

刘翔（分析师） 林承瑜（联系人）
liuxiang2@kysec.cn linchengyu@kysec.cn
证书编号：S0790520070002 证书编号：S0790120080105

日期	2020/9/8
当前股价(元)	23.53
一年最高最低(元)	36.80/19.86
总市值(亿元)	537.54
流通市值(亿元)	537.54
总股本(亿股)	22.85
流通股本(亿股)	22.85
近 3 个月换手率(%)	112.75

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 国内覆铜板龙头，首次覆盖给予“买入”评级

生益科技历时三十余年积淀，升至全球硬质覆铜板基材领域第二，2019 年市占率达到 12%。公司采用无实控人架构，通过充分的人才激励机制绑定核心管理层。公司盈利平稳，2019 年公司的资产负债率仅为 39.8%。 ROE（加权）为 19.7%，ROIC 为 16.4%。自上市以来，公司合计募集资金 34.3 亿元，上市以来分红总金额达到 60.6 亿元，大幅超过上市融资金额，实现股东高分红回报。我们预计公司 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 31.3/25.2/21.9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 精于业：产品结构升级助力公司穿越周期

历史上的生益盈利呈现周期波动，未来通过高速高频覆铜板产品占比提升增强盈利能力。国内中低端 FR-4 覆铜板产品产能过剩，过去公司盈利的波动性取决于自身的覆铜板与粘结片配套率、上游材料涨价、下游需求等三重因素。2018 年后，公司逐步从投资驱动走向研发驱动，研发费用接近友商的 6 倍。在 5G 建设背景下，流量增长推动基站及服务器新标准升级，从而拉动高速覆铜板需求激增，公司已在 M4、高频碳氢覆铜板领域实现良好卡位，研发 S9 系列产品对标业内龙头的领先产品。2020H1 高频高速业务高速增长，占收入比例达到 10%，未来公司持续增加高频高速产品占比，提振盈利能力，有望穿越周期。

● 立于信：优质管理基因孵化产业链，业务协同效应显著

公司持股上游硅微粉材料企业联瑞新材（688300.SH），分拆上市后专注电子材料主业。控股子公司生益电子专注数通领域 PCB 业务，定位国内第一梯队。生益电子在沉淀全球 PCB 龙头厂商美维高端工艺制程的基础上，经过产能和产品结构的调整，经营效益亦有爬升，净利率由 2015 年的 3.1%爬升至 2020H1 的 15.7%。

● 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	1.13
P/E(倍)	56.5	39.0	31.3	25.2	21.9
P/B(倍)	9.2	6.4	5.8	5.1	4.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、专于业：几经行业风雨，奠定国内覆铜板龙头地位 4
1.1、 行业判断前瞻，铸就国内覆铜板龙头 4
1.2、 无实控人架构，员工充分激励、稳定性高 5
1.3、 盈利平稳，上市以来实现股东高分红回报 6
1.3.1 行业跟随者成长为引领者，盈利波动小于同行 6
1.3.2 良好的自由现金流为股东创造回报 7
2、 精于研：产品结构升级助力公司穿越周期 8
2.1、 历史上的生益：国内传统 FR-4 产能结构性过剩，公司盈利呈现周期性 8
2.2、 产品升级之路：从投资驱动到研发驱动，生益演绎成长主旋律 10
2.2.1、 公司在高速覆铜板领域落后于日、台、美资厂商 10
2.2.2、 从投资驱动到研发驱动，公司奋力追赶海外厂商 11
2.2.3、 高层级高速覆铜板领域，公司与同行的竞争差距不断缩小 13
2.3、 催化剂：5G 流量增长倒逼 CCL 产品结构升级，公司加速卡位 14
3、 立于信：优质管理基因孵化产业链，业务协同效应显著 15
3.1、 生益科技孵化上游硅微粉材料企业 15
3.2、 生益科技控股下游生益电子，协同卡位数通类市场 16
4、 盈利预测与投资建议 19
4.1、 关键假设 19
4.2、 盈利预测与估值 19
5、风险提示 20
附：财务预测摘要 21

图表目录

图 1： 公司历史三十余年沉淀，在行业有丰富的行业积淀 4
图 2： 公司前瞻眼光判断行业变化趋势 5
图 3： 生益科技为无实控人架构 5
图 4： 2000-2019 年公司营业收入复合增速 14.6% 7
图 5： 2000 年至今公司归母净利润复合增速达到 10.7% 7
图 6： 2019 年生益科技占全球刚性覆铜板 12% 7
图 7： 生益电子覆铜板业务毛利率波动性小于建滔 7
图 8： 2001-2019 年合计产生自由现金流量达到 11.6 亿元 8
图 9： 2019 年公司 ROE（加权）与 ROIC 攀升 8
图 10： 上市以来募集资金总额为 34.3 亿元 8
图 11： 上市以来分红 60.6 亿元 8
图 12： 覆铜板上游涉及大宗材料，下游需求分散 9
图 13： 2019 年常规 FR-4 覆铜板占整体覆铜板规模 35% 9
图 14： 国内覆铜板结构性过剩 9
图 15： 2004-2019 年生益科技产品均价与毛利率变化 10
图 16： 2004-2019 年生益科技覆铜板与粘结片的产量比例与整体均价 10
图 17： 预计高速覆铜板市场将持续扩容 11
图 18： 日本松下高速 MEGTRON 系列是业内标杆 11

图 19: 2000-2019 年公司资本开支 CAGR=7% 12
图 20: 2012-2019 年公司固定资产占营业收入比例下行 12
图 21: 2012-2019 年公司研发费用率占比提升 13
图 22: 生益科技研发投入大幅超越台系厂商（亿元） 13
图 23: 生益科技加快追赶台资竞争对手并实现弯道超越（示意图） 13
图 24: 2016-2021 年全球流量复合增速达到 25% 14
图 25: 2021 年全球超大数据中心占比将提升至 55% 14
图 26: 生益科技持股联瑞新材 23.3% 15
图 27: 联瑞新材营业收入及同比增速 16
图 28: 联瑞新材归母净利润及同比增速 16
图 29: 生益科技持股生益电子 78.7% 16
图 30: 生益电子主要下游构成 16
图 31: 生益电子营业收入及同比增速 17
图 32: 生益电子归母净利润及同比增速 17

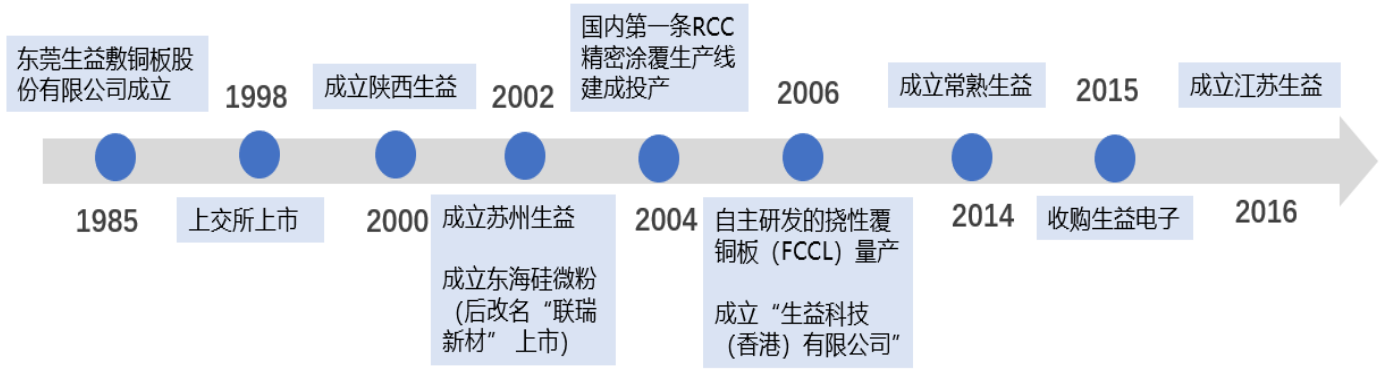
表 1: 2019 年公司人均薪酬处于业内领先地位（单位：万元） 6
表 2: 公司管理层成员伴随公司共同成长二十余年 6
表 3: 高速覆铜板市场被日、台企业占据 11
表 4: 生益科技扩产考虑产能增长与产品结构升级并行 12
表 5: 生益科技加快追赶松下 MEGTRON 系列 14
表 6: Intel X86 升级平台采用更高层级的高速覆铜板材料 15
表 7: 生益电子核心下游客户 17
表 8: 公司技术能力指标业内领先 17
表 9: 生益电子的关键指标能够达到高端客户的要求 18
表 10: 生益电子核心下游客户 18
表 11: 公司分业务营业收入及毛利率 19
表 12: PCB 行业上市公司估值情况：公司 PE 估值低于可比公司平均 20

1、专于业：几经行业风雨，奠定国内覆铜板龙头地位

1.1、 行业判断前瞻，铸就国内覆铜板龙头

历时三十余年积淀，公司升至全球硬质覆铜板基材领域第二。生益科技创始于 1985 年，于 1998 年在上海证券交易所发行上市。公司致力于打造研发、生产、销售、服务一体的全球电子电路基材核心厂商，产能立足广东东莞，子公司布局辐射咸阳、苏州、香港、台湾、常熟、南通和九江等地区，积极配套服务下游 PCB 厂商。公司行业话语权持续提升，凭借其专业能力，参与制定相关的国际标准。

图1：公司历史三十余年沉淀，在行业有丰富的行业积淀



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司集结了一批业内老将，对宏观经济及电子行业发展趋势形成独特的判断。我们搜集整理了公司历年对宏观经济形势、行业变化的归纳与预判，以及采取的相应经营策略。公司在历史上外部环境多变的几次时点，例如 2006 年、2008-2009 年、2013 年、2018 年、2019 年等关键年份做出经营策略的调整，有效保住了市场份额，并完成经营目标：

- 2006 年：行业受到无铅化带来的冲击，公司保住了基本格局，2016Q3 覆铜板出口退税政策调整、人民币汇率跳升，公司紧密跟踪汇率变化、对冲人民币升值影响。
- 2009 年：2009H1 因补库存和用户防提价提前采购，比实际需要大，公司及时调整产能布局；2019H2 旺季转淡，公司及时调整价格，营收额达到历史最高水平。
- 2013 年：国际大宗商品全年大幅波动，冲击各类基础材料商品价格；资金成本上升。公司首度实施全面预算管理，大力压缩费用，严格控制成本，基本达到了预期目标。
- 2018 年：国内外宏观环境复杂多变，中美贸易摩擦、汇率波动、大宗商品价格波动较大，市场需求减弱。公司面临供应偏紧、价格谈判艰难、特殊材料短缺等问题，但是通过灵活营销手段精准调整，实现量价平衡。
- 2019 年：汽车电子和消费电子等传统领域需求疲软，通讯、5G、4G 市场表现较好；公司紧抓材料国产化的趋势大力推动高速高频材料认证和订单落地，实现整体产品结构提升。

图2：公司前瞻眼光判断行业变化趋势

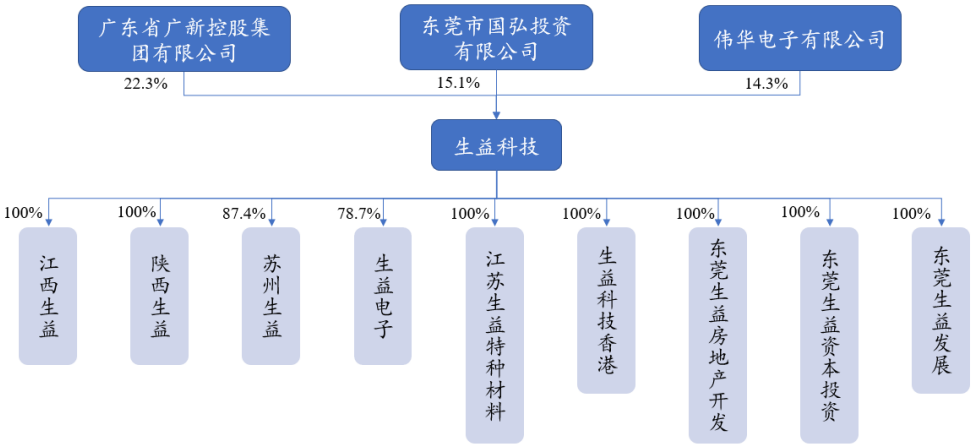


资料来源：公司年报、开源证券研究所

1.2、 无实控人架构，员工充分激励、稳定性高

公司为无实际控制人架构。广东省广新控股集团有限公司与东莞市国弘投资有限公司分别持有公司 22.3%/15.1%的股权，伟华电子有限公司持有 14.3%的股权。

图3：生益科技为无实控人架构



资料来源：公司公告、开源证券研究所

生益通过充分的人才激励机制绑定核心管理层。我们统计了部分覆铜板厂商与下游 PCB 企业，2019 年生益科技人均薪酬水平达到 14.9 万元，位居业内领先水平。其中，管理层合计取得激励 4066.9 万元，其中管理层核心成员董事长、董事会秘书、财务

总监等公司高层薪酬分别位居可比公司排名第二、第一、第一。公司在无实控人架构下，以充分的薪酬激励手段绑定核心管理层成员，为长期经营打下坚实的基础。

表1：2019 年公司人均薪酬处于业内领先地位（单位：万元）

	人均薪酬	管理层	董事长	董事会秘书	财务总监
生益科技	14.9	4,066.9	1,059.0	290.0	400.0
华正新材	14.0	644.9	114.1	28.2	83.1
深南电路	14.9	1,687.3	287.4	194.0	177.9
崇达技术	12.8	1,168.2	153.7	144.0	111.3
景旺电子	10.3	1,462.3	253.0	97.9	123.5
胜宏科技	10.6	511.5	121.3	67.4	63.8
奥士康	10.3	871.7	101.7	144.1	51.4
中京电子	8.8	524.5	99.7	68.6	33.4
鹏鼎控股	9.7	5,044.6	2,661.3	327.3	0.0
东山精密	15.4	1,680.5	181.1	84.2	0.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司核心管理层成员稳定性极高，伴随公司共同发展壮大。董事长、总经理、总工程师、总会计师等管理层核心成员大多自毕业起就职于公司，已在公司效力二十余年，部分成员自毕业以来就职于生益，积累了丰厚的行业经验，而公司的激励机制对其工作成效形成良好回馈，调动工作积极性，员工更有归属感，从而不断推动公司成长为全球领先的覆铜板供应商。

表2：公司管理层成员伴随公司共同成长二十余年

姓名	职务	年龄	学历/职称	工作经历
刘述峰	董事长	65	高级经济师	1990 年至今在公司任职
陈仁喜	董事、总经理	53	本科学历	1989 年毕业至今在公司任职
唐芙云	董事会秘书	43	本科学历	2001 年至今
何自强	总会计师	55	本科学历	大学毕业至今
曾耀德	总工程师	53	本科学历，高级工程师	1990 年至今

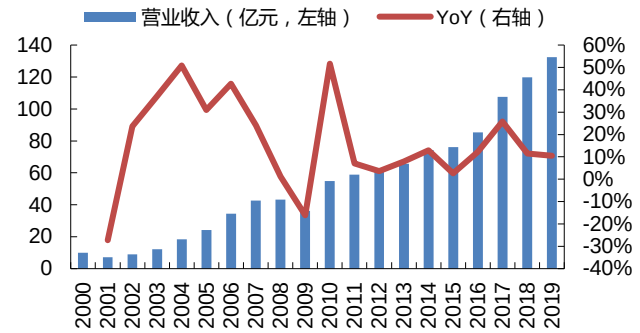
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、 盈利平稳，上市以来实现股东高分红回报

1.3.1 行业跟随者成长为引领者，盈利波动小于同行

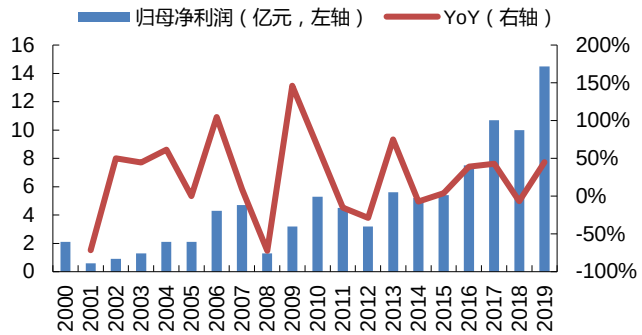
公司从覆铜板行业跟随者成长为行业引领者，刚性覆铜板销售额体量位居全球第二。2000-2019 年生益科技的营业收入由 9.9 亿元扩大至 132.4 亿元，复合增速达到 14.6%；归母净利润由 2.1 亿元增长至 14.5 亿元，复合增速达到 10.7%。覆铜板业务上游涉及铜箔等大宗材料，下游是各类电子细分终端，对宏观经济的敏感性强，历史上净利润在 2001 年、2008 年、2012 年出现三次超过 15%的大幅度同比下滑；2015 年底至 2016 年初，部分电子企业加速出清、竞争格局优化，结合公司自身通过投放高速、高频材料产能实现产品升级，公司抵御外部风险冲击的能力加强，除了 2018 年净利润下滑 6.9%之外，2016、2017、2019 年实现 37.5%/43.6%/44.8%的增长。2020H1，公司营业收入达到 68.8 亿元，同比增长 15.2%，归母净利润实现 8.3 亿元，同比增长 31.3%。

图4：2000-2019 年公司营业收入复合增速 14.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

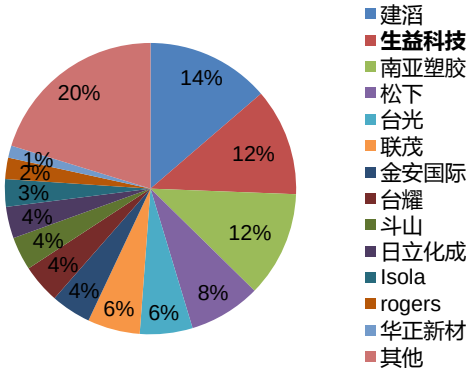
图5：2000 年至今公司归母净利润复合增速达到 10.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

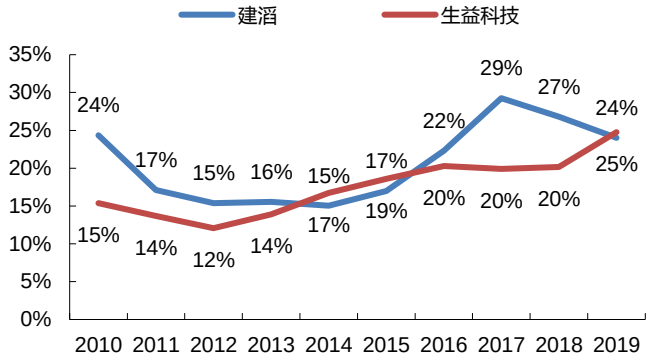
公司客户结构以 PCB 大厂为主，覆铜板业务毛利率波动小于同行。根据 Prismark 统计，2019 年生益科技占全球刚性覆铜板市场份额达到 12%，仅次于建滔积层板。生益科技的主要客户以下游 PCB 大厂为主，在提价周期中，生益科技对核心客户的价格友好，维持良好的供销关系，可将上游原材料涨价传导至下游，但是毛利率波动率明显小于建滔积层板，生益科技的毛利率波动区间控制在 8 pct 内，而建滔的毛利率波动区间在 15 pct 内。

图6：2019 年生益科技占全球刚性覆铜板 12%



数据来源：Prismark、开源证券研究所

图7：生益电子覆铜板业务毛利率波动性小于建滔

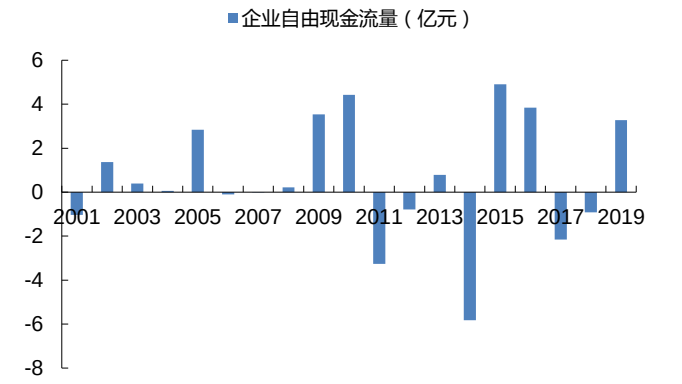


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3.2 良好的自由现金流为股东创造回报

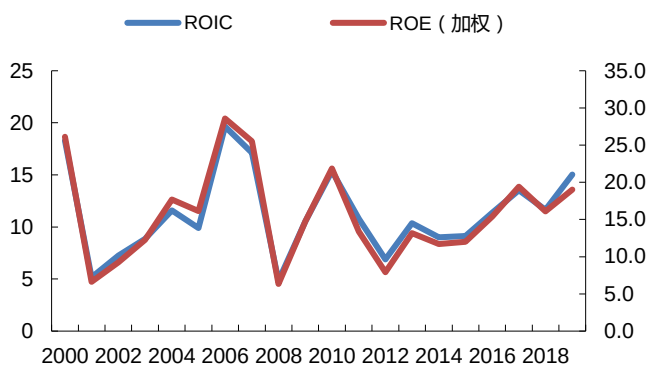
公司权衡投入与产出，创造充足的自由现金流量。2002-2010 年属于平稳盈利期，2011 年后公司进入新一轮扩张期，除了扩建原有的覆铜板产能外，重点投入建设生益电子 PCB 业务，实现产业下游延伸。公司分别于 2011 年、2014 年、2017 年进行大规模扩产，2011 年利用定向募集资金建设松山湖第一工厂第五期、第六期，2014 年重点投入陕西生益扩产项目及生益电子东城工程项目建设，2017 年再度投入生益电子的产能优化建设及第二期扩产工程，2001-2019 年间，公司合计产生自由现金流量达到 11.6 亿元，2019 年公司的资产负债率仅为 39.8%，2019 年公司的 ROE（加权）为 19.7%，ROIC 为 16.4%。

图8：2001-2019 年合计产生自由现金流量达到 11.6 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

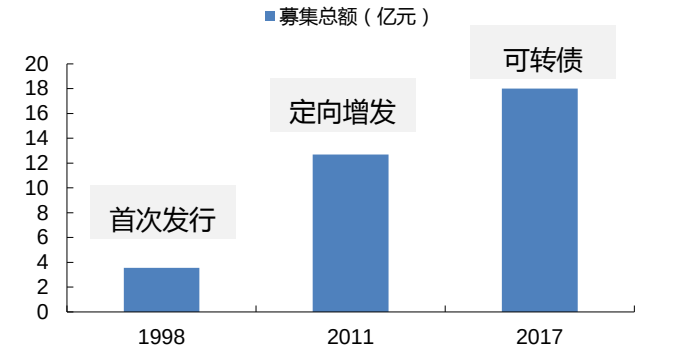
图9：2019 年公司 ROE（加权）与 ROIC 攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

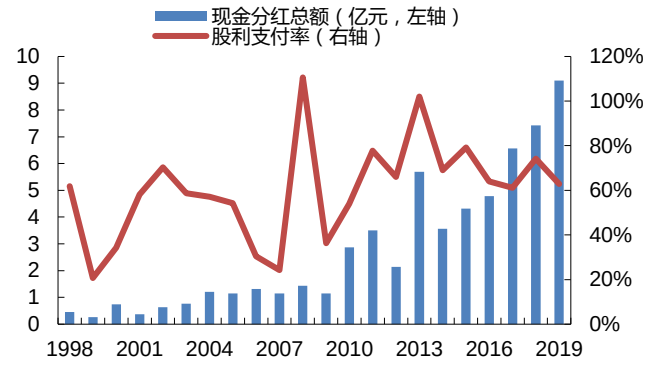
生益科技以其良好的现金流为股东创造回报，上市以来现金分红总额远超募集总额。自 1998 年上市以来，生益科技共进行了三轮融资，合计募集资金 34.3 亿元，上市以来分红总金额达到 60.6 亿元，大幅超过上市融资金额，2019 年公司的股利支付率达到 62.8%。

图10：上市以来募集资金总额为 34.3 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：上市以来分红 60.6 亿元



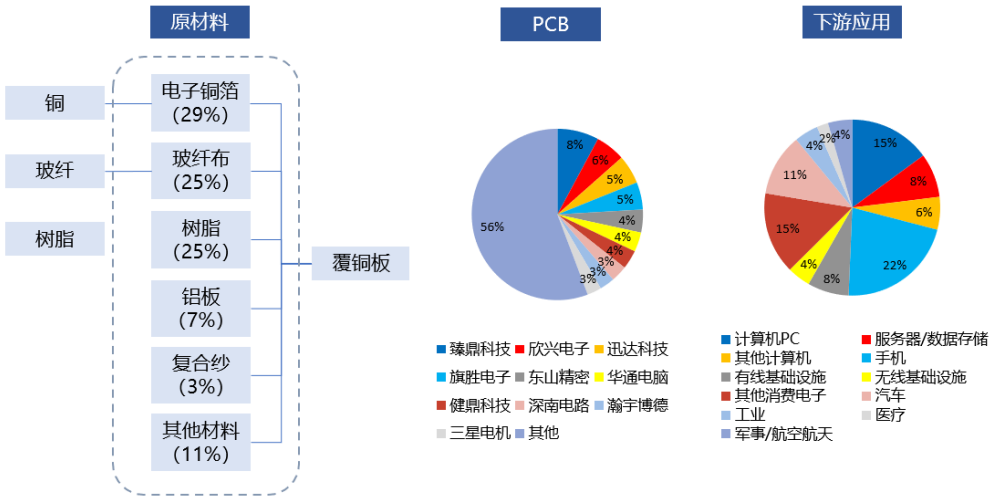
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 精于研：产品结构升级助力公司穿越周期

2.1、 历史上的生益：国内传统 FR-4 产能结构性过剩，公司盈利呈现周期性

覆铜板材料上游涉及大宗商品，下游通过 PCB 产品供应各类电子终端。覆铜板上游原材料涉及铜、树脂、玻璃布等，受到大宗商品价格影响，原材料价格波动对覆铜板行业的生产成本产生扰动，从原材料成本看，电子铜箔、玻纤布、树脂的价格占覆铜板成本比例高达 79%，涉及大宗商品价格；下游通过 PCB 产品供应至计算机、消费电子、汽车、工业类产品等终端产品，需求分散，体现了宏观经济对消费能力的影响以及电子技术的革新周期。覆铜板厂商的市场格局集中度高于 PCB 厂商、有一定的议价能力，可将原材料成本转嫁至下游 PCB 厂商。

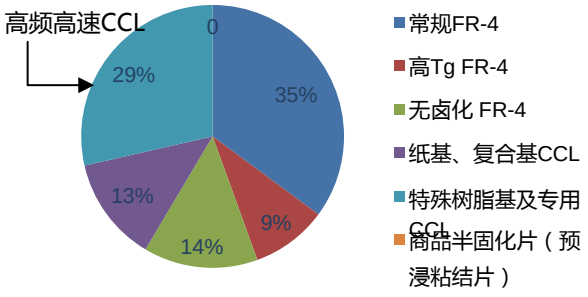
图12：覆铜板上游涉及大宗材料，下游需求分散



资料来源：Prismark、公司公告，开源证券研究所

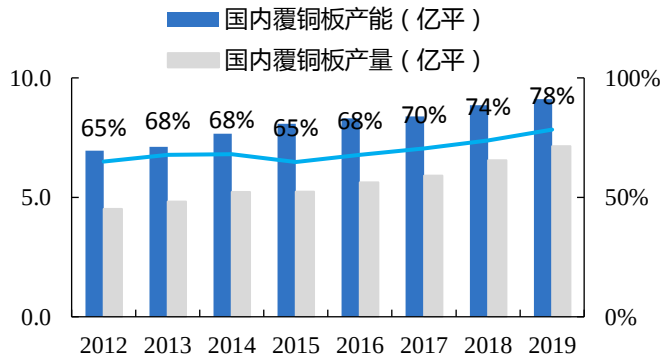
覆铜板细分产品众多，国内厂商中低端覆铜板产品结构性过剩。根据 Prismark 统计，2019 年全球覆铜板市场销售额达到 124 亿美元，其中常规 FR-4（玻纤布基材环氧树脂铜箔基板）覆铜板占比为 35%。国内覆铜板低端产能供过于求，2019 年国内覆铜板总体产能 9.11 亿平米而产量仅为 7.14 亿平米，国内覆铜板的整体产能利用率为 78%，其中偏基础类的产品玻纤布基 FR-4 和 CEM-3 型覆铜板占产能比重达到 62.4%，而实际产量占比为 57.2%，FR-4 产能结构性过剩。

图13：2019 年常规 FR-4 覆铜板占整体覆铜板规模 35%



数据来源：Prismark、开源证券研究所

图14：国内覆铜板结构性过剩



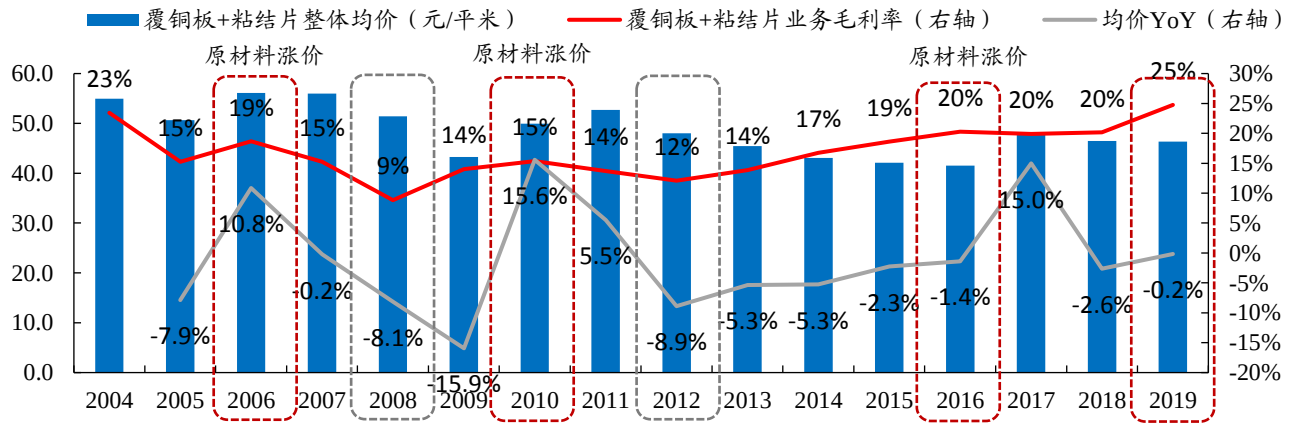
数据来源：CCLA、CPCA、开源证券研究所

FR-4 产能过剩背景下，公司覆铜板产品盈利的波动性取决于自身的覆铜板与粘结片配套率、上游材料涨价、下游需求等三重因素，当下游需求旺盛时，公司有转嫁上游原材料铜箔及玻纤涨价的能力：

1）公司采用覆铜板及粘结片配套的出货方式，可通过提升粘结片的配套比例提高毛利率。2004-2019 年公司覆铜板：粘结片的配套比例为 77%，可将其作为参考值。当粘结片的出货比例明显高于历史平均值时，产品出货均价下移而毛利率提升，典型如 2009 年配套率高达 83%，覆铜板与粘结片的均价下降 16%而毛利率同比提升 5pct；2014 年配套率高达 84%，覆铜板与粘结片的均价下降 5%而毛利率同比提升 3 pct。

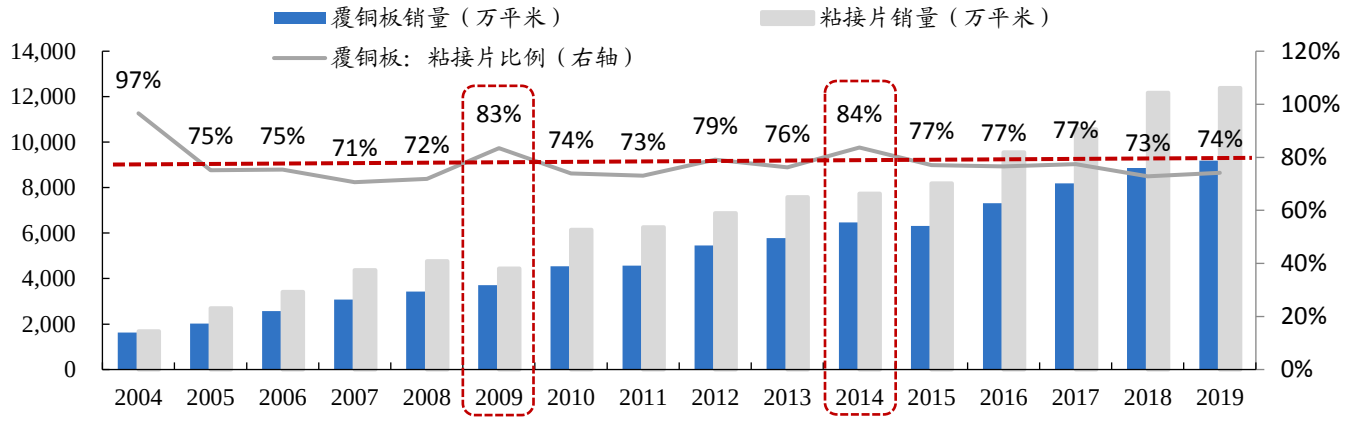
2）在原材料上涨时，公司可有效向下游转移原材料成本，同时改善自身的盈利状况。以 2006 年为例，铜价上涨传导至铜箔价格，公司将原材料铜箔上升的成本转移至下游，实现覆铜板+粘结片整体均价同比上涨 11%，毛利率同比增长 4 pct；2010 年市场需求激增，而 PCB 厂商进入补库存状态进一步放大实际需求，叠加原材料价格上涨，公司采取涨价措施，产品均价同比增长 16%，但因粘结片配套率由 2009 年的 83%下降至 2010 年的 74%，毛利率整体仅提升 1 pct；2016 年上游铜箔厂商扩产转向锂电箔，CCL 与 PCB 行业用的标准铜箔缺口达到 20%以上，2017 年延续 2016 年的趋势，玻纤布结构性短缺，四溴双酚 A 和环氧树脂因环保限产因素导致供应短缺，价格上涨，公司将原材料成本上涨压力转移至下游 PCB 厂，覆铜板与粘结片整体均价同比提升 15.0%，毛利率基本维持平稳 。

图15：2004-2019 年生益科技产品均价与毛利率变化



数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

图16：2004-2019 年生益科技覆铜板与粘结片的产量比例与整体均价



数据来源：公司年报、Wind、开源证券研究所

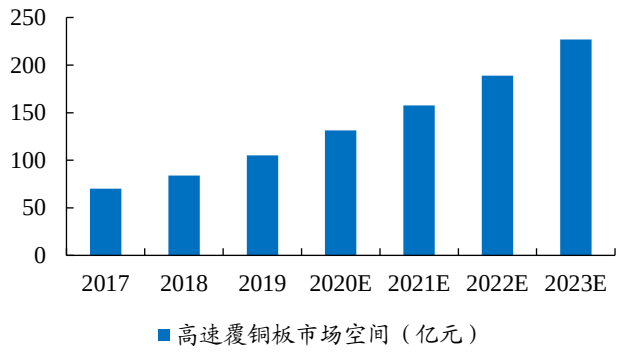
2.2、 产品升级之路：从投资驱动到研发驱动，生益演绎成长主旋律

2.2.1、 公司在高速覆铜板领域落后于日、台、美资厂商

高频高速覆铜板将成为公司产品升级的主流路径，日本松下是高速覆铜板市场的业

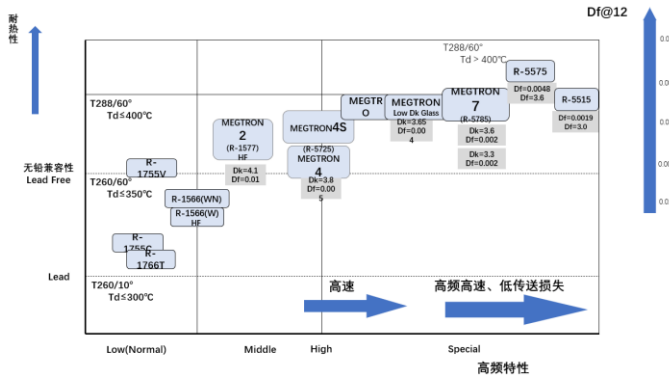
内标杆。高频高速覆铜板占市场比重达到 29%，根据 Prismark 统计，2017 年高速覆铜板市场规模仅为 70 亿元，随着下游 5G 应用建设带来数据流量增长，基站及服务器对高速覆铜板需求进一步攀升，我们预计 2023 年高速覆铜板市场规模有望突破 200 亿元。业内对高速材料有低介电常数与低介质损耗两大参考指标：1）低介电常数（Dk）：信号的传输速率与介电常数的平方根成反比，Dk 越高越容易造成信号传输延迟；2）低介质损耗（Df）：主要影响信号的传输品质，下游应用对传输数据的要求提升，对 Df 指标要求更为苛刻。日本松下在高速覆铜板领域具备明显的优势，其 MEGTRON 系列的参数指标已成为业内标杆。

图17：预计高速覆铜板市场将持续扩容



数据来源：Prismark、开源证券研究所

图18：日本松下高速 MEGTRON 系列是业内标杆



资料来源：《覆铜板资讯》、松下、开源证券研究所

高端覆铜板细分市场话语权掌握在日、台企业手中，生益科技全球市占率不足 5%。日台厂商介电常数与介质损耗指标领先，尤以日本厂商松下为高速产品的主要供应商，其推出的 MEGTRON 系列成为业内标杆产品，其他厂商紧随其后，松下于 2006 年首次推出 MEGTRON6 系列 R-5775/R-5775N 产品，而与之对应的 Isola 产品系列 I-Tera MT 在 2012-2013 年上市，台耀对标牌号 TU883 在 2011-2013 年上市，均落后于松下 5-7 年时间；目前松下推出的高端 MEGRTON7（M7）介质损耗可达到 0.001（10GHz）以下，介电常数低于 3.3（10GHz 以下）。根据 CCLA 统计，松下在全球覆铜板市场市占率达到 25-30%，而第二梯队的台资厂商联茂、台耀及美资厂商 Isola 市占率仅为 5-10%，生益等第三梯队厂商的全球市占率不足 5%，与头部厂商的份额差异主要在于产品配方的开发、下游客户的导入周期。

表3：高速覆铜板市场被日、台企业占据

梯队	厂商	全球市占率
第一梯队	松下	25-30%
第二梯队	联茂、台耀、Isola	5-10%
第三梯队	斗山、建滔、生益、日立化成、南亚塑胶、罗杰斯、台光（EMC）、帕克（Park）	<5%

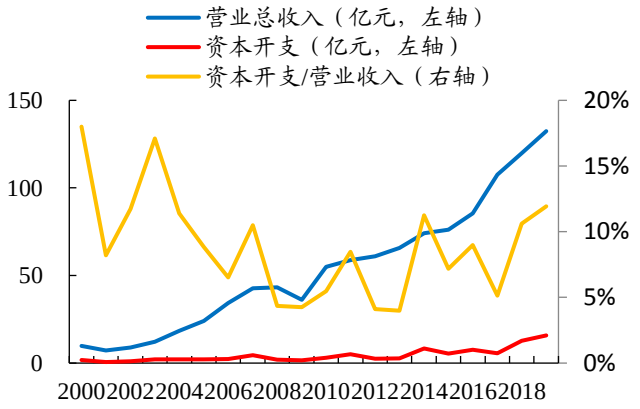
资料来源：《覆铜板资讯》2019 年第 2 期、开源证券研究所

2.2.2、 从投资驱动到研发驱动，公司奋力追赶海外厂商

公司早期的成长动力由投资驱动，后续产品升级成为公司营收成长的重要动能之一。2000-2017 年公司资本开支复合增速仅为 7%，低于公司的营业收入复合增速 15%。2012-2019 年公司固定资产占营业收入的比例整体呈现下降的趋势，固定资产金额由

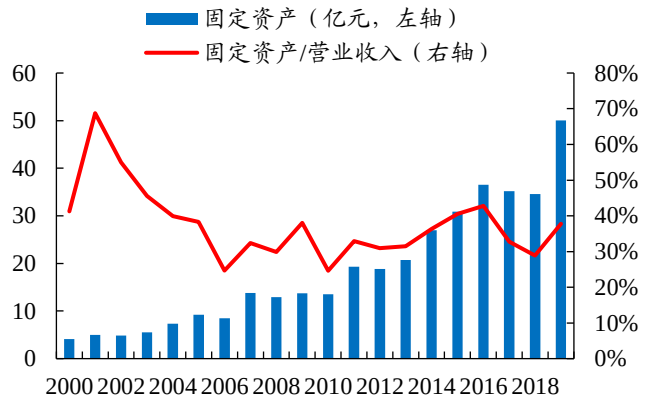
2001 年的 5.0 亿元上升至 2019 年的 50.0 亿元，而固定资产占营业收入的比重由 2001 年的 68.8%下降至 2019 年的 37.8%。

图19：2000-2019 年公司资本开支 CAGR=7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2012-2019 年公司固定资产占营业收入比例下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

2018 年后，公司转向投资+研发双轮驱动，供应量增加与产品结构提升的逻辑正在演绎。产品附加值提升后公司的投入产出值更上一层楼，2018-2019 年公司开始进入新一轮扩产，原有产能包括广东总部，以综合产品线为主，陕西生益以消费类中低端为主，苏州以服务器、笔记本为主，新建产能将匹配研发方向进行调整，江西针对汽车、服务器，卡位 5G 车联网应用，东城新厂区面向高阶 HDI。

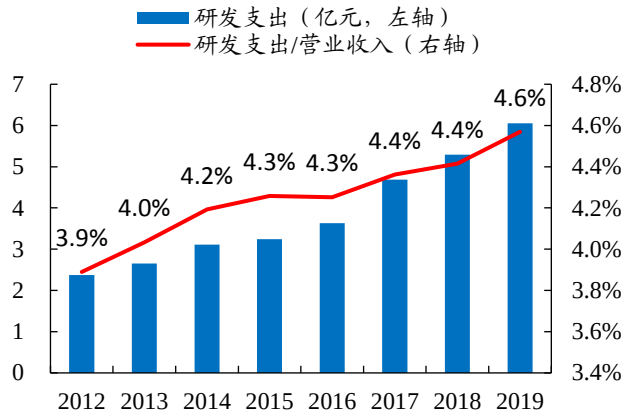
表4：生益科技扩产考虑产能增长与产品结构升级并行

生产基地	产能	扩产规划	应用领域
广东生益（松山湖+万江）	目前刚性产品生产规模年产覆铜板 4500 万平方米、粘结片 7000 万米，软性产品生产规模年产挠性覆铜板 960 万平方米、膜类产品 1260 万平方米	万江老厂逐步关闭；东城新厂区扩产 HDI	综合产品线
苏州生益	目前生产规模年产覆铜箔板 1000 万平方米、粘结片 1700 万米		服务器、笔记本
陕西生益	年产覆铜板 2000 万平方米、粘结片 1200 万米		消费类中低端
江西生益（九江）	设计产能为年产覆铜板 3000 万平方米、粘结片 5600 万米，满产后预计年销售收入 32 亿元人民币	九江厂 2020 年 1 期 1200 万；2 期 1800 万	汽车、服务器
江苏生益特种材料	达产后预计年产高频通信基板 150 万平方米、粘结片 50 万米，年产值约 6.5 亿元人民币		

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

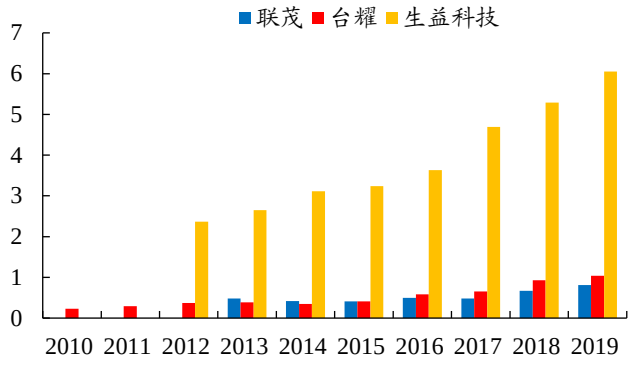
公司不止于扩建产能，研发投入直面与海外厂商的竞争。2012-2019 年公司研发费用率持续攀升，研发支出金额由 2012 年的 2.4 亿元增加至 2019 年的 6.1 亿元，占比由 3.9%上升至 4.6%。横向来看，生益科技的研发支出已经大幅超越台系厂商联茂、台耀，2019 年联茂/台耀研发支出为 0.81/1.04 亿元，公司研发费用接近友商的 6 倍。公司研发投入面向服务器用基材、服务器用高性能无卤材料、面向 5G 移动通信传输网络的高速低损耗 PCB（56Gbps+）关键技术、0.2mm 钻孔/0.4mm 背钻技术的城市路由器电路板。

图21：2012-2019 年公司研发费用率占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：生益科技研发投入大幅超越台系厂商（亿元）

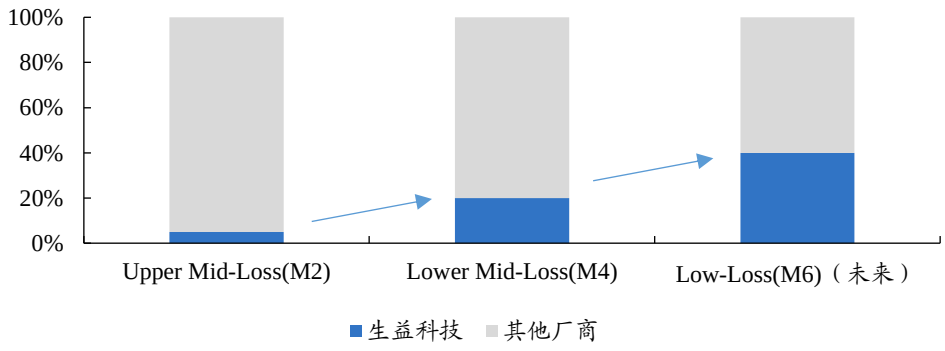


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2.3、 高层级高速覆铜板领域，公司与同行的竞争差距不断缩小

因历史供应商体系的原因，公司高速覆铜板 M2 层级产品的市场份额落后于竞争对手。主流下游客户的产品均采用相关的料号，后进覆铜板厂商需要经过双重认证，包括：1）直接的覆铜板产品认证，2）制成 PCB 后的性能验证。认证过程复杂且时间周期长，导致 PCB 厂商习惯采用传统的覆铜板供应商，后进的覆铜板厂商难以提升原有系列产品的市占率。以 M2 材料为例，由于早年高速类服务器由中国台湾的 ODM 厂商代工，倒逼台资企业 PCB 配套，对应的 PCB 台资厂商采用联茂、台耀的覆铜板，后续内资 PCB 厂商为避免产品质量问题，至今仍沿用台资 M2 高速覆铜板供应商，导致公司在 M2 领域市占率反而低于其在产品要求更高的 M4 市场的占有率。

图23：生益科技加快追赶台资竞争对手并实现弯道超越（示意图）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在 M4 及以上的高端产品线上可与竞争对手相媲美，逐步缩小差距。公司已在 M4-M7 层级上均有对标龙头厂商松下 MEGTRON 系列的产品，对标其他同行技术储备超前。展望未来，一方面，龙头厂商松下因产能有限，自身转向高端市场，退出 M4 以下层级的市场，公司的 S7045/S7040G 系列能够有效弥补市场空缺；另一方面，公司已储备 Synmaic 6N/8GN 等系列产品，产品性能可对标松下 M6/M7 层级产品，在 PCB 产能迁移趋势下将会加快占据细分市场的份额。公司实验室项目加快对标 M8 的 Synamic 9 等系列的推进，有望通过销售的区位优势及价格优势替代竞争对手，实现份额提升。

表5：生益科技加快追赶松下 MEGTRON 系列

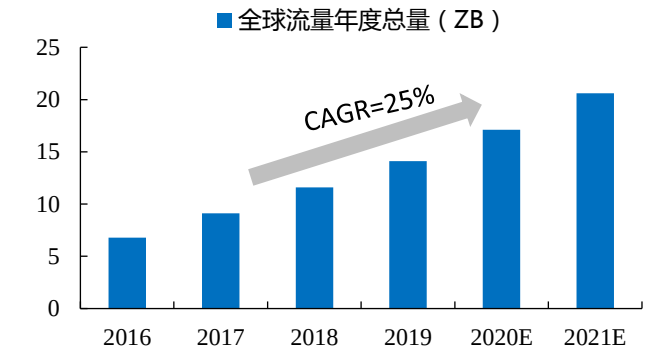
高速基板类型	厂商	产品名称	上市时间	介电常数（Dk）	介质损耗（Df）	备注
中损失	松下	MEGTRON2		4.0	0.013	
Mid Loss	生益科技	S7045G/S7040G		4.30/3.72	0.01/0.0089	
低损失	松下	MEGTRON4	2000 年	3.8	0.0050	无卤化型
Low Loss	生益科技	Synamic 6GX		3.7	0.0050	无卤化型
甚低损失	松下	MEGTRON6	2006 年	3.7	0.0020	改性 PPE，无卤化型
Very Low Loss	生益科技	Synamic 6N		3.35	0.0021	改性 PPE，无卤化型
超低损失	松下	MEGTRON7	2014 年	3.3	0.0010	改性 PPE，Low Dk 玻纤布
Ultra Low Loss	生益科技	Synamic 8GN		3.28	0.0019	

资料来源：松下官网、《覆铜板资讯》、生益科技公司官网、开源证券研究所

2.3、 催化剂：5G 流量增长倒逼 CCL 产品结构升级，公司加速卡位

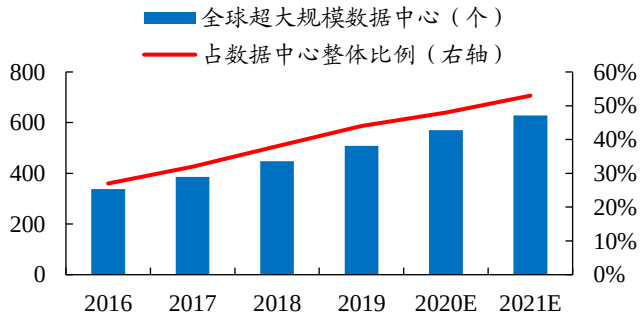
全球数据流量快速增长，5G 网络从基站端到数据中心的建设有望加速。根据思科测算，2016-2021 年间全球流量复合增速达到 25%，由 6.8 ZB 增长至 20.6 ZB，其中超大规模数据中心内的流量将会增长四倍，由 2016 年的 39%提升至 2021 年 55%。5G 网络将承载更多的数据流量，除了无线侧以外，路由器、交换机、IDC 和其他设备的投资亦将相应增加，随着硬件侧的建设完成，5G 催生的云游戏、AR/VR 等应用将引领用户消耗更多的数据流量，对传输速率的要求更上一层台阶。

图24：预计 2016-2021 年全球流量复合增速达到 25%



数据来源：思科、开源证券研究所

图25：预计 2021 年全球超大数据中心占比将提升至 55%



数据来源：思科、开源证券研究所

服务器平台受益于数据中心的增加而升级，倒逼高速覆铜板从低损耗等级提高至超低损耗等级。云存储、开放系统、边缘计算、深度学习、人工智能、无人驾驶等下游推动数据中心的存储能力不断加强，根据第三方咨询机构 IDC 的统计，数据中心存储要求每年上升超过 50%。数据中心建设拉动服务器及交换机的配套需求，英特尔服务器为匹配大流量的数据传输速率，Intel X86 占服务器比例达到 85.2%，由现有的 Purley 平台向 Whitley 平台切换，传输速率从 28 Gbps 翻倍增长至 56 Gbps，总线标准由 PCIe3.0 标准升级至 PCIe 4.0 标准，采用的高速材料层级将提升至 M4 及以上。未来由 Whitley 平台升级至 Eagle 平台，传输速率从 56 Gbps 提高至 112 Gbps，平台接口由 PCIe3.0 标准升级至 PCIe 4.0，对应的覆铜板介质损耗要求从 3.7-3.9 压低

至 3.3-3.6，采用的松下产品牌号由 M4 提高至 M6，每一层级的高速材料单价提升幅度达到百元以上。常规服务器的层数在 8-24 层，推动至高端服务器后，层数将增加至 28-46 层，对应高速覆铜板的需求量上升。此外，数据中心交换机从 100G 向 400G 升级、未来走向 800G，对于覆铜板的需求亦将从 M6（Very Low Loss）、M7（Ultra Low Loss）的需求提升至 M8 以上层级（Extreme Low Loss）。

表6：Intel X86 升级平台采用更高层级的高速覆铜板材料

X86 世代	Grantley 平台	Purley 平台	Whitley 平台	下一代平台 Eagle
传输速率（Gbps）		28	56	112
高速覆铜板类型	Mid-loss	Mid-loss	Low-loss	Ultra-Low Loss
典型 Dk 值	4.1-4.3	4.1-4.3	3.7-3.9	3.3-3.6
典型 Df 值	0.008-0.010	0.008-0.010	0.005-0.008	0.002-0.004
对标松下产品牌号			M4 及以上	M6 及以上
PCIe 标准		Gen 3	Gen 4	Gen 5

数据来源：Prismark、开源证券研究所

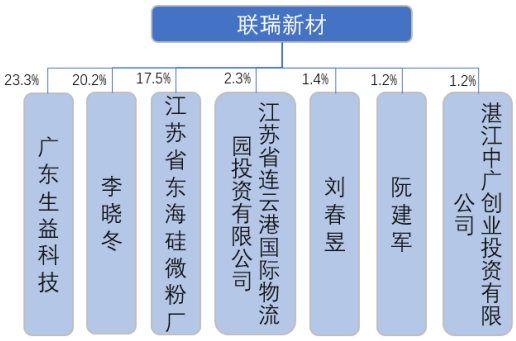
公司加速卡位高速低损耗 PCB 市场，M4 及以上产品占比有望加快提升。一方面公司参与服务器用高性能无路材料的研发，开发具有较低的介电常数和介电损耗正切值、高的耐湿热性能、高玻璃化转变温度、高韧性的高频树脂组合物，满足服务器等高频高速及高密度互连的印制线路板的要求，开发新品匹配下一代 X86 服务器 Eagle 平台的设计；另一方面，日系厂商基于自身业务拓展的规划，逐步放弃 M4 及以下层级的市场，专注 M7 及以上的新品开发，为公司提供了份额扩张的契机。目前，公司的 M4 及以上层级产品营收占比不到 10%，高层级产品有望加速提振公司的盈利能力。

3、 立于信：优质管理基因孵化产业链，业务协同效应显著

3.1、 生益科技孵化上游硅微粉材料企业

公司优质管理基因孵化产业链，持股上游硅微粉材料企业联瑞新材（688300.SH）、下游扶持专注 PCB 业务的子公司生益电子。联瑞新材是生益科技的联营公司，前身是东海硅微粉有限公司，上市前生益科技的持股比例达到 31.0%，2020H1 生益科技持股联瑞新材比例为 23.3%。

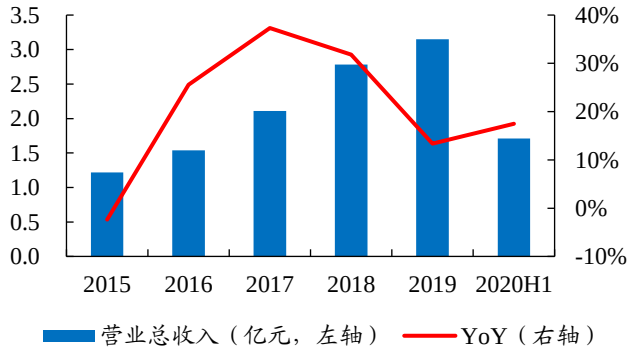
图26：生益科技持股联瑞新材 23.3%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

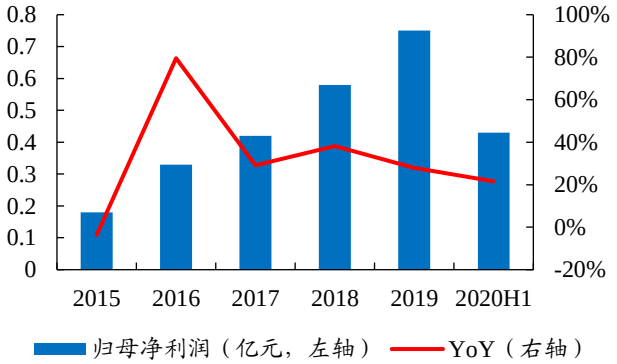
联瑞新材主要从事硅微粉研发、制造、销售，产品包括结晶硅微粉、熔融硅微粉、角形氧化铝粉、硅灰石粉等，公司产品是生益科技覆铜板产品的上游原材料之一。由于联瑞新材的业务逐渐扩大，在未来材料应用领域将会实现高渗透，基于公司作为电子材料平台的成长性考量，联瑞新材于 2019 年 11 月于科创板分拆上市。2020H1，联瑞新材的营业收入达到 1.7 亿元，同比增速达到 17.5%，归母净利润达 0.43 亿元，同比增速实现 21.5%。

图27：联瑞新材营业收入及同比增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：联瑞新材归母净利润及同比增速

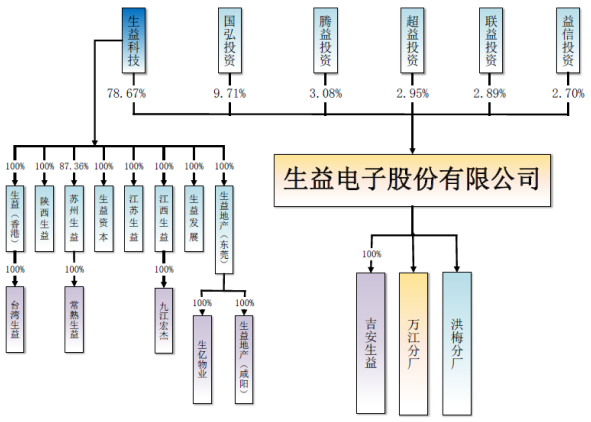


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 生益科技控股下游生益电子，协同卡位数通类市场

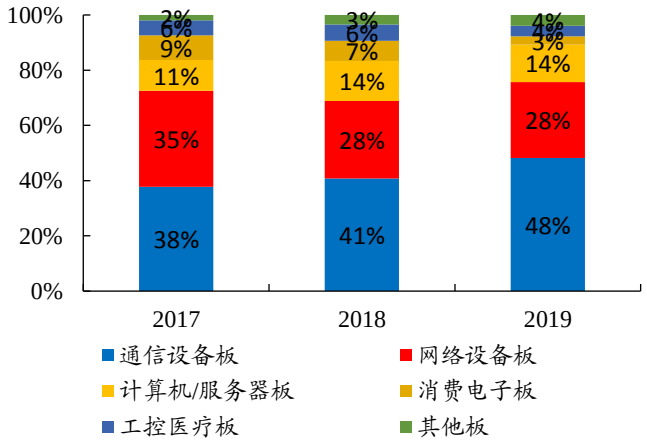
生益科技控股下游 PCB 企业生益电子，生益电子有望于科创板分拆上市。生益科技是生益电子的第一大股东，持股比例达到 78.7%。2019 年生益电子下游应用以数通类产品为主，其中用于无线基站的通信设备占收入比达到 48%，应用于骨干网传输、路由器、高端交换机、以太交换机和接入网等网络产品的网络设备板类收入占比达到 28%，服务器设备板营业收入占比达到 14%。数通类产品体现公司出色的工艺能力，通常采用高速材料，并需要满足产品对密度、尺寸精度、对准度等多方面的要求。

图29：生益科技持股生益电子 78.7%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图30：生益电子主要下游构成



数据来源：公司公告、开源证券研究所

生益电子的主要客户涵盖华为、中兴通讯、三星电子、IBM、浪潮信息、烽火通信、

诺基亚等。生益电子在 2013 年 6 月前，与 TTM 旗下的上海美维、东莞美维、广州美维隶属于同一控股股东香港伟华，TTM 是全球前五大、北美第一大 PCB 厂商，在技术领域积淀丰厚，生益电子汲取了先进的工艺制程生产经验。此外，公司充分应用高频材料的技术优势，掌握高频混压技术、管控图形精度，生产多款 77GHz 毫米波雷达板，卡位 5G 车联网应用。

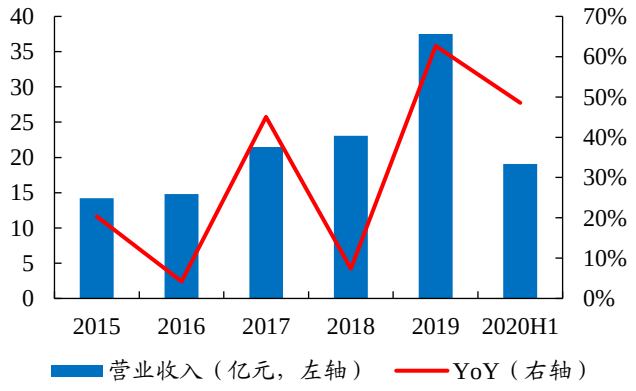
表7：生益电子核心下游客户

下游应用	主要客户
通信领域	华为技术、中兴通讯、三星电子、诺基亚、海思半导体、烽火通信
消费电子领域	OPPO、vivo、华为技术
计算机/服务器领域	浪潮、华为技术、IBM、新华三

资料来源：生益电子招股说明书、开源证券研究所

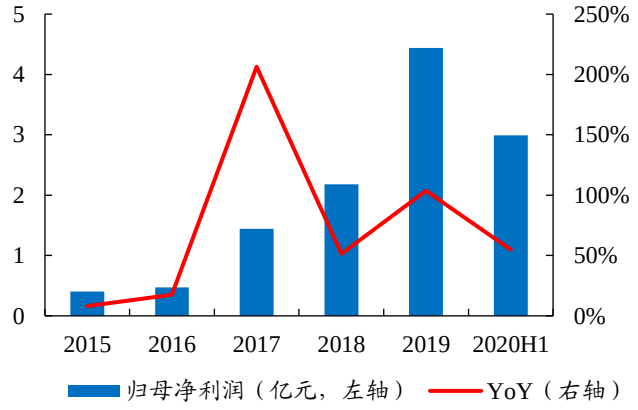
5G 从无线基站侧到传输侧及服务器等领域的应用，与生益电子业务形成良好共振。2013 年后，生益电子由生益科技控股，生益科技给予生益电子资金、生产等支持，经过产能和产品结构的调整，经营效益亦有爬升，净利率由 2015 年的 3.1%爬升至 2020H1 的 15.7%。2019 年生益电子作为基站 PCB 第一梯队供应厂商，享受基站建设的红利，营业收入与净利润迈入高速成长区间。2019 年生益电子营业收入 37.5 亿元，同比增长 62.7%，归母净利润 4.4 亿元，同比增长 103.7%，2020H1 生益电子营业收入 19.1 亿元，同比增长 48.6%，归母净利润 3.0 亿元，同比增长 54.9%。

图31：生益电子营业收入及同比增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：生益电子归母净利润及同比增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

生益电子学习海外龙头厂商生产经验。生益电子在 2013 年 6 月前，与 TTM 旗下的上海美维、东莞美维、广州美维隶属于同一控股股东香港伟华，而 TTM 是全球前五大、北美第一大 PCB 厂商，在技术领域积淀丰厚，生益电子汲取了先进的研发经验，单板最高层数可达到 38 层、背板层数可达到 56 层，处于业内领先水平。此外，公司充分应用高频材料的技术优势，掌握高频混压技术、管控图形精度，生产多款 77GHz 毫米波雷达板，卡位 5G 车联网应用。

表8：公司技术能力指标业内领先

重要能力指标	单板	背板	HDI	软硬结合
层数	2-38	2-56	4-28	4-16
PCB 板厚(mm)	0.4-5.0	1.0-10	0.4-4.0	0.4-2.5
最小介质厚度(mm)	0.05	0.075	0.05	0.05

最大成品尺寸(mm×mm)	600×1100	600×1200	610×475	580×420mm
内层基铜厚度(OZ)	T-6	H-6	H-4	H-1
孔壁铜厚(μm)	20-70	20/18，25/20	20/18，25/20	20/25
外层完成铜厚(OZ)	1-5	1-5	1-2	1-2
板材供应商	Rogers，Panasonic，Nelco，TUC，Isola，ITEQ，生益科技，南亚，Taconic、EMC、斗山、华正新材、富士德等等			杜邦，松下，生益科技，新高，台虹，斗山、新杨等等
板材性能类别	无铅（中、高 tg），无卤，高频（碳氢、PTFE 等等），高速（mid-loss、low loss、very low loss 等等），PI，埋容，埋阻等			
内层最小线宽/间距(mm)	0.064/0.075	0.075/0.089	0.064/0.075	0.064/0.075
外层最小线宽/间距(mm)	0.075/0.075	0.1/0.12	0.064/0.075	0.075/0.075
机械钻咀直径(mm)	≥0.15	≥0.25	≥0.15	≥0.15
激光孔径(mm)	≥0.075	/	≥0.075	≥0.075
PTH 孔纵横比(最大)	20:01	20:01	15:01	15:01
表面处理方式	无铅喷锡，化学镍金，化学锡，OSP，化学银，金手指，选择性 OSP，化学镍钯金等			
结构	通孔，3+N+3	/	5+N+5	普通对称结构（含飞尾），对称结构 HDI，Air-gap 结构，不对称结构，不对称结构 HDI

资料来源：公司官网、开源证券研究所

表9：生益电子的关键指标能够达到高端客户的要求

	技术指标	高端客户要求	生益电子技术能力
1	压接孔孔位精度	±3.0mil	±3.0mil
2	图形位置精度（图形到 Mark 公差）（外形尺寸>500mm)	±5.0mil	±5.0mil
3	整体层偏（拼版尺寸≤36inch，≤32 层）	≤6.0mil	≤5.0mil
	相邻层偏（不同芯板）	≤5.0mil	≤4.5mil
4	内层差分阻抗精度（HOZ、1OZ 铜厚）	±8%	±8%
5	背钻 stub 能力（背钻深度≤100mil）	2-12mil	2-10mil
6	插损劣化（db/inch@12.9GHz）	±0.05	±0.05

资料来源：公司官网、开源证券研究所

生益电子切入细分领域核心客户，受益于核心客户的订单起量。在通信领域，生益电子的主要客户涵盖华为、中兴通讯、三星电子、IBM、浪潮信息、烽火通信、诺基亚等。

表10：生益电子核心下游客户

下游应用	主要客户
通信领域	华为技术、中兴通讯、三星电子、诺基亚、海思半导体、烽火通信
消费电子领域	OPPO、vivo、华为技术
计算机/服务器领域	浪潮、华为技术、IBM、新华三

资料来源：生益电子招股说明书、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 关键假设

公司以覆铜板业务、印刷电路板（PCB）业务为主，主要由陕西华电科技、苏州生益、常熟生益、江苏生益特种材料、广东生益、江西生益等几大厂区构成，未来覆铜板业务主要的扩产看点在于江西生益，而广东生益部分老厂产能亦有退出。公司的覆铜板业务涵盖几大产品，普通 FR-4、高速高频覆铜板（包括 M2\M4\M6 高速覆铜板，PTFE 或碳氢高频覆铜板）。核心假设如下：

1）假设 2020-2022 年覆铜板产能分别为 10790/11890/12790 万平米，配套半固化片产能为 15710/17950/17950 万平米，印刷电路板产能为 125/213/274 万平米；

2）假设 2020-2022 年覆铜板产能利用率分别为 95%/96%/96% ，印刷电路板产能利用率为 100%/100%/100%；

3）假设 2020-2022 年覆铜板业务均价分别为 100/100/101 元，毛利率分别为 26%/27%/26%，其中 2021 年考虑下游需求景气回暖，上游铜箔、玻纤材料价格小幅上涨导致 FR-4 产品毛利率回升；PCB 业务均价分别为 4288/4074/3870 元。

表11：公司分业务营业收入及毛利率

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	**13,044**	**15,977**	**19,592**	**22,867**
覆铜板	10,002	10,401	10,666	11,969
普通 FR-4:	9,318	9,271	9,176	9,876
高速高频:	684	1,130	1,489	2,093
毛利率	**25%**	**26%**	**26%**	**25%**
印刷电路板	3,042	5,358	8,688	10,635
YoY	49%	76%	62%	22%
毛利率	**26%**	**29%**	**29%**	**29%**
其他	197	217	239	262
YoY	11%	10%	10%	10%
毛利率	**87%**	**94%**	**94%**	**93%**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、 盈利预测与估值

公司是国内覆铜板龙头企业，覆铜板是现金牛型业务。国内普通 FR-4 覆铜板国内产能供给过剩，覆铜板产品盈利波动受到上游铜箔、玻纤、树脂等原材料价格影响，若下游消费电子、汽车、数通产品整体景气，则厂商有向下游转嫁的能力，且自身毛利率能够得到提振。在高端产品线如高速、高频覆铜板方面，生益科技是内资厂商首屈一指的供应商，加快研发步伐，在下游数通类产品快速起量时，实现国产化替代，从而改善自身的产品结构，有望平滑 FR-4 的产品周期。我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 18.1/22.4/25.7 亿元，同比增速为 24.7%/23.9%/15.0%，对应 EPS 为 0.79/0.98/1.13 元，当前股价对应 PE 为 31.3/25.2/21.9 倍。选取 5G PCB 和覆铜板产业链相关公司深南电路（002916.SZ）、沪电股份（002463.SZ）、华正新材

（603186.SH）作为可比公司，公司估值低于 A 股可比公司 2020-2022 年平均 PE 34.4/25.7/20.0 倍。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：PCB 行业上市公司估值情况：公司 PE 估值低于可比公司平均

证券代码	证券简称	收盘价(元）	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002916.SZ	深南电路	138.10	76.8%	38.1%	30.0%	24.3%	39.1	39.7	30.5	24.6
002463.SZ	沪电股份	20.95	111.4%	25.4%	26.5%	21.4%	31.8	23.9	18.9	15.6
603186.SH	华正新材	43.15	40.4%	51.8%	42.3%	41.1%	48.3	39.5	27.8	19.7
	A 股平均		76.2%	38.4%	32.9%	28.9%	39.7	34.4	25.7	20.0
600183.SH	生益科技	24.73	44.8%	24.7%	23.9%	15.0%	39.0	31.3	25.2	21.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/09/04，除生益科技外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

1）下游基站建设节奏放缓；

2）IDC 建设速度不及预期，服务器对高速覆铜板的需求减少，导致高速覆铜板出货量不达预期，对公司整体均价和毛利率提升不及预期；

3）下游需求疲软，导致公司原材料铜箔、玻纤涨价无法向下游传导，公司毛利率下降；

4）公司新品研发进度不及预期，原有产品竞争加剧。

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	11675	13484	15453
短期借款	824	1519	8007	8725	10528
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	12550	14339	16216
少数股东权益	439	520	607	734	894
股本	2117	2276	2285	2285	2285
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	9738	11103	12773
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	-1447	-1248	-1404
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	8	0	0
资本公积增加	-632	1859	0	0	0
其他筹资现金流	-528	-1571	-1407	-1228	-1313
现金净增加额	-1104	-50	-1958	547	-657

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	2200	2742	3161
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	2739	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	1.13

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	12.7	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	33.4	24.7	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	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.74	0.22	1.35	0.84
每股净资产(最新摊薄)	2.67	3.87	4.26	4.86	5.59
估值比率					
P/E	56.5	39.0	31.3	25.2	21.9
P/B	9.2	6.4	5.8	5.1	4.4
EV/EBITDA	34.1	25.3	21.1	16.6	14.6

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