2020 年 08 月 10 日

公司研究●证券研究报告

生益科技（600183.SH）

公司快报

H1 稳健成长毛利率提升，结构升级推动全年业绩继续向上

投资要点

- **事件：**公司发布 20 年半年报，20H1 公司实现营业总收入 67.8 亿元，同比增长 15.12%，归母净利润 8.25 亿元，同比增长 31.3%，扣非后归母净利润 8.24 亿元、同比增长 39.3%。其中 20Q2 营业总收入 38.1 亿元，同比增长 17.6%、环比增长 24%，扣非归母净利润 4.81 亿元，同比增长 30.8%。业绩符合预期。

- **各类产品产销同比增加，产品结构改善推动毛利率提升。**公司 20H1 年生产各类覆铜板 4817.9 万平方米，同比增长 10.42%；生产半固化片 6257 万米，同比增长 7.9%。销售各类覆铜板 4404.9 万平方米，同比增长 1.55%；销售半固化片 6126 万米，同比增长 5.16%；生产 PCB 41.09 万平方米，同比增长 15.28%；销售 PCB 39.23 万平方米，同比增长 16.2%。公司覆铜板和粘结片业务营收 49.13 亿元，同比增长 5.89%，毛利率 27.29%，同比提升 4.3pct.，PCB 业务营收 18.7 亿元，同比增长 49.25%，毛利率 29.09%，同比下降 3.64 pct。受益于高频高速产品占比提升，公司产品结构改善，20H1 年整体毛利率 27.78%，同比大幅提升 2.74pct。

- **覆铜板产销向好，高频高速加大推广认证。**生产方面，公司今年新增的产能主要是江西生益第一期，已在春节后试生产，承接一部分高速覆铜板的生产。需求方面，公司抓住“新基建”所拉动的 5G 通讯、基站、数据中心以及医疗等领域的订单机会，加大力度推进高频高速产品的推广和认证，高频高速国产替代有望持续进行。价格方面，上游材料 Q2 有所涨价，公司具备下游提价能力。

- **PCB 业务发展良好，剥离至科创板上市正常推进。**受益通信及服务器需求的旺盛，PCB 业务 20H1 营收增速 49.25%，同比大幅提升。产能方面，吉安一期产能 70 万平米/年有望在下半年释放。公司拟剥离生益电子至科创板发行，上交所已于 5 月 28 日出具《关于受理生益电子股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请的通知》，生益电子进入上市审核阶段。生益电子拆分上市有利于母公司和生益电子专注主业，PCB 业务潜能将进一步释放。

- 投资建议：考虑到公司高频高速产品推广和认证的进展，带动公司产品结构升级，我们上调公司 2020-2022 年 EPS 分别至 0.88、1.05、1.29 元， 对应 PE 分别为 33.8/28.3/23.1，维持公司买入-B 评级。

- **风险提示：**常规 CCL 大幅降价，高频高速 CCL 国产替代不及预期、5G 建设不及预期、服务器需求不及预期、新产能爬坡不及预期

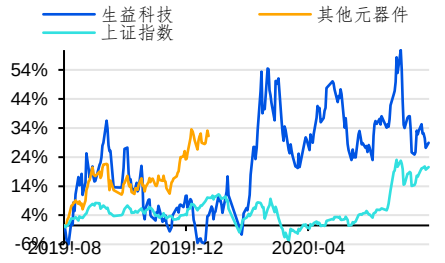
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-08-10)	27.90 元

交易数据

总市值（百万元）	63,737.78
流通市值（百万元）	63,737.78
总股本（百万股）	2,284.51
流通股本（百万股）	2,284.51
12 个月价格区间	19.51/36.80 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.64	-29.19	19.49
绝对收益	-15.71	-12.48	41.28

分析师 蔡景彦
SAC 执业证书编号：S0910516110001
caijingyan@huajinsc.cn
021-20377068

分析师 曾捷
SAC 执业证书编号：S0910518110001
zengjie@huajinsc.cn

相关报告

生益科技：结构改善盈利能力提升，5G 需求+新产能释放带动成长 2020-03-26

生益科技：盈利能力持续提升，CCL+PCB 双翼驱动成长 2019-10-30

生益科技：高频高速 CCL 加速增长，5G 驱动+国产替代空间广阔 2019-08-13

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,981	13,241	15,708	18,418	21,893
YoY(%)	11.4	10.5	18.6	17.3	18.9
净利润(百万元)	1,000	1,449	2,014	2,401	2,939
YoY(%)	-6.9	44.8	39.0	19.2	22.4
毛利率(%)	22.2	26.6	29.2	29.9	30.0
EPS(摊薄/元)	0.44	0.63	0.88	1.05	1.29
ROE(%)	15.6	16.7	20.4	20.9	21.6
P/E(倍)	63.7	44.0	31.6	26.5	21.7
P/B(倍)	10.4	7.2	6.4	5.6	4.7
净利率(%)	8.4	10.9	12.8	13.0	13.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7652	8712	14877	16267	20221
现金	1125	1062	5498	6292	7274
应收票据及应收账款	4576	4602	6719	6297	9326
预付账款	4	11	5	15	9
存货	1748	2100	2090	2896	2946
其他流动资产	198	936	565	767	666
非流动资产	5234	6823	7408	7879	8463
长期投资	275	383	479	591	694
固定资产	3456	5003	6243	6635	7034
无形资产	373	380	392	401	416
其他非流动资产	1130	1057	293	252	319
资产总计	12886	15535	22285	24145	28684
流动负债	3778	5257	10773	11007	13340
短期借款	824	1519	7759	6543	9210
应付票据及应付账款	1895	2662	2242	3627	3229
其他流动负债	1058	1075	772	838	901
非流动负债	**2267**	**925**	**902**	**803**	**738**
长期借款	2048	732	696	604	536
其他非流动负债	219	192	206	199	202
负债合计	6044	6181	11675	11810	14079
少数股东权益	439	520	664	845	1062
股本	2117	2276	2285	2285	2285
资本公积	647	2505	2505	2505	2505
留存收益	3337	4042	4723	5610	6650
归属母公司股东权益	6403	8834	9946	11490	13544
负债和股东权益	12886	15535	22285	24145	28684

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1337	1692	648	4278	786
净利润	1065	1563	2159	2582	3156
折旧摊销	366	409	473	578	657
财务费用	185	142	248	326	350
投资损失	-24	-25	-23	-24	-24
营运资金变动	-226	-449	-2226	841	-3342
其他经营现金流	-28	52	17	-25	-10
投资活动现金流	-1198	-1566	-1021	-1015	-1199
筹资活动现金流	-1250	-173	-1778	-1079	-1359
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.63	0.88	1.05	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.74	0.28	1.87	0.34
每股净资产(最新摊薄)	2.67	3.87	4.35	5.03	5.93

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11981	13241	15708	18418	21893
营业成本	9324	9713	11125	12910	15317
营业税金及附加	80	76	98	110	134
营业费用	244	288	330	394	464
管理费用	484	644	699	858	997
研发费用	529	605	784	903	1083
财务费用	185	142	248	326	350
资产减值损失	26	-37	10	0	-15
公允价值变动收益	-25	31	17	8	19
投资净收益	24	25	23	24	24
营业利润	1229	1805	2494	2984	3644
营业外收入	6	6	0	0	0
营业外支出	12	6	9	8	8
利润总额	1223	1805	2485	2977	3636
所得税	158	242	327	395	480
税后利润	1065	1563	2159	2582	3156
少数股东损益	64	115	145	181	216
归属母公司净利润	1000	1449	2014	2401	2939
EBITDA	1740	2323	3164	3832	4585

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	11.4	10.5	18.6	17.3	18.9
营业利润(%)	-5.9	46.9	38.2	19.6	22.1
归属于母公司净利润(%)	-6.9	44.8	39.0	19.2	22.4
获利能力					
毛利率(%)	22.2	26.6	29.2	29.9	30.0
净利率(%)	8.4	10.9	12.8	13.0	13.4
ROE(%)	15.6	16.7	20.4	20.9	21.6
ROIC(%)	11.9	14.2	12.5	14.9	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	46.9	39.8	52.4	48.9	49.1
流动比率	2.0	1.7	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.5	1.1	1.1	1.2	1.3
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	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	4.8	4.3	4.5	4.4	4.5
估值比率					
P/E	63.7	44.0	31.6	26.5	21.7
P/B	10.4	7.2	6.4	5.6	4.7
EV/EBITDA	38.3	28.4	21.4	17.1	14.7

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦、曾捷声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示:

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn