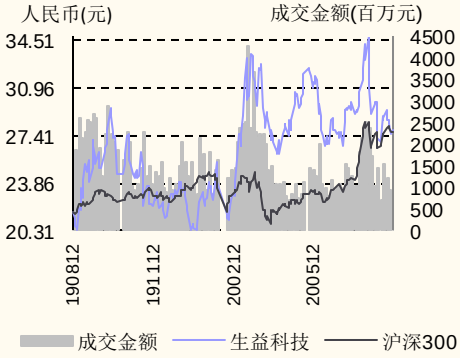
生益科技 (600183.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：27.90 元
目标价格（人民币）：36.20 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	22.85
已上市流通 A 股(亿股)	22.85
总市值(亿元)	637.38
年内股价最高最低(元)	34.82/27.00
沪深 300 指数	4725
上证指数	3379



相关报告

1.《Q1 扣非归母+53%，毛利率达上市以来最高水平-生益科技 20...》，2020.4.28

2.《全年增收增利,新产能蓄势待发-生益科技 2019 年年报点评》，2020.3.25

3.《业绩符合预期，强需求与扩产效应将共振-生益科技 2019 年年报...》，2020.2.21

4.《盈利能力持续改善，静待需求和产能释放-生益科技三季报点评》，2019.10.30

5.《天时地利人和，覆铜板龙头扬帆再启航-《2019-10-15 公...》，2019.10.15

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 联系人
dengxiaolu@gjzq.com.cn

刘妍雪 联系人
liuyanxue@gjzq.com.cn

毛利率继续高企，高端渗透逻辑持续带动成长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,981	13,241	15,553	19,369	23,243
营业收入增长率	11.44%	10.52%	17.46%	24.54%	20.00%
归母净利润(百万元)	1,000	1,449	1,875	2,330	2,850
归母净利润增长率	-6.90%	44.81%	29.45%	24.24%	22.31%
摊薄每股收益(元)	0.472	0.636	0.821	1.020	1.247
每股经营性现金流净额	0.63	0.74	0.88	1.16	1.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.63%	16.40%	18.60%	19.70%	21.05%
P/E	21.29	32.87	33.98	27.35	22.37
P/B	3.33	5.39	6.32	5.39	4.71

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20H1 营收 68.8 亿元(YoY+15%)，归母净利 8.3 亿元(YoY+31%)，扣非后 8.2 亿元(YoY+39%)；20Q2 营收 38.1 亿元(YoY+18%，QoQ+24%)，归母净利 4.9 亿元(YoY+28%，QoQ +44%)，扣非后 4.8 亿元(YoY+31%，QoQ+41%)。20H1 毛利率和净利率分别达到 28.7%(YoY+2.8pct)和 13.1%(YoY+1.8pct)；20Q2 毛利率和净利率分别达到 28.7%(YoY+1.5pct，QoQ-0.1pct)和 14.1%(YoY+1.4pct，QoQ+2.1pct)。

经营分析

- **20Q2 毛利率或达到 30%，盈利能力提升明显。**公司在报告期间适用新收入准则，原计入销售费用的运输费转计入营业成本，按 19H1 销售费用率 2.15%、20H1 填列的销售费用 8889 万元，我们估算出 20H1 由销售费用转入营业成本的金额为 5901 万元，将这部分加回至 20H1 毛利，则可估算公司 20H1 可比实际毛利率达到 29.5%（同比+3.6pct），20Q2 可比实际毛利率达到 30.2%（同比+3.1pct，环比+1.5pct），公司整体盈利水平提升明显。
- **高端渗透+材料管控提升，高利润率有望持续。**公司毛利率提升主要来自 CCL 业务，原因在于公司高端 CCL 出货占比较大幅度提升（高频高速覆铜板出货占比提升）、受疫情影响原材料价格大幅下跌（Q1 大幅下跌，Q2 大宗原料价格虽逐渐恢复但季度平均仍处低位，并且加工费一般在季度初已谈好）和公司成本管控能力提升所致，虽然原材料价格正在逐渐修复，但鉴于 5G 拉货、新一代服务器即将出台、汽车和消费需求正在逐渐修复，并且公司江西新厂产能逐渐开出（江西厂定位高速产品），我们判断公司高端产品出货占比将持续提升，再加上公司强大的管控能力，利润率水平有望保持高位。

投资建议

- 我们预测 20~22 年公司归母净利润为 18.8\23.3\28.5 亿元（未考虑生益电子上市后对生益科技股权的稀释影响），对应 PE 为 34X/27X/23X，考虑到公司高端产品占比持续提升、江西生益新产能开出、高频 CCL 具有稀缺性等因素，我们继续维持 36.2 元的目标价，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 需求不及预期；材料价格上涨导致利润率下滑；子公司归母净利润被稀释。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**10,752**	**11,981**	**13,241**	**15,553**	**19,369**	**23,243**
增长率		11.4%	10.5%	17.5%	24.5%	20.0%
主营业务成本	-8,443	-9,324	-9,713	-11,120	-13,888	-16,665
%销售收入	78.5%	77.8%	73.4%	71.5%	71.7%	71.7%
毛利	2,308	2,657	3,528	4,433	5,481	6,578
%销售收入	21.5%	22.2%	26.6%	28.5%	28.3%	28.3%
营业税金及附加	-86	-80	-76	-95	-118	-142
%销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-230	-244	-288	-249	-310	-372
%销售收入	2.1%	2.0%	2.2%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-684	-484	-644	-809	-1,027	-1,232
%销售收入	6.4%	4.0%	4.9%	5.2%	5.3%	5.3%
研发费用	0	-529	-605	-793	-1,007	-1,209
%销售收入	0.0%	4.4%	4.6%	5.1%	5.2%	5.2%
息税前利润（EBIT）	1,309	1,320	1,915	2,487	3,020	3,624
%销售收入	12.2%	11.0%	14.5%	16.0%	15.6%	15.6%
财务费用	-87	-185	-142	-174	-204	-205
%销售收入	0.8%	1.5%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%
资产减值损失	-28	-26	-37	-67	-40	-37
公允价值变动收益	43	-25	31	-19	-24	-27
投资收益	21	24	25	30	27	35
%税前利润	1.6%	1.9%	1.4%	1.3%	1.0%	1.0%
营业利润	1,306	1,229	1,805	2,307	2,829	3,439
营业利润率	12.1%	10.3%	13.6%	14.8%	14.6%	14.8%
营业外收支	-3	-6	0	-10	1	2
税前利润	1,303	1,223	1,805	2,297	2,830	3,441
利润率	12.1%	10.2%	13.6%	14.8%	14.6%	14.8%
所得税	-189	-158	-242	-312	-385	-465
所得税率	14.5%	12.9%	13.4%	13.6%	13.6%	13.5%
净利润	1,113	1,065	1,563	1,984	2,445	2,976
少数股东损益	39	64	115	109	115	126
归属于母公司的净利润	**1,075**	**1,000**	**1,449**	**1,875**	**2,330**	**2,850**
净利率	10.0%	8.4%	10.9%	12.1%	12.0%	12.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,113	1,065	1,563	1,984	2,445	2,976
少数股东损益	39	64	115	109	115	126
非现金支出	391	392	446	663	775	985
非经营收益	59	107	70	262	238	248
营运资金变动	-970	-226	-402	-843	-744	-1,105
经营活动现金净流	**593**	**1,337**	**1,678**	**2,067**	**2,714**	**3,104**
资本开支	-548	-1,199	-1,579	-1,769	-1,064	-1,549
投资	-154	-3	5	-13	-50	-55
其他	6	4	8	30	27	35
投资活动现金净流	**-696**	**-1,198**	**-1,566**	**-1,752**	**-1,087**	**-1,569**
股权募资	204	9	0	192	0	0
债权募资	2,116	-466	688	907	-18	494
其他	-588	-786	-864	-1,018	-826	-1,398
筹资活动现金净流	**1,732**	**-1,243**	**-176**	**80**	**-844**	**-904**
现金净流量	**1,629**	**-1,104**	**-65**	**395**	**783**	**631**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,215	1,125	1,062	1,457	2,240	2,870
应收款项	4,430	4,598	5,315	6,103	7,387	8,726
存货	1,599	1,748	2,100	2,157	2,557	2,733
其他流动资产	235	181	235	205	204	222
流动资产	8,480	7,652	8,712	9,923	12,388	14,550
%总资产	66.0%	59.4%	56.1%	55.6%	59.9%	62.0%
长期投资	228	275	383	407	433	461
固定资产	3,811	4,307	5,966	7,134	7,457	8,044
%总资产	29.7%	33.4%	38.4%	40.0%	36.1%	34.3%
无形资产	284	373	380	392	399	416
非流动资产	4,361	5,234	6,823	7,933	8,290	8,921
%总资产	34.0%	40.6%	43.9%	44.4%	40.1%	38.0%
资产总计	**12,841**	**12,886**	**15,535**	**17,857**	**20,678**	**23,471**
短期借款	1,633	1,419	1,934	2,569	2,436	2,738
应付款项	2,083	1,994	2,760	2,784	3,561	3,896
其他流动负债	371	364	563	709	880	1,014
流动负债	4,087	3,778	5,257	6,062	6,877	7,648
长期贷款	772	539	732	1,032	1,152	1,302
其他长期负债	1,563	1,727	192	50	75	112
负债	**6,423**	**6,044**	**6,181**	**7,145**	**8,105**	**9,062**
普通股股东权益	**6,018**	**6,403**	**8,834**	**10,083**	**11,829**	**13,539**
其中：股本	1,457	2,117	2,276	2,336	2,336	2,336
未分配利润	2,248	2,475	3,077	4,135	5,881	7,591
少数股东权益	401	439	520	629	744	870
负债股东权益合计	**12,841**	**12,886**	**15,535**	**17,857**	**20,678**	**23,471**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.737	0.472	0.636	0.821	1.020	1.247
每股净资产	4.129	3.024	3.881	4.414	5.178	5.927
每股经营现金净流	0.407	0.632	0.737	0.885	1.162	1.329
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.350	0.250	0.488
回报率						
净资产收益率	17.86%	15.63%	16.40%	18.60%	19.70%	21.05%
总资产收益率	8.37%	7.76%	9.33%	10.50%	11.27%	12.14%
投入资本收益率	10.85%	11.11%	13.79%	14.96%	16.07%	16.88%
增长率						
主营业务收入增长率	25.92%	11.44%	10.52%	17.46%	24.54%	20.00%
EBIT增长率	36.95%	0.86%	45.10%	29.85%	21.42%	20.00%
净利润增长率	43.63%	-6.90%	44.81%	29.45%	24.24%	22.31%
总资产增长率	34.69%	0.35%	20.56%	14.94%	15.80%	13.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.9	116.2	116.0	115.9	115.0	115.0
存货周转天数	59.2	65.5	72.3	73.0	70.0	63.0
应付账款周转天数	80.3	74.8	84.7	86.0	88.0	80.0
固定资产周转天数	119.4	105.3	137.9	145.0	121.6	110.9
偿债能力						
净负债/股东权益	23.33%	32.90%	15.88%	19.65%	10.61%	8.28%
EBIT利息保障倍数	15.1	7.1	13.5	14.3	14.8	17.7
资产负债率	50.02%	46.91%	39.79%	40.01%	39.20%	38.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**1.80**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-15	买入	27.94	36.20～36.20
2	2019-10-30	买入	25.57	36.20～36.20
3	2020-02-21	买入	27.95	36.20
4	2020-03-25	买入	27.50	36.20
5	2020-04-28	买入	30.17	36.20～36.20

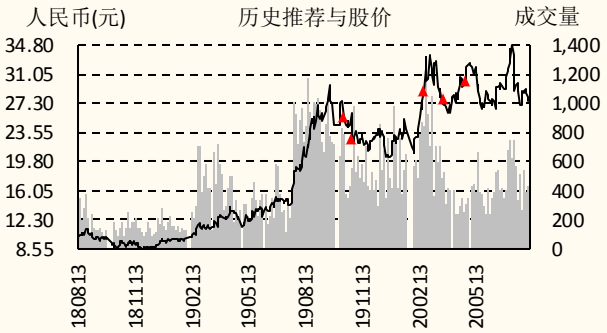
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH