

广东生益科技股份有限公司 2024 年主动信用评级报告

中鹏信评【2024】第 Z【2113】号 02

让评级彰显价值

信用评级报告声明

本次评级为主动评级。本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本报告所引用的基础信息来源于受评对象的公开资料，本评级机构不对相关信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，在有效期内如本报告所依据的基础信息发生重大变化，本评级机构有权依据新的基础信息重新确定评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。

中证鹏元资信评估股份有限公司

广东生益科技股份有限公司2024年主动信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+pi
评级展望	稳定
评级日期	2024-12-25

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到广东生益科技股份有限公司（以下简称“生益科技”或“公司”，股票代码 600183.SH）作为国内覆铜板行业的龙头厂商，品牌知名度较高，具有技术优势，客户较分散且粘性较好，市场份额常年稳居全球前列；但中证鹏元也关注到，近年以来下游消费需求持续低迷，公司主业覆铜板业务盈利承压，印制电路板（以下简称“PCB”）业务及产能消化情况表现不佳，应收账款及存货对公司营运资金占用较大等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.9	2023	2022	2021
总资产	262.73	249.57	251.96	244.31
归母所有者权益	143.50	139.83	134.98	130.96
总债务	49.44	49.97	50.98	47.94
营业收入	147.45	165.86	180.14	202.74
净利润	14.51	11.49	16.32	29.25
经营活动现金流净额	11.29	27.43	28.20	17.76
净债务/EBITDA	--	0.67	0.48	0.42
EBITDA 利息保障倍数	--	14.47	16.15	29.24
总债务/总资本	23.75%	24.14%	25.00%	24.38%
FFO/净债务	--	115.17%	152.52%	183.87%
EBITDA 利润率	--	14.19%	15.18%	19.70%
总资产回报率	--	5.72%	7.82%	16.10%
速动比率	1.11	1.33	1.38	1.41
现金短期债务比	0.76	1.05	1.38	1.27
销售毛利率	22.02%	19.24%	22.03%	26.82%
资产负债率	39.60%	37.09%	39.29%	39.15%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘伟强
liuwq@cspengyuan.com

项目组成员：秦子豪
qinzih@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司行业龙头地位巩固，品牌认知度较高，市场份额常年稳居全球前列。**作为国内覆铜板行业的龙头厂商，公司获得多项国际安全认证，主导产品已通过众多先进终端客户认证。根据 Prismark 调研机构对于全球刚性覆铜板的统计，公司刚性覆铜板销售额在全球市场的占有率多年稳定在 12% 左右，已连续多年保持全球第二的排名。
- **公司在国内覆铜板行业保持技术领先优势，在高端产品领域具备世界先进水平。**公司为覆铜板行业唯一的国家级工程技术研究中心，专利数量和研发能力在国内同行业内具有显著优势，主导提案获批了多项国内外重大标准项目。公司坚持自主创新，目前高频高速材料已实现批量应用，同时在封装基材领域突破了关键核心技术。
- **公司主要客户较分散且客户粘性较高。**覆铜板业务为公司最主要的收入和利润来源，该业务产品种类齐全，主要客户为国内 PCB 厂商，2021-2023 年前五大客户销售占比合计均不到 20%。此外，由于行业内终端客户通常会指定覆铜板材料供应商，而公司较早通过了众多先进终端客户认证，因此下游客户的稳定性较高。

关注

- **受市场需求下降以及产品降价等影响，近年来公司营收及净利润持续下滑。**公司收入及利润主要来源于覆铜板销售，近年受下游需求持续低迷影响，覆铜板业务产销量持续下降，叠加国内同行新增产能释放较多导致行业竞争加剧，覆铜板产品价格亦持续调整，公司主业营收有所下滑，盈利空间缩窄。
- **PCB 业务客户集中度较高，近年业绩波动较大，未来产能消化承压。**公司 PCB 业务为公司第二大业务板块，收入贡献占比近两成，该业务来源于子公司生益电子股份有限公司（以下简称“生益电子”，证券代码 688183.SH），其近三年前五大客户销售占比均超 40%，对主要客户依赖性较高。近年来受行业需求持续疲软及同业竞争加剧影响，公司 PCB 业务收入呈下降趋势，2023 年由于新产线投产带来的费用及固定成本增加等，当期生益电子净利润出现亏损，未来随着在建 IPO 募投项目产能的持续释放，PCB 业务整体产能存在无法充分利用的风险。
- **公司日常营运资金需求较大，且存在一定的资本开支压力。**公司与供应商的结算账期较短且大部分以现款结算为主，而销售回款周期相对较长；此外，以原材料和库存商品为主的存货亦对公司营运资金存在一定占用。截至 2024 年 9 月末，公司应收账款和存货合计占总资产的比重为 43.56%。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为国内覆铜板业务的龙头厂商，具备领先的技术和产能优势，主要客户分散且粘性较高，业务持续性较好，随着宏观经济回暖、需求端逐步复苏，公司业绩有望企稳回升。

同业比较（单位：亿元）

指标	生益科技	建滔积层板	金安国纪	华正新材	南亚新材
总资产	249.57	213.53	61.53	57.92	44.95
营业收入	165.86	151.96	35.71	33.62	29.83
净利润	11.49	8.22	-0.76	-1.20	-1.29
销售毛利率	19.24%	15.98%	8.61%	8.89%	4.16%
资产负债率	37.09%	36.45%	42.25%	72.96%	45.55%

注：除建滔积层板为香港上市公司外，其余均为国内覆铜板企业上市公司，上述各指标均为 2023 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
技术硬件与半导体企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+pi
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA+pi

注：各指标得分越高，表示表现越好。

一、 主体概况

公司成立于1985年，自成立以来主要从事覆铜板和粘结片、印制电路板的研发设计、生产和销售，拥有行业内领先的技术优势及品牌认知度。公司1998年成功IPO上市，2011年完成非公开发行股票。截至2024年9月末，公司股本总额为24.29亿元，股权结构较分散，无控股股东和实际控制人，前三大股东及其持股分别为：广东省广新控股集团有限公司24.38%、东莞市国弘投资有限公司13.28%、伟华电子有限公司12.14%。

公司主要依托本部及下属子公司以及合营、联营企业进行生产经营，其中PCB业务主要由子公司生益电子负责经营。公司是中国大陆地区覆铜板生产销售的龙头厂商，抗周期能力和盈利能力在中国大陆覆铜板企业中处于领先地位。此外，公司国内产品品种规格在同业中最为齐全、生产规模最大，产品广泛用于家电、手机、汽车、电脑以及各类中高档电子产品中。截至2023年末，公司纳入合并范围的一级子公司共9家，详见附录三。

二、 运营环境

宏观经济和政策环境

2024年前三季度经济修复曲折，结构分化；四季度稳增长诉求强，加强逆周期调节力度，落实一揽子增量政策，推动经济平稳向上、结构向优

2024年以来国内经济运行有所波动，前三季度实际GDP同比增长4.8%，生产需求继续恢复，结构有所分化，失业率稳中有降，物价低位运行，房地产投资处于低谷，消费表现平淡，转型过程中存在矛盾和阵痛。四季度内外部环境依然复杂严峻，美国降息周期开启，大国博弈和地缘政治持续干扰，注意美国大选后的变化和贸易关税政策；国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步激发。9月底政治局会议强调“努力完成全年经济社会发展目标任务”，加大财政货币政策逆周期调节力度，有效落实存量政策，加力推出增量政策。货币政策坚持支持性立场，配合政府债发行，保持流动性合理充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境；加大结构性货币政策工具的使用力度，持续推进货币政策新框架的改革，支持扩内需和促消费，维护房地产和资本市场稳定。财政政策加快落实专项债和特别国债的实物工作量，支持“两新”和“两重”领域，将出台大规模化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。新质生产力和高质量发展继续推进，经济发展的积极因素在累积，预计全年经济增长目标有望顺利完成。

详见《[蹄疾步稳——2024年四季度宏观经济展望](#)》。

行业环境

2023年覆铜板行业景气度受下游应用领域需求低迷影响持续下行；2024年上半年随终端消费库存

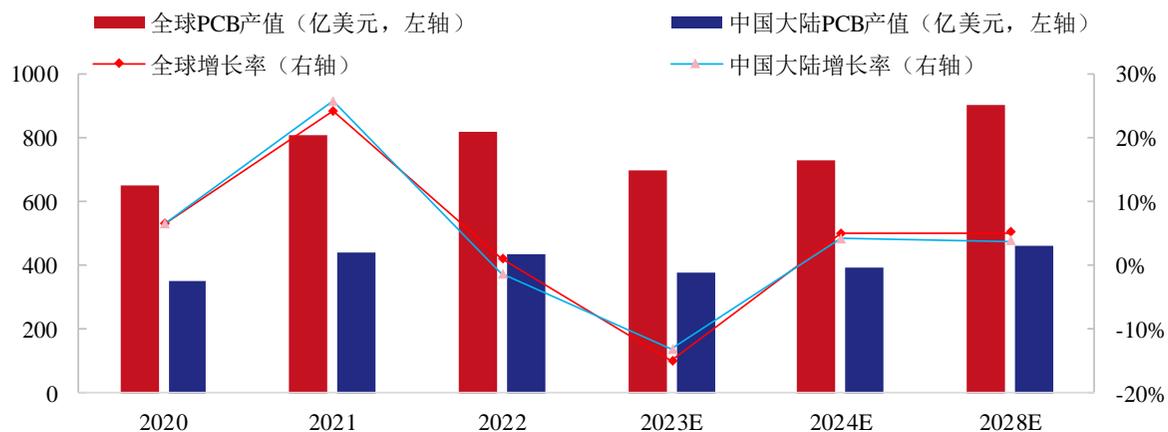
改善和需求逐步恢复，覆铜板产业呈现复苏迹象，新兴应用领域对高端PCB板材有较大需求，预计未来将推动行业进入新一轮增长周期

覆铜板是用于制造PCB板的重要基板材料，对PCB主要起互连导通、绝缘和支撑的作用，对电路中信号的传输速度、能量损失和特性阻抗等有很大的影响。覆铜板按其基材类型可分为刚性覆铜板、柔性覆铜板及特殊基材覆铜板，刚性覆铜板中又分为玻纤布基覆铜板、纸基覆铜板、金属基覆铜板。覆铜板作为上游基础原材料，通过唯一中游PCB应用于下游各类电子产品需求领域，覆铜板行业发展态势受PCB及下游终端市场供需影响较大。受益于PCB产业链发展，覆铜板应用领域广泛，下游面向通讯设备、消费电子、计算机、汽车电子、工控医疗、航空航天等多个领域。

受全球经济低迷、下游应用领域去库存等因素影响，2023年PCB产品需求不振、库存过剩，导致覆铜板行业持续承压，产值出现大幅下滑。据Prismark预测，2023年全球覆铜板市场规模约为127.34亿美元，同比下降约16.3%。进入2024年，随着消费电子行业终端库存出清完成，产业链拉货节奏逐渐恢复，全球PCB市场迎来了显著的复苏。据Prismark预测，2024年全球PCB市场产值将达到约730亿美元，同比增长5%。预计到2024年底，大多数细分应用领域的库存将完全正常化，行业供需趋于平衡，终端市场需求回暖带动PCB行情上行，进而推动覆铜板行业景气度修复，行业整体复苏趋势明确。

从中长期来看，随着电子电路行业技术及AI应用场景的迅速发展，AI服务器等终端应用产品呈现更高层数设计、更精密线路排布等需求，市场对更低损耗、更高稳定性、更高散热性PCB产品的需求将变得更为突出，IC载板、高速板、HDI板等技术含量更高的产品增长速度将更快，未来在行业中占比将进一步提升，同时也给应用于这些应用领域的高等级覆铜板打开了市场增长空间。

图1 2024年PCB行业产值触底回升，未来5年预计维持低速增长

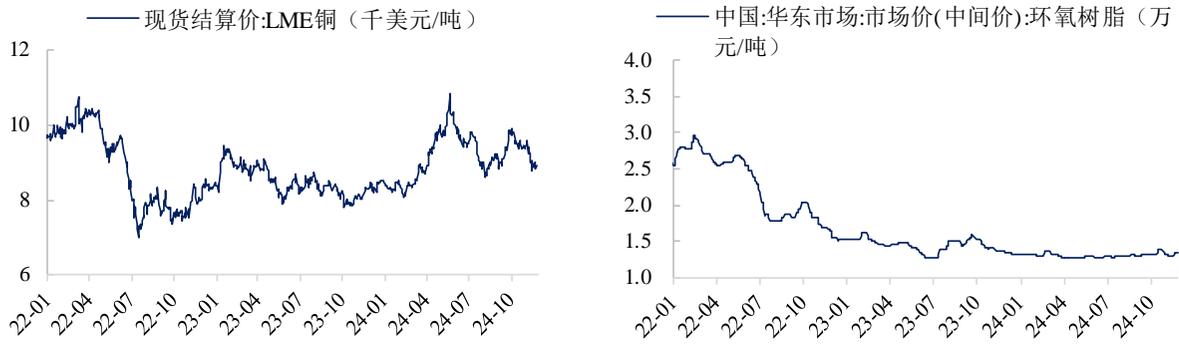


资料来源：Prismark，中证鹏元整理

覆铜板直接影响集成电路运行性能，在实际应用中对于覆铜板的相关原材料均有较高的电性能要求。铜箔、环氧树脂是覆铜板两大重要原材料，其价格受大宗商品波动影响较大。2024年以来全球精炼铜供需格局从紧平衡向小幅短缺转变，铜价已呈现高位震荡态势，环氧树脂价格仍保持相对稳定。考虑到覆

铜板行业竞争格局相对集中，厂商对供应商的议价能力偏弱，同时行业向下游的价格传导存在滞后，在下游消费需求不足、价格竞争日趋激烈的情况下，2024年行业成本有所减轻但仍存在压力。

图2 2024年以来覆铜板主要原材料 LME 铜价格有所波动，环氧树脂降价格较为稳定



资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、经营与竞争

公司业务收入及毛利润主要来源于覆铜板和粘结片销售、印制电路板（PCB）销售，2021-2023年覆铜板和粘结片销售收入占公司营业收入的比重均在75%以上。近年受市场竞争激烈、产品需求及价格调整等因素影响，公司覆铜板和粘结片销售收入及毛利率呈下降趋势，印制电路板（PCB）同样受行业需求低迷影响收入增长乏力。公司废弃资源综合利用业务收入规模较小且盈利表现不佳。2024年上半年，随着国内需求逐步恢复，公司主营业务收入及毛利率同比有所增长。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-6月			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
覆铜板和粘结片	72.20	76.50%	21.70%	126.32	77.57%	20.11%
印制电路板（PCB）	18.79	19.91%	15.94%	31.35	19.25%	11.13%
废弃资源综合利用	3.38	3.58%	8.34%	5.17	3.18%	4.60%
合计	94.38	100.00%	20.07%	162.84	100.00%	17.89%

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
覆铜板和粘结片	139.98	79.06%	21.20%	161.90	82.19%	27.47%
印制电路板（PCB）	34.04	19.22%	21.26%	35.08	17.81%	17.57%
废弃资源综合利用	3.04	1.72%	-2.27%	-	-	-
合计	177.06	100.00%	20.81%	196.97	100.00%	25.71%

资料来源：公司 2024 年半年度报告、2021-2023 年年度报告，中证鹏元整理

（一）覆铜板业务

作为国内覆铜板行业的龙头厂商，公司拥有行业内领先的技术优势及较高的品牌认知度，近年来

持续加大新品研发并取得良好进展，刚性覆铜板市场份额稳居全球前列

公司于 2011 年获得国家发改委认定的“国家认定企业技术中心”，于 2017 年获国家科技部批准组建了“国家电子电路基材工程技术研究中心”，是行业唯一的国家级工程技术研究中心，拥有大量专利技术，在国内覆铜板行业保持技术领先。2023 年公司研发费用占营业收入的比重为 5.07%，当期研发人员占比达 13.89%。2024 年 1-6 月，公司共申请国内专利 21 件，境外专利 3 件，PCT 1 件；2024 年 1-6 月，公司共授权专利 32 件，其中国内专利 21 件，境外专利 11 件。截至 2024 年 6 月末，公司拥有 682 件授权有效专利，专利数量和研发能力在国内同行业内具有显著优势。

公司为覆铜板行业唯一的国家级工程技术研究中心，多年来坚持自主创新。目前已开发出不同介电损耗全系列高速产品，不同介电应用要求、多技术路线高频产品，并已实现多品种批量应用，在高频高速领域基本达到世界领先的技术水平。同时，在封装用覆铜板技术方面，突破了关键核心技术，已在卡类封装、LED、存储芯片类等领域批量使用，与世界先进水平的差距进一步缩短。

公司品牌认知度较高。公司为国际电工委员 IEC TC91 WG10 工作组召集人、全国印制电路标准化技术委员会基材工作组组长单位等，获得美国 UL、英国 BSI、德国 VDE、日本 JET、中国 CQC 等安全认证，主导产品已通过众多先进终端客户认证。2023 年公司主导并已发布 IEC 标准 1 项，主笔正在制定中的 IEC 标准、国家标准分别为 1 项、4 项，此外还有多项国内外重大标准项目正在实施。

根据 PrismaMark 调研机构对于全球刚性覆铜板的统计和排名，从 2013 年至 2023 年，公司刚性覆铜板销售总额已跃升全球第二，全球市场占有率稳定在 12% 左右。

公司覆铜板业务主要定位于国内市场，直接客户为下游 PCB 厂商，客户较分散且粘性较高；覆铜板业务产销量有所波动，2024 年以来伴随下游市场需求回暖，公司覆铜板业务有望迎来复苏

公司覆铜板产品种类较为齐全，覆盖高、中、低不同档次的市场需求，对应的终端应用领域广泛。由于国内 PCB 行业市场竞争较充分，公司作为国内覆铜板龙头厂商，客户基本覆盖国内主流 PCB 生产厂商，且行业终端客户通常会指定覆铜板供应商，而公司较早通过了较多先进终端客户认证，因此覆铜板业务的客户较分散且客户粘性较高。2021-2023 年公司前五大客户销售额（含 PCB 业务）占年度销售总额的比重分别为 18.03%、16.69%、15.93%，同期内销收入（含 PCB 业务）占比均超过 80%。

2022 年市场需求持续低迷叠加产业链去库存等影响，公司覆铜板业务出货速度放缓，覆铜板及粘结片产、销量同比均出现不同程度下降；2023 年 AI 服务器等产品的需求回暖显著，带动覆铜板市场需求增长，公司覆铜板业务产、销量均较上年有所增加。此外，由于国内同业新增产能在年中集中释放导致竞争加剧，产品价格回调，覆铜板业务的毛利率持续下滑。2024 年上半年，随着宏观经济边际改善及需求端回暖，叠加 PCB 库存进一步消化，覆铜板产品需求及价格回升，公司生产各类覆铜板和粘结片比上年同期分别增长 23.25% 和 15.55%；销售各类覆铜板和粘结片比上年同期增长 27.59% 和 14.83%。

表 2 近年公司覆铜板和粘结片业务生产销售情况

产品	项目	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年
覆铜板	产量（万平方米）	6,873.88	12,279.68	11,148.32	11,543.37
	销量（万平方米）	7,009.51	12,016.91	11,179.24	11,437.72

	产销率	101.97%	97.86%	100.28%	99.08%
	产量（万米）	9,037.39	16,835.77	16,804.08	17,121.98
粘结片	销量（万米）	9,062.04	16,879.72	16,500.80	17,394.74
	产销率	100.27%	100.26%	98.20%	101.59%

资料来源：公司2021-2023年年度报告、2024年半年度报告，中证鹏元整理

（二）PCB业务

子公司生益电子PCB业务在通信领域具备较强的竞争力，客户集中度较高；但近年受市场需求持续低迷公司调整产品价格等因素影响，生益电子业绩出现较大波动；未来随着扩产项目持续推进，产能消化压力较大

公司PCB业务由子公司生益电子负责经营，生益电子系国内外多家知名企业的PCB重要供应商，在通信领域具备较强的竞争力，产品主要聚焦在通讯、服务器、汽车电子等领域。PCB业务收入是生益电子营收最主要来源，2021-2023年PCB业务收入占营业总收入比重均超过95%；同期，生益电子前五大客户销售额合计占比分别为54.02%、49.78%和42.28%，主要销售客户集中度虽有所下降但占比仍较高。

生益电子主要采取“按单采购”和“同类合并采购”的模式，即按照客户订单要求采购原材料，并定期复核采购情况，采购价格和数量随市场价格和订单而定，采购的原材料主要包括覆铜板、半固化片、金盐、铜球、铜箔、干膜和油墨等。生产方面，由于印制电路板为定制化产品，生益电子主要采取“按单生产”的生产模式。生产计划部根据用户订单的产品规格、客户需求交期、质量要求和数量组织生产，质量管理部负责对生产流程中的产品和最终产品进行检验。生益电子紧密跟踪客户的需求，根据下游客户的应用需求，进行PCB产品研发，并根据客户的产品升级需要做好长期技术储备，与客户建立长期稳定的合作关系。

生益电子主要扩产项目包括东城工厂（四期）5G应用领域高速高密印制电路板扩建升级项目（以下简称“东城四期”）、吉安工厂（二期）多层印制电路板建设项目（以下简称“吉安二期”）等。根据生益电子于2024年8月披露的《生益电子股份有限公司2024年半年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，生益电子现有产能约200万平方米/年，东城四期项目预计在2024年、2025年产能持续提升，短期内能够满足公司在通讯网络、服务器、汽车电子等应用领域的营销布局；吉安二期项目规划产能为100万平方米/年，如该项目按计划进度实施扩大生产规模，有可能造成募投项目前阶段产能利用率不高，且后续产生的折旧费用、管理费用等会对公司的经营产生一定影响。基于以上考虑，生益电子于2024年3月26日召开董事会及监事会，审议通过了《关于部分募集资金投资项目延期的议案》，同意将吉安二期项目达到预定可使用状态的日期由原计划的2024年6月延长至2025年12月。

表3 截至2023年末生益电子主要扩产项目建设情况

项目名称	预算总投资（万元）	投资进度
东城工厂（四期）5G应用领域高速高密印制电路板扩建升级项目*	169,286.30	71.51%
吉安高密度印制线路板（一期）	105,000.00	97.27%
吉安工厂（二期）多层印制电路板建设项目*	108,514.00	14.97%

研发中心建设项目工程*	23,000.00	71.37%
合计	405,800.30	-

注：“-”表示无法获取信息，上表*项目为生益电子 IPO 项目。

资料来源：生益电子2023年年度报告，中证鹏元整理

受市场需求调整影响，2022年公司PCB业务的订单不足，PCB产品产销量较上年下滑，当期收入小幅下降；受益于原材料成本回调，当期PCB业务毛利率有所提升，净利润同比增加。2023年受全球通讯领域 PCB 产品需求下滑、行业竞争加剧等因素影响，公司为保持市场份额，适时调整价格，通讯领域 PCB 产品价格同比下降较大；同期，东城四期投产并处于产能爬坡阶段，公司整体产能未充分利用，产品单位成本较高，从而导致公司产品毛利率下降，当期生益电子出现亏损。2024年以来，得益于AI需求的强劲推动和下游需求的逐渐恢复，PCB行业呈现复苏迹象，生益电子2024年1-9月营业收入及净利润同比均有明显增长，但仍需关注公司扩产项目产能利用不足风险。

表4 近年生益电子业务情况

项目	2024年1-9月	2023年	2022年	2021年
PCB产量（万平方米）	-	127.85	114.43	122.21
PCB销量（万平方米）	-	126.42	112.51	117.36
PCB产销率	-	98.88%	98.32%	96.03%
营业收入（亿元）	31.79	32.73	35.35	36.47
销售毛利率	21.68%	14.56%	23.85%	20.29%
净利润（亿元）	1.87	-0.25	3.13	2.64

注：“-”表示数据无法获取

资料来源：生益电子2021-2023年年度报告、2024年三季度报告，中证鹏元整理

四、 财务分析

财务分析基础说明

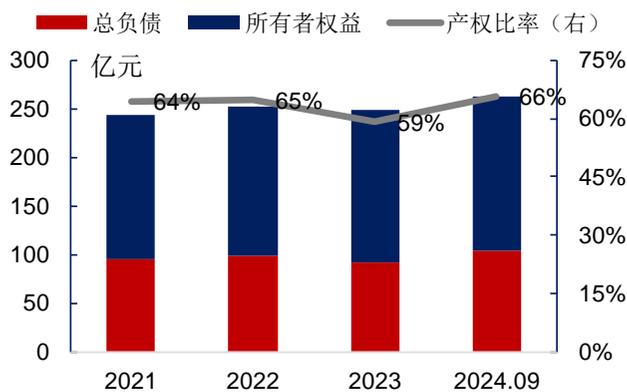
以下分析基于公司提供的经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及2024年1-9月未经审计财务报表。

资本实力与资产质量

公司资产结构较为稳定，资本实力较强，整体资产流动性较好。但近年应收账款和存货保持较大规模，二者对资金占用较大

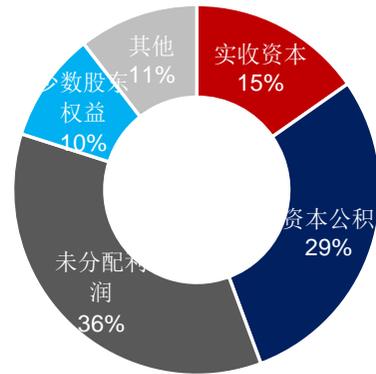
公司所有者权益主要由未分配利润、资本公积和实收资本等构成，近年受益于公司经营利润积累，所有者权益保持小幅增长，资本实力有所增强，同时负债总额呈波动增长趋势，综合影响下，公司产权比率整体保持稳定。2024年9月末产权比率约为66%，所有者权益对负债的保障程度较好。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2024 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近三年公司货币资金较为充裕，2022年余额增加较快主要系日常经营性资金回笼所致。近年由于订单减少导致业务规模有所收缩，公司应收账款规模逐年减少但总体规模仍较大，应收账款账龄集中在1年以内，应收对象较为分散。存货主要系原材料、库存商品以及开发成本，开发成本包括待开发土地及商品房开发项目，其中商品房开发项目生益金华1号一期总投资7.53亿元，已于2022年11月开工，预计于2025年4月竣工，该项目位于咸阳高新区板块，周边配套较成熟，但仍需关注在房地产行情波动下后续可能面临的销售去化不及时等风险。公司固定资产主要为房屋及建筑物以及机器设备等，重要在建工程项目包括生益电子东城工厂（四期）5G 应用领域高速高密印制电路板扩建升级项目建设工程、吉安工厂（二期）多层印制电路板建设项目、松山湖八期工程项目、常熟生益二期项目等，近年公司坚持战略性扩张，2022年工程投入随项目进度开展同比有所增长，随着扩产项目持续推进，部分项目建设成本逐年结转至固定资产；截至2023年末，尚未办妥产权证的固定资产10.81亿元，已抵押的固定资产账面价值3.32亿元。

截至2023年末，公司受限资产账面余额合计5.65亿元，占总资产的比重为2.26%，主要包括用于预售资金监管、信用证保证金的货币资金、银行抵押借款的固定资产及无形资产。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 9 月		2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	18.63	7.09%	27.75	11.12%	31.06	12.33%	22.87	9.36%
应收账款	64.96	24.73%	55.20	22.12%	55.82	22.16%	61.20	25.05%
存货	49.47	18.83%	42.71	17.11%	40.84	16.21%	45.20	18.50%
流动资产合计	153.59	58.46%	139.99	56.09%	142.32	56.49%	147.20	60.25%
固定资产	86.81	33.04%	90.64	36.32%	78.66	31.22%	70.71	28.94%
在建工程	4.03	1.53%	2.83	1.13%	17.29	6.86%	10.32	4.22%
非流动资产合计	109.14	41.54%	109.58	43.91%	109.63	43.51%	97.11	39.75%
资产总计	262.73	100.00%	249.57	100.00%	251.96	100.00%	244.31	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

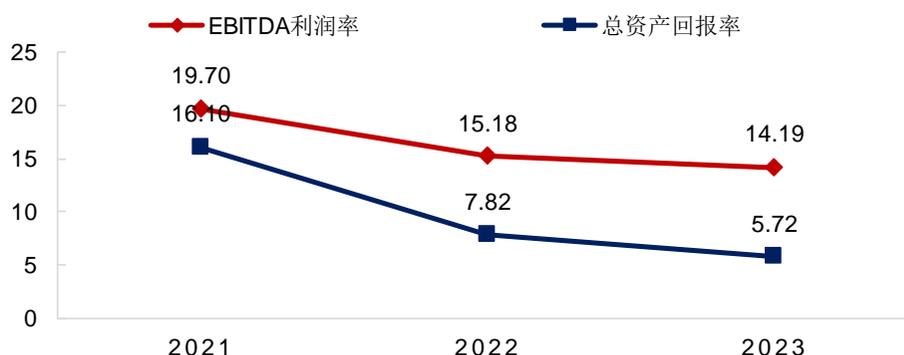
盈利能力

近年受下游需求持续低迷等影响，公司整体收入及利润出现下滑；原材料成本成为影响盈利水平的重要因素

公司营业总收入主要来源于覆铜板业务，受下游需求持续调整导致订单减少、以及同行竞争加剧带来的产品价格回调等因素影响，2022-2023年公司营业总收入及净利润同比均有所下滑，EBITDA利润率和总资产回报率持续下降；同期公司直接材料成本占同期主营业务成本的比重均超过80%，原材料成本是影响公司利润水平的重要因素，其价格多随市场波动，需关注原材料价格波动对公司盈利的影响。2024年以来随着消费需求逐步恢复，PCB行业出现复苏迹象，2024年1-9月公司收入和净利润同比实现较快增长，预计2024年全年公司业绩及盈利状况将有所改善。

期间费用以管理费用为主，整体因公司较强的管控能力而保持稳定，2021-2023年以及2024年1-9月管理费用占营业总收入的比重分别为4.02%、4.23%、4.42%和4.49%，期间费用率分别为6.25%、6.43%、6.38%和6.13%，期间费用对利润的侵蚀较小。此外，2021-2023年，公司分别取得以政府补助为主的其他收益0.74亿元、0.96亿元和1.91亿元，一定程度提升了利润水平，2023年其他收益同比增长较多系享受增值税进项税额加计抵减政策优惠所致；取得投资净收益0.36亿元、0.25亿元和0.37亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益，其中公司参股的江苏联瑞新材料股份有限公司近年经营获利状况保持稳定，是公司投资净收益最主要来源。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司负债率较低，现金流表现较好，财务融资弹性较强，整体债务压力不大

公司刚性债务主要由银行借款及应付债券构成，近年债务规模保持稳定，随着部分长期借款临近到期，短期债务占比上升。银行借款中的短期借款部分主要系公司为满足日常生产经营所需的流动资金，2022年以来由于日常营运资金需求减少，公司短期借款规模呈下降趋势；长期借款主要为信用借款及保

证借款，近年规模减少主要系部分借款将于一年内到期，计入一年内到期的非流动负债科目。应付票据主要为银行承兑汇票，近年余额因公司票据到期承兑及货款结算而有所波动。应付债券主要系公司分别于2021年和2022年一季度发行的两期中期票据，其中21生益科技MTN001已于2024年4月到期。

其他债务方面，公司聚焦主业，应付账款主要为经营性负债导致的应付供应商采购款，账龄主要集中在一年以内。

表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	19.34	18.59%	14.65	15.82%	15.58	15.73%	16.93	17.70%
应付票据	15.04	14.46%	11.39	12.30%	2.90	2.93%	8.11	8.48%
应付账款	30.48	29.30%	27.41	29.61%	33.86	34.20%	32.96	34.46%
一年内到期的非流动负债	11.91	11.45%	10.67	11.53%	12.36	12.49%	3.34	3.49%
流动负债合计	93.78	90.14%	72.97	78.84%	73.77	74.52%	72.53	75.83%
长期借款	2.82	2.71%	8.06	8.70%	11.75	11.87%	15.90	16.63%
应付债券	0.00	0.00%	5.00	5.40%	8.00	8.08%	3.00	3.14%
非流动负债合计	10.26	9.86%	19.59	21.16%	25.22	25.48%	23.12	24.17%
负债合计	104.03	100.00%	92.56	100.00%	98.99	100.00%	95.65	100.00%
总债务	49.44	47.53%	49.97	53.98%	50.98	51.49%	47.94	50.12%
其中：短期债务	46.29	93.63%	36.71	73.46%	30.84	60.49%	28.38	59.19%
长期债务	3.15	6.37%	13.26	26.54%	20.14	39.51%	19.56	40.81%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近三年公司盈利弱化，利润总额减少，EBITDA对利息的保障倍数及FFO逐年下降，但受益于主营业务回款，公司经营性现金流持续净流入，且净债务/EBITDA、FFO/净债务、总债务/总资本等杠杆状况指标仍表现较好；杠杆状况方面，截至2024年9月末，公司资产负债率为39.60%，处于相对较低水平，公司整体债务压力不大。

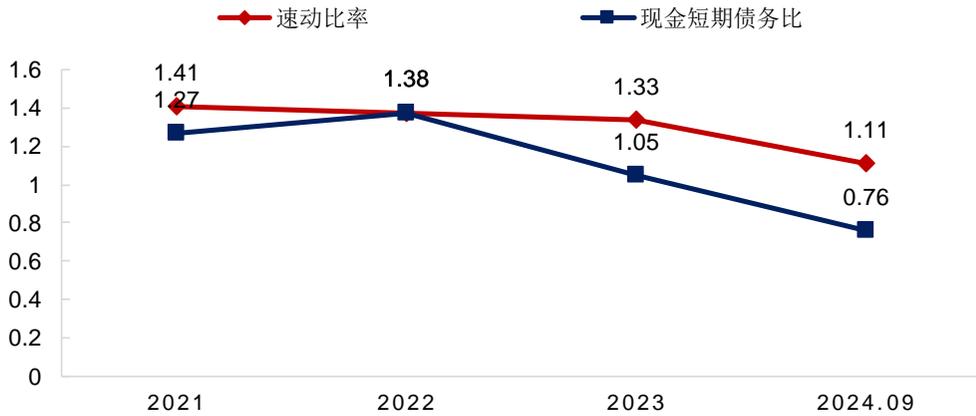
表7 公司偿债能力指标

指标名称	2024年9月	2023年	2022年	2021年
经营活动现金流净额（亿元）	11.29	27.43	28.20	17.76
FFO（亿元）	--	18.16	19.92	30.91
资产负债率	39.60%	37.09%	39.29%	39.15%
净债务/EBITDA	--	0.67	0.48	0.42
EBITDA 利息保障倍数	--	14.47	16.15	29.24
总债务/总资本	23.75%	24.14%	25.00%	24.38%
FFO/净债务	--	115.17%	152.52%	183.87%
经营活动现金流净额/净债务	62.50%	173.99%	215.96%	105.63%
自由活动现金流/净债务	24.13%	103.66%	98.47%	-0.66%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

随着短期债务持续增长，近年公司现金短债比等流动性指标呈波动下降趋势，但受益于较为充裕的现金类资产，流动性指标整体表现较好，公司短期偿债压力不大。公司前两大股东分别为广东省省属国有企业和东莞市市属国有企业，有一定的股东背景资源，同时公司作为上市公司且系覆铜板行业的龙头厂商，市场认可较高；整体而言公司外部融资畅通，融资弹性较强，获取流动性资源的能力较强。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

五、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司披露的公开信息，2021-2024年9月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2024年12月19日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

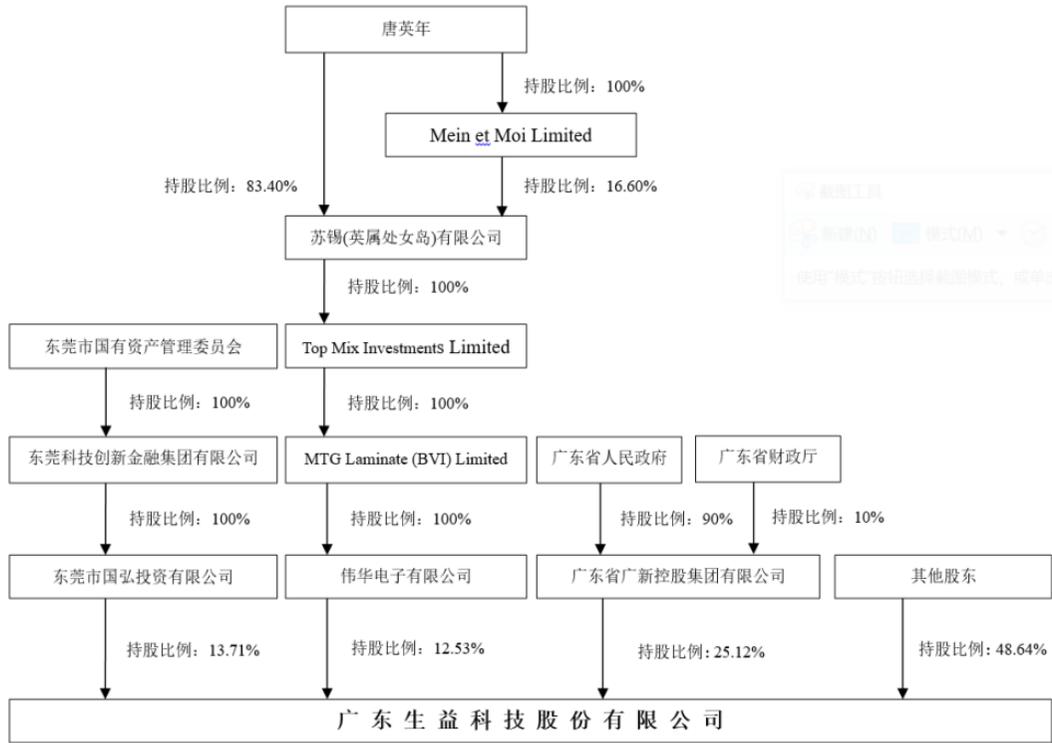
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年9月	2023年	2022年	2021年
货币资金	18.63	27.75	31.06	22.87
应收账款	64.96	55.20	55.82	61.20
存货	49.47	42.71	40.84	45.20
流动资产合计	153.59	139.99	142.32	147.20
固定资产	86.81	90.64	78.66	70.71
非流动资产合计	109.14	109.58	109.63	97.11
资产总计	262.73	249.57	251.96	244.31
短期借款	19.34	14.65	15.58	16.93
应付票据	15.04	11.39	2.90	8.11
应付账款	30.48	27.41	33.86	32.96
一年内到期的非流动负债	11.91	10.67	12.36	3.34
流动负债合计	93.78	72.97	73.77	72.53
长期借款	2.82	8.06	11.75	15.90
应付债券	0.00	5.00	8.00	3.00
负债合计	104.03	92.56	98.99	95.65
总债务	49.44	49.97	50.98	47.94
其中：短期债务	46.29	36.71	30.84	28.38
长期债务	3.15	13.26	20.14	19.56
所有者权益	158.70	157.00	152.96	148.66
营业收入	147.45	165.86	180.14	202.74
营业利润	16.19	12.73	17.85	33.16
净利润	14.51	11.49	16.32	29.25
经营活动产生的现金流量净额	11.29	27.43	28.20	17.76
投资活动产生的现金流量净额	-11.08	-11.62	-11.93	-18.80
筹资活动产生的现金流量净额	-9.20	-19.19	-6.48	13.98
财务指标	2024年9月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	23.53	27.34	39.93
FFO（亿元）	--	18.16	19.92	30.91
净债务（亿元）	18.07	15.77	13.06	16.81
销售毛利率	22.02%	19.24%	22.03%	26.82%
EBITDA 利润率	--	14.19%	15.18%	19.70%
总资产回报率	--	5.72%	7.82%	16.10%
资产负债率	39.60%	37.09%	39.29%	39.15%
净债务/EBITDA	--	0.67	0.48	0.42
EBITDA 利息保障倍数	--	14.47	16.15	29.24
总债务/总资本	23.75%	24.14%	25.00%	24.38%
FFO/净债务	--	115.17%	152.52%	183.87%

经营活动现金流净额/净债务	62.50%	173.99%	215.96%	105.63%
速动比率	1.11	1.33	1.38	1.41
现金短期债务比	0.76	1.05	1.38	1.27

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公开资料

附录三 2023年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
陕西生益科技有限公司	13.55 亿人民币	100.00%	制造业
苏州生益科技有限公司	8.42 亿人民币	87.36%	制造业
生益科技（香港）有限公司	3.03 亿港币	100.00%	贸易
生益电子股份有限公司	8.32 亿人民币	62.93%	制造业
东莞生益资本投资有限公司	3.96 亿人民币	100.00%	投资
江苏生益特种材料有限公司	5.00 亿人民币	100.00%	制造业
江西生益科技有限公司	14.00 亿人民币	100.00%	制造业
东莞生益房地产开发有限公司	21.83 亿人民币	100.00%	房地产业
生益科技（国际）有限公司	10.00 万港币	100.00%	投资

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA _{pi}	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A _{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B _{pi}	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC _{pi}	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC _{pi}	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C _{pi}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{pi} 级，CCC_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaapi	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa _{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a _{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb _{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb _{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b _{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc _{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc _{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c _{pi}	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaapi 级，ccc_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

T: 0755-8287 2897

W: www.cspengyuan.com