

# N 阿莱德 (301419.SZ)

## 通信零部件企业，近年向高毛利散热产品延伸

### 核心观点

**主营业务从通信零部件向电子散热器件延伸。**公司基于高分子材料，主营通信设备零部件，提供的产品包括射频与透波防护器件、EMI 及 IP 防护器件和电子导热散热器件等，下游主要为移动通信基站设备内、外部。公司成立于 2004 年，完整经历了 2G、3G、4G、5G 的移动通信发展，在材料改性、材料配方、制备工艺等方面积累了较多核心技术。

**营收稳步增长，电子导热产品逐渐成长为基石。**公司 2018-1H22 分别实现收入 2.6/2.7/3.1/3.7/1.7 亿元；实现归母净利润 0.6/0.5/0.7/0.7/0.3 亿元。公司营收增速较为平稳，净利润近年来整体规模增速较为平缓。2022 上半年，公司收入增长较少，利润同比有所下滑，主要是受到上海与江苏疫情影响。公司下游客户以通信行业头部企业爱立信和诺基亚为主，历史上每年前两大客户收入占比接近 80%。

**公司近年重点开发的产品为电子导热散热器件，**占比从 2019 年的 10.31% 提升至 2022 上半年的 21.63%，公司该产品在 2019 年进入三星供应链，成为三星基站高 K 值导热垫片的主要供应商，2021 年公司高 K 值导热垫片与导热凝胶增长 106%，导热脂产品收入增长 59%。导热产品为公司当前的成长主力，核心客户包括三星、诺基亚、爱立信等。各产品毛利率方面，电子导热散热期间毛利率最高，2020 年后均在 60% 以上。

**公司属于通信设备零部件行业，上游以大宗原材料为主，下游厂商主要包括通信主设备商（五大包括华为、爱立信、诺基亚、中兴以及三星），**基站天线厂商以及射频期间厂商。行业属于下游驱动型，下游运营商的投资规模存在一定周期性，高峰往往伴随通信技术演进出现。公司在行业中的直接竞争对手包括诺兰特、莱尔德、飞荣达、利利亚斯、迪睿合与中石科技等公司。**公司直接竞对中的上市公司较少，公司在 EMI 与 IP 防护器件品类中的性能与行业竞争对手水平相当，电子导热散热器件产品性能高于同行业水平。**

**本次 IPO，公司计划募集资金 3.3 亿元投入 3 个建设项目。**1. 5G 通信设备零部件生产线建设项目：计划投入募集资金 1.61 亿，建设期 3 年。2. 5G 基站设备用相关材料与器件研发项目：计划投入募投资金 0.8 亿，在公司正在建设中的奉贤总部基地内定制实验室、添置研发设备并招收研发人才。

**A 股以上市公司中，与公司完全可比的公司较少，**此处结合招股书数据，选取有精密注塑产品的公司作为对比，包括格林精密、唯科科技、肇民科技、中石科技作为可比对象，截至 2023 年 2 月 9 日，可比公司 2022 年平均静态市盈率为 22 倍，2023 年一致预期平均 PE 为 18 倍。

**风险提示：**产品研发未达预期风险、关键技术人员流失风险、单一大客户依赖风险、核心技术泄密风险；存货规模较大且发生跌价、净资产收益率下降风险；国际贸易摩擦加剧风险、规模扩张后的管理风险、产能不足风险。

### 公司研究 · 新股研究

证券分析师：黄盈

021-60893313

huangying4@guosen.com.cn

S0980521010003

证券分析师：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn

S0980521010004

#### 基础数据

发行前股本	7500.00 万股
发行股本	2500.00 万股
发行后股本	10000.00 万股
公司第一大股东	上海英帕学企业管理中心(有限合伙), 张耀华
第一大股东持股比例	15.00%

注：数据更新日期为 2023 年 02 月 10 日

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 内容目录

公司概况 .....	4
股东结构 .....	4
主营业务：从通信零部件向电子散热器件延伸 .....	4
公司业务：成长迅速，研发强劲 .....	5
营收稳步增长，电子导热产品逐渐成长为基石 .....	5
客户集中度较高，最主要为爱立信与诺基亚 .....	7
行业简析 .....	7
所处通信设备零部件行业，电子导热散热器件性能高于行业 .....	7
募投项目 .....	8
可比公司情况 .....	8
风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1: 公司主要产品 .....	4
图 2: 阿莱德近期营收利润表现 (百万元, 左轴) 与增速 (右轴) .....	5
图 3: 阿莱德近期销售毛利率、归母净利率、摊薄 ROE 水平 (%) .....	5
图 4: 2019-2022H1 阿莱德主营收入拆分 (%) .....	6
图 5: 2019-2022H1 阿莱德主营业务各分项毛利率 (%) .....	6
图 6: 2019-1H2022 公司毛利额占比 (%) .....	6
图 7: 全球运营商资本开支 (亿美金) .....	7
图 8: 2020Q4 通信运营商竞争格局 .....	7
表 1: 阿莱德主要产品及其功能介绍 .....	4
表 2: 2019-1H2022 阿莱德前 2 大客户收入 (百万) 及其占比 (%) .....	7
表 3: 阿莱德与行业内竞争对手产品矩阵与性能水平比较 .....	8
表 4: 阿莱德募投项目 .....	8
表 5: 可比公司财务数据与估值表现 .....	9

## 公司概况

### 股东结构

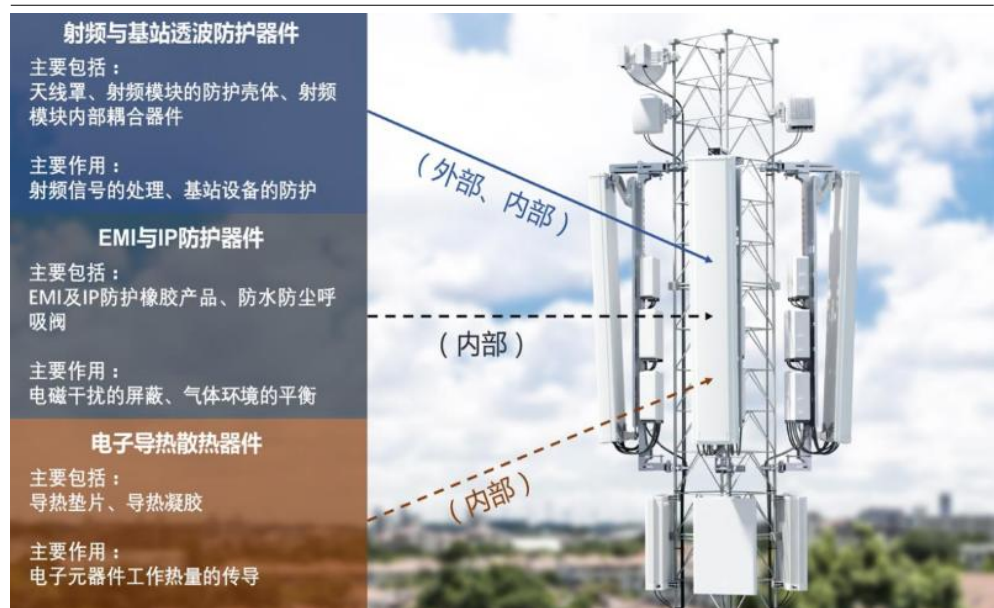
公司实控人为张耀华，通过英帕学间接持股 1350 万份，直接持股 1500 万份，占总股本 38%（上市前）。张耀华与公司股东英帕学、张艺露女士（张耀华先生之女）、朱红先生、朱玲玲女士（朱红之女）、薛伟先生（公司总经理）签署了《一致行动协议》，合计拥有公司 73.6% 的表决权。

### 主营业务：从通信零部件向电子散热器件延伸

公司基于高分子材料，主营通信设备零部件，提供的产品包括射频与透波防护器件、EMI 及 IP 防护器件和电子导热散热器件等，下游主要为移动通信基站设备内、外部。

公司成立于 2004 年，完整经历了 2G、3G、4G、5G 的移动通信发展，在材料改性、材料配方、制备工艺等方面积累了较多核心技术。

图1：公司主要产品



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表1：阿莱德主要产品及其功能介绍

产品大类	产品细类	用途	性能要求
射频与透波防护器件	5G 相控阵天线罩	保护天线内部电子元器件的特殊壳体，使其电子元器件免受风雨、冰雪、沙尘和太阳辐射等	机械性能、耐候性能，同时要有透波性能，减少信损耗，这需要较低的介电常数和损耗角正切
	基站射频单元防护壳体	保护基站射频单元，降低太阳辐射带来的升温、优化散热、防止腐蚀沙尘等	-

	无源交叉耦合器件	用于滤波器单元,连接滤波器中非相邻的腔体,通过实现传输信号的相位变化及信号环路的汇合,形成信号的传输零点,抑制信号	需采用特殊介质材料和金属材料,有介电常数低、介电损耗小、线膨胀系数低等特性
EMI 及 IP 防护器件	EMI 及 IP 防护橡胶产品	订制的特殊胶条、衬垫,用于通信设备壳体间,以解决阻抗失配和公差问题	要求防护橡胶低永久压缩形变、高屏蔽性能、较强耐候性,因此需要按照配比和供需加入铝镀银、玻璃镀银、石墨镀镍等改性粉体
	防水防尘呼吸阀	用于解决通信设备腔体内外的气压差问题,在隔绝水分子、烟雾尘埃的同时实现气体交换	-
电子导热散热器件	导热垫片	用于较为平整的电子元器件	需要兼顾体积电阻率和导热系数。在体积电阻率达到 $10^{13} \Omega \cdot \text{cm}$ 的同时,导热系数可达到 $12\text{W/m} \cdot \text{K}$ 以上;非绝缘的高 K 值导热垫片,公司的相关产品导热系数可达 $30\text{W/m} \cdot \text{K}$ 以上
	导热凝胶	泥状高分子填充材料,没有硬度,可以压缩至很薄,适合接触面变化大的如不平整的 PCB 板和不规则元器件	必须满足长时间垂直放置不开裂、不滑移、不析油、不干化等要求

资料来源:公司招股说明书,国信证券经济研究所整理

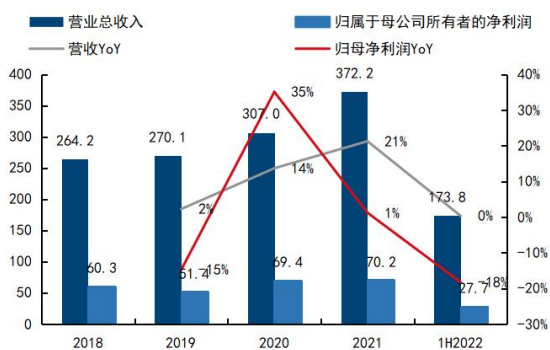
## 公司业务：成长迅速，研发强劲

### 营收稳步增长，电子导热产品逐渐成长为基石

公司 2018-1H22 分别实现收入 2.6/2.7/3.1/3.7/1.7 亿元；实现归母净利润 0.6/0.5/0.7/0.7/0.3 亿元。公司营收增速较为平稳，净利润近年来整体规模增速较为平缓。2022 上半年，公司收入增长较少，利润同比有所下滑，主要是受到上海与江苏疫情影响。

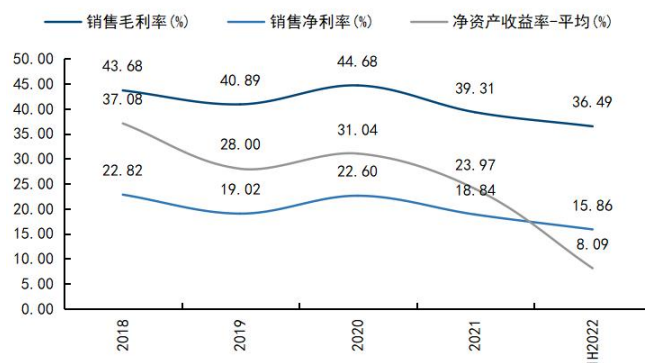
利润率方面，公司 21 年后表现有所下滑，主要是受到射频防护器件、EMI 及 IP 防护器件毛利率下滑的影响。

图2：阿莱德近期营收利润表现（百万元，左轴）与增速（右轴）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图3：阿莱德近期销售毛利率、归母净利率、摊薄 ROE 水平 (%)



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司营收中，射频与防护器件占比较高，历史规模每年在 1.6 亿-2.0 亿左右，稳中有增，收入占比在 48%-62%之间，但收入比重逐年下滑，近年来主要拉动细项

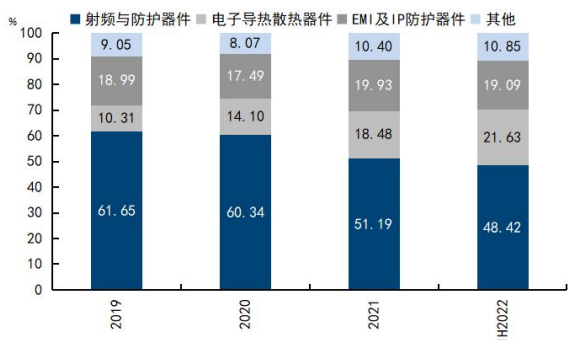


为 5G 相控阵天线罩。

公司近年重点开发的产品为电子导热散热器件，占比从 2019 年的 10.31% 提升至 2022 上半年的 21.63%，公司该产品在 2019 年进入三星供应链，成为三星基站高 K 值导热垫片的主要供应商，2021 年公司高 K 值导热垫片与导热凝胶增长 106%，导热脂产品收入增长 59%。导热产品为公司当前的成长主力，核心客户包括三星、诺基亚、爱立信等。

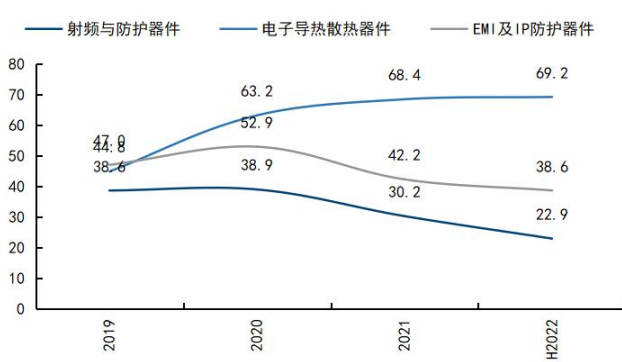
各产品毛利率方面，电子导热散热期间毛利率最高，2020 年后均在 60% 以上，1H22 达到 69.2%。另外两类防护器件的毛利率近年均呈现下滑趋势。因此从毛利额占比来看，导热产品已经成为公司毛利额贡献最大的板块，1H22 占比达到 41%。

图4：2019-2022H1 阿莱德主营收入拆分 (%)



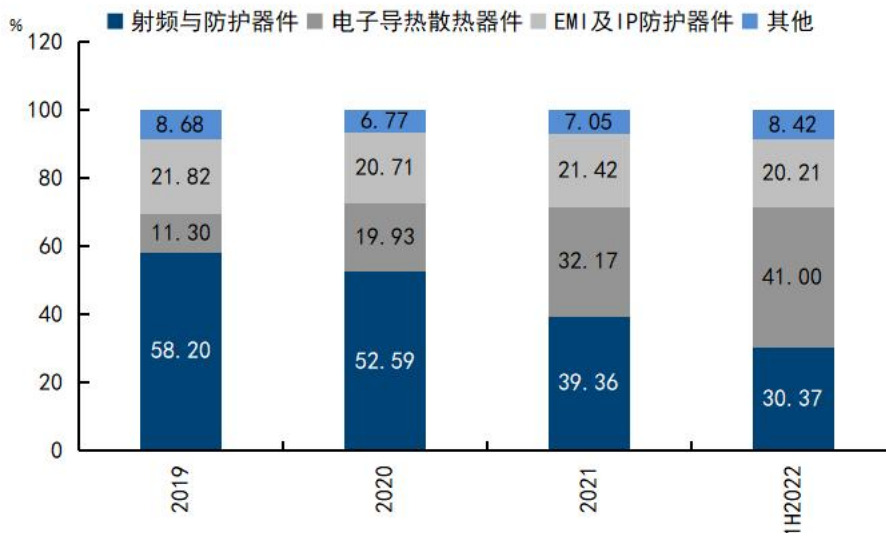
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图5：2019-2022H1 阿莱德主营业务各分项毛利率 (%)



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图6：2019-1H2022 公司毛利额占比 (%)



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

## 客户集中度较高，最主要为爱立信与诺基亚

在通信零部件行业开展业务的过程中，厂商与下游大型优质客户建立稳定供应链关系的门槛较高。为维护自身的品牌声誉和生产稳定性等，通信主设备商往往对所选择的供应商有着严苛的审核和认证过程。公司下游客户以通信行业头部企业爱立信和诺基亚为主，历史上每年前两大客户收入占比接近 80%。

表2: 2019-1H2022 阿莱德前 2 大客户收入（百万）及其占比（%）

	2019	2020	2021	1H2022
公司营业收入	270.06	306.97	372.21	173.75
爱立信	180.31	183.21	194.94	81.94
诺基亚	48.43	80.59	93.03	51.00
爱立信占比	67%	60%	52%	47%
诺基亚占比	18%	26%	25%	29%

资料来源:公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

## 行业简析

### 所处通信设备零部件行业，电子导热散热器性能高于行业

公司属于通信设备零部件行业，上游以大宗原材料为主，下游厂商主要包括通信主设备商（五大包括华为、爱立信、诺基亚、中兴以及三星），基站天线厂商以及射频期间厂商。

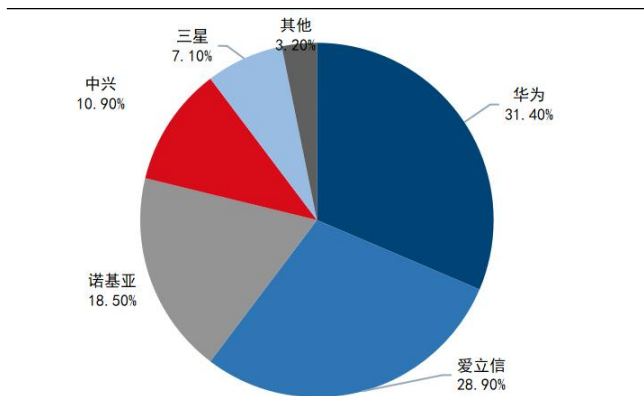
行业属于下游驱动型，下游运营商的投资规模存在一定周期性，高峰往往伴随通信技术演进出现。

图7: 全球运营商资本开支（亿美金）



资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图8: 2020Q4 通信运营商竞争格局



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

公司在行业中的直接竞争对手包括诺兰特、莱尔德、飞荣达、利力亚斯、迪睿合与中石科技等公司。公司直接竞对中的上市公司较少，公司在 EMI 与 IP 防护器件品类中的性能与行业竞争对手水平相当，电子导热散热器产品性能高于同行业水平。

**表3: 阿莱德与行业内竞争对手产品矩阵与性能水平比较**

公司	射频与透波防护器件	EMI 与 IP 防护器件	电子导热散热器件
诺兰特		○	○
莱尔德		○	○
飞荣达	○	○	○
利利亚斯	○		
迪睿合			○
中石科技		○	○
公司的竞争地位	(1) 产品份额: 在公司所供应的射频与透波防护器件品类内, 公司是爱立信、诺基亚的核心供应商。(2) 产品性能: 公司的 5G 相控阵天线罩拥有优异的性能, 在 5G 高频段透波率最高超过 98%; 因无竞争厂商的公开数据, 公司无法对比相关性能。	(1) 产品份额: 在公司所供应的 EMI 与 IP 防护器件品类内, 公司是爱立信的核心供应商。(2) 产品性能: 根据相关厂商的公开信息, 在可比产品里, 公司的 EMI 与 IP 防护器件性能与行业竞争对手水平基本相当。	(1) 产品份额: 在公司所供应的电子导热散热器件内, 公司是爱立信的核心供应商。在高端导热垫片方面, 公司是三星基站的核心供应商。(2) 产品性能: 根据公开信息, 在可比产品里, 公司的电子导热散热器件的新型高端产品性能高于同行业竞争水平。

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

## 募投项目

本次 IPO, 公司计划募集资金 3.3 亿元投入 3 个建设项目。

- 5G 通信设备零部件生产线建设项目:** 计划投入募集资金 1.61 亿, 建设期 3 年。
- 5G 基站设备用相关材料及器件研发项目:** 计划投入募投资金 0.8 亿, 在公司正在建设中的奉贤总部基地内定制实验室、添置研发设备并招收研发人才。

**表4: 阿莱德募投项目**

序号	项目名称	项目总投资	募集资金拟使用量
1	5G 通信设备零部件生产线建设项目	16,124.65	16,124.65
2	5G 基站设备用相关材料及器件研发项目	8,240.50	8,240.50
3	补充流动资金	9,000.00	9,000.00
-	<b>合计</b>	<b>33,365.15</b>	<b>33,365.15</b>

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理和预测

## 可比公司情况

A 股以上市公司中, 与公司完全可比的公司较少, 此处结合招股书数据, 选取有精密注塑产品的公司作为对比, 包括格林精密、唯科科技、肇民科技、中石科技作为可比对象, 截至 2023 年 2 月 9 日, 可比公司 2022 年平均静态市盈率为 22 倍, 2023 年一致预期平均 PE 为 18 倍。



表5: 可比公司财务数据与估值表现

股票代码	公司简称	2021年 营收(亿元)	2021年 归母净利润(亿元)	22H1收 入增速 (%)	22H1归 母增速 (%)	近三年 营收复 合增速 (%)	近三年 归母复 合增速 (%)	静态 PE2021 (倍)	静态 PE2022E (倍)	静态 PE 2023E (倍)	总市值 (亿元)
300968	格林精密	14.2	0.9	18	50	10	7	42.1	-	-	37.5
301196	唯科科技	11.6	1.9	-23	-27	22	77	23.6	-	-	45.2
301000	肇民科技	5.8	1.2	-8	-6	26	30	25.4	22.2	17.8	29.6
300684	中石科技	12.5	1.3	19	22	18	-2	36.8	25.0	17.8	48.5
	平均					24	53	24.5	22.2	17.8	
	阿莱德	3.7	0.7	0.3	-18	12	5				

资料来源: ifind, 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

备注: 2022/2023年盈利预测为 ifind 一致预期; 估值根据 2月9日收盘市值计算

## 风险提示

风险提示 1: 技术上, 产品研发未达预期风险、关键技术人员流失风险、核心技术泄密风险、单一大客户过度依赖风险;

风险提示 2: 财务上, 存货规模较大且发生跌价、净资产收益率下降风险;

风险提示 3: 经营上, 国际贸易摩擦加剧风险、规模扩张后的管理风险、产能不足风险。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032