

拓展新能源拉动全新成长，全球化布局引领精密智造

证券研究报告

2023年02月12日

领益智造（002600.SZ）首次覆盖报告

• 核心结论

精密制造龙头，平台化业务布局强化核心竞争力。公司以模切起家，2008年便切入国际智能手机领军客户供应链，借助与核心大客户的深入合作，完成了“高端材料-精密功能件-结构件-功能模组组装-整机组装”的完整产业链条构建，经过多年砥砺深耕，在多个产品领域已实现全球领先。

消费电子成长趋缓，贸易摩擦影响下国内市场蛋糕也逐渐缩减，领益在新能源等新兴领域布局全面，产能全球化布局早涉足面广，持续成长后继有力。在手机等终端行业成长趋缓的背景下，新能源相关领域成为国内电子制造必由的成长出口，领益在新能源侧的布局很早，而且涉足甚广，在电池结构件方向产品主要包括电芯盖板、电芯壳和连接片，未来有望拓展至组合电池结构件、模切、碳纤维产品和新材料等，在锦泰基础上，公司已建成福鼎、苏州和溧阳的生产基地，规划的产能规模相当可观。光伏领域，赛尔康印度生产基地，是美国前五大太阳能公司 Enphase 微光伏逆变器的代工生产商，Enphase 是全球微逆龙头供应商，微型逆变器渗透趋势的加快，将为领益贡献可观的收入增量和利润弹性。

VR/AR 等新兴应用与增量组件类业务布局不断。消费电子产业并非完全没有新的变化，从终端产品形态看，VR/AR 正在逐步进入生态成熟期，领益在相关的一线客户领域卡位具备明显优势。

笔记本的相关组件供应过往由台系厂商掌控，近年来国产供应链侵蚀的速度在逐渐加快，领益在键盘等关键部件的替代节奏与全新增量值得期待。

投资建议：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 16.28 亿、20.20 亿和 25.40 亿元，考虑到公司在新能源等新兴领域的持续布局与全球化产能扩张，看好公司的进阶成长，给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价为 7.17 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示： 1、新兴业务拓展不及预期；2、结构件等新兴市场增长不及预期；3、核心客户推迟 AR/MR 产品的推出；4、消费电子景气度复苏缓慢

• 核心数据

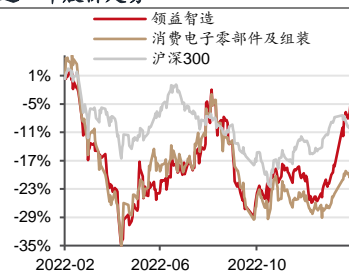
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	28,143	30,384	35,334	41,081	48,514
增长率	17.7%	8.0%	16.3%	16.3%	18.1%
归母净利润（百万元）	2,266	1,180	1,628	2,020	2,540
增长率	19.6%	-47.9%	38.0%	24.1%	25.7%
每股收益（EPS）	0.32	0.17	0.23	0.29	0.36
市盈率（P/E）	18.0	34.5	25.0	20.2	16.0
市净率（P/B）	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级	买入
股票代码	002600.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	5.79

近一年股价走势



分析师

王凌涛 S0800522090004
wanglingtao@xbmail.com.cn
沈钱 S0800522090003
shenqian@xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	4
关键假设	4
区别于市场的观点	4
股价上涨催化剂	4
估值与目标价	4
领益智造核心指标概览	5
一、精密制造龙头，平台化业务布局强化核心竞争力	6
1.1 以模切起家，横纵向拓展实现平台化布局	6
1.2 借势消费电子快速成长，强化管控提升盈利能力	8
二、制造巨擘寻求转型，新能源是必由之路	11
2.1 消费电子制造巨擘相继转型，领益不落人后	11
2.2 新能源有望成为精密制造行业的成长催化剂，产业链转型水到渠成	15
2.3 Enphase 微逆核心 ODM，开启光伏产业链布局	17
2.4 全球化与一体化布局增强领益转型动能，成效已初步显现	20
三、消费电子新业务布局有序展开	22
3.1 VR/AR 有望进入商用元年，领益卡位优势明确	23
3.2 承接关键客户笔记本键盘制造，蚕食台系厂商份额	25
四、盈利预测及投资建议	27
4.1 业务拆分及盈利预测	27
4.2 相对估值	28
4.3 绝对估值	28
4.4 投资建议	29
五、风险提示	29

图表目录

图 1: 领益智造核心指标概览图	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 2018 年反向收购后，各子公司业务情况	6
图 4: 公司整机组装平台	7
图 5: 公司现有业务结构	7
图 6: 公司历年新增产品情况	8
图 7: 截至 2022 年第三季度，公司股权结构情况	8
图 8: 以领益科技和领益智造为统计口径，公司历年收入情况	9
图 9: 精密功能结构件毛利率情况	10
图 10: 领益科技自身的归母净利润表现	10
图 11: 上市公司的归母净利润（2020 前包含未剥离亏损业务）	10
图 12: 公司研发费用及占营业收入比重	11
图 13: 动力电池电芯盖板及结构示意图	13
图 14: 电芯铝壳	13
图 15: 动力电池转接片	13
图 16: 锂电池盖板、壳体和软连接等结构件制备流程	14
图 17: 浙江锦泰核心车企客户	14

图 18: 组合电池拆分情况.....	15
图 19: 精密制造行业产业链.....	15
图 20: 新能源车锂电池结构拆分.....	16
图 21: 精密结构件在新能源车领域的应用.....	16
图 22: 汽车结构件制备流程.....	16
图 23: 全球智能手机出货量.....	17
图 24: 全球消费电子精密功能件和结构件市场.....	17
图 25: 全球新能源车销量.....	17
图 26: 中国锂电池结构件市场规模.....	17
图 27: Enphase IQ8 微型逆变器.....	18
图 28: 全球微逆主要企业出货情况.....	18
图 29: 2020 年全球微型逆变器市场竞争格局.....	18
图 30: 领益当前为 Enphase 代工以及未来有望涉足的产品.....	19
图 31: 全球新增光伏装机量.....	19
图 32: 我国新增光伏装机情况.....	19
图 33: 全球微型逆变器出货量及渗透率.....	20
图 34: 全球主要地区逆变器出货情况.....	20
图 35: 全球微型逆变器需求量及增速.....	20
图 36: 领益智造的全球化布局.....	21
图 37: 领益在消费电子、汽车、清洁能源领域的布局.....	22
图 38: 2020 年全球磁性材料结构市场.....	22
图 39: 公司磁性材料.....	22
图 40: 全球 VR/AR 出货量.....	23
图 41: 全球 XR 头显出货量.....	23
图 42: VR 眼镜拆解图.....	24
图 43: AR 眼镜拆解图.....	24
图 44: Nreal AR 眼镜出货情况.....	24
图 45: 苏州领益智造精密厂房.....	25
图 46: 2021 年全球笔记本电脑市场份额.....	25
图 47: 笔记本电脑键盘产业链.....	26
图 48: 领益智造键盘相关产品.....	26
表 1: 公司客户积累情况.....	9
表 2: 智能手机一线供应商转型情况.....	11
表 3: 领益智造在锂电池结构件领域布局.....	12
表 4: 公司主营业务收入拆分.....	27
表 5: 同类公司估值比较.....	28
表 6: 绝对估值法.....	29
表 7: 绝对估值敏感性分析 (单位: 元/股).....	29

投资要点

关键假设

(1) 精密功能及结构件收入稳步成长，盈利能力恢复。未来 2-3 年虽然智能手机市场难见增长，但公司精密功能件及结构件在核心大客户终端产品中的料号品类及份额不断提升，仍能实现进一步稳定成长，此外，公司有望于 2023 年开始承接核心客户笔记本电脑键盘的组装代工，将为精密功能件和结构件业务带来可观的收入增量，盈利能力方面，随着上游原材料回归正常价格，该业务毛利率有望回暖，预计 2022-2024 年精密结构件业务的收入分别为 248.50 亿、275.96 亿和 303.56 亿元，毛利率分别为 22.50%、25.00% 和 25.50%。

(2) 苹果入局有望开启 VR/AR 新一轮高速增长，进而带动公司智能穿戴设备组装收入的不断成长，公司充电器及精品组装业务收入有望维系高质量成长，预计 2022-2024 年该业务收入分别为 65.02 亿、79.97 亿和 95.17 亿元，毛利率分别为 5.5%、5.5% 和 5.5%。

(3) 随着公司在新能源车功能件和结构件领域的不断拓展，相关收入有望迎来高速增长，预计 2022-2024 年汽车产品分别贡献收入 11.99 亿、20.02 亿和 35.03 亿元，毛利率分别为 10%、15% 和 20%。

(4) 随着过往触控显示、贸易等非主营方向的业务的剥离，公司其他收入主要来自于光伏领域，受益于分布式光伏电站的装机，公司微型逆变器代工量有望不断增长，预计 2022-2024 年其他业务收入分别为 14.16 亿、19.82 亿和 34.69 亿元，毛利率分别为 10%、12% 和 13%。

区别于市场的观点

本文中我们着重阐述了公司在新能源领域的布局及未来前景，尤其是新能源相关应用的各种模切与结构件方向、在微型逆变器以及相关可延展的方向的深化，在新兴终端与组件市场的。市场对公司这些方面的认知与理解仍不够全面，而这恰恰是公司未来业绩实现持续稳定成长非常重要的依托。

股价上涨催化剂

- (1) 公司新能源业务布局不断深化，收入和利润占比不断提升；
- (2) 核心客户入局 AR/MR，带动公司精密制程、模切、CNC、冲压、组装业务新一轮的成长。
- (3) 在核心客户的笔电键盘等关键组件实现量产且市场份额显著提升。

估值与目标价

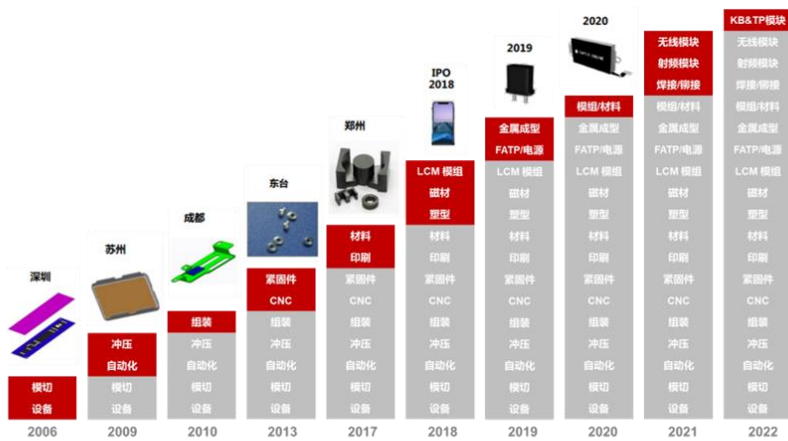
预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 16.28 亿、20.20 亿和 25.40 亿元，考虑到公司在新能源等新兴领域的持续布局与全球化产能扩张，看好公司的进阶成长，给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价为 7.17 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

领益智造核心指标概览

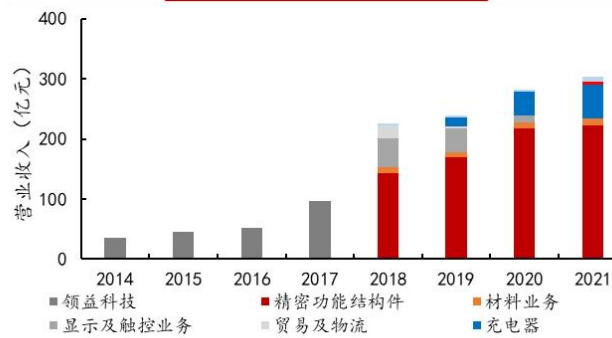
图 1：领益智造核心指标概览图



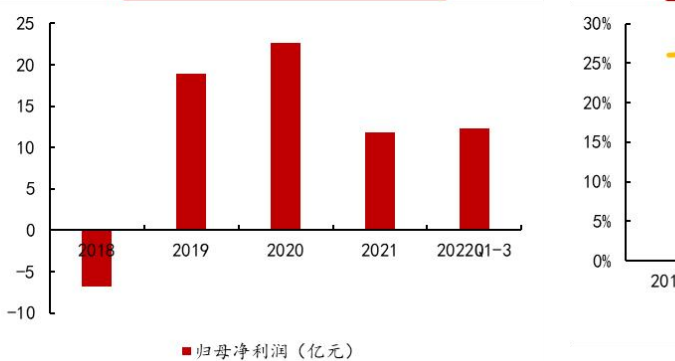
公司近几年致力于业务平台化发展，立足于模切、冲压、CNC等方面的工艺能力，并依托于智能终端所积累的精密制造及自动化优势，不断往新能源车、光伏等新兴游的回暖以及新下游的快速发展，过往的全面布局有望成为业绩端稳健成长的重要



营业收入



归母净利润



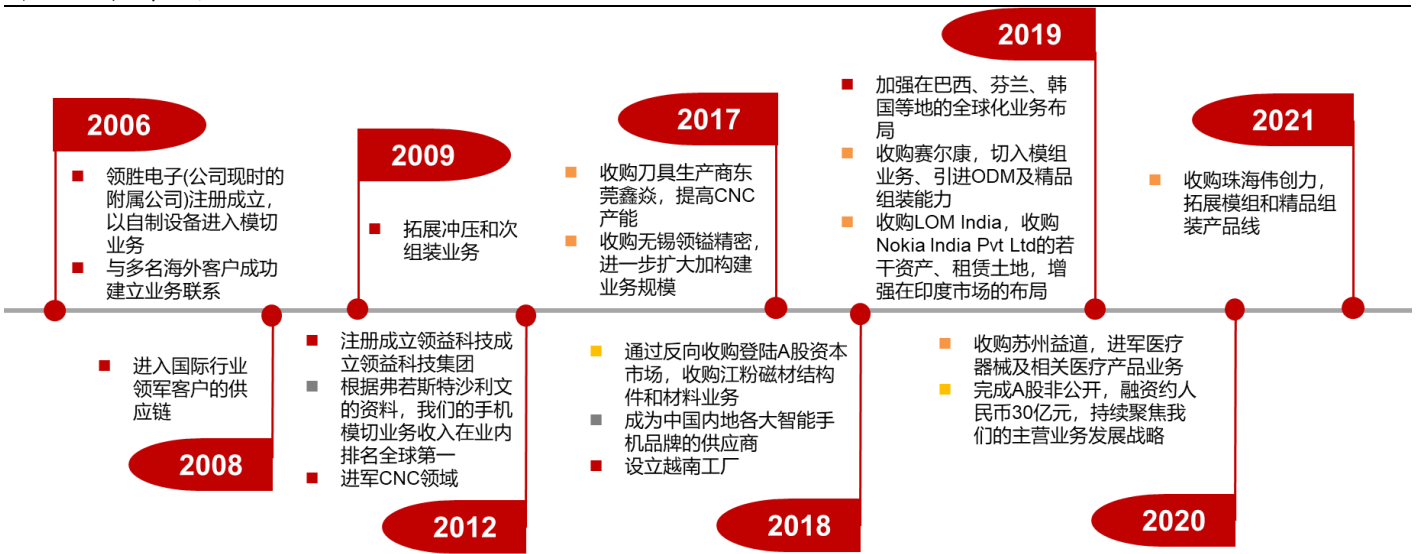
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、精密制造龙头，平台化业务布局强化核心竞争力

1.1 以模切起家，横纵向拓展实现平台化布局

广东领益智造股份有限公司成立于2006年，深圳领胜电子是领益智造体系内成立最早的公司，成立之初依托自制设备进入模切领域，与多名海外客户成功建立业务合作关系，并于2008年切入国际智能手机领军客户供应链，而后，借助与核心大客户的深入合作，公司顺利进军至冲压、CNC、紧固件和模组等领域。公司在实现业务快速成长的同时，积累了丰富的精密功能器件相关的技术和工艺能力，为后续切入国内智能手机领军客户、以及其他先进应用领域奠定了良好的基础。

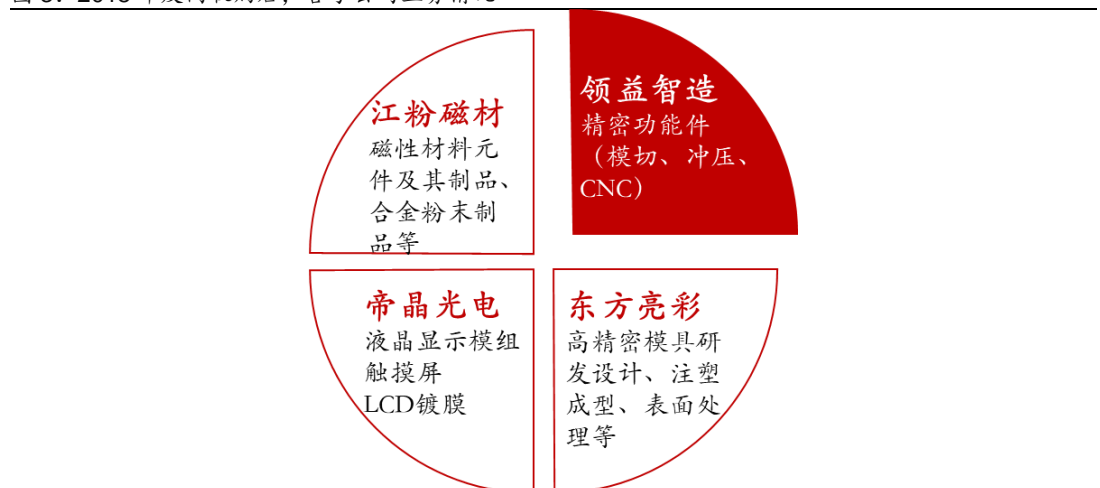
图2：公司发展历程



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

2012年，领益科技集团注册成立，2012-2017年期间，公司相继将负责不同业务的各个子公司重组整合至领益科技体内，2018年，领益科技通过反向收购江粉磁材实现借壳上市，江粉磁材原有业务为软磁材料和部分铜类贸易业务为主，2015年和2016年分别收购帝晶光电和东方亮彩，分别从事触控显示模组以及消费电子精密结构件业务。并购江粉磁材后，公司完成了从上游原材料到中游精密功能件、精密结构件、模组的一体化业务布局生产技术的协同，使公司在消费电子零部件模组化趋势中得以占得先机。

图3：2018年反向收购后，各子公司业务情况



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2019年，公司收购全球最大的充电器制造厂商赛尔康，实现了 SMT（Surface Mounted Technology，表面贴装工艺）和 FATP（Final Assembly Test and Pack，终端装配测试与集成）技术能力初步储备，引进 ODM 及精品组装能力，此外，赛尔康的收购，为公司后续切向光伏微逆的代工埋下伏笔。整机组装平台以自动化技术为基础，叠加公司成长过程中积累的多体系组件产品的生产制造能力，进一步延伸了产业链覆盖长度，助力客户简化采购流程，提高质量稳定性，降低成本，进而提升公司的核心竞争力。

图 4：公司整机组装平台



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

至此，通过在模切、冲压、CNC 和自动化等方面的工艺布局，公司完成了“高端材料-精密功能件-结构件-功能模组组装-整机组装”的完整产业链条构建，其中，材料细分下有磁材、以及模切材料、陶瓷材料和功能膜材料等，精密功能件则包括精密组件、光学器件和微电子元件，结构件以塑料结构件和金属结构件为主，功能模组组装包括 OLED 键盘模块，电机模块、热模块、轴模块、无线充电和射频设备等，整机组装则以充电器、智能手机、TWS 耳机、逆变器和软包配件等环节构成。

图 5：公司现有业务结构

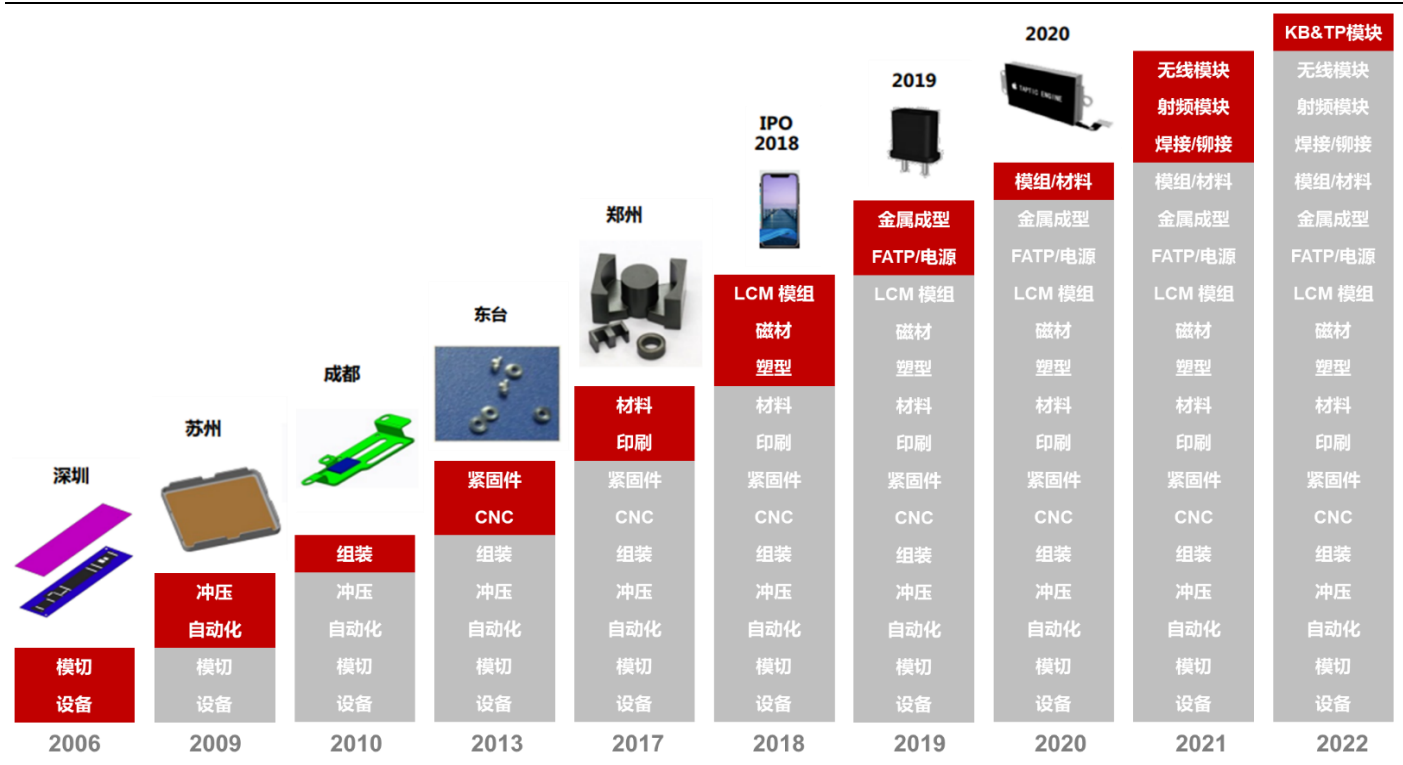


资料来源：公司官网，西部证券研发中心

在完备的产业链布局下，公司打通各业务板块的客户渠道，实现了不同业务的深度融合与共享，强化了每个业务的竞争力，经过多年砥砺深耕，在多个产品领域已实现国内甚至全球领先：（1）高端材料领域，公司是国内前五的磁性材料制造商，配套全球知名电极生产厂商和电子器件生产商；（2）精密小件（模切、CNC 和冲压件）领域是全球最大供应商，智能手机 A 客户诸多小件料号份额约 50%；（3）精品组装领域，赛尔康是全球

最大的充电设备供应商，全球领先的充电模组和光机模组供应商。

图 6：公司历年新增产品情况

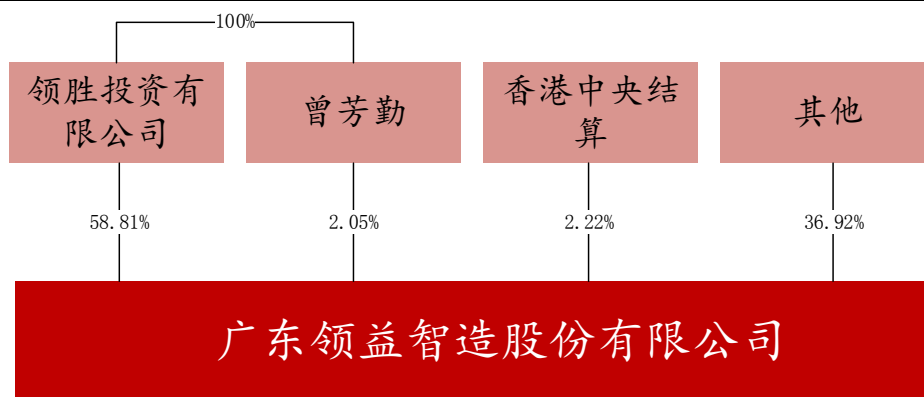


资料来源：公司官网，公司公告，西部证券研发中心

1.2 借势消费电子快速成长，强化管控提升盈利能力

截至 2022 年三季度，公司的第一大股东为领胜投资，共持有公司股份 58.81%，领益智造的创始人曾芳勤女士持有领胜投资 100% 股份，与领胜投资为一致行动人，此外，曾芳勤女士还直接持有公司 2.05% 的股份，合计持有股份比例为 60.86%，是公司的实际控制人。

图 7：截至 2022 年第三季度，公司股权结构情况



资料来源：wind，西部证券研发中心

经过多年的发展，公司已拥有稳定且多元化的客户结构，尤其是消费电子端，当前全球前十大智能手机终端品牌厂商均是公司客户，在 2016 年以前，公司便已切入至苹果、华为、vivo 和 OPPO 等国内外智能终端主力品牌厂商供应链中，通过多年合作已发展成为战略合作伙伴，在产品端并不拘泥于手机，逐步向其他方向延展。

更为重要的是公司在核心客户供应链体系中的地位不断增强，以苹果为例，公司模切产品在 2008 年便已经切入 iPod 供应链，2009-2013 年，逐步扩展到 iPhone, iPad, iMac 和 MacBook 等主流产品，近几年在关键产品中的供给料号持续提升，整体份额稳中有升，与此同时，公司会与客户共同探讨未来新产品的生产工艺、技术研发和项目管理等，积极配合客户进行新项目的布局，如当下正不断推进的 AR/MR 等项目产品。

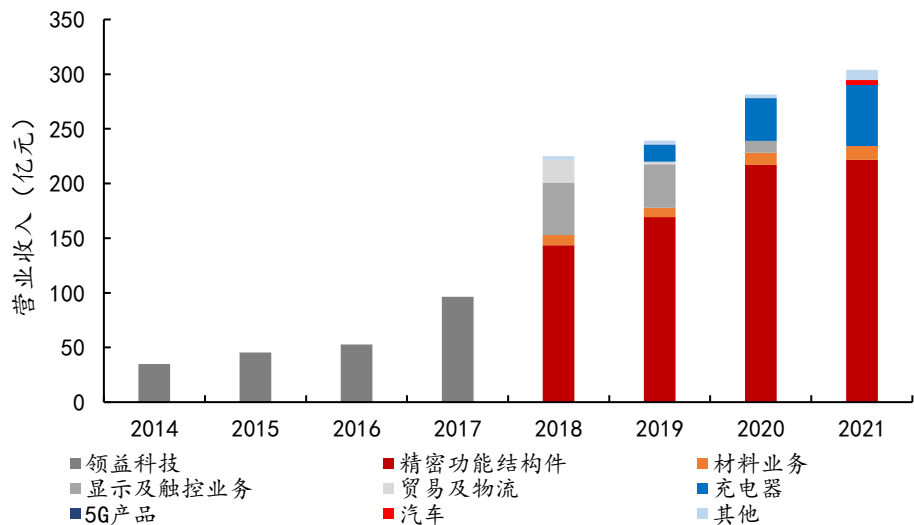
表 1: 公司客户积累情况

年份	客户/产品供应链	公司产品
2008 年	切入苹果供应链 (iPod)	模切件
2009-2013 年	苹果的产品从 iPod 扩展到 iPhone、iPad、iMac、MacBook	模切件，冲压件，CNC 件，紧固件，组装件
2014 年	切入 vivo 供应链	
2015 年	切入 OPPO 供应链	
2016 年	切入华为供应链	
2017 年	苹果产品扩展至 AirPods	
未来	苹果产品拓展至 AR/VR	

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

自身产品线的不断丰富、核心客户整体供给份额的提升、以及新客户的不断开拓，是公司发展过程中贯穿全程的成长核心推动力，在 2016 年之前，全球智能手机出货量逐年攀升，所有的智能终端供应链公司的成长都顺风顺水，公司也不例外，并且增速明显强于行业，2014-2017 年间，领益智造的营业收入从 34.93 亿元增长至 96.36 亿元，年复合增长 40.25%。2018 年之后，智能终端行业进入饱和区，大环境成长放缓，但公司仍凭借自身产业一体化布局的优势，维持着稳健成长步调，2018-2021 年间，公司精密功能结构件业务营业收入从 143.56 亿元增长至 221.68 亿元，年复合增长 15.58%。在这个过程中里，虽然有赛尔康收购后带来的新业务叠加，但这些年公司也一直在逐步剥离不能盈利的非核心业务，公司整体营业收入从 2018 年的 224.99 亿元增长至 2021 年的 303.85 亿元，年复合增长 10.53%。

图 8: 以领益智造和领益智造为统计口径，公司历年收入情况

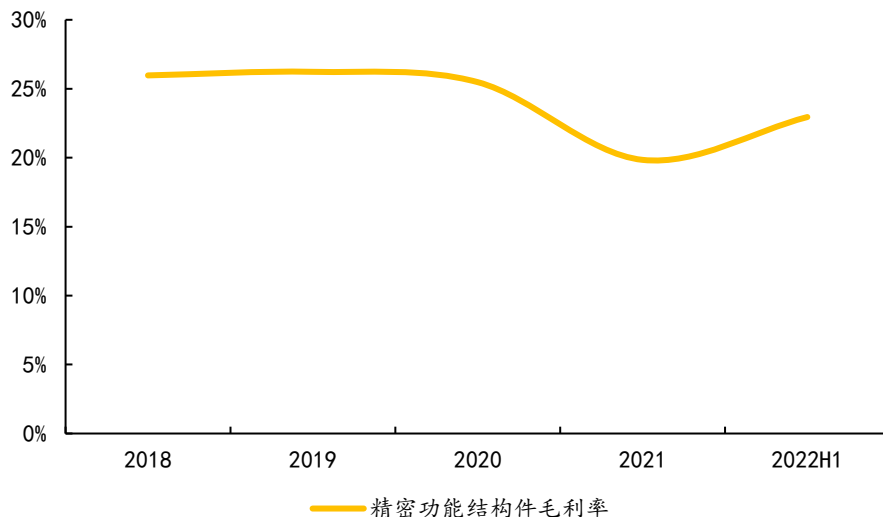


资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司核心业务的盈利能力始终保持较佳的水准，上市之前，2014-2017 年间，领益智造的毛利率已超过 30%，处于行业较为领先的位置，2018 年以后，即使并入了东方亮彩的

结构件业务，公司精密功能结构件业务的毛利率仍能维持在 25%以上。公司精密功能件、结构件的直接上游是金属及树脂材料，2021 年由于上游原材料的涨价，公司毛利率有所下滑，2022 年后随着原材料价格回归正常状态，公司上半年毛利率回升至 23%。

图 9：精密功能结构件毛利率情况

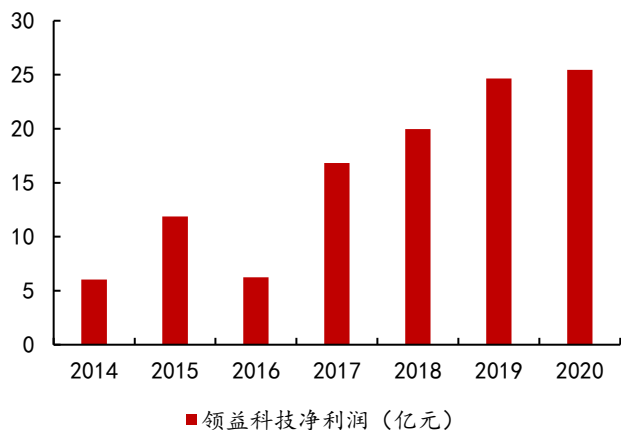


资料来源：wind，公司公告，西部证券研发中心

核心业务收入增长以及稳定的盈利能力，为公司整体业绩奠定较好的基础，领益智造的归母净利润从 2017 年的 16.83 亿元逐年增长至 2020 年的 25.45 亿元，年复合增长 14.78%。但由于显示触控和贸易物流业务与精密结构件协同性较弱，东方亮彩则受累于金立相关坏账计提准备，这些并购时产生的“历史遗留问题”，对集团层面的归母净利润造成了一定程度的拖累，因此上市后，公司一直在进行资源的有效重组和相关资产的剥离：（1）2019 年剥离贸易与物流业务；（2）2020 年对外转让帝晶光电和江粉高科股权；（3）回购注销东方亮彩因未完成业绩承诺应补偿的全部股份。

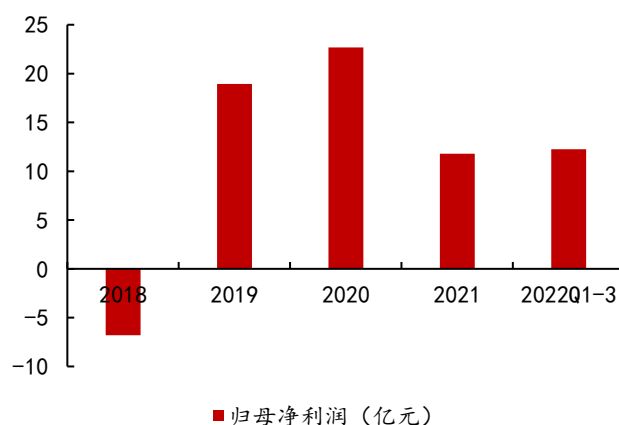
公司发展的战略方向明确，对于不具备行业竞争力的鸡肋业务，处理亦相当果断。当然，2021 年受累于疫情、上游原材料大幅涨价以及缺芯缺料长短脚等行业难题，公司的业绩表现不及预期，但随着相关外部负面因素逐渐消弭，公司在核心业务上的“冗余瘦身、专项加强”将逐步得以体现。未来，随着下游新兴应用领域的不断开拓，扎实的资产质量，有望推动公司实现持续高质量增长。

图 10：领益智造自身的归母净利润表现



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

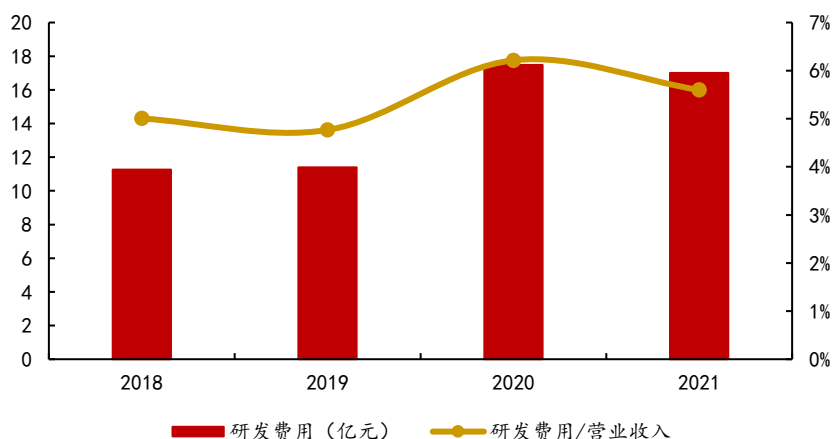
图 11：上市公司的归母净利润（2020 前包含未剥离亏损业务）



资料来源：wind，西部证券研发中心

公司相当重视研发，近几年的研发投入不断提升，占营业收入的比重亦是稳中有升，当前，公司已构建以“集团工研-BG 研发中心-BU 开发中心”为主体的完善的研发体系平台，其中，工研院专注于行业未来发展的趋势，BU 研发中心专注于工艺的开发，BG 研发中心专注于产品的研发，下设散热模组研发中心、机械工程研发中心、先进材料研发中心、精品组装中心、电磁研发中心以及建模仿真中心六大子平台。经过多年的发展，公司在产品开发、精密模具及工艺、生产自动化等领域已具备较强的研发能力，这为公司参与核心客户新品研发过程奠定良好的基础，是公司核心竞争力的重要依托。

图 12：公司研发费用及占营业收入比重



资料来源：wind，西部证券研发中心

二、制造巨擘寻求转型，新能源是必由之路

2.1 消费电子制造巨擘相继转型，领益不落人后

整体而言，消费电子供应链企业拓展至新能源车的趋势开启于 2015 年前后，如玻璃面板、光学镜头/摄像模组等产品在新能源车之上均具备应用场景，只不过彼时的市场与消费电子相比，相对较为有限，而随着智能手机进入存量阶段，新能源车行业则迎来快速成长，该领域成为消费电子上游产业链极为重要的新的成长支撑点，因此近年来电子制造行业内的不少公司基本均已明确新能源作为新的拓展方向。

如下表所示，基本国内一线的智能手机零部件供应商，均已有开展新能源领域的布局，且布局的方向基本可以沿用在智能手机领域所积累的工艺、能力、know-how 等，如立讯精密与奇瑞合作切入新能源汽车与部件生产环节；东山精密为新能源车供应结构件和 PCB 等，蓝思科技主要供应外观玻璃、智能中控、座舱、B 柱、车载内饰件等，欧菲光则是以光学镜头、摄像头为基础，切入至毫米波雷达、HUD 等环节。

表 2：智能手机一线供应商转型情况

公司	2021-2022 年新能源车领域具体布局	新能源车涉及环节	2021 年汽车收入 (亿元)	占比
立讯精密	1、控股股东立讯有限以 100.54 亿元购买青岛五道口持有的奇瑞控股 19.88% 股权、奇瑞股份 7.87% 股权和奇瑞新能源 6.24% 等“奇瑞系”股权； 2、通过境外全资子公司以 11.04 亿港元收购港股汇聚科技 74.67% 的股权 3、与奇瑞新能源拟共同组建合资公司	新能源汽车的整车研发及制造	41.43	2.69%

公司	2021-2022年新能源车领域具体布局	新能源车涉及环节	2021年汽车收入(亿元)	占比
东山精密	拟在中国(上海)自由贸易试验区临港新片区成立上海东山精密新能源科技有限公司	精密结构件、散热片、PCB	--	--
蓝思科技	上海临港建设蓝思智能新能源汽车组件与电子信息综合研发生产基地项目	外观玻璃、智能座舱、车载内饰件	--	--
安洁科技	筹划泰国工厂扩产建设新能源汽车自动化生产线,德国和美国新工厂投产建设新能源汽车自动化生产线	--	9	23.2%
欧菲光	合肥欧菲智能车联科技有限公司在合肥滨湖云谷科技园开业	光学镜头、摄像头、毫米波雷达、激光雷达、抬头显示(HUD)等、	10.25	4.49%

资料来源:各个公司公告,互动易,西部证券研发中心

领益在新能源领域的布局其实很早,而且涉足的方向也很广,公司在消费电子业务上所积累的生产和研发能力,是切入新能源车领域的最佳保障:

(1) 2021年6月,全资子公司领益深圳以3800万元收购上海领诣持有的浙江锦泰95%股权,浙江锦泰是新能源汽车行业国际大客户及国内客户结构件的供应商,交易完成后,上市公司可以在资金、研发、质量、生产、订单交付等方面增强其竞争力,并谋求与客户更广泛深入的合作;

(2) 2021年7月,公司与荆门高新技术产业开发区管理委员会签署项目投资协议,计划投资20亿元,用于建设电池精密结构件项目;

(3) 2022年5月,公司与崇州市人民政府签署《新能源结构件项目投资协议书》,计划投资30亿元,在成都崇州市经济开发区投资建设新能源电池铝壳、盖板、转接片等结构件研发、生产基地项目。

表3:领益智造在锂电池结构件领域布局

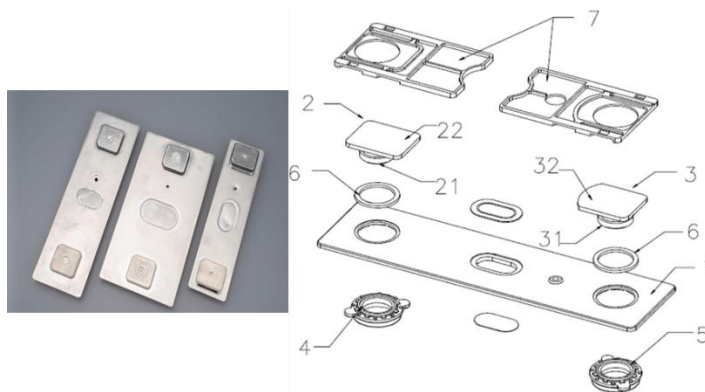
时间	布局
2021年6月	全资子公司领益深圳以3800万元收购上海领诣持有的浙江锦泰95%股权
2021年7月	与荆门高新技术产业开发区管理委员会签署项目投资协议,计划投资20亿元,用于建设电池精密结构件项目
2022年5月	与崇州市人民政府签署《新能源结构件项目投资协议书》,计划投资30亿元

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

领益目前在新能源汽车领域的布局聚焦于电池结构件方向,产品主要包括电芯盖板、电芯壳(铝壳或钢壳)和连接片,而电池结构件正是充分发挥公司金属加工、冲压等方面工艺能力的领域:

➤ 电芯盖板主要用于防止电池爆炸,由顶盖板、防爆片、翻转片、正负极铆接块等零部件组成,其中负极柱与顶盖片绝缘装配,电芯盖板的结构可以有效增加其上面的凸台与导电片接触面的过流面积,进而减少电流,有效降低动力电池起火或者爆炸的危险,提升安全性能。此外,电芯盖板之上设有防爆装置,用于电芯内部压力过大时进行泄压,防止爆炸。

图 13: 动力电池电芯盖板及结构示意图



资料来源: X 技术, 西部证券研发中心

- 壳体是动力电池电芯的关键组成部分, 对内部电化学系统进行固定和保护, 结构强度、散热等性能是衡量其工作能力的重要指标, 随着电池能量密度、安全和循环寿命要求不断提升, 降低电池壳体结构件质量、提高强度和散热性能, 成为提升电池性能的关键。钢质材料的物理稳定性、抗压力高于铝壳材质, 而铝壳则相对更为轻薄, 且可一次拉伸成形, 省去盒底焊接工序。

图 14: 电芯铝壳



资料来源: 我爱汽车网, 西部证券研发中心

- 锂电池连接片是连接电池盖板和电芯的关键部件, 其性能必须同时考虑电池的过流、强度和低飞溅要求, 在与盖板的焊接过程中, 需有足够的焊缝宽度, 保证没有不必要的颗粒落在电芯上造成电池短路。

图 15: 动力电池转接片

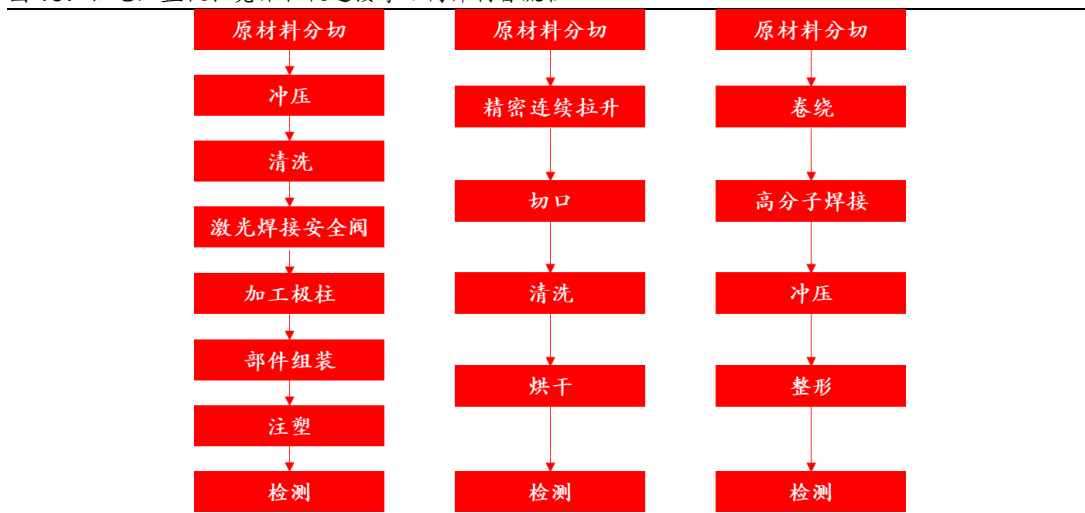


资料来源: 新能源网, 西部证券研发中心

与消费电子结构件相同, 新能源车结构件的制备工艺亦主要包括 CNC、冲压、模具、注

塑等，因此精密功能件和结构件转型车载等领域的适配度较佳，对于相关企业而言，转型过程中无需过多的工艺摸索和设备投入，更多的着力点在于制备生产符合终端客户要求的产品，并通过客户的体系认证。

图 16: 锂电池盖板、壳体和软连接等结构件制备流程



资料来源：科达利招股说明书，西部证券研发中心

出于安全性考量，汽车客户认证方面相对较为严苛且认证周期较长，领益多年服务消费电子核心客户，在贴合客户要求方面的能力自然不差，因此从智能终端领域转型至新能源领域是水到渠成之事。领益子公司浙江锦泰与奔驰、宝马、保时捷等车企的供应商已建立合作关系，2020 年拓展特斯拉作为新客户，这很大程度上有助于缩短领益在新能源领域的客户开拓周期。

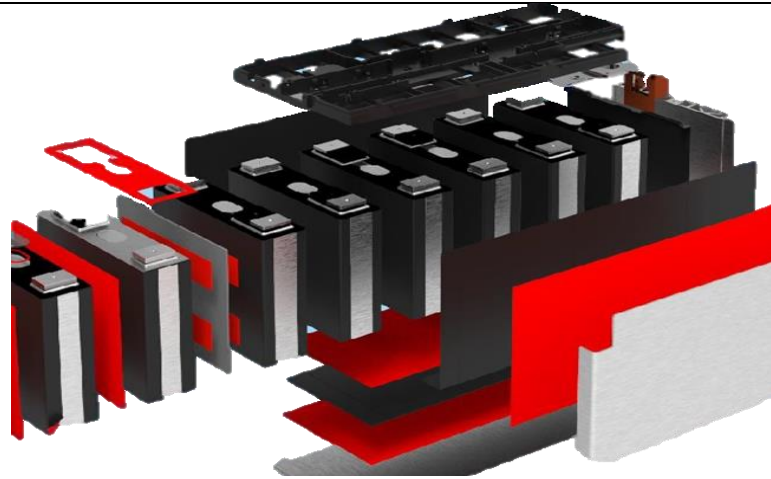
图 17: 浙江锦泰核心车企客户



资料来源：各公司官网，西部证券研发中心

在实现客户导入之后，产能规模及产线自动化等方面的能力将很大程度决定供应商的地位，领益在锦泰基础上，已建成福鼎、苏州和溧阳的生产基地，规划的产能规模相当可观，产线自动化方面更是领先于行业，此外，公司现有的工艺能力全面，未来所能涉足的领域并不局限于电芯结构件，而是有希望拓展至组合电池结构件、模切、碳纤维产品和新材料等，综合而言，经过过去几年的持续布局，领益有望在新能源车领域的核心客户群中占得自己的一席之地。

图 18: 组合电池拆分情况



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

2.2 新能源有望成为精密制造行业的成长催化剂，产业链转型水到渠成

精密制造加工属于产业链中游，通过相关的生产设备，将诸多原材料通过不同的工艺进行加工，从而获得具备特定功能的零部件，包括功能件、结构件和模组等，可以说，高端智能制造技术使得诸多下游应用的实现成为可能，是全球科技发展的基础之一。目前，精密制造加工被广泛应用于消费电子、汽车、通讯和新能源等领域。

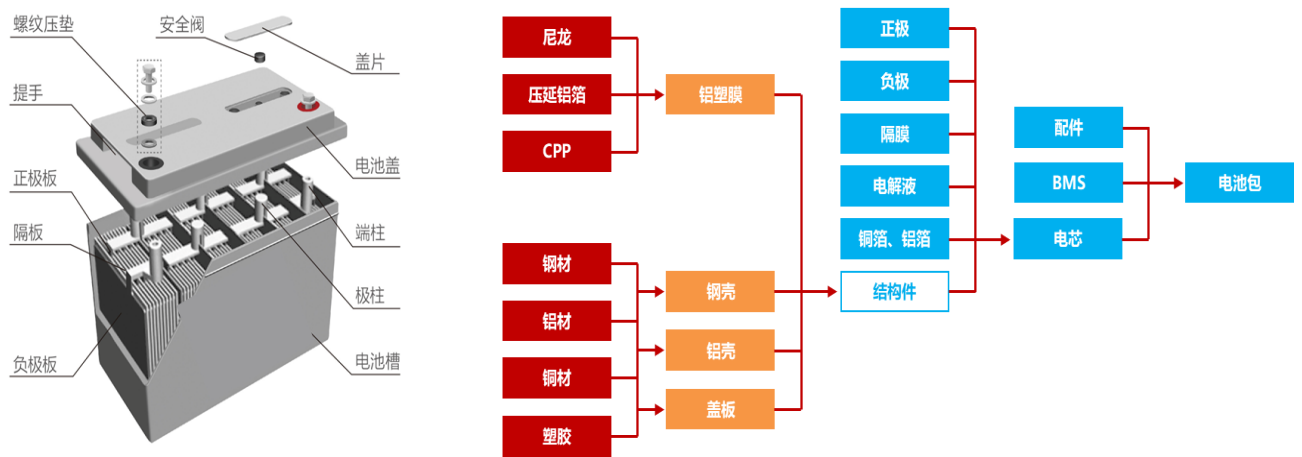
图 19: 精密制造行业产业链



资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

目前而言，新能源车及光伏行业体量足够大，有望成为推动精密制造市场进一步成长的核心下游，举例而言，精密结构件在新能源车领域可用于锂电池部分，主要包括电芯外壳顶盖、外壳、正负极软连接片、电池软连接排等，是锂电池的关键组成部分，不仅影响锂电池的能源使用效率，还对锂电池的安全性、密闭性等具有直接影响，因此整车厂、动力电池厂商对锂电池结构件的性能指标、一致性等的要求相当高，在此所需的成本亦不会轻易缩减，目前在动力电池中，精密结构件占材料成本的比重超过 10%。

图 20: 新能源车锂电池结构拆分



资料来源：搜狐，航天电源，西部证券研发中心

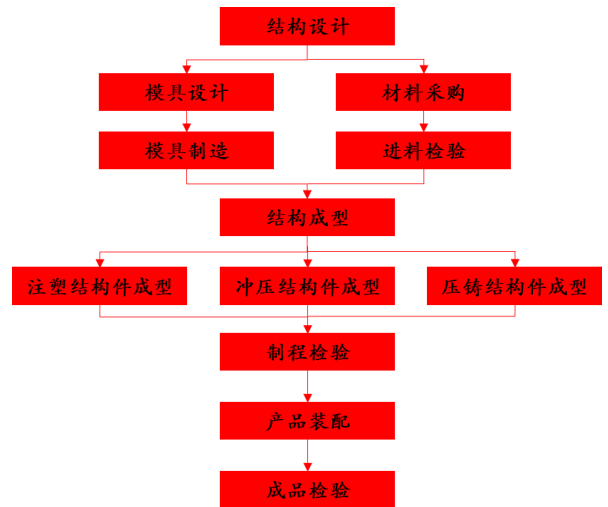
当然，动力电池结构件仅仅是精密制造在新能源车领域的应用场景之一，其余应用场景还包括各类车身结构件，如天窗结构件、雨刮结构件、气囊盒结构件、门锁结构件、减震器结构件和座椅结构件等，这些几乎全是新能源车/汽车必备的关键部分，从这一层面考虑，模具制造、注塑成型、冲压和 CNC 等基础工艺在新能源车领域具备相当可观的应用市场空间。

图 21: 精密结构件在新能源车领域的应用



资料来源：科达利招股说明书，西部证券研发中心

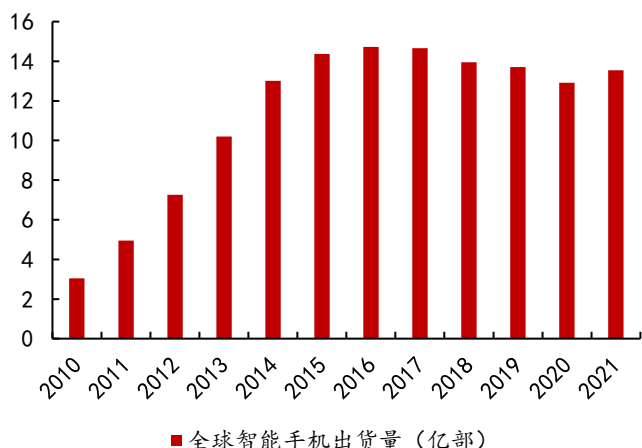
图 22: 汽车结构件制备流程



资料来源：科达利招股说明书，西部证券研发中心

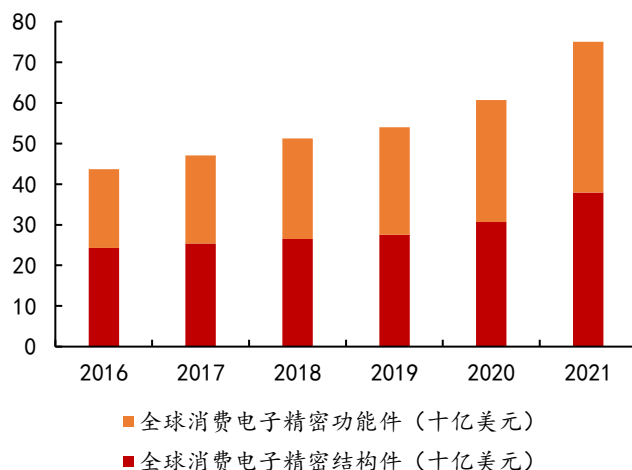
2017 年以前，得益于智能手机出货量的不断增长，以及电磁屏蔽、防水、散热、防尘、保护以及无线充电等功能对模切件的带动，消费电子是精密功能件和结构件需求增长的核心推动力，2018 年后因为智能手机进入存量博弈市场，精密功能件和结构件需求的增长逐渐放缓。据 IDC 统计，自 2014 年开始，全球智能手机每年的出货量基本维持在 12-14 亿部左右，因此，据弗若斯特沙利文统计，2016-2021 年间，全球消费电子精密功能件及结构件的市场规模的年复合增速分别仅有 9.29% 和 13.8%，其中智能手机贡献的增速低于行业整体增速。在此情况下，寻求新的应用领域提供成长推动力，成为发展的必由之路。

图 23: 全球智能手机出货量



资料来源: IDC, 西部证券研发中心

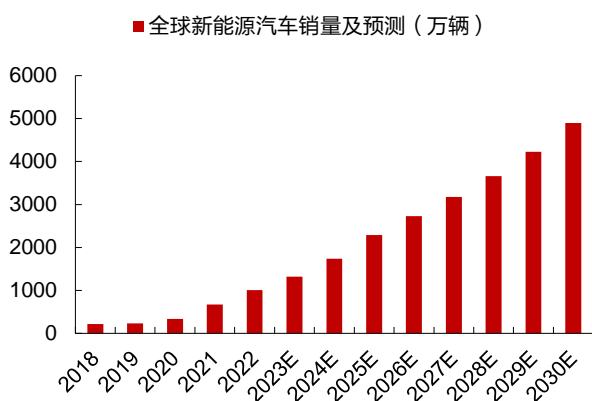
图 24: 全球消费电子精密功能件和结构件市场



资料来源: 弗若斯特沙利文, 西部证券研发中心

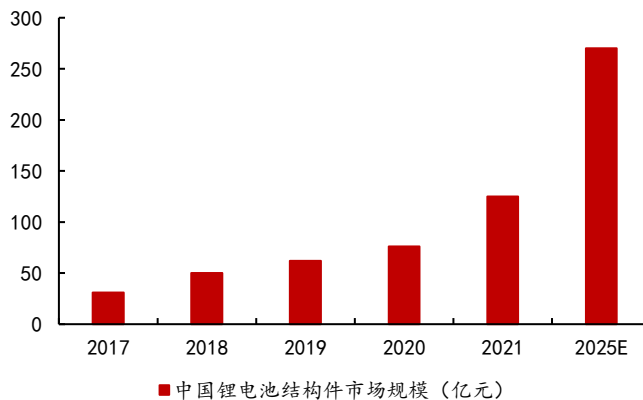
新能源汽车领域对精密功能件和结构件的需求空间与智能终端相比显然更大, 是非常重要的从 0 到 1 的大市场: 从 2016 年开始, 电动化和智能化成为汽车行业主流趋势之一, 据 EVTank 统计, 全球新能源汽车销量已从 2018 年的 200 万辆增长至 2021 年的 670 万辆, 年复合增速超过 40%; 全球新能源汽车持续放量将会带动精密功能件、结构件、模组需求的快速增长, 据高工产研统计预测, 仅考虑我国锂电池结构件市场, 2020 年已达到 76 亿, 预计至 2025 年有望达到 270 亿元。

图 25: 全球新能源车销量



资料来源: EVTank, 西部证券研发中心

图 26: 中国锂电池结构件市场规模



资料来源: 高工产研, 西部证券研发中心

2.3 Enphase 微逆核心 ODM, 开启光伏产业链布局

公司布局的新的应用领域不仅仅局限于新能源车, 光伏是另一个重点布局领域, 对赛尔康的收购, 为公司在光伏微逆领域的布局埋下伏笔: 赛尔康印度生产基地, 是美国前五大太阳能公司 Enphase 微光伏逆变器的代工生产商, 为其加工王牌产品 IQ8 微逆产品。IQ8 是 Enphase 迄今为止最智能的微逆变器, 从根本上改变了太阳能技术的模式, 传统光伏技术需要并网才能运行, IQ8 的问世, 使得停电期间使用阳光形成微电网成为现实, 在没有电池的情况下亦可以提供备用电源。

图 27: Enphase IQ8 微型逆变器

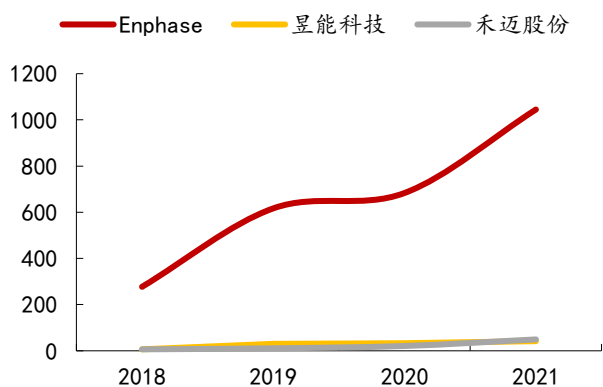


资料来源: PVTECH, 西部证券研发中心

Enphase 在微型逆变器市场处于绝对领先地位: 2009 年, Enphase 推出全球第一款商业应用的微逆变器, 结合其自身的能源系统, 可以仅依靠光伏直接提供电力, 改变了传统需要电池储能再转换的游戏规则。凭借先发优势, Enphase 微型逆变器出货量已占全球市场的 80%左右。

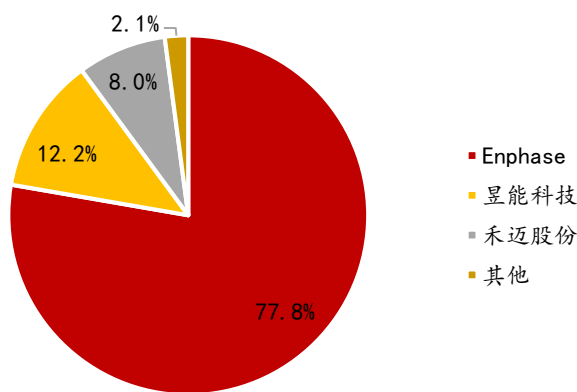
赛尔康作为 Enphase 的主力代工商, 当前微型逆变器领域所贡献的收入及利润体量已处于国内领先水平, 即使与昱能、禾迈等微逆供应商相比亦不遑多让, 而且, Enphase 在立足北美市场的基础上, 当前正积极开拓欧洲等市场, 未来有望充分受益于微型逆变器在光伏市场的持续渗透, 为领益在微型逆变器领域的成长带来明确的助益。

图 28: 全球微逆主要企业出货情况 (单位: 万台)



资料来源: Wood Mackenzie, 西部证券研发中心

图 29: 2020 年全球微型逆变器市场竞争格局



资料来源: 和迈招股书, 西部证券研发中心

在成为 Enphase 核心微型逆变器 ODM 厂商之后, 公司持续增强相关方面的能力, 不断开拓新产品的代工, 包括电网开关 (Enpower)、信号群通信套件 (Comms kit)、通信网关 (Envoy)、汇流箱 (Combiner) 和微型逆变器电路负载控制器等, 应用品类的增长与复制迭代将为公司带来可观的收入及利润弹性。

图 30: 领益当前为 Enphase 代工以及未来有望涉足的产品

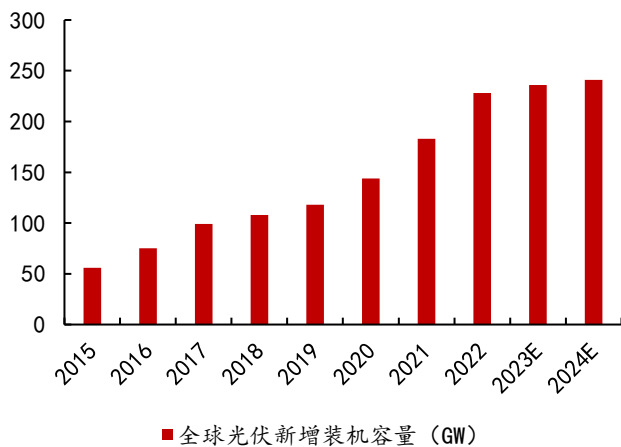


资料来源: Enphase 官网, 西部证券研发中心

微型逆变器全称微型光伏并网逆变器, 亦称组件级逆变器, “微型”是相对传统的集中式逆变器而言: 传统光伏逆变方式是将所有光伏组件生成的直流电全部串并联在一起, 然后通过一个逆变器将直流电逆变成交流电接入电网, 微型逆变器则是对单一组件进行逆变, 其优点是可对每块组件进行独立最大功率点跟踪 (MPPT), 进而提升整体效率, 同时避免集中式逆变方式的直流高压和木桶效应等痛点。当然, 由于微型逆变器是组件级别的逆变器, 成本相对较高。微型逆变器的优劣势及性能, 使其较为适用于功率在 1000 瓦以下、组件级控制的光伏发电场景, 如分布式光伏、户用光伏等。

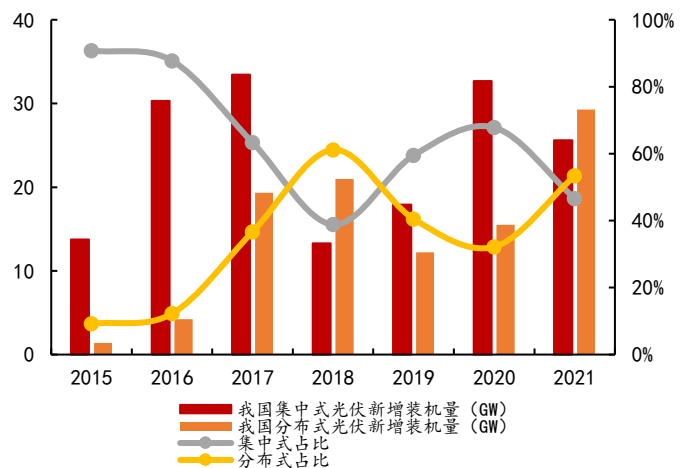
各国对于清洁能源的重视, 使得过去几年全球光伏每年新增装机量快速提升, 据 BNEF 统计, 2019 年全球新增光伏装机量为 118GW, 2022 年有望达到 228GW, 接近翻倍。我国一直是全球范围内光伏装机主力, 近几年每年新增装机量整体稳重有升, 其中, 分布式光伏新增装机占比则是稳步提升, 据国家能源局统计, 2021 年, 国内新增分布式光伏装机量占比已超过 50%。

图 31: 全球新增光伏装机量



资料来源: BNEF, 西部证券研发中心

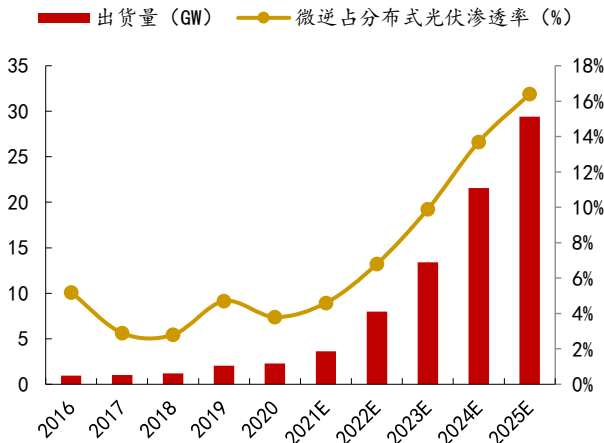
图 32: 我国新增光伏装机情况



资料来源: 国家能源局, 西部证券研发中心

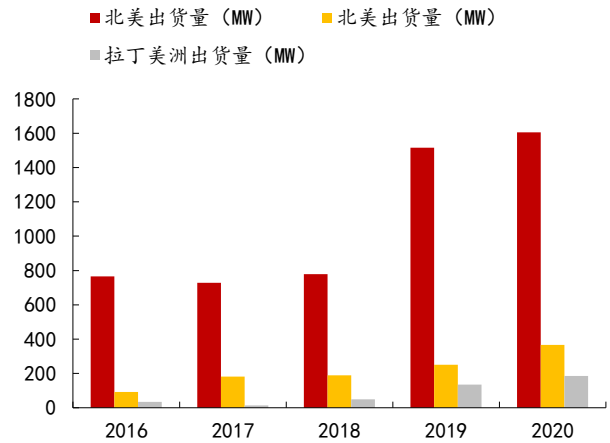
当前, 微型逆变器的渗透率仍相当有限, 即使是在较为适配的分布式光伏应用场景, 仍主要以北美市场为主, 据 Wood Mackenzie 统计, 当前微型逆变器在全球分布式光伏的渗透率仅为 2%-5% 左右, 在北美市场的渗透了已接近 30%。

图 33: 全球微型逆变器出货量及渗透率



资料来源: Wood Mackenzie, 西部证券研发中心

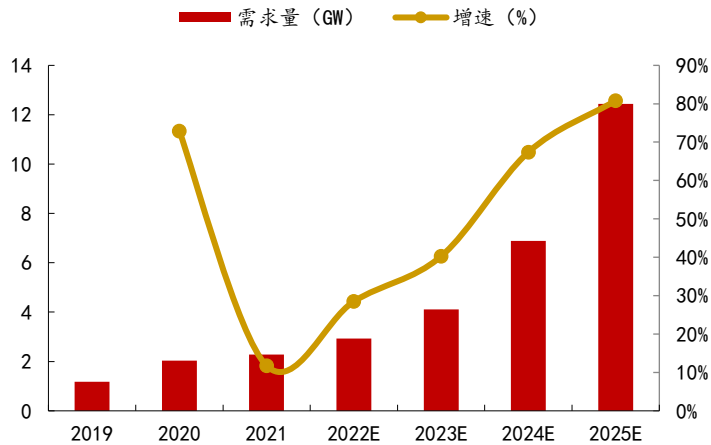
图 34: 全球主要地区逆变器出货情况



资料来源: Wood Mackenzie, 西部证券研发中心

随着各国相继出台光伏安全规格政策，强化分布式光伏、户用光伏等场景的安全标准，组件级控制方案有望逐渐成为“标配”，在分布式光伏场景中，微型逆变器与传统逆变方式之间经济性差距的缩小，则有望进一步强化微型逆变器的渗透趋势。

图 35: 全球微型逆变器需求量及增速



资料来源: 华经产业, 西部证券研发中心

2.4 全球化与一体化布局增强领益转型动能，成效已初步显现

中美贸易摩擦与疫情的持续发酵是 2019~2025 科技产业的重要分水岭，贸易摩擦所施加的关税、芯片禁止、实体名单与供应链区隔政策，使大多数跨国企业不得不选择“中国+1”的供应链策略，直接结果是供应链区域化。当下这种产业体系的分工与变化，已经是不可避免的重要改变。举例而言，三星很早就将供应链重心南迁至越南，苹果近年来重心也在逐渐偏向印度、越南为代表的东南亚。在地缘政治的牵动下，不同的产业变迁、企业战略，包括分工重构，决定了我国的一线制造类企业也无法拘泥于国内，必须尽早迈出国门，完成全球化产业布局。

产能全球化布局是公司业务转型的重要依托：公司制造总部位于国内，在国内拥有东莞、深圳、江门、苏州、东台、无锡、成都、郑州等生产基地，在海外则通过生产、服务据点、研发中心和销售办事处等多方面构建了全球化网络，海外工厂已经覆盖印度、越南、巴西、美国、土耳其、新加坡、法国、韩国、芬兰等全球主要区域，多中心全球化布局，

一方面有助于公司快速响应客户实时需求，尽可能减少市场对时效性所带来的负面影响，另一方面则有助于公司及时抓住海外发展机遇，避免因贸易摩擦导致的供应链隔绝所造成的损失。

公司当前正推进境外发行 GDR，拓宽国际融资渠道，将进一步深化全球化多中心布局，满足新能源车、光伏等国际业务发展需要。

图 36：领益智造的全球化布局



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

公司过往十年在消费电子领域所积累的的全球化产业链布局，为领益在核心客户的配合与对接中占得先机，也为公司尽量规避贸易摩擦所带来的负面影响提供更多选择。但是，这本身也是拓展新领域不可或缺的利器：在适当的业务布局区以具备优势的产品为切入点实现横向拓展，然后以点带面，适应新领域纵深发展的竞争趋势。

领益经过在消费电子领域的十数年发展，当前已经具备全球领先的多品类、多产品并发制造能力，精细化高效率生产运营能力，支持新产品不断迭代升级的强劲研发能力，以及全球交付能力，这些是公司在拓展汽车和清洁能源市场时不可或缺的倚仗，此外，公司长期服务电子领域北美及国内大客户，积累类丰富的经验，可以有效对接新能源车、光伏领域国际、国内大客户的诉求，进而形成稳定的合作关系，为公司持续成长提供源源不断的动能。

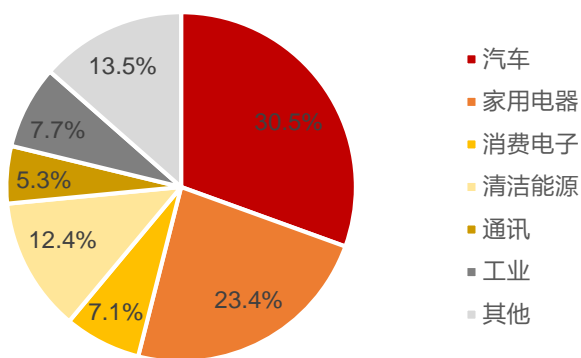
图 37: 领益在消费电子、汽车、清洁能源领域的布局



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

举例而言, 领益当下在新能源车领域的布局主要集中在电池铝壳、盖板、转向辅助系统、软连接、硬链接等结构件方面, 未来有望拓展至组合电池结构件、模切产品、碳纤维产品等, 在光伏领域的布局以微型逆变器代工为主, 当下正积极拓展电网开关、汇流箱和微逆电路负载控制器等。此外, 磁性材料在新能源车和光伏领域均具备发挥空间, 2020 年全球磁性材料市场中, 汽车和清洁能源分别占比超过 30%和 10%。公司可以提供新能源车所需的锰锌铁氧体磁芯, 以及光伏逆变器主要原材料软磁铁氧体材料及非晶磁性材料。

图 38: 2020 年全球磁性材料结构市场



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 39: 公司磁性材料



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

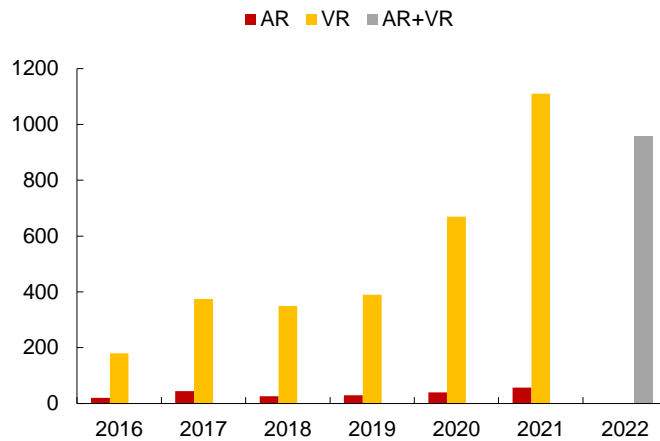
三、消费电子新业务布局有序展开

智能手机出货的疲软, 使得消费电子产业链整体承压, 但并不意味着完全没有新的变化, 从终端产品形态看, VR/AR 等产品有望逐步进入生态成熟期, 从产业链构成看, 我国本土供应商, 在全球一线客户的体系里, 对台系制造业厂商的进一步替代, 仍在不断推进, 而领益显然是这一进程的直接受益者。

3.1 VR/AR有望进入商用元年，领益卡位优势明确

2020年开启的元宇宙经济，以及疫情所带来的宅经济增量，为AR/VR的生态成熟注入了全新的动能，诸多一线品牌厂商相继入局，不断完善软件和硬件体验感的进化，随着5G的进一步普及，VR/AR的应用环境和硬件传输不断成熟，在此情况下，2020年和2021年VR/AR眼镜的出货量高速增长，分别达到710万和1167万部，同比分别增长69%和64%。

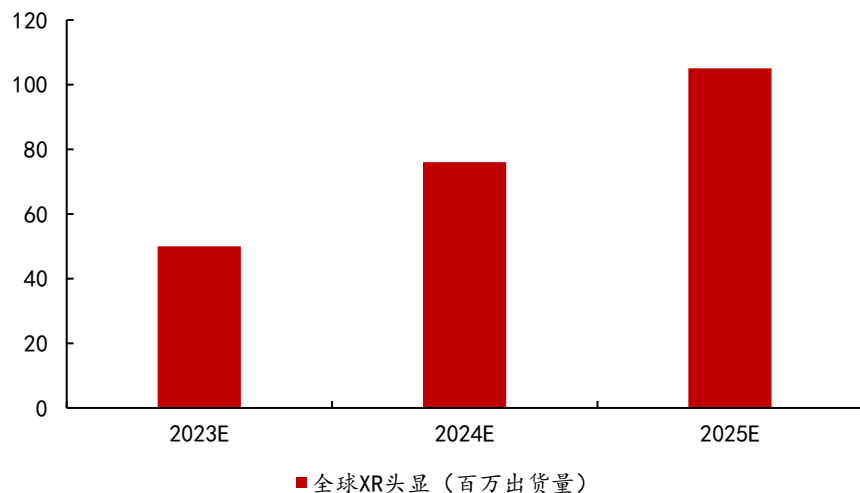
图40：全球VR/AR出货量



资料来源：CCS Insight, 我爱音频, 西部证券研发中心

今年的VR/AR市场正迎来新的重要推动因素，根据最近几次苹果发布会沟通交流，第一款AR/MR产品较大概率将在2023年上半年推出，苹果的示范效应会有很强的市场带动作用：拥有庞大的iPhone用户基础，且近几年在持续积累AR领域的“软”实力，已有超过1.4万个ARKit应用。因此，苹果的入局对VR/AR市场而言将成为一剂强心针。据Counterpoint预测，2025年全球XR眼镜的出货量有望超过1亿部。

图41：全球XR头显出货量



资料来源：Counterpoint, 西部证券研发中心

从VR和AR眼镜的拆解情况看，精密功能件和结构件的应用非常之多，领益作为消费电子功能件和结构件的龙头，凭借在模切、注塑、CNC和冲压等工艺方面的领先优势，当下已切入至核心VR/AR设备供应商，当然，从领益与苹果过去的合作看，从苹果的初代虚拟现实产品开始，领益有望成为承接精密功能件和结构件产品的核心主力。

图 42: VR 眼镜拆解图



资料来源：花粉俱乐部，西部证券研发中心

图 43: AR 眼镜拆解图



资料来源：智能穿戴产业联合会，西部证券研发中心

此外，VR/AR 的 FATP 组装以及相关充电器的组装亦是领益十分看重的环节。举例而言，国内消费级 AR 排名前二的 Nreal 是典型的与领益合作非常密切的终端厂商之一，Nreal 是全球领先的消费级 AR 眼镜品牌，其第二代产品 Nreal Air 主打大屏观影功能，搭载 Micro OLED 屏幕，具备约 46 度视场角 (FoV) 和 49 像素/度的角分辨率 (PPD)。2022 年 12 月 30 日，Nreal Air 成为全球首个量产十万台的消费级 AR 产品。领益智造独家承接 Nreal Air AR 眼镜的整机组装、注塑结构件和声学件制造，为其在 VR/AR 眼镜的关键部件、产品组装等层面提供全面的配套与服务，为其取得优异的性能表现和极具竞争力的产品价格打下了坚实的基础。

图 44: Nreal AR 眼镜出货情况



资料来源：领益智造公众号，西部证券研发中心

Nreal 只是领益合作的诸多 XR 客户的一个缩影，公司的重磅合作客户还有很多，随着拓

展现实的不断渗透，公司对应关键组件的精密制程、模切、CNC、冲压、组装业务有望迎来新一轮的成长。苏州领益智造精密应运而生，主要为国际大客户 VR、AR 产品提供一体化精密注塑结构件解决方案，已独家承接了多家关键终端厂商眼镜的整机组装、注塑结构件和声学件制造。

图 45：苏州领益智造精密厂房

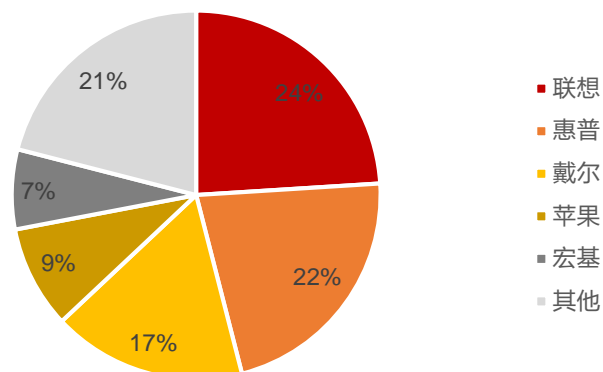


资料来源：公司官网，西部证券研发中心

3.2 承接关键客户笔记本键盘制造，蚕食台系厂商份额

经过 40 多年的发展，笔记本电脑已经发展成高成熟度、高集中度的行业，全球六成以上的市场份额被联想、惠普和戴尔这三家品牌厂商牢牢把持，从 2021 年的数据看，其三的市场份额高达 24%、22%和 17%。苹果紧随其后，出货量达 2240 万台，占全球 9%的市场份额。

图 46：2021 年全球笔记本电脑市场份额



资料来源：Strategy Analytic，西部证券研发中心

终端市场的高度集中，使得上游产业链的竞争格局亦相对较为封闭，以笔记本代工为例，多年的发展使得中国台湾厂商在全球笔记本电脑的市场中占据主要份额，广达、仁宝和鸿海等代工厂商几乎囊括了当今市场上所有的笔记本品牌。终端厂商和 ODM 制造厂商对上游零组件供应商的考察囊括企业规模、研发能力、供应保障能力、产品质量和服务情况等重要方面，因此长期以来，整机生产商和零组件厂商之间形成了较为平衡的供应关系，而且主要偏向台系供应链。键盘制造就是其中的典型环节，市场主要被群光电子、达方电子、精元电脑、光宝科技、致伸科技等厂商垄断。

图 47：笔记本电脑键盘产业链

上游	本行业	下游	终端客户
<ul style="list-style-type: none"> 银浆 上海宝银 Fujikura LED 昆山弘凯 悠越 Osram 聚酯薄膜 东材科技 Toray 	<ul style="list-style-type: none"> 键盘薄膜开关 科嘉 兴协和 淳安 传艺 	<ul style="list-style-type: none"> 笔记本电脑键盘制造商 群光 达方 精元 光宝 致伸 笔记本电脑整机代工商 广达 仁宝 英业达 纬创 鸿海 	<ul style="list-style-type: none"> 笔记本电脑品牌 惠普 戴尔 联想 华为 华硕 宏基 小米 微软 三星 苹果 LG NEC

资料来源：西部证券研发中心

在苹果所有的终端产品方面，MacBook 是目前少数代工仍被台系厂商把控的产品，2022 年新款 14 寸以及 16 寸 MacBook Pro 均由广达代工，从近两年其他产品线的情况看，苹果其实是倾向于引入国内的代工商分散订单，比如 AirPods、iPhone、iPad 等产品都已有国内的替代代工厂商。这一趋势显然亦会出现在 MacBook 产品线上，闻泰等国内 ODM/OEM 厂商有望逐渐取代台系厂商，成为 MacBook 代工的重要力量。

跟随 MacBook 代工转移的，还有触控板和键盘模组等零组件产业链，领益智造的模切产品、冲压产品和注塑产品早在 2012-2016 年左右便已经切入至核心客户的供应链体系中，更是承接了平板智能式键盘的组装业务，未来随着 MacBook 代工份额逐渐往国内厂商转移，有望进一步侵蚀部分台系供应商的市场份额，进而从零组件、精密功能件迈向终端零部件，不断扩大产品 ASP 占比，形成良性循环。

图 48：领益智造键盘相关产品

种类	BG	产品图片	优势
Smart Cover Keyboard (平板智能式键盘)	模切		<ul style="list-style-type: none"> 2015年进入，为多年键盘胶指定供应商 高精度/低成本方案建议及提供 Peak产能10K/day
	冲压		<ul style="list-style-type: none"> 高精度自动化连线生产 (成型+后制程) 高洁净度要求生产车间
	注塑		<ul style="list-style-type: none"> 成本优势 Peak产能16K/day, 2018年逐步进入
	组装		<ul style="list-style-type: none"> 业界精英团队，深受客户认可 材料/制程开发经验丰富，具ODM能力
Accessory Keyboard (外接式键盘)	模切		<ul style="list-style-type: none"> 2015年进入，为多年键盘胶指定供应商 高精度/低成本方案建议及提供 Peak产能5K/day
Macbook Keyboard (笔记本键盘)	模切		<ul style="list-style-type: none"> 2016年进入，为多年键盘胶指定供应商 高精度/低成本方案建议及提供 Peak产能2K/day
	冲压		<ul style="list-style-type: none"> 2019年逐步进入，成本优势 Peak产能80K/day

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司在 2021 年变更定增募集资金用途，新增“新建触控板、键盘模组项目”，投资 10 亿元新增 260 万件/年触控板以及 960 万件/年键盘生产能力，该项目有望于 2023 年投产。从这一公告所披露的产能规模来看，公司在键盘模组等相关领域的布局所针对的客户一定是一线级别的，这一领域也将成为公司 2023 年重要的增量成长动能。

四、盈利预测及投资建议

4.1 业务拆分及盈利预测

业绩预测：预计 2022-2024 年营业收入分别为 353.34 亿、410.81 亿和 485.14 亿元，分别同比增长 16.3%、16.3%和 18.1%。

关键假设：

(1) 精密功能及结构件收入稳步成长，盈利能力恢复。未来 2-3 年虽然智能手机市场难见增长，但公司精密功能件及结构件在核心大客户终端产品中的料号品类及份额不断提升，仍能实现进一步稳定成长，此外，公司有望于 2023 年开始承接核心客户笔记本电脑键盘的组装代工，将为精密功能件和结构件业务带来可观的收入增量，盈利能力方面，随着上游原材料回归正常价格，该业务毛利率有望回暖，预计 2022-2024 年精密结构件业务的收入分别为 248.50 亿、275.96 亿和 303.56 亿元，毛利率分别为 22.50%、25.00%和 25.50%。

(2) 苹果入局有望开启 VR/AR 新一轮高速增长，进而带动公司智能穿戴设备组装收入的不断成长，公司充电器及精品组装业务收入有望维系高质量成长，预计 2022-2024 年该业务收入分别为 65.02 亿、79.97 亿和 95.17 亿元，毛利率分别为 5.5%、5.5%和 5.5%。

(3) 随着公司在新能源车功能件和结构件领域的不断拓展，相关收入有望迎来高速增长，预计 2022-2024 年汽车产品分别贡献收入 11.99 亿、20.02 亿和 35.03 亿元，毛利率分别为 10%、15%和 20%。

(4) 随着液晶显示面板、贸易等业务的剥离，公司其他收入主要来自于光伏领域，受益于分布式光伏电站的装机，公司微型逆变器代工量有望不断增长，预计 2022-2024 年其他业务收入分别为 14.16 亿、19.82 亿和 34.69 亿元，毛利率分别为 10%、12%和 13%。

表 4：公司主营业务收入拆分

亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	281.43	303.84	353.34	410.81	485.14
YoY	17.7%	8.0%	16.3%	16.3%	18.1%
毛利率	22.3%	16.3%	18.0%	19.5%	19.8%
精密功能及结构件	217.62	221.68	248.50	275.96	303.56
YoY	28.5%	1.9%	12%	11%	10%
毛利率	25.48%	19.84%	22.50%	25.00%	25.50%
占比	77.3%	73.0%	70.3%	67.2%	62.6%
充电器及精品组装	37.71	56.05	65.02	79.97	95.17
YoY	142.2%	48.6%	16.00%	23.00%	19.00%
毛利率	5.41%	5.00%	5.50%	5.50%	5.50%
占比	13.4%	18.4%	18.4%	19.5%	19.6%
汽车产品	1.84	4.44	11.99	20.02	35.03
YoY		141.3%	170.00%	67.00%	75.00%
毛利率		2.3%	10%	15%	20%
占比	0.7%	1.5%	3.4%	4.9%	7.2%
材料类产品	9.39	12.54	13.67	15.04	16.69

亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
YoY	11.0%	33.5%	9%	10%	11%
毛利率		9.89%	9.95%	9.95%	9.95%
占比	3.3%	4.1%	3.9%	3.7%	3.4%
其他	14.87	9.13	14.16	19.82	34.69
YoY			55.0%	40.0%	75.0%
毛利率		16.4%	10%	12%	13%
占比	5.3%	3.0%	4.0%	4.8%	7.1%

资料来源: wind, 公司公告, 西部证券研发中心

4.2 相对估值

公司传统主业聚焦消费电子, 是全球核心智能手机龙头品牌的核心供应商, 我们选取立讯精密、东山精密和蓝思科技作为可比公司, 锂电结构件领域, 我们选取科达利、震裕科技作为可比公司, 根据 wind 一致性预测, 2022-2024 年行业平均估值分别为 27.08、18.68 和 13.70 倍。

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 16.28 亿、20.20 亿和 25.40 亿元, 考虑到公司在新能源等新兴领域的持续布局与全球化产能扩张, 看好公司的进阶成长, 给予公司 2023 年 25 倍 PE, 对应目标价为 7.17 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 5: 同类公司估值比较

代码	简称	最新价 (元)	总市值 (亿)	归母净利润 (亿)			归母净利润增速 (%)			P/E (倍)		
				22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
002475.SZ	立讯精密	31.61	2,249.20	98.36	131.39	163.85	39.1%	33.6%	24.7%	22.87	17.12	13.73
002384.SZ	东山精密	28.65	489.88	23.99	30.22	37.10	28.8%	26.0%	22.8%	20.42	16.21	13.20
300433.SZ	蓝思科技	13.31	661.97	23.08	29.25	41.38	11.5%	26.7%	41.5%	28.68	22.63	16.00
002850.SZ	科达利	139.01	325.78	9.74	15.48	22.32	79.8%	59.0%	44.1%	33.46	21.04	14.60
300953.SZ	震裕科技	89.48	91.97	3.07	5.61	8.38	80.4%	82.6%	49.5%	29.95	16.40	10.97
	均值						47.9%	45.6%	36.5%	27.08	18.68	13.70
002600	领益智造	5.65	397.69	16.28	20.20	25.40	38.0%	24.1%	25.7%	24.43	19.69	15.66

资料来源: 西部证券研发中心, 可比公司数据来源 wind 一致预测, 股价截至 2023 年 2 月 10 日

4.3 绝对估值

我们采用 FCFF 估值法, 假设 WACC 为 6.26%, 永续增长率为 1%, 得出公司股价为 6.92 元/股。

表 6：绝对估值法

估值假设	数值	估值假设	数值
过渡期年数	2	债务资本成本 Kd	4.91%
过渡期增长率	13.00%	债务资本比重 Wd	35.60%
永续增长率 g	1.00%	股权资本成本 Ke	7.41%
贝塔值 (β)	1.10	加权平均资本成本 WACC	6.26%
无风险利率 Rf (%)	2.90%	估值结果:	
市场的预期收益率 Rm (%)	7.00%	股权价值	48701.79
有效税率 Tx (%)	15.00%	总股本	7038.67
应付债券利率	/	每股价值(元)	6.92

资料来源：wind，西部证券研发中心

表 7：绝对估值敏感性分析（单位：元/股）

永续增长率 g	0.68%	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%	1.46%
WACC									
4.27%	9.90	10.09	10.29	10.53	10.81	11.14	11.52	11.97	12.51
4.70%	8.90	9.05	9.21	9.40	9.62	9.87	10.17	10.52	10.93
5.17%	8.02	8.14	8.27	8.42	8.59	8.79	9.02	9.29	9.60
5.69%	7.25	7.34	7.44	7.56	7.70	7.86	8.04	8.25	8.49
6.26%	6.55	6.63	6.71	6.81	6.92	7.04	7.19	7.35	7.54
6.88%	5.94	6.00	6.07	6.15	6.23	6.33	6.45	6.58	6.72
7.57%	5.39	5.44	5.50	5.56	5.63	5.71	5.80	5.90	6.02
8.33%	4.91	4.95	4.99	5.04	5.10	5.16	5.23	5.31	5.41
9.16%	4.47	4.50	4.54	4.58	4.62	4.67	4.73	4.80	4.87

资料来源：wind，西部证券研发中心

4.4 投资建议

公司近几年致力于业务平台化发展，立足于模切、冲压、CNC 等方面的工艺能力，实现了完善的全球化产业链布局，并依托于智能终端所积累的精密制造及自动化优势，不断往新能源车、光伏等新兴应用领域拓展，随着在主要客户产品中份额的不断提升，以及新业务领域逐渐从开拓期进入收获期，公司即将进入后继有力的再发展新周期，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 16.28 亿、20.20 亿和 25.40 亿元，考虑到公司在新能源等新兴领域的持续布局与全球化产能扩张，看好公司的进阶成长，给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价为 7.17 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

五、风险提示

- 1、新兴业务拓展不及预期：公司锂电结构件正处于客户开拓及新订单获取阶段，相关进度的放缓将使得公司整体业绩增长不及预期。
- 2、结构件等新兴市场增长不及预期：公司新业务主要涉及新能源车及光伏，新能源车渗透进度及光伏装机量的不及预期会限制公司业绩成长弹性。
- 3、核心客户推迟 AR/MR 产品的推出：核心客户 AR/MR 产品推出有望为公司传统业务

注入新的增长动力，如推出进度推迟，公司 2023-2024 智能终端业务的利润或有所波动。

4、消费电子景气度复苏缓慢：全球经济复苏不及预期的情况下，消费电子景气度难言乐观，公司业绩成长亦会受到负面拖累。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3,488	2,866	4,830	6,897	9,869	营业收入	28,143	30,384	35,334	41,081	48,514
应收款项	8,621	9,716	10,562	11,924	13,250	营业成本	21,874	25,422	28,987	33,055	38,932
存货净额	4,175	5,032	5,279	6,059	7,128	营业税金及附加	161	140	141	304	359
其他流动资产	1,561	1,200	1,869	1,938	2,179	销售费用	253	315	371	637	752
流动资产合计	17,846	18,815	22,540	26,819	32,428	管理费用	2,731	2,903	3,392	3,985	4,706
固定资产及在建工程	7,127	10,672	11,246	11,965	12,979	财务费用	515	365	667	768	869
长期股权投资	188	427	427	427	427	其他费用/(-收入)	152	156	(143)	(45)	(62)
无形资产	942	1,212	1,247	1,303	1,372	营业利润	2,458	1,084	1,918	2,378	2,959
其他非流动资产	3,284	4,421	3,721	3,795	3,441	营业外净收支	(23)	2	1	3	35
非流动资产合计	11,541	16,732	16,640	17,490	18,219	利润总额	2,435	1,086	1,919	2,381	2,994
资产总计	29,387	35,547	39,180	44,308	50,646	所得税费用	167	(98)	288	357	449
短期借款	3,000	3,344	3,760	3,872	4,022	净利润	2,268	1,184	1,631	2,024	2,545
应付款项	8,813	10,589	10,492	12,019	14,039	少数股东损益	2	4	3	4	5
其他流动负债	1	44	49	52	52	归属于母公司净利润	2,266	1,180	1,628	2,020	2,540
流动负债合计	11,814	13,976	14,301	15,943	18,112	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款及应付债券	2,438	4,460	5,768	7,138	8,706	盈利能力					
其他长期负债	639	1,268	1,459	1,552	1,608	ROE	17.4%	7.8%	9.7%	10.8%	12.2%
长期负债合计	3,077	5,728	7,227	8,690	10,314	毛利率	22.3%	16.3%	18.0%	19.5%	19.8%
负债合计	14,891	19,704	21,528	24,633	28,426	营业利润率	8.7%	3.6%	5.4%	5.8%	6.1%
股本	1,765	1,772	1,772	1,772	1,772	销售净利率	8.1%	3.9%	4.6%	4.9%	5.2%
股东权益	14,496	15,842	17,652	19,676	22,220	成长能力					
负债和股东权益总计	29,387	35,547	39,180	44,308	50,646	营业收入增长率	17.7%	8.0%	16.3%	16.3%	18.1%
						营业利润增长率	10.7%	-55.9%	77.0%	24.0%	24.4%
						归母净利润增长率	19.6%	-47.9%	38.0%	24.1%	25.7%
						偿债能力					
						资产负债率	50.7%	55.4%	54.9%	55.6%	56.1%
						流动比	1.51	1.35	1.58	1.68	1.79
						速动比	1.16	0.99	1.21	1.30	1.40
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	0.32	0.17	0.23	0.29	0.36
						BVPS	2.05	2.25	2.50	2.79	3.15
						估值					
						P/E	18.0	34.5	25.0	20.2	16.0
						P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
						P/S	1.4	1.3	1.2	1.0	0.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址: 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话: 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他方式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。