

海能实业(300787)

报告日期: 2022年07月13日

深度报告

行业公司研究—电子行业

零售端 ODM 小龙头，品类拓展驱动长期成长

——海能实业深度报告

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ 联系人: 史凡可、蒋高振
✉️ : mail@stocke.com.cn

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥ 32.58

报告导读

多品种、小批次、一站式消费电子零售 ODM 平台，多产品线布局拓宽长期成长边界。

投资要点

□ 海能是消费电子零售市场 ODM 龙头

公司成立于 2004 年，并于 2019 年成功登陆创业板。公司消费电子产品覆盖线束、信号适配、电源类产品，2021 年营收占比分别为 27%/41%/31%。

公司聚焦海外零售市场，与贝尔金、安克创新、亚马逊等众多头部零售品牌建立长期合作关系。

由于产品品类多、变化快、零售客户分散，海能小批量、多品种、快交货业务模式是业务成功的关键，和服饰一站式辅料龙头伟星股份较为类似。

□ 产品迭代助推行业繁荣

行业趋势：(1) 快充渗透率大幅提升，下游主机厂商取消标配充电头成趋势；(2) Type-C 接口快速普及，带动线束类产品需求提升；(3) 信号类产品受益接口标准迭代+消费电子产品轻薄化趋势。预计 22 年全球有线充电器+无线充电器+移动电源市场规模达到 241 亿美元；预计 22 年全球连接器市场规模达到 904 亿美元。

□ 高效化研发生产管理，全球化客户渠道布局

和立讯、奥海等不同，海能净利率率预计有望保持在 10% 以上，高增速、高利润率建立在以下基础上：(1) 重视研发及原创设计：研发投入持续超过 5%，矩阵式架构赋能研发，四大机制助力创新。(2) 弹性生产优势：以销定产，提供小批量多品类客制化产品。(3) 生产布局优势：四大生产基地，越南基地优势显著(4) 客户渠道优势：全球化客户渠道，绑定优质零售品牌。

□ 调整期已过，海能进入业绩释放期

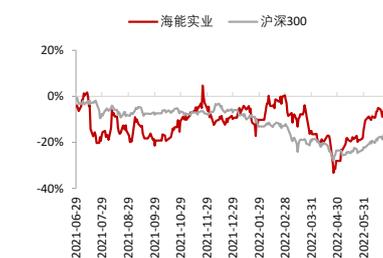
2015-2021 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 26.3% 和 50.5%；其中，受中美贸易战关税税率提升、越南基地前期投入及管理磨合成本较大、人民币升值等拖累，2018/2019/2020 年净利润原地徘徊，分别为 1.2/1.2/1.1 亿。

伴随着越南基地运作成熟，2021 年即使受越南疫情影响，仍实现收入 20.8 亿元，同比增长 32.9%，实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 63.9%。2022Q1 收入/利润增速分别为 21%/99%。越南基地的扩建也表明对未来发展的信心。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2022-2024 年实现营业收入 26.6、34.1、44.1 亿元，同比增长 28.0%、28.0%、29.4%，实现归母净利润 2.9、3.8、5.2 亿元，同比增长 53.3%、33.8%、35.6%。考虑到公司 22-24 年业绩成长性高及持续成长潜力，首次覆盖给予买入评级。

□ 风险提示



公司简介

公司深耕消费电子零配件市场，致力于成为国际领先的消费电子 ODM 厂商，重视研发基础上、小批量、多品种、快速满足客户一站式采购需求。

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

邮箱: mali@stocke.com.cn

1) 产品拓展进度不及预期; 2) 汇率波动; 3) 市场竞争风险

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2080	2663	3409	4410
(+/-)	32.9%	28.0%	28.0%	29.4%
归母净利润	186	285	382	517
(+/-)	63.9%	53.3%	33.8%	35.6%
每股收益(元)	1.22	1.87	2.50	3.39
P/E	26.8	17.5	13.0	9.6

正文目录

1. 海能实业：消费电子零售市场 ODM 龙头	5
1.1. 聚焦零售市场，提供一站式服务.....	5
1.2. 股权结构集中，管理层资质深厚.....	6
1.3. 经营状况稳健，盈利能力较强.....	7
2. 行业：技术迭代助推行业长期繁荣	9
2.1. 规模：千亿市场空间，竞争格局分散.....	9
2.2. 趋势：快充渗透率大幅提升，接口标准持续迭代.....	11
3. 高效化研发生产管理，全球化客户渠道布局	12
3.1. 矩阵式架构赋能研发，四大机制助力创新.....	12
3.2. 以销定产，提供小批量、多品类客制化生产服务.....	14
3.3. 全球化生产布局，越南生产优势凸显.....	15
3.4. 全球化客户渠道，绑定优质零售品牌.....	15
4. 调整期已过，海能进入业绩释放期	17
5. 投资建议	17
5.1. 盈利预测分析.....	17
5.2. 估值.....	19
5.3. 投资建议.....	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1: 2021 公司分业务营收占比	6
图 2: 主营业务毛利率	6
图 3: 公司股权结构及主要参控股企业	6
图 4: 2015-2022Q1 公司营业收入及 YOY	8
图 5: 2015-2022Q1 公司归母净利润及 YOY	8
图 6: 毛利率、净利率变化情况	8
图 7: 销售、管理、研发费用率变化情况	8
图 8: 消费电子配件与上下游行业关系	9
图 9: 全球充电器市场规模及预测 (亿美元)	10
图 10: 移动电源市场规模及预测 (亿美元)	10
图 11: 15-22 年全球连接器市场规模及增速 (亿美元)	10
图 12: 公司研发体系	12
图 13: 海能实业研发费用率高于可比公司	12
图 14: 公司产品研发-销售-生产流程图	14
图 15: 公司主要客户是海外零售客户	16
图 16: 海外客户较境内客户能实现更高毛利率水平	16
图 17: 2018 年-2022Q1 公司归母净利润逐渐释放	17
表 1: 产品矩阵	5
表 2: 公司核心团队具有丰富的电子行业任职经验	7
表 3: 股权激励对象及授出股权分配情况	7
表 4: 限制性股票归属安排、业绩考核目标	7
表 5: 2020 年全球各类电子相关终端应用出货量	9
表 6: 各主要 ODM 厂商业务及客户情况	10
表 7: MacBook Air 更新前后接口对比	11
表 8: 公司主要研发项目	13
表 9: 2019 年上市以来公司募投项目进展	15
表 10: 公司与客户有长期稳定合作关系	16
表 11: 海能实业营收拆分及预测	18
表 12: 海能实业可比公司估值表	19
表附录: 三大报表预测值	20

1. 海能实业：消费电子零售市场 ODM 龙头

1.1. 聚焦零售市场，提供一站式服务

公司是领先的消费电子零配件 ODM 厂商，专注于为零售品牌客户提供消费电子定制化产品。2004 年公司前身深圳海能成立，十多年来公司持续深耕消费电子配件行业，凭借小批量、多品种、快交货的业务模式与众多头部零售品牌建立长期合作关系。目前公司已形成电线、模具、SMT、组装等产业集群，覆盖线束类、信号适配器、电源适配器等消费电子产品，具备为下游客户提供一站式服务能力。

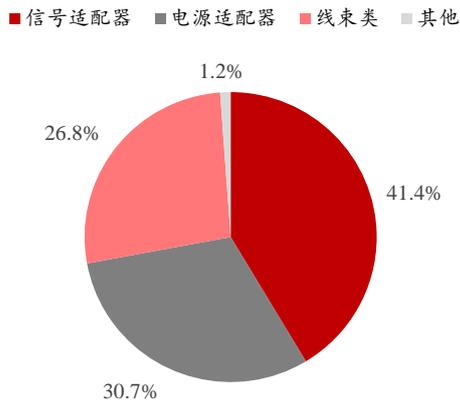
三大类产品协同发展，电源适配器稳增，信号适配器毛利率突出。公司主要产品包括信号线束产品、信号适配器产品、电源适配器产品，2021 年三大类产品收入占比为 26.8%/41.4%/30.7%，毛利率分别为 26.0%/34.8%/16.1%。具体来看：1) **线束类产品**：主要包括 Type-C 类型、HDMI 类型等，2021 年营收 5.6 亿，2015-2021 年营收 CAGR 为 16.9%；2) **信号适配器产品**：主要包括信号转换器、切换器、延长器等，21 年实现营收 8.6 亿，2015-2021 年营收 CAGR 为 22.0%。由于小批量、定制化程度高的特点，信号适配产品毛利率水平较高，基本保持在 35% 以上；3) **电源适配器产品**：主要包括有线充电器、无线充电器、智能排插等，21 年营收 6.4 亿，2019-2021 年复合增速为 63.2%。

表 1：产品矩阵

品类	产品	应用领域	图片
信号线束	USB、USB TYPE-C、DVI、HDMI、网线线束	电视、电脑、笔记本、手机等	
信号适配器	信号转换器、切换器、延长器、信号矩阵	电视、电脑、笔记本、手机	
电源适配器	电脑机箱电源、车载充电器、旅行充电器、无线充电器、智能排插	智能移动通讯、影音设备、PC、智能可穿戴设备等	

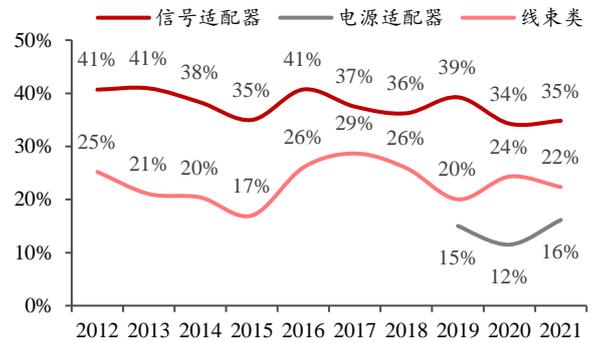
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 1：2021 公司分业务营收占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：主营业务毛利率

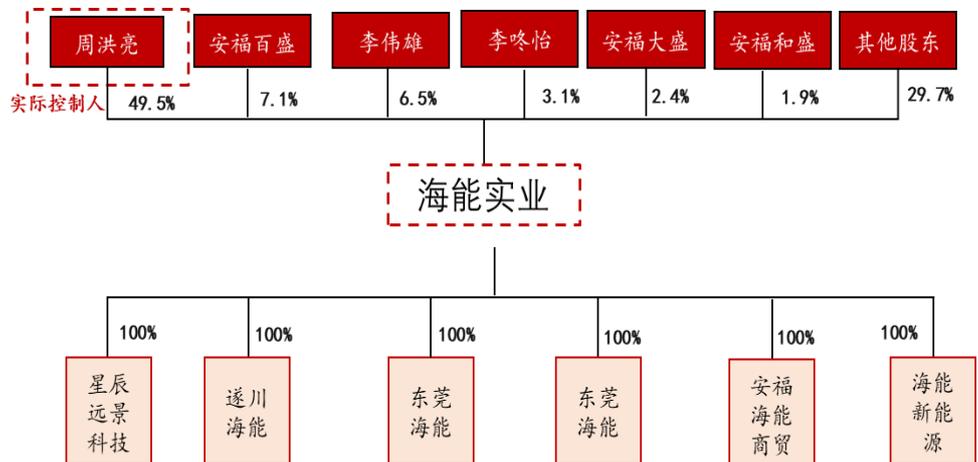


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 股权结构集中，管理层资质深厚

董事长为公司实控人，股权结构集中。截至 2022 年 3 月 31 日，公司前十大股东持股总计 73.6%。公司董事长、创始人周洪亮先生通过直接、间接的方式合计持有公司股份 49.5%，对公司经营管理拥有较强的控制权和话语权。公司副总经理周洪军、部门经理周洪涛与董事长为兄弟关系，分别通过百盛投资、大盛投资持有公司股份 7.0%、0.7%。此外，为激发员工工作积极性，增强公司凝聚力，公司设立了两个员工持股平台安福大盛和安福和盛，持股比例分别为 2.4%、1.9%。

图 3：公司股权结构及主要参控股企业



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

高管及核心人员均有多年从业经验。公司高管及核心技术人员、销售人员均在消费电子行业拥有丰富的任职经验，具备敏锐的行业洞察力和市场嗅觉。其中：**周洪亮先生**，1975 年出生，早期曾于电子厂、电子公司担任厂管、经理，2003 年开始自主创业，现任海能实业董事长、总经理。**李伟雄先生**，1960 年出生，毕业于香港理工学院电子专业，曾任职于多家消费电子公司，产业经验丰富，2009 年起至今担任公司副董事长、副总经理、财务总监。**徐前先生**，1983 年出生，曾就职于华为，历任工程师、项目经历、研发主管等职务，现任公司副总经理、研发总监。

表 2：公司核心团队具有丰富的电子行业任职经验

姓名	职务	履历
周洪亮	董事长、总经理	曾任宝安松岗良维电子厂企划主管、东莞厚街溪头太空核电线有限公司经理，2013 年至今担任公司董事长、总经理
李伟雄	董事、副总经理	毕业于香港理工学院电子专业，曾任香港东方海外有限公司 (0316.HK) 电子通讯官、德历财经数据中心主管、台湾神通电脑市场部经理，2009 年至今担任公司副董事长、副总经理、财务总监
房胜云	董事	曾任捷扬电子厂主管、爱威电子厂主管课长，2004 年起加入深圳海能，现任公司董事
韩双	董事会秘书	曾在东莞市宝隆电子有限公司任职，2013 年 11 月至今担任公司董事、董事会秘书
徐前	技术总监	历任华为技术有限公司工程师、项目经理、研发主管等职务；现任公司副总经理、研发总监。

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

推出股权激励计划，深度绑定核心人员长效利益。2020 年公司推出股权激励计划，以 26.76 元/股的授予价格向 116 名激励对象授予限制性股票 203.5 万股，占公司股本总额的 1.6%。公司考核目标分三档，A 档考核解锁条件为：以 2020 年主营收入为基数，21-23 主营收入增长率分别不低于 50%、125%、237.5%，对应主营收入为 23.5、35.2、52.9 亿元；或以 2020 年净利润为基数，21-23 净利润增长率分别不低于 50%、125%、237.5%，对应净利润为 1.7、2.6、3.9 亿元。

表 3：股权激励对象及授出股权分配情况

姓名	职务	获授数量 (万股)	获授比例	占公告日股本总额比例
陈博伟	核心业务人员	8	3.9%	0.1%
简瑞丰	核心业务人员	15	7.4%	0.1%
熊宗德	核心业务人员	8	4.0%	0.1%
	骨干、核心 (共计 113 人)	172.5	84.8%	1.4%
	合计 (116 人)	203.5	100.00%	1.6%

资料来源：公司股权激励公告，浙商证券研究所

表 4：限制性股票归属安排、业绩考核目标

归属安排	业绩考核目标		
	业绩考核目标 A 公司归属系数 100%	业绩考核目标 B 公司归属系数 80%	业绩考核目标 C 公司归属系数 40%
第一个归属期	2021 年公司营业收入或净利润较 2020 年增长率不低于 50.00%	2021 年公司营业收入或净利润较 2020 年增长率不低于 30.00%	2021 年公司营业收入或净利润较 2020 年增长率不低于 20.00%
首次授予的限制性股票 第二个归属期	2022 年公司营业收入或净利润较 2020 年增长率不低于 125.00%	2022 年公司营业收入或净利润较 2020 年增长率不低于 69.00%	2022 年公司营业收入或净利润较 2020 年增长率不低于 44.00%
第三个归属期	2023 年公司营业收入或净利润较 2020 年增长率不低于 237.50%	2023 年公司营业收入或净利润较 2020 年增长率不低于 119.70%	2023 年公司营业收入或净利润较 2020 年增长率不低于 72.80%

资料来源：公司股权激励公告，浙商证券研究所

1.3. 经营状况稳健，盈利能力较强

2015-2021 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 26.3%和 50.5%。21 年全年实现收入 20.8 亿元，同比增长 32.9%，实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 63.9%。公司营收及归母净利润在 2015 年波动较大，主要是由于当年公司主营业务中苹果周边产品占据半壁江山，公司 MFI 资质遭苹果取消，对当年公司经营产生较大影响。

图 4：2015-2022Q1 公司营业收入及 YOY



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 5：2015-2022Q1 公司归母净利润及 YOY



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

整体盈利能力维持在较高水平。2015 年以来公司综合毛利率受新厂区生产效率、产品结构、劳动力成本等因素影响有所起伏，但整体基本维持在 25% 以上。2021 年公司销售毛利率为 25.96%，较去年同期增长 1.12pct。费用投放方面，公司研发费用率常年维持在 5% 以上水平。2019 年公司管理费用率大幅提升 2.05pct 至 4.89%，主要系海能实业二厂及越南工厂产能投放初期管理费用有所增加。

图 6：毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：销售、管理、研发费用率变化情况



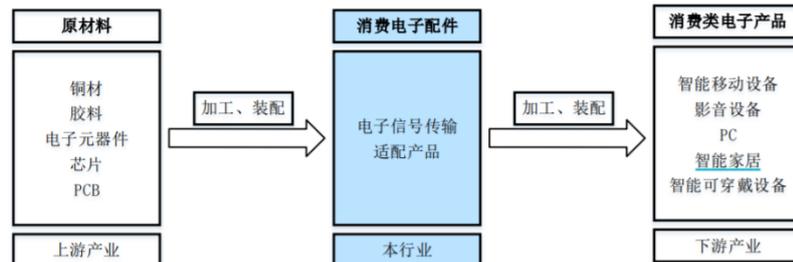
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 行业：技术迭代助推行业长期繁荣

2.1. 规模：千亿市场空间，竞争格局分散

代工制造处于电子配件产业链中下游。消费电子零配件行业的上游主要为铜材、芯片、PCB 等原材料，是代工制造环节的基础。下游主要为智能移动设备、影音设备、PC、智能可穿戴设备等消费电子产品。

图 8：消费电子配件与上下游行业关系



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

智能手机、IoT 设备等消费电子产品规模庞大，为零配件需求提供稳定支撑。近年来下游消费电子终端产品出货量稳中有升，其中智能手机、PC 等电子产品在经历了前期快速的增长期后增速逐渐放缓，但整体足够庞大的市场规模依然对电子配件需求提供稳定支撑。根据充电头网数据，2020 年全球智能手机、平板、笔记本、IoT 设备等下游终端产品出货量规模合计达 44.1 亿台，若考虑线束、充电头等产品丢失和损坏情况，零配件产品需求量或大于其下游终端产品需求量，市场空间巨大。

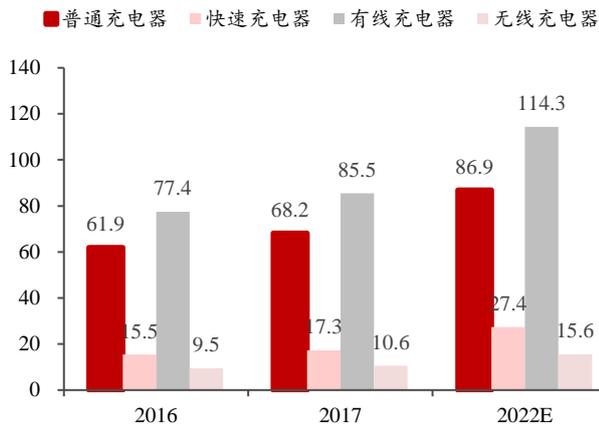
表 5：2020 年全球各类电子相关终端应用出货量

市场领域	出货量
智能手机	12.9 亿台
平板电脑	1.6 亿台
笔记本电脑	2.4 亿台
显示器	1.4 亿台
新能源汽车	0.03 亿台
电动工具	4.9 亿台
IOT 设备	8.5 亿台
总计	44.1 亿台

资料来源：充电头网，浙商证券研究所

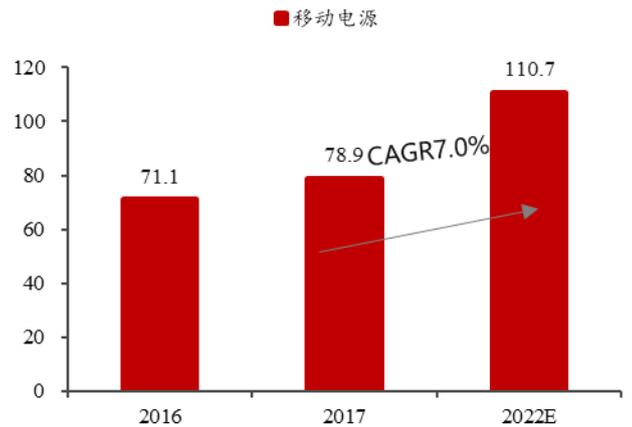
预计 22 年全球有线充电器+无线充电器+移动电源市场规模达到 241 亿美元。根据奥海科技招股书，BCC Research 于 2018 年 8 月发布的报告数据显示，2017 年全球充电器市场规模 85 亿美元，其中快充市场规模 17 亿美元，预计 22 年有线充电器市场规模 114 亿美元，快充市场达到 27 亿美元；17 年全球无线充电器/移动电源市场规模 10.6/79 亿美元，预计 22 年分别达到 15.64/111 亿美元，年复合增长率 8.1%/7.0%。综上，预计 22 年全球有线充电器+无线充电+移动电源市场规模达到 241 亿美元。根据华经产业研究院数据，2022 年全球连接器市场规模达到 784 亿美元，预计 22 年达到 904 亿美元。

图 9：全球充电器市场规模及预测（亿美元）



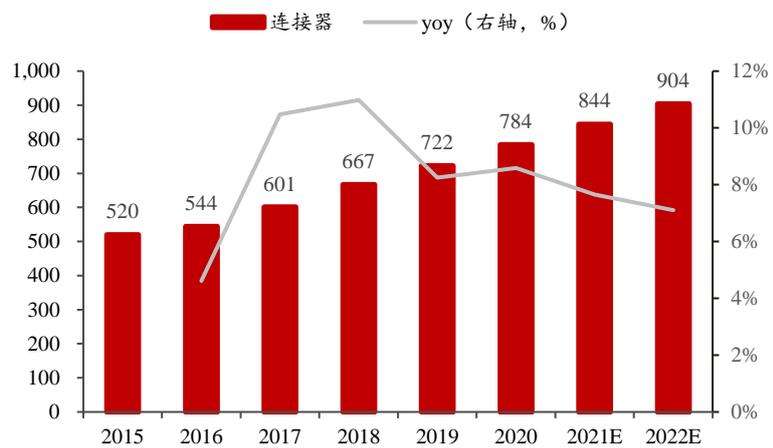
资料来源：奥海科技招股说明书，浙商证券研究所

图 10：移动电源市场规模及预测（亿美元）



资料来源：奥海科技招股说明书，浙商证券研究所

图 11：15-22 年全球连接器市场规模及增速（亿美元）



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

竞争格局：代工行业集中度较低。消费电子代工行业是高度竞争的行业，市场参与者众多，电源适配类产品主要代工企业包括赛尔康、奥海科技、伟创立等，信号类产品主要厂商包括显盈科技、茂联控股等。代工市场整体格局较为分散，以手机充电器龙头公司奥海科技为例，根据奥海科技招股说明书，其 2019 年手机充电器销量达到 1.9 亿只，全球市场占有率仅为 10.34%。

表 6：各主要 ODM 厂商业务及客户情况

公司名称	主要产品类别	产品	客户
显盈科技	信号转换拓展类产品	信号转换器、数字信号拓展坞、电脑平板支架拓展坞	茂杰国际、StarTech、大疆、绿联、贝尔金
	模具及精密结构件产品	智能无人机机身、对讲机外壳、手持云台外壳	
奥海科技	电源充电器产品	手机充电器、无线充电器、PC 充电器、IoT 智能终端充电器、动力工具充电器、服务器电源	小米、华为、亚马逊
贸联控股	电源线及数据线连接组、线束、扩充底座及扩展连接装置、光被动元件模组		/
赛尔康	电源充电器产品	充电器、电源适配器、无线充电	苹果、华为、OV

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

2.2. 趋势：快充渗透率大幅提升，接口标准持续迭代

快充渗透率提升+苹果取消标配充电器，公司电源类产品迎爆发式增长。5G 射频、多摄像头、大屏导致手机耗电大增，在电池技术进展缓慢的情况下，快速充电成为解决续航问题的第一选择。公司经过前期多年技术研发投入，开发出从 18W 至 100W 以上的快充产品。2020 年苹果 iPhone 12 率先取消标配充电器，公司作为第三方品牌服务商充分受益，叠加快充渗透率的快速提升，公司电源类产品业务迎来爆发式增长，2021 年公司电源类产品营收达 6.4 亿，2019-2021 年营收复合增速达到 63.2%。

Type-C 接口快速普及，带动线束类产品需求提升。Type-C 于 2013 年推出，由于其良好的充电效率、数据传输速度以及支持正反插、双向传输等特性得到快速普及。公司于 2013 年即开始研发 Type-C 类产品，同时也是最早拥有通过 Type-C 技术标准测试的会员之一，其线束产品充分受益于此后 Type-C 接口在电子产品上的普及。

信号适配产品受益接口标准迭代+消费电子产品轻薄化。一方面，体积小巧的 Type-C 成为以笔记本为代表的消费电子产品轻薄化趋势下的最佳选择，Type-C 接口在新设备上普及后导致与老设备的 HDMI、DP 等接口不兼容，带动信号适配产品需求增长；另一方面，轻薄化趋势下消费电子产品接口数量不断精简，接口拓展需求日益增长。**长期看，接口差异将持续存在。**原因在于 1) 不同接口标准各有所长，如 HDMI、DP 等标准在视频传输等领域表现更为专业，因此在显示器、投影仪等领域仍然作为主流传输标准存在；2) 不同传输标准之间长期相互竞争，共同推进传输标准发展。各传输标准由其所属的传输标准协会推出，标准协会持续对旗下传输标准升级迭代以获得市场竞争力。综上，传输标准迭代升级的脚步不会停下，信号类产品需求也将长期存在。

表 7：MacBook Air 更新前后接口对比

产品	2015、2017 款	2018、2019 款
13 寸 MacBook Air 接口	2 个 USB 接口	2 个 Type-C (雷电 3) 接口
	miniDP (雷电 2) 接口	
	SD 卡插槽	
	3.5 毫米耳机插孔	

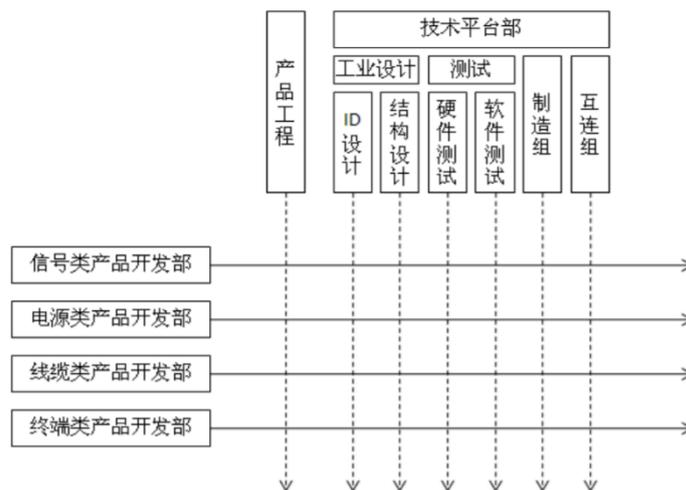
资料来源：显盈科技招股说明书，浙商证券研究所整理

3. 高效化研发生产管理，全球化客户渠道布局

3.1. 矩阵式架构赋能研发，四大机制助力创新

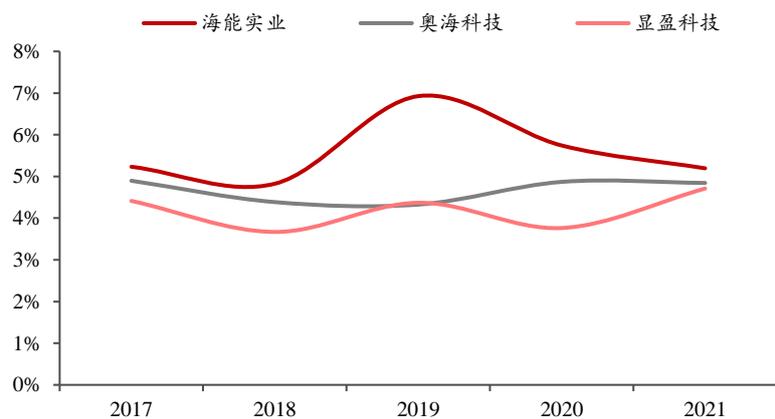
矩阵式研发架构，保障研发质量及研发响应能力。横向为信号类、电源类、线缆类、终端类四大产品开发部门，纵向为产品工程、工业设计、测试、制造组、互联组六大专业平台。矩阵内各单位职能明确，如产品工程负责物料、开案、打样、模具治具等前期工作，工业设计平台负责产品外观、结构设计工作，测试平台负责产品后期测试及产品认证等工作。矩阵式结构可以确保各部门间的开放式沟通，减少上下级汇报环节，切实有效提高研发效率和研发响应能力。

图 12：公司研发体系



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 13：海能实业研发费用率高于可比公司



资料来源：Wind，浙商证券研究所

四大机制助力公司保持创新内核。(1) **市场导向机制**: 专设产品中心负责新技术及行业发展趋势研判, 与上游国际芯片原厂紧密合作, 确保第一时间获得新型芯片, 占领技术先机。(2) **新技术预研与产品孵化**: 规划公司现有产品技术路径图, 对核心技术发展路径进行前瞻性研究, 在新技术可商业化落地后启动商品化开发。(3) **研发保障机制**: 持续加码研发, 研发费用率长期保持在约 5%-7%水平。(4) **人才培养及激励机制**: 针对研发人员, 公司提供具有竞争力的薪酬激励政策, 确立公平、明确的职业发展规划。

表 8: 公司主要研发项目

序号	项目名称	项目目的	项目进展
1	Type-C 便携可收纳式转换器	开发小巧便携可收纳式的 Type-C 转换器, 满足知名电脑品牌客户的多 种型号笔记本电脑搭配 此产品出售的市场需求	已量产
2	Thunderbolt3 多功能扩展坞	在芯片稀缺的大环境下, 巩固公司与客户在雷电扩展坞领域产品的市场份额, 满足消费者的产品升级更新需求	已完成开发验收并通过 Intel 认证, 小批量生产中
3	带 Type-C 多功能转换器的电脑支架	迎合消费者对于办公时的 简洁桌面需求, 同时符合人体工学需求, 在成熟的笔记本电脑支架产品市场和 Type-C 多功能转换器产品市场中, 开发两类产品二合一的新赛道, 增强产品卖点, 有助于公司拓宽 在电脑周边 3C 产品的影响力和市场份额。	已完成 3 个机型交付量产
4	硅胶充电数据线	新一代硅胶充电数据线, 具有亲肤、柔软、强韧耐用的特点, 公司与行业标杆客户联手开发该类新产品, 争夺市场先机	已量产
5	HDMI 2.1 8K/60HZ 高清高速线束	随着 HDMI 2.1 协会规范的发布, 周边高分辨率设备的推出, 为了紧 跟市场发展, 实现公司 产品的多样化, 推动 HDMI 8K@60HZ 高清 高速线束技术应用的研发, 更好地满足客户对于 HDMI 2.1 高清高速 产品各项性能指标的实用要求	已量产。
6	USB4 高速线束	鉴于 Type-C 在各领域的广泛应用, 其高端设备对 Type-C 有更高的传输要求, 公司深耕 USB4 高速线系列产品, 满足终端消费者的高端需求	已量产
7	PC 电源全模组金牌系列	开发一系列金牌全模组化低功率到高功率的 PC 电源 (650W/750W/850W/10 50W/1200W), 足功率符合 80plus 金牌效率, 小体积全模组化结构 (140mm*150mm*86mm), 满足 40°C 环境温度满负载工作	已量产
8	PD 旅行充电器系列	开发系列 PD 旅行充电器, 产品规格符合多国认证要求, 系列包含美、英、欧、澳四个安规, 产品品质卓越, 巩固客户在各国旅行充电器方面的市场份额	已量产
9	车载磁吸无线充电器	开发一款车载支架结合无线充功能的产品, 磁吸无线充作为新兴技术, 市场潜力巨大, 满足客户对磁吸无线充市场快速抢占	已量产
10	双 Type-C 接口 PD 旅行充电器	公司负责开发一系列氮化镓方案的双 Type-C 接口的 PD 旅行充电器, 满足客户在快速高速充电器方面的市场需求	已量产

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

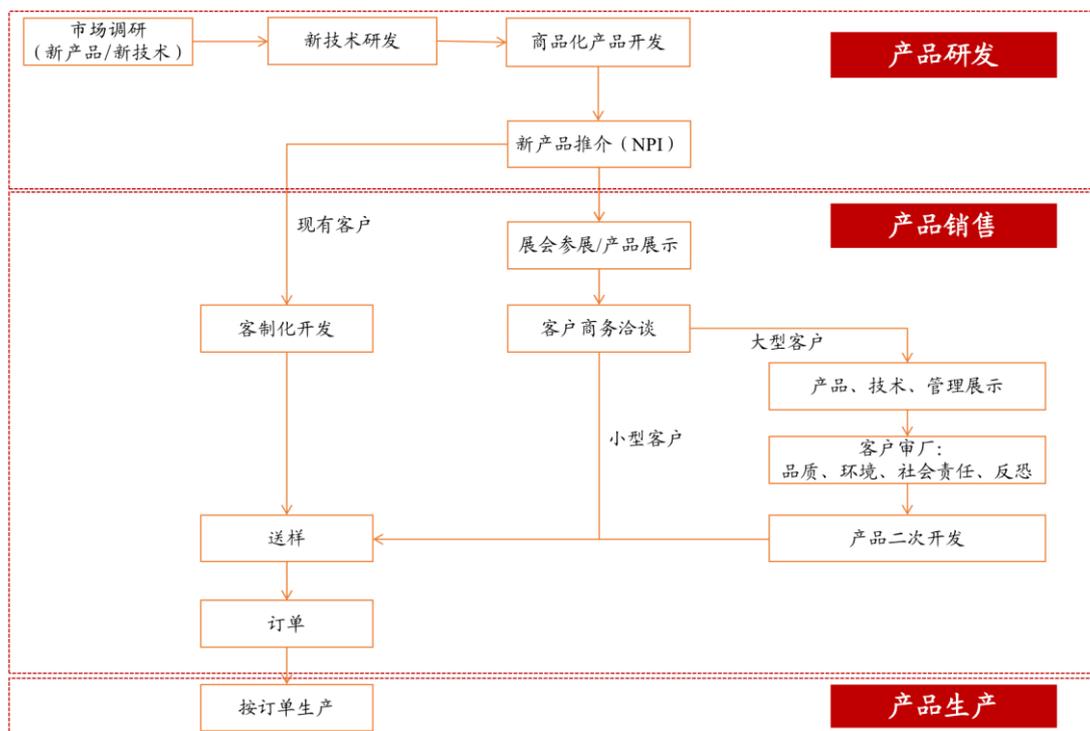
3.2. 以销定产，提供小批量、多品类客制化生产服务

高效整合产业集群，小批量多品类快速响应客户需求。经过多年的持续生产经营，公司进行了有效的产业整合，已经形成电线、连接器、模具、SMT、组装等产业集群，具备较为完整的产业链布局和完备的生产管理体系。同时，公司拥有面向全球的销售体系和 60 余项产品检测能力。电子消费行业具有产品周期短、技术迭代快的特点，要求上游制造商有快速响应生产能力。为响应客户需求，公司通过对生产制造系统优化生产工艺的改进以及对自动化设备和辅助自动化设备的结合，实现快速换线、做到同一工艺产能弹性化，具备小批量、多品类的柔性生产能力。

数字化管理助力柔性生产，自动化改造升级提升生产效率。在数字化管理方面，为应对小批量、多品类的生产要求，公司已经建立了完善的数字化生产管理体系，引入 ERP、Lotus/OA、CRM、PDM 等系统对研发、销售、生产全过程进行生产管理，提升了公司柔性化生产的管理效率。**在自动化生产方面**，随着劳动力成本不断上涨和用工环境的不断规范，为进一步降低生产成本和规避产线缺工风险，公司利用上市募集资金对现有厂房和设备进行了改扩建和自动化升级改造。

遵循“以销定产”，面向零售市场定制化生产。公司采取“以销定产”的生产模式，按照客户订单组织生产，避免自行定制生产计划的盲目性，以适应快速变化的市场需求和不同客户的定制需求。公司根据行业新技术发展方向进行产品研发，通过在美国 CES、香港 Global Source 消费电子展、日本高新电子展等大型国际展会展出或者直接面向客户展出的形式，与客户进行商务洽谈。在经过客户审厂之后，公司会按照客户对产品性能、规格的定制化要求进行产品二次开发，为客户提供样品及产品测试报告，公司在客户认可后可获得相应订单，并安排相应生产。

图 14：公司产品研发-销售-生产流程图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3. 全球化生产布局，越南生产优势凸显

拥有国内及越南四大生产基地。目前，公司拥有江西省安福县与遂川县、广东省东莞市以及越南四大生产基地，在供货时效、生产效率、成本控制等方面独具优势。2018年，中美贸易争端加剧，公司主要产品被列入美国实施加征关税清单，公司快速反应，于2018年底在越南新设工厂。2019年，公司通过上市募集资金建设江西遂川消费电子项目以及消费电子产品研发中心升级项目。2020年，公司利用募集资金建设东莞大岭山海能实业电子制造项目，以满足与日俱增的客户需求。

越南生产优势凸显，新增扩建项目突破产能瓶颈。受国内用工成本不断上涨、国内疫情封控政策以及越南税收优惠等因素影响，越南生产优势凸显。目前，公司越南生产基地已处于满负荷生产状态。为充分利用越南生产的有利条件，突破生产瓶颈，公司于2021年9月发布《向不特定对象发行可转换公司债券预案》，募集资金用于建设“越南新建年产3360万件消费类电子厂项目”和补充流动资金。公司越南新建募投项目总投资5.9亿元，建设期为24个月，达产年将释放每年3360万件消费类电子产品产能，可实现年营业收入8.8亿元。

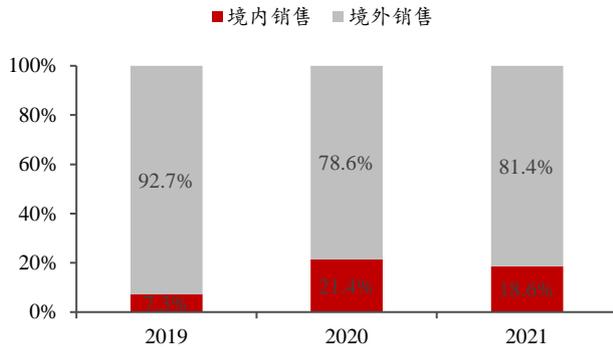
表 9：2019 年上市以来公司募投项目进展

募投项目	用途	建设情况	预计效益
江西遂川消费电子产品一期项目	新增产能	投资总额为 6621.3 万元，截止 2021 年期末投资进度为 100%，已于 2019 年 1 月初达到预定可使用状态。	已实现预计效益，2021 年实现效益 6375.7 万元。
东莞大岭山海能实业电子制造项目	新增产能	投资总额为 2.3 亿元，截止 2021 年期末投资进度为 97.5%，已于 2021 年 6 月达到预定可使用状态。	已实现预计效益，2021 年实现效益 5049.9 万元。
消费电子产品研发中心升级项目	研发中心	投资总额为 1.4 亿元，截止 2021 年期末投资进度为 70.56%，已于 2021 年 6 月达到预定可使用状态。	不适用。
越南新建年产 3360 万件消费类电子厂项目	新增产能	拟投资总额为 5.9 亿元，其中使用募投资金 4.2 亿元，建设期为 24 个月。	预计达产年释放每年 3360 万件消费类电子产品产能，可实现年营业收入 8.8 亿元。

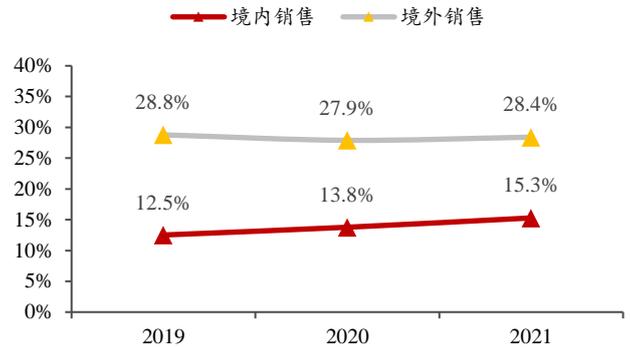
数据来源：公司公告，浙商证券研究所

3.4. 全球化客户渠道，绑定优质零售品牌

聚焦海外市场，以零售客户为主。目前，公司主要客户包括 BELKIN、安克创新、亚马逊等，均为零售客户。零售客户通常以产品策划、品牌运营、渠道开发为主，委托公司进行产品开发和生产。公司主要服务于电子消费能力和水平更高的北美、欧洲地区零售市场。2021年，公司境外销售额为 16.8 亿元，占比为 81.4%。公司深度绑定优质海外大客户，相比于境内客户，公司实现了更高的毛利率水平。2021年，公司境外销售毛利率为 28.4%，高出境内销售毛利率 13.1pct。近几年，公司设立越南工厂并加大投资，为客户降低了关税成本，也进一步获得客户青睐。未来，公司将继续深耕海外市场，扩大公司产品在国际市场的竞争优势。

图 15：公司主要客户是海外零售客户


资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：海外客户较境内客户能实现更高毛利率水平


资料来源：Wind，浙商证券研究所

客户结构均衡，深度绑定零售头部品牌，积极拓展中小客户。公司通过在行业内多年持续经营和技术积累，已与贝尔金、安克创新、亚马逊、StarTech、Trippe 等全球众多知名品牌上建立了稳定的长期合作关系。在与大客户维持长期稳定合作关系的同时，公司凭借其小批量、多批次的快速制造能力，积极拓展中小客户，避免过度依赖大客户的风险。

表 10：公司与客户有长期稳定合作关系

公司客户	国家或地区	客户主营业务	公司销售的产品	合作关系
贝尔金	美国	为广泛的消费电子产品和企业环境提供供电、保护、生产、连接、音频、安全和家居自动化解决方案	信号线束、信号适配器、电源适配器	2013 年开始交易
安克创新	中国	移动设备周边产品、智能硬件产品等消费电子产品的自主研发、设计和销售	信号线束、信号适配、电源适配器	2014 年开始交易
亚马逊	美国	线上零售商	信号线束、信号适配器、电源适配器	/
StarTech	加拿大	IT 数码连接产品方案提供商	信号线束、信号适配器、电源适配器	2009 年开始交易
Trippe	美国	电源保护、连接和 IT 基础设施设备的制造和销售	信号线束、信号适配器、电源适配器	2013 年开始交易

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

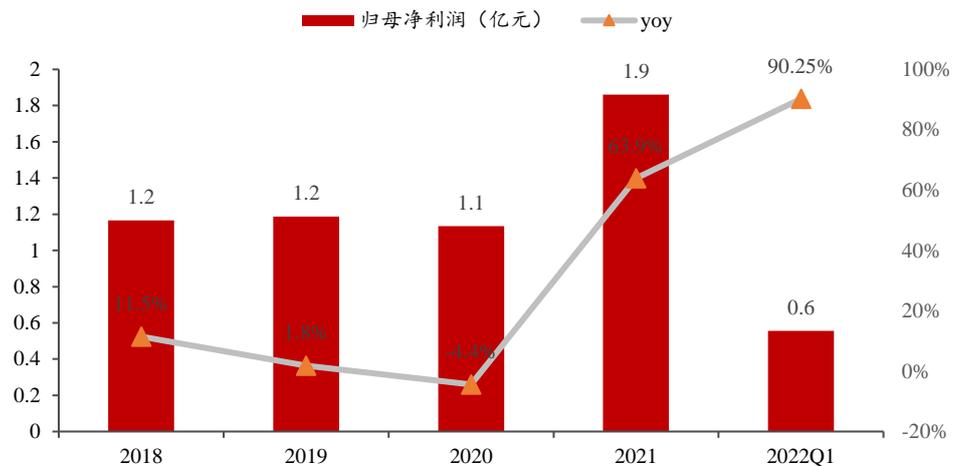
积极布局清洁电器、新能源，为中长期增长蓄力。通过与行业头部品牌建立合作关系一方面是公司综合实力的体现，有利于公司开拓新客户；另一方面，也为公司新品拓展提供渠道。如公司多年前自主研发生产电源产品，近年来通过公司原有的全球化客户渠道实现电源产品销售收入的快速增长。公司在研储备产品包括清洁电器以及新能源软包电池等产品，我们认为，通过公司现有的客户资源积累与高效的研发、生产能力，公司清洁电器等储备产品有望复制电源适配产品成功经验，为公司中长期成长添砖加瓦。

4. 调整期已过，海能进入业绩释放期

2015-2021 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 26.3%和 50.5%；其中，受中美贸易战关税税率提升、越南基地前期投入及管理磨合成本较大、人民币升值等拖累，2018/2019/2020 年净利润原地徘徊，分别为 1.2/1.2/1.1 亿。

伴随着越南基地运作成熟，2021 年即使受越南疫情影响，仍实现收入 20.8 亿元，同比增长 32.9%，实现归母净利润 1.86 亿元，同比增长 63.9%。2022Q1 收入/利润增速分别为 21%/99%。越南基地的扩建也表明对未来发展的信心。

图 17：2018 年-2022Q1 公司归母净利润逐渐释放



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 投资建议

5.1. 盈利预测分析

核心假设：

公司产品类型繁多、定制化程度高，不同产品结构和工艺上有较多不同，且组装阶段主要依靠工人手工完成，因此公司设备产能弹性较大。2021 年公司总营收为 20.8 亿元，总产量为 7607 万件，产品销售均价为 27.5 元/件。根据公司可转债公告，越南新建募投项目产能 3360 万件，预计 23 年投产，达产后可实现营业收入 8.8 亿元。

1) **线束类产品**：单价方面，现有产品随着市场竞争加剧，单价逐步下降，公司具备持续研发能力，持续推出具备更高传输性能的新产品，随着单价更高的高速线束产品需求提升，假设 22-24 年整体线束类产品单价能够维持在原有水平。产销量方面，21 年产量为 4564 万条，随着消费者对高分辨高传输性能需求增多，预计高速线束产品将带动公司线束类产品增长，公司遵循以销定产，假设产销率维持 100%，预测 22-24 年公司线束类产品销量增速为 18%/20%/22%。

2) **信号适配器产品**：公司研发的雷电系列产品属于中高端产品，其接口与 Type-C 接口一致，但传输速度最高可达 40Gbps (Type-C 最高为 20Gbps)，该系列产品具有较高的技术壁垒。单价方面，随着中高端产品占比提升，假设公司 22-24 年信号适配器产品均价增速分别为 2%/1%/1%。随着消费者产品升级需求日益提升，预计公司高规格扩展

坞产品将保持较高增速，带动信号适配器产品增长，公司遵循以销定产，假设产销率维持100%，预测22-24年公司信号适配器产品销量增速为28%/29%/31%。

3) 电源适配器产品：单价方面，电源产品市场充分竞争，老产品单价逐步走低。公司持续投入研发，目前PD 68W、PD 100W等大功率快充产品已实现规模化量产，预计随着大功率快充产品渗透率提升，公司电源适配器产品中具备更高价值量的大功率快充产品占比逐步提升，假设22-24年电源适配器产品均价增速为3%/2%/2%。受益于行业高景气度（快充渗透率快速提升+苹果取消标配充电器）以及三方品牌客户份额提升，预计22-24年电源适配器产品销量增速为30%/24%/19%。

盈利端：基于①公司凭借强研发实力，率先投入Thunderbolt系列Docking产品研发并获得英特尔授权，形成了技术和先发优势。预计高毛利信号适配器产品占比逐年提升；②随着越南生产基地逐渐运作成熟，规模效应逐渐体现，带动毛利率有所提升。综上，预计公司22-24年综合毛利率小幅上升，分别为26.4%/26.7%/27.2%。

费用端：2022年公司新能源储能等新业务处于研发投入初期，研发费用较高；随着疫情逐步缓解，公司线下参展频次增多，假设公司22-24年销售费用率为4.5%/4.5%/4.5%，研发费用率为6.5%/5.5%/4.5%，管理费用率为5.5%/5.5%/5.5%。

综上，我们预计22-24年公司营业收入为26.6/34.1/44.1亿元，同比增长28.0%/28.0%/29.4%；实现归母净利润2.9/3.8/5.2亿元，同比增长53.3%/33.8%/35.6%。

表 11：海能实业营收拆分及预测

	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2663	3409	4410
YOY	28%	28%	29%
线束类产品（百万元）	658	787	957
YOY	18%	20%	22%
产能（万件）	8715	9728	10741
产量（万件）	5392	6455	7843
销量（万件）	5392	6455	7843
平均单价（元/件）	12	12	12
信号适配器产品（百万元）	1120	1461	1934
YOY	30%	30%	32%
产能（万件）	3631	4053	4475
产量（万件）	2231	2882	3776
销量（万件）	2231	2882	3776
平均单价（元/件）	50	51	51
电源适配器产品（百万元）	854	1080	1306
YOY	34%	26%	21%
产能（万件）	2324	2594	2864
产量（万件）	1580	1960	2324
销量（万件）	1580	1960	2324
平均单价（元/件）	54	55	56
其他产品（百万元）	31	80	213
YOY	29%	160%	164%
毛利率	26.4%	26.7%	27.2%
归母净利润（百万元）	285	382	517
YOY	53%	34%	36%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 估值

公司作为领先的消费电子 ODM 厂商，凭借多品种、小批次、快生产的业务模式，与众多知名零售品牌客户建立长期合作关系，整体盈利能力较强，且未来成长性较好。本文选择歌尔股份、立讯精密以及业务模式较为相似的伟星股份作为可比公司。2022 年可比公司平均估值为 21X PE。海能实业 22-24 年 PE 分别为 17.5/13.0/9.6 倍，处于较低水平。

表 12：海能实业可比公司估值表

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价	净利润(亿元)			市盈率		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002241.SZ	歌尔股份	1110	32.5	58.5	74.0	88.9	19.0	15.0	12.5
002475.SZ	立讯精密	2367	33.2	100.2	133.3	166.2	23.6	17.8	14.2
002003.SZ	伟星股份	106	10.2	5.5	6.6	8.0	19.4	16.1	13.2
	平均值						20.7	16.3	13.3
300787.SZ	海能实业	50	32.6	2.9	3.8	5.2	17.5	13.0	9.6

数据来源：Wind，浙商证券研究所 注：收盘价为 2022 年 7 月 12 数据；歌尔股份、立讯精密、伟星股份采用万德一致预期

5.3. 投资建议

预计公司 2022-2024 实现归母净利润 2.9/3.8/5.2 亿元，增速分别为 53.3%/33.8%/35.6%，对应 EPS 为 1.87、2.50、3.39 元，现价对应 PE 为 17.5/13.0/9.6 倍。考虑到公司是消费电子零售市场 ODM 龙头企业，具备全球化生产、渠道优势，22-24 年业绩成长性高及持续成长潜力较大，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1) 产品拓展进度不及预期：**公司在现有三大类产品基础上拓展新能源储能等新业务，考虑到不同产品的技术路径存在一定差异，公司或面临新产品拓展不及预期风险。
- 2) 汇率波动：**公司业务主要集中于海外市场，未来人民币若持续升值，公司或面临汇兑损失风险。
- 3) 市场竞争风险：**伴随市场竞争愈加激烈，公司产品或存在降价风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1326	1497	1763	2253
现金	269	304	339	463
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	569	615	750	1015
其它应收款	25	29	34	29
预付账款	7	14	33	38
存货	415	496	567	668
其他	40	40	40	40
非流动资产	1167	1268	1400	1450
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	875	1014	1096	1154
无形资产	131	113	126	123
在建工程	58	72	93	74
其他	103	70	84	98
资产总计	2492	2765	3163	3703
流动负债	1078	1142	1265	1439
短期借款	609	609	609	609
应付款项	342	442	558	727
预收账款	0	0	0	0
其他	127	92	99	104
非流动负债	59	55	56	56
长期借款	0	0	0	0
其他	59	55	56	56
负债合计	1137	1198	1322	1496
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1356	1568	1841	2207
负债和股东权益	2492	2765	3163	3703
现金流量表				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2	190	221	214
净利润	186	285	382	517
折旧摊销	93	57	65	68
财务费用	22	22	29	26
投资损失	3	0	1	1
营运资金变动	(43)	(99)	(20)	(90)
其它	4	(3)	(1)	(1)
投资活动现金流	(335)	(288)	(343)	(226)
资本支出	(237)	(219)	(261)	(239)
长期投资	9	2	(4)	2
其他	(107)	(71)	(78)	11
筹资活动现金流	327	133	156	136
短期借款	379	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(52)	133	156	136
现金净增加额	(6)	36	35	124

利润表				
单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2080	2663	3409	4410
营业成本	1540	1960	2499	3211
营业税金及附加	9	15	19	25
营业费用	73	120	153	198
管理费用	114	146	187	243
研发费用	108	173	205	243
财务费用	22	22	29	26
资产减值损失	49	(18)	(22)	(21)
公允价值变动损益	(4)	0	0	0
投资净收益	(3)	(0)	(1)	(1)
其他经营收益	25	29	31	29
营业利润	184	295	398	539
营业外收支	(0)	3	1	1
利润总额	184	298	398	540
所得税	(2)	12	17	22
净利润	186	285	382	517
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	186	285	382	517
EBITDA	191	328	416	534
EPS (最新摊薄)	1.22	1.87	2.50	3.39
主要财务比率				
	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	32.86%	27.99%	28.04%	29.35%
营业利润	49.29%	60.22%	34.79%	35.56%
归属母公司净利润	63.90%	53.32%	33.80%	35.59%
获利能力				
毛利率	25.96%	26.38%	26.70%	27.18%
净利率	8.94%	10.71%	11.20%	11.73%
ROE	14.53%	19.51%	22.39%	25.56%
ROIC	9.6%	12.6%	14.9%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	45.60%	43.30%	41.78%	40.39%
净负债比率	53.64%	50.82%	46.05%	40.70%
流动比率	1.23	1.31	1.39	1.57
速动比率	0.84	0.88	0.95	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.93	1.01	1.15	1.28
应收帐款周转率	4.38	4.50	5.00	5.00
应付帐款周转率	4.29	5.01	5.01	5.01
每股指标(元)				
每股收益	1.22	1.87	2.50	3.39
每股经营现金	0.01	1.25	1.45	1.40
每股净资产	8.87	10.26	12.05	14.45
估值比率				
P/E	26.76	17.45	13.04	9.62
P/B	3.67	3.17	2.70	2.26
EV/EBITDA	20.28	10.71	8.53	6.45

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>