

2021年07月20日

## 3C行业新机遇下, 优质零部件生产商有望迎高速增长

增持(首次)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	517	790	1,189	1,788
同比(%)	16.7%	52.9%	50.5%	50.4%
归母净利润(百万元)	112	158	234	354
同比(%)	3.9%	41.4%	48.5%	51.0%
每股收益(元/股)	0.64	0.91	1.35	2.04
P/E(倍)	34.42	24.18	16.29	10.78

### 投资要点

#### ■ 近年来营收持续增长, 2020年获得增长新动力

公司主要为3C、汽车、电动工具等下游应用行业的客户提供精密金属零部件产品, 近年来营收、净利润保持高速增长。2015-2020年公司营收CAGR为26.1%; 归母净利润CAGR为79.6%, 近两年 AirPods Pro、Powerbeats Pro 等可穿戴设备带动零部件需求继续提升, 助力公司加速增长, 2020年营收5.17亿元(+16.7%); 归母净利润1.12亿元(+3.9%)。

盈利能力保持较高水平。2018-2020年公司综合毛利率分别为36.4%/42.9%/41.2%, 净利率分别为17.2%/24.4%/21.6%, 高毛利的3C产品占比提升增加规模效应, 使得公司盈利能力维持在较高水平。

#### ■ 汽车+电动工具提供稳定市场, 3C行业打开增长新机遇

1) 3C行业: 智能穿戴设备近年来增速较快, 2021-2023年其出货量有望继续保持40%速度增长; 公司不断深入苹果供应链, 占据部分产品独供地位, 在下游3C新产品需求的不断增长的背景下将显著受益。

2) 汽车行业: 2012-2019年, 中国新能源汽车产销量增长率远高于汽车行业, 新能源汽车对零部件性能要求的提高将对行业景气不足的风险。此外, 汽车制造业对天窗零部件轻量化、智联化、新能源模块化要求不断升级, 将进一步推动公司汽车天窗用精密零部件更新需求增长。

3) 电动工具行业: 一机多用、清洁能源化等内生革新趋势将增加新型零部件应用比例、加工要求, 在全球经济复苏背景下进一步增加公司电动工具零部件业绩增长确定性。

#### ■ 技术+客群, 双重优势保证业绩增长

1) 公司核心技术人员稳定, 为公司稳健经营奠定基础。董事长许惠钧先生从事精密金属零部件加工超过40年, 作为公司核心技术人员参与多项核心技术的研发工作, 对3C类、汽车、电动工具及光伏领域涉及精密与超精密金属零部件加工技术有着多年沉淀与积累。

2) 掌握3C、汽车和电动工具等精密金属零部件核心技术, 多样性、高精度和自动化构筑竞争优势。公司掌握高精密度异形簧成型技术、耐疲劳卷簧高效成型及检测技术、高稳定性精密拉簧、压簧、扭簧成型及检测技术、高精度大吨位连续冲压成型技术等多项核心技术, 并具备加工工艺多样化、加工精度高、自动化程度高等技术优势。

3) 凭借工匠精神深耕精密金属零部件领域, 产品进入行业标杆客户的供应体系。公司与富士康、伟巴斯特、莫仕等知名下游客户合作历史悠久, 交易金额逐年提高; 近年来公司更是深入苹果供应链, 占据 AirPods Pro 等部分产品独供地位, 相关收入规模正加速增长。

■ 盈利预测与投资建议: 我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.91、1.35、2.04元/股, 当前股价对应动态PE分别为24/16/11倍, 我们看好公司未来的成长性, 在估值上存在提升空间, 首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示: 下游行业发展不及预期; 新产品研发速度不及预期致客户流失风险; 技术创新不及预期风险; 全球贸易关系不确定性加大风险。

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 王平阳

执业证号: S0600519060001

021-60199775

wangpingyang@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001

zhubb@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	21.85
一年最低/最高价	17.25/32.88
市净率(倍)	2.94
流通A股市值(百万元)	805.12

### 基础数据

每股净资产(元)	7.74
资产负债率(%)	22.05
总股本(百万股)	173.35
流通A股(百万股)	36.85

### 相关研究

## 内容目录

1. 福立旺：深耕精密金属零部件的专业制造商 .....	5
1.1. 主要布局精密金属零部件，覆盖 3C、汽车、电动工具等领域 .....	5
1.2. 股权较为集中，子公司营收良好 .....	5
1.3. 公司产品覆盖广泛，3C 及汽车类精密零部件贡献主要收入 .....	6
1.4. 公司盈利水平不断提升，期间费用率维持在低位 .....	9
2. 汽车和电动工具行业提供稳定市场需求，3C 行业打开新机遇 .....	12
2.1. 机械通用零部件：组合化产品和新工艺应用，为零部件企业创造新的发展机会 .....	12
2.2. 3C 行业：智能穿戴设备加速放量，为零部件厂商提供增长新机遇 .....	13
2.2.1. 3C 领域市场规模庞大，精密金属零部件需求稳定增长 .....	13
2.2.2. 智能穿戴设备发展迅速，为精密金属零部件行业带来发展机遇 .....	14
2.2.3. 3C 产品轻薄化、高速传输、时尚化等趋势将带动精密金属零部件需求稳步增长 .....	15
2.3. 汽车行业：新能源汽车占比提升、零部件性能升级，稳定汽车市场零部件需求 .....	16
2.4. 电动工具行业：内生革新趋势下，零部件市场需求有望保持稳定 .....	18
3. 技术优势和客群优势保证需求，募投项目打开供给 .....	19
3.1. 技术优势：多种核心技术+生产工艺支撑盈利能力高于可比公司 .....	19
3.1.1. 11 项核心技术支撑下，产品性能优于行业 .....	19
3.1.2. 生产工艺种类多于可比公司，助力生产效率提高和集成化生产 .....	23
3.1.3. 核心技术人员稳定，经营风格稳健 .....	25
3.2. 客户优势：客户稳定性高，合作开发进一步增强客户粘性 .....	26
3.2.1. 下游客户稳定性较高，保证公司稳定增长 .....	26
3.2.2. 通过与知名客户合作开发模式，增强客户粘性 .....	27
3.3. 子公司强芯科技的金刚线母线领先行业，为业绩增长再添动力 .....	28
3.4. 产业政策密集出台，促进我国实现从“制造业大国”向“制造业强国”的转变 .....	30
3.5. 募投项目打开产能瓶颈 .....	31
4. 盈利预测与投资建议 .....	32
5. 风险提示 .....	34

## 图表目录

图 1: 福立旺公司发展历程.....	5
图 2: 福立旺三位共同控制人持股比例为 48.1%(截至 2021Q1).....	6
图 3: 2020 年公司 3C 精密零部件及汽车精密零部件合计收入占比达 76.2%.....	6
图 4: 2015-2020 年公司收入高增长, CAGR 为 26.1 %.....	9
图 5: 2015-2020 年归母净利润高增长, CAGR 为 79.56%.....	9
图 6: 公司营收大幅增长主要由 3C 类业务拉动.....	10
图 7: 公司毛利率和净利润率报告期内均维持较高水平.....	10
图 8: 公司分业务毛利率稳中有升.....	10
图 9: 2017-2021 年 Q1 公司期间费用率维持在低位.....	11
图 10: 2019 年起研发投入持续攀升.....	12
图 11: 公司研发能力强, 研发费用率略低于可比公司.....	12
图 12: 机械零部件制造业保持稳定发展.....	12
图 13: 近两年我国 3C 行业出货量下行, 2021-2022 年消费电子需求有望保持稳定.....	14
图 14: 智能可穿戴设备出现快速增长.....	15
图 15: 2020 年无线耳机销量有望保持高速增长.....	15
图 16: 2020 年我国汽车产销量出现小幅下滑.....	16
图 17: 我国新能源汽车产销量整体呈快速增长态势.....	16
图 18: 2011-2019 年我国汽车零部件制造行业销售规模 CAGR 高达 7.7%.....	17
图 19: 汽车天窗的智联化趋势日益明显.....	17
图 20: 轻量化天窗设计增加了配套零部件需求.....	17
图 21: 全球电动工具行业稳步发展, 需求呈现稳中有升态势.....	18
图 22: 福立旺毛利率整体领先于行业其他可比公司.....	22
图 23: 公司直接客户及终端客户情况(截至 2020 年末).....	23
图 24: 公司核心技术和相关产品.....	24
图 25: 公司与 3C 行业下游主要客户交易额.....	27
图 26: 公司与汽车行业下游主要客户交易额.....	27
图 27: 公司与电动工具行业下游主要客户交易额.....	27
图 28: 公司与下游知名客户合作开发.....	28
图 29: 金刚线切割在单晶和多晶硅片领域基本实现了完全渗透.....	29
图 30: 我国硅片产量稳步提升.....	29
图 31: 金刚线切割与传统砂浆切割对比.....	29
表 1: 公司精密金属零部件具体产品及应用场景.....	7
表 2: 公司 3C 行业主要产品销售收入(万元).....	14
表 3: 核心技术具体工艺及其带来的营业收入(2019 年).....	19
表 4: 公司主要产品的性能、技术参数指标优于行业水平.....	21
表 5: 福立旺生产工艺多样化.....	23
表 6: 公司核心技术人员.....	25
表 7: 公司与主要客户合作历史悠久, 占客户采购需求的比例较大.....	26
表 8: 金刚线切割与砂浆切割相比, 切割速度快、单片损耗低、环境更友好.....	28
表 9: 产业政策密集出台支持零部件生产技术提升.....	30

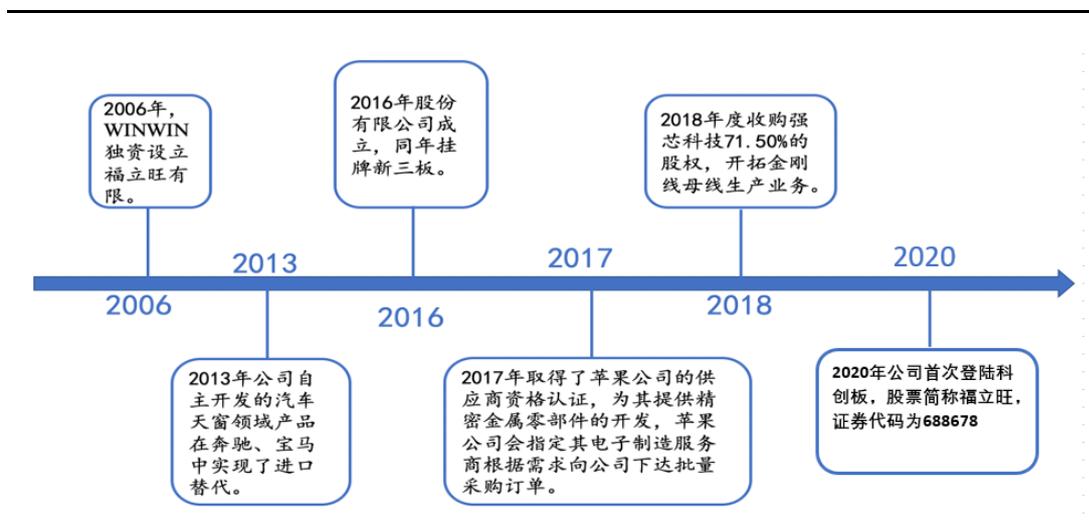
表 10: 募投项目主要资金用于智能制造中心扩大产能 (万元) .....	31
表 11: 公司产能利用率处于较高水平 .....	31
表 12: 福立旺分业务收入预测 (亿元) .....	33
表 13: 可比公司估值 (2021 年 7 月 19 日) .....	34

## 1. 福立旺：深耕精密金属零部件的专业制造商

### 1.1. 主要布局精密金属零部件，覆盖 3C、汽车、电动工具等领域

福立旺成立于 2006 年，2016 年 6 月设立为股份有限公司，致力于 3C、汽车、电动工具等精密金属零部件的研发、制造和销售。公司在精密零部件领域深耕十余年，与下游行业知名企业合作，2017 年深入苹果供应链体系，取得其供应商资格认证。2020 年 12 月公司在科创板上市。

图 1：福立旺公司发展历程



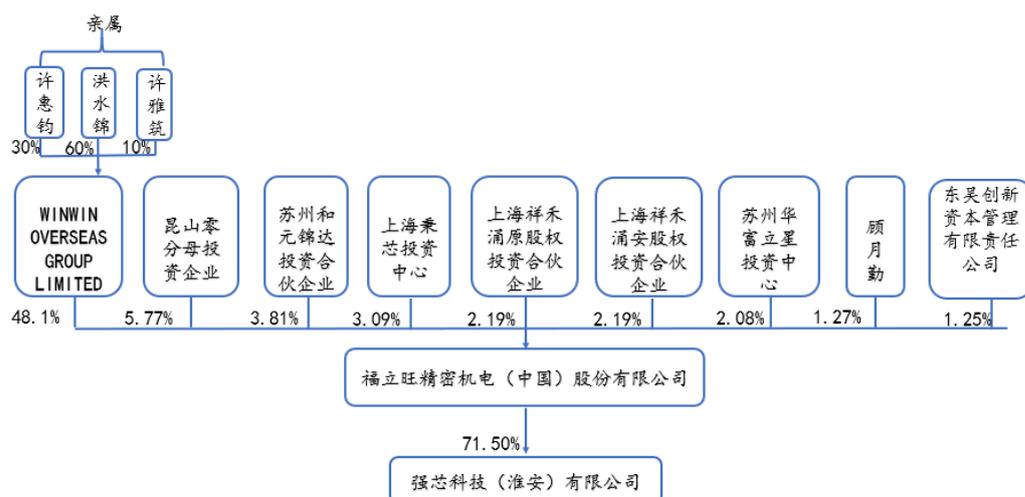
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.2. 股权较为集中，子公司营收良好

**公司股权结构集中，决策效率较高。**公司控股股东为 WINWIN 公司，实际控制人为许惠钧、洪水锦、许雅筑，三人系亲属关系。截至 2021Q1，许惠钧、洪水锦、许雅筑分别持有 WINWIN 30%、60%、10% 股权，并通过 WINWIN 合计间接持有公司 48.1% 的股份。

**公司设立秉芯投资作为员工持股平台，提升员工工作积极性。**截至 2021 年 5 月 15 日，公司已完成第一期员工持股计划股票购买流程，购买股票数量为 100.3 万股，占公司总股本的 0.58%，成交合计金 1990 万元，成交均价 19.83 元/股，持股对象包括副总经理、监事、财务总监以及约 130 名公司员工。公司通过员工持股计划，让员工分享公司发展成果，挖掘公司内部成长原动力，有助提高员工劳动热情，也有利于提高公司自身的凝聚力和市场竞争能力。

图 2：福立旺三位共同控制人持股比例为 48.1%(截至 2021Q1)



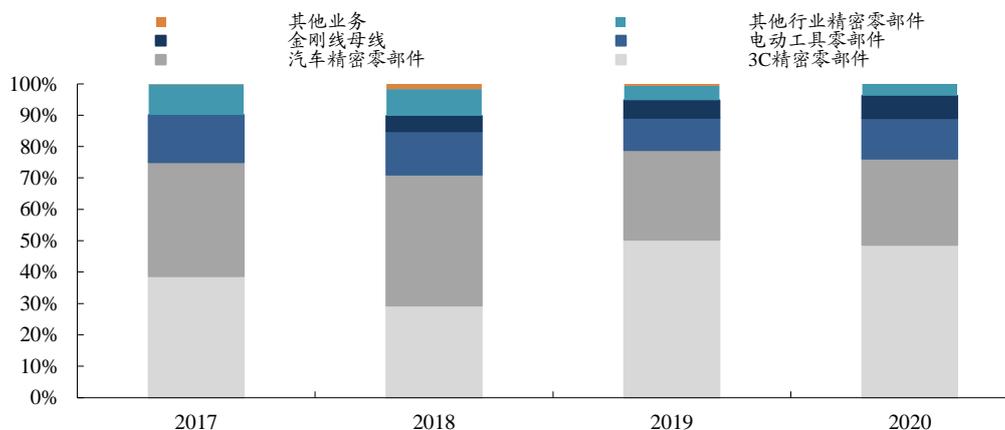
数据来源：WIND，东吴证券研究所

子公司强芯科技发展状况良好。公司 2018 年度收购强芯科技 71.5% 股权，进军金刚线母线领域，金刚线主要应用于光伏行业的硅片切割，强芯科技 2018-2020 年分别实现营收 1779/2677/3649 万元，盈利情况良好，且随着光伏平价及全球光伏产业平稳增长，金刚线母线整体发展趋势向好。

### 1.3. 公司产品覆盖广泛，3C 及汽车类精密零部件贡献主要收入

公司收入主要来自于 3C 精密零部件及汽车零部件业务。2020 年，公司 3C 精密零部件及汽车精密零部件占整体营收比重分别为 48.7%/27.5%，电动工具类精密金属零部件、其他行业精密金属零部件及金刚线母线占营收比重分别为 12.9%/3.8%/7.1%。

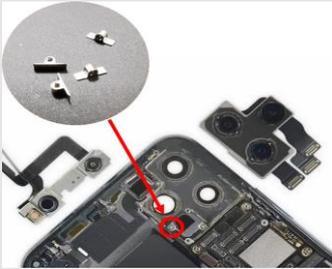
图 3：2020 年公司 3C 精密零部件及汽车精密零部件合计收入占比达 76.2%



数据来源：公司招股书，WIND，东吴证券研究所

**公司产品分类：**①3C类产品包括如 POGO PIN、记忆合金耳机线、卡托、转轴等产品，广泛应用于笔记本电脑、平板电脑、手机、无线耳机等信息终端设备制造；②汽车类产品具体包括挡风天窗横梁等汽车天窗用零部件以及启动马达卷簧等产品，实现缓冲、牵引、支撑、固定等功能；③电动工具类精密金属零部件包括压簧、扭簧、精密弹片、轴销件、车削件等，起到支撑、复位、紧固、连接等作用，提升了电动工具的操作性及安全性；④金刚线母线在电镀金刚石颗粒后，加工成金刚线，目前主要应用于光伏行业硅片的切割。

表 1: 公司精密金属零部件具体产品及应用场景

产品种类	产品名称	产品示例	下游应用
3C 类精密金属零部件	POGO PIN		应用于笔记本电脑、平板电脑、手机、无线耳机等信息终端设备制造，
	PIN 针类连接器		
	转轴、异型螺母		
	充电头、卡托		

按键等



记忆合金耳机线



卡簧



导电结构件、线簧



卷帘零部件

其他机械零部件

驱动管件及组合部件

天窗横梁

启动马达卷簧

汽车类精密金属零部件



应用于汽车零部件，可实现缓冲、牵引、支撑、固定等功能。

车灯、车饰用异性弹簧

精密车削件

电动工具类精密金属零部件

精密弹簧

电动工具结构件



对电动工具起到支撑、复位、紧固、连接等作用，并提升电动工具的操作性及安全性。



应用于光伏行业硅片的切割。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

#### 1.4. 公司盈利水平不断提升，期间费用率维持在低位

在 3C 业务的驱动下，公司 2015-2020 年收入和利润保持高速增长。2020 年实现营收 5.17 亿元，同比+16.7%，2015-2020 年 CAGR 为 26.1%；实现归母净利润 1.12 亿元，同比+3.9%，2015-2020 年 CAGR 为 79.56%。

公司 2016 及 2016 年之前主要从事传统业务，2017 年及之后进行精密金属零部件转型，营业收入及归母净利润逐年递增，2020 年营收增速放缓主要受当年疫情影响：（1）苹果公司耳机订单需求保持稳定，但受限於疫情，工厂开工较晚，一季度产能未能释放，总营收增长仅有 16.7%；（2）3C 精密零部件销售增长幅度达 50%，但 AirPodsPro 价格小幅下降，Beats 头戴式降噪耳机的价格下降 10%左右，导致收入端增长有限。

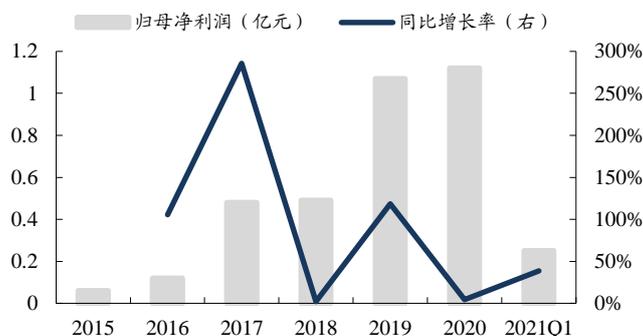
2021Q1 公司实现营收 1.57 亿元，同比+96.25%；归母净利润 0.25 亿元，同比+38.89%，公司经营规模不断扩大，3C 产品持续贡献增量。

图 4：2015-2020 年公司收入高增长，CAGR 为 26.1 %



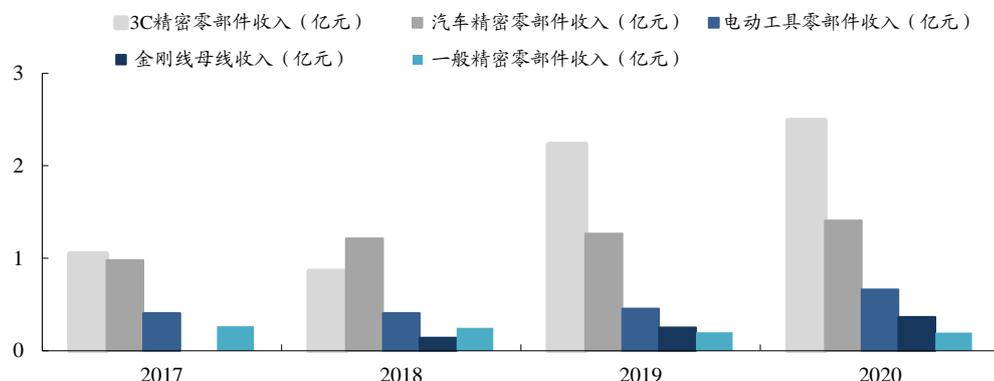
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：2015-2020 年归母净利润高增长，CAGR 为 79.56%



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 6: 公司营收大幅增长主要由 3C 类业务拉动

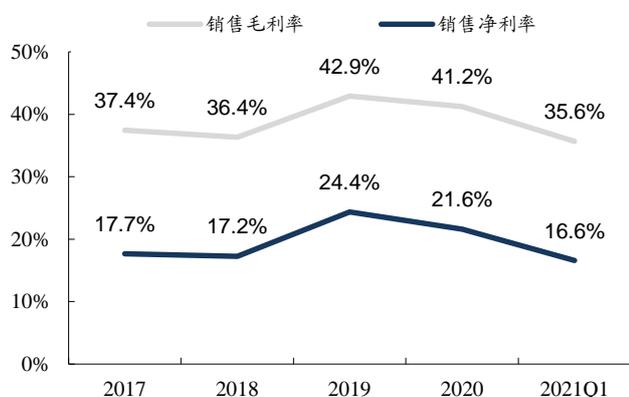


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司毛利率和净利润率维持较高水平, 3C 精密零部件产品毛利率维持较高水平。2018-2020 年整体毛利率分别为 36.4%/42.9%/41.2%, 净利率分别为 17.2%/24.4%/21.6%。分业务看, 各个分部毛利率整体稳中有升, 3C 精密零部件产品整体保持较高水平, 2017-2020 年分别为 50.8%/45.6%/50.0%/49.1%, 主要系 3C 类精密金属零部件要求高精密度、高稳定性, 还需兼具功能性、美观性, 技术要求较高。此外, 3C 产品的更新换代速度较快, 3C 类精密金属零部件通常在新品导入期单价及毛利率较高。

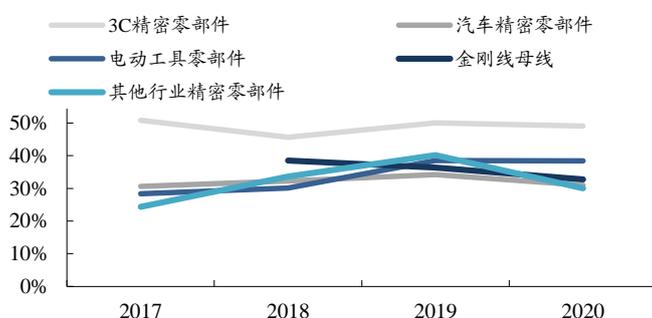
2021Q1 毛/净利率有所下滑, 我们判断主要原因系: 1) 公司 2021 年新增较多 3C 新品订单, 产品良率和生产效率的提升需要过程, 故使得综合毛利率有所下滑; 2) Q1 新增 1707 万元研发费用, 一定程度上影响了净利率。

图 7: 公司毛利率和净利润率报告期内均维持较高水平



数据来源: wind, 东吴证券研究所

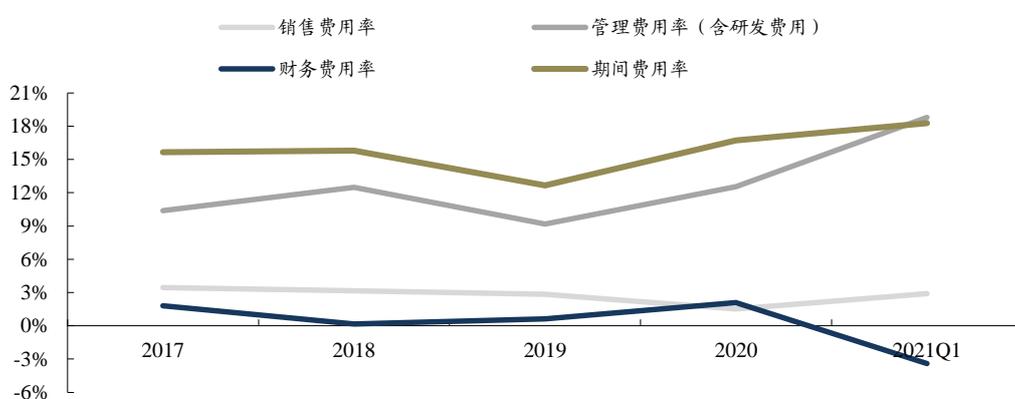
图 8: 公司分业务毛利率稳中有升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司规模效应增加，期间费用率维持在低位。2018-2020 年公司期间费用率分别为 15.8%/12.7%/16.7%，2019 年期间费用率降低，主要系因公司 2019 年度营业收入同比增长高达 52.2%，规模效应增加，期间费用率有所下降。在销售费用方面，主要系公司采用集中送货、小件送货取代快递等方式降低了运输费用；在管理费用方面，主要系管理人员较少，且规模效应明显，拉低了管理费用；财务费用先降后升，主要系汇兑收益变动所致。2021Q1 期间费用率有所上升，主要系公司 2021Q1 新增研发费用 1707 万元，同比+137%，按公司新产品 3-6 个月的研发周期，我们预计 2021Q3 公司研发费用会有所降低，同时研发效益有所体现。

图 9：2017-2021 年 Q1 公司期间费用率维持在低位



数据来源：wind，东吴证券研究所

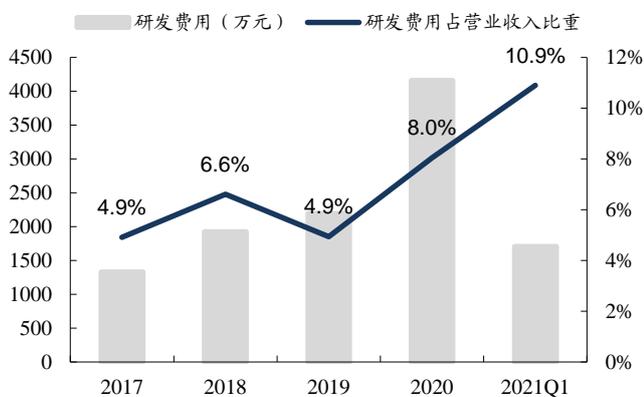
公司注重技术研发，获得数项专利，对生产工艺有深刻的理解，研发实力较强。2018-2020 年公司研发支出分别为 1923.5/2189.1/4157.07 万元，占营业收入比重分别为 6.6%/4.9%/8.0%。2021Q1 研发费用率增加到 10.9%，增长加快，主要系因研发费用中的固定成本较高。我们预计未来公司研发费用将保持增长趋势，研发费用率趋于平稳。

截至 2021Q1，公司核心技术人员为许惠钧、黄屹立、许中平 3 人，研发人员已有 182 人，占员工总数比例为 12.8%。公司拥有核心技术 11 项，发明专利 14 项，实用新型专利 88 项。董事长许惠钧从事精密金属零部件加工超过 40 年，作为公司核心技术人员参与了多项核心技术的研发工作，拥有 3 项授权发明专利，8 项授权实用新型专利。此外，由许惠钧主持研发并顺利量产的主要产品 Beats 耳机用镍钛记忆合金线、AirPodsPro 耳机用精密异型卡簧及连接器等，为公司业绩增长奠定了基础。

2017-2020H1，公司研发费用率整体高于瑞玛工业和荣亿精密，低于科森科技、米莫金属和精研科技，这与公司的研发特点相关：（1）公司研发投入主要以客户需求为导向，具有较强的实用性，相对理论性研究，研发费用支出更低；（2）公司主要研发人员深耕精密金属零部件行业多年，对各项生产工艺有较强的理解，研发投入相对较少，拉

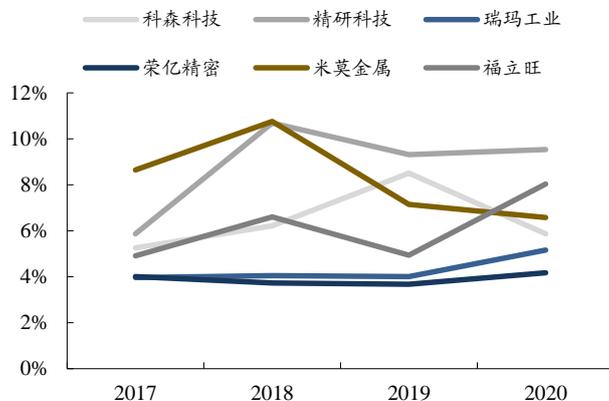
低了研发费用率。

图 10: 2019 年起研发投入持续攀升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 11: 公司研发能力强, 研发费用率略低于可比公司



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

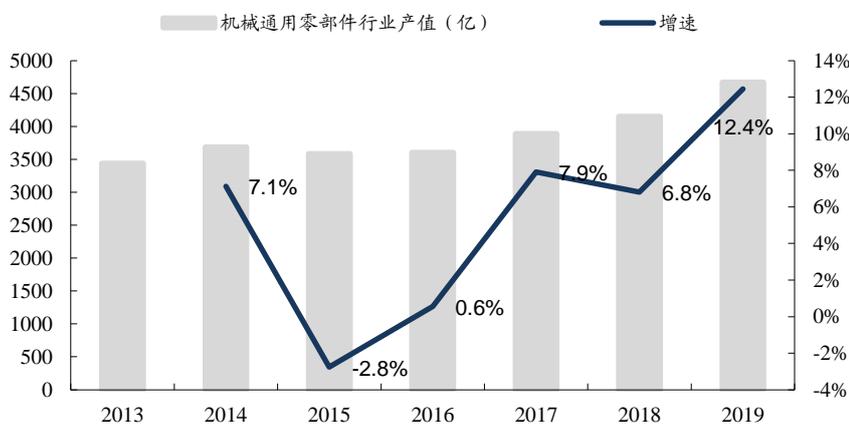
注: 非主板上市公司财务数据仅披露半年报和年报

## 2. 汽车和电动工具行业提供稳定市场需求, 3C 行业打开新机遇

### 2.1. 机械通用零部件: 组合化产品和新工艺应用, 为零部件企业创造新的发展机会

近年来, 随着我国经济水平的平稳发展, 国民生活水平的不断提高, 社会生产对机械零部件的需求持续增长。且零部件的微型化、高精度、尺寸稳定性、抗疲劳等特性要求越来越高, 高端精密金属零部件的需求急速增长, 进一步促进了机械零部件制造业的发展。2013-2019 年, 我国机械通用零部件行业稳步向上发展, CAGR=4.46%。

图 12: 机械零部件制造业保持稳定发展



数据来源：公司招股书，PTC ASIA，东吴证券研究所

当前零部件行业发展主要呈现三大趋势，掌握多种加工工艺、具有前瞻性的精密金属零部件制造商将获得更多的发展机会。1) 进口替代加速。过去核心精密金属零部件通常为欧美日等外资企业垄断；随着产业链中部件装配业务向我国转移，其制造商也在我国积极寻找具有核心精密金属零部件生产能力的企业，进口替代趋势在 3C、汽车、轨交、航空等下游行业更为明显。2) 对组合化、集成化产品的需求持续提升。出于供应链效率提升与交付安全的考虑，行业下游客户倾向于向同一供应商采购多个精密金属零部件形成的产品组合。3) 竞争集中在新材料和新工艺应用。下游终端品牌商对于消费风潮与新技术应用具备前瞻性认知，相同下游行业领域的零部件制造商的竞争将会集中在新材料新工艺应用上。在此背景下，具有精密零部件核心生产能力、自主开发能力、掌握多种加工工艺并具备多工艺组合生产能力、具有前瞻性的精密金属零部件制造商将获得更多的发展机会，行业也将不断涌现具备综合能力和竞争优势的精密金属零部件龙头企业。

公司主要为 3C、汽车、电动工具领域配套生产基础零部件，3C 行业新产品更新换代是公司业绩增长的主要驱动力。目前传统汽车、电动工具行业产品更新换代较慢，为公司提供了稳定的基础市场；3C 行业虽用户渗透率趋于饱和，但产品升级换代带来的新型零部件需求依然旺盛，是公司业绩增长的主要原因，公司近两年收入增长的主要驱动力来源于 3C 类精密金属零部件新增产品 Powerbeats Pro 耳机导电结构件、iPhone 用异型螺母以及 AirPods Pro 用精密异型卡簧销量的增长。未来 3C 行业更新换代以及 5G 换机周期对新型零部件的需求仍将成为公司业绩增长的重大机遇。下面具体分析三个行业发展对公司业绩的影响。

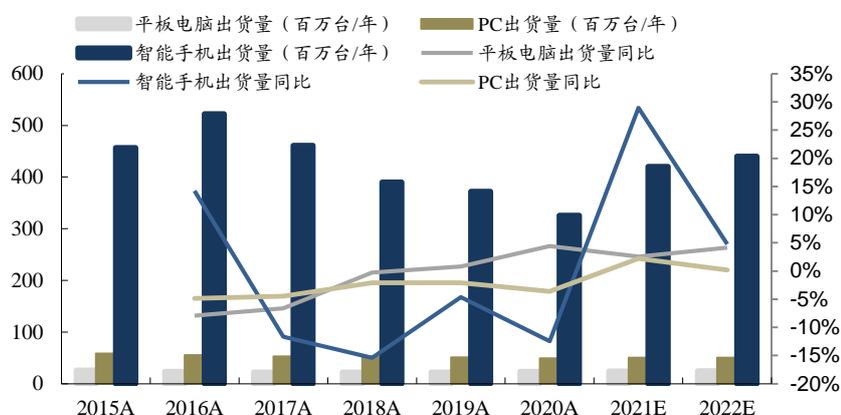
## 2.2. 3C 行业：智能穿戴设备加速放量，为零部件厂商提供增长新机遇

### 2.2.1. 3C 领域市场规模庞大，精密金属零部件需求稳定增长

智能手机、平板电脑等性能的继续提升，5G 换机需求的增加，未来 3C 行业市场需求仍有望呈现在高基数基础上平稳发展的态势。随着用户渗透率趋于饱和，出货速度逐步放缓，智能手机、平板电脑、PC 为主的 3C 产品，呈现在高基数基础略有下滑的态势。2020 年，全球智能手机出货量同比-7%、平板电脑出货量同比+1%、PC 出货量同比+10%；国内智能手机出货量同比-12%、平板电脑出货量同比+4%、PC 出货量同比-4%，消费电子产品当前处于应用程度与功能分化阶段，出货量略有下滑；随着功能分化的完成，智能手机、平板电脑等性能提升带来的更新换代需求提升，叠加 5G 换机周期即将到来，行业出货量有望回暖，并维持在稳定水平。我们预计在 2021-2022 年，国内智能手机出货量将维持在 4.2 亿台/年左右、国内平板电脑出货量维持在 2400 万台/年左右、

国内 PC 出货量维持在 5000 万台/年左右。

图 13: 近两年我国 3C 行业出货量下行, 2021-2022 年消费电子需求有望保持稳定



数据来源: 中商产业研究院, WIND, IDC, 东吴证券研究所

3C 行业中, 虽智能手机、平板电脑等需求以稳为主; 但智能穿戴设备用零部件和 MIM 产品近两年需求旺盛, 是公司业绩增长的主要来源。2017-2019 年, 包括 Powerbeats Pro 耳机、AirPods Pro、Beats 头戴式降噪耳机等在内的智能穿戴设备配套零部件为公司带来的收入从 0.9 亿元增至 1.5 亿元, 是公司 3C 收入增长的主要来源。此外, MIM 产品, 如摄像头支架, 卡托等, 2017-2019 年收入从 746 万元增至 3694 万元, 为公司贡献了另一大 3C 收入增长来源。

表 2: 公司 3C 行业主要产品销售收入 (万元)

行业	具体用途	2017	2018	2019	2020H1
3C	螺丝螺母等紧固件、Powerbeats Pro 耳机导电结构件等	116	573	6276	1227
3C	各类异型簧 (例如 2019 年推出的 AirPods Pro 用精密异型卡簧)	3608	2394	3845	2922
3C	MIM 产品 (例如充电器接口、卡托等)	746	806	3694	2698
3C	连接器 (例如 2019 年新推出的 Beats 头戴式降噪耳机的球头 PIN 连接器)	4903	3982	4781	1545
3C	其他	1099	797	3716	1045
总计		10472	8552	22312	9437

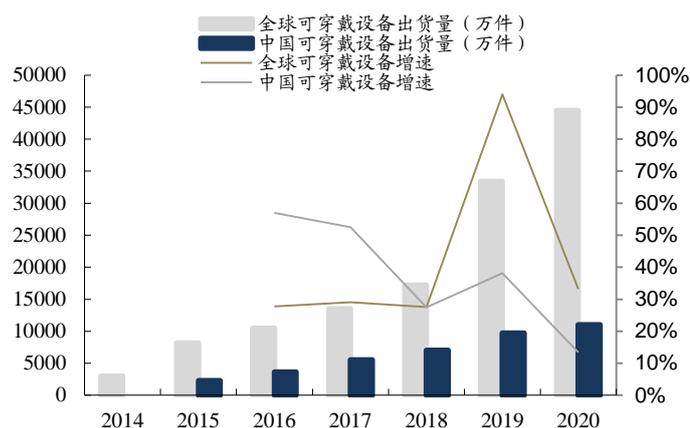
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

## 2.2.2. 智能穿戴设备发展迅速, 为精密金属零部件行业带来发展机遇

智能穿戴设备销量火爆, 尤其是无线耳机市场正处于加速放量阶段。随着 Google Glass、Apple Watch、Android Wear 和 AirPods 等问世, 智能可穿戴设备出现快速增长。

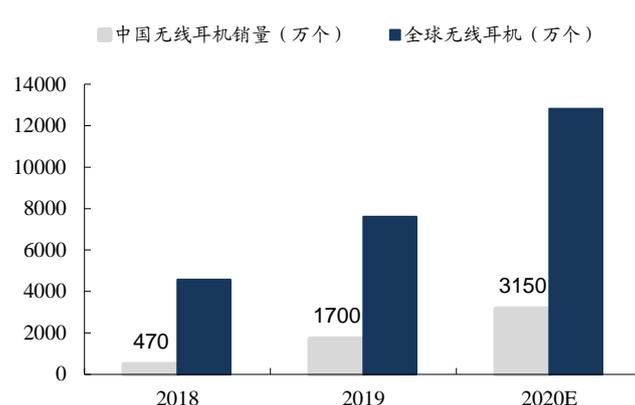
2020 全球智能可穿戴设备同比增加 33.1%左右，中国智能可穿戴设备同比增加 13.4%左右，国内智能穿戴设备发展滞后于发达国家，增长空间更足。据 IDC 预测，2021-2023 年，中国智能穿戴设备出货量有望继续保持稳定增长。此外，聚焦公司优势领域无线耳机，2019 年国内无线耳机销量同比+262%，增速明显高于国内智能可穿戴设备增速，据 iiMedia Research (艾媒咨询)估计，2020 年其有望继续保持高速增长，销量达 3150 万个，为精密零部件发展提供良好市场。

图 14: 智能可穿戴设备出现快速增长



数据来源：公司招股书，IDC，东吴证券研究所

图 15: 2020 年无线耳机销量有望保持高速增长



数据来源：Counterpoint Research, iiMedia Research, 东吴证券研究所

智能穿戴设备的设计通常具备较高的时尚性和科技含量，对于零部件而言，一方面要求美观时尚，另一方面需要应用更多新概念材料与新设计，同时不断要求小微化，对零部件提出了苛刻的要求。精密金属零部件在智能穿戴设备中起到结构支撑、弹性接触、紧固、信号传输等作用，由于精密度高的特点，能很好满足智能穿戴设备轻薄、时尚的要求。因此，智能穿戴设备将为精密金属零部件行业带来广阔的市场空间。

### 2.2.3. 3C 产品轻薄化、高速传输、时尚化等趋势将带动精密金属零部件需求稳步增长

①**轻薄化**：便携性是 3C 类产品的重要指标之一，以智能手机为例，消费者期望智能手机可以把机身厚度控制在 10 毫米以下，整体总量控制在 110 克左右；同时为了获得良好的用户体验，越来越多的智能手机采用了 5 寸~6 寸以上的大屏幕。这就要求在确保零部件的功能性与结构强度的前提下，尽可能的实现零部件小微化轻薄化。精密金属零部件由于可加工尺寸小、加工精度高、金属延展性好、金属制件耐久性好等特点，成为实现零部件小微化轻薄化的首选方案。

②**高速传输**：智能终端设备实现高速能源传输与高速信息传输，一方面要通过增加电压，但电压增加也会导致信号传输时发热问题；另一方面也需要连接器与接口表面粗糙度极低，连接器与接口之间紧密贴合，降低信息与电能传输时的损耗。由于精密金属

零部件具备更好的散热性能以及更高的表面加工精度，可以更好地实现高速能源传输与高速信息传输，已成熟应用于智能终端设备。

③**时尚化**：金属零部件由于表面美观时尚、价值感高、不易损坏等特点，在与玻璃制件、工程塑料制件的竞争中赢得了先机。3C 产品的时尚化对于精密金属零部件也提出了更高的要求：涉及设备外观的零部件需要更好的表面加工精度；零部件更多应用新材料融合科技时尚等。

### 2.3. 汽车行业：新能源汽车占比提升、零部件性能升级，稳定汽车零部件需求

汽车行业景气度近几年小幅下滑，但人均保有量仍然不足，短期内有望维持在稳定水平。根据我国汽车工业协会的统计数据，2013-2020 年，我国汽车产销量连续十年蝉联全球第一，汽车产销量年均复合增长率分别达 1.86%和 2.00%。2020 年，受购置税优惠政策全面退出、宏观经济增速回落、中美贸易摩擦等因素影响，全年汽车产、销量分别为 2522.2 万辆和 2531.1 万辆，较 2019 年同比下降 2.0%和 1.9%，景气度小幅下滑。然而，我国处于汽车消费的发展期，人均汽车保有量与发达国家相比仍存在较大差距，尤其在三、四线城市和中西部地区人均保有量仍然偏低，汽车内生发展动力尚存。

我国新能源汽车行业快速发展，为稳定汽车零部件需求提供新的保障。根据中国汽车工业协会的统计数据，2013-2020 年，中国新能源汽车产销量年均复合增长率分别为 78.2%和 78.7%，远高于汽车产销量增速。中国汽车工程学会《节能与新能源汽车技术路线图》指出，2015-2020 年新能源汽车年销量超过总销量 7%；2020-2025 年新能源汽车年销量超过总销量 15%，即新能源汽车将继续保持高于汽车行业的速度增长。新能源汽车对零部件性能要求的提高将对冲行业景气度不足的风险，为汽车零部件需求提供新的保障。

图 16: 2020 年我国汽车产销量出现小幅下滑



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

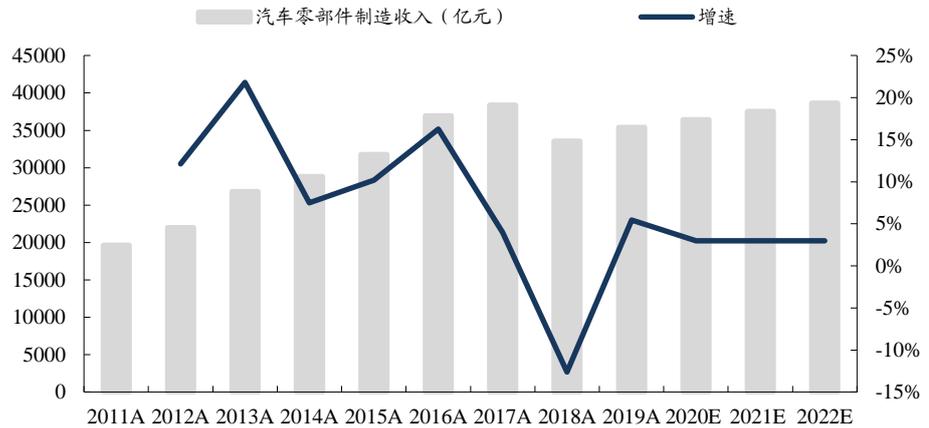
图 17: 我国新能源汽车产销量整体呈快速增长态势



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

我国汽车零部件制造行业销售规模从 2011 年的 2.0 万亿元增长至 2019 年的 3.6 万亿元，复合增长率高达 7.7%，平均增速整体高于汽车销量增速。但近两年受行业增速下行影响，增速逐渐放缓。随新能源汽车行业快速发展、汽车制造业对天窗等零部件新工艺需求的不断提高，我们预计 2021-2023 年，零部件制造销售表现将优于行业，维持在较为稳定水平。

图 18: 2011-2019 年我国汽车零部件制造行业销售规模 CAGR 高达 7.7%



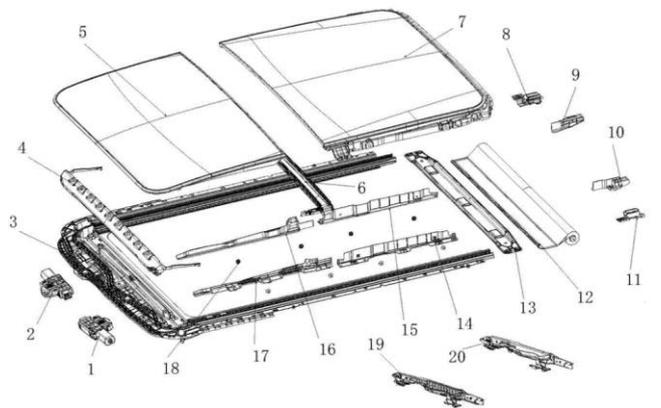
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

汽车制造业对天窗零部件轻量化、智联化、新能源模块化要求不断升级，将进一步推动汽车天窗用精密金属零部件潜在需求增长。公司在优势领域汽车天窗呈现三大发展趋势。1) 轻量化: 一方面可以使用更为轻量化的抗震防碎聚碳酸酯材料取代传统玻璃，另一方面可以通过对天窗框架与导轨的结构设计优化，实现金属零部件微型化、精密化。2) 智联化: 搭载更多的传感器件与电子元器件。3) 新能源模块化: 一方面，随着新能源汽车的普及，更多的连接器、紧固件、结构支架等汽车零部件将会投入应用；另一方面，全景式天窗太阳能电池薄膜的弹出等对精密金属零部件企业的支撑件、弹性件等产品在材料、工艺方面提出更高的要求。三大趋势下，汽车天窗用精密金属零部件将在连接器、紧固件、结构支架等方面涌现潜在市场需求。

图 19: 汽车天窗的智联化趋势日益明显



图 20: 轻量化天窗设计增加了配套零部件需求



数据来源：技高网，东吴证券研究所

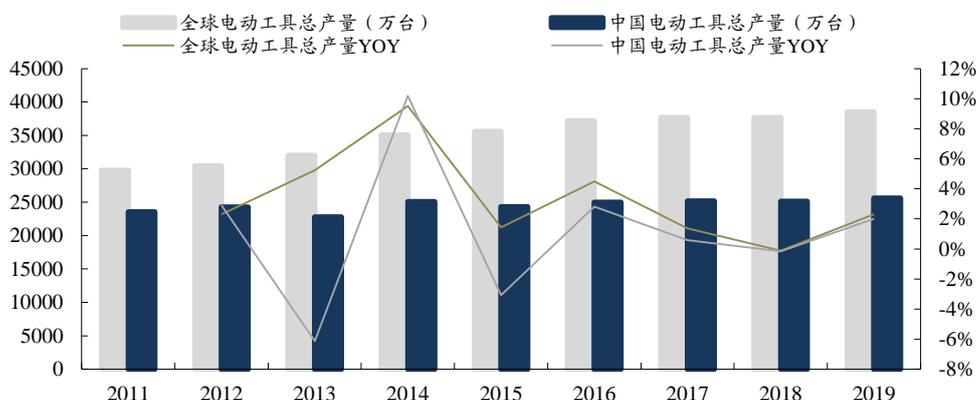
数据来源：技高网，东吴证券研究所

就汽车天窗市场而言，据 Global Market Insights 预测，全球汽车天窗市场将以复合年增长率约 10% 的速度增长到 2025 年的 400 亿美元。随着中高端汽车市场需求的提升、新能源汽车天窗配比的提高以及消费者对汽车天窗需求的增加，汽车天窗市场将继续保持稳定的增长。

#### 2.4. 电动工具行业：内生革新趋势下，零部件市场需求有望保持稳定

国内及全球电动工具行业稳步发展，需求呈现稳中有升态势。电动工具的主要消费市场在欧美，在欧美国家，电动工具已广泛进入工业制造与家庭使用；而在中国电动工具则主要用于工业加工制造与建筑相关领域，家庭使用的比例还比较低，因此公司生产的电动工具零部件大部分还是供外贸出口。我国和全球电动工具市场需求变动基本保持同步，2019 年我国电动工具的产量为 25616 万台，同比+2%；全球电动工具的产量为 38510 万台，同比+2.3%，需求呈现稳中有升态势。根据 Allied Market Research 数据，2019 年全球动力工具市场规模为 236 亿美元，预计到 2027 年可达 391.5 亿美元，年复合增长率为 6.53%，将为电动工具零部件提供良好的下游市场。

图 21：全球电动工具行业稳步发展，需求呈现稳中有升态势



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

此外，电动工具内生革新趋势有望为零部件厂商提供稳定市场。1) 一机多用与便携式：随着在家庭的普及率提升，电动工具不再是专机专用，一机多用工具需求明显增加。为降低使用者的疲劳度，对于电动工具的便携性也提出了更高的要求。为实现一机多用及便携式，精密金属零部件中的弹簧、紧固件、轴类件的应用比例及加工精密要求将会相应增加。2) 清洁能源化：锂电池技术的突破，使得电动工具用电池容量、安全性大幅提高，未来电动工具将进一步向清洁能源供电发展。这一趋势将大幅度促进电池周

边的精密金属零部件需求，其中金属连接器接头、电池紧固件、精密弹簧等需求将明显增加。

### 3. 技术优势和客群优势保证需求，募投项目打开供给

#### 3.1. 技术优势：多种核心技术+生产工艺支撑盈利能力高于可比公司

##### 3.1.1. 11 项核心技术支撑下，产品性能优于行业

拥有 11 项零部件核心生产技术，且多项技术行业领先，形成了产品竞争的天然壁垒。公司已在金属精密成型工艺和生产制造环节中掌握多项核心技术，包括高精密性异型簧成型技术、耐疲劳卷簧高效成型及检测技术、高稳定性精密拉簧、压簧、扭簧成型及检测技术、高精密金属射出成型控制技术、高精密车铣复合加工技术等 11 项核心技术。且其中多项技术行业领先，得到客户广泛认可。例如在异型簧、精密弹簧等精细线成型工艺与高精密车铣复合成型工艺方面，公司技术水平行业领先，产品成功应用于下游知名品牌商的潮流产品中，如 AirPods Pro 耳机、Powerbeats Pro 耳机、Beats 脖挂式蓝牙耳机、iPhone 手机以及多款笔记本电脑；在金属嵌件注塑成型工艺与管件 3D 折弯成型工艺方面，公司得到全球知名汽车天窗制造商伟巴斯特、英纳法的认可。

由这 11 项核心技术创造的营收规模占公司总收入的 80%以上，2019 年，11 项核心技术创造的营收规模占公司营收的 89.7%，即公司收入的技术含量较高。行业领先水平的技术壁垒使得公司产品不可替代性较强，收入规模具有较强稳定性。

表 3: 核心技术具体工艺及其带来的营业收入（2019 年）

核心技术	具体工艺	2019 年度收入 (万元)
高精密性异型簧成型技术	通过单次折弯形成多个折角及闭合压弯等成型工艺，提高了公司对金属折弯控制和热处理控制的技术水平，使得公司生产出的异型簧产品折角角度稳定，单角度公差较小，有效保证了产品的精密性。	4731
耐疲劳卷簧高效成型及检测技术	不断改良平面模、送线轮等模具并优化加工工序，调整送线的速度与时间、模座位移的距离与时间，开发出端头尺寸稳定、耐久性好的各式卷簧；通过改良 1-1-127 高速冲压模具并优化工序方法，在不降低产品精密度的情况下，大幅度提高生产速度	2270
高稳定性精密拉簧、压簧、扭簧成型及检测技术	使用压簧机、数控 CNC 加工设备对 40 微米~16 毫米线径范围内的金属丝进行一次冷成形，成型能力范围优于行业正常线径水平的 200 微米~8 毫米	5080

高精密大吨位连续冲压成型技术	通过改良冲压工艺与模具设计，实现了由带料开卷、矫平、冲裁、成形、精整的全自动连续性生产，提高了生产效率，降低了生产成本	2643
异型金属驱动管总成生产及检测技术	通过二次液压成型使管材完全达到参数要求，有效地解决了因金属管回弹力大，折弯机无法加工等问题，缩短了样品试制周期，节约了开发成本；金属嵌件注塑成型技术成功开发了模内定位方法，有效解决了压模导致的内壁凸起问题	5046
高精密金属射出成型控制技术	将金属粉末与粘结剂进行混合，然后将混合料进行制粒再注射成型所需要的形状，通过聚合物粘结剂将其粘性流动的特征赋予合料，有助于成形、模腔填充和粉末装填的均匀性	3927
高精密车铣复合加工技术	通过设计改良车削加工刀具，验证优化进刀量、切削力等工艺参数，提高车削产品的加工效率和加工精度	7736
高性能弹性连接器生产及检测技术	可以实现针轴、弹簧、针管等多个基本零件的自主设计、生产及组装，单零件自主加工使得组装成品的成本相对较低，精密度可控，质量更加稳定可靠	4934
多工艺组合连线生产技术	应用该项生产技术，公司在批量生产过程中，如果前道工序的部分工艺参数出现一定范围内偏差，可以通过多工艺组合连线生产技术和客观工艺缺陷的互补调整方法，使得最终产成品仍然满足技术指标的要求	864
高精密金刚石微细母线拉拔技术	在拉拔工艺中简化各套筒之间钢丝所经过的线路，在拉拔过程中钢丝不会产生轴线扭转，采用直流电机带动，可以大范围的调速设置，扩大了卷筒之间的延伸率	
高精密微细钢丝扭转性能检测技术	利用高精度传感器、伺服螺杆、弹性钢珠感应及力量感应器控制钢丝承载力，被测试物体长度位移误差在 20 微米以内、承载力波动在 0.1N 以内，旋转同心度圆跳动 200 微米以内，对于母线的扭转韧性性能指标判定的错误率近于零	2517
<b>核心技术带来的营收总计</b>		<b>39749.5</b>
<b>占公司总营收比例</b>		<b>89.7%</b>

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1) 产品性能与可比公司比较：以 11 项核心技术为支撑，公司主要产品的性能、技术参数指标优于行业可比公司。①公司 MIM 件产品的表面粗糙度指标与同业可比公司精研科技相同，尺寸精度公差指标超过精研科技。②针对公司其他主要产品，同行业可

比公司未就公司选取的主要产品涉及的性能、技术参数进行公开披露，因而无法与可比公司进行直接比较，但就行业平均水平而言，公司主要细分产品的技术参数指标优于行业平均水平或行业标准。

**2) 盈利能力与可比公司比较：以 11 项核心技术为支撑，公司生产成本大幅下降，毛利率优于行业可比公司。**公司对生产工艺的深刻理解，可以节约很多电镀成本，优化资源配置，降低成本，提高利润空间。例如，通过公司生产工艺的不断改良，Mac 电脑磁吸式充电口近两年的毛利率升至 60% 以上。2017-2019 年，公司综合毛利率达 37.4%/36.4%/42.9%，高于同业可比公司科森科技、瑞玛工业、荣亿精密和精研科技，2019 年进一步超过了米莫金属，整体来说盈利能力高于同行业竞争对手。

**表 4：公司主要产品的性能、技术参数指标优于行业水平**

细分主要产品	福立旺	行业平均水平/行业标准	同行业可比公司
弹簧	1、公司可制造出线材直径为 40 $\mu$ m 的精细弹簧； 2、弹簧最小旋绕比制作能力可达 2 倍； 3、弹簧外径可控极限偏差为 $\pm 50\mu$ m； 4、弹力最小可控制波动范围为 $\pm 2\%$ 。	1、行业用于制造弹簧的线径最小为 80 $\mu$ m； 2、同行业弹簧一般最小旋绕比制作能力为 3 倍以上； 3、行业可控极限偏差为 $\pm 150\mu$ m； 4、行业可控力值最小为 $\pm 4\%$ 。	未公开披露
异型簧	1、高弹性材料最小折弯内弧半径 1/2 倍线径； 2、高弹性钢丝角度极限偏差可控制在 $\pm 1^\circ$ 。	1、同行业最小折弯内弧半径为线径； 2、同行业高弹性钢丝角度极限偏差为 $\pm 5^\circ$ 。	未公开披露
卷簧	1、公司卷簧弯钩钩部最小长度极限偏差为 $\pm 0.1$ mm； 2、最小卷簧内径极限偏差为 $\pm 100\mu$ m。	1、行业卷簧弯钩钩部最小长度极限偏差为 $\pm 1$ mm； 2、同行卷簧最小内径极限偏差为 $\pm 300\mu$ m。	未公开披露
冲压件	1、公司可以对硬度为 HV580~HV620 的弹簧用不锈钢进行冲压； 2、公司冲压件材料抗拉强度在 400-630MPa 区间、冲压件材料厚度在 0.7-1 mm 区间，毛刺高度可控制在料厚的 5-6%； 3、尺寸在 3-6 mm、材料厚度在 1-4mm 的冲裁件的未注尺寸公差可以控制在 $\pm 0.03$ mm； 4、尺寸在 3-6 mm、材料厚度在 1-4mm 的	1、行业标准为 HV420~HV450； 2、冲压件材料抗拉强度在 400-630MPa 区间、材料厚度在 0.7-1 mm 区间，毛刺高度行业极限值为料厚的 10%； 3、尺寸在 3~6 mm、材料厚度在 1~4mm 的冲裁件的未注尺寸公差行业标准为 $\pm 0.2$ mm； 4、尺寸在 3~6 mm、材料厚度在 1~4mm 的成型件的未注尺寸公差行业标准为 $\pm 0.4$ mm。	未公开披露

成型件的未注尺寸公差可以控制在  $\pm 0.2$  mm。

MIM 件

- 1、公司软磁合金 MIM 材料烧结密度为  $7.6 \sim 7.7 \text{g/cm}^3$ ;
- 2、公司利用高精密金属射出成型控制技术可以控制尺寸精度公差在  $\pm 0.3\%$  以内;
- 3、公司 MIM 件烧结胚表面粗糙度 (Ra) 可以达到  $1\mu\text{m}$ 。

软磁合金 MIM 材料 FS-0300, 行业标准密度  $6.8 \sim 7.4 \text{g/cm}^3$ ;

- 1、精研科技 MIM 件的尺寸精度公差在  $\pm 0.5\%$ ;
- 2、精研科技 MIM 件烧结胚表面粗糙度 (Ra) 可以达到  $1\mu\text{m}$ ;

车削件

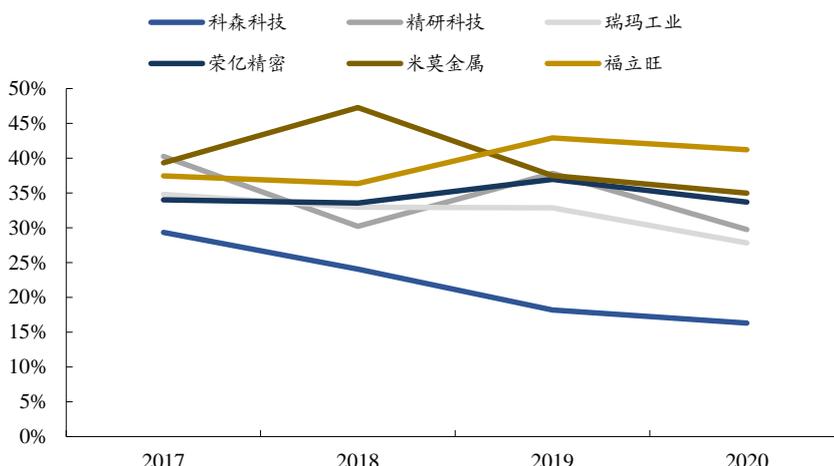
公司在西铁城数控机床上增加了‘热变位补偿系统’或增加光栅尺, 使车削产品精度为  $\pm 0.01\text{mm}$ 。

行业西铁城数控车床车削精度水平为  $\pm 0.02\text{mm}$ 。

未公开披露

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 22: 福立旺毛利率整体领先于行业其他可比公司



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

凭借工匠精神深耕精密金属零部件领域, 产品进入行业标杆客户的供应体系。公司产品具备高精密度、高稳定性、高良品率等优势, 凭借优质的产品和快速的市场响应能力, 公司进入了行业一流企业的供应链体系, 与之形成了长期稳定的合作关系。在 3C 行业, 公司为富士康、正威、莫仕及易力声等行业内知名企业提供连接器零部件、精密弹簧、精密金属结构件等产品, 服务于苹果、Beats 等终端品牌商, 可以优先参与终端品牌商的新品项目研发; 在汽车零部件行业, 公司为全球汽车天窗龙头企业伟巴斯特、英纳法, 以及国内优秀的汽车天窗制造企业毓恬冠佳、铁锚等提供汽车天窗驱动管件及部件、挡风网弹片、卷帘簧等产品, 为全球知名汽车天窗制造商在海外 12 个国家及地

区设立的公司提供产品制造服务。

在电动工具行业，公司为全球电动工具龙头企业百得、牧田以及国内知名电动工具品牌商江苏东成电动工具有限公司等提供各类精密弹簧、弹片、轴销件、车削件等产品，由于优秀的技术实力和丰富的产品制造经验，公司已从接受客户标准生产产品逐渐向直接参与部分客户的产品初期项目标准制定过渡。目前，公司已成为全球前三大电动工具品牌商的战略合作供应商，为其位于亚洲、欧洲、美洲等地区 15 个国家的分子公司提供产品制造服务。公司在下游客户端形成了良好的品牌口碑，在行业内享有较高的知名度和美誉度，客户粘性不断增强。

图 23: 公司直接客户及终端客户情况 (截至 2020 年末)

下游应用领域	直接客户	终端客户
3C 领域	电子制造服务商： 如富士康、正崧、易力声、莫仕等	苹果公司、Beats 等
汽车领域	汽车一级供应商： 如伟巴斯特、英纳法等	奔驰、宝马、奥迪、大众、通用等
电动工具领域	电动工具厂商： 如百得、牧田等	百得、牧田等电动工具厂商

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 3.1.2. 生产工艺种类多于可比公司，助力生产效率提高和集成化生产

生产工艺种类数量多于同行业可比公司，助力生产效率和成本控制不断优化。从产品工艺特点来看，同行业可比公司精研科技和米莫金属的制造工艺以金属注射成型为主，荣亿精密和瑞玛工业则以车削与冲压为主，相较于上述公司，福立旺与科森科技的制造工艺种类相对多样化，具有线成型、车削成型、钣金成型、冲压成型、注射成型、弯管成型、铆合组装等多种工艺生产方式，有助于综合取舍，使得生产效率和成本控制不断优化。1) 在新产品开发过程中，公司对各个工艺的优劣势进行充分分析，对不同工艺生产产品的品质和成本进行比较，从而设计出最具性价比的工艺。2) 在现有产品生产过程中，公司应用多样化的加工成型工艺对生产制造过程进行技术互补，以降低产品成本，保持公司的盈利水平。

此外，掌握多种加工工艺并具备多工艺组合生产能力的精密金属零部件制造商，将更易实现多个精密金属零部件的组合生产，顺应行业对零部件组合化、集成化的要求。

表 5: 福立旺生产工艺多样化

公司名称	产品工艺特点	主要产品
------	--------	------

科森科技	精密压铸、锻压、冲压、CNC、激光切割、激光焊接、注射成型、智能制造等	消费电子产品包括智能手机、笔记本电脑、平板电脑的外壳等；医疗器械产品包括手术刀、骨钉等；电子烟产品包括金属支架及部分外观件；以及液晶显示面板的部分工艺服务
精研科技	金属粉末注射成型等	卡托、装饰圈、连接器接口、按扣、搭扣、表壳、表体、传感器、耳机等精密零部件
瑞玛工业	精密冲压、冷镦、机加工等	谐振器、低通、盖板等移动通信零部件；安全气囊支架、多媒体支架、电磁阀、油封骨架、螺栓、铆钉等汽车类零部件；开关组件、压铆螺母、压铆螺钉、螺母柱等电力电气零部件，以及相应模具产品。
荣亿精密	车削成型、冲压成型等	铜钉、铜件、铜套、SMD、铝件、钢件、铆钉和螺母等铜制零部件
米莫金属	金属粉末注射成型等	3C类配件、电动工具类配件、建筑类五金配件等异形零配件
福立旺	线成型、车削成型、钣金成型、冲压成型、注射成型、弯管成型、铆合组装等	3C类主要包括记忆合金耳机线及各类精密弹簧弹片,定制精密螺丝螺母, Pin 针类连接器; 汽车类主要包括汽车天窗管件及组合部件、配套弹簧弹片; 电动工具主要包括涡卷簧等各类精密弹簧弹片, 铆钉、轴销、螺丝等非弹性件

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

**掌握 3C、汽车和电动工具等精密金属零部件核心技术，多样性、高精度和自动化构筑竞争优势。**公司自成立以来一直专注于精密金属零部件的研发、制造和销售。经过多年的发展和经验积累，公司已在精细线成型、高精度车铣复合成型、金属嵌件注塑成型等金属精密成型工艺和生产环节中掌握高精密性异型簧成型技术、耐疲劳卷簧高效成型及检测技术、高稳定性精密拉簧、压簧、扭簧成型及检测技术、高精度大吨位连续冲压成型技术等多项核心技术，并具备**加工工艺多样化、加工精度高、自动化程度高等技术优势。**

图 24：公司核心技术和相关产品

核心技术	具体产品
高精度车铣复合加工技术	主要包括各下游应用领域的螺丝、螺母、轴销、汽车天窗用的支撑杆、PowerBeats Pro 耳机导电结构件等车削零件
高精密性异型簧成型技术	主要应用于 3C、电动工具及其他行业的异型簧
异型金属驱动管总成生产及检测技术	汽车天窗驱动管件等
高性能弹性连接器生产及检测技术	主要应用于 3C 行业的连接器
高稳定性精密拉簧、压簧、扭簧成型及检测技术	主要应用于汽车、电动工具及其他行业的精密弹簧
高精度金属射出成型控制技术	主要应用于 3C 行业的 MIM 产品，包括卡托、充电器接口等
高精度大吨位连续冲压成型技术	主要应用于各行业的弹片、汽车行业的横梁、承托支架等
高精度金刚石微母线拉拔技术及高精密微细钢丝扭转性能检测技术	各规格型号的金刚线母线
耐疲劳卷簧高效成型及检测技术	主要应用于汽车行业及电动工具行业的涡卷簧
多工艺组合连线生产技术	主要应用于各行业的组合部件

数据来源：福立旺招股说明书，东吴证券研究所

公司全面掌握常规金属材料以及特殊铜合金、镍钛合金、铝合金等多种复合材料的精密加工工艺，包括精细线成型、高精密车铣复合成型等多种先进成型工艺，以及精密金属部件组装工艺，公司为下游客户提供精密金属零部件材料选型、工艺选项、工艺优化的整体解决方案，满足客户多样化的产品需求；公司稳步提升产品的加工精度。以汽车用天窗驱动管为例，公司采用先进 CNC 一次折弯成型技术，产品轮廓精度可以达到 50 微米，实现产品模内精确密封胶注塑，提高天窗拉索拉力稳定性，平均使用次数可达 10 万次以上，有效延长了汽车天窗产品的使用寿命，以电动工具用弹簧为例，公司采用线成型技术，可加工线径 0.04 毫米~14 毫米，加工精度最小 10 微米；公司近年来通过自主研发及与设备厂商联合开发，逐渐提升生产体系的自动化程度，目前汽车天窗生产线全线自动化程度接近 100%，同时公司正在加快对各类生产设备的智能化改造。生产体系的自动化与智能化改造极大地提高了生产效率，同时有效降低了生产成本，以及人为因素对于产品质量、尺寸稳定性、生产衔接效率的影响。

### 3.1.3. 核心技术人员稳定，经营风格稳健

**公司核心技术人员稳定，为公司稳健经营奠定基础。**董事长许惠钧先生从事精密金属零部件加工超过 40 年，作为公司核心技术人员参与了多项核心技术的研发工作，带领研发团队，不断攻坚克难，为客户解决精密金属零部件制造难题，对 3C 类、汽车、电动工具及光伏领域涉及精密与超精密金属零部件加工技术有着多年沉淀与积累。

黄屹立先生拥有超过 20 年的工艺设计经验，在生产管理、企划物控以及品质保证等方面均有丰富经历，主导了多项 3C 类和汽车天窗类精密金属零部件的研发与工艺设计，获得数十项发明和实用新型专利，为公司研发和技术水平提升作出较大贡献。

表 6: 公司核心技术人员

核心技术人员	履历
许惠钧先生	1995 年 12 月至 2017 年 10 月任立泰（厦门）机电城有限公司董事长；1999 年 1 月至 2017 年 2 月历任合众机电董事长、执行董事兼总经理；2006 年 6 月至 2016 年 11 月任苏州富能精密五金有限公司执行董事兼总经理；2007 年 6 月至 2011 年 12 月任立沪弹簧董事；2006 年 5 月至 2012 年 3 月任福立旺有限监事；2012 年 3 月至 2016 年 3 月任福立旺有限执行董事；2016 年 3 月至今任福立旺有限及股份公司董事长兼总经理。
黄屹立先生	2000 年 10 月至 2004 年 6 月任立沪弹簧电脑组组长；2004 年 6 月至 2012 年 12 月任合众机电厂务经理；2012 年 12 月至今历任福立旺有限及股份公司生产管理部经理、工程研发部经理。
许中平女士	2000 年 2 月至 2010 年 4 月任立沪弹簧品管课课长、品保主管；2010 年 5 月至今任福立旺有限及股份公司品质保证部经理

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

许中平女士拥有 20 年以上的品质管控经验，主导建立公司的产品检测体系与质量管理体系，通过开发多项研发试验专用设备，有效地提升公司的研发试验能力，在多项核心技术的成型工艺与研发检测方面拥有丰富经验，为持续提升公司产品品质、良率与检测自动化水平作出了较大贡献。

### 3.2. 客户优势：客户稳定性高，合作开发进一步增强客户粘性

#### 3.2.1. 下游客户稳定性较高，保证公司稳定增长

公司的下游客户多为国际及国内知名终端品牌商的部件供应商或产品总成商，对产品品质要求非常高，为了保持产品质量稳定性与安全性，下游客户通常不会轻易更换已通过认证的供应商，尤其是涉及产品安全性、功能性的零部件供应商。只要生产的精密金属零部件符合客户对性能、质量和交期的要求，零部件供应商就可以持续获得订单。目前，公司与大部分下游主要客户合作历史悠久，客户采购公司产品占客户同类产品总需求的比例较大，合作关系稳定。随生产技术与服务能力的不断提升，公司业绩有望保持稳定增长。

表 7：公司与主要客户合作历史悠久，占客户采购需求的比例较大

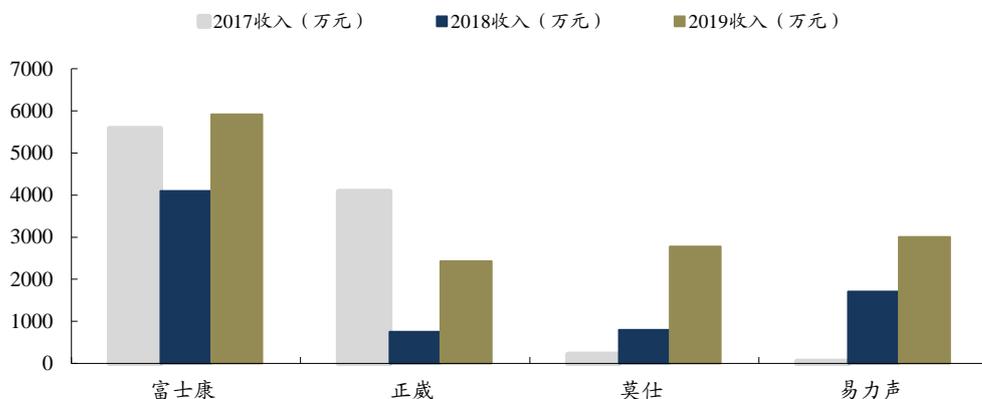
公司名称	合作时间	客户采购公司产品占客户同类产品总需求的比例
富士康	2012 年至今	25%以下
伟巴斯特	2012 年至今	25% ~ 50%
莫仕	2013 年至今	25%以下
易力声	2017 年至今	50% ~ 75%
百得	2012 年至今	50% ~ 75%
瀚氏	2013 年至今	25% ~ 50%
正崴	2015 年至今	25%以下
华众	2014 年至今	50% ~ 75%
信阳圆创磁电科技有限公司	2019 年至今	25%以下

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1) 3C 行业：公司直销前四大客户为富士康、易力声、莫仕、正崴，与四大客户间的交易额占 3C 业务收入的 60%以上，且除正崴外，与其他三家合作金额稳中有升。与富士康交易额有所提升主要系新增产品 PowerBeats Pro 耳机导电结构件出货量增加，公司有多款苹果独供零部件（例如 IMAC 充电器用的弹簧），作为苹果公司扶持供应商，未来有望拿下更多项目，作为苹果代工厂的富士康有望与公司进一步绑定；与易力声合作逐渐深入主要系福立旺承接了易力声多款耳机零部件订单；与莫仕合作金额增加主要受终端产品 AirPods Pro 市场销售火爆的影响。2018 年，与正崴交易金额大幅下降主要

系记忆合金耳机线的下游产品订单大部分变更至易力声所致，2019年，Beats 耳机用结构件产品（如螺母等）规模出货，使得与正崧交易额回升至正常水平。

图 25: 公司与 3C 行业下游主要客户交易额

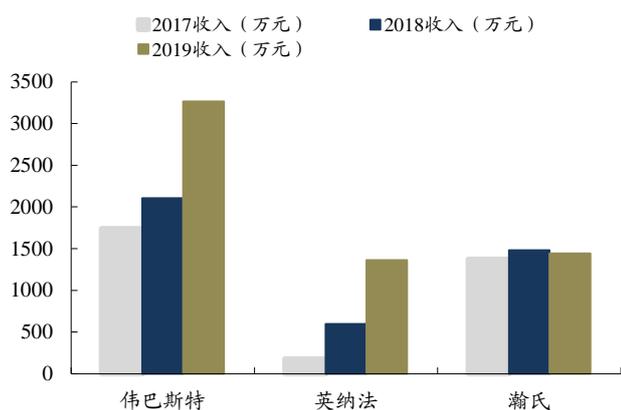


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

**2) 汽车行业：**公司主要客户包括伟巴斯特、英纳法、瀚氏等，2019年期间交易额占汽车业务收入的48%，且近年来交易额稳步上升，合作关系稳固。与伟巴斯特交易额增长较快主要系公司为其定制开发的奥迪A4系列遮阳帘弹簧被推广应用到其他多款车型中，以及遮阳帘支撑钢条实现规模出货；与英纳法合作加深主要系公司新开发的一款用于汽车天窗的包塑驱动管规模出货所致。

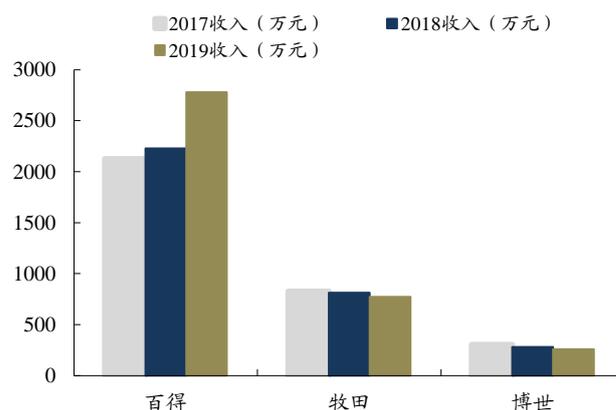
**3) 电动工具：**公司主要客户包括百得、牧田、博世等知名企业，其交易额占比达80%左右，且逐年稳定提高。

图 26: 公司与汽车行业下游主要客户交易额



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 27: 公司与电动工具行业下游主要客户交易额



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 3.2.2. 通过与知名客户合作开发模式，增强客户粘性

借助下游知名客户需求进行合作开发，稳固与客户的合作关系。公司下游合作客户

多为国际和国内知名终端品牌企业，对消费趋势与新材料、新应用有着更为前瞻性的认识，上述企业会通过专案合作的形式将前瞻性的消费趋势与生产应用相融合。公司通过参与上述融合过程，结合多年的制造经验与工艺改进经验，将客户前瞻性的概念转变成关键精密金属零部件及其制造解决方案，进一步稳固与客户的合作关系。以 3C 类产品为例，公司通过和行业内知名客户共同开发，将记忆合金在 3C 穿戴上的前瞻性概念转变成成为镍钛合金线成型工艺，最终提供记忆合金耳机线产品，增强了客户粘性。

图 28: 公司与下游知名客户合作开发



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 3.3. 子公司强芯科技的金刚线母线领先行业，为业绩增长再添动力

随着我国硅片产量的稳步提升，以及金刚线切割对传统砂浆切割的全面取代，金刚线母线业务将为公司业绩增长提供新动力。金刚线切割用到的金刚线主要由金刚线母线在电镀金刚石颗粒后加工而成，目前主要应用于光伏行业硅片的切割。一方面，金刚线切割相对于传统的砂浆切割，具有切割速度快、单片损耗低、加工精度高、良率高、环境更友好等优点，因此其取代传统砂浆切割的速度极快。在单晶硅领域，2017 年金刚线切片技术已全面取代砂浆切片技术；在多晶硅领域，2018 年也基本从砂浆切割向金刚线切割转换，金刚母线的市场需求快速增长。另一方面，根据《中国光伏产业发展路线图》，2019 年全国硅片产量约为 135GW，同比增长 25.7%，全球前十大生产企业均位居中国大陆，我们估计 2020 年全国硅片产量将达到 145GW。随着我国硅片产量的稳步提升，以及金刚线切割对传统砂浆切割的全面取代，金刚线母线市场未来需求将稳步扩大。

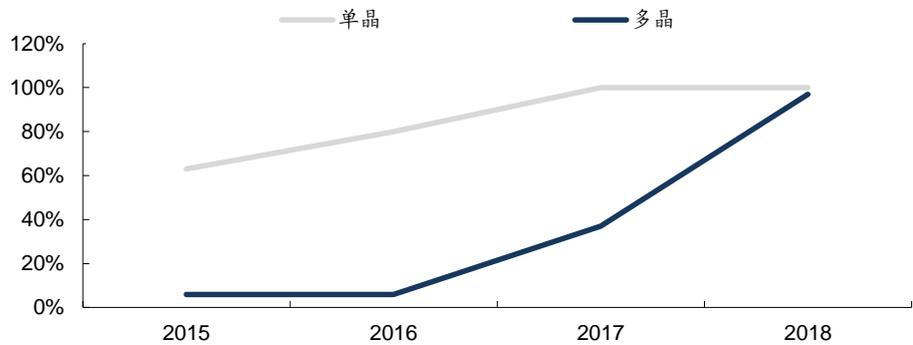
表 8: 金刚线切割与砂浆切割相比，切割速度快、单片损耗低、环境更友好

	金刚线切割	砂浆切割
磨料有效成分	金刚石	碳化硅
磨料硬度	10	9
加工效率	高	低
加工精度	高	低

产品良率	高	低
损耗性	损耗约 20 微米	损耗约 60 微米
耐压性	高	低
材料损耗	低	高
环境友好性	环境友好	污染严重
磨浆回收问题	无	回收困难
综合成本	低	高
切割速度	580-900 微米/分钟	1000-1500 微米/分钟

数据来源：美畅新材招股说明书，东吴证券研究所

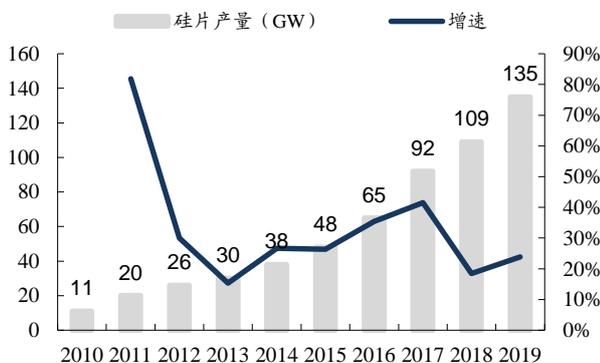
图 29：金刚线切割在单晶和多晶硅片领域基本实现了完全渗透



数据来源：CPIA, ITRPV, 东吴证券研究所

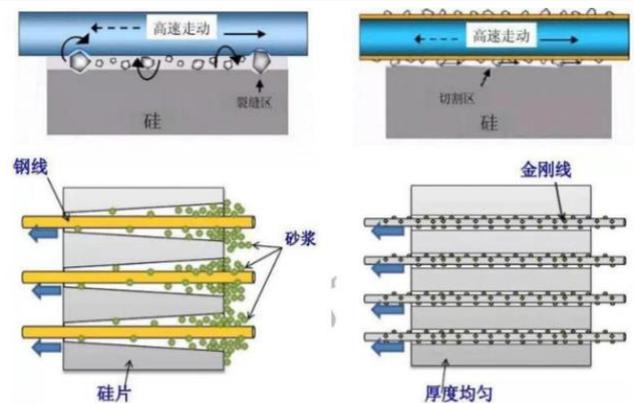
公司通过不断投入研发，优化金属湿拉工艺，自主开发生产的金刚线母线质量水平已达到行业前列。公司已实现线径 47 μm 的金刚线母线的稳定量产，并不断试产线径 45 μm、43 μm、42 μm 的金刚线母线。公司对金刚线微细母线的破断力、扭转性能、延伸率等指标正在申请行业标准，在一定程度上促进了该行业的标准化与规范化发展。

图 30：我国硅片产量稳步提升



数据来源：光伏行业协会，东吴证券研究所

图 31：金刚线切割与传统砂浆切割对比



数据来源：光伏们，东吴证券研究所

### 3.4. 产业政策密集出台，促进我国实现从“制造业大国”向“制造业强国”的转变

国家密集出台产业政策促进核心零部件生产技术提升，营造良好营商环境。一直以来，我国工业高端制造能力偏弱，其中一个重要原因就是工业基础件的加工精度和性能相较国外存在差距，要想实现制造业的高端转型，就必须提高核心零部件生产技术。近年来，为夯实工业基础，提升工业发展的质量和效益，促进我国实现由“制造业大国”向“制造业强国”的转变，国家先后出台了一系列产业政策，进一步利好零部件生产企业。

表 9: 产业政策密集出台支持零部件生产技术提升

政策文件	发布单位	发布时间	主要内容
《鼓励外商投资产业目录（2019 年版）》	国家发展改革委、商务部	2019 年 6 月	全国鼓励外商投资产业目录包含了：高密度、高精度、形状复杂的粉末冶金零件及汽车、工程机械等用链条的制造；高精度、高强度（12.9 级以上）、异形、组合类紧固件制造。
《工业强基工程实施指南（2016-2020 年）》	工业和信息化部	2017 年 3 月	到 2020 年，工业基础能力明显提升，质量水平显著提高。基础零部件（元器件）、基础材料的可靠性、一致性和稳定性显著提升，产品使用寿命整体水平明显提高。推动 80 种左右标志性核心基础零部件（元器件）、70 种左右标志性关键基础材料、20 项左右标志性先进基础工艺实现工程化、产业化突破。
《国家创新驱动发展战略纲要》	国务院	2016 年 5 月	发展智能绿色制造技术，推动制造业向价值链高端攀升。重塑制造业的技术体系、生产模式、产业形态和价值链，推动制造业由大到强转变。加强产业技术基础能力和试验平台建设，提升基础材料、基础零部件、基础工艺、基础软件等共性关键技术水平。
《中国制造 2025》	国务院	2015 年 5 月	到 2020 年，基本实现工业化，制造业大国地位进一步巩固，制造业信息化水平大幅提升。掌握一批重点领域关键核心技术，优势领域竞争力进一步增强，产品质量有较大提高。制造业数字化、网络化、智能化取得明显进展。到 2025 年，制造业整体素质大幅提升，创新能力显著增强，全员劳动生产率明显提高，两化（工业化和信息化）融合迈上新台阶。

《国家中长期科学和技术发展规划纲要 国务院  
(2006-2020 年)》 2006 年 2 月

要重点研究开发重大装备所需的关键基础件和通用部件的设计、制造和批量生产的关键技术，开发大型及特殊零部件成形及加工技术、通用部件设计制造技术和高精度检测仪器。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 3.5. 募投项目打开产能瓶颈

当前产能是制约公司营收放量的主要因素，IPO 募投项目扩大产能 50%左右，产能制约瓶颈逐渐打开。2019 年，福立旺产能利用率高达 98.3%，产销率达 90%以上，在 3C 行业新增需求较大、公司与优质客户合作稳定的背景下，产能将成为制约公司业绩放量的主要因素。因此，福立旺希望通过此次 IPO，增加产能。此次募投项目拟募集资金 5.4 亿元，其中 3.4 亿元用于精密金属零部件智能制造中心扩大产能，包括新建汽车精密金属零部件 1 亿件，产能增加 57%；3C 类精密金属零部件 3.7 亿件，产能增加 45%；电动工具类精密金属零部件 2.5 亿件，产能增加 52%；精密金属结构件 1.2 亿件，产能增加 56%，产能制约瓶颈有望打开。根据公司测算，相关项目达产后，预计将每年新增销售收入 4.45 亿元，年新增净利润 7862.39 万元。

表 10: 募投项目主要资金用于智能制造中心扩大产能 (万元)

项目名称	总投资额	拟投入募集资金金额
精密金属零部件智能制造中心项目	35,000	34,340.27
研发中心项目	5,000	5,000
补充流动资金	15,000	15,000
合计	55,000	54,340.27

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

表 11: 公司产能利用率处于较高水平

年度	项目	3C 类精密金属零部件	汽车类精密金属零部件	电动工具类精密金属零部件	其他行业精密金属零部件
2019	产能利用率	98.28%			
	产量 (万件)	44,187.62	7,655.30	23,465.89	8,321.69
	销量 (万件)	40,084.49	6,935.74	23,695.53	8,649.59
	产销率	90.71%	90.60%	100.07%	103.95%
2018	产能利用率	85.47%			
	产量 (万件)	18,960.70	7,336.62	22,571.96	11,316.01
	销量 (万件)	16,724.00	6,763.47	21,294.93	11,140.96

	产销率	88.20%	92.19%	94.34%	98.45%
2017	产能利用率			97.64%	
	产量 (万件)	17,880.22	6,776.13	21,427.07	12,278.57
	销量 (万件)	17,400.60	6,566.96	20,943.00	12,760.93
	产销率	97.32%	96.91%	97.94%	103.93%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2021年5月，公司拟设立福立旺南通子公司，开展零部件制造新项目。项目围绕3C精密金属零部件、汽车类精密金属零部件、电动工具类精密金属零部件等产品的升级改造需求，在南通市建设智能制造生产基地。项目有利于进一步化解产能瓶颈，提升公司自动化水平和产品品质，满足市场需求，同时保障产品供应的安全稳定性。

#### 4. 盈利预测与投资建议

##### 核心假设：

**1) 3C精密零部件业务：**2020年Q3以来配套苹果产业链的3C零部件需求火爆，根据公司年报披露，2020年总营收增速达到16.6%，其中3C业务近两年都是主要的增长点，3C业务收入增速高于整体增速，且Q4是3C零部件销售旺季，需求得以延续。2021-2022年公司每年有望按需释放3C零部件募投产能1.9亿个，此外公司还会外购一定比例的3C零部件进行销售，结合公司3C零部件单价（随着公司供应产品类型的精密化，平均单价有望达0.5-0.6元/个），计算可得2021-2023年福立旺3C零部件营收将分别达4.0/6.4/10.6亿元左右，我们预计2021-2023年3C零部件业务收入增速分别为60.6%/60.0%/65.6%。3C业务毛利率较高，但随着公司多品类的拓展，我们预计3C产品毛利率会有小幅下滑，预计2021-2023年公司3C零部件业务毛利率能够保持41-43%水平。

**2) 汽车精密零部件业务：**公司汽车零部件业务近年来均处于稳定增长状态，基于稳定的头部客户和新建产能的投放，我们预计2021-2023年该业务收入增速分别为17.4%/20.0%/20.0%。

**3) 电动工具精密零部件业务：**2020年公司电动工具精密零部件经营情况稳定，下半年随海外疫情好转需求回暖，2020全年电动工具零部件业务营收实现中幅增长。2021-2023年，公司深度绑定全球电动工具龙头，电动工具零部件产品需求有望随全球经济回暖持续增长。预计2021-2023年电动工具零部件业务收入增速分别为21.1%/20.0%/20.0%。

**4) 金刚线母线板块：**金刚线母线主要用于切割硅片，与光伏行业发展相关性较强。近年来，在政策引导和市场需求双轮驱动下，我国光伏产业快速发展，行业需求持续向好。随着光伏行业的发展，硅片产量同步增长，智研咨询发布的《2020-2026年中国硅片行业市场深度监测及投资趋势预测报告》显示，2019年全国硅片产量约134.6GW，同

比增长 25.7%，我们估计到 2020 年全国硅片产量将达到 145GW。未来随着光伏发电逐步接近平价，需求将持续增长，硅片产量的稳步提升，金刚线切割市场未来需求将稳步扩大。根据公司公告中对强芯科技营收增速未来 3 年的预测，我们预计 2021-2023 年金刚线母线营收增速将分别达 91.8%/57.1%/36.4%。而毛利率保持稳定，2021-2023 年分别达 33%/33%/33%。

**5) 费用率：**公司注重研发投入，因此我们预计公司 2021-2023 年研发费用将保持增长趋势，研发费用率稳定在 5-7%。此外，随着公司营收规模效应的增加，我们认为未来公司管理费用将呈逐年下降趋势，从而拉低期间费用率。

#### 盈利预测：

基于以上分析，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 7.90 亿、11.89 亿、17.88 亿，分别同比增长 52.9%、50.5%、50.4%。公司 2021-2023 年的净利润分别为 1.58 亿、2.34 亿、3.54 亿，分别同比增长 41.4%、48.5%、51.0%。

表 12：福立旺分业务收入预测（亿元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
3C 精密零部件收入（亿元）	2.23	2.49	4.00	6.40	10.60
YoY	159.3%	11.7%	60.6%	60.0%	65.6%
毛利率(%)	50.0%	49.1%	43.0%	42.0%	41.0%
汽车精密零部件收入（亿元）	1.27	1.41	1.65	1.98	2.38
YoY	5.0%	10.7%	17.4%	20.0%	20.0%
毛利率(%)	34.2%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%
电动工具零部件收入（亿元）	0.45	0.66	0.80	0.96	1.15
YoY	12.5%	46.8%	21.1%	20.0%	20.0%
毛利率(%)	38.5%	38.4%	36.0%	36.0%	36.0%
一般精密零部件收入（亿）	0.20	0.19	0.70	1.40	2.20
YoY	-20.0%	-2.6%	259.2%	100.0%	57.1%
毛利率(%)	40.2%	30%	30%	30%	30%
金刚线母线收入（亿）	0.25	0.36	0.70	1.10	1.50
YoY	78.6%	46.0%	91.8%	57.1%	36.4%
毛利率(%)	36.4%	32.7%	33.0%	33.0%	33.0%

其他收入 (亿)	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05
YoY	-40.0%	72.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	18.3%	79.5%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>收入合计 (亿)</b>	<b>4.43</b>	<b>5.17</b>	<b>7.90</b>	<b>11.89</b>	<b>17.88</b>
<b>YoY</b>	<b>52.23%</b>	<b>16.69%</b>	<b>52.85%</b>	<b>50.50%</b>	<b>50.35%</b>
<b>毛利润合计</b>	<b>1.90</b>	<b>2.13</b>	<b>2.97</b>	<b>4.44</b>	<b>6.65</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>42.90%</b>	<b>41.22%</b>	<b>37.58%</b>	<b>37.31%</b>	<b>37.22%</b>

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

### 投资建议:

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.91、1.35、2.04 元/股, 当前股价对应动态 PE 分别为 24 倍、16 倍、11 倍。我们选取精密金属零部件企业科森科技、精研科技、长盈精密、领益智造、立讯精密、歌尔股份作为可比公司, 其 2021-2022 年 PE 均值为 23 倍、17 倍、14 倍。公司 2021 年估值在可比公司中处于平均水平, 2022-23 年处于较低位置, 我们看好公司未来的成长性, 在估值上存在提升空间, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 13: 可比公司估值 (2021 年 7 月 19 日)

		股价	市值	净利润 (亿元)			PE		
		(元)	(亿元)	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
科森科技	603626.SH	9.0	44.2	3.0	4.0	4.8	15	11	9
精研科技	300709.SZ	36.7	50.9	2.5	3.5	3.9	20	15	13
长盈精密	300115.SZ	19.1	229.6	10.1	14.6	19.1	23	16	12
领益智造	002600.SZ	7.2	508.8	33.3	42.1	52.4	15	12	10
立讯精密	002475.SZ	42.7	3002.0	92.6	122.7	156.1	32	24	19
歌尔股份	002241.SZ	42.0	1433.5	41.3	54.5	66.5	35	26	22
<b>平均</b>							<b>23</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
<b>福立旺</b>		<b>21.9</b>	<b>37.9</b>	<b>1.58</b>	<b>2.34</b>	<b>3.54</b>	<b>24</b>	<b>16</b>	<b>11</b>

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算 (福立旺、歌尔股份的盈利预测来自东吴证券研究所, 其余公司的盈利预测均取自 Wind 一致预测)

## 5. 风险提示

(1) 3C 新产品更新换代速度不及预期风险: 公司营收增长主要系 3C 产品更新换

代对新型零部件需求增加，营收增长对 3C 类产品更新换代的速度依赖性较大。未来公司营收放量主要取决于智能穿戴设备的发展以及与苹果合作项目的研发进度，假如智能穿戴设备的增长或与苹果合作项目研发进展不及预期，将大大影响公司的业绩。

**(2) 新能源汽车发展不及预期风险：**公司在汽车零部件领域的需求主要依赖于新能源汽车发展对零部件性能要求的提高。2019 年新能源汽车增速放缓，叠加宏观经济拖累整个汽车行业，加入未来新能源汽车行业增速难以保证，将使得汽车天窗零部件需求大幅下滑，影响公司业绩。

**(3) 电动工具家庭普及程度低于预期风险：**公司在电动工具零部件领域的需求主要来自于电动工具家用一机多用趋势下对精密金属零部件中的弹簧、紧固件、轴类件的应用比例及加工精密要求的增加。假如电动工具在国内家用普及进度低于预期，会造成电动工具用零部件需求不足，营收受到一定影响。

**(4) 技术创新不及预期风险：**零部件供应商拥有的技术创新能力决定了其零部件产品的生产效率、质量、成本、利润，决定了企业在行业中的竞争地位，尤其是现阶段零部件行业已处于稳定发展期，企业间的竞争更集中于已有技术的创新与改良。一旦创新进展不及预期，可能影响公司的业绩表现。

**(5) 全球贸易关系不确定性加大风险：**公司的主要优质客户包括富士康、伟巴斯特、莫仕等，大多为外资企业。在中美贸易战背景下，全球化经济的不确定性加强，一旦全球自由贸易阻力进一步加大，会使得公司与下游客户的长期合作关系受到冲击，影响公司业绩表现。

**(6) 市场竞争风险：**公司目前的营收规模、资产规模、承接大项目的能力以及抗风险能力等方面与同业竞争对手精研科技、科森科技、瑞玛工业等存在一定差距，如果公司不能持续提高产品竞争力，增强资本实力，扩大市场份额，将面临一定的市场竞争风险。

福立旺三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1108</b>	<b>1085</b>	<b>1290</b>	<b>1788</b>	<b>营业收入</b>	<b>517</b>	<b>790</b>	<b>1189</b>	<b>1788</b>
现金	704	467	359	387	减:营业成本	304	493	746	1123
应收账款	271	433	652	980	营业税金及附加	3	5	7	11
存货	118	162	245	369	营业费用	8	20	24	36
其他流动资产	15	23	35	52	管理费用	41	111	161	233
<b>非流动资产</b>	<b>610</b>	<b>783</b>	<b>941</b>	<b>990</b>	财务费用	11	-14	-9	-7
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	4	0	0	0
固定资产	533	707	866	916	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	144	103	91	57	其他收益	-24	1	1	1
无形资产	25	24	23	22	<b>营业利润</b>	<b>123</b>	<b>176</b>	<b>261</b>	<b>394</b>
其他非流动资产	52	52	52	52	加:营业外净收支	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1718</b>	<b>1868</b>	<b>2231</b>	<b>2778</b>	<b>利润总额</b>	<b>126</b>	<b>176</b>	<b>261</b>	<b>394</b>
<b>流动负债</b>	<b>346</b>	<b>353</b>	<b>506</b>	<b>735</b>	减:所得税费用	13	18	27	40
短期借款	53	53	53	53	少数股东损益	1	0	0	0
应付账款	262	243	368	554	<b>归属母公司净利润</b>	<b>112</b>	<b>158</b>	<b>234</b>	<b>354</b>
其他流动负债	31	58	86	128	EBIT	178	162	252	387
<b>非流动负债</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	EBITDA	211	213	324	476
长期借款	10	10	10	10					
其他非流动负债	35	35	35	35					
<b>负债合计</b>	<b>390</b>	<b>398</b>	<b>551</b>	<b>779</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	12	12	12	12	每股收益(元)	0.64	0.91	1.35	2.04
归属母公司股东权益	1316	1458	1669	1987	每股净资产(元)	7.59	8.41	9.63	11.46
<b>负债和股东权益</b>	<b>1718</b>	<b>1868</b>	<b>2231</b>	<b>2778</b>	发行在外股份(百万股)	173	173	173	173
					ROIC(%)	15.7%	11.2%	17.0%	21.3%
					ROE(%)	8.5%	10.8%	14.0%	17.8%
					毛利率(%)	41.2%	37.6%	37.3%	37.2%
					销售净利率(%)	21.6%	20.0%	19.7%	19.8%
					资产负债率(%)	22.7%	21.3%	24.7%	28.1%
					收入增长率(%)	16.6%	52.9%	50.5%	50.4%
					净利润增长率(%)	3.9%	41.4%	48.5%	51.0%
					P/E	34.42	24.18	16.29	10.78
					P/B	2.76	2.49	2.18	1.83
					EV/EBITDA	19.07	18.93	12.90	9.27

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

