

# 深耕精密零件，3C 及光伏业务双驱动

证券研究报告

## 投资评级：增持(首次)

### 基本数据

2022-09-20

|          |       |
|----------|-------|
| 收盘价(元)   | 24.56 |
| 流通股本(亿股) | 0.88  |
| 每股净资产(元) | 8.04  |
| 总股本(亿股)  | 1.73  |

### 最近 12 月市场表现



### 分析师 张益敏

SAC 证书编号: S0160522070002

zhangym02@ctsec.com

### 相关报告

## 核心观点

- ▶ **深耕精密零部件业务多年，绑定大客户稳健成长。**福立旺成立于 2006 年，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，目前公司零部件业务下游包括 3C、汽车、电动工具等。2017 年，公司产品通过全球消费电子龙头苹果公司认证，至 2020H1 苹果公司占公司收入比重达 70%。受益苹果大客户带动，公司收入稳健成长。
- ▶ **新兴消费终端快速成长，传统消费终端升级迭代，带来金属零部件市场机会。**尽管随着手机、PC 渗透率提升，传统消费终端销量增速下滑；但新兴消费终端如 TWS 耳机、智能手表、XR 等方兴未艾。新兴消费终端在轻薄程度、材料强度、防护性能等方面提出了更高要求，带动相关金属零部件需求成长。传统消费终端亦不断升级迭代，带来金属零部件增量需求。
- ▶ **外延并购切入光伏领域，布局光伏丝网有望打破海外垄断。**公司 2018 年收购强芯科技 71.50% 股权，布局光伏金刚线母线业务，随着下游光伏装机需求快速成长，公司产能逐步释放，金刚线母线业务有望持续贡献收入增量。此外公司依托光伏金刚线母线技术布局光伏丝网、声学丝网等产品，有望打破海外垄断，实现国产替代。
- ▶ **公司已握多项核心技术，并形成由关键核心技术、专利等组成的技术工艺体系，该体系是保障公司长期高质量发展的关键。**例如公司已掌握采用旋压工艺加工消费电子零部件技术，相比冲压工艺，旋压工艺在模具和原材料成本端具备优势，有望助力公司获取更多市场份额。
- ▶ **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 1.83/2.74/3.86 亿元，EPS 为 1.06/1.58/2.23 元/股，对应 2022 年 9 月 20 日收盘价 PE 为 23.27/15.56/11.03 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**下游需求不及预期风险；单一大客户风险；产品技术迭代风险；行业竞争加剧。

### 盈利预测：

|            | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 517   | 726   | 908   | 1441  | 1964  |
| 收入增长率(%)   | 16.63 | 40.53 | 24.96 | 58.74 | 36.31 |
| 归母净利润(百万元) | 112   | 122   | 183   | 274   | 386   |
| 净利润增长率(%)  | 3.91  | 9.48  | 49.80 | 49.57 | 41.00 |
| EPS(元/股)   | 0.86  | 0.70  | 1.06  | 1.58  | 2.23  |
| PE         | 25.35 | 46.84 | 23.27 | 15.56 | 11.03 |
| ROE(%)     | 8.48  | 8.80  | 12.35 | 17.04 | 21.54 |
| PB         | 2.87  | 4.10  | 2.87  | 2.65  | 2.38  |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1. 福立旺：深耕精密金属零部件多年.....                | 4  |
| 1.1. 深耕精密金属零部件业务，获得海外大客户认可.....        | 4  |
| 1.2. 产品布局广泛，形成多元化产品体系.....             | 4  |
| 1.3. 3C 精密零部件业务带动，收入利润双增长.....         | 5  |
| 1.4. 股权结构.....                         | 8  |
| 2. 3C 行业：受益新兴终端发展和技术迭代，量价齐升可期.....     | 9  |
| 2.1. 消费终端：传统终端出货量趋于稳定，新兴终端出货量快速成长..... | 9  |
| 2.2. 3C 设备零部件：新兴终端需求强劲，技术迭代带来增量市场..... | 10 |
| 3. 汽车和电动工具：汽车天窗持续升级，电动工具需求稳健增长.....    | 12 |
| 3.1. 汽车天窗呈现轻量化、智联化、新能源模块化趋势.....       | 12 |
| 3.2. 电动工具行业高端产品对于精密金属零部件需求不断增加.....    | 14 |
| 4. 受益光伏新增装机量增长，金刚线和丝网需求持续增长.....       | 15 |
| 5. 大客户+新品类驱动业绩增长，核心技术保障竞争优势.....       | 17 |
| 5.1. 深度绑定大客户，产品迭代驱动成长.....             | 17 |
| 5.2. 深耕精密机械加工领域，独特工艺带来技术和成本优势.....     | 18 |
| 5.3. 外延布局新能源业务，打开新成长曲线.....            | 19 |
| 6. 盈利预测与投资建议.....                      | 20 |
| 6.1. 分业务收入预测.....                      | 20 |
| 6.2. 盈利预测与投资建议.....                    | 21 |
| 7. 风险提示.....                           | 21 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1. 福立旺发展历程.....                  | 4  |
| 图 2. 公司产品布局.....                   | 5  |
| 图 3. 2018-2022H1 公司营业收入情况（亿元）..... | 6  |
| 图 4. 2018-2022H1 公司净利润情况.....      | 6  |
| 图 5. 2018-2022H1 公司毛利率情况.....      | 6  |
| 图 6. 2018-2022H1 公司净利率情况.....      | 6  |
| 图 7. 公司固定资产和在建工程情况（亿元）.....        | 7  |
| 图 8. 公司折旧情况（亿元）.....               | 7  |
| 图 9. 公司研发费用情况（亿元）.....             | 7  |
| 图 10. 公司获得专利数量（个）.....             | 7  |
| 图 11. 公司股权结构.....                  | 8  |
| 图 12. 全球手机出货量（亿台）.....             | 9  |
| 图 13. 全球 PC 出货量（亿台）.....           | 9  |
| 图 14. 全球平板电脑出货量（亿台）.....           | 9  |
| 图 15. 全球笔电出货量（亿台）.....             | 9  |
| 图 16. 全球智能手表出货量（亿台）.....           | 10 |
| 图 17. 全球 TWS 耳机出货量（亿台）.....        | 10 |
| 图 18. 苹果 AirPods Pro 拆解.....       | 10 |
| 图 19. 手机厚度变化.....                  | 11 |

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 20. 中国汽车销量情况（万辆） .....       | 12 |
| 图 21. 中国汽车零部件制造收入（万亿元） .....   | 13 |
| 图 22. 中国电动手提式工具产量（万台） .....    | 14 |
| 图 23. 中国光伏组件产量（GW） .....       | 15 |
| 图 24. 中国光伏装机容量（GW） .....       | 15 |
| 图 25. 全球金刚线需求量（万公里） .....      | 16 |
| 图 26. 光伏丝网印刷技术示意图 .....        | 16 |
| 图 27. 公司收入占比情况.....            | 17 |
| 图 28. 苹果公司收入情况（亿美元） .....      | 17 |
| 图 29. AirPods Pro 2 新增功能 ..... | 17 |
| 图 30. 公司光伏金刚线母线收入情况（亿元） .....  | 19 |
| <br>                           |    |
| 表 1. 公司募投项目情况 .....            | 6  |
| 表 2. 公司核心技术描述 .....            | 18 |
| 表 3. 旋压和冲压的对比 .....            | 19 |
| 表 4. 分业务收入预测 .....             | 20 |
| 表 5. 可比公司估值 .....              | 21 |

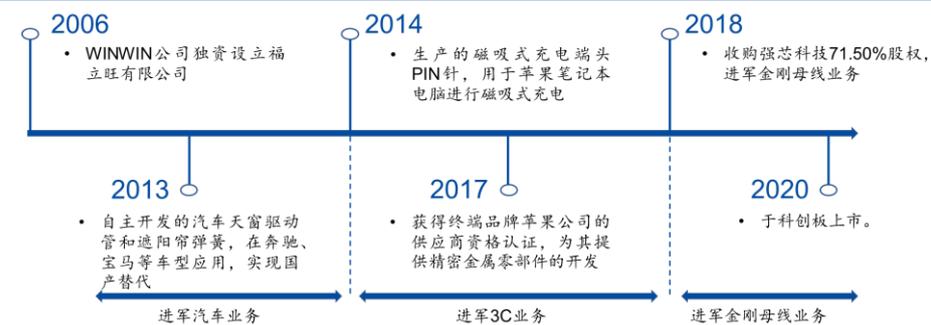
## 1. 福立旺：深耕精密金属零部件多年

### 1.1. 深耕精密金属零部件业务，获得海外大客户认可

2006年，福立旺由WINWIN公司出资设立，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。2016年，公司设立为股份有限公司；2017年，公司取得苹果公司的供应商资格认证，为其提供精密金属零部件；2018年，公司收购强芯科技71.5%股份，进入金刚母线业务；2020年，公司于科创板上市。

凭借高精密度、高稳定性、高良品率等优势，优质的产品和快速的市场响应能力，公司获得了下游客户的广泛认可，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、正崧、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；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、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；在电动工具行业，公司为全球电动工具龙头企业百得、牧田等提供各类精密弹簧、弹片、轴销件、车削件等产品。

图 1. 福立旺发展历程



数据来源：公司招股书，财通证券研究所

### 1.2. 产品布局广泛，形成多元化产品体系

公司的产品按下游应用领域可以分为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及金刚线母线，按生产工艺可以分为精密弹簧、异型簧、卷簧、冲压件、MIM件、车削件、连接器、天窗驱动管及组装部件。

**3C类精密金属零部件：**主要包括如POGO PIN、PIN针类连接器等连接器产品，记忆合金耳机线、卡簧及线簧等异型簧产品，转轴、异型螺母等车削件产品，充电头、卡托、按键等MIM件产品，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，除了起到支撑、固定、连接等基本功能，根据不同应用场景，还起到信号传输、电磁屏蔽等功能。

**汽车类精密金属零部件产品：**主要包括挡风网弹片、天窗横梁等冲压件产品，卷帘簧、启动马达卷簧等卷簧产品，汽车天窗驱动管及组合部件等天窗驱动管产品，可实现缓冲、牵引、支撑、固定等功能。

**电动工具类精密金属零部件产品：**主要包括压簧、扭簧、波形簧等精密弹簧产品，涡卷簧等卷簧产品，精密弹片等冲压件产品，精密轴销件等车削件产品，这些弹性和非弹性件起到支撑、复位、紧固、连接等作用，提升了电动工具的操作性及安全性。

**金刚线母线产品：**主要由公司控股子公司强芯科技生产的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。

图 2. 公司产品布局

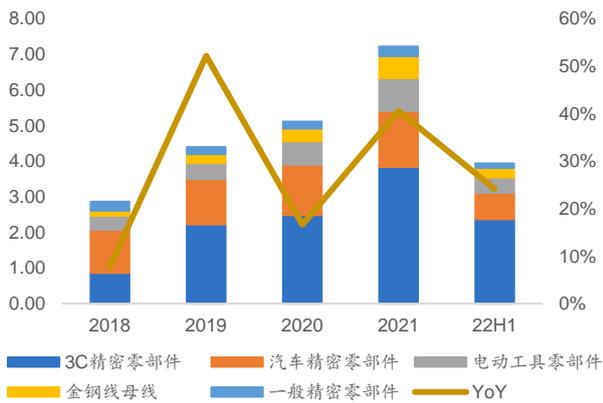


数据来源：公司招股书，财通证券研究所

### 1.3.3C 精密零部件业务带动，收入利润双增长

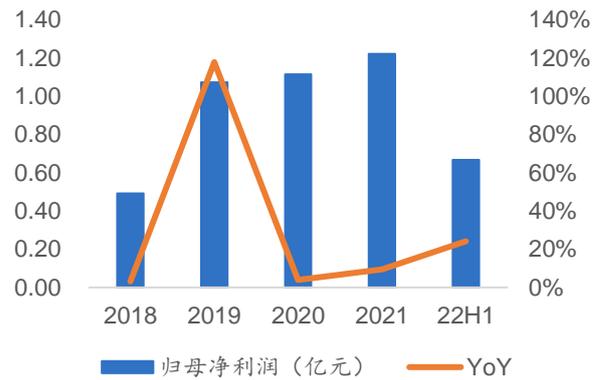
2018 年到 2021 年，受益终端苹果客户需求带动，公司 3C 业务扩展迅速，带动公司收入利润快速增长。公司 2021 年营收为 7.26 亿元，同比增长 40.43%，三年平均增速达到 35.72%；2021 年，公司实现净利润 1.25 亿元，同比增长 10.62%。分业务看，2021 年公司 3C 收入 3.84 亿元，同比+54.22%；汽车零部件收入 1.57 亿元，同比+11.35%；电动工具零部件收入 0.92 亿元，同比+39.39%；金刚线母线收入 0.62 亿元，同比+72.22%。

图 3. 2018–2022H1 公司营业收入情况（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

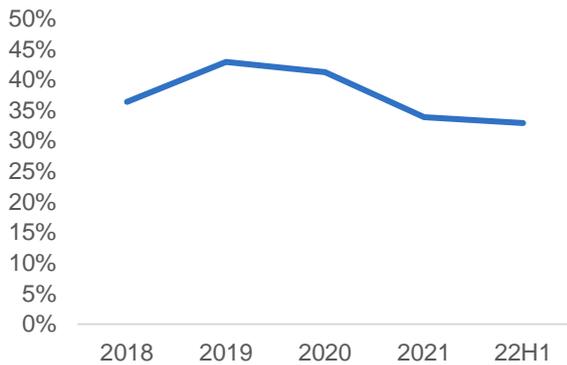
图 4. 2018–2022H1 公司净利润情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

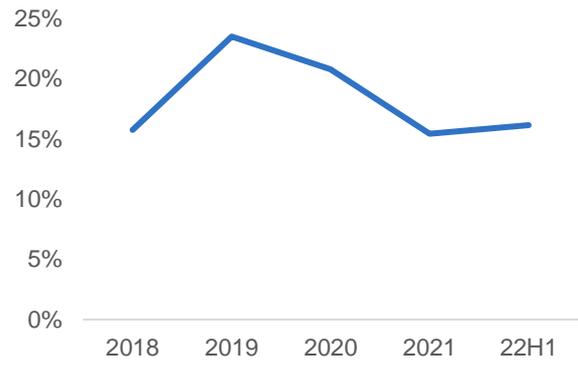
募投项目逐步投产导致毛利率承压。22H1 公司毛利率为 32.90%，同比 -0.99pct；扣非归母净利率为 16.14%，同比 -0.06pct。公司毛利率近年来呈现下降趋势，主要原因系公司募投项目逐步转固，折旧增加导致。

图 5. 2018–2022H1 公司毛利率情况



数据来源：Wind，财通证券研究所

图 6. 2018–2022H1 公司净利率情况



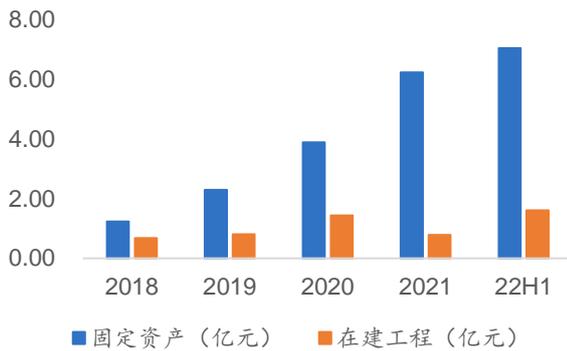
数据来源：Wind，财通证券研究所

22H1 公司固定资产折旧额为 0.30 亿元，同比+39.85%；固定资产总额为 7.05 亿元，同比+68.89%；在建工程总额为 1.61 亿元。公司募投项目总投资 5.5 亿元，其中投入精密金属部件智能制造中心项目 3.5 亿元，研发中心项目 5000 万元，截至 22H1 已投入 2.97 亿元。我们预计未来随着公司收入规模增长，募投项目投入逐步到位，毛利率有望企稳回升。

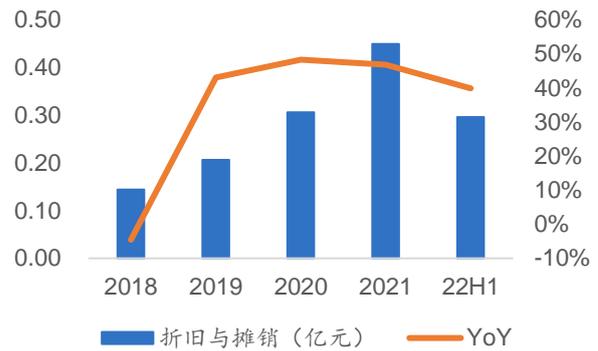
表 1. 公司募投项目情况

| 序号 | 项目名称            | 总投资（万元） | 拟投入募集资金（万元） | 项目建设期 |
|----|-----------------|---------|-------------|-------|
| 1  | 精密金属零部件智能制造中心项目 | 35000   | 34340.27    | 36 个月 |
| 2  | 研发中心项目          | 5000    | 5000        | 12 个月 |
| 3  | 补充流动资金          | 15000   | 15000       |       |

数据来源：公司招股书，财通证券研究所

**图 7. 公司固定资产和在建工程情况 (亿元)**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

**图 8. 公司折旧情况 (亿元)**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

公司持续加大研发投入, 保持行业技术领先优势。2021 年, 公司研发费用 6,057.02 万元, 较上年同期增长 45.70%, 研发费用率逐年增长, 新引进研发人员 27 人, 研发人员数量较上年末增长 14.84%。经过数年的人才培养和团队建设, 拥有了一支超过 200 人的专业技术研发人员, 公司的核心技术人员为许惠钧先生、黄屹立先生、许中平女士, 公司创始人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具有独到的见解和较深的造诣。2021 年, 公司新增发明专利申请 9 个, 获得 2 个; 新增实用新型专利申请 57 个, 获得 49 个。截至 2021 年年底发明专利累计申请 37 个, 获得 16 个; 实用新型专利累计申请 164 个, 获得 137 个。

**图 9. 公司研发费用情况 (亿元)**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

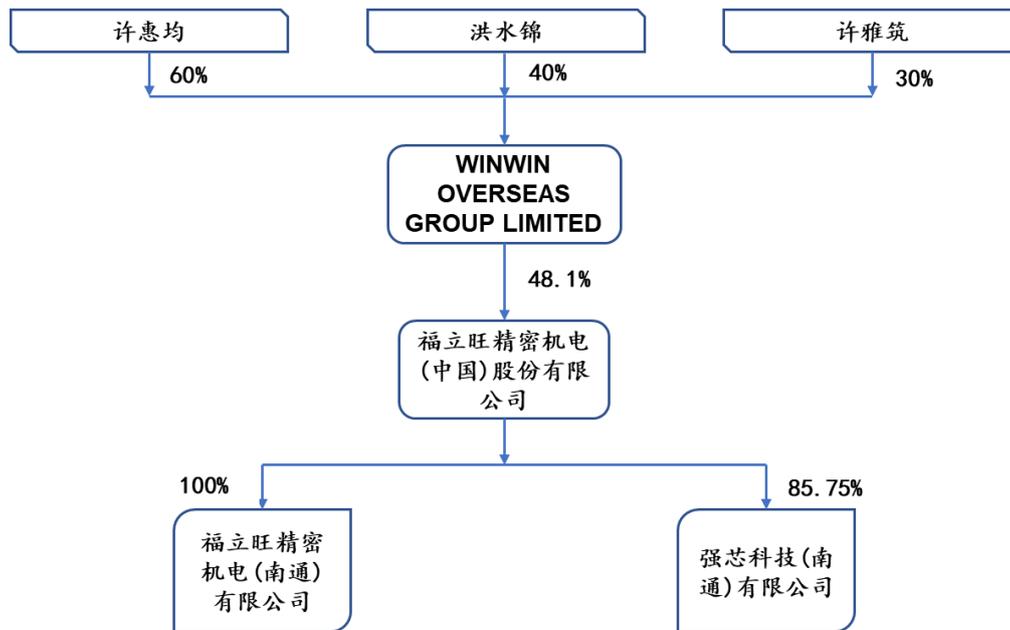
**图 10. 公司获得专利数量 (个)**


数据来源: Wind, 财通证券研究所

#### 1.4. 股权结构

公司控股股东为 WINWIN 公司，直接持有福立旺 48.1% 股份，实际控制人为许惠钧、洪水锦、许雅筑，三人系亲属关系，分别持有 WINWIN 公司 30%、60%、10% 股权。

图 11. 公司股权结构



数据来源：Wind，财通证券研究所

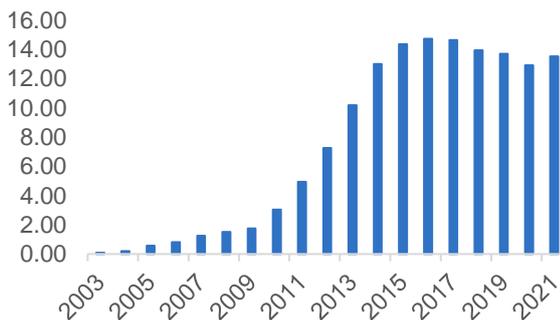
公司设立员工持股平台，股权激励助力公司良性发展。2022 年，公司推出限制性股票激励计划，向 121 名激励对象授予 270 万股限制性股票。对公司稳定优秀人才队伍和吸引业务骨干起到积极作用。

## 2. 3C 行业：受益新兴终端发展和技术迭代，量价齐升可期

### 2.1. 消费终端：传统终端出货量趋于稳定，新兴终端出货量快速成长

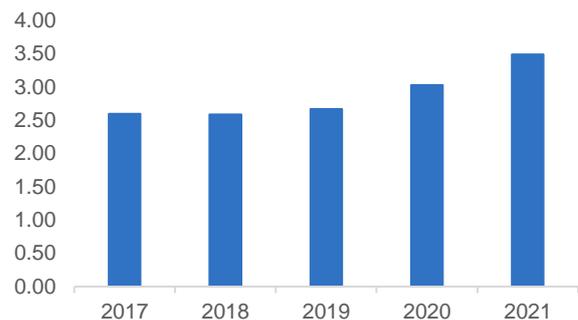
近年来，随着用户渗透率趋于饱和，传统终端如手机、PC 增速放缓。根据 IDC 数据，2021 年全球手机出货量达到 13.55 亿台，同比+4.84%；PC 出货量 3.49 亿台，同比+15.27%；平板电脑出货量达到 1.68 亿台，同比+2.44%。根据集微咨询数据，2021 年全球笔电出货量达到 2.62 亿台，同比+18.02%。

图 12. 全球手机出货量（亿台）



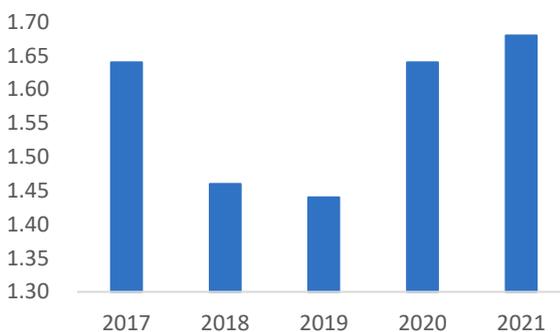
数据来源：IDC，财通证券研究所

图 13. 全球 PC 出货量（亿台）



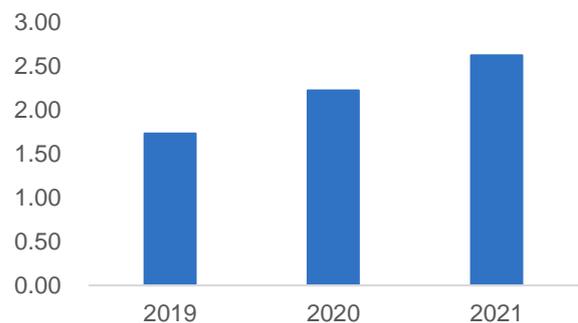
数据来源：IDC，财通证券研究所

图 14. 全球平板电脑出货量（亿台）



数据来源：IDC，财通证券研究所

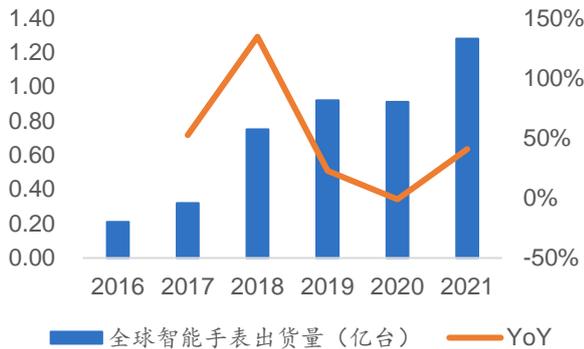
图 15. 全球笔电出货量（亿台）



数据来源：集微咨询，财通证券研究所

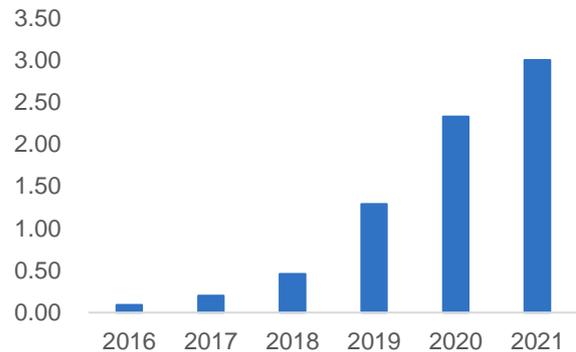
**新兴终端出货量快速增长。**新兴终端包括 TWS 耳机、智能手表、VR/AR/MR 设备等。根据 Canalys 数据，2021 年全球 TWS 耳机出货量达到 2.9 亿部，同比+28.76%。根据 Counterpoint 数据，2021 年全球智能手表出货量达到 1.28 亿部，同比+40.66%。新兴终端目前还处在发展早期，外观、功能等方面都在快速迭代，仍有较大成长空间。

图 16. 全球智能手表出货量 (亿台)



数据来源: IDC, 财通证券研究所

图 17. 全球 TWS 耳机出货量 (亿台)



数据来源: 集微咨询, 财通证券研究所

## 2.2. 3C 设备零部件: 新兴终端需求强劲, 技术迭代带来增量市场

对于消费电子设备零部件行业来说, 行业成长一方面由 TWS 耳机、智能手表、AR/VR 等新兴终端带动, 另一方面由终端产品本身技术迭代带来的产品价值量提升带动。

新兴消费终端对零部件提出了更高要求。对于新兴终端而言, 一方面要求美观时尚, 另一方面应用了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。

图 18. 苹果 AirPods Pro 拆解



数据来源: iFixit, 财通证券研究所

同时，在传统消费终端中，也可以看到零部件技术升级的趋势：

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。

图 19. 手机厚度变化



数据来源：Business Insider，财通证券研究所

### 3. 汽车和电动工具：汽车天窗持续升级，电动工具需求稳健增长

#### 3.1. 汽车天窗呈现轻量化、智联化、新能源模块化趋势

根据我国汽车工业协会的统计数据，2013~2019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4.20%和4.21%。2019年，中国汽车工业总体运行平稳，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、消费信心等因素的影响，全年汽车产销分别完成2,572.1万辆和2,576.9万辆，较2018年同比下降7.51%和8.23%。但从长远看，我国仍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，同时随着新能源汽车市场的逐步打开，我国汽车工业仍将保持平稳发展。

图 20. 中国汽车销量情况（万辆）

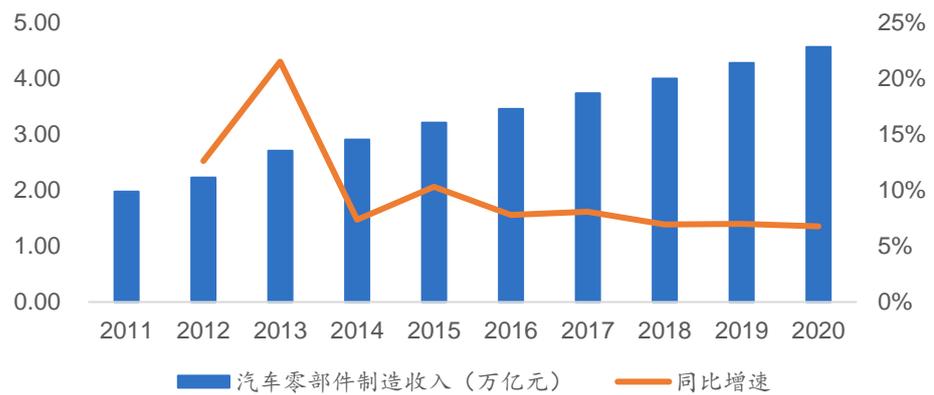


数据来源：国家统计局，财通证券研究所

就汽车天窗市场而言，根据 Global Market Insights 发布的数据，2018 年全球汽车天窗市场规模约为 210 亿美元，预计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。

汽车天窗呈现轻量化、智联化、新能源模块化趋势，精密金属零部件除具有金属零件的优异性能，还具备小微化、精密化的特点，在汽车天窗轻量化、智联化、新能源模块化的趋势下，精密金属零部件在汽车天窗领域的应用不断增加，需求稳步增长。根据中国汽车工业协会数据，2020 年中国汽车零部件制造收入达到 4.57 亿元，同比+6.78%，2011-2020 年 CAGR=9.74%。

图 21. 中国汽车零部件制造收入（万亿元）



数据来源：中国汽车工业协会，财通证券研究所

目前，汽车天窗零部件市场呈现三大趋势：

①**轻量化**：汽车天窗由天窗玻璃、天窗框架与导轨、开关控制系统等部件组成。汽车天窗的轻量化实现，一方面可以使用更为轻量化的抗震防碎聚碳酸酯材料等新材料取代传统玻璃，另一方面可以通过对天窗框架与导轨的结构设计优化，改进生产工艺，实现金属零部件微型化、精密化，减少材料用量。同时，为保证汽车天窗的强度和安全性能，进而对于汽车天窗框架与导轨的结构强度、尺寸精密性、质量稳定性等提出较高的要求。

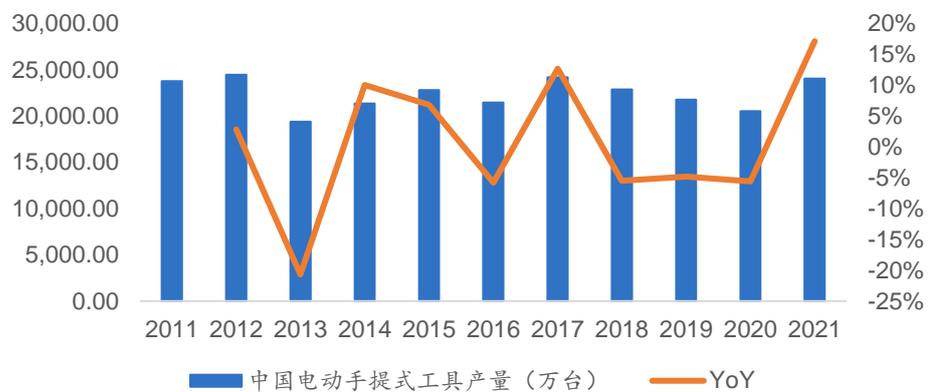
②**智能化**：近年来，随着消费升级与智能终端设备的广泛普及，消费者对于智能互联设备依赖程度不断加深。为实现智能化，汽车天窗将会搭载更多的传感器件与电子元器件，原有部件将进一步小型化、微型化，并将拥有更多的设备接口与互联网接口。对于汽车天窗用精密金属零部件而言，则在连接器、紧固件、结构支架等方面涌现更多潜在市场需求。

③**新能源模块化**：搭载新能源模块的汽车天窗对于上游的精密金属零部件企业提出了新的应用需求。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与收纳等对上游精密金属零部件企业的支撑件、弹性件等产品在材料、工艺、质量方面提出更高的要求。

### 3.2. 电动工具行业高端产品对于精密金属零部件需求不断增加

20 世纪 90 年代以来，中国电动工具产业承接国际分工转移，目前中国已成为全球最主要的电动工具生产国之一。由于电动工具的主要消费市场在欧美，因此国内生产的电动工具大部分供外贸出口。中国电动工具行业在承接国际分工转移的过程中不断发展，整体保持平稳，2021 年，我国手提式电动工具的产量为 24074.60 万台，同比+17.15%。根据 Allied Market Research 数据，2019 年全球动力工具市场规模为 326.6 亿美元，预计到 2027 年可达 486.8 亿美元，年复合增长率为 4.8%。

图 22. 中国电动手提式工具产量（万台）



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

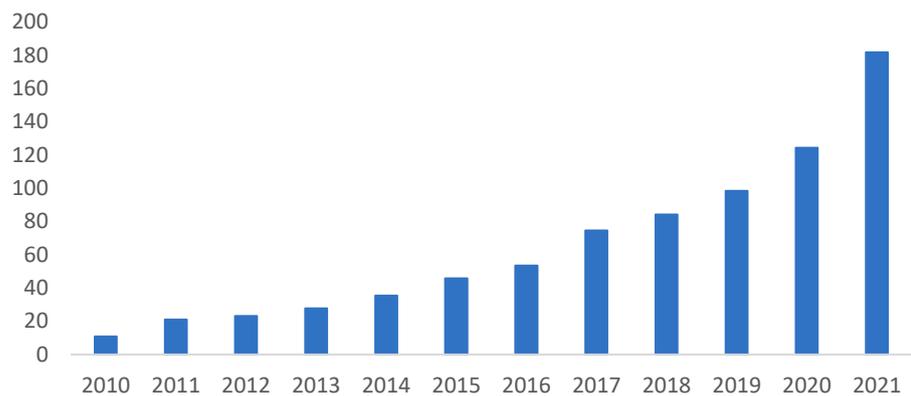
精密金属零部件的性能和电动工具的使用安全紧密相连，会对产品质量产生较大的影响，因此大型电动工具跨国公司选择供应商，一般要求拥有行业领先的技术工艺、研发能力、产品质量、供货能力和企业信誉，并保持长期合作关系。近年来，我国电动工具整机及零部件生产商在 market 需求的驱动下发展出一批专业化水平高、技术研发能力强、供应产品质量稳定的制造商，行业优势企业在市场竞争中生产规模不断扩大，市场集中度有所提升。

#### 4. 受益光伏新增装机量增长，金刚线和丝网需求持续增长

**全球光伏产业快速增长。**根据 IEA 数据，2021 年全球光伏装机量达 175GW，同比+39.34%。从整个能源结构发展角度来看，节能减排、绿色发展、开发利用各种可再生能源已成为世界各国的重要发展战略，光伏产业依然存在巨大市场空间。据国际能源署（IEA）预测，到 2030 年全球光伏累计装机量有望达到 1721GW，到 2050 年将进一步增加至 4670GW，发展潜力巨大。世界主要国家纷纷提出碳达峰，有望进一步促进全球光伏产业的发展。

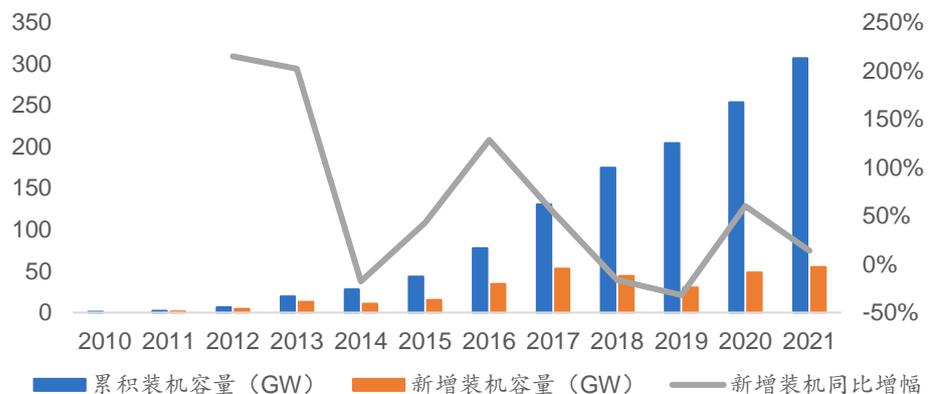
**中国光伏市场产业全球竞争力增强。**光伏产业是我国具有国际竞争优势的战略性朝阳产业。近年来，在政策引导和市场需求双轮驱动下，我国光伏产业快速发展。根据国家能源局数据，2021 年中国光伏新增装机规模达 54.93GW，同比+13.96%。

图 23. 中国光伏组件产量（GW）



数据来源：CPIA，财通证券研究所

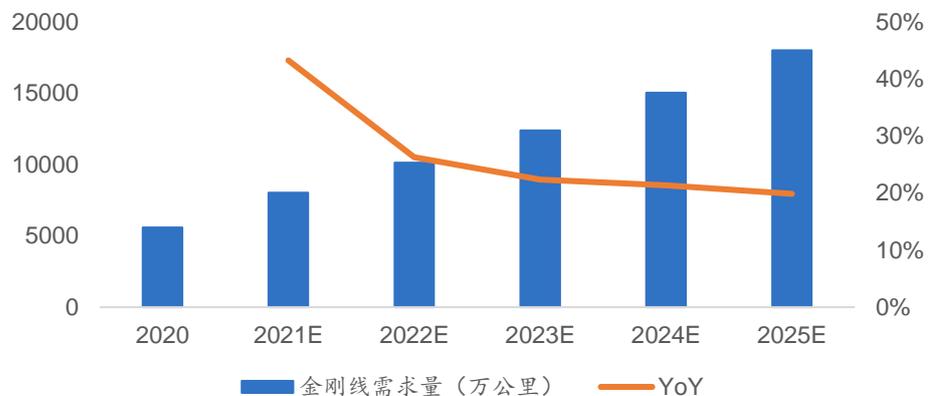
图 24. 中国光伏装机容量（GW）



数据来源：国家能源局，财通证券研究所

切片技术方面，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、切割液更环保等优点，有效减少单位产能耗硅量。此外，由于金刚线单次切割的出片数量更多且耗时更短，进而进一步提升了光伏硅片产能。2015 年以来，单晶、多晶切片逐步从砂浆切割转换为金刚线切割，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，2018 年多晶硅片切片也基本从砂浆切割向金刚线切割转换，金刚线的市场需求将快速增长。根据华经产业研究院数据，2020 年全球光伏金刚线需求量为 5595 万公里，预计到 2025 年达到 18010 万公里，2020-2025 年 CAGR=26.34%。

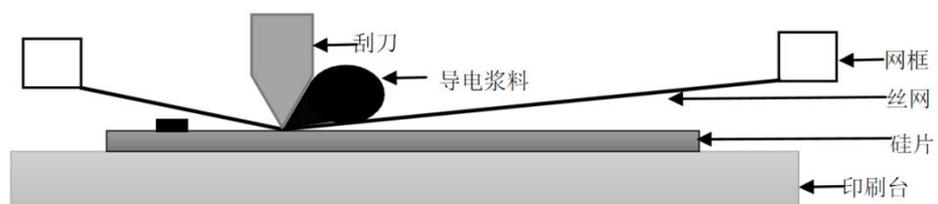
图 25. 全球金刚线需求量（万公里）



数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

光伏丝网是光伏设备的必需品。生产晶体硅太阳能电池最关键的步骤之一是通过金属镀膜工艺在硅片的正面和背面制造非常精细的电路，将光生电子导出电池。金属镀膜工艺通常由丝网印刷技术来完成——将含有金属的导电浆料透过丝网网孔压印在硅片上形成电路或电极。随着光伏新增装机量快速增长，预期光伏丝网需求亦将持续上行。

图 26. 光伏丝网印刷技术示意图



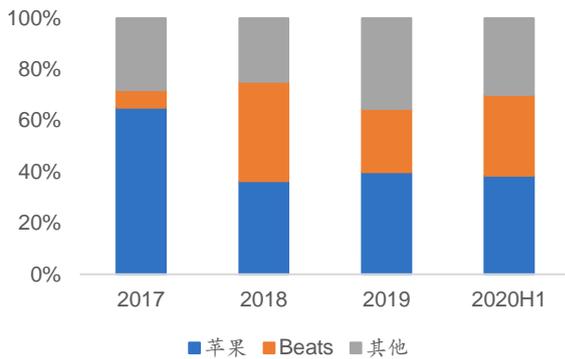
数据来源：摩尔光伏，财通证券研究所

## 5. 大客户+新品类驱动业绩增长，核心技术保障竞争优势

### 5.1. 深度绑定大客户，产品迭代驱动成长

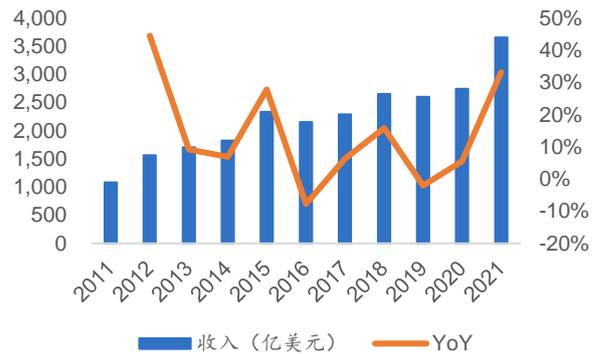
公司大客户收入占比较高。根据公司招股书数据，2020H1 公司收入中苹果+Beats（被苹果收购）占比达到 70.04%。苹果作为全球消费电子龙头，在产品技术、收入规模和增速等方面均处于全球前列。公司深度绑定苹果大客户，有望充分享受大客户成长红利。

图 27. 公司收入占比情况



数据来源：福立旺招股书，财通证券研究所

图 28. 苹果公司收入情况（亿美元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

**新产品放量驱动成长。**2022 年 9 月 8 日，苹果召开秋季新品发布会，发布 iPhone 14、Apple Watch Ultra、Apple Watch SE、Apple Watch Series 8、Airpods Pro 2 等产品。公司在苹果耳机产品零部件领域积累深厚，苹果新产品的发布有望带动公司成长。此外公司把握行业发展机遇，凭借产品成本优势切入手表、手机零部件市场，亦有望贡献收入增量。

图 29. Airpods Pro 2 新增功能



数据来源：Donews，财通证券研究所

## 5.2. 深耕精密机械加工领域，独特工艺带来技术和成本优势

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，公司已握多项核心技术，并形成由关键核心技术、专利等组成的技术工艺体系，该体系是保障公司长期高质量发展的关键。目前，公司核心技术主要包括 11 项技术，其中多项技术行业领先，产品性能处于行业前列，得到客户广泛认可，形成强大的技术壁垒，保障相应产品收入稳定增长。

**表 2. 公司核心技术描述**

| 技术名称                  | 技术描述  |
|-----------------------|---|
| 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。目前，公司可以控制折角公差在 1° 以内，产品合格直通率在 99% 以上。<br>研制出镍钛记忆合金线专用的热处理设备，自主开发了记忆合金线温度控制技术，通过对冷却参数的精准把握使加工温度在 ±1℃ 的范围内波动，实现镍钛记忆合金线的相变温度控制在 ±4℃，有效地满足客户对产品质量要求。 |
| 耐疲劳卷簧高效成型及检测技术        | 开发出端头尺寸稳定、耐久性好的各式卷簧，实现了卷簧的全自动化制造及拉力、耐久性指标的全自动化检测，在不降低产品精密度的情况下，大幅度提高生产速度，卷簧成型速度由原来 3 米/分钟提升至 6 米/分钟。  |
| 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。   |
| 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。  |
| 异型金属驱动管总成生产及检测技术      | 通过 3D 折弯成型工艺使管材轮廓达到一定的预定要求，然后通过二次液压成型使管材完全达到参数要求；<br>将金属管件、定制化螺母等嵌件预先固定在模具中适当的位置，然后注入塑胶粒子，成型开模后嵌件被冷却固化的塑料包裹在制品内形成驱动管总成。   |
| 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混合料，有助于成形、模腔填充和粉末装填的均匀性；成型后脱除粘结剂，再对脱脂坯进行烧结。  |
| 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。   |
| 高性能弹性连接器生产及检测技术       | 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。   |
| 多工艺组合连线生产技术           | 注重对多个工艺进行整合，形成了多工艺组合连线生产技术，实现了多工艺连线生产制造。  |
| 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。   |

数据来源：福立旺招股书，财通证券研究所

公司独特工艺带来成本优势。以旋压工艺为例，相比冲压工艺，旋压工艺只需要一个芯模，而冲压需要凹凸两个模具，冲压模具的制造成本通常是旋压的 3-6 倍。此外旋压工艺的材料变薄率更高，相同产品面积下所需材料成本更少。公司凭借深厚的技术积累，研发出采用旋压工艺生产无线充电端子等结构件的方法，有望凭借成本优势获取更多市场份额。

表 3. 旋压和冲压的对比

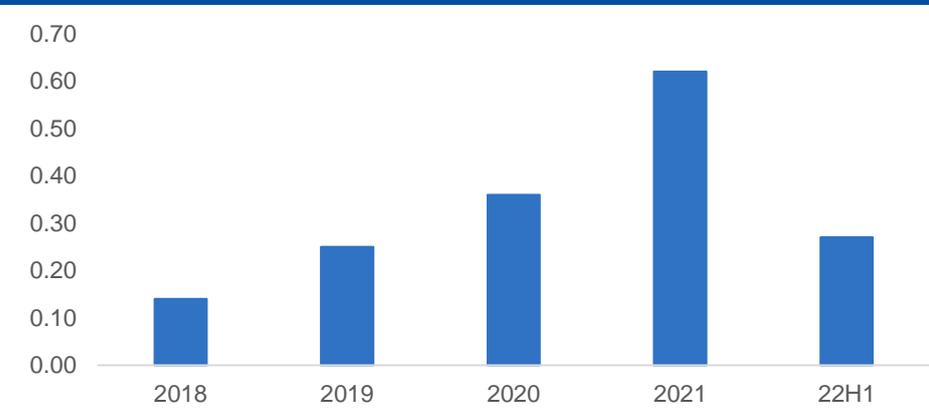
|       | 旋压       | 冲压          |
|-------|----------|-------------|
| 原理    | 通过刀轮控制板材 | 通过上下凹凸模控制板材 |
| 模具数量  | 1 个      | 2 个         |
| 材料变薄率 | 30%      | 10%         |

数据来源：逸通五金，财通证券研究所

### 5.3. 外延布局新能源业务，打开新成长曲线

外延并购切入光伏领域，享受下游景气趋势收入快速成长。2018 年，公司收购强芯科技 71.50% 股权，进军金刚线母线领域。金刚母线主要应用于光伏行业的硅片切割，受益光伏行业高景气，强芯科技营收稳步增长。

图 30. 公司光伏金刚线母线收入情况（亿元）



数据来源：Wind，财通证券研究所

凭借光伏金刚线母线领域的深厚技术积累，公司切入光伏丝网业务。公司于 2022 年 1 月 4 日召开第二届董事会第三十次会议，审议通过了《关于公司控股子公司对外投资的议案》，同意公司控股子公司强芯科技使用自有或自筹资金在南通投资人民币 5 亿元建设年产 6000 万公里金刚石线母线及年产 100 张太阳能电池光伏丝网项目。预计 2023 年底厂房主体工程竣工验收。随着光伏丝网产能释放，有望打破该领域的海外垄断，带动公司收入成长。

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 分业务收入预测

**3C 零部件业务：**随着大客户新产品放量，带来新的零部件需求，公司凭借产品成本和技术优势获得更多料号，取得较好成长。我们预计公司 3C 零部件业务 2022/2023/2024 年 3C 零部件业务收入增速为 30.21%/74.40%/33.33%，毛利率为 35.00%/38.46%/38.87%。

**汽车零部件业务：**汽车天窗渗透率提升+高端化趋势显著，公司收入有望稳健增长。预计公司 2022/2023/2024 年汽车零部件业务收入增速为 10%/10%/10%，毛利率为 25.00%/25.00%/25.00%。

**电动工具业务：**电动工具市场维持较好增长，预计公司 2022/2023/2024 年电动工具零部件业务收入增速为 30.00%/20.00%/15.00%。

**光伏业务：**22H1 受到疫情和厂房搬迁影响，公司收入增速有所放缓。展望未来，随着产能逐步恢复，公司募投金刚线产能逐步释放，预计公司金刚线业务收入将稳步增长。此外公司布局光伏丝网业务，亦有望贡献重要收入增量。我们预计公司 2022/2023/2024 年光伏业务收入增速为 35.48%/142.86%/94.12%，毛利率为 40.00%/40.00%/40.00%。

综上，预计公司 2022/2023/2024 年收入增速为 24.96%/58.74%/36.31%，毛利率为 33.18%/36.24%/37.06%。

表 4. 分业务收入预测

|              | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入（亿元）      | 5.17   | 7.26   | 9.08   | 14.41  | 19.64  |
| YoY          | 16.63% | 40.53% | 24.96% | 58.74% | 36.31% |
| 毛利率          | 41.22% | 33.88% | 33.18% | 36.24% | 37.06% |
| 3C 业务收入（亿元）  | 2.49   | 3.84   | 5.00   | 8.72   | 11.63  |
| YoY          | 11.66% | 54.22% | 30.21% | 74.40% | 33.33% |
| 毛利率          | 49.06% | 35.71% | 35.00% | 38.46% | 38.87% |
| 汽车业务收入（亿元）   | 1.41   | 1.57   | 1.73   | 1.90   | 2.09   |
| YoY          | 11.02% | 11.35% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率          | 31.00% | 27.48% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 电动工具业务收入（亿元） | 0.66   | 0.92   | 1.20   | 1.44   | 1.65   |
| YoY          | 46.67% | 39.39% | 30.00% | 20.00% | 15.00% |
| 毛利率          | 38.42% | 34.17% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 光伏业务收入（亿元）   | 0.36   | 0.62   | 0.84   | 2.04   | 3.96   |

|               |        |        |        |         |        |
|---------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| YoY           | 44.00% | 72.22% | 35.48% | 142.86% | 94.12% |
| 毛利率           | 32.70% | 41.78% | 40.00% | 40.00%  | 40.00% |
| 一般零部件业务收入(亿元) | 0.19   | 0.27   | 0.27   | 0.27    | 0.27   |
| YoY           | -5.00% | 42.11% | 0.00%  | 0.00%   | 0.00%  |
| 毛利率           | 30.01% | 22.95% | 22.95% | 22.95%  | 22.95% |

数据来源: Wind, 财通证券研究所

## 6.2. 盈利预测与投资建议

预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 1.83/2.74/3.86 亿元, EPS 为 1.06/1.58/2.23 元/股。我们选取领益智造、精研科技、长盈精密、立讯精密作为可比公司, 2022/2023/2024 年平均 PE 为 64.23/17.37/12.25 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

**表 5. 可比公司估值**

| 证券简称      | 当日股价<br>2022/9/20 | 净利润(百万元)<br>2021 年 | EPS  |      |      | PE           |              |              |
|-----------|-------------------|--------------------|------|------|------|--------------|--------------|--------------|
|           |                   |                    | 22E  | 23E  | 24E  | 22E          | 23E          | 24E          |
| 领益智造      | 4.75              | 1180.09            | 0.21 | 0.31 | 0.40 | 22.38        | 15.40        | 11.93        |
| 精研科技      | 28.92             | 183.90             | 1.52 | 2.07 | 2.68 | 19.03        | 13.98        | 10.80        |
| 长盈精密      | 12.49             | (604.60)           | 0.07 | 0.56 | 1.04 | 191.86       | 22.20        | 11.96        |
| 立讯精密      | 33.50             | 7070.52            | 1.42 | 1.87 | 2.34 | 23.66        | 17.89        | 14.30        |
| <b>平均</b> |                   |                    |      |      |      | <b>64.23</b> | <b>17.37</b> | <b>12.25</b> |

数据来源: Wind, 财通证券研究所

注: 可比公司盈利预测及估值来自 Wind 一致预期

## 7. 风险提示

**下游需求不及预期风险:** 3C 消费终端需求受宏观经济等多方面因素影响, 假如下游需求不及预期, 公司业绩可能承压。

**单一大客户风险:** 公司收入高度依赖苹果大客户, 假如因产品质量问题、地缘政治风险等因素导致客户合作关系终止, 公司业绩可能出现较大波动。

**产品技术迭代风险:** 消费电子产品技术迭代速度较快, 假如公司产品迭代不及时, 或技术方向选择错误, 可能导致市场份额下降。

**行业竞争加剧:** 电子零部件行业、金刚线行业竞争激烈, 假如竞争对手或市场环境出现不利于公司的变化, 公司业绩可能下滑。

**公司财务报表及指标预测**

| 利润表               |              |              |              |              |              | 财务指标              |              |              |              |              |              |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   | 2020A        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |                   | 2020A        | 2021A        | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
| <b>营业收入</b>       | <b>517</b>   | <b>726</b>   | <b>908</b>   | <b>1441</b>  | <b>1964</b>  | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本            | 304          | 480          | 607          | 919          | 1236         | 营业收入增长率           | 17%          | 41%          | 25%          | 59%          | 36%          |
| 营业税费              | 3            | 2            | 5            | 7            | 10           | 营业利润增长率           | 1%           | 10%          | 52%          | 50%          | 41%          |
| 销售费用              | 8            | 13           | 16           | 26           | 35           | 净利润增长率            | 4%           | 9%           | 50%          | 50%          | 41%          |
| 管理费用              | 24           | 36           | 45           | 72           | 98           | EBITDA 增长率        | 13%          | 5%           | 58%          | 44%          | 37%          |
| 研发费用              | 42           | 61           | 73           | 115          | 157          | EBIT 增长率          | 8%           | -6%          | 56%          | 57%          | 41%          |
| 财务费用              | 11           | -4           | 3            | 2            | 5            | NOPLAT 增长率        | 12%          | -4%          | 55%          | 57%          | 41%          |
| 资产减值损失            | -4           | -9           | -50          | 0            | 0            | 投资资本增长率           | 115%         | 5%           | 7%           | 8%           | 11%          |
| <b>加:公允价值变动收益</b> | <b>0</b>     | <b>1</b>     | <b>121</b>   | <b>0</b>     | <b>0</b>     | 净资产增长率            | 145%         | 6%           | 7%           | 9%           | 12%          |
| 投资和汇兑收益           | 0            | 4            | 0            | 0            | 0            | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| <b>营业利润</b>       | <b>123</b>   | <b>135</b>   | <b>205</b>   | <b>307</b>   | <b>433</b>   | 毛利率               | 41%          | 34%          | 33%          | 36%          | 37%          |
| 加:营业外净收支          | 2            | 2            | 0            | 0            | 0            | 营业利润率             | 24%          | 19%          | 23%          | 21%          | 22%          |
| <b>利润总额</b>       | <b>126</b>   | <b>137</b>   | <b>205</b>   | <b>307</b>   | <b>433</b>   | 净利润率              | 22%          | 17%          | 21%          | 19%          | 20%          |
| 减:所得税             | 13           | 12           | 18           | 28           | 39           | EBITDA/营业收入       | 32%          | 24%          | 31%          | 28%          | 28%          |
| <b>净利润</b>        | <b>112</b>   | <b>122</b>   | <b>183</b>   | <b>274</b>   | <b>386</b>   | EBIT/营业收入         | 26%          | 17%          | 22%          | 21%          | 22%          |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2020A</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 货币资金              | 704          | 309          | 355          | 104          | 134          | 固定资产周转天数          | 275          | 313          | 217          | 139          | 118          |
| 交易性金融资产           | 0            | 165          | 286          | 286          | 286          | <b>流动营业资本周转天数</b> | <b>73</b>    | <b>202</b>   | <b>215</b>   | <b>230</b>   | <b>183</b>   |
| 应收帐款              | 235          | 297          | 76           | 534          | 339          | 流动资产周转天数          | 782          | 516          | 397          | 390          | 264          |
| 应收票据              | 33           | 40           | -14          | 55           | 0            | 应收帐款周转天数          | 161          | 132          | 80           | 80           | 80           |
| 预付帐款              | 4            | 3            | 3            | 5            | 6            | 存货周转天数            | 118          | 117          | 130          | 130          | 130          |
| 存货                | 118          | 195          | 193          | 420          | 472          | 总资产周转天数           | 883          | 881          | 704          | 498          | 414          |
| 其他流动资产            | 7            | 2            | 2            | 2            | 2            | 投资资本周转天数          | 982          | 737          | 629          | 429          | 351          |
| 可供出售金融资产          |              |              |              |              |              | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 持有至到期投资           |              |              |              |              |              | ROE               | 8%           | 9%           | 12%          | 17%          | 22%          |
| 长期股权投资            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | ROA               | 6%           | 7%           | 11%          | 12%          | 17%          |
| 投资性房地产            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | ROIC              | 9%           | 8%           | 11%          | 17%          | 21%          |
| 固定资产              | 390          | 624          | 541          | 549          | 637          | <b>费用率</b>        |              |              |              |              |              |
| 在建工程              | 144          | 79           | 79           | 79           | 79           | 销售费用率             | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           | 2%           |
| 无形资产              | 25           | 23           | 23           | 23           | 23           | 管理费用率             | 5%           | 5%           | 5%           | 5%           | 5%           |
| 其他非流动资产           | 12           | 32           | 32           | 32           | 32           | 财务费用率             | 2%           | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| <b>资产总额</b>       | <b>1718</b>  | <b>1836</b>  | <b>1714</b>  | <b>2275</b>  | <b>2247</b>  | 三费/营业收入           | 8%           | 6%           | 7%           | 7%           | 7%           |
| 短期债务              | 45           | 66           | 66           | 66           | 66           | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付帐款              | 252          | 170          | 100          | 309          | 241          | 资产负债率             | 23%          | 24%          | 13%          | 28%          | 19%          |
| 应付票据              | 10           | 107          | -73          | 124          | -55          | 负债权益比             | 29%          | 31%          | 14%          | 40%          | 23%          |
| 其他流动负债            | 14           | 21           | 21           | 21           | 21           | 流动比率              | 3.20         | 2.69         | 6.11         | 2.59         | 3.83         |
| 长期借款              | 10           | 0            | 0            | 0            | 0            | 速动比率              | 2.83         | 2.16         | 4.88         | 1.87         | 2.54         |
| 其他非流动负债           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 利息保障倍数            | 29.09        | 75.91        | 33.20        | 52.12        | 73.75        |
| <b>负债总额</b>       | <b>390</b>   | <b>435</b>   | <b>215</b>   | <b>647</b>   | <b>425</b>   | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>12</b>    | <b>13</b>    | <b>17</b>    | <b>22</b>    | <b>30</b>    | DPS(元)            | 0.30         | 0.30         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 股本                | 173          | 173          | 171          | 171          | 171          | 分红比率              |              |              |              |              |              |
| 留存收益              | 265          | 335          | 466          | 590          | 776          | 股息收益率             | 1%           | 1%           | 0%           | 0%           | 0%           |
| <b>股东权益</b>       | <b>1328</b>  | <b>1401</b>  | <b>1499</b>  | <b>1628</b>  | <b>1822</b>  | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2020A</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2020A</b> | <b>2021A</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | EPS(元)            | 0.86         | 0.70         | 1.06         | 1.58         | 2.23         |
| 净利润               | 112          | 122          | 183          | 274          | 386          | BVPS(元)           | 7.59         | 8.01         | 8.55         | 9.26         | 10.33        |
| 加:折旧和摊销           | 34           | 51           | 83           | 92           | 112          | PE(X)             | 25.35        | 46.84        | 23.27        | 15.56        | 11.03        |
| 资产减值准备            | 5            | 13           | 80           | 0            | 0            | PB(X)             | 2.87         | 4.10         | 2.87         | 2.65         | 2.38         |
| 公允价值变动损失          | 0            | -1           | -121         | 0            | 0            | P/FCF             |              |              |              |              |              |
| 财务费用              | 11           | 0            | 6            | 6            | 6            | P/S               | 7.31         | 7.82         | 4.64         | 2.92         | 2.14         |
| 投资收益              | 0            | -4           | 0            | 0            | 0            | EV/EBITDA         | 18.70        | 30.76        | 14.19        | 10.51        | 7.63         |
| 少数股东损益            | 1            | 3            | 4            | 6            | 8            | CAGR(%)           |              |              |              |              |              |
| 营运资金的变动           | -32          | -151         | -93          | -373         | -75          | PEG               | 6.48         | 4.94         | 0.47         | 0.31         | 0.27         |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>143</b>   | <b>44</b>    | <b>141</b>   | <b>5</b>     | <b>437</b>   | ROIC/WACC         |              |              |              |              |              |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-179</b>  | <b>-440</b>  | <b>0</b>     | <b>-100</b>  | <b>-200</b>  | REP               |              |              |              |              |              |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>640</b>   | <b>-52</b>   | <b>-95</b>   | <b>-156</b>  | <b>-206</b>  |                   |              |              |              |              |              |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。