

一站式精密智造龙头，重整旗鼓扬帆起航

核心观点

- **国内精密小件领先企业，打造精密智造一站式解决方案：**公司目前主营业务包括精密功能件、结构件及模组、材料业务、充电器及组装、汽车及新能源业务五大业务线，并积极进行上下游垂直整合和横向拓展，打造一站式精密智造解决方案。公司布局已臻完善：一方面，公司业务进一步聚焦，剥离与公司主营业务关联度及协同度较弱的业务，带来盈利能力显著改善；另一方面，公司凭借长期积累的精密智造及组装能力、大规模量产及大客户配套经验积极切入新能源汽车及光伏领域，且在头部客户中卡位优势明显，第二增长曲线明确。公司预告 22 年归母净利润达 15-17 亿元，同比增加 27%到 44%，扣非净利润达 14.1-16.1 亿元，同比增加 76%到 101%，业绩拐点已现，重回稳增长通道。
- **智能终端繁荣持续拉动结构与功能件需求，受益大客户与产品应用领域拓展。**作为智能终端设备重要的组成部分，OLED 屏、多摄和无线充电等技术升级驱动精密功能件与结构件单机价值持续提升。公司是北美大客户主要精密小件供应商之一，单机价值量&料号数量持续提升，同时公司已具备提供“一站式”智能制造服务及解决方案的能力，业务已纵深拓展至充电模组、笔记本键盘模组等范畴。此外，公司在 AR/VR 领域拓展顺利，目前已负责北美客户高端产品注塑结构件、光学核心元件和声学件制造，同时独家承担国内 AR 领先企业 Nreal 产品的的眼镜整机组装、注塑结构件和声学件制造，未来有望带来更多业绩增量。
- **汽车、光伏多赛道并行，协同效应赋能业务拓展。**1) **汽车业务：**公司汽车业务营收增长迅猛 19-21 年年均复合增长率近 100%。公司于 21 年 6 月完成收购浙江锦泰电子作为行业切入点，目前主要产品包括动力电池壳体、盖板、转接片等，下游客户目前已涵盖宁德时代等头部企业，2022 年公司在宁德时代动力电池结构件供应比例已占据相当份额，23 年有望进一步提升。2) **光伏业务：**公司已成为全球微逆龙头 Enphase 唯二代工商，23 年 Enphase 订单扩充叠加公司新厂产能释放，份额&营收双升可期。公司新能源业务与原有业务协同性强，消费电子领域的精益智造、自动化&智能化、规模化供应及配套能力将助力公司在新能源领域树立竞争优势。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.22、0.30、0.38 元，根据可比公司 23 年平均 24 倍 PE 估值水平，对应目标价 7.20 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 客户拓展不及预期；新业务整合与拓展不及预期风险；汇兑损失风险；资产减值风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,143	30,384	35,574	40,962	46,652
同比增长(%)	17.7%	8.0%	17.1%	15.1%	13.9%
营业利润(百万元)	2,458	1,084	1,843	2,494	3,178
同比增长(%)	10.7%	-55.9%	70.0%	35.4%	27.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,266	1,180	1,577	2,093	2,672
同比增长(%)	19.6%	-47.9%	33.6%	32.7%	27.7%
每股收益(元)	0.32	0.17	0.22	0.30	0.38
毛利率(%)	22.3%	16.3%	19.4%	19.4%	19.4%
净利率(%)	8.1%	3.9%	4.4%	5.1%	5.7%
净资产收益率(%)	17.4%	7.8%	9.4%	11.2%	12.7%
市盈率	17.7	34.1	25.5	19.2	15.0
市净率	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (首次)

股价 (2023年02月17日)	5.71 元
目标价格	7.20 元
52 周最高价/最低价	6.28/3.83 元
总股本/流通 A 股 (万股)	703,867/689,150
A 股市值 (百万元)	40,191
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023 年 02 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.38	16.99	14.67	-6.86
相对表现	0.37	19.47	9.02	5.99
沪深 300	-1.75	-2.48	5.65	-12.85



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn

目录

1	一站式精密智造龙头，重整旗鼓扬帆起航	5
1.1	发展历程：模切业务起家，多维度拓展业务范围	5
1.2	“消费电子+新能源”双轮驱动，持续打开成长空间	7
1.3	业绩回归正轨，各板块协同发力	8
2	消费电子：基本盘稳固，客户、应用领域持续拓展	10
2.1	智能终端高速发展，零部件业务需求提升	10
2.2	大客户合作稳固多元，持续拓展客户、产品边界	13
2.3	纵向上下游垂直整合，横向 AR/VR 打开成长天花板	16
3	汽车、光伏多赛道并行，协同效应赋能业务拓展	19
3.1	汽车：乘新能源东风，客户结构完备，营收快速放量	19
3.2	光伏：面向海外，成为全球微逆龙头唯二代工商	21
	盈利预测与投资建议	22
	盈利预测	22
	投资建议	24
	风险提示	24

图表目录

图 1: 领益智造发展历程简述	5
图 2: 领益智造发展历程	6
图 3: 领益智造主要业务	6
图 4: 领益智造股权结构（截至 2022 年三季报）	7
图 5: 公司消费电子产业链纵向布局	7
图 6: 公司各业务主要客户	8
图 7: 公司营业总收入（亿元）及同比变动	8
图 8: 公司归母净利润（亿元）及同比变动	8
图 9: 公司资产减值损失情况	9
图 10: 公司主营业务结构	9
图 11: 公司整体及各业务毛利率	9
图 12: 借壳上市前领益科技与江粉磁材毛利率	9
图 13: 精密功能件和结构件是智能终端设备重要的组成部分	10
图 14: 精密制造行业价值链	10
图 15: 功能件和结构件产品示意图	10
图 16: 全球精密功能件与结构件市场规模（十亿美元）	11
图 17: 历代 iPhone BOM	12
图 18: iPhone BOM 成本占销售价格的比重逐年上升	12
图 19: 技术升级驱动精密功能件与结构件量价齐升	12
图 20: 智能手机后盖材质占比	12
图 21: 主流品牌在售手机金属中框占比（2019）	12
图 22: 领益科技借壳上市前分业务收入（单位：百万元）	13
图 23: 领益科技借壳上市前分业务收入占比	13
图 24: 领益智造精密功能件主要产品	13
图 25: 结构件业务主要产品	15
图 26: 北美大客户手机单机应用领益科技产品价值量	15
图 27: 江粉磁材主要产品	16
图 28: 永磁铁氧体材料下游分布（2021）	16
图 29: 公司精密金属加工部分项目设计产能与市场容量情况	17
图 30: 赛尔康主要产品	18
图 31: 赛尔康被收购前营业收入及净利润	18
图 32: 赛尔康被收购后营业收入及毛利率（单位：亿元）	18
图 33: 公司横向应用领域&纵向一体化能力双维成长	18
图 34: 2019-2030E 全球动力电池出货量和装机量	19

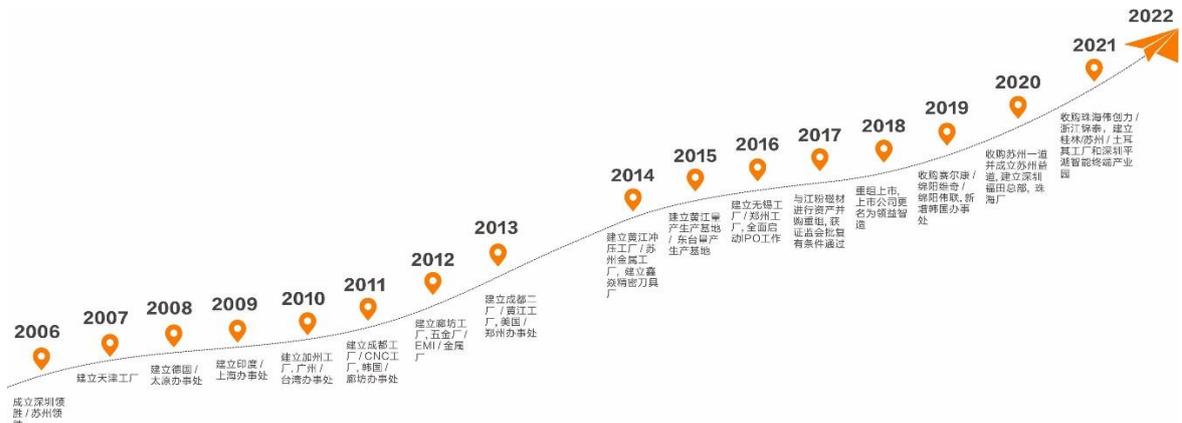
图 35：2022-2025E 中国动力电池出货量和装机量	19
图 36：动力电池产业链	20
图 37：动力电池成本构成	20
图 38：2021 全球动力电池装机量份额	20
图 39：全球微型逆变器市场规模（亿美元）	21
图 40：不同光伏逆变器应用场景与地区侧重分类	21
图 41：微型逆变器市场空间预测	21
图 42：2018-2020 年全球微型逆变器市场份额（按销售额计算）	22
图 43：领益智造全球化布局	22
图 44：Enphase 轻资产与高效运营成本	22
图 45：可比公司估值	24

1 一站式精密智造龙头，重整旗鼓扬帆起航

1.1 发展历程：模切业务起家，多维度拓展业务范围

领益智造成立于 2006 年，初创时期主要从事模切业务，主要服务诺基亚、比亚迪及富士康集团等。2008 年进入北美大客户供应链，服务产品从 iPod 产品零部件逐渐覆盖至 iPhone、iPad、iMac 和 Macbook 等产品及其配件零部件。在不断强化主业竞争力的同时，领益智造也在冲压、CNC、紧固和组装等方面完成布局。2013 年起，为扩展业务、产能，领益智造设立、收购深圳领胜、深圳领略、苏州领裕等多家子公司，具备模切、冲压、CNC 加工、紧固件加工及组装等精密功能器件所需的全制程工艺能力，客户方面也相继进入了 VIVO、OPPO 和 H 客户等公司供应链。

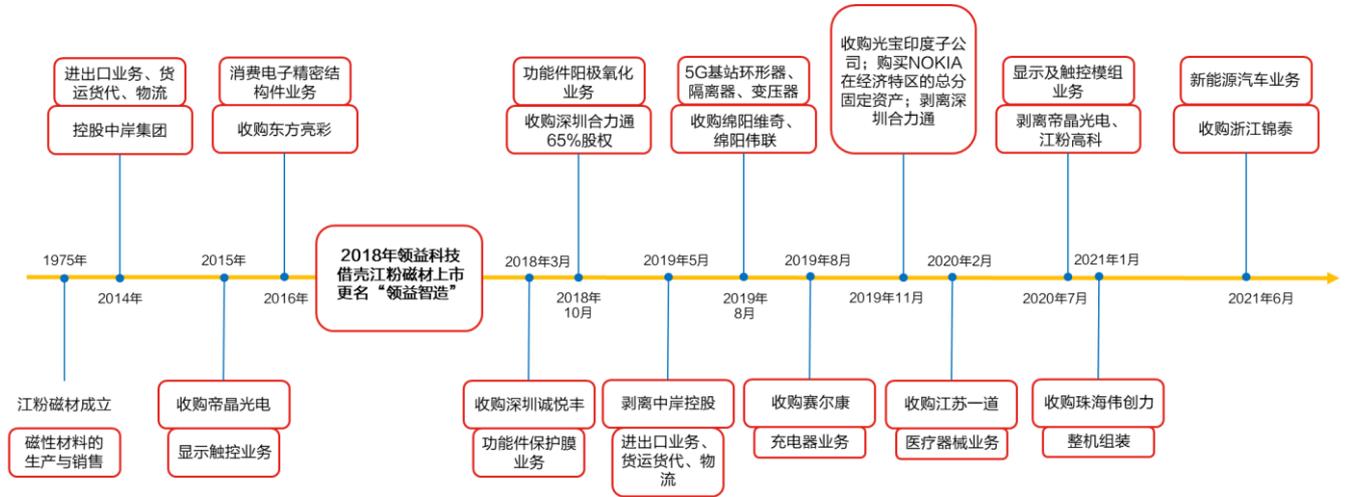
图 1：领益智造发展历程简述



数据来源：公司官网、东方证券研究所

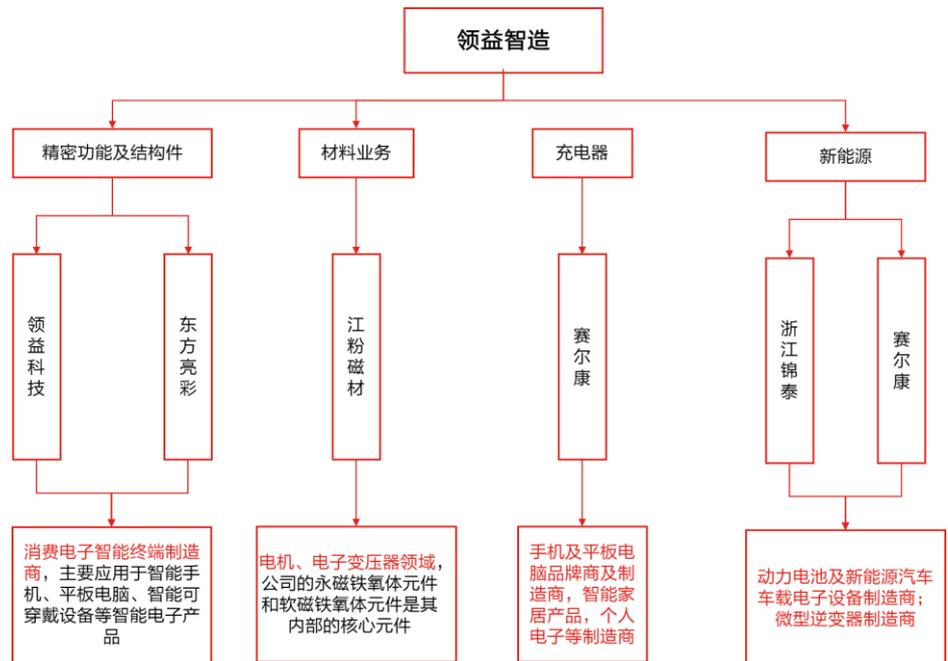
2018 年借壳江粉磁材上市，更名领益智造，现已成为国内精密件加工一站式龙头企业，业务广而精。江粉磁材先后收购中岸集团、帝晶光电和东方亮彩，主营磁性材料、贸易物流、显示触控、消费电子结构件业务，是国内最大的铁氧体磁性材料元件制造商之一。借壳上市至今，领益智造进行多次业务调整。截止当前公司已完成原贸易及物流业务（中岸控股）和显示及触控模组业务（帝晶光电、江粉电子）的剥离，目前主要业务包括：1）精密功能件、结构件及模组，经营主体为领益智造及 2016 年被江粉磁材收购的东方亮彩；2）材料业务，经营主体为江粉磁材；3）充电器业务，经营主体为赛尔康；4）汽车及新能源业务，经营主体为浙江锦泰、赛尔康。

图 2：领益智造发展历程



数据来源：公司官网、公司公告、东方证券研究所

图 3：领益智造主要业务



数据来源：公司年报、东方证券研究所

公司股权较为集中，实际控制人为曾芳勤女士。曾芳勤女士为公司董事长兼总经理，通过领胜投资等合计间接持有公司 60.86% 股份。公司整体股权结构稳定，助力长期发展。

图 4：领益智造股权结构（截至 2022 年三季度）

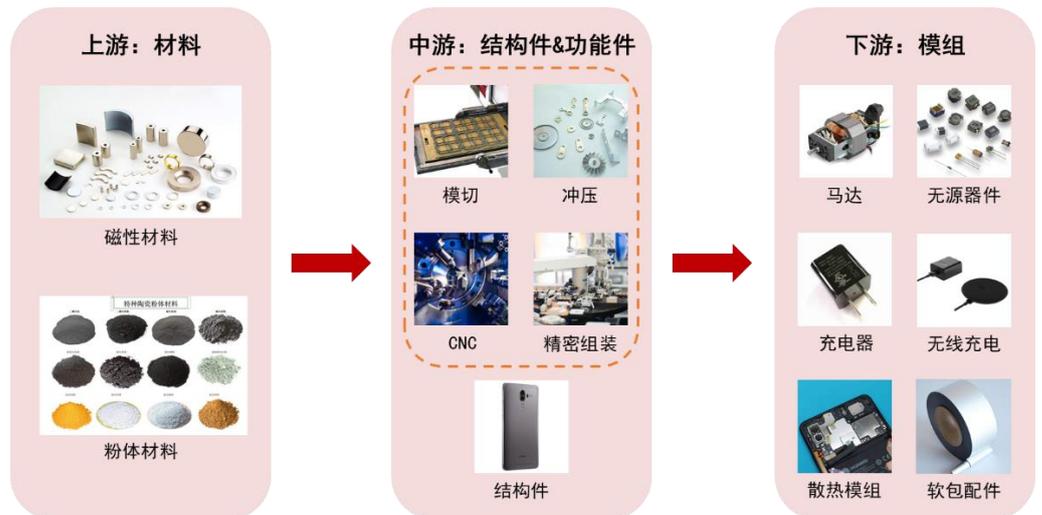


数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.2 “消费电子+新能源”双轮驱动，持续打开成长空间

以精密功能及结构件业务为基，打造下游模组产品线纵深布局。依托公司在精密功能及结构件方面的成熟基础以及材料方面的积累，公司逐渐往下游扩展，发展模组业务，且已实现客户端的和产品线的突破。整合赛尔康后，公司具备 SMT、FATP 能力，在充电器模组、散热模组、AR/VR 模组及整机组装领域相继突破。

图 5：公司消费电子产业链纵向布局



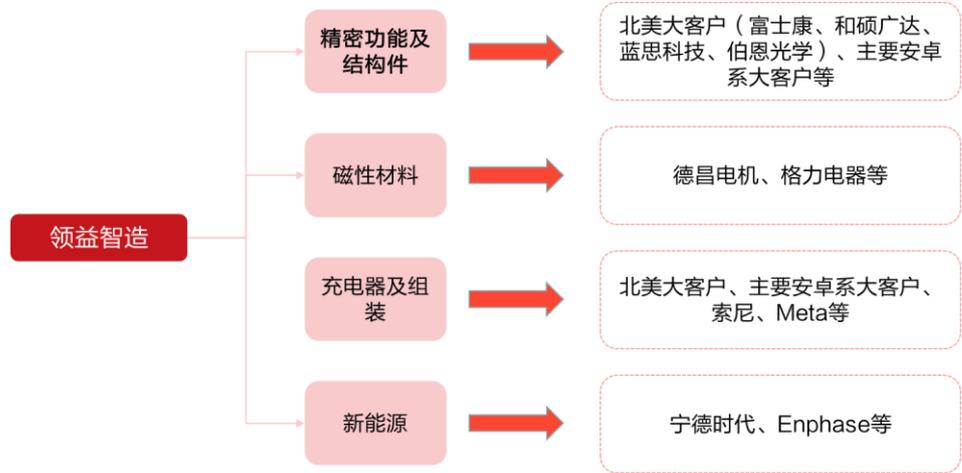
数据来源：公司公告、东方证券研究所

横向拓宽应用领域，不断打开成长空间。依托公司平台化的优势，公司有望不断突破新的行业。2021 年借整合浙江锦泰进入新能源汽车领域，深入布局动力电池结构件、车载精密器件等领域，赛尔康海外光伏代工业务已取得全球龙头订单，卡位优势显著。我们认为公司在消费电子领域已积累了深厚的精密智造技术工艺，并具备充沛的大客户配套服务、规模化供应能力与经验，新兴领域与原有业务协同性强，有助于公司在新能源赛道中占据有利位置。

坐拥全球优质客户资源，深耕景气赛道头部客户群。手机零部件方面，公司已切入北美大客户、vivo、OPPO 等头部厂商供应链，基本实现主流手机厂商全覆盖。磁性材料、充电器组装业务方

面，下游客户也包含各大国内外知名厂商，新能源方面，车载及光伏业务已与头部客户达成合作，且份额有望持续提升，客户覆盖度也有望不断拓宽。

图 6：公司各业务主要客户



数据来源：公司公告、东方证券研究所

1.3 业绩回归正轨，各板块协同发力

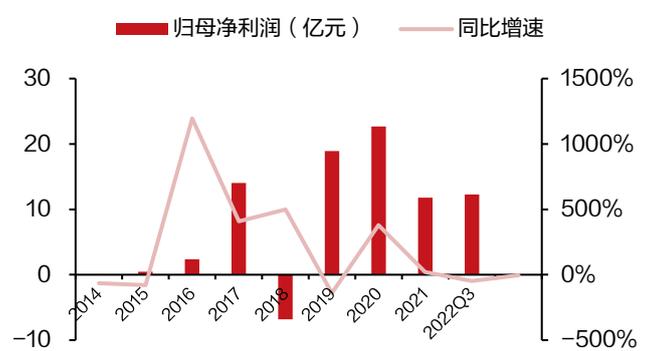
内部整合顺利，非经常性干扰逐渐减弱。2018 年借壳上市后，领益科技新业务的加入使公司显著增厚；2019 年起公司陆续剥离核心业务，营收增速收到影响。受原壳公司业务及资产重组遗留问题影响，业绩补偿股票损益、资产减值损失等项目数额较大，2018 年起领益智造归母净利润波动幅度较大。2021 年公司实现营业总收入为 304 亿元，同比增长 8%，22Q1-Q3 公司实现归母净利润 12.3 亿元，公司预告 22 年归母净利润达 15-17 亿元，同比增加 27%-44%，扣非净利润达 14.1-16.1 亿，同比增加 76%到 101%，业绩拐点已现，重回稳增长可期。

图 7：公司营业总收入（亿元）及同比变动



数据来源：wind、东方证券研究所

图 8：公司归母净利润（亿元）及同比变动



数据来源：wind、东方证券研究所

资产减值损失拖累业绩，未来减值风险走弱。19 年公司资产减值损失主要来自部分坏账和子公司剥离的固定资产减值准备，2020 年度资产减值损失有明显改善，全年资产减值损失 3.7 亿元，同

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

比下降 83%。2021 年资产减值 4.9 亿元，其中商誉减值主要来自对子公司东方亮彩结构件以及磁性材料业务。2022 年上半年资产减值损失 3.7 亿元，其中存货跌价损失占 98%，伴随公司内部优化及精简亏损业务，未来资产减值风险走弱，减值损失有望改善。

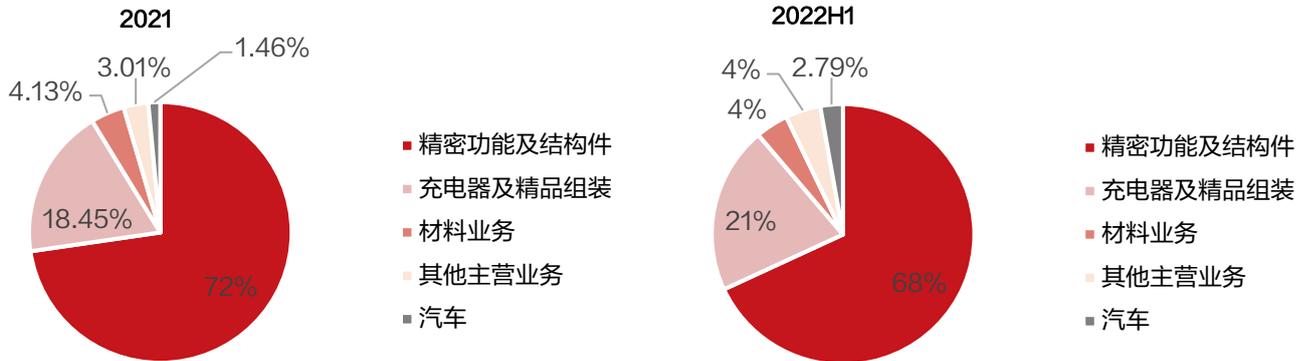
图 9：公司资产减值损失情况

项目	2021 年		2022 年 H1	
	金额（百万元）	占比	金额（百万元）	占比
存货跌价损失	-366	64%	-374	98%
固定资产减值损失	-37	6%	-2	1%
在建工程减值损失	0	0%	0	0%
无形资产减值损失	0	0%	0	0%
商誉减值损失	-82（结构件及磁性材料业务）	15%	-3（思哲科）	1%
其他	-1	2%	0	0%
合计	-486	100%	-379	100%

数据来源：公司年报、东方证券研究所

精密功能件、结构件及模组业务是公司主要收入来源，新兴业务占比提升迅猛。2018 年公司借壳上市完成后，精密功能件、结构件及模组业务营收不断上升，成为公司最主要业务，22H1 实现营收 100 亿元，占比 68%。充电器和组装业务、材料业务和汽车业务分别实现营收 30/6/4 亿元，占比分别为 20%/4%/2.7%，其他业务 2022 年上半年营收 6.3 亿元，其中主要为光伏代工业务。在消费电子基本盘稳固的基础上，汽车及其他业务营收占比已超 5%，全年或更高，公司新增长极逐渐清晰。

图 10：公司主营业务结构

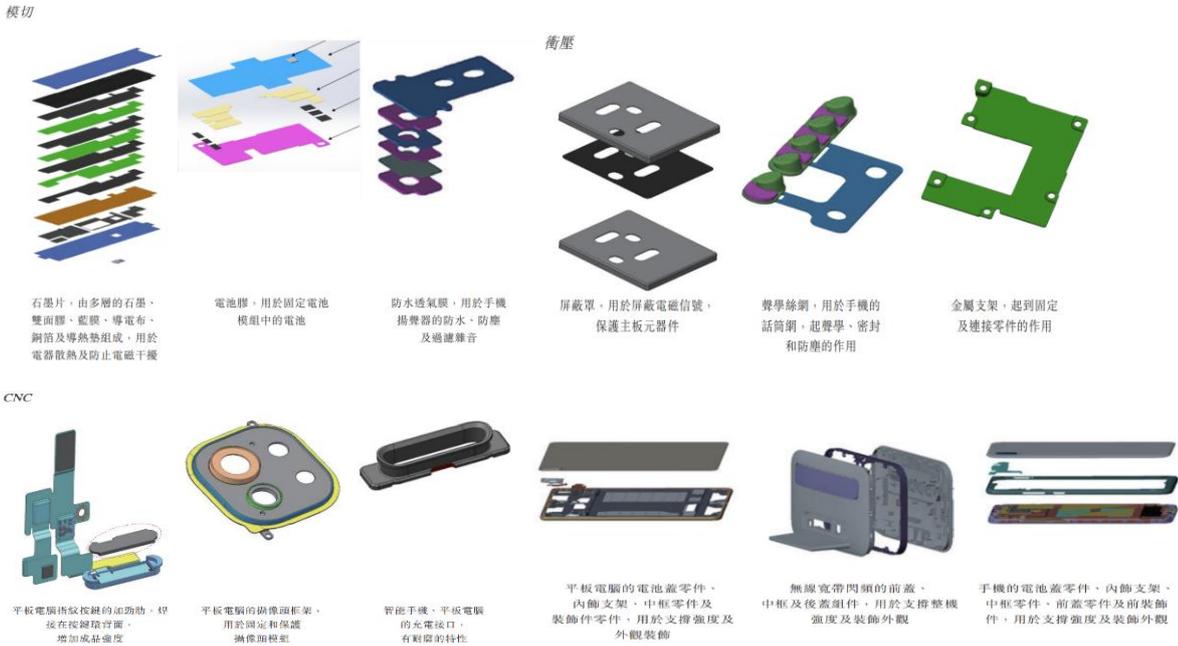


数据来源：公司官网、东方证券研究所

毛利率逆势回升。随着公司进一步剥离与主业相关性弱、毛利率较低的业务后，盈利能力回升显著。22 前三季度公司综合毛利率近 20%，较 21 年末提升 3.41pct，其中公司精密功能及结构件作为公司毛利率最高的业务，前三季度毛利率为 22.95%。公司新能源汽车、光伏等业务仍处于投入期，未来盈利能力改善及营收的快速放量有望进一步拉动整体毛利率。

图 11：公司整体及各业务毛利率

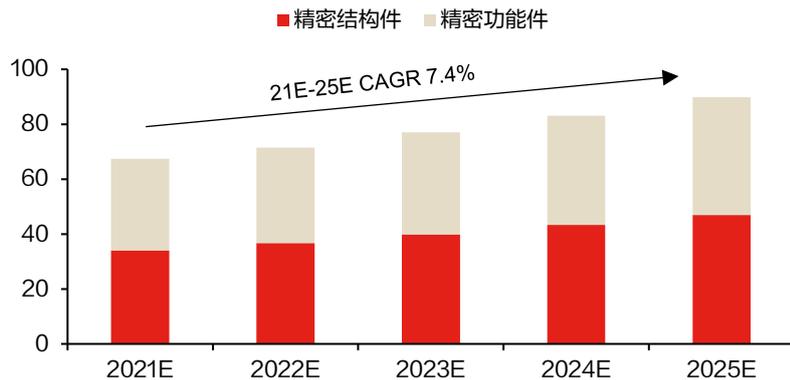
图 12：借壳上市前领益科技与江粉磁材毛利率



数据来源：公司招股书、东方证券研究所

在下游消费电子产品轻量化、集成化、功能丰富化的发展趋势下，新材料、新技术的不断涌现与应用，精密功能件与结构件也随之升级，进一步拉动行业需求与价值量，而 AR/VR、新能源车等新兴应用更为精密功能件与结构件行业打开了广阔增量空间。Frost & Sullivan 预计 2021 年至 2025 年全球仅消费电子精密功能件与结构件市场规模将以约 7.4% 的年均复合增速增长，于 25 年将达到约 900 亿美元。

图 16：全球精密功能件与结构件市场规模（十亿美元）

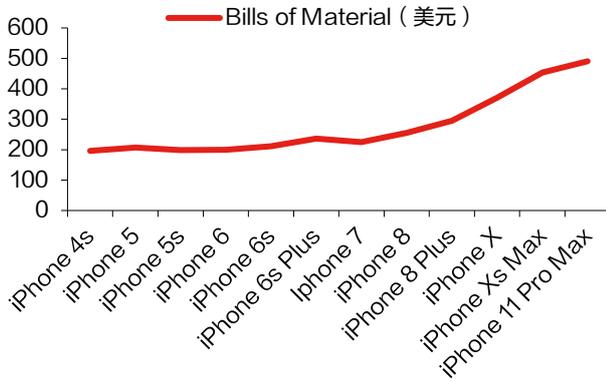


数据来源：公司公告、Frost & Sullivan、东方证券研究所

终端形态百花齐放，技术创新带动智能终端设备及零部件单价上升。以智能手机为例，5G 通讯、快充、无线充电、OLED 屏、可折叠屏等新技术的出现，带动终端价格同步提升，BOM 成本占价格的比重也呈上升趋势。手机的功能部件不断增加的同时，内部组件高度集成，在节约空间的基础上需实现同样或更高性能，紧固件、密封、导热、缓冲、绝缘、屏蔽、按键等器件等加工精度与难度增加，技术升级驱动精密功能件与结构件量价齐升。

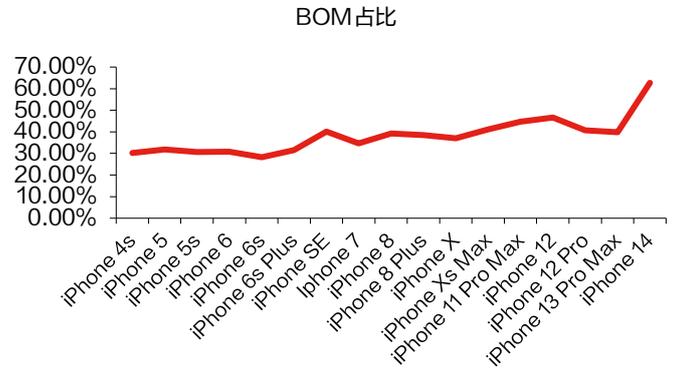
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 17: 历代 iPhone BOM



数据来源: Statista、TechInsights、东方证券研究所

图 18: iPhone BOM 成本占销售价格的比重逐年上升



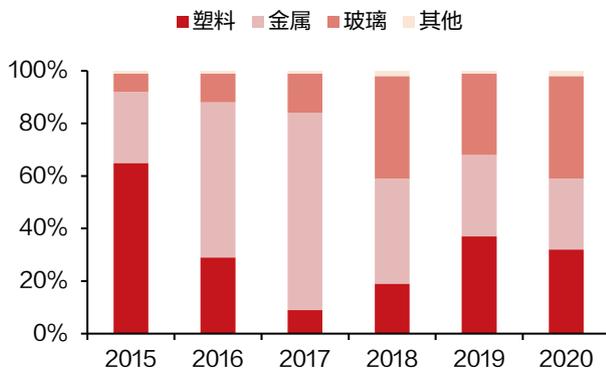
数据来源: Statista、TechInsights、东方证券研究所

图 19: 技术升级驱动精密功能件与结构件量价齐升

应用场景	精密功能件&结构件技术发展趋势
屏蔽件	5G 手机同时需要向前兼容、支持更多频段，对手机电磁屏蔽功能要求提升
散热件	电子产品集成程度和组装密度不断提高，导致其工作功耗和发热量的急剧增大，散热方案升级，带动单机散热件价值提升
OLED 屏	带动光学胶、导热胶等功能件单机价值量上升
折叠屏	铰链模组用来连接两个固体零件并允许两者之间做相对转动，由可移动的组件或可折叠的材料构成。铰链模组作为折叠智能手机最重要部件之一将迎来不断增长的需求和更高的性能要求
多摄	大尺寸摄像头底座用量增加，摄像头金属支架、底座等功能件需求提升
无线充电	磁性材料需求提升；机身去金属化，塑胶及玻璃等非金属精密结构件的渗透加速，以增强信号传输及更好的功能稳定性

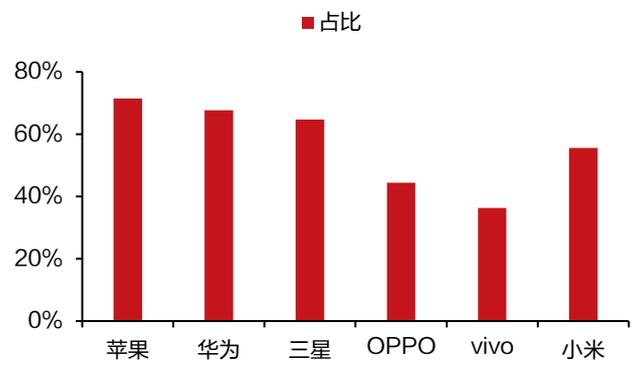
数据来源: 东方证券研究所整理

图 20: 智能手机后盖材质占比



数据来源: 奥维云网、东方证券研究所

图 21: 主流品牌在售手机金属中框占比 (2019)



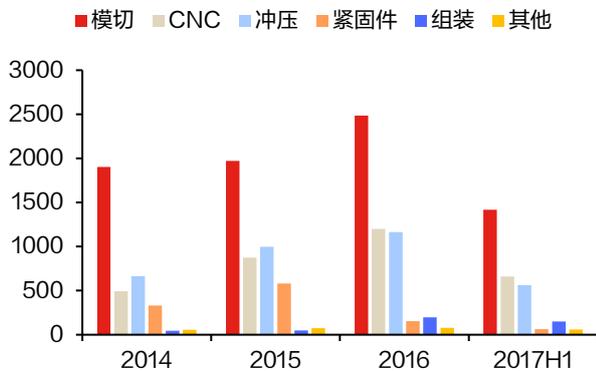
数据来源: 福蓉科技招股说明书、东方证券研究所

相对显示器件、被动元件、器件、芯片等偏标准化零部件，精密功能器件定制化属性更强，在终端快速迭代的过程中其定制化特征决定了其较高的客户壁垒，大多数精密功能器件的生产方案都需要与下游整机厂商共同开发、设计、定制产品技术参数。同时精密功能器件具备一定的技术及资金密集性，在经过产品开发设计制造后，各类原材料根据实现不同功能而经模切、冲锻压、成型、CNC 加工、研磨等各种不同工序后，再经过表面处理、组装等环节最终形成成品。根据 Frost & Sullivan，20 年全球消费电子精密功能件前 5 大企业约占市场总量的 13.5%，其中领益智造以 7.2% 独占鳌头。

2.2 大客户合作稳固多元，持续拓展客户、产品边界

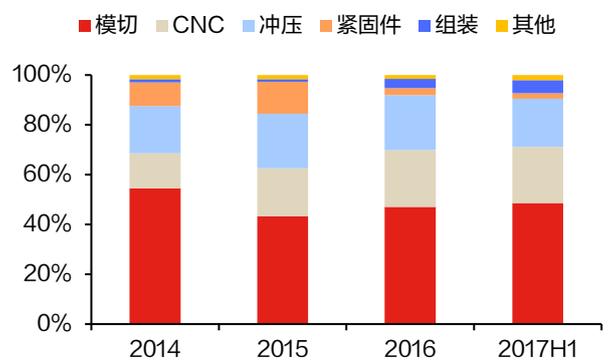
公司精密小件业务按工艺可分为模切、CNC、冲压、紧固和组装五大业务。1) **模切**：主要包括光学胶、泡棉、屏蔽片、声学丝网、键盘胶、转轴布、导热片等产品，下游产品为手机、键盘和平板电脑等，是领益智造的主要业务；2) **CNC**：主要包括按键和镜头环等产品；3) **冲压**：主要包括屏蔽罩、金属手机内置结构件、声学模组五金结构件和金属件与胶/泡棉组合零件等产品；4) **紧固**：主要包括螺母、螺丝和车制件等产品；5) **组装**：主要包括指纹环模组和支撑板等产品。公司结构件业务涵盖精密塑胶和精密金属结构件，主要由东方亮彩、领益智造等主体经营，主要应用于 1) **智能手机**：外壳、中框、声学件结构；2) **AR/VR**：头戴式显示器镜窗、光学件结构等部分；3) **可穿戴设备及充电器**：外壳、转轴、支架等。公司产品生产智能化水平高，质量控制领先，具有高尺寸精度、高表面质量、高性能的特点。

图 22：领益智造借壳上市前分业务收入（单位：百万元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 23：领益智造借壳上市前分业务收入占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 24：领益智造精密功能件主要产品

工艺	产品类别	代表产品	用途
模切	手机膜切产品	光学胶	用于粘贴手机屏幕，加工和组装精度要求较高
		泡棉	用于手机内零件的密封和缓冲，可生产形状复杂产品，边缘最窄处可到 0.35mm
		屏蔽片	用于手机内零件的导电和电磁屏蔽，产品材料层次最多到 13 层，工艺上同步 5 次套切且同时保证尺寸精度
		声学丝网	手机喇叭配件

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		电池胶		用于粘贴手机电池，胶材质特殊
		热熔胶		用于金属零件的粘贴，产品胶边窄，需要多步套切，公差要求 $\pm 0.05\text{mm}$ ，且要求自动化排布
	键盘模切产品	键盘胶		用于粘贴键盘，对尺寸要求高，实现上百个的尺寸数据 CPK 全部大于 1.33，产品结构多达 10 层以上
		转轴布		用于粘贴转轴，提高转轴的使用寿命，产品结构复杂，层次较多，材料硬度和韧性高
	平板模切产品	导热片		用于平板电脑屏蔽板卡背面，对外观的平整度和划伤要求高
		屏蔽片		用于平板电脑内部芯片版，产品同时平铺 2 种不同原材料，厚度不均，间隔仅 0.2mm
橡胶垫片			用于平板电脑按键部位，具有密封盒缓冲作用	
CNC	CNC 产品	按键		手机&平板电脑音量键、电源键、静音键
		镜头环		手机&平板电脑摄像头环装饰件
冲压	冲压产品	焊接工艺屏蔽罩 一体式屏蔽罩		通常采用高导磁性材料及导热材料，辅以绝缘胶、绝缘漆或者导电泡棉，实现电磁屏蔽功能
		金属手机内置结构件		分为金属支撑零件和金属传导零件：前者防止零部件在震动及跌落过程中接触不良；后者直接参与电子信号传导
		声学模组五金结构件		采用金属钢网、在五金模具内成型为特定形状，辅助以功能性胶及膜，实现透声、防水防尘及外观美化功能
		金属件与胶、泡棉组合零件		部分金属零件与固定形状的胶或者泡棉贴合，以实现零件的固定、散热或导电作用
紧固	紧固件产品	螺母		可压铆在金属片上、热熔在塑料中，强度大、重量轻、耐腐蚀
		螺丝		将电批或风批锁附在内螺纹上，热处理为 300~550HV
		车制件		连接子件和母件，紧固电子设备内部结构；包括折弯 PIN、CD 纹 PIN、精密螺柱等类型
组装	组装类产品	指纹环模组		采用金属、玻璃与橡胶组合而成的小型模组化产品
		支撑板		多种材料通过组装和热压合组成多层复合材料；包覆皮革后可实现不同形式的折叠支撑，作为开关和熄屏控制

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 25：结构件业务主要产品

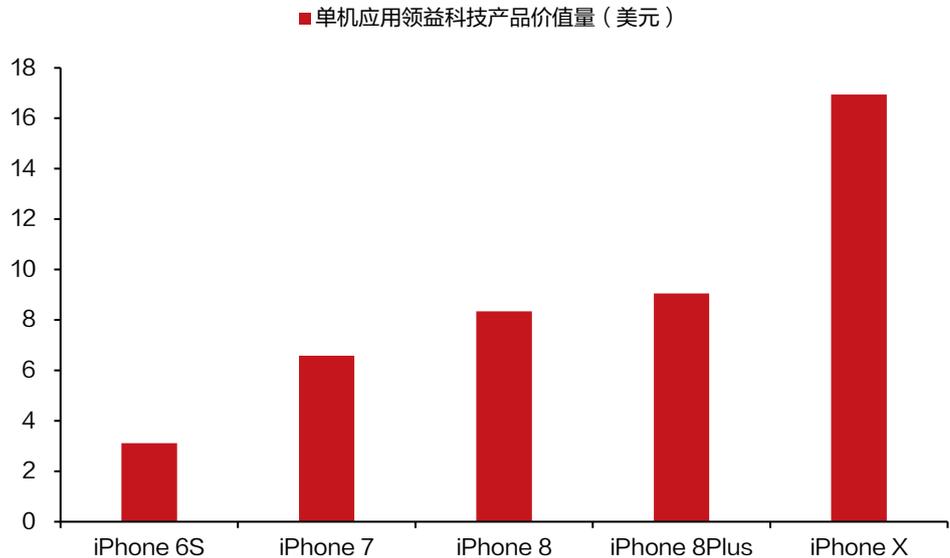
代表产品		特点及应用
面壳		采用 ABS 与 PC 合成塑料，具有很好的韧性、密封性和耐腐蚀性，同时具有较大的机械强度
底壳		具备较高的耐磨性、耐腐蚀性和较大的机械强度，精度和表面光滑度要求较高
电池盖		具有一定的综合机械性能和一定的耐寒性、耐油性、耐水性、化学稳定性和电器性能，对手机的主板和内置件起到保护作用

数据来源：公司公告、东方证券研究所

与北美大客户合作边界持续拓宽，量价齐升趋势不改。

1) 单机零件价值量提升：领益智造自 08 年起切入北美大客户供应链，现已成为北美大客户最大的精密小件供应商之一。公司在北美大客户的市场份额保持稳中有升，产品线不断丰富，随着北美大客户手机及其他产品中新技术和新材料的不断迭代，单机中领益智造精密器件产品总金额也在不断上升，从 iPhone 6S 至 iPhone X，领益科技产品单机价值量由 3 美元大幅增长至 17 美元，在最近 22 年大客户新一代产品中导入料号数量也持续增长。公司作为全球领先的精密制造及智能制造企业，持续加深在大客户端零部件部分物料的占有率及物料复杂度部分的覆盖率，单机价值增长趋势未来有望延续。

图 26：北美大客户手机单机应用领益科技产品价值量



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2) 与北美大客户合作边界不断拓宽，产业链地位强化。公司通过深化垂直整合、拓展新产品形态及业务领域、加强海外布局等方式，提升在大客户产业链中的地位，现已具备提供“一站式”智能制造服务及解决方案的能力，业务已纵深拓展至充电模组、笔记本键盘模组等领域。产品形

态方面，公司已深度覆盖大客户 iPad、MacBook 和 AirPods 等其他产品线，并配套大客户 MR 产品。

3) 北美大客户需求韧性足，新一代机型创新动能足，看好 iPhone23 年销量。我们认为一方面供给侧扰动渐退，据报道郑州富士康疫情扰动已逐步消除，产能恢复到旺季峰值状态，同比基本持平。另一方面，22Q4 短期供给扰动所影响的需求将递延到 23Q1，整体需求及订单仍具较强韧性。下半年新一代机型在潜望式摄像模组、钛合金机壳等创新带动下，叠加整体大环境改善，全年销量可期。

2.3 纵向上下游垂直整合，横向 AR/VR 打开成长天花板

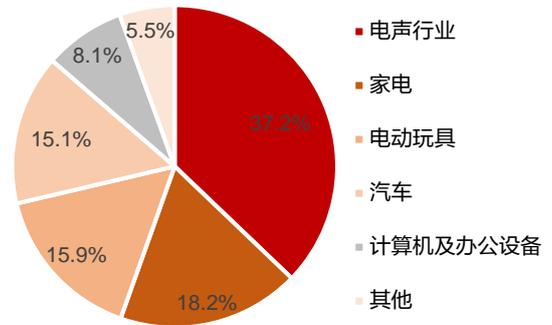
领益智造不断向上下游延伸，上游通过并购江粉磁材，使得产业链上下布局打开，下游通过小件的积累逐步切入模组和组装，绝大部分功能件均可实现自制，公司充分利用多数产品自制化的优势以及强大的自动化产线，向客户提供手机、软包配件产品的精密模组组装，为客户提供一站式解决方案，帮助客户简化供应链的同时强化自身供应链地位。

上游材料：优化调整江粉磁材产品和客户结构，实现产业协同。公司磁性材料业务由江粉磁材经营，主要产品包括铁氧体、纳米晶等。江粉磁材铁氧体产品主要包括永磁铁氧体和软磁铁氧体，其中永磁铁氧体元件产品为电机的核心部件，下游应用包括汽车、计算机、家用电器、电动工具、电动玩具等；软磁铁氧体元件产品为电子变压器的核心部件，下游应用包括计算机、汽车、家用电器、节能灯等。纳米晶可作为吸波材和无线充电模组材料。

图 27：江粉磁材主要产品



图 28：永磁铁氧体材料下游分布（2021）



数据来源：江粉磁材关联交易报告书、公司年报、东方证券研究所整理

数据来源：中国电子材料行业协会磁性材料分会、东方证券研究所

产品和客户结构持续优化，材料自产助力成本降低。2019 年度，公司对磁材业务进行了优化和瘦身，精选客户群、关停亏损的业务、淘汰落后的设备、技术和产品；同时积极调整业务方向，聚焦优质客户，推行自动化、提高生产效率和良率；对核心客户在铁氧体和纳米晶材料产品上批量供货；并利用自有资金积极实施模切材料的定增募投项目，目前公司的模切原材料主要是外购形式，公司模切原材料采购规模较大，但公司对上游供应商议价能力较弱，采用自主生产方式既节约生产成本，也可以降低公司采购风险，提高生产效率和交货速度。2020 年通过定增项目的实施，有助于提高公司上游材料自给率，并且提高高端占比及产品附加值，同时也助力高端磁性

材料国产化（目前国内约 70% 的高性能永磁铁氧体需依赖进口），并受益于新能源汽车的快速发展，2021 年永磁铁氧体下游占比中新能源汽车就已达到 15.1%。

下游模组&组装：以基础材料和精密零部件为依托，拓展模组业务。公司模组业务主要包括无线充电模组、散热模组、背光模组、射频模组、线性马达模组及键盘模组等多个产品，客户和产品线上陆续取得突破。并通过定增项目提升无线充电、散热模组产能加速拓展，20 年定增项目的实施将为公司增加无线充电模组产能、散热模组产能分别 5000 万套/年、5800 万套/年。

图 29：公司精密金属加工部分项目设计产能与市场容量情况

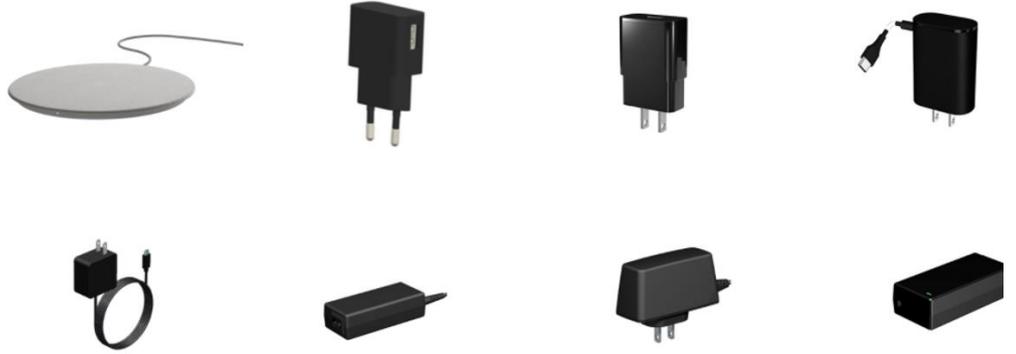
产品	下游应用	设计产能（万 pcs）	市场容量（万 pcs）	占比
电源插头配件	智能手机	20,000	240,000	8.3%
无线充电模组	无线充电器	5,000	80,000	6.3%
散热模组	智能手机、平板电脑、PC 等	5,800	160,000	3.6%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

收购赛尔康获得 SMT、组装能力，并与公司多方面形成协同。赛尔康是全球领先的充电器及适配器开发商和制造商，赛尔康总部位于芬兰，产品线覆盖手机、平板、智能家居产品及个人电子产品等，主要客户为手机及平板电脑品牌商及制造商，销售、研发和生产分布于全球各地，总部位于芬兰 Salo，并在中国深圳、中国贵港、巴西、印度等地设有工厂。2019 年 8 月公司并购赛尔康后，在多方面与公司形成协同：

- 1) **客户关系：**收购赛尔康后，一方面对于与领益智造共同的客户而言，公司与客户间的粘性以及公司对客户的整体服务能力得到了提高，另一方面，对于差异化的客户，鉴于赛尔康和领益智造在自身领域的领先优势，双方互借资源则可以顺利的切入到对方的供应链内；
- 2) **国际化：**赛尔康本身就是一家国际化的公司，公司并购赛尔康，一方面完成了除越南、法国和美国之外，在印度、巴西、芬兰和中国台湾的战略布局，另一方面，赛尔康的海外公司均已实现本土化管理和运营，因而收购赛尔康也为公司储备了大量国际化的人才和团队。
- 3) **产业协同：**充电插头的结构料件中，领益智造的可自制率高达 95%，这将意味着公司未来可以有更高的良率、效率和更低的成本，为客户提供更好的产品和服务，增强市场竞争力；
- 4) **模组方向：**赛尔康具有 SMT 和 FATP 能力，领益智造在次组装领域已有多年的积累，赛尔康的加入，将助力公司实现在模组领域的突破。并购赛尔康后，公司不仅具备充电器、电源适配器以及无线充电的相关能力，还拥有了 SMT 制造能力和系统集成能力，可为客户在细分领域提供 OEM 和 ODM 的产品服务。

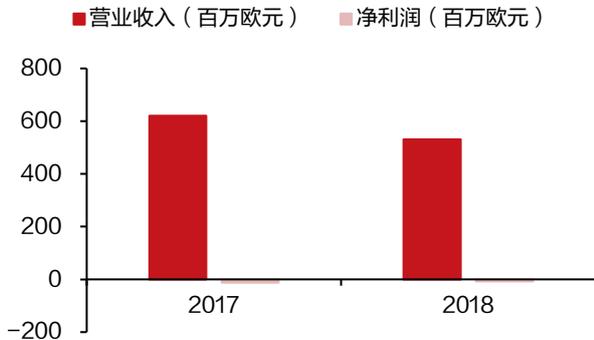
图 30：赛尔康主要产品



数据来源：赛尔康官网、东方证券研究所

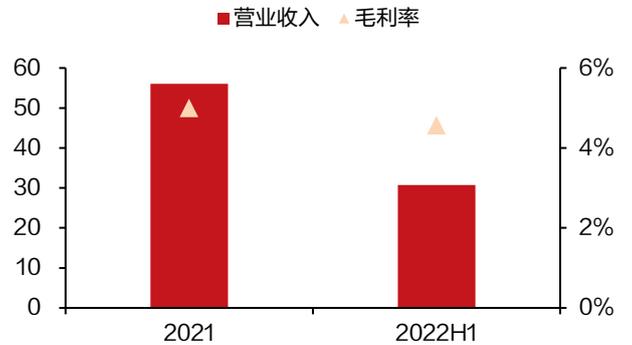
赛尔康充电器业务尚有较大的提升空间。赛尔康被公司收购前，2018 年实现营业收入约 5 亿欧元（折合人民币约 40 亿元），净亏损 803 万欧元（折合人民币约 6080 万元）；2022 年上半年公司充电器及组装业务实现营业收入 30.71 亿元，毛利率为 4.57%。赛尔康充电器业务此前处于整合阶段，且多为境外销售，受疫情影响较大，导致毛利率较低；同时，公司主营业务结构件、功能件有助于充电器业务实现零部件自给，有助于优化未来这一业务盈利能力，未来充电器业务有望持续改善，同时协同效应可期。

图 31：赛尔康被收购前营业收入及净利润



数据来源：公司公告、wind、东方证券研究所

图 32：赛尔康被收购后营业收入及毛利率（单位：亿元）



数据来源：公司公告、wind、东方证券研究所

AR/VR 打开消费电子新增长点，关键客户逐步起量。公司 AR/VR 业务切入顺利，目前已负责北美客户高端产品注塑结构件、光学核心元件和声学件制造，同时独家承担国内 AR 领先企业 Nreal 产品的 AR 眼镜整机组装、注塑结构件和声学件制造，伴随未来下游客户新品迭代以及公司产品覆盖度&单机价值量的提升，AR/VR 业务有望带来更多增量。

图 33：公司横向应用领域&纵向一体化能力双维成长



数据来源：公司公告、东方证券研究所整理

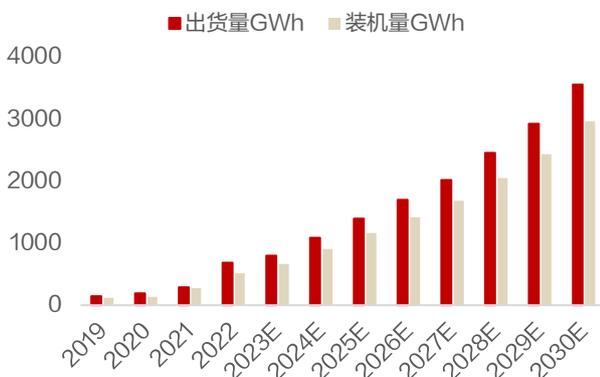
北美大客户 MR 新产品即将落地，公司作为大客户重要供应商有望参与。MR 产品作为结合 VR 与 AR 优势的新型产品形态，以其佩戴方便、虚拟现实结合、交互性强的特点逐渐成为 XR 领域的重要发展方向。大客户 MR 新产品发布在即，产品单价较高，创新力度强，有望在操作系统、光学显示、传感精度、交互方式等多个维度为 XR 产业发展指明方向，供应链相关企业有望受益并确立卡位优势，在后续大客户创新产品中占得先机。

3 汽车、光伏多赛道并行，协同效应赋能业务拓展

3.1 汽车：乘新能源东风，客户结构完备，营收快速放量

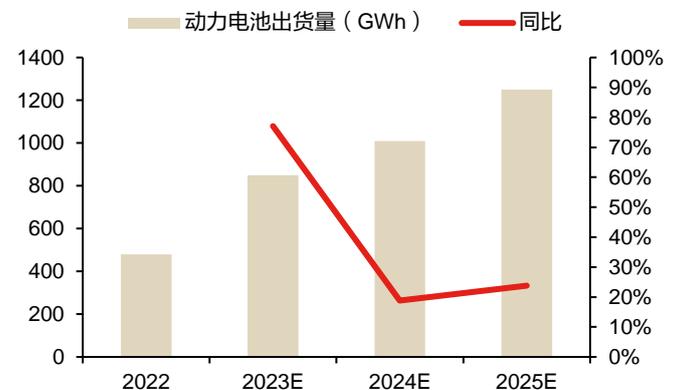
动力电池乘新能源车之风快速崛起。新能源汽车替代传统燃油汽车已成为不可逆转的发展方向，带动了动力电池的高速增长。2021 年，全球动力电池安装量合计为 273GWh，同比增长达 98%，动力电池出货量为 287GWh，同比增长 48%。据 SNE Research 的预测，到 2030 年动力电池出货量和安装量为 3555GWh 和 2963GWh，20-30E CAGR 分别高达 33%和 36%。国内方面，据高工产业研究院（GGII）数据，22 年中国动力电池出货量 480GWh，预计 25 年将达到 1250GWh，22-25E CAGR 38%。

图 34：2019-2030E 全球动力电池出货量和装机量



数据来源：SNE Research、EVTank、智研咨询、东方证券研究所

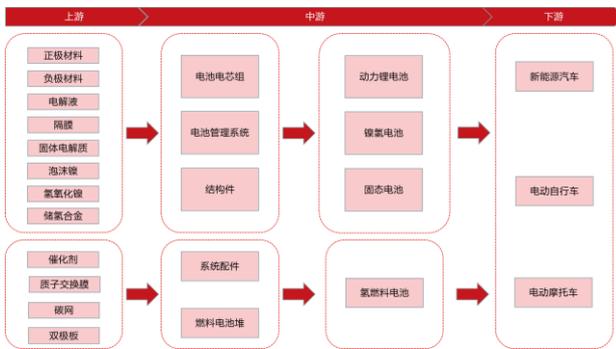
图 35：2022-2025E 中国动力电池出货量和装机量



数据来源：GGII、东方证券研究所

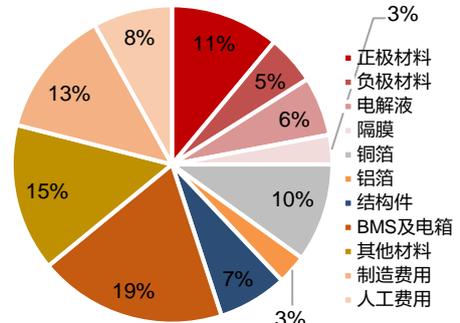
电池结构件生产受技术门槛、客户渠道制约，份额有望向头部企业集中。动力电池结构件主要包括电芯壳体、顶盖、转接片等，结构件直接影响电池的密封性、能量密度等，因此结构件生产对精度要求较高，生产流程较为复杂，对冲压、拉伸、注塑等基本工艺有很高要求，技术流程复杂，下游客户验证周期、技术磨合期长，存在着较高的客户群壁垒。电池结构件生产企业呈两极分化趋势，众多分散的小规模企业往往承担电池中低价值量的附属零部件制造，而核心部件，特别是电芯和电池控制模组部件，往往由少部分领先企业负责，在下游装机量快速提升的背景下，具备结构件大规模量产能力的企业有望在全球供应链中扮演重要角色。目前，国内动力电池结构件领域企业可大致分传统汽车结构件企业如科达利、震裕科技，以及消费电子精密功能件&结构件企业领益智造、长盈精密等。

图 36：动力电池产业链



数据来源：东方证券研究所

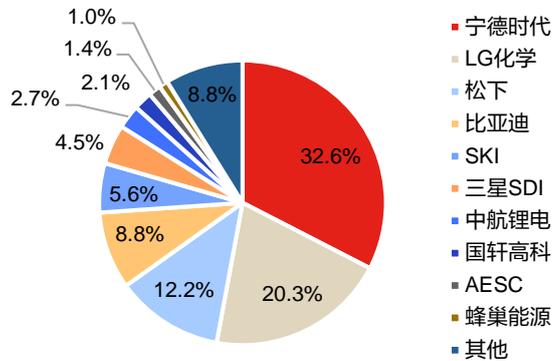
图 37：动力电池成本构成



数据来源：鑫椤锂电、东方证券研究所

跨越多层准入壁垒，精密智造积累实现业务协同，配合大客户积极推进产能扩充。领益智造汽车业务营收增长迅猛，21 年实现汽车业务收入 4.43 亿元，22H1 营收接近 21 全年。公司于 21 年 6 月完成收购浙江锦泰电子作为行业切入点，目前主要产品包括动力电池壳体、盖板、转接片等，下游客户目前已涵盖宁德时代等头部企业，大客户份额 23 年有望伴随产能扩充进一步提升。为配合核心客户的区域发展战略，公司目前在新能源汽车领域已建成浙江湖州、江苏苏州、江苏溧阳、福建福鼎四大生产基地。未来公司将逐步导入消费电子领域的精益制造、自动化智能化系统，打造增强竞争优势新能源汽车结构件领域独有优势。

图 38：2021 全球动力电池装机量份额

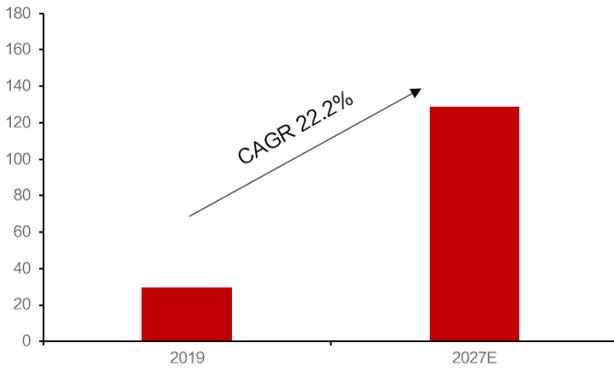


数据来源：SNE Research、世纪新能源网、东方证券研究所

3.2 光伏：面向海外，成为全球微逆龙头唯二代工商

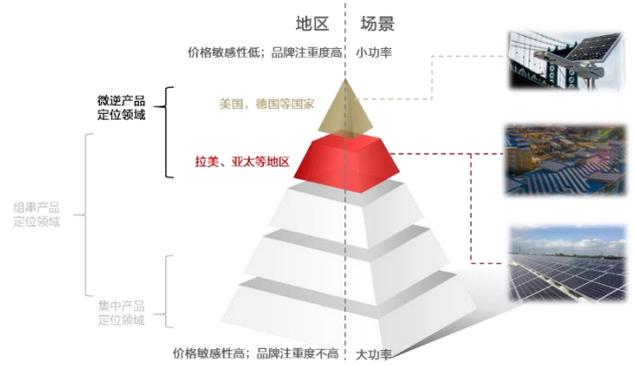
分布式光伏发电系统普及率提高，微型逆变器市场前景广阔。并网光伏发电系统可以分为集中式和分布式，历史上由于光伏系统建设成本高昂，集中式分布的大型光伏逆变器机组以其集约化的优势成为各大厂商的首要选择，随着光伏发电成本的不断下降，2008 年美国 Enphase 公司首先推出了分布式微型逆变器，潜在市场巨大的分布式光伏发电系统开始迅猛发展，以其智能化、高效率的优势，逐步成为未来光伏市场的重要增长点。2021 年，全球微型逆变器出货量达 3.61GW，据 MaximizeMarketResearch 预测，全球微型逆变器市场规模将从 2019 年的 30 亿美元增长至 2027 年的 130 亿美元，19-27E CAGR 22%。其中，北美、欧洲、亚洲将是未来微型逆变器的主要市场。

图 39：全球微型逆变器市场规模（亿美元）



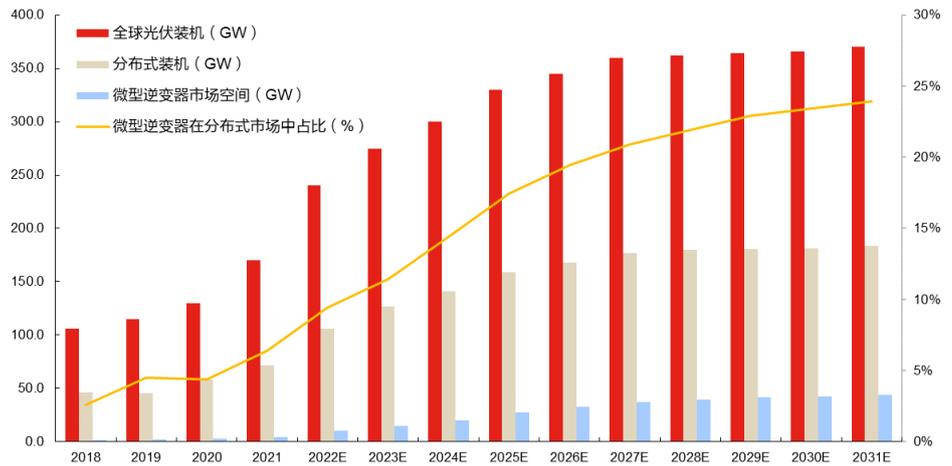
数据来源：MaximizeMarketResearch、东方证券研究所

图 40：不同光伏逆变器应用场景与地区侧重分类



数据来源：昱能科技公司公告、东方证券研究所

图 41：微型逆变器市场空间预测



数据来源：CPIA、IEA、Wood Mackenzie、东方证券研究所

微型逆变器行业集中度高，海外龙头 enphase 占据较大份额。根据 Wood Mackenzie 于 2021 年 10 月发布的《全球光伏逆变器与组件级电力电子设备市场展望 2021》，2020 年在全球微型逆变器市场中，Enphase 处于主导地位，市场占有率多年维系全球第一，占全球份额超 80%，昱能科技则位居第二名，禾迈股份相关销售金额达到第三。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 42：2018-2020 年全球微型逆变器市场份额（按销售额计算）



注：Enphase 于 2018 年收购 SunPower 的微型逆变器子公司，故 2019 年度、2020 年度 SunPower 的市场份额并入 Enphase 中计算。

数据来源：Wood Mackenzie、昱能科技公司公告、东方证券研究所

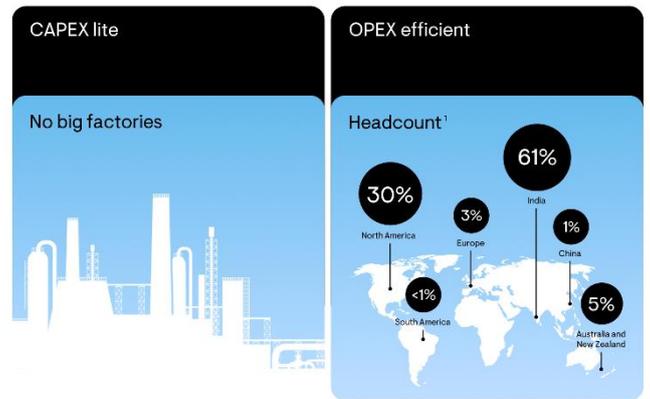
微逆龙头全球唯二代工商。当前全球微型逆变器市场目前仍由开创企业 Enphase 主导，其主要委托 Ilex Ltd.、Salcomp Manufacturing India Pvt.进行相关组装。其中领益通过海外印度生产基地向其销售微型光伏逆变器产品，现已成为印度第三大光伏生产基地，22 年产能达 600 万台，23 年预备筹建美国德克萨斯州工厂，光伏海外布局起步顺利。23 年 Enphase 订单扩充，年底有望实现产能大幅度提升，得以更好的匹配份额及收入的提振。美国和印度的新增制造能力于客户而言不仅可以降低关税，还可以更好地为客户服务缩短交货时间。公司拥有丰富的海外收并购及管理经验，持续强化海外发展战略，在大客户中地位稳固，同时也有望借力开拓新客户及市场。

图 43：领益智造全球化布局



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 44：Enphase 轻资产与高效运营成本



数据来源：Enphase 公司官网、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 22-24 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的大幅增长主要来自于精密结构件、功能件及模组业务的稳定向上，以及汽车及新能源业务的快速放量。a) **精密结构件、功能件及模组业务**：受益于北美大客户产业链中精密小件新料号的导入、渗透率的提升，公司在精密结构件与功能件领域市场占有率有望提升。同时公司纵向拓展至下游模组业务，横向拓展至 AR/VR 等新兴产品形态，有望带来新增量。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

因此我们预计公司精密结构件、功能件及模组业务营收增速将略高于行业增速，预计该部分业务 22-24 年增长率分别为 17%、14%、12%。b) **充电器及精品组装**：公司赛尔康充电器模组业务有望伴随行业回暖以及快充趋势稳定增长，预计该业务以年均 5% 的增幅平稳增长。c) **汽车及其他业务**：公司汽车结构件、光伏业务均已实现从“0”到“1”的突破，未来单一客户的份额提升、客户及产品覆盖面的拓展有望带动相关业务快速放量。汽车业务方面，公司已切入全球动力电池龙头企业宁德时代并配套大客户进行产能建设，助力份额提升及规模扩张。预计公司汽车业务 22-24 年增长率分别为 160%、60%、40%。其他业务主要为光伏业务，为全球微逆龙头 Enphase 提供代工服务，23 年北美工厂产能有望逐步释放，营收有望伴随大客户订单及自身产能开出而快速增长。

- 2) 公司 22-24 年毛利率分别为 19.4%、19.4%、19.4%，毛利率整体稳定，主要由于一方面消费电子业务毛利率整体稳定或小幅下滑，另一方面新能源及汽车业务毛利率伴随体量增长而上升。
- 3) 公司 22-24 年销售费用率为 1.01%、0.99%、0.98%，管理费用率为 3.96%、3.90% 和 3.68%，研发费用率为 5.69%、5.63%、5.47%。费用率的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对费用有一定的摊薄影响。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
精密功能件、结构件及模组					
销售收入（百万元）	21,695.4	22,168.4	25,847.9	29,498.3	33,054.6
增长率	28.1%	2.2%	16.6%	14.1%	12.1%
毛利率	25.5%	19.8%	23.3%	23.0%	22.7%
充电器及精品组装					
销售收入（百万元）	3,896.8	5,605.3	5,885.6	6,179.8	6,488.8
增长率	150.3%	43.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	5.7%	5.0%	7.0%	7.5%	8.0%
材料					
销售收入（百万元）	1,115.8	1,253.5	1,316.2	1,382.0	1,451.1
增长率	31.9%	12.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
汽车产品					
销售收入（百万元）	- 0	443.7	1,153.5	1,845.7	2,676.2
增长率			160.0%	60.0%	45.0%
毛利率		8.0%	11.0%	13.0%	15.0%
其他					
销售收入（百万元）	333.1	913.6	1,370.5	2,055.7	2,980.8
增长率	-7.0%	174.3%	50.0%	50.0%	45.0%
毛利率	54.8%	10.0%	13.0%	14.0%	15.0%
合计					
销售收入	28,142.6	30,384.5	35,573.7	40,961.5	46,651.5
增长率	17.7%	8.0%	17.1%	15.1%	13.9%
综合毛利率	22.3%	16.4%	19.4%	19.4%	19.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.22、0.30、0.38 元，选取同为北美大客户零部件及组装供应商的立讯精密；精密件与结构件厂商安洁科技、长盈精密、胜利精密、兴瑞科技、徕木股份作为可比公司，根据可比公司 23 年平均 24 倍 PE 估值，对应 7.20 元目标价，首次给予买入评级。

图 45：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2023/2/17	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
立讯精密	002475	31.75	0.99	1.36	1.86	2.43	31.95	23.27	17.05	13.07
安洁科技	002635	14.23	0.29	0.46	0.66	0.84	48.83	30.93	21.64	16.87
长盈精密	300115	12.58	-0.50	0.03	0.59	0.87	-24.99	393.13	21.32	14.49
胜利精密	002426	2.67	0.01	0.04	0.11	0.20	236.28	62.53	24.79	13.35
兴瑞科技	002937	27.50	0.38	0.69	0.94	1.27	72.24	40.09	29.38	21.70
徕木股份	603633	13.51	0.15	0.24	0.49	0.62	92.92	56.29	27.57	21.79
	最大值						239.82	400.63	29.86	22.08
	最小值						(25.47)	24.21	17.74	13.55
	平均数						77.41	102.89	24.05	17.18
	调整后 平均						62.53	48.12	24.17	16.86

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

下游应用拓展不及预期：公司过去下游手机占比较高，逐步向平板、可穿戴、汽车等领域拓展，若进度不及预期，将对公司收入产生负面影响。

新业务整合与拓展不及预期风险：公司近年来通过收购等方式持续拓展新业务、切入新能源等新领域，若业务整合不及预期，会对公司盈利能力造成一定影响。

汇兑损失风险：公司海外收入占比高，若不能有效对冲汇率变动的的影响，存在计提大额汇兑损失的风险。

资产减值风险：22H1 资产减值损失占净利润 46%，主要由存货减值和商誉减值损失构成。公司仍有较大额的存货及商誉，未来可能存在减值风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,488	2,866	3,355	3,863	4,400	营业收入	28,143	30,384	35,574	40,962	46,652
应收票据、账款及款项融资	7,744	9,426	11,035	12,707	14,472	营业成本	21,874	25,422	28,663	33,006	37,592
预付账款	62	74	87	100	114	营业税金及附加	161	140	178	205	233
存货	4,175	5,032	5,674	6,534	7,441	营业费用	253	315	360	407	458
其他	2,376	1,417	1,509	1,605	1,707	管理费用及研发费用	2,731	2,903	3,432	3,904	4,271
流动资产合计	17,846	18,815	21,661	24,809	28,134	财务费用	515	365	191	436	403
长期股权投资	188	427	427	427	427	资产、信用减值损失	371	574	787	641	596
固定资产	6,584	9,481	11,172	12,137	12,268	公允价值变动收益	34	130	(400)	0	0
在建工程	544	1,192	2,081	2,009	1,637	投资净收益	0	35	100	0	0
无形资产	900	1,819	1,746	1,673	1,601	其他	185	253	180	130	80
其他	3,326	3,814	2,299	2,085	1,951	营业利润	2,458	1,084	1,843	2,494	3,178
非流动资产合计	11,541	16,732	17,724	18,331	17,883	营业外收入	13	16	10	10	10
资产总计	29,387	35,547	39,385	43,140	46,017	营业外支出	36	14	35	35	35
短期借款	3,000	3,344	5,604	5,870	4,599	利润总额	2,435	1,086	1,818	2,469	3,153
应付票据及应付账款	7,275	8,119	9,154	10,541	12,005	所得税	167	(98)	236	370	473
其他	1,538	2,514	2,499	2,502	2,505	净利润	2,268	1,184	1,582	2,099	2,680
流动负债合计	11,814	13,976	17,257	18,913	19,110	少数股东损益	2	4	5	6	8
长期借款	1,903	3,925	3,925	3,925	3,925	归属于母公司净利润	2,266	1,180	1,577	2,093	2,672
应付债券	313	314	314	314	314	每股收益 (元)	0.32	0.17	0.22	0.30	0.38
其他	861	1,490	222	222	222						
非流动负债合计	3,077	5,728	4,460	4,460	4,460						
负债合计	14,891	19,704	21,717	23,373	23,570						
少数股东权益	39	37	41	48	56						
实收资本 (或股本)	1,765	1,772	1,764	1,764	1,764						
资本公积	8,649	8,771	8,949	8,949	8,949						
留存收益	4,157	5,337	6,914	9,006	11,678						
其他	(114)	(74)	0	0	0						
股东权益合计	14,496	15,842	17,668	19,767	22,447						
负债和股东权益总计	29,387	35,547	39,385	43,140	46,017						

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,268	1,184	1,582	2,099	2,680
折旧摊销	426	1,317	1,196	1,391	1,456
财务费用	515	365	191	436	403
投资损失	(0)	(35)	(100)	0	0
营运资金变动	(1,095)	(2,071)	(1,564)	(1,466)	(1,604)
其它	356	300	773	227	284
经营活动现金流	2,470	1,059	2,076	2,687	3,220
资本支出	(577)	(5,699)	(3,510)	(2,010)	(1,010)
长期投资	(31)	(233)	0	0	0
其他	(2,922)	1,989	(317)	0	0
投资活动现金流	(3,530)	(3,943)	(3,826)	(2,010)	(1,010)
债权融资	931	2,811	0	0	0
股权融资	2,127	129	170	0	0
其他	(1,846)	(197)	2,069	(169)	(1,674)
筹资活动现金流	1,212	2,743	2,239	(169)	(1,674)
汇率变动影响	(105)	(66)	-0	-0	-0
现金净增加额	47	(207)	489	508	537

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	17.7%	8.0%	17.1%	15.1%	13.9%
营业利润	10.7%	-55.9%	70.0%	35.4%	27.4%
归属于母公司净利润	19.6%	-47.9%	33.6%	32.7%	27.7%
获利能力					
毛利率	22.3%	16.3%	19.4%	19.4%	19.4%
净利率	8.1%	3.9%	4.4%	5.1%	5.7%
ROE	17.4%	7.8%	9.4%	11.2%	12.7%
ROIC	14.6%	7.1%	6.6%	8.3%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	50.7%	55.4%	55.1%	54.2%	51.2%
净负债率	14.3%	37.5%	43.7%	37.8%	25.2%
流动比率	1.51	1.35	1.26	1.31	1.47
速动比率	1.14	0.96	0.89	0.93	1.04
营运能力					
应收账款周转率	3.9	3.6	3.5	3.5	3.4
存货周转率	5.2	5.2	4.9	4.9	4.8
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
每股指标 (元)					
每股收益	0.32	0.17	0.22	0.30	0.38
每股经营现金流	1.40	0.60	1.18	1.52	1.83
每股净资产	2.05	2.25	2.50	2.80	3.18
估值比率					
市盈率	17.7	34.1	25.5	19.2	15.0
市净率	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.3	15.1	13.0	9.7	8.3
EV/EBIT	14.1	28.9	20.6	14.3	11.7

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。