

东山精密 (002384.SZ)

买入 (首次评级)

证券研究报告

绑定 A+T，车端产品打开第二增长曲

线

投资逻辑：

拥抱 A 客户，MR 有望引领新增长，传统主业稳中有升。A 客户在公司营收占比 44.5%，公司拥抱 A 客户的策略将持续带来增长动能：1) MR 产品预计在今年发布（软板价值量约为 300 元/台），公司作为 A 客户各产品线软板重要供应商，有望成为主要供应商，我们估测公司将获得 0.5 亿元、2.0 亿元和 5.8 亿元的营收增量；2) 品类扩张，一方面产品升级会带动单台设备软板价值量提升（iPhone 12 软板用量为 iPhone 4 的 3 倍，且每年单机软板价值量提升 2 美元左右），另一方公司有望在今年突破模组板料号，大幅增加供应品类（公司单机新增约 10 美金可供应价值，增速达到 30%+）；3) 份额提升，公司作为唯一供应 A 客户的大陆厂商之一，随着海外软板厂商资本开支持续走低，公司供应 A 客户的份额有望持续提升。

战略进军新能源车，大客户战略锁定 T 客户打开成长空间。1) 通过复盘电装、采埃孚、麦格纳、大陆集团、爱信精机的发展，我们发现大市值汽零公司可分为“产品专注+多客户”和“产品多元+大客户”两类，在电动智能汽车时代，我们认为这两类公司有望长大；2) T 客户全球规划产能分布出现变化，墨西哥工厂等有望崛起，而对于国产汽零企业，海外运营经验将是重要变量，公司海外运营经验丰富，收购北美三家公司，并赴墨西哥建厂，有望充分把握 T 客户供应链重组机遇；3) 公司采取“产品多元+大客户”战略，有望成为 T 客户产业链 ASP 最大的国产 Tier 1，我们预计乐观情况下，公司 23、24 年在 T 客户单车价值量分别为 8000、15300 元，有望在 T 国产供应链 Tier1 中 ASP 最高。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2022/2023/2024 年公司实现营业收入 320/398/509 亿元，同比+0.7%/+24.2%/+28.1%，归母净利润 23.6/28.5/36.2 亿元，同比+26.8%/+20.9%/+27.0%，对应 EPS 为 1.38/1.67/2.12 元，对应 PE 分别为 22/18/14X。参考可比公司，给予 2023 年 25XPE，目标价 41.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

消费电子需求不及预期；大客户依赖风险；公司车端产品落地不及预期；公司扩产不及预期；担保风险；股权质押风险；人民币汇率波动风险。

国金证券研究所

分析师：陈传红（执业 S1130522030001）

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：樊志远（执业 S1130518070003）

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：邓小路（执业 S1130520080003）

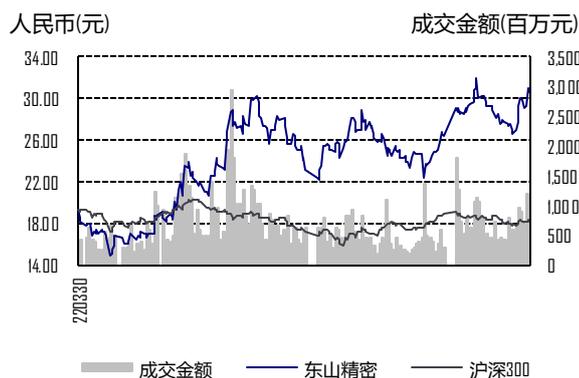
dengxiaolu@gjzq.com.cn

联系人：胡媛媛

huyuanyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：30.63 元

目标价 (人民币)：41.75 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,093	31,793	32,016	39,756	50,937
营业收入增长率	19.28%	13.17%	0.70%	24.17%	28.13%
归母净利润(百万元)	1,530	1,862	2,361	2,854	3,624
归母净利润增长率	117.76%	21.72%	26.76%	20.89%	26.97%
摊薄每股收益(元)	0.89	1.09	1.38	1.67	2.12
每股经营性现金流净额	1.71	1.88	0.57	1.30	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.71%	12.78%	14.45%	15.17%	16.52%
P/E	29.05	24.88	22.18	18.35	14.45
P/B	3.40	3.18	3.21	2.78	2.39

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、拥抱 A 客户，MR 有望引领新增长，传统主业稳中有升.....	4
1.1、MR 接力智能手机引领新一轮增长，紧跟 A 客户变化享创新红利.....	4
1.2、拥抱 A 客户尚有提升空间，品类扩张+市占率提升享受稳定增长.....	5
1.3、拓展其他消费电子客户，继续开拓软板市场空间.....	8
1.4、其他业务：传统业务加速整合，剥离拖累项轻装上阵.....	9
二、战略进军新能源车，大客户战略锁定 T 客户打开成长空间.....	12
2.1、全球汽零复盘：大客户战略是大市值汽零成长的主要驱动力.....	12
2.2、“出海”加速，T 客户供应链迎来重组战略机遇.....	13
2.3、横向对比：公司有望成为 T 客户国内产业链 ASP 最大、估值最低的 Tier 1.....	16
2.4、车端产品收入、盈利预测.....	20
三、盈利预测与投资建议.....	21
四、风险提示.....	22

图表目录

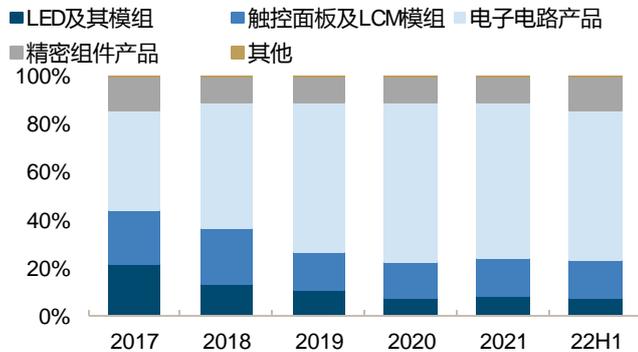
图表 1：PCB 业务占比高决定公司基本盘.....	4
图表 2：A 客户是支撑 PCB 业务的重要因素.....	4
图表 3：全球 VR 出货量预测（2023 年 1 月预测）.....	4
图表 4：全球 AR 出货量预测（2023 年 1 月预测）.....	4
图表 5：A 客户 AR 相关专利“Display System Having Sensors”示意图.....	5
图表 6：公司来自 A 客户-MR 产品的营收预测.....	5
图表 7：A 客户智能手机 FPC 用量变化情况.....	6
图表 8：住友电工 FPC 产品营收变化情况.....	6
图表 9：住友电工电子领域设备投资额变化情况.....	6
图表 10：A 客户手机新机型推出后每年出货量占比.....	7
图表 11：公司在 A 客户手机模组板的份额推算.....	7
图表 12：公司来自 A 客户-手机产品的营收预测.....	8
图表 13：公司来自 A 客户的营收预测.....	8
图表 14：公司来自其他消费电子客户的软板营收预测.....	9
图表 15：预计 2023 年全球服务器出货量增长 2.1%.....	9
图表 16：代工厂对服务器保持增长预期.....	9
图表 17：服务器升级情况.....	10
图表 18：公司消费电子 PCB-硬板业务营收预测.....	10
图表 19：艾福电子陶瓷波导高功率滤波器.....	10

图表 20: 公司 LED 及模组产品营收变化情况.....	11
图表 21: 公司 LED 及模组产品毛利率变化情况.....	11
图表 22: 公司通信精密组件、触控显示、LED 业务营收预测.....	11
图表 23: 全球领先汽零企业营收、市值 (2021 财年, 亿美元).....	13
图表 24: 全球领先汽零企业净利润 (2021 财年, 亿美元).....	13
图表 25: 全球领先汽零企业产品营收占比 (2021 财年).....	13
图表 26: T 客户全球产能规划.....	14
图表 27: 汽零企业新泉股份全球布局配套下游客户.....	14
图表 28: 电池结构件企业科达利全球布局配套下游客户.....	14
图表 29: 拥有海外运营经验的 T 客户产业链零部件出口厂商有望率先受益.....	15
图表 30: MFLEX 在 2016 年被公司收购后业绩明显改善 (亿美元).....	16
图表 31: 公司主要境外子公司营收情况 (亿元).....	16
图表 32: 公司多个基地配套 T 客户布局、生产.....	16
图表 33: 公司上市初主营钣金业务, 覆盖下游领域重要客户.....	17
图表 34: FPC 相较传统线束优点.....	18
图表 35: 苏州晶端主要财务数据 (万元人民币).....	18
图表 36: 公司在 T 客户车端产品单车价值量或迎提升 (元).....	19
图表 37: 公司在 T 车端单车价值量领先 (元).....	20
图表 38: 公司来自 T 市值与收入比值较其他 Tier1 更低.....	20
图表 39: 公司车端分产品收入预测 (亿元).....	20
图表 40: 公司车端分产品毛利率测算 (%).....	21
图表 41: 公司各业务营收及毛利率预测.....	21
图表 42: 可比公司估值比较 (市盈率法).....	22

一、拥抱 A 客户，MR 有望引领新增长，传统主业稳中有升

根据公司 2021 年年报披露数据，印刷电路板（后简称 PCB）业务总营收占比达到 64.46%，其中 A 客户贡献总营收占比 44.50%，即接近七成的 PCB 业务都来自于 A 客户，这决定了拥抱 A 客户策略将成为决定公司经营基本盘的重要因素。我们认为公司拥抱 A 客户策略会给公司带来不俗增长，主要来自 MR 引领的新增长点 and 传统业务的稳定增长。

图表1: PCB 业务占比高决定公司基本盘



图表2: A 客户是支撑 PCB 业务的重要因素



来源: Wind, 国金证券研究所

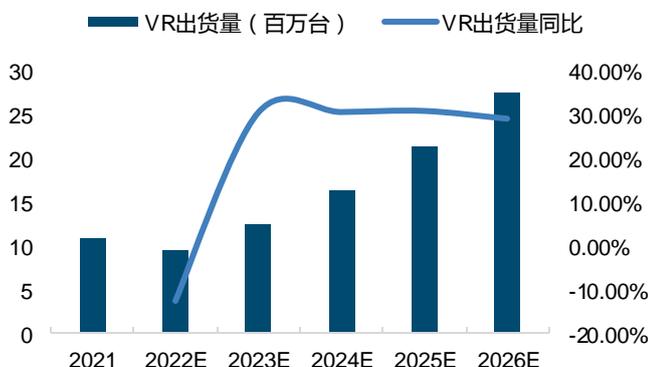
来源: Wind, 国金证券研究所

1.1、MR 接力智能手机引领新一轮增长，紧跟 A 客户变化享创新红利

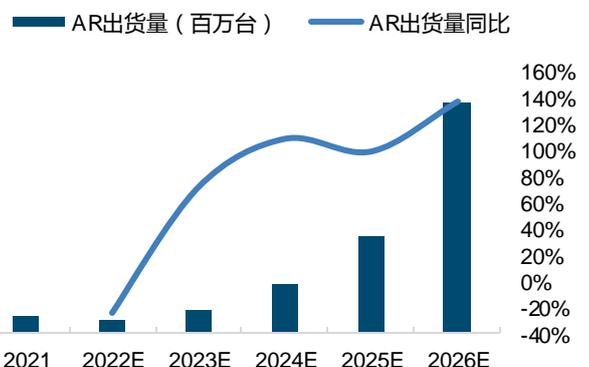
MR（混合现实）是融合 VR（虚拟现实）和 AR（增强现实）的产物，是一种人与虚拟世界和真实世界的创新交互方式，而 A 客户作为全球消费电子终端创新产品引领者，根据产业链调研了解 A 客户有望在今年发布自主研发的首款 MR 产品，我们认为这将会成为打开电子产业链增长的关键点，逻辑在于：

- 1) A 客户引领作用会加快 VR/AR 等产品的渗透。参照智能手机、TWS 耳机等产品历史渗透情况，具有品牌代表性的新品推出将加速行业增长，而 A 客户作为全球具有最有影响力的消费电子终端之一，今年推出首款 MR 产品将为 VR/AR 市场注入强有力的全新动能。根据 IDC 数据，全球 2022 年 VR 设备出货量约 952 万台，同比减少 12.5%，AR 设备出货量约 21 万台，同比减少 25%。在以 A 客户为代表的新品推出的刺激下，2023 年 VR 设备出货量将达到 1244 万台，同比增长 30.67%，至 2026 年有望达到 2756 万台；AR 设备出货量将达到 36 万台，同比增长 71.43%，至 2026 年有望达到 353 万台的出货量。
- 2) MR 融合 AR/VR，单机电子价值有望提升。相较于其他 VR/AR 产品，MR 作为两者的融合将在设计方面显得更为复杂，相应单机电子价值将提升，如若在 A 客户的引领作用下其他终端厂商相继效仿，则由 MR 接力手机成为消费电子新的增长点将成为产业链焕发新生的关键点。

图表3: 全球 VR 出货量预测 (2023 年 1 月预测)



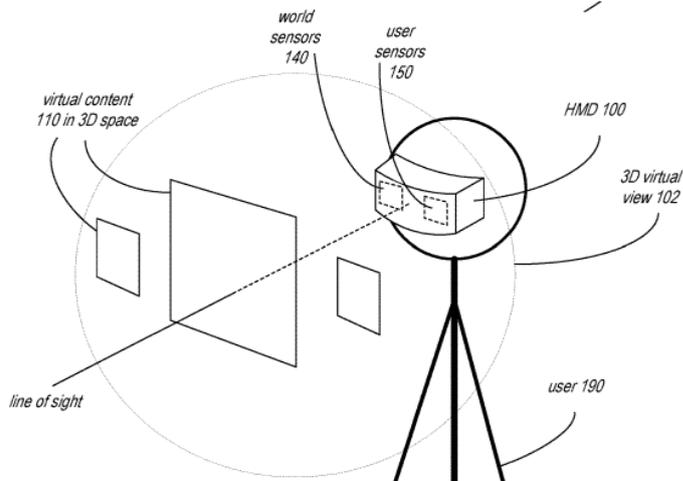
图表4: 全球 AR 出货量预测 (2023 年 1 月预测)



来源: IDC, 国金证券研究所

来源: IDC, 国金证券研究所

图5: A 客户 AR 相关专利 “Display System Having Sensors” 示意图



来源: 美国专利局, 国金证券研究所

软板和硬板作为支撑移动终端轻薄化的关键元器件, 将成为 MR 中重要的组成部分。参考智能手机 FPC/PCB 用量, 我们预计 A 客户今年发布的首款 MR 每台设备软板单机价值量为 300 元 (40 美元左右), 公司暂无硬板产品供应 A 客户, 借鉴智能手机初期升级换代 FPC 价值量年增幅约为 10%, 我们预计未来两年 A 客户 MR 所用软板单机价值量按照 10% 的增幅增加; 按照其他 VR/AR 产品首款发布后的出货量情况, 充分考虑 A 客户的引领作用, 我们预计 2023~2025 年 A 客户 MR 设备出货量分别达到 50 万台、200 万台和 500 万台。基于上述假设, 我们预计 2023~2025 年 A 客户 MR 所带来的软板的价值空间为 1.5 亿元、6.6 亿元和 18.2 亿元。

公司目前已经成为 A 客户 MR 产品供应商, 并且公司已经在其他品牌 VR/AR 产品实现了软板和硬板的供应, 在头显设备软板技术上具有丰富经验, 能够覆盖 MR 设备大部分 FPC 产品料号。根据公司在 A 客户当前的供应份额以及公司在其他品牌 VR/AR 的供应情况, 充分考虑公司供应地位提升带来的供应份额提升, 我们合理按照 2023~2025 年软板供应份额 30%/31%/32%, 最终可估测公司 2023~2025 年将获得来自 A 客户 MR 的增量营收将分别达到 0.45 亿元、2.05 亿元和 5.81 亿元。

图6: 公司来自 A 客户-MR 产品的营收预测

A 客户-MR	单位	2023E	2024E	2025E
来自 A 客户收入-MR	亿元	0.45	2.05	5.81
YoY	%		212.0%	114.0%
供应份额-软板	%	30%	31%	32%
A 客户 MR-软板市场	亿元	1.50	6.60	18.15
A 客户 MR 出货量	百万台	0.50	2.00	5.00
单机软板价值量	元	1.50	6.60	18.15

来源: 产业链调研, 国金证券研究所, 注: 公司当年 MR 收入= A 客户当年 MR 软板市场*公司软板供应份额, A 客户当年 MR 软板市场=A 客户当年 MR 出货量*当年单机软板价值量

1.2、拥抱 A 客户尚有提升空间, 品类扩张+市占率提升享受稳定增长

公司自 2016 年收购 MFLEX 后切入 A 客户软板链, 并且围绕 A 客户传统消费电子产品 (手机/Pad/PC/手表/耳机等) 所用软板进行了全面布局, 从趋势上看公司近几年软板份额稳步提升, 我们认为公司传统业务在 A 客户供应中尚有提升空间, 主要原因来自于:

- 1) 品类仍可扩张。一方面随着 A 客户产品复杂度提升, 单台设备所用软板价值量不断提升, 以 iphone4 和 iphone12 对比, 单机 FPC 用量提升 3 倍; 另一方面过去公司主要供应 A 客户系统板而在模组板上未拿到料号, 但今年随着大陆产业链在 A 客户面板及模组供应关系的突破, 公司有望在今年突破模组板上的料号, 从而带来新的品类增量。

图7: A 客户智能手机 FPC 用量变化情况

手机型号	推出时间	单机 FPC 用量
iPhone4	2010 年	10
iPhone5s	2013 年	13
iPhone6	2014 年	14~15
iPhone7	2016 年	15~17
iPhone8	2017 年	16~18
iPhoneX	2017 年	20~22
iPhone XS Max	2018 年	24
iPhone 11 Pro Max	2019 年	26
iPhone 12	2020 年	30

来源: 立鼎产业研究院, 国金证券研究所

2) 竞争对手投入乏力, 公司快速蚕食份额。A 客户软板供应商主要为日系、台系、陆系厂商为主, 其中日本企业包括住友、旗胜、藤仓等, 台系厂商包括臻鼎等, 而大陆厂商则以东山精密为代表。当前日系软板厂资本开支持续走低, 已经无法跟上消费电子的快速更新换代的需求, 市场份额逐渐下降。住友电工的软板业务已于 2021 年被广东骏亚收购, 预计未来日本厂商在 A 客户的份额也将持续下降, 公司有望受益, 原有产品份额有望继续提升。

图8: 住友电工 FPC 产品营收变化情况



图9: 住友电工电子领域设备投资额变化情况



来源: 住友电工公告, 国金证券研究所

来源: 住友电工公告, 国金证券研究所

根据前述逻辑, 我们认为 A 客户新机周期带来单机价值量提升、传统料号品类继续扩张、相对竞争优势抢占市场份额, 公司来自 A 客户的传统业务将保持稳定增长。量化来看, 我们对公司来自 A 客户手机产品的营收进行估测:

- 1) 对 A 客户的市场进行假设。A 客户手机产品所用软板的市場决定了公司收入体量的基本盘, 而 A 客户的软板市場计算主要有出货量 and 单机软板价值量决定。量的方面, 根据 IDC 数据, 2019A~2022E A 客户的全球手机出货量分别为 1.91 亿台、2.06 亿台、2.36 亿台和 2.20 亿台, 结合手机领域景气度, 我们预计 A 客户 2023~2025 年出货量为 2.16 亿台、2.22 亿台、2.29 亿台; 根据产业链调研, A 客户单机软板价值量约 50 元美金, 其中系统板约 30 美金、模组板约 20 美金, 二者年增幅均为 1~2 美金。以此为参考, 再结合当年汇率、机型设计复杂度, 我们假设 2022~2025 年 A 客户单机软板价值量为 336 元、365 元、378 元、392 元, 其中系统板单机软板价值量为 202 元、216 元、223 元、230 元, 模组板为 134 元、149 元、155 元、162 元。由此可计算出 A 客户手机产品所用软板市場为 739 亿元、786 亿元、839 亿元和 895 亿元。
- 2) 系统板份额估算。公司以往主要绑定 A 客户在系统板供应较大份额, 根据我们估算, 公司 2019~2021 年在 A 客户系统板市場供应份额为 19%、24%、26%, 根据前述内容, 我们认为随着公司在 A 客户供应链的相对竞争优势逐渐凸显, 公司在 A 客户的传统料号份额有望进一步提升, 我们假设 2022~2025 年公司在 A 客户系统板市場份额都为 30%。
- 3) 模组板份额估算。公司过去在 A 客户模组板 (面板屏幕所用板等) 供应较少, 原因在于面板产业链长期被韩系厂商垄断, 而近几年 A 客户供应链中逐渐引入大陆面板厂商

(如 BOE 等), 伴随着大陆软板厂商也开始进入 A 客户模组板供应体系。公司作为 A 客户唯一的大陆软板供应商, 紧抓这一趋势, 我们预计今年公司将在新款机型上拿到一定的供应份额, 在这一判断下, 我们对公司在 A 客户模组板份额进行估算, 具体逻辑为,

$$\text{在A客户模组板市场的份额} = \text{供应系列渗透率} \times \text{公司在供应机型的份额}$$

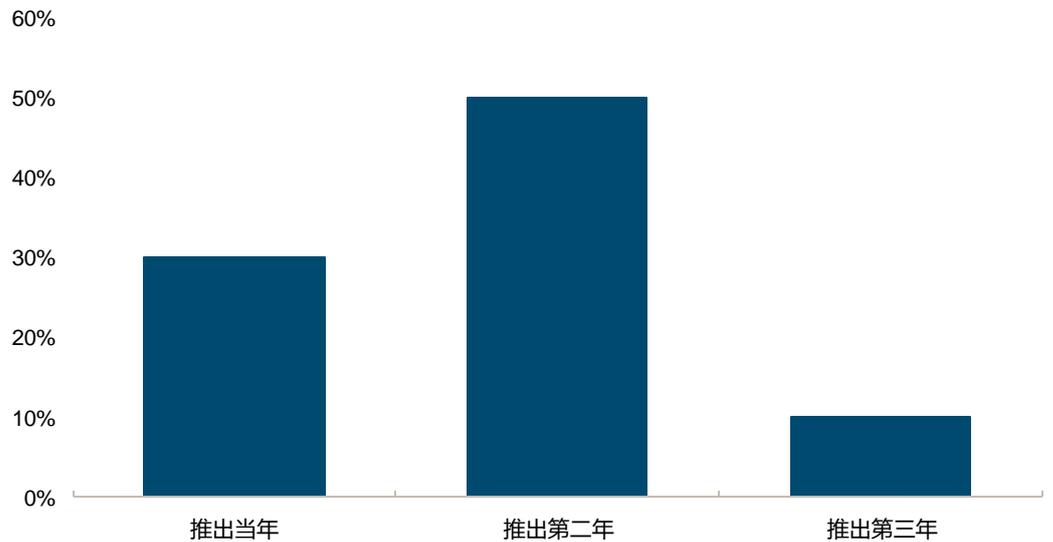
其中,

- 供应系列渗透率, 指由公司供应模组板的机型在当年的渗透率, 我们预计公司将从今年起进入 A 客户每一代新机型的模组板供应, 即公司将在 2023~2025 年期间进入 iPhone 15/16/17 系列的模组板供应链, 而根据历史经验当年新机型在推出的当年、第二年和第三年的出货比例分别为 30%、50%、10%, 则我们可以合理假设公司在 2023~2025 年供应系列渗透率分别为 30% (2023 年 iPhone 15 系列占当年销售量 30%)、80% (30%+50%, 2024 年 iPhone 15 系列占当年销售量 50%, iPhone 16 系列占当年销售量 30%)、90% (30%+50%+10%, 2025 年 iPhone 15 系列占当年销售量 10%, iPhone 16 系列占当年销售量 50%, iPhone 17 系列占当年销售量 30%)。
- 公司供应机型的份额, 指公司在供应的机型中拿到的供应份额, 我们认为两点因素会影响公司在 iPhone 15/16/17 的模组板市场中拿到的份额, 一是我们预计未来 3 年公司主要仍然以供应屏幕面板所用软板为主、并非全部模组板料号, 二是客户基于供应链分散策略不会将料号全部集中于单一供应商, 综合考虑到大陆面板厂商在 iPhone 15/16/17 的份额和公司的竞争优势, 我们预计 2023~2025 年公司在 iPhone 15/16/17 的模组板中供应份额为 20%、22%、24%。

根据上述假设, 我们预计 2023~2025 年公司在 A 客户模组板市场的份额为 6%、18%、22%。

综上所述, 我们最终测算 2022~2025 年公司来自 A 客户手机产品的营收为 133.06 亿元、159.21 亿元、210.45 亿元、239.00 亿元。

图表10: A 客户手机新机型推出后每年出货量占比



来源: IDC, 国金证券研究所

图表11: 公司在 A 客户手机模组板的份额推算

		2023E	2024E	2025E
(1)	供应系列渗透率	30%	80%	90%
(2)	在供应机型的份额	20%	22%	24%
(3)	公司在 A 客户手机模组板的份额=(1)*(2)	6%	18%	22%

来源: IDC, 产业链调研, 国金证券研究所

图表12: 公司来自 A 客户-手机产品的营收预测

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
(1) 来自 A 客户收入-智能手机 = (4) + (8)	亿元	69.27	96.55	113.18	133.06	159.21	210.45	239.00
(2) YoY	%		39.4%	17.2%	17.6%	19.7%	32.2%	13.6%
(3) 供应份额	%	12%	15%	16%	18%	20%	25%	27%
(4) 来自 A 客户收入-手机系统板 = (7) * (6)	亿元	69.27	96.55	113.18	133.06	139.97	148.40	157.48
(5) YoY	%		39.4%	17.2%	17.6%	5.2%	6.0%	6.1%
(6) 供应份额	%	19%	24%	26%	30%	30%	30%	30%
(7) A 客户手机软板-系统板 = (13) * (15)	亿元	355.32	397.99	440.88	443.52	466.56	494.66	524.94
(8) 来自 A 客户收入-手机模组板 = (11) * (10)	亿元					19.25	62.06	81.52
(9) YoY	%						222.4%	31.4%
(10) 供应份额	%					6%	18%	22%
(11) A 客户手机软板-模组板 = (13) * (16)	亿元					320.76	344.76	370.54
(12) A 客户手机-软板市场 = (7) + (11)	亿元	579.04	653.84	729.73	739.20	787.32	839.42	895.48
(13) A 客户手机出货量	亿台	1.91	2.06	2.36	2.20	2.16	2.22	2.29
(14) 单机软板价值量 = (15) + (16)	元/台	303	317	310	336	365	378	392
(15) 其中: 系统板	元/台	186	193	187	202	216	223	230
(16) 其中: 模组板	元/台	117	124	123	134	149	155	162

来源: IDC, 公司公告, 产业链调研, 国金证券研究所, 注: 公司 21 年及以前来自 A 客户收入绝大部分营收来自手机, 因此我们按照 A 客户智能手机的营收占 A 客户收入比例为 80% 测算。

综合前述来自 A 客户 MR、手机的测算, 再假设其他产品营收按 3% 的增幅稳定增长, 最终我们测算出公司来自 A 客户的总营收将在 2022~2025 年达到 162.20 亿元、189.68 亿元、243.42 亿元、276.66 亿元, 对应同比增速为 14.6%、16.9%、28.3%、13.7%, 实现业务基本盘稳定增长。

图表13: 公司来自 A 客户的营收预测

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
来自 A 客户收入-综合	亿元	86.59	120.69	141.48	162.20	189.68	243.42	276.66
YoY	%		39.4%	17.2%	14.6%	16.9%	28.3%	13.7%
A 客户收入-手机	亿元	69.27	96.55	113.18	133.06	159.21	210.45	239.00
A 客户收入 - MR	亿元					0.45	2.05	5.81
A 客户收入-其他	亿元	17.32	24.14	28.30	29.14	30.02	30.92	31.85

来源: Wind, 国金证券研究所, 注: 公司 21 年及以前来自 A 客户收入绝大部分营收来自手机, 因此我们按照 A 客户智能手机的营收占 A 客户收入比例为 80% 测算。

1.3、拓展其他消费电子客户, 继续开拓软板市场空间

公司具有成熟的全球销服体系、业内领先的技术实力和先进的生产制造能力, 产品已获得全球各领域顶尖客户的青睐, 积累了优质的客户资源。公司客户平台优势显著, 有助于公司保持较好的收益水平、降低信用风险并持续拓宽合作范围。优质的客户群体产生了良好的示范效应, 进一步提升公司知名度, 有利于进一步提高公司开拓新客户的能力, 助力公司在未来竞争中获得更大的市场份额。目前公司软板产品已经进入主流安卓旗舰级手机当中, 未来有望依靠自身技术优势以及品牌效应拓展更多安卓类客户。另外公司软板产品也在除 A 客户以外的 VR/AR 设备中有批量使用, A 客户 MR 有望为 VR/AR 市场提供丰富生态,

拉动 VR/AR 需求，公司也有望从此受益。

公司其他消费电子软板营收来自于非 A 客户与 T 客户外其他客户，由于消费电子市场景气度下滑，我们预计 22 年营收同比减少。23 年下半年市场有望逐渐回暖。24 年开始我们认为消费电子市场需求有望回归正常，叠加公司拓展更多安卓类手机客户，以及 A 客户以外的 VR/AR 设备有望放量，将拉动公司来自其他消费电子客户的软板营收。我们预计 22~25 年公司其他消费电子客户软板营收同比-17.5%\+2.0%\+7.5%\+5.0%。即对应 2022~2025 年营收规模为 13.68 亿元、13.96 亿元、15.00 亿元、15.75 亿元

图表14：公司来自其他消费电子客户的软板营收预测

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
公司来自其他消费电子客户的软板 营收	亿元	29.04	33.84	16.59	13.68	13.96	15.00	15.75
YoY	%		16.5%	-51.0%	-17.5%	2.0%	7.5%	5.0%

来源：Wind，国金证券研究所

1.4、其他业务：传统业务加速整合，剥离拖累项轻装上阵

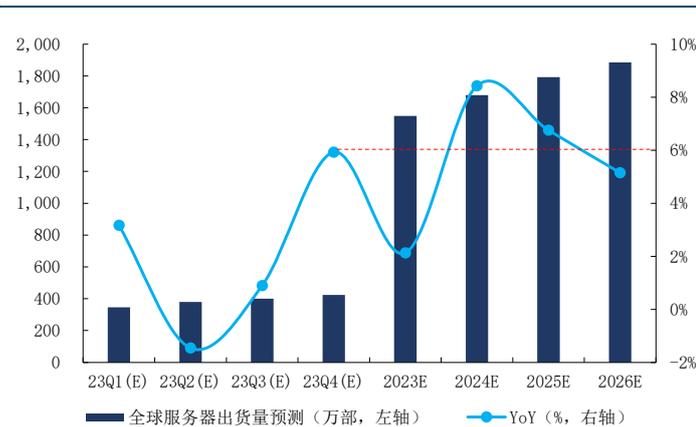
1.4.1、非车 PCB 以高速通信为主，伴随行业迭代升级稳增长

公司 PCB 硬板主要以通信、服务器、汽车等应用领域为主，需求跟随这几大下游领域终端变化而变化。本章节暂不讨论汽车（汽车 PCB 测算将在后文展开），我们认为公司深耕于通信/服务器等高速运算相关的行业，将受益于下游终端创新升级所带来的稳定增长。

根据 IDC 预测，2023 年全球服务器出货量有望达到 1549 万部，实现同比增长 2.1%，全年增速较低，但如果从季度层面来看，上半年由于基数和宏观经济影响而增速承压，但下半年有望恢复到相对较高的增速，并且各大服务器主流代工厂对服务器出货量也保持较高预期，因此我们认为服务器行业仍然有较好的增长基础。

不过对于 PCB 产业链来说，布局高端服务器产品是带来增长的关键，而服务器的更新换代将成为拉动成长的关键。根据 Intel 和 AMD 的产品规划，2022 年年底至 2023 年上半年服务器平台将从 Whitley 升级为 Eagle Stream，PCB 层数将从 12~16 层升级到 16~20 层，价值量将会提升至少增加 50%，整个行业成长可期。

图表15：预计 2023 年全球服务器出货量增长 2.1%



来源：IDC，国金证券研究所

图表16：代工厂对服务器保持增长预期

代工厂	2023 年对服务器出货量的预期
英业达	明年个位数成长，来自企业端服务器需求持平或下修，来自云端大部分是两位数成长
鸿海	2023 年最大驱动力是来自云端网路产品
广达	预期服务器与电动车相关产品持续成长
美超微	仍然看好长期服务器产业发展，并将持续扩大生产规模

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表17: 服务器升级情况

Intel	Platform	Purley		Whitley	Eagle Stream		Birch Stream
	CPU	Skylake	Cascade Lake	Ice lake	Sapphire Rapids	Emerald Rapids	Granite Rapids
	Nano Process	14 nm	14 nm+	10 nm	Intel 7	Intel 7	Intel 3
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	TBA
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2021 Q1	2023 H1	2023	2024
	CCL Material	Mid Loss	Mid Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	TBD
Layer count	8 to 12	8 to 12	12 to 16	16 to 20	16 to 20	TBD	

AMD	Architecture	Zen	Zen2	Zen3	Zen4		Zen5
	CPU	Naples	Rome	Milan	Genoa	Bergamo	Turin
	Nano Process	14 nm (Global Foundries)	7 nm (TSMC)	7 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	5 nm (TSMC)	3 nm (TSMC)
	PCIe Gen	PCIe 3.0	PCIe 4.0	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0	PCIe 5.0
	MP Time	2017 Q3	2019 Q3	2020 Q4	2022 Q4	2023	2024
	CCL Material	Mid Loss	Low Loss	Low Loss	Very Low Loss	Very Low Loss	TBD
	Layer count	8 to 12	12 to 16	12 to 16	16 to 20	16 to 20	TBD



来源: ITEQ, 国金证券研究所

基于此, 我们预计公司非车 PCB 硬板 (汽车部分测算将在后文展开) 有望回归稳定成长, 我们假设 22~25 年营收同比-17.5%\+2.0%\+7.5%\+5.0%, 即对应 2022~2025 年 PCB 硬板业务营收规模为 36.10 亿元、36.82 亿元、39.58 亿元、41.56 亿元。

图表18: 公司消费电子 PCB-硬板业务营收预测

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
公司非车 PCB 硬板业务营收	亿元	30.94	33.18	43.75	36.10	36.82	39.58	41.56
YoY	%		7.2%	31.9%	-17.5%	2.0%	7.5%	5.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.4.2、精密制造滤波器散热技术积累深厚, 促进产业协同发展

2017 年 9 月, 公司以 1.715 亿元收购艾福电子 70% 股份, 布局滤波器、陶瓷介质等精密制造业务, 经过多次增资, 目前公司持有艾福电子 93.51% 的股份。艾福电子产品主要由介质滤波器、介质双工器、介质合路器、介质谐振器 (TEM、TE、TM)、陶瓷天线、射频标签、陶瓷波导滤波器、陶瓷腔体滤波器等几个部分组成。

艾福电子产品主要面向通讯领域, 应用场景包括基站、直放站、卫星等, 对于高频低损耗的技术要求较高, 具有深厚的散热积累。相应产能技术可以有效迁移到汽车散热件如水冷板等产品当中, 形成产业协同发展。

图表19: 艾福电子陶瓷波导高功率滤波器



来源：艾福电子网站，国金证券研究所

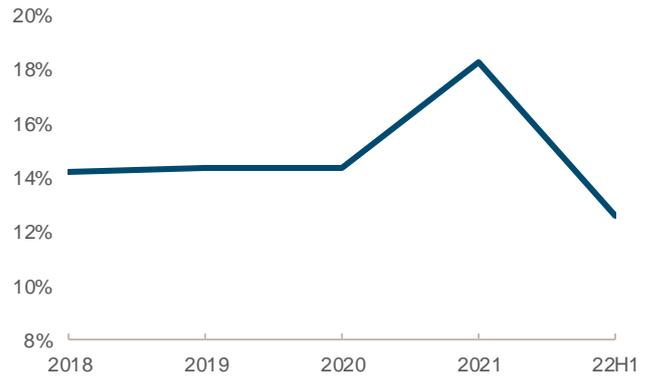
1.4.3、剥离盐城东山规避LED风险，为成长蓄力

公司拟剥离LED业务，规避LED市场下行周期风险。2022年10月11日，公司发布公告，拟将持有的盐城东山60%股权转让给国星光电，本次交易完成后公司持有盐城东山40%股权，盐城东山将不再纳入公司合并报表范围。截至目前出售价格仍在评估当中。盐城东山在公司负责LED业务相关产品。当前LED市场景气度逐渐下降，市场竞争激烈带动公司LED业务盈利能力下滑。公司LED及其模组产品22年上半年毛利率仅12.61%，相比21年上半年同比减少6.29pcts。公司剥离LED业务后，有望将资源集中于新能源战略，为未来成长充分蓄力，实现轻装上阵。

图表20：公司LED及模组产品营收变化情况



图表21：公司LED及模组产品毛利率变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

公司精密组件板块包括通信与新能源汽车业务，其中通信业务即为公司所收购的艾福电子的滤波器、陶瓷介质等产品。根据我们测算，公司2021年精密组件当中，测算来自汽车的营收为7亿元，假设同比增长150%，则20、21年公司滤波器、陶瓷介质等产品营收分别为28亿元、29亿元。国内通信市场基建目前逐渐进入尾声，预计23年开始，东南亚、印度市场基建逐渐开启，我们预计22年公司通信精密组件同比减少10%，23~25年公司通信精密组件增速为5%，即对应2022~2025年营收规模为24.54亿元、25.77亿元、27.06亿元、28.41亿元。

公司触控面板及LCM模组在电子领域应用主要为消费电子。(1)由于消费电子市场景气度下滑，我们预计22年消费电子显示产品营收同比减少，23年下半年市场筑底有望回升，24、25年有望回到较正常水平。因此我们预计22~25年公司消费电子显示产品营收同比-20%\+2%\+5%\+5%。即对应2022~2025年营收规模为41.25亿元、42.07亿元、44.18亿元、46.39亿元。

LED市场景气度下滑，叠加消费电子低景气度，我们预计22年营收同比减少20%。公司拟出售盐城东山60%股权，因此LED业务预计23年上半年后出售完成，由于上半年行业仍处于触底阶段，我们预计上半年公司LED业务营收同比下滑20%。

图表22：公司通信精密组件、触控显示、LED业务营收预测

	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
公司通信精密组件营收	亿元	25.77	27.14	27.27	24.54	25.77	27.06	28.41
YoY	%		5.3%	0.5%	-10.0%	5.0%	5.0%	5.0%
公司触控面板及LCM模组营收	亿元	38.21	40.90	51.56	41.25	42.07	44.18	46.39
YoY	%		7.0%	26.1%	-20.0%	2.0%	5.0%	5.0%
公司LED及其模组营收	亿元	24.31	21.63	26.04	20.83	9.06	0.00	0.00
YoY	%		-11.0%	20.4%	-20.0%	-56.5%	-100.0%	-

来源：Wind，国金证券研究所

二、战略进军新能源车，大客户战略锁定 T 客户打开成长空间

2.1、全球汽零复盘：大客户战略是大市值汽零成长的主要驱动力

产品专注+多客户和产品多元+大客户战略的公司有望长大。通过复盘电装、采埃孚、麦格纳、大陆集团、爱信精机的发展，我们发现大市值的企业主要分为两种类型，一种是产品专注+多客户类型（采埃孚、大陆集团），一般产品壁垒或者成本差异度足够高，另外一种则是产品多元化+大客户类型（电装、麦格纳、爱信精机）。随着全球汽车产业大变局开启，我们认为，在电动智能汽车时代，产品专注+多客户和产品多元+大客户战略的公司未来有望长大。

类型一：产品专注+多客户类型。

采埃孚：产品专注+多客户，深耕汽车传动技术领域。

- ✓ 产品专注+多客户战略：20世纪10年代末，采埃孚首台乘用车用变速箱问世；30年代开始涉足转向系领域；60-90年代，1965年采埃孚第一台自动变速箱问世，此后其自动变速箱技术发展迅速，公司开始走国际化道路；进入21世纪，采埃孚变速箱技术突破性发展，采埃孚已经成为欧洲最大的传动系统供应商，14年收购天合布局主动、被动安全领域，进入全球前三大汽车零部件制造商行列。

大陆集团：主攻轮胎、汽车电子，客户多元。

- ✓ 以欧洲客户为基础，向外拓展：大陆集团最初以欧洲客户为基础，后续通过并购与自身发展，不断拓展其他国家的客户，21年大陆集团前五大客户为戴姆勒、福特、雷诺-日产-三菱、Stellantis和大众，约占33%，客户集中度较低。
- ✓ 产品主攻轮胎、汽车电子：大陆集团做轮胎产品出身，是世界第四大轮胎制造商，轮胎业务营收占比35%，为最高。其依托自身轮胎优势，通过并购底盘系统公司进入汽车电子，为奥迪、大众以及奔驰提供汽车电子系统，后续通过一系列并购，跻身全球汽车电子供应商第一梯队。

类型二：产品多元化+大客户类型。

电装：多元产品布局+绑定大客户丰田。

- ✓ 丰富的产品矩阵：电装现共有21种产品排名世界第一，21年其汽车电子/热力系统/动力系统/电气化系统分别占比24.6%/23.2%/22.6%/20.2%。
- ✓ 绑定大客户丰田：电装最初是丰田汽车内部的电气零件部门，后续独立，一直跟随丰田出海步伐，在全球设立制造与销售、R&D据点，积极布局全球化。客户集中度高，丰田集团一直是电装公司的第一大股东和第一大客户，21年汽零业务收入中丰田集团占比约58%。

麦格纳：突破大客户通用、福特，后横向拓品类。

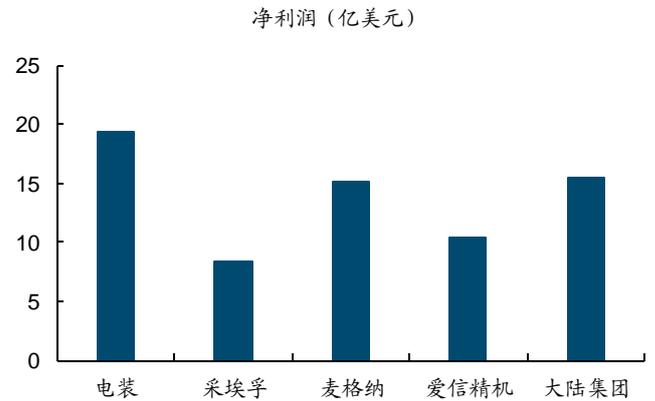
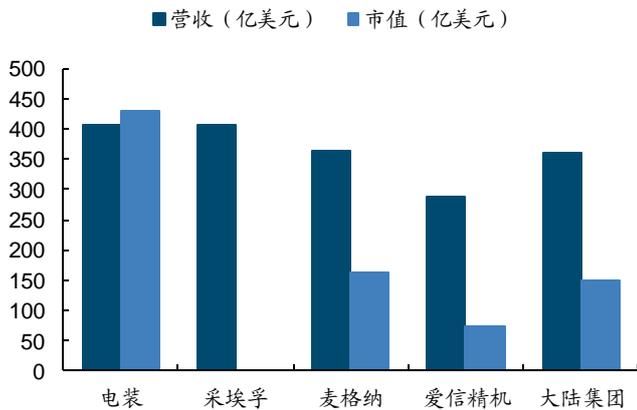
- ✓ 早期突破通用、福特、克莱斯勒等大客户：公司前身Multimatic于1959年完成了其第一单汽车零部件订单，为通用汽车生产阳板支架，随后又获得了福特、克莱斯勒的订单，Multimatic就此进入了汽车零部件生产。当前公司核心客户包括宝马、戴姆勒、通用、Stellantis、福特和大众。
- ✓ 后续拓展品类不断壮大：公司70年代确定以汽车零部件业务为核心，70-80年代公司从原有冲压件逐步扩充产品品类，包括汽车机电设备、汽车电子设备、门锁组件、附件驱动系统等。90年代后公司向全球化、平台化迈进，持续壮大。

爱信精机：深度合作丰田，变速箱领域积累深厚。

- ✓ 深耕变速箱：公司核心产品变速箱产品序列丰富，换挡速度快，节省燃油，口碑极高。1969年，公司作为自动变速箱(AT)的专业生产商，和博格华纳合资成立爱信华纳，为日后在变速箱领域的领先地位奠定基础。
- ✓ 把握政策机遇，深度绑定丰田：上世纪50年代，在日本政府号召下与丰田等整车企业深度合作，丰田参股爱信，成为最大客户。一直以来，爱信精机的产品主要优先供应丰田，2021年收入中丰田集团占比约62%。

图表23: 全球领先汽车企业营收、市值 (2021 财年, 亿美元)

图表24: 全球领先汽车企业净利润 (2021 财年, 亿美元)



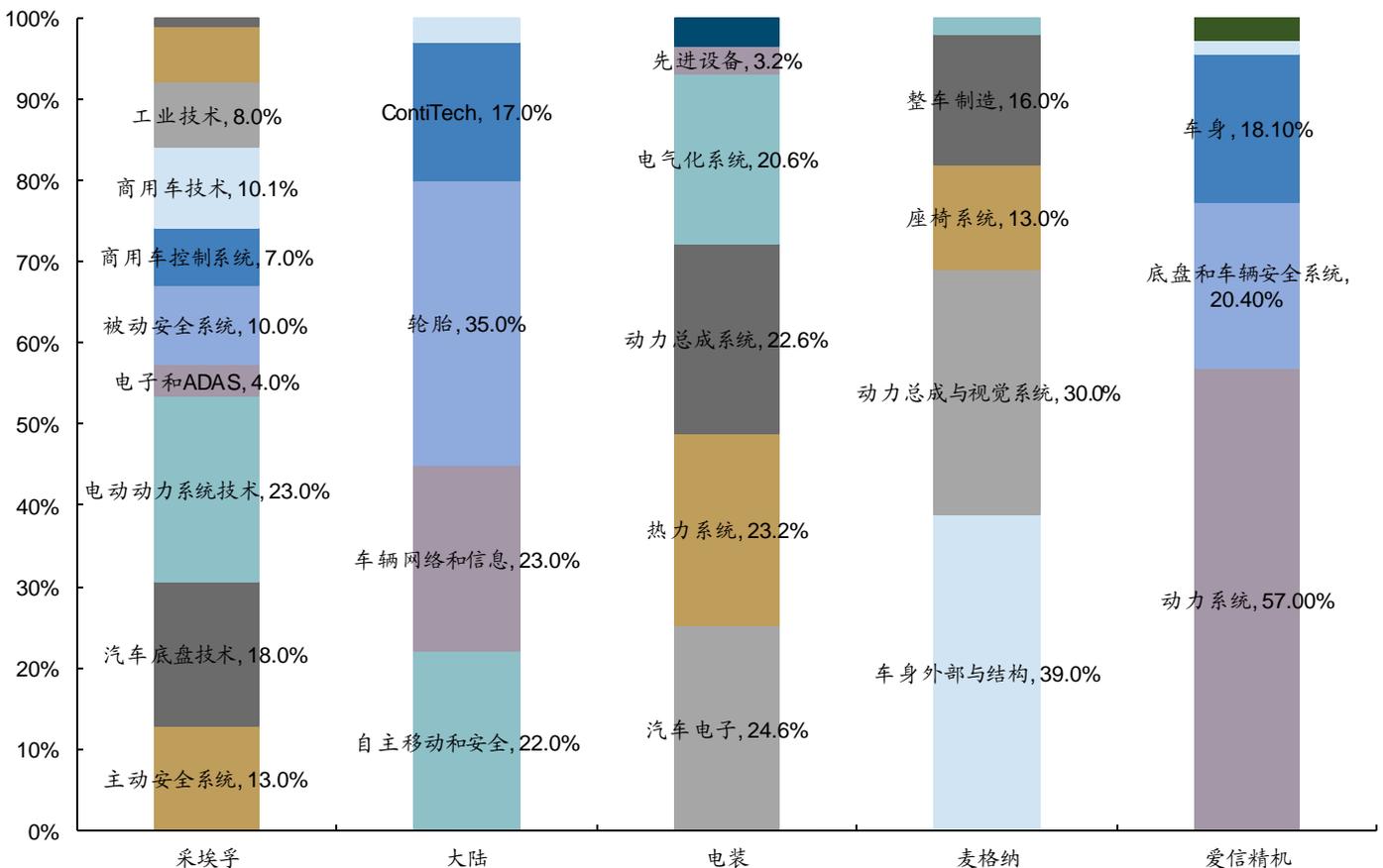
来源: 各公司财报, 国金证券研究所

来源: 各公司财报, 国金证券研究所

注: 市值截至 2023 年 3 月 3 日收盘, 货币统一换成美元, 采埃孚未上市

注: 货币统一换算成美元

图表25: 全球领先汽车企业产品营收占比 (2021 财年)



来源: 各公司官网, 各公司财报, 国金证券研究所

2.2、“出海”加速，T客户供应链迎来重组战略机遇

T客户全球规划产能分布出现变化，墨西哥工厂等有望崛起。3月1日，在T客户投资者大会上，马斯克宣布将在墨西哥建立一座新的超级工厂，投资约50亿美元，预计每年将生产约100万辆汽车，或为全球最大电动汽车工厂。根据T客户目前的各工厂设计产能来看，墨西哥工厂规划产能达到总设计产能的34%，这一新规划不仅将带来大量对于中游材料、零部件的新订单需求，同时也带来T客户供应链的重组机遇。

图表26: T客户全球产能规划

项目	地址	生产产品	规划产能	投产时间
加州工厂	美国加州弗里蒙特	Model S/Model X/Model 3/Model Y	65万辆	2010年
内华达工厂	美国内华达州	动力电池、传动系统等		2016年
纽约工厂	美国纽约州	充电桩及太阳能电池等		2017年
上海工厂	中国上海	Model 3/Model Y	>75万辆	2018年
柏林工厂	德国柏林	Model Y	>25万辆	2022年
得州工厂	美国得州奥斯汀	Model Y	>25万辆	2022年
墨西哥工厂	墨西哥新莱昂州蒙特雷		100万辆	预计2024年

来源: T客户公告, 国金证券研究所

汽车零部件一体化和大型化趋势下, 就近配套将迎先机。就近客户布局有利于汽零企业快速响应需求, 也能限制车企技术外流。随着汽车车型的更新换代周期逐步缩短, 整车企业为了保证市场竞争力, 往往要求供应商参与到整车产品的同步开发过程中, 以保证零部件能与整车同步推出, 同步升级, 这要求汽车零部件企业同样具备产品、工艺快速迭代, 及时响应需求的能力。而就就近客户布局基地的方式有利于企业提高对客户研发要求的响应速度, 也可提升产品供应效率, 有效降低产品运输成本。在汽车零部件一体化和大型化的趋势下, 零部件发生质量问题将给整车厂造成更大损失, 因此整车厂要进一步加强对于零部件的把控, 要求零部件厂商与整车厂间更加紧密的沟通和合作, 就近配套的优势将更加凸显。另外, 零部件企业和车企的配套开发过程中往往形成独家技术或专利, 而就就近布局的方式有利于限制技术外流, 并加强了彼此之间的绑定关系。

图表27: 汽零企业新泉股份全球布局配套下游客户

地点	主营业务	主要客户
常州	汽车组合仪表、仪表台、玻璃升降器、汽车门板、汽车顶篷、座椅、座椅调角器、塑料机械设备及其它零部件	吉利汽车、上汽集团、上海大众
芜湖	仪表板、门饰板等汽车内饰件	奇瑞汽车
宁波	汽车饰件系统	吉利汽车
北京	商用车及乘用车仪表板, 门板、立柱等内外饰件	福田戴姆勒、北京汽车、宝沃汽车、领克汽车等
青岛	汽车组合仪表台、玻璃升降器、汽车门板、汽车顶篷、汽车座椅、汽车座椅调角器	一汽、北汽、福田
长春	汽车内外饰件	一汽集团、华晨汽车
重庆	汽车零部件及配件	福特
上海	汽车零部件及配件	北美大客户
西安	汽车饰件系统	比亚迪、吉利、陕汽集团
合肥	汽车零部件及配件	比亚迪
马来西亚	车辆仪表板、副仪表板和门饰板及相关零件	宝腾汽车
墨西哥	汽车零部件	北美客户

来源: 公司公告, 国金证券研究所

配套布局更为电池结构件供应所必需。电池结构件企业生产基地基本上均围绕客户基地布局, 如科达利宁德/荆门/江门/枣庄工厂主要配套宁德时代/亿纬锂能/中创新航/欣旺达当地基地, 海外的德国/瑞典/匈牙利工厂主要配套当地的宁德时代/Northvolt/三星SDI工厂。由于: 1) 产品存在运输半径, 电池壳体为中空结构, 在长距离运输中容易出现损坏; 2) 产品有无尘要求; 3) 壳体占用体积较大, 运费较高, 因此配套布局有助于保障供应安全, 缩短交付周期, 及降低运费。同时这也有利于公司与下游电池厂技术互动和送样验证, 紧跟下游客户需求, 形成深度绑定。

图表28: 电池结构件企业科达利全球布局配套下游客户

项目	生产产品	配套基地
惠州工厂	电芯结构件	宁德时代、比亚迪、中航锂电、欣旺达、亿纬锂能
溧阳工厂	电芯结构件	宁德时代、中航锂电、蜂巢能源、LG南京、松下

大连工厂	电芯结构件	松下大连
宁德工厂	电芯结构件	宁德时代
宜宾工厂	电芯结构件	宁德时代、蜂巢能源、中创新航、亿纬锂能
荆门工厂	电芯结构件	亿纬锂能
深圳工厂	电芯结构件	比亚迪、亿纬锂能、欣旺达
江门工厂	电芯结构件	中创新航
枣庄工厂	电芯结构件	欣旺达
厦门工厂	电芯结构件	宁德时代、海辰储能
德国工厂	电芯结构件	宁德时代
瑞典工厂	电芯结构件	Northvolt
匈牙利工厂	电芯结构件	三星 SDI

来源：各公司公告，国金证券研究所

对于国产汽零企业，北美布局箭在弦上，海外运营经验将是重要变量。随着 T 客户的全球布局扩大，及产能分布格局出现调整，带来新一轮 T 客户海外产业链重组机遇。对于 T 客户国产产业链的供应商而言，唯有出海，实现北美就近布局，才能抓住机遇。由于海外营商环境与国内大不相同，出海企业需要在法律法规、地方文化、成本管控和供应链管理等多方面适应当地具体情况。拥有丰富海外运营经验的企业，将有机会率先进入 T 客户北美，尤其墨西哥新工厂供应链。

我们统计了拥有海外运营经验的国内 T 客户产业链企业，其中东山精密、奥特佳、银轮股份、三花智控、文灿股份、爱柯迪、拓普集团、恒帅股份、均胜电子、福耀玻璃、上声电子、新泉股份、岱美股份、宁波华翔、凌云股份、华域汽车等已布局/拟布局北美基地，东山精密、银轮股份、三花智控、文灿股份、爱柯迪、拓普集团、均胜电子、福耀玻璃、上声电子、新泉股份、岱美股份、宁波华翔、凌云股份、华域汽车等已有墨西哥基地规划布局，有望进入 T 客户墨西哥新工厂供应链。

图表29：拥有海外运营经验的 T 客户产业链零部件出口厂商有望率先受益

环节	公司名称	海外厂址
热管理	东山精密	收购海外三家公司： <u>Aranda (美国)、AutoTech US (美国)、AutoTech Mexico (墨西哥)</u> ；在墨西哥蒙特雷自建工厂
	奥特佳	<u>美国、英国、斯洛伐克、马来西亚、摩洛哥、土耳其、巴西、印度等</u>
	银轮股份	<u>墨西哥、美国、波兰、德国、瑞典、印度</u>
	三花智控	<u>美国、墨西哥、波兰、印度、越南</u>
	文灿股份	<u>墨西哥、法国、匈牙利、塞尔维亚</u>
	广东鸿图	无
	爱柯迪	在建： <u>墨西哥</u>
结构件	拓普集团	已建： <u>波兰、马来西亚、巴西、加拿大</u> 在建： <u>美国、墨西哥</u>
电机	恒帅股份	筹建： <u>美国</u>
	科达利	在建： <u>德国、瑞典、匈牙利</u>
电池结构件	东山精密	收购海外三家公司： <u>Aranda (美国)、AutoTech US (美国)、AutoTech Mexico (墨西哥)</u> ；在墨西哥蒙特雷自建工厂
	均胜电子	<u>墨西哥、美国、德国、葡萄牙、罗马尼亚、英国、瑞典、匈牙利、捷克、波兰、南非等</u>
玻璃	福耀玻璃	<u>美国、墨西哥、德国、俄罗斯、斯洛伐克</u>
汽车功放	上声电子	<u>墨西哥、捷克、巴西</u>
内饰件	新泉股份	已建： <u>马来西亚</u> 在建： <u>墨西哥</u>
	岱美股份	已建： <u>美国、法国、捷克</u> 在建： <u>墨西哥</u>
管路二级供应	腾龙股份	<u>波兰、马来西亚</u>
钕铁硼磁体	中科三环	无

视条、后视镜	宁波华翔	墨西哥、德国、英国、日本、罗马尼亚、捷克
	凌云股份	墨西哥、德国、印尼雅加达
车身件	东山精密	收购海外三家公司: Aranda (美国)、AutoTech US (美国)、AutoTech Mexico (墨西哥); 在墨西哥蒙特雷自建工厂
摄像头	联创电子	印度
保险杠、热成型、钢车身件、侧围&后盖模具等	华域汽车	美国、墨西哥、加拿大、德国、泰国、俄罗斯、澳大利亚、捷克、斯洛伐克、印度等

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

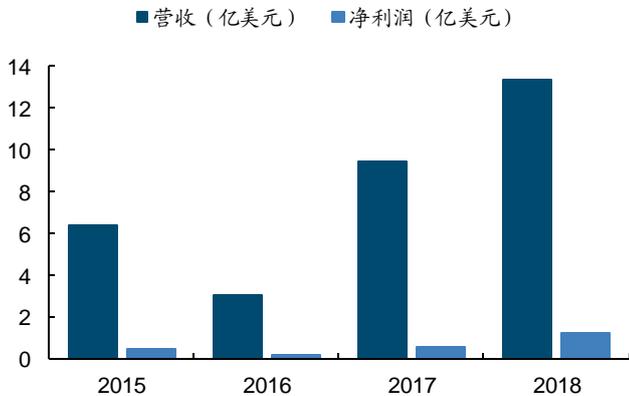
注: 下划线为企业在北美的布局

公司海外运营经验丰富。公司收购 MFLEX 和 Multek 后, 仍保留了原来在美国的销售管理团队, 与海外客户都保持良好的沟通, 拥有丰富海外研发、运营经验, 其中 MFLEX 收购前后营收从 3.0 亿美元 (16 年) 提升至 9.5 亿美元 (17 年), 利润从 0.2 亿美元 (16 年) 提升至 0.6 亿美元 (17 年), 运营成效显著。长期以来, 公司通过投资设立控股境外公司, 实现海外业务高效在地化运营, 公司现有主要控股子公司 Dragon Holdings、Multek Group 经营良好, 两家子公司在 1H2022 分别实现营收 142.3、24.6 亿元, 实现净利润 4.3、0.2 亿元。

公司收购北美三家公司, 并赴墨西哥建厂, 将充分把握 T 客户供应链重组机遇。22 年 8 月, 公司拟对墨西哥自建工厂投资增至 9900 万美元; 23 年 1 月, 公司公告拟以不超过 5300 万美元收购北美工厂 Aranda、AutoTech US 以及墨西哥工厂 AutoTech Mexico。两项举措均旨在加强公司与北美大客户的就近配套, 依靠公司强劲的资金实力和丰富的海外运营经验, 我们认为公司将快速提升海外工厂盈利水平, 充分受益于 T 客户供应链重组的战略机遇。

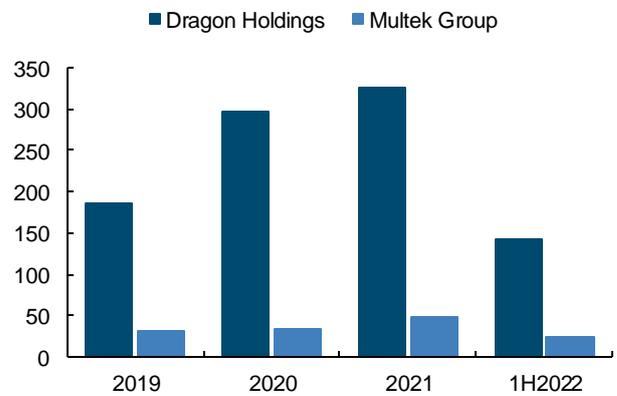
图表30: MFLEX 在 2016 年被公司收购后业绩明显改善(亿美元)

图表31: 公司主要境外子公司营收情况(亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 收购后报表以人民币计, 图中按当年平均汇率折算成美元



来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.3、横向对比: 公司有望成为 T 客户国内产业链 ASP 最大、估值最低的 Tier 1

公司为“产品多元化+大客户”类型, 多个基地配套供应 T 客户, 重点产品率先突破。公司车端产品率先突破 T 客户, 后拓展至其他客户。针对 T 客户车端产品, 目前公司已作出 6 处布局, 除上述北美布局外, 公司还建设昆山工厂、上海临港工厂、盐城工厂二期生产大客户车端产品, 并收购苏州晶端, 与公司自身触控模组业务协同, 进军车载显示屏领域。在产品突破上, 公司先难后易, 通过攻克高难度的 BMS 超长软板获取客户认可, 打开车端产品导入空间; 后又通过攻克难度较高的水冷板及电芯防爆阀, 从而持续拓展汽车、电芯结构件产品。

图表32: 公司多个基地配套 T 客户布局、生产

基地/子公司	投资额	投资方式	生产产品	达产时间	公告时间	目的
美国工厂	5300 万美元	收购	车身件+电池	已有产能, 后	2023 年 1 月	收购 Aranda、AutoTech US、AutoTech Mexico,

基地/子公司	投资额	投资方式	生产产品	达产时间	公告时间	目的
			结构件	持续逐步扩产		实现对T客户的本土化配套；Aranda 是北美的家族企业，主做冲压件，下游客户主要是北美的新能源客户，覆盖T客户全产品线，包括汽车和储能
苏州晶端	205 亿日元	收购	车载屏	已有产能	2023 年 1 月	苏州晶端是全球前五的车载屏工厂，客户覆盖全球前十大 Tier1，和公司的触控模组联动，从而扩大车载显示业务布局
墨西哥工厂	9900 万元美元	自建	散热件+车身件	23Q2	2022 年 8 月	主要生产散热件，供应 Tier 1，在墨西哥本土对T客户形成配套
昆山工厂	13 亿元	自建	冲压件	23Q3	2022 年 8 月	配套T客户上海工厂
上海临港工厂	2 亿元	自建	轻量化零部 件、电池组散 热系统、充电 桩结构件等	预计 23/24 年	2021 年 5 月	配套T客户上海工厂
盐城工厂二期	6.5 亿元	自建	车载 FPC	预计 23/24 年	2022 年 2 月	形成年产 210 万平方米车载用 FPC 生产能力

来源：公司公告，国金证券研究所

当前公司为新能源汽车客户提供的产品包括汽车 PCB（软板、硬板）、车载显示屏、功能性结构件产品（散热件、电池结构件、车身件、铸件等）。公司拓展汽车领域主要具备以下优势：

1) 在功能型结构件领域，公司主要依托自身积累深厚的精密制造工艺进行拓展。公司创立于 1998 年，最初以生产钣金、铸件业务为主，至今在铝合金加工工艺方面拥有 25 年的工艺累积，且长期在通讯领域制作高频、低耗、散热相关功能件。公司在上市之初即覆盖爱立信、华为、安德鲁、安弗施、波尔威等客户，有深厚工艺 know-how 积累，利于公司拓展电池结构件、车身结构件、铸件、散热件等业务。2015 年公司已进入 T 客户供应链，主要供应散热件、结构件、外观件。

目前公司在电池结构件领域，防爆阀已对 T 客户小批量发货，预计将伴随 4680 电池量产而逐步放量，壳体仍需 T 客户验证，预计这两部分未来将导入公司收购的美国工厂进行生产；电池托盘在昆山工厂生产配套 T 客户上海工厂，预计 3Q23 实现量产；三电壳体预计 2H23 完成验证；

在车身结构件领域，公司供应 T 客户车身小件，价值量约 1000 元，预计未来将通过国内、美国、墨西哥工厂进行生产，品类向车身大件拓展；

在散热件领域，公司已拓展行车电脑水冷板，预计后续向更多水冷板拓展，将通过国内及墨西哥工厂进行生产。

图33：公司上市初主营钣金业务，覆盖下游领域重要客户

应用领域	下游客户
通讯设备集成	爱立信、华为
通讯设备	安德鲁、安弗施、波尔威
新能源设备	SolFocus、阿海珐
精密机床	阿奇夏米尔、沙迪克(世界最大的两家)、三光科技

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2) 在汽车 PCB 领域，得益于公司在消费电子的技术积累，汽车硬板、软板业务将持续拓展。消费电子产品迭代速度快，需要供应链企业具备快速反应、跟进、上量的能力，公司的产品迭代能力得到验证，且公司汽车 PCB 产品（包括软板、硬板）下游认可度高，适合作为优势产品突破新客户，为其他产品的导入打下基础。

软板方面，FPC 主要用于 PACK 环节的传统线束替换，协助电池包的信息采集。根据高工锂电，相对于传统线束，FPC 拥有高度集成、自动化组装、装配准确性、超薄厚度、超柔

软度、轻量化等诸多优势，包括宁德时代、比亚迪、国轩高科、中航锂电、塔菲尔、孚能等均主流电池企业已经加快 FPC 的规模导入及应用。而 CCS 产品由 FPC、塑胶结构件、铜铝排等组成，铜铝排将多个电芯通过激光焊接进行串并联，FPC 通过与铜铝排、塑胶结构件连接从而构成电气连接与信号检测结构部件，每套 CCS 配备 1-2 条 FPC，价值量较 FPC 更高。公司 15-16 年配合 T 客户做 BMS 超长软板研发，受到认可，后又开拓宁德时代等主流客户。随着公司提供的 FPC 产品由光板向打件过渡（光板约 200 元，打件约 700 元），及 FPC 向 CCS 过渡（FPC 约 700 元，CCS 约 1500 元），预计公司汽车软板的单车价值量将提升。

图表34: FPC 相较传统线束优点

优点	详细说明
安全性能	在代替弱电导线的同时，FPC 用金属片与汇流排进行连接，添加了熔断保护电流设计，保证了信息的高速传输路线，确保即使电池包出现短路问题，FPC 的内部设计也会直接将线路铜丝熔断，避免引起电池包其他部分的燃烧或爆炸。
轻量化	相较传统采集信号所用的线束和 PCB(印刷线路板)产品，FPC 在电池包内所占的空间更小，整体重量更轻，为电池包能量密度的增加做出一定贡献。
工艺灵活性	相较拥有众多接插点和复杂手工接插环节的传统线束，FPC 突破了工艺选择上的局限，产品可配合电池包本身所具有的特性，进行超声波、焊接等多种工艺选择。
自动化生产	FPC 形状规整，且设计集成度更高，可以省去大量多余的排线连接工作，十分适合机械规模化大批量生产，在大大缩短组装工时、节省人工的同时，为动力电池组装环节的自动化生产，提供极大可能。

来源：高工锂电，国金证券研究所

硬板方面，传统汽车硬板主要为普通多层板、双面板，伴随汽车的智能化及电动化，车内电子部件搭载量提升，对高多层和 HDI 硬板的需求逐渐增强。目前公司硬板客户包括福特等，预计伴随智能座舱、智能驾驶的渗透提升，公司硬板业务将持续拓展新客户，保持较强增长。

3) 在车载显示领域，公司收购全球显示器龙头企业 JDI，进军车载屏。JDI 是国际领先的显示器龙头企业之一，由日本政府牵头，索尼、东芝、日立和松下四家旗下液晶面板业务整合而成。公司以 205 亿日元，对应人民币 13.83 亿元，收购 JDI 子公司苏州晶端，目前 100% 股权过户已办理完成。根据产业链调研，JDI 在全球车载显示屏领域市占率为 16%~20%，苏州晶端承载了 JDI 60% 的模组产能，也是全球前五的车载屏工厂。当前苏州晶端服务的客户主要是传统车厂，实现了全球前十大 Tier 1 的全面覆盖。交易完成后公司切入车载显示业务，有望与苏州晶端实现客户资源互补。我们预计随着汽车多屏化、大屏化的趋势，该部分业务将持续增长，我们预期 23-25 年该部分业务收入 35.0/38.5/42.4 亿元。

图表35: 苏州晶端主要财务数据 (万元人民币)

	2021 年	2022 年 1~11 月
资产总额	240,063.53	193,058.47
负债总额	48,600.67	38,526.67
其中：银行贷款总额	-	-
流动负债总额	48,125.08	38,142.16
净资产	192,002.86	154,531.81
营业收入	301,231.08	319,980.87
利润总额	8,267.06	26,717.04
净利润	6,246.35	20,054.16

来源：公司公告，国金证券研究所

预计公司供应核心大客户的单车价值量提升。基于以上优势与公司规划，我们认为公司未来在车端的产品导入空间巨大。随着公司未来增长的战略重心向汽车倾斜，及与 T 客户合作深化，我们预计公司供应 T 客户的单车价值量上升：3500 元（22 年底）→6000~8000

元（23 年底）→6000~15300 元（24 年底），如果远期公司车端产品规划均成功落地，则单车价值量可达 22000 元。

图表36：公司在 T 客户车端产品单车价值量或迎提升（元）

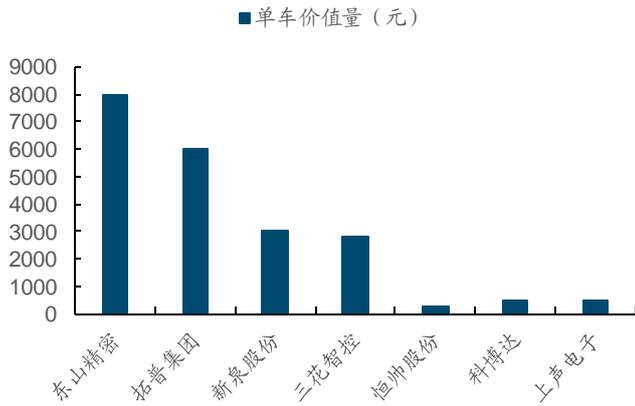
		单车价值量（元）					备注
		21 年底	22 年底	23 年底	24 年底	远期（假设规划均落地）	
电池结构件	防爆阀		1000	1000	1000	1000	已小批量供应
	壳体				0-4000	4000	乐观预期 2Q24 开始批量供应
	托盘			1300	1300	4000	预计 3Q23 量产，乐观预期后期由托盘部件向整块托盘拓展，价值量或提升
白车车身	车身小件	1000	1000	1000	1000	1000	已批量供应
	车身大件			0-2000	0-2000	2000	乐观预期 23 年通过美国工厂开启供应
压铸件	三电壳体		300	1000	1000-2000	2000	乐观预期压铸件 23、24 年价值量提升
散热件	行车电脑散热件		500	500	500	500	已批量出货
	电池水冷板				0-1500	1500	乐观预期预计 24 年突破
	域控制器散热件			500	500	500	预计 2H23 突破
PCB	软板						已供应，乐观预期随着向打件、CCS 过渡，价值量提升
	硬板	200	700	700	700-1500	1500	争取中
车载显示	车载屏					3000	争取中
合计（上述产品加总）		1200	3500	6000 - 8000	15300	22000	

来源：公司公告，产业链调研，国金证券研究所

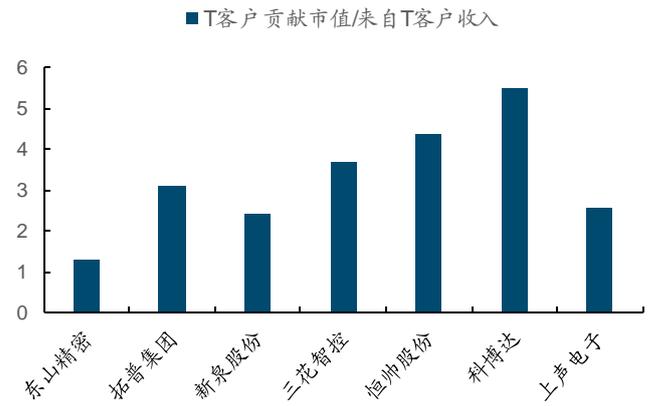
注：该表仅为研究员基于预期的测算，不代表所有涉及产品规划都将及时落地

公司有望成为 T 客户国内产业链 ASP 最高的 Tier 1。T 客户电动车迎来新产品、新技术、新产能三大周期叠加，产销量有望持续高增，供应链迎来确定性极高的向上趋势。中期看，随着华人团队+T 客户海外产能扩展的明确化，T 客户下一轮增长主要受益方将是出海的零部件公司。我们预计乐观情况下，公司 23、24 年在 T 客户的单车价值量分别为 8000、15300 元，有望在 T 客户国产 Tier 1 中 ASP 最高，且来自 T 市值与收入比值较其他 Tier 1 更低。

图表37: 公司在 T 车端单车价值量领先 (元)



图表38: 公司来自 T 市值与收入比值较其他 Tier1 更低



来源: 公司公告, 产业链调研, 国金证券研究所测算

来源: 公司公告, 产业链调研, 国金证券研究所测算

注: 图中测算值为 T 客户贡献市值 (测算为公司市值*23 年 T 客户预期贡献利润占比) / 来自 T 客户收入: 公司市值均为 2023 年 3 月 30 日收盘后市值。

2.4、车端产品收入、盈利预测

收入预测: 2022 上半年, 公司来自汽车行业客户的收入约 9.2 亿, 同比增长约 104%, 其中电子电路板收入约 3 亿, 精密制造板块收入约 6 亿。

我们基于: ①公司在车端 ASP 的提升; ②公司车端产品在客户供应份额的提升; ③客户本身的成长性, 我们预计 22-25 年公司车端产品收入为 22/80/140/220 亿元, YOY 分别为 +76%/+272%/+75%/+57%。其中: 电池结构件收入 0/5/23/62 亿元, 白车身件收入 11/20/40/55 亿元, 压铸件 0/3/7/11 亿元, 散热件 3/5/14/21 亿元, 汽车 PCB 软板 3/6/10/18 亿元, 汽车 PCB 硬板 5/7/9/11 亿元, 车载显示 (23-25 年) 35/39/42 亿元。

图表39: 公司车端分产品收入预测 (亿元)

	21A	22E	23E	24E	25E
公司产品对应车企销量 (万辆)	71	82	142	177	231
单车价值量 (元)	1714	2613	5637	7923	9519
YOY	—	52%	116%	41%	20%
T	1200	2800	8000	14800	18000
其中: 电池结构件		1000	2300	6300	9000
其中: 白车身件	1000	1000	3000	3000	3000
其中: 压铸件			1000	2000	2000
其中: 散热件		500	1000	2500	2500
其中: PCB 软板	200	300	700	1000	1500
B		1700	2200	4700	4700
其他	2535	2647	5562	6109	6343
公司汽车业务总收入 (亿元)	12.2	21.6	80.2	140.1	219.5
YOY	—	76%	272%	75%	57%
T	5.3	11.1	28.1	63.5	124.8
B	0.0	1.6	4.9	17.4	21.8
其他	7.0	8.9	47.2	59.2	72.9

来源: 国金证券研究所测算

注: 单车价值量测算为当年平均价值量

毛利率预测: 考虑到公司单车产品结构的变化, 及公司车端产品未来逐步放量的节奏, 参考科达利、和胜股份、华域汽车、旭升集团、银轮股份等公司可比业务的毛利率水平, 我们预计 22-25 年公司车端产品毛利率为 19.4%/19.3%/19.2%/19.5%。其中: 电池结构件毛

利率 18%/20%/21%/22%，白车身体件毛利率 19%/17%/19%/19%，压铸件毛利率 15%/19%/24%/24%，散热件毛利率 20%/18%/19%/19%，PCB 软板毛利率 21%/22%/22%/22%，PCB 硬板毛利率 20%/20%/20%/20%，车载显示（23-25 年）毛利率 20%/17%/15%。

图表40：公司车端分产品毛利率测算（%）

毛利率	21A	22E	23E	24E	25E	备注
电池结构件		18.0%	20.4%	21.3%	21.6%	规模化量产、防爆阀&壳体等高毛利产品导入新客户
白车身体件	18.7%	18.8%	17.2%	18.7%	18.8%	
压铸件		15.0%	19.1%	23.8%	23.8%	规模化量产
散热件		20.0%	18.0%	18.8%	18.9%	T 客户占比提升
PCB 软板	21.1%	21.2%	21.6%	22.0%	22.3%	
PCB 硬板	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	
车载显示			20.0%	17.0%	15.0%	
合计	19.4%	19.4%	19.3%	19.2%	19.5%	

来源：国金证券研究所测算

三、盈利预测与投资建议

主营业务收入预测：基于以上对电子、汽车业务的分析，我们预测公司 22-24 年分别实现营收 320/398/509 亿元，同比+0.7%/+24.2%/+28.1%。其中：①印刷电路板业务：22-24 年营收预计分别为 220/253/316 亿元，同比+7.2%/+15.0%/+25.2%；②精密组件业务：22-24 年营收预计分别为 38/59/110 亿元，同比+12.1%/+53.4%/+87.5%；③触控面板及 LCM 模组：22-24 年营收预计分别为 41/77/83 亿元，同比-20.0%/+86.9%/+7.3%；④LED 及其模组：22-23 年营收预计为 21/9 亿元，同比-20.0%/-56.5%，预计 23 年业务剥离，24 年起不作预测。

毛利率预测：基于以上对电子、汽车业务的分析，我们预测公司 22-24 年分别实现毛利率 16.0%、16.3%、16.4%，其中印刷电路板 22-24 年毛利率预计分别为 17.4%/17.2%/16.8%；精密组件 22-24 年毛利率预计分别为 17.7%/17.1%/18.7%；触控面板及 LCM 模组 22-24 年毛利率预计分别为 7.5%/13.4%/12.2%；22-23 年 LED 及其模组毛利率预计为 15.5%/10.0%。

期间费用率假设：我们预测公司车端产品将在 23 年迎来业绩放量，规模扩大带来费率小幅降低。我们预计 22-24 年公司销售费率 1.1%、0.9%、0.9%，管理费率 2.5%、2.2%、2.2%，研发费率 3.2%、3.2%、3.2%。

图表41：公司各业务营收及毛利率预测

项目	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
印刷电路板	收入 (亿元)	146.57	187.71	204.95	219.67	252.51	316.23
	YOY	43.2%	28.1%	9.2%	7.2%	15.0%	25.2%
	毛利率	17.4%	17.0%	15.5%	17.4%	17.2%	16.8%
精密组件	收入 (亿元)	25.77	29.94	34.27	38.41	58.91	110.46
	YOY	16.9%	16.2%	14.5%	12.1%	53.4%	87.5%
	毛利率	18.3%	17.4%	15.4%	17.7%	17.1%	18.7%
触控面板及 LCM 模组	收入 (亿元)	38.21	40.90	51.56	41.25	77.07	82.68
	YOY	-18.8%	7.0%	26.1%	-20.0%	86.9%	7.3%
	毛利率	11.3%	12.4%	8.2%	7.5%	13.4%	12.2%
LED 及其模组	收入 (亿元)	24.31	21.63	26.04	20.83	9.06	
	YOY	-6.3%	-11.1%	20.4%	-20.0%	-56.5%	
	毛利率	14.4%	14.3%	18.3%	15.5%	10.0%	
总收入 (亿元)	235.53	280.93	317.93	320.16	397.56	509.37	
YOY	43.2%	28.1%	9.2%	0.7%	24.2%	28.1%	

毛利率	16.3%	16.3%	14.7%	16.0%	16.3%	16.4%
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

来源：公司公告，国金证券研究所

我们预测，2022/2023/2024 年公司实现归母净利润 23.6/28.5/36.2 亿元，同比 +26.8%/+20.9%/+27.0%，对应 EPS 为 1.38/1.67/2.12 元，对应 PE 分别为 22/18/14X。我们选取电子领域鹏鼎控股、景旺电子，汽零领域拓普集团、新泉股份作为可比公司，基于公司在 A 客户相对稳固的基本盘，和在新能源汽车领域、尤其是对 T 客户的持续开拓，参考可比公司，我们给予公司 2023 年 25XPE，目标价 41.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表42：可比公司估值比较（市盈率法）

名称	股价（元）	EPS					PE				
		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
002938 鹏鼎控股	30.86	1.23	1.43	2.16	2.30	2.64	40	30	13	13	12
603228 景旺电子	25.70	1.08	1.10	1.30	1.60	2.05	28	31	16	16	13
601689 拓普集团	64.00	0.60	0.92	1.59	2.24	3.04	65	57	40	29	21
603179 新泉股份	42.91	0.80	0.70	0.76	1.54	2.18	42	57	40	28	20
平均值							44	44	27	22	16
002394 东山精密	30.63	0.89	1.09	1.38	1.67	2.12	29	25	22	18	14

来源：Wind，国金证券研究所，股价截至 2023 年 3 月 30 日收盘

四、风险提示

消费电子需求不及预期：公司导入 A 客户智能手机模组板以及 MR 产品，有望对公司 23 年营收有较明显的拉动。公司模组板所导入的新机型将在下半年推出，MR 产品也有望在下半年推出，考虑到采购周期，对业绩的拉动有望陆续从二季度开始。如果导入过程受阻，或 A 客户新机型与 MR 产品放量不及预期，将明显影响公司 23 年营收。如果未来消费电子下游需求持续疲软，A 客户订单需求不及预期，也将导致公司业绩不及预期。

公司车端产品落地不及预期：公司车端产品规划较大，而实际落地情况需持续确认，尽管公司最初主营钣金业务，技术积累较深，但目前公司该相关业务近年营收占比较少，如果公司的工艺水平最终达不到客户要求，致产品无法通过验证，产品导入不及预期，则车端产品的单车价值量增长将不及预期，将较大程度影响公司收入、利润。

大客户依赖风险：公司消费电子主要依赖 A 客户，汽车业务主要依赖 T 客户，具有一定大客户依赖风险，如果下游大客户在行业内的收入、市占率不及预期，或者公司在大客户的份额提升不及预期，则公司相关营收、盈利将不及预期。

公司扩产不及预期：公司配套大客户布局多处新基地，如果因政策风险、产品导入不及预期等原因致达产不及预期，将较大影响公司收入。

担保风险：为保证公司子公司顺利对外融资，保障其经营发展的资金需求，公司 2023 年 3 月 15 日拟为超维微电子（盐城）有限公司与盐城东创精密制造有限公司，向银行等金融机构融资提供总额不超过人民币 70,000 万元的新增担保（最终以银行等金融机构审批为准）。截至 2023 年 3 月 15 日，公司及所属子公司担保额度总金额（含本次新增担保）担保额度总金额为人民币 1,150,000 万元，对外担保总余额为人民币 572,958.12 万元（占公司 2021 年末经审计净资产的 39.31%）。

股权质押风险：截至 2023 年 2 月 15 日，公司控股股东、实际控制人袁永峰累计质押股份 1.31 亿股，占其所持股份比例 59.06%；其一致行动人袁永刚累计质押股份 0.88 亿股，占其所持股份比例 43.33%。袁永峰和袁永刚累计质押股份 2.19 亿股，占公司总股本的 12.81%。

诉讼风险：截至 2021 年 12 月 17 日，公司控股股东、实际控制人袁永刚被冻结股份 929.5 万股，占其所持股份比例 4.60%，占公司总股本比例 0.54%。

人民币汇率波动风险：公司绑定 A 客户与 T 客户，海外收入占比持续提升，根据公司 2022 年半年报，海外收入占比已达到 79.41%。如果人民币汇率产生较大波动，公司业绩将受到影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	23,553	28,093	31,793	32,016	39,756	50,937
增长率		19.3%	13.2%	0.7%	24.2%	28.1%
主营业务成本	-19,708	-23,525	-27,129	-26,891	-33,283	-42,568
%销售收入	83.7%	83.7%	85.3%	84.0%	83.7%	83.6%
毛利	3,844	4,569	4,665	5,125	6,473	8,369
%销售收入	16.3%	16.3%	14.7%	16.0%	16.3%	16.4%
营业税金及附加	-81	-87	-73	-96	-119	-153
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-433	-485	-341	-352	-358	-458
%销售收入	1.8%	1.7%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%
管理费用	-715	-686	-782	-800	-875	-1,121
%销售收入	3.0%	2.4%	2.5%	2.5%	2.2%	2.2%
研发费用	-775	-910	-1,029	-1,025	-1,264	-1,620
%销售收入	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	1,841	2,400	2,440	2,852	3,857	5,018
%销售收入	7.8%	8.5%	7.7%	8.9%	9.7%	9.9%
财务费用	-695	-630	-437	161	-179	-494
%销售收入	3.0%	2.2%	1.4%	-0.5%	0.4%	1.0%
资产减值损失	-642	-227	-195	-482	-612	-602
公允价值变动收益	-3	13	9	-1	0	0
投资收益	12	19	42	5	30	50
%税前利润	1.6%	1.1%	2.0%	0.2%	0.9%	1.2%
营业利润	764	1,798	2,114	2,683	3,243	4,118
营业利润率	3.2%	6.4%	6.6%	8.4%	8.2%	8.1%
营业外收支	-1	-12	-3	0	0	0
税前利润	762	1,786	2,111	2,683	3,243	4,118
利润率	3.2%	6.4%	6.6%	8.4%	8.2%	8.1%
所得税	-56	-249	-250	-322	-389	-494
所得税率	7.4%	13.9%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	706	1,537	1,861	2,361	2,854	3,624
少数股东损益	3	7	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	703	1,530	1,862	2,361	2,854	3,624
净利率	3.0%	5.4%	5.9%	7.4%	7.2%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	706	1,537	1,861	2,361	2,854	3,624
少数股东损益	3	7	-2	0	0	0
非现金支出	2,077	1,877	2,059	626	759	749
非经营收益	726	463	353	402	600	636
营运资金变动	-857	-946	-1,063	-2,416	-1,997	-2,867
经营活动现金流	2,651	2,932	3,210	973	2,217	2,142
资本开支	-1,079	-2,259	-3,034	-994	-1,160	-760
投资	41	-1,199	372	-1	0	0
其他	832	360	635	5	0	20
投资活动现金流	-206	-3,098	-2,027	-989	-1,160	-740
股权募资	50	2,936	18	-50	0	0
债权募资	-1,254	-568	1,281	1,830	1,272	1,022
其他	-498	-1,264	-1,392	-962	-1,098	-1,259
筹资活动现金流	-1,702	1,104	-94	818	174	-237
现金净流量	701	926	1,066	802	1,230	1,164

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,078	5,154	5,401	5,878	6,875	7,872
应收款项	6,887	8,479	8,547	9,778	11,946	15,138
存货	4,556	5,977	6,452	7,780	9,328	11,802
其他流动资产	974	2,248	1,332	1,581	1,697	1,864
流动资产	16,496	21,858	21,731	25,016	29,846	36,677
%总资产	52.1%	58.3%	57.3%	59.4%	62.1%	66.0%
长期投资	325	272	386	186	266	346
固定资产	11,472	11,787	11,239	11,739	12,739	13,339
%总资产	36.2%	31.4%	29.6%	27.9%	26.5%	24.0%
无形资产	2,916	2,900	2,852	2,884	2,891	2,895
非流动资产	15,175	15,645	16,221	17,065	18,198	18,920
%总资产	47.9%	41.7%	42.7%	40.6%	37.9%	34.0%
资产总计	31,670	37,503	37,951	42,081	48,043	55,597
短期借款	9,954	9,544	9,538	11,216	12,488	13,510
应付款项	8,010	9,271	8,700	9,337	11,556	14,780
其他流动负债	416	565	697	1,092	1,305	1,628
流动负债	18,380	19,379	18,934	21,644	25,348	29,917
长期贷款	2,772	2,765	2,031	2,131	2,131	2,131
其他长期负债	1,821	2,184	2,316	1,879	1,661	1,517
负债	22,973	24,328	23,281	25,654	29,140	33,564
普通股股东权益	8,646	13,069	14,577	16,333	18,809	21,939
其中：股本	1,607	1,710	1,710	1,710	1,710	1,710
未分配利润	2,169	3,599	5,276	7,282	9,708	12,788
少数股东权益	51	106	94	94	94	94
负债股东权益合计	31,670	37,503	37,951	42,081	48,043	55,597

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.437	0.895	1.089	1.381	1.669	2.119
每股净资产	5.382	7.643	8.525	9.552	11.000	12.831
每股经营现金净流	1.650	1.715	1.877	0.569	1.296	1.253
每股股利	0.050	0.100	0.200	0.207	0.250	0.318
回报率						
净资产收益率	8.13%	11.71%	12.78%	14.45%	15.17%	16.52%
总资产收益率	2.22%	4.08%	4.91%	5.61%	5.94%	6.52%
投入资本收益率	7.91%	8.01%	8.10%	8.34%	10.03%	11.63%
增长率						
主营业务收入增长率	18.80%	19.28%	13.17%	0.70%	24.17%	28.13%
EBIT 增长率	11.91%	30.34%	1.68%	16.89%	35.23%	30.08%
净利润增长率	-13.37%	117.76%	21.72%	26.76%	20.89%	26.97%
总资产增长率	1.72%	18.42%	1.20%	10.88%	14.17%	15.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	91.1	82.0	84.7	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	79.1	81.7	83.6	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	115.6	105.6	95.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	160.1	145.8	123.3	122.4	101.3	81.2
偿债能力						
净负债/股东权益	99.33%	44.72%	38.63%	42.42%	38.32%	32.99%
EBIT 利息保障倍数	2.6	3.8	5.6	-17.7	21.6	10.1
资产负债率	72.54%	64.87%	61.34%	60.96%	60.65%	60.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周 内	一月 内	二月 内	三月 内	六月 内
----	---------	---------	---------	---------	---------

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402