

领益智造(002600)

报告日期: 2023年08月08日

全球精密制造龙头，多元布局谋新成长

——领益智造深度报告

投资要点

- **精密功能件制造龙头，全球领先的消费电子精密功能件制造商，拓展新能源汽车、光伏发电领域，随着 AR/MR 市场发展，有望充分受益。**
- **全球领先消费电子精密功能件制造商，多元发展促业绩增长**
领益智造是消费电子精密功能件龙头制造商，2020 年前五大制造商全球市场份额总计 13.5%，公司份额为 7.2%。公司拥有以生产服务据点、研发中心、销售办事处构建的全球化网络，覆盖全球主要市场。深耕主营业务领域，持续沉淀精益制造能力，2018-2022 年精密功能件营业收入 CAGR 达 13.84%，平均销售毛利率为 24.7%；业务向新能源汽车领域延伸，已建成四大生产基地，2021、2022 年公司汽车产品实现营业收入 4.44、11.82 亿元，同比增长 141.54%、166.32%。
- **消费电子、新能源汽车、光伏发电三行业助力精密制造快速增长**
消费电子行业稳中有进，据 Statista 估计，2022 年市场增长至 7.54 万亿元，轻量化零件市场受消费电子终端设备影响，迎来新机遇，拓展现实设备 VR/AR/MR 成为新增长点。新能源汽车带动精密制造发展，锂电池、新能源汽车市场发展前景广阔，据 Trendforce 预计，全球电动汽车的销量在 2023 年增至 1451 万辆。据 Woodmackenzie 数据，分布式光伏发电系统蓬勃发展，带动全球微型逆变器出货量持续增加，2018-2020 年 CAGR 达 39.12%，市场销售规模 CAGR 达 38.91%。
- **重研发不断前瞻布局，进军新能源注入增长新动能**
公司专注创新，以工研院为研发核心建立研发网络，截至 2022 年末，公司在全球范围内 10 个国家和地区拥有研发中心，并拥有 2738 项专利，其中发明专利 162 项、实用新型专利 2508 项、外观专利 68 项；2018-2022 年研发费用 CAGR 达 16.78%，以创新促长效发展。在占据行业龙头地位情况下，主营业务方面仍求进取，进军镁铝合金结构件产品领域；同时横向拓展光伏、医疗器械、5G 通信等领域，收购浙江锦泰，重点布局新能源汽车板块的动力电池结构件业务。
- **盈利预测与估值**
预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 375.55、417.96、477.58 亿元，同比增速为 8.90%、11.29%、14.27%；归母净利润为 20.13、25.15、31.45 亿元，同比增速为 26.13%、24.94%、25.02%，当前股价对应 PE 为 21.78、17.43、13.94 倍，EPS 为 0.29、0.36、0.45 元。考虑到公司作为全球领先的精密制造厂商，公司积极发展消费电子主赛道，以精密功能及结构件为优势业务，围绕现有核心客户，持续提升现有工艺渗透率，有望受益于消费升级和 5G、人工智能等技术的更新迭代；同时不断拓展工艺及产品线，积极布局新能源汽车、光伏储能等清洁能源行业，有望受益于政策利好及行业需求提升。综上，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示**
行业竞争加剧、大客户依赖、汇率波动等风险。

投资评级：买入(首次)

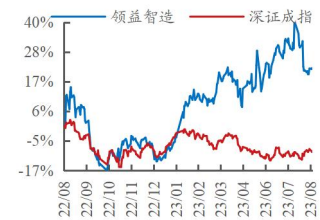
分析师: 蒋高振
执业证书号: S1230520050002
jianggaozhen@stocke.com.cn

研究助理: 褚旭
chuxu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.23
总市值(百万元)	43660.95
总股本(百万股)	7008.18

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	34484.68	37555.03	41795.93	47758.22
(+/-)(%)	13.49%	8.90%	11.29%	14.27%
归母净利润	1596.08	2013.13	2515.24	3144.66
(+/-)(%)	35.25%	26.13%	24.94%	25.02%
每股收益(元)	0.17	0.29	0.36	0.45
P/E	27.47	21.78	17.43	13.94

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 领益智造：全球领先的消费电子精密功能件制造商	4
1.1 一站式智能制造平台，全球化多中心布局	4
1.2 业绩增长稳定，费率结构优化	5
1.3 实控人经验丰富，激励注入发展动力	6
2 多赛道并重，消费电子、汽车、光伏协同成长	7
2.1 消费电子市场稳中求进，AR/MR 带来发展新机遇	7
2.2 新能源汽车持续发展，助推精密结构件增长	8
2.3 分布式光伏发电成未来趋势，带动微型逆变器需求升级	10
3 矢志创新求长效发展，多产业并进拓增长空间	11
3.1 研发驱动成长，持续前瞻布局	11
3.2 乘进取之意，乘新能源东风	12
4 盈利预测	13
4.1 细分业务盈利预测	13
4.2 估值	15
5 风险提示	15

图表目录

图 1: 领益智造全球布局	4
图 2: 领益智造业务及终端市场图	5
图 3: 2022 年营收同比增长 13.49%	5
图 4: 2022 年归母净利润同比增长 35.25%	5
图 5: 2022 年销售毛利率、净利率分别为 20.73%、4.61%	6
图 6: 2019-2023Q1 公司期间费用率	6
图 7: 领益智造股权结构 (截至 2023 年 8 月)	6
图 8: 2017-2022E 全球消费电子行业市场规模 (亿元)	8
图 9: 锂电池结构示意图	9
图 10: 2016-2025 年中国钾电池市场出货量及预测(GWH)	9
图 11: 2013-2022 年中国新能源汽车销量及渗透率情况(万辆)	10
图 12: 2019-2023 年全球新能源汽车销量及预测 (千辆)	10
图 13: 集中式、分布式光伏发电系统对比	10
图 14: 微型逆变器原理示意图	10
图 15: 2018-2020 年微型逆变器出货量及市值 (MW/百万美元)	11
图 16: 2020 年全球微型逆变器市场占比	11
图 17: 领益智造发展历程	13
表 1: 公司主要业务	4
表 2: 领益智造现任管理层	6
表 3: 2022-2024 年领益智造员工持股计划业绩考核目标	7
表 4: 截至 2022 年公司主要研发项目	11
表 5: 公司细分业务盈利预测表	14
表 6: 可比公司估值 (截至 2023 年 8 月 8 日收盘)	15
表附录: 三大报表预测值	17

1 领益智造：全球领先的消费电子精密功能件制造商

1.1 一站式智能制造平台，全球化多中心布局

精密功能件领先制造商，在质量、工艺、技术等多个方面设定行业标准。领益智造主要业务覆盖材料、结构件、精密功能件、模组和精品组装业务全产业链，2022 年营收结构中精密功能件、充电器、材料业务、汽车产品和其他产品分别占比 70.0%、19.0%、3.0%、3.4%和 4.6%。公司在精密零件领域具有多年生产制造经营经验和规模优势，垂直整合零部件上下游延伸产业链布局，实现从零部件制造及模组组装向整机加工组装的拓展，客户覆盖全球前 10 大智能手机品牌中的 10 家，消费电子零部件制造端产品及服务的数量和种类在过去十余年始终保持领先。据弗若斯特沙利文报告，2020 年全球前五大消费电子精密功能件制造商总计市场份额约 13.5%，其中公司份额为 7.2%。

表 1：公司主要业务

业务	简介
材料	专注于铁氧体磁性材料、新材料的研发、生产和销售，产品主要覆盖永磁铁氧体元件、软磁铁氧体元件、散热材料、导电类材料及相关功能膜材等领域。产品销往日本、欧美、香港、台湾等国家和地区，配套于世界著名电机生产厂家和电子器件生产商。
结构件	以建立智能化工厂为载体，从研发、模具制造、注塑、喷涂、CNC 加工到组装的全制程投入，全面应用了自动化生产设备，以端到端数据流为基础、以网络互联为制程的新工业模式，以关键制造环节智能化为核心，提升核心产品竞争力。是国内外高端手机品牌客户的核心供应商。
精密功能件	从不锈钢、铝合金到钛合金，从 CNC 到车铣复合加工技术，从喷砂、抛光到 PVD 和阳极氧化等各种表面处理工艺，结合独立开发的自动化和视觉检测技术，向消费电子行业提供尺寸和外观要求苛刻的精密金属小件。
模组组装	专注于电子消费品模组组装解决方案，拥有无线充电模组、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线。
整机组装	充分利用公司多种产品自制的优势，以自动化为技术基础，集成上述四大平台生产制造能力，向客户提供智能手机、网关产品、充电器、智能穿戴终端、智能家居产品、IoT 等各类电子消费品成品组装，实现领益智造一站式的产品交付，帮助客户简化供应链，降低成本，提高质量稳定性。

资料来源：领益智造公告，浙商证券研究所

产研网络全球化。公司坚持多品类、多地区协同发展的国际化发展战略，通过生产及服务据点、研发中心、销售办事处的全球化网络成功构建了能够对客户实时需求进行快速响应的全球化多中心体系，覆盖包括中国、美国、芬兰、韩国、新加坡、印度、越南、巴西等全球主要区域市场。截至目前，公司在全球拥有 58 个生产及服务据点及 8 个精品组装基地，能够对冲产销区域集中的风险，实现业务海内外双循环。

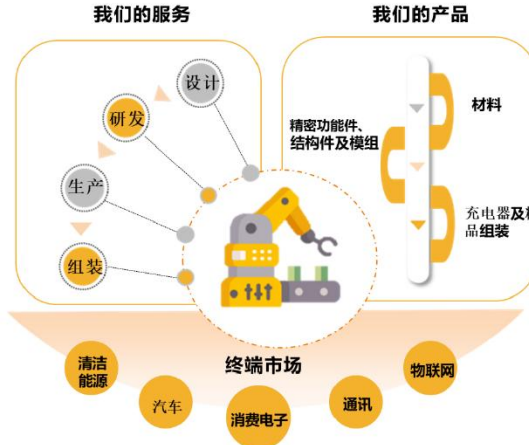
图 1：领益智造全球布局



资料来源：领益智造公司官网，浙商证券研究所

业务领域多元延伸。在全球能源消耗向低碳转型的背景下，公司战略性地将精益制造能力应用于新能源汽车及清洁能源领域，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，在精密制造能力、研发设计能力等方面已具备竞争优势，可满足汽车行业日益增长的需求。公司新能源汽车板块产品包括动力电池电芯铝壳、盖板、转接片和软连接等，目前最主要的产品为精密结构件产品，下游应用行业为锂电池行业和汽车行业。

图 2: 领益智造业务及终端市场图

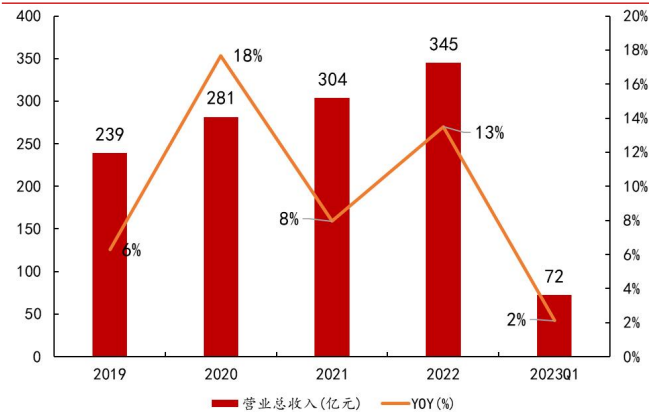


资料来源：公司定期公告，浙商证券研究所

1.2 业绩增长稳定，费率结构优化

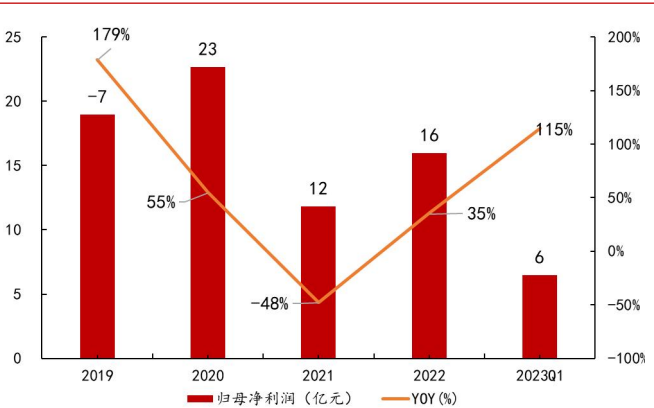
营业收入增长稳定，盈利能力持续提升。2022年，公司营业收入为344.9亿元，同比增长13.49%；归母净利润为15.96亿元，同比增加35.25%，主要系公司坚持聚焦精密功能件、结构件的核心业务，不断优化产品结构，加强成本费用管理，提升整体盈利能力；同时充分运用自身在精益制造领域沉淀的研发、生产能力和规模的优势，在稳定现有客户的基础上进行横向扩展布局。23Q1，公司实现营收72.14亿元，同比增长2.12%；扣非归母净利润为4.28亿元，同比增长80.19%。

图 3: 2022 年营收同比增长 13.49%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图 4: 2022 年归母净利润同比增长 35.25%

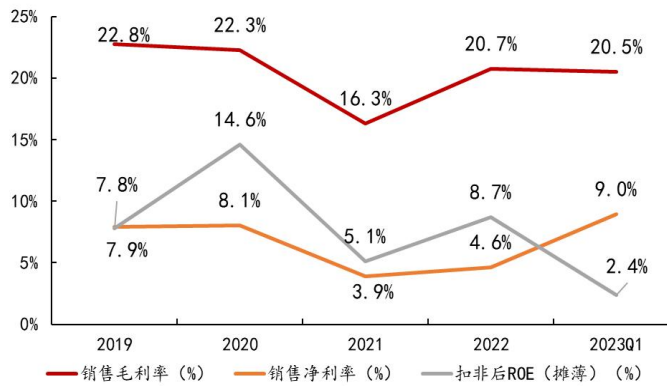


资料来源：Choice，浙商证券研究所

期间费用率整体呈优化趋势。2019-2022年，销售费用率由1.52%降至0.88%；管理费用率由4.01%变为4.23%；财务费用率由1.17%降为0.43%，其中2021-2022年财务费用下降主要系汇率变动导致汇兑收益增加所致；研发费用率由4.77%增加至6.07%，2022年研

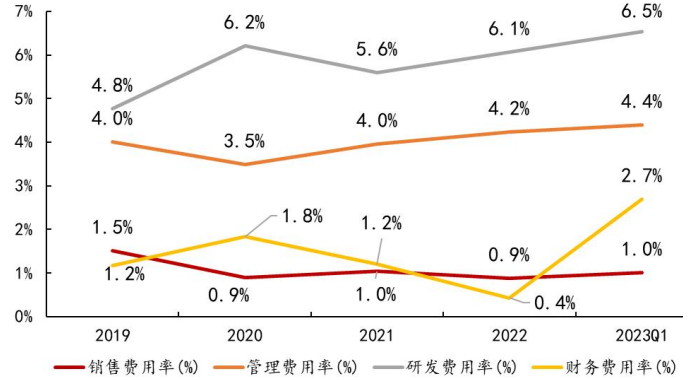
发费用为 20.94 亿元，同比增长 23.1%，主要系公司重视研发，持续加大对先进技术的投入，优化产品结构和供应链，提升核心竞争力。

图 5：2022 年销售毛利率、净利率分别为 20.73%、4.61%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图 6：2019-2023Q1 公司期间费用率

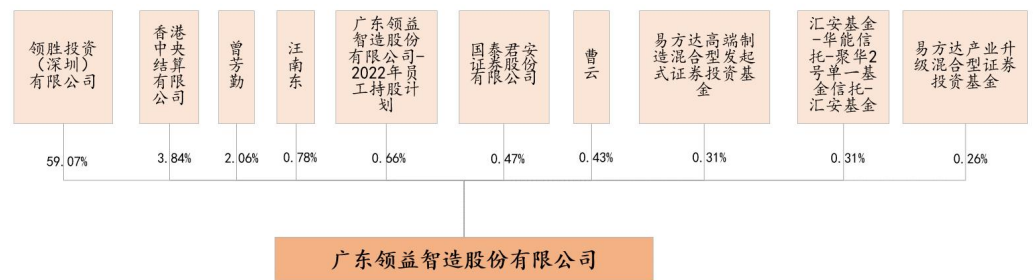


资料来源：Choice，浙商证券研究所

1.3 实控人经验丰富，激励注入发展动力

控制权稳定，经营战略坚定。股权结构集中，有利于公司步履坚定地实现重点布局，公司第一大股东、实际控制人曾芳勤，兼任董事长与总经理，直接持股及通过领胜投资间接持股累计 61.13%，曾任美时精密加工有限公司中国区域总经理，具备丰富的企业管理经验和广阔的精密零件行业视野；副董事长贾双谊在美国管理协会有 19 年任职经历，曾任中国区副总裁，具备丰富管理咨询经验。公司第二大股东香港中央结算公司持股 3.84%，第三大股东汪南东持股 0.78%。

图 7：领益智造股权结构（截至 2023 年 8 月）



资料来源：Wind，领益智造公告，浙商证券研究所

表 2：领益智造现任管理层

公司高管	职务	性别	出生年份	简介
曾芳勤	董事长， 总经理	女	1965	1965 年出生，中国国籍，拥有香港永久居留权，硕士学历，曾任深圳市远洋渔业公司副总经理、广东富海公司总经理、美时精密加工有限公司中国区域总经理。2006 年 5 月创立领胜电子科技(深圳)有限公司，2012 年 7 月创立领胜科技(深圳)有限公司。现任领胜投资(深圳)有限公司执行董事、公司董事长兼总经理。

贾双谊	副董事长, 董事	男	1978	1978 年出生, 中国国籍, 无境外居留权, 本科学历, 2001 年 11 月至 2004 年 1 月, 担任 AMA 上海客户经理; 2004 年 2 月至 2017 年 12 月, 担任 AMA 南中国区总经理; 2018 年 1 月至 2020 年 11 月, 担任 AMA 中国区副总裁。2020 年 12 月进入公司担任集团人力资源副总裁。现任公司副董事长。
谭军	董事	男	1973	1973 年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 曾任职于江苏春兰机械制造有限公司和莱尔德电子材料(深圳)有限公司。2006 年进入领益智造(深圳)有限公司工作至今, 历任公司业务总监, 副总裁。2018 年 3 月至今任公司董事。
黄金荣	董事	女	1980	1980 年生, 中国国籍, 本科学历, 无境外永久居留权。2016 年 10 月加入公司, 曾任公司注塑事业部和赛尔康事业部财务副总监, 现任公司财经部高级总监。
郭瑞	副总经理, 董事会秘书	男	1983	1983 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历, 毕业于中国科学院研究生院, 已获得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。2015 年以来先后任职于东方基金管理股份有限公司、青岛悦海盈和基金投资管理有限公司及欧菲光集团股份有限公司。2022 年 7 月加入公司。
王涛	财务总监	男	1984	1984 年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历, 毕业于东北大学管理学学士, 中山大学 MBA。2011 年 11 月起加入中兴通讯股份有限公司, 先后担任海外事业部财务部长, 集团供应链财务部部长。2019 年 6 月份加入高新科技集团, 先后担任财务总监及执行副总裁岗位, 在全面预算管理、绩效管理、核算、税务遵从及规划、资金管理、外汇管理、法人治理方面有丰富的一线经验和总部经验。2022 年 5 月加入公司, 现任公司财务总监。
李学华	监事会主席	男	1978	1978 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 2011 年进入领胜电子科技(深圳)有限公司, 曾任开发经理。现任公司冲压事业部副总裁, 2018 年 3 月至今任公司监事。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股权激励提高员工凝聚力和公司发展活力。为完善员工与全体股东的利益共享和风险共担机制, 促进公司长期、持续、健康发展, 2022 年 8 月公司发布员工持股计划, 本次员工参与总人数不超过 530 人, 持股规模不超过 4600 万股, 分三期解禁, 解锁比例分别为员工持股计划总股数的 30%、30%、40%。本次激励计划, 以 2021 年度营业收入为业绩基数, 考核年度为 2022-2024 年, 每个会计年度由管理委员会根据公司业绩考核结果及个人绩效考核结果进行解锁。此举贯彻公司与个人共同持续发展的理念, 充分调动公司管理者及员工的积极性和创造性, 为公司持续快速发展注入新动力。

表 3: 2022-2024 年领益智造员工持股计划业绩考核目标

考核期间	公司业绩考核指标
2022 年	2022 年度营业收入比 2021 年度营业收入增长不低于 10%; 出售第一批解锁时点的股票获得的资金归全体持有人所有
2023 年	2023 年度营业收入比 2021 年度营业收入增长不低于 21%; 出售第二批解锁时点的股票获得的资金归全体持有人所有
2024 年	2024 年度营业收入比 2021 年度营业收入增长不低于 33%; 出售第三批解锁时点的股票获得的资金归全体持有人所有

资料来源: 领益智造公告, 浙商证券研究所

2 多赛道并重, 消费电子、汽车、光伏协同成长

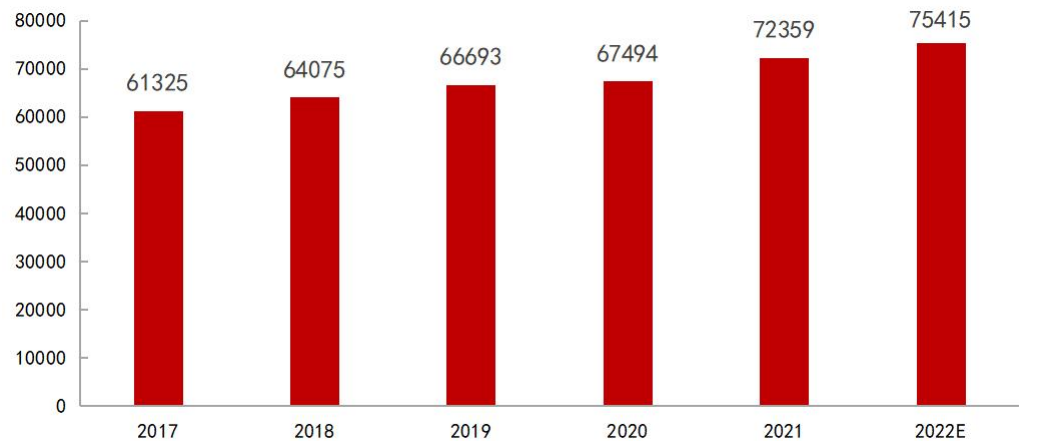
2.1 消费电子市场稳中求进, AR/MR 带来发展新机遇

受益于全球消费电子升级, 精密制造市场规模提升。受益于消费升级和 5G、人工智能等技术的更新迭代, 全球消费电子产品出货量不断提升, 消费电子精密功能件和结构件需求同步上升。精密制造行业产业链上游原材料主要包括磁性材料, 金属材料如不锈钢、铝

材、铜材，非金属材料如塑胶、硅胶、石墨、碳纤维等；产业链中游主要为精密功能件、结构件、模组的生产 and 加工。在技术创新等因素推动下，全球消费电子产品创新层出不穷，渗透率不断提升，消费电子行业快速发展，并形成庞大的产业规模。据 Statista 数据，2017 年全球消费电子行业市场规模已达 6.13 万亿元。随着全球消费电子行业市场规模稳步增长，至 2021 年已达 7.24 万亿元，预计 2022 年将增长至 7.54 万亿元，市场前景广阔。

轻量化零件市场迎来新机遇。传统消费电子领域，基于消费者对智能手机、笔记本电脑等消费电子终端设备轻薄化、设计简约化等需求的增加，轻量化零件市场可能迎来崭新的发展机遇。智能手机细分市场中，全球智能手机出货承压趋势下，折叠屏手机市场技术成熟度提升后带来成本的下降，传导至消费端将进一步拉动折叠屏手机出货量的提升。据 IDC 预测，2022 年全球折叠屏手机出货 1,440 万台，同比增长 93%，2025 年有望超 6500 万台，2020-2025 年 CAGR 超过 90%。折叠屏手机因其复杂的制造工艺与高技术含量，对智能手机厂商提出更高的要求，能率先突破折痕优化、铰链耐久性、应用适配等用户痛点问题的上游精密件制造厂商具有先发优势。

图 8：2017-2022E 全球消费电子行业市场规模（亿元）



资料来源：Statista、中商研究院、浙商证券研究所

拓展现实设备爆发式增长，助力精密制造。拓展现实 VR/AR 设备是元宇宙重要的物理入口，提供显示与虚拟的连接，是相应软件生态落地的硬件基础。拓展现实包括 VR(虚拟现实)、AR(增强现实)、MR(融合现实)。VR 提供沉浸式体验，通过全面接管人类的视觉、听觉、触觉以及动作捕捉来实现元宇宙中的信息输入输出。AR 则在保留现实世界的基础上叠加一层虚拟信息。MR 通过向视网膜投射光场，可以实现虚拟与真实之间的部分保留与自由切换。22H1 VR/AR 市场保持爆发式增长的趋势，据 Canalys 数据，22Q1 全球 VR/AR 头显出货量为 275/8.2 万台，分别同比+24%/+39%。

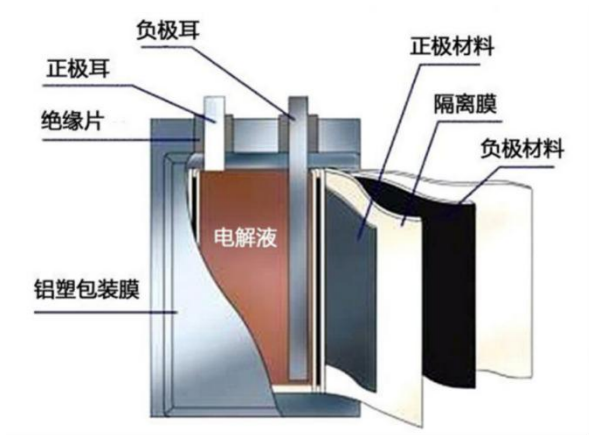
2.2 新能源汽车持续发展，助推精密结构件增长

精密结构件随新能源汽车发展获益。新能源汽车板块精密结构件包括动力电池中芯等，其下游应用行业为锂电池行业和汽车行业，精密结构件制造行业的发展情况与下游应用行业的景气度息息相关。新能源动力电池由正极材料、负极材料、隔膜、电解液和精密结构件组成，其中精密结构件主要包括电池铝/钢壳、盖板、连接片(正负极软连接、电池软连接排)等。

锂电池中国市场发展前景广阔，成长性强。与传统电池相比，锂离子电池具有工作电压高、能量密度高（重量轻、体积小）、比容量高、安全性能好、循环寿命长等优势，同

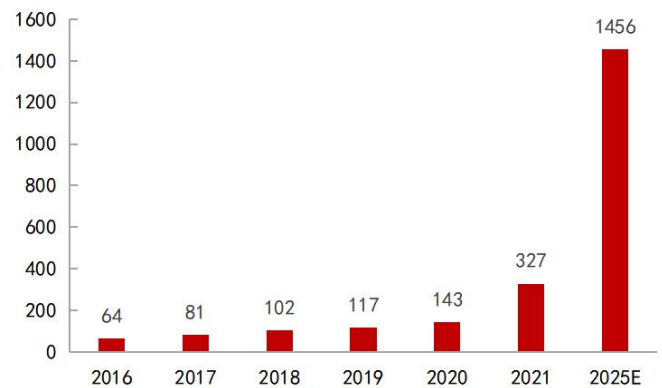
时由于不含铅镉汞等有毒物质，被称为绿色新能源产品。锂电池广泛应用于消费电子、电动工具、水力、火力、风力和太阳能电站等储能电源系统，及电动交通工具、军事装备、航空航天等多个领域。随着全球新能源汽车、消费类电子产品及储能产品等领域的持续发展，锂电池需求将保持稳定增长。据高工锂电（GGII）统计数据显示，2021年中国锂电池出货量为327GWH，同比增长130%；预计2022年，中国锂电池出货量有望超600GWH，同比增速有望超80%；到2025年中国锂电池市场出货量将超1456GWH，2021-2025年CAGR超过43%。

图 9：锂电池结构示意图



资料来源：诺信电子、浙商证券研究所

图 10：2016-2025 年中国锂电池市场出货量及预测(GWH)



资料来源：高工锂电、广州明美招股说明书、浙商证券研究所

新能源汽车政策支持，中国市场增速快。在国务院发改委 2021 年发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》确立的“纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用”方针指引下，我国坚持纯电驱动战略取向，新能源汽车产业发展迅速。据中国汽车工业协会数据，2018-2021 年，我国新能源汽车销量分别为 125.6、120.6、136.7 和 352.1 万辆。其中，2018 年我国新能源汽车销量为 125.6 万辆，2013-2018 年 CAGR 为 133.75%。2019 年，受宏观经济下行、“国六”标准实施、新能源车补贴退坡等因素影响，国内汽车销售受到冲击，新能源车销量同比增速首次下滑，同比下滑幅度为 4.00%。2020 年，国内汽车市场受宏观环境影响，新能源汽车销量增速继续放缓，但随着市场消化补贴退坡政策、“双积分”政策的落地等因素影响，国内新能源车销量实现逆势增长 13.35%。进入 2021 年，随着终端消费者对新能源汽车的接受程度不断提高，叠加“双积分”政策的影响，各大传统车企纷纷扩大新能源汽车领域的布局，我国新能源汽车销量达到 352.1 万辆，同比增长达到 157.57%。2022 年，我国新能源汽车出货量 524.9 万台，渗透率超 28%。

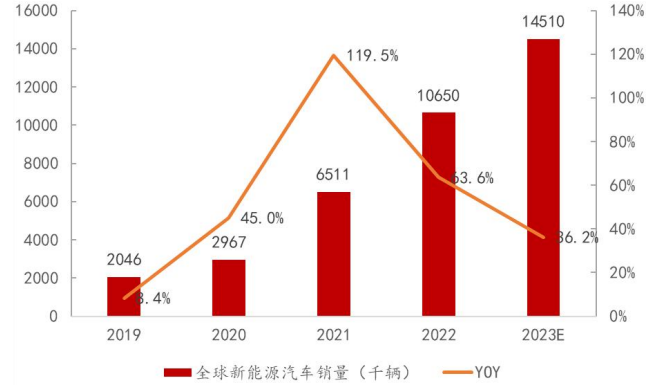
新能源汽车渗透率提高，中国市场提前实现 20% 目标。中国新能源汽车产业的迅速发展，推动新能源汽车市场渗透率的提升。据中国汽车工业协会数据，2013-2020 年，我国新能源汽车渗透率持续增长，从 1.81% 上升至 5.40%。进入 2021 年，受益于新能源汽车市场规模的快速增加，我国新能源汽车渗透率提升尤为明显，从 2020 年 5.40% 的水平大幅上升至 13.40%。据乘联会数据，2022 年全年我国新能源乘用车（含 PHEV）渗透率接近 28%，已提前实现《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》中规划的 2025 年新能源汽车 20% 市场份额的目标。

图 11: 2013-2022 年中国新能源汽车销量及渗透率情况(万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会、乘联会、深圳威迈斯招股说明书、浙商证券研究所

图 12: 2019-2023 年全球新能源汽车销量及预测 (千辆)



资料来源: Trendforce、浙商证券研究所

全球新能源汽车持续高速增长。2016-2020 年间，新能源汽车续航里程和性能表现逐步升级，各国政府推出扶持政策 and 激励措施。2020 年全球新能源汽车年销量达到 296.7 万辆，同比增长 45.0%。未来，随着全球部分国家碳排放标准的趋严，新能源汽车仍将保持高速增长。据 Trendforce 预计，全球电动汽车的销量在 2023 年增至 1451 万辆。

2.3 分布式光伏发电成未来趋势，带动微型逆变器需求升级

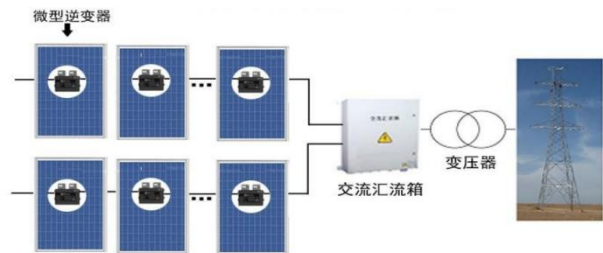
分布式光伏发电成未来趋势。并网光伏发电系统可以将光伏组件输出的直流电转化为与公共电网电压同幅、同频、同相的交流电，实现与电网连接并向电网输送电能。并网光伏发电系统具有较强的灵活性，当日照较强时，光伏发电系统在给交流负载供电的同时将多余的电能送入电网；当日照不足时，光伏发电系统与公共电网共同为负载供电。并网光伏发电系统一般分为集中式光伏电系统和分布式光伏发电系统。分布式光伏发电系统倡导就近发电、就近并网、就近转换、就近使用，有效解决电力在升压及长距离输送过程中的损耗问题，是一种新型的、具有广阔发展前景的发电和能源综合利用方式，是未来光伏发展的重要方向。

图 13: 集中式、分布式光伏发电系统对比

项目	集中式光伏发电系统	分布式光伏发电系统
基本建设原则	充分利用荒漠地区丰富和相对稳定的太阳能资源构建大型光伏电站，接入高压输电系统供给远距离负荷	主要基于建筑物表面，就近解决用户的用电问题，通过并网实现供电差额的补偿与外送
建设规模	投入大量太阳能电池组件的集中发电	使用相对少量的太阳能电池组件实现分布式发电
建设地点	主要在戈壁和沙漠地区	主要在户用、工商业建筑屋顶
并网电压等级	一般是 35KV 或者 110KV，电压较高	一般是 220V/380V 电压并网，电压较低
输送距离	一般高压并网、远距离传输	一般就地并网，供当地及附近的用户使用
投资特点	具有电站投资大、建设周期长、占地面积大等特点，通过规模效应降低单瓦发电成本	具有投资小、建设快、占地面积小、政策支持力度大等特点，随着光伏平价上网的发展而在全球市场逐步实现经济性

资料来源: 昱能科技招股说明书、浙商证券研究所

图 14: 微型逆变器原理示意图

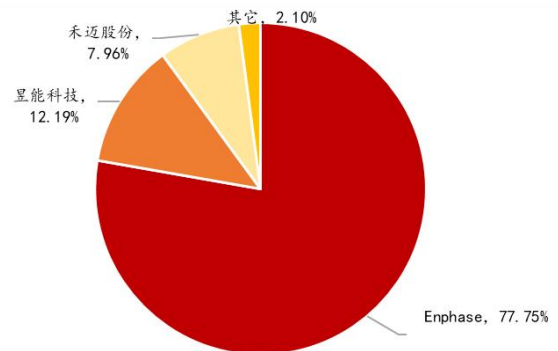
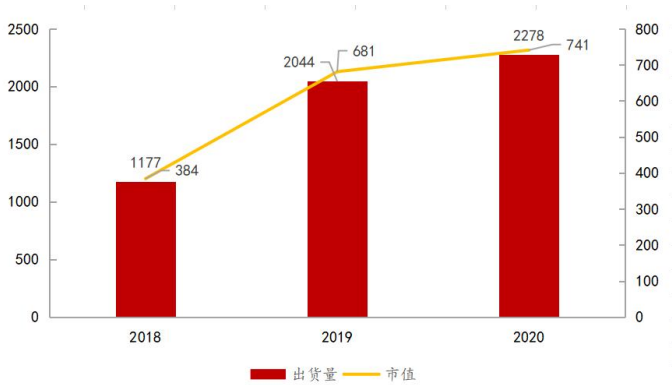


资料来源: 昱能科技招股说明书、浙商证券研究所

微型逆变器出货量持续增加，市场垄断情况明显。微型逆变器主要应用于分布式光伏发电系统，具备体积小、质量轻的特点，无需额外的放置用地，增强安装便利性。近年来随着分布式光伏发电系统的蓬勃发展，微型逆变器市场出货量也快速增加。2018-2020年出货量 CAGR 达 39.12%，全球微型逆变器出货量从 1.18GW 增加到 2.28GW，创造历史新高；市场销售规模从 3.84 亿美元增加到 7.41 亿美元，2018-2020 年 CAGR 达到 38.91%。据 WoodMackenzie 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 年全球微型逆变器市场中，Enphase 处于较强的领导地位，市场占有率全球第一，昱能科技则位居第二名。

图 15: 2018-2020 年微型逆变器出货量及市值 (MW/百万美元)

图 16: 2020 年全球微型逆变器市场占比



资料来源: woodmackenzie、昱能科技招股说明书、浙商证券研究所

资料来源: 华经产业研究院、浙商证券研究所

3 矢志创新求长效发展，多产业并进拓增长空间

3.1 研发驱动成长，持续前瞻布局

专注创新求发展。公司目前核心的产品解决方案包括材料平台、精密功能件平台、结构件平台、模组组装平台以及整机组装平台，在全球范围内 10 个国家和地区拥有研发中心；截至 2022 年末，公司累计获得各项专利 2738 项，其中发明专利 162 项、实用新型专利 2508 项、外观专利 68 项，能够实现整体结构件垂直整合，并为项目运行所需的技术工艺、投产运行等提供技术支持。

表 4: 截至 2022 年公司主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	预计对公司发展影响
摄像头清洗自动摆料方案开发	一种摄像头清洗自动摆料机设备，通过开发自动化摆盘结构，实现高效率、高精度、高品质的摆料动作，保障产品的品质、效率和美观性。	本项目的实施对人工手工摆盘实现自动化，降低了人工和制造成本，该项目实施促进行业的进一步发展，满足市场对电子行业的需求，同时提高企业效益。
无线耳机弹片压合设备及弹片穿销压合系统的开发	本项目研发的无线耳机弹片压合设备及弹片穿销压合系统，通过结构的设计和工艺技术的改进和完善，提升生产加工的效率和产品的精度，实现自动化生产，降低生产成本。	本项目的实施对产品的穿销和组装实现了自动化和一体化，降低了人工和制造成本，该项目实施促进行业的进一步发展，满足市场对模切的需求，并且对企业效益的提升有积极的意义。
铝底材连续电镀工艺开发	通过收料马达带动电镀线按照设定的速度运行，产品在马达拉力带动下，进入各电镀槽中进行电镀，在镀件表面形成镀层，达到所需的电镀效果。	铝底材连续电镀作为连续电镀的新兴工艺，可以进一步提升公司的行业市场竞争力。

5G 用高导热超薄均热板及其相关技术的产业化

开发新型高性能吸液芯结构制造方法，结合常用吸液芯结构与电沉积技术，制造多尺度复合吸液芯结构，可以更好地控制其孔隙率，毛细压力、渗透率和整体尺寸，获取具有更优异毛细性能的吸液芯。

实现不锈钢超薄均热板的量产能力，提高公司的产品竞争力。

碳纤维板纳秒激光切割细孔技术开发

紫外纳秒激光切割就是利用紫光波长 355nm，在适合的功率、频率、切割速度、切割次数等参数和专用治具条件下对碳纤维板材进行激光烧蚀的工艺技术，满足产品质量要求，进一步降低产品成本。

能够有效地降低生产成本以及节约能耗，在市场竞争中占据更有利的位置。

首款 120W 无 PFC 超级 PD 闪存

本项目实现的预期成果为开发一种高可靠性低待机功耗节能型应用广泛的充电器产品。该项目产品将广泛应用于在消费类电子产品领域，同时仪器仪表、工控设备、电子玩具智能家居等对电源的需求也呈上升趋势，这些需求的增长使开关电源市场更加活力。本项目具有很好的推广价值。

该项目有利于广泛推广使用。对拉动国内市场需求和保持出口增长及深圳经济建设有着积极的作用。对构建资源节约的技术支撑体系，推广应用节约资源的新技术、新工艺、新设备等方面有重要意义。

高功率密度 GaN 快速充电器

随着智能手机的普及，可穿戴设备的蓬勃发展，物联网技术的发展，未来对充电速率及兼容性的要求持续增高。

这些需求的增长使开关电源市场更加活力。本项目具有很好的推广价值，丰富公司的产品业务线。

一种薄铝圆片裁切贴装技术

一种新型动力电池结构件，其特征为：通过对结构的重新设计，注塑方式代替铝质防爆阀处装配焊接，从而取消了铝质防爆阀的一系列生产制造过程，以及传统防爆阀与顶盖主体之间连接的装配、激光焊接、半成品气密检测等一系列工序，从而降低成本，提高生产效率。

进一步丰富公司产品库，成为公司汽车配件制造业务的收入利润增长点。

资料来源：Choice，公司公告，浙商证券研究所

研究机构完善，人才储备充裕。具备系统化的三级研发平台，即工研院、BG 研发中心和 BU 开发中心，分别着重于关注行业未来发展趋势、新型产品研发和新型工艺研发。公司在深圳、东莞、苏州、东台、美国、新加坡等地均设有工研院，能够迅速响应全球客户的实时功能需求；截至 2022 年末研发人员总计 6604 名，占员工比例 10.05%。系统化平台下设六大子平台，分别是散热模组研发中心、机械工程研发中心、先进材料研发中心、精品组装中心、电磁研发中心以及建模仿真中心。未来，公司将在工研院带领下不断吸纳高端人才，进一步加强技术能力、自动化及智能制造能力，在小型精密产品上持续保持领先优势。

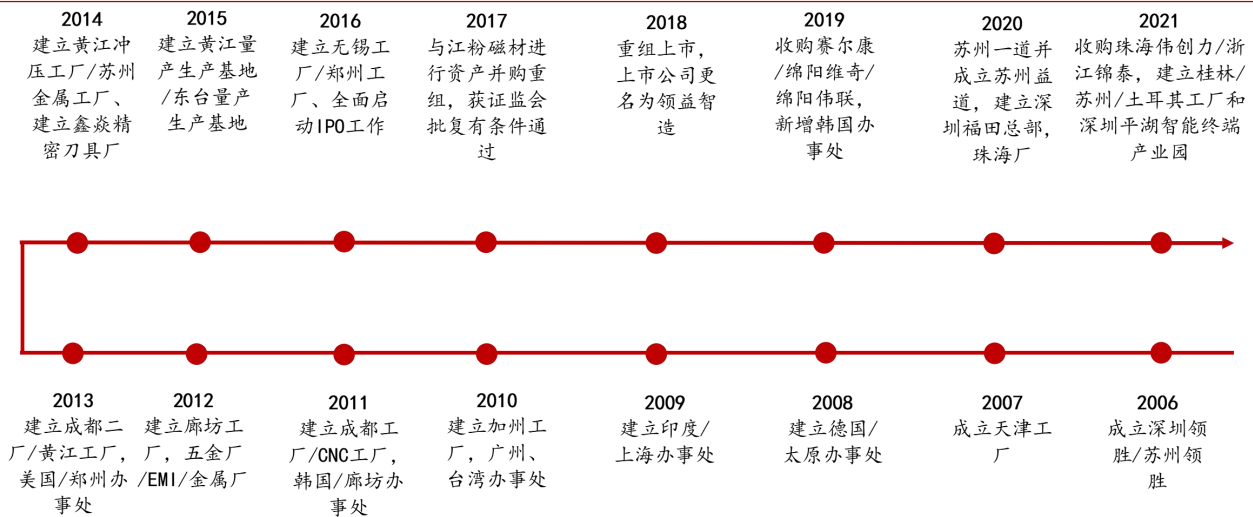
积极布局智能制造，持续领先行业。2022 年起公司在扬州经济技术开发区投资新项目，主要内容为镁铝合金产品的研发、生产和销售。镁铝合金对比其他金属有密度小、减震性强、刚性好等优点，被广泛应用于笔电、智能手机和汽车等下游市场，在环保、轻量化、节能减碳的时代，发展镁铝合金项目将有利于公司拓展更多的商业机会，进一步加强在产业链中上游的领先地位。

3.2 乘进取之意，乘新能源东风

跨产业横向布局，收购谋求发展。公司在加强主营业务经营的同时凭借自身在精益制造领域沉淀的研发、生产能力和规模优势横向扩展布局，自 2018 年重组上市以来，持续收

购寻求跨产业多元发展。2019年收购赛尔康海外工厂，大力发展光伏逆变器组装业务。2020年收购苏州一道医疗，开拓医疗器械及相关医疗产品业务；收购珠海伟创力，承接公司未来在整机组装等产品上的业务发展。2021年，收购深圳智成，涉入5G通信领域；收购常州思哲科，深化医疗器械零部件领域布局；收购比尔安达，扩展金属表面处理业务。

图 17: 领益智造发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

收购浙江锦泰，重点布局新能源汽车赛道。公司2020年已开始积极布局新能源汽车结构件业务，主要产品为动力电池结构件，2021年6月收购国内新能源汽车结构件供应商浙江锦泰，吸纳其名下共38项相关专利，同年公司汽车产品实现营业收入4.44亿元，同比增长141.54%；2022年公司汽车产品继续保强劲上升势头，营收达11.82亿元，同比增长166.32%。截至2022年5月，公司汽车板块拥有专业自动化、磨具、工艺、PD人才约150人，项目管理、产品开发、品质管理、运营管理核心人员均有15年以上汽车行业经验，依托集团产业链优势，将在未来进一步探寻、把握新能源汽车领域的业务机会。

4 盈利预测

4.1 细分业务盈利预测

精密功能件、结构件及模组:公司精密零组件包括模切、冲压、CNC等；核心器件与模组则包括键盘、散热模组、软包配件等。公司是全产业链一站式智能制造商之一，基于在精密零件领域多年的积累的生产制造经营和规模优势，有效整合上下游标的，发挥协同效应。目前，公司扩大海外生产基地，在海外大客户的市场份额保持稳中有升，产品线不断丰富，新一代产品料号数量持续增长；同时，东台、苏州、无锡等华东生产基地有望实现产能进一步释放。我们预计公司2023-2025年精密功能件、结构件及模组业务收入为246.88、261.91、291.46亿元。受益于产品结构优化及有效成本管控，2023年毛利率预计有所上升。随着新兴市场推动终端出货速度提升叠加规模效应发挥作用，公司盈利能力将进一步得到释放。由于行业相对成熟，预计后期毛利率增速放缓。我们预计2023-2025年精密功能件、结构件及模组业务毛利率分别为26%、27%、28%。

充电器及精品组装:公司并购赛尔康后，充电器及精品组装业务主要面向境外销售，目前在大功率快充以及氮化镓充电器项目上都取得不错突破。2021年受消费电子领域市场波动影响，销量增速下降。随着快充进一步渗透及国际客户项目进入量产期，受益于海外

工厂布局扩张, 预计充电器及精品组装业务产量增长明显。同时, 公司执行精细化管理, 发挥业务协同效应, 叠加新技术的推进及研发投入加码, 充电器及精品组装业务各产品线良率及效率有望稳定提升。我们预计公司 2023-2025 年充电器及精品组装业务的收入分别为 73.17、78.38、80.74 亿元。并购赛尔康完成后, 公司生产端导入柔性制造线以适应不同要求, 节约工时和设备投资, 同时改变销售模式, 降低原材料成本。我们预计 2023-2025 年充电器及精品组装业务毛利率分别为 8%、9%、10%。

材料: 公司材料包括磁材、模切材料及陶瓷应用等, 广泛应用于消费电子、新能源汽车、清洁能源等领域。随着公司不断垂直整合消费电子产业链上下游包括上游的材料板块, 同时公司研究平台设立先进材料研发中心、精品组装中心, 材料业务有望充分受益产业链及技术升级。预计公司 2023-2025 年材料业务的收入分别为 10.69、11.23、12.03 亿元。目前, 公司自动化水平及经营效率优化推动生产效率和良率提升, 材料业务经营及管理有望得到改善, 预计 2023-2025 年材料业务毛利率分别为 7%、10%、13%。

汽车产品: 公司汽车板块产品主要包括动力电池电芯、铝壳、盖板、转接片和软连接等, 下游应用行业为锂电池行业和汽车行业。2021 年起公司汽车行业板块收入增长迅猛, 主要受益于新能源汽车赛道景气度提升及公司下游动力电池业务客户结构优势。2021 年公司收购浙江锦泰电子有限公司, 通过拟投资建设电池结构件项目等方式大力发展新能源汽车业务。目前, 公司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, 相关项目已进入量产状态。我们预计公司 2023-2025 年汽车产品业务的收入分别为 22.32、36.08、53.88 亿元。汽车产品业务导入阶段前期投入较大, 后期伴随规模效应逐步显现, 毛利率预期提升, 预计 2023-2025 年汽车产品毛利率分别为 4.5%、5.5%、6.5%。

其他业务: 公司聚焦主业的同时, 积极开拓新市场及新业务以挖掘未来新增长点, 其他业务主要包括光伏储能等清洁能源业务。公司通过旗下子公司赛尔康海外工厂为据点大力发展光伏逆变器组装业务, 有望受益于新能源行业对精密部件需求逐步增多。我们预计公司 2023-2025 年其他业务收入分别为 22.49、30.36、39.47 亿元。公司不断垂直整合产业链, 优化资本配置及产业布局, 积极推动清洁能源业务在全球范围内的战略布局, 预计毛利率为 16%、16%、16%。

综上, 我们预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 375.55、417.96、477.58 亿元, 综合毛利率分别为 20.08%、20.51%、21.16%。

表 5: 公司细分业务盈利预测表

业务	指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
精密功能件、结构件及模组	营业收入 (百万元)	22168.36	24113.27	24687.89	26191.38	29145.77
	YOY	2.18%	8.77%	2.38%	6.09%	11.28%
	毛利率	19.84%	25.97%	26.00%	27.00%	28.00%
充电器及精品组装	营业收入 (百万元)	5605.29	6543.95	7316.78	7837.73	8074.43
	YOY	43.84%	16.75%	11.81%	7.12%	3.02%
	毛利率	5.00%	7.87%	8.00%	9.00%	10.00%
材料	营业收入 (百万元)	1253.54	1039.36	1068.79	1122.87	1202.82
	YOY	12.34%	-17.09%	2.83%	5.06%	7.12%
	毛利率	9.87%	5.73%	7.00%	10.00%	13.00%
汽车产品	营业收入 (百万元)	443.67	1181.58	2232.43	3607.61	5387.97
	YOY	-	166.32%	88.94%	61.60%	49.35%

	毛利率	2.17%	3.51%	4.50%	5.50%	6.50%
其他	营业收入(百万元)	913.64	1606.52	2249.13	3036.33	3947.22
	YOY	-38.52%	75.84%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	16.45%	16.86%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	营业收入(百万元)	30384.49	34484.68	37555.03	41795.93	47758.22
	YOY	7.97%	13.49%	8.90%	11.29%	14.27%
	毛利率	16.33%	20.73%	20.08%	20.51%	21.16%

资料来源：浙商证券研究所

4.2 估值

我们选择 A 股同为消费类大客户、及精密功能件及结构件供应商的上市公司歌尔股份、飞荣达、徕木股份作为可比公司。公司业务同时覆盖材料、精密功能件及结构件、模组和精品组装业务全产业链，产品广泛应用于消费电子、新能源汽车、清洁能源、医疗、5G 通讯及物联网等领域。随着传感器及人工智能等关键技术的迭代，智能可穿戴设备逐渐集成更丰富的功能，折叠屏技术及无线充电等技术为消费电子带来新的增长动力。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 375.55、417.96、477.58 亿元，同比增速为 8.90%、11.29%、14.27%；归母净利润为 20.13、25.15、31.45 亿元，同比增速为 26.13%、24.94%、25.02%，当前股价对应 PE 为 21.78、17.43、13.94 倍，EPS 为 0.29、0.36、0.45 元。考虑到公司作为全球领先的精密制造厂商，公司积极发展消费电子主赛道，以精密功能及结构件为优势业务，围绕现有核心客户，持续提升现有工艺渗透率，有望受益于消费升级和 5G、人工智能等技术的更新迭代；同时，公司不断拓展新兴工艺及产品线，积极布局新能源汽车、光伏储能等清洁能源行业，有望受益于政策利好及锂电池行业需求提升。综上，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值（截至 2023 年 8 月 8 日收盘）

股票代码	公司名称	最新收盘价	总市值(亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002241.SZ	歌尔股份	17.89	611.91	0.70	0.95	1.21	25.67	18.89	14.80
300602.SZ	飞荣达	16.9	97.69	0.40	0.72	0.96	41.88	23.51	17.65
603633.SH	徕木股份	11.74	38.54	0.41	0.64	0.96	28.50	18.26	12.26
	平均			0.50	0.77	1.04	32.02	20.22	14.90
002600.SZ	领益智造	6.23	436.61	0.29	0.36	0.45	21.78	17.43	13.94

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：歌尔股份、飞荣达、徕木股份均来自 Wind 一致预期

5 风险提示

1、行业竞争加剧风险

消费电子行业是公司主要下游应用市场之一，现今消费电子市场景气度下行，需求疲软。据 IDC 统计，2022 年全球智能手机出货量约为 12.1 亿部，同比下降 11%，其中安卓端手机出货量约为 9.77 亿部，同比下降 13%。未来随各企业投资布局完成，竞争程度将进一步提升，产品价格下降压力较大，公司后续发展将面临更大市场竞争风险。

2、大客户依赖风险

2020-2022年公司前五大客户销售额占比均超40%，存在产品销售客户集中及依赖风险。若部分大客户经营状况发生重大变化或对产品需求发生变化，公司采购会出现突然性大幅下降，其他主要客户的销售增长无法弥补，从而对公司收入产生影响。

3、汇率波动的风险

汇率风险主要来自海外销售、采购以及投融资活动产生的外币敞口及其汇率波动，公司2020-2022年境外销售占比分别为59.14%、61.40%、67.76%。汇率可能受到国内外政治、经济环境等因素影响，进而对公司以本币计价的经营业绩产生一定影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	19407	31054	31228	36103
现金	2731	13076	12133	15432
交易性金融资产	1197	809	738	914
应收账款	9210	9771	10372	10976
其它应收款	195	744	603	636
预付账款	115	100	116	138
存货	5101	5757	6383	7161
其他	859	797	883	847
非流动资产	16785	17195	18227	18214
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	673	429	509	537
固定资产	9818	10561	11514	11872
无形资产	1212	1244	1274	1297
在建工程	980	971	955	829
其他	4101	3989	3974	3678
资产总计	36192	48249	49455	54317
流动负债	13238	17908	16479	18232
短期借款	2027	2027	2027	2027
应付款项	6960	9070	9703	10653
预收账款	1	1	1	1
其他	4251	6811	4749	5551
非流动负债	5697	5411	5541	5517
长期借款	3825	3795	3777	3767
其他	1871	1616	1764	1750
负债合计	18935	23319	22020	23749
少数股东权益	90	83	73	61
归属母公司股东权	17167	24847	27362	30507
负债和股东权益	36192	48249	49455	54317

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4125	3658	3561	4529
净利润	1590	2006	2506	3133
折旧摊销	1932	992	1130	1239
财务费用	148	432	375	366
投资损失	(190)	(190)	(190)	(190)
营运资金变动	(274)	171	(458)	(232)
其它	919	248	198	212
投资活动现金流	(3268)	(1239)	(1884)	(1430)
资本支出	(126)	(1391)	(1687)	(1068)
长期投资	(270)	258	(82)	(31)
其他	(2872)	(106)	(115)	(330)
筹资活动现金流	(1159)	7927	(2620)	200
短期借款	(1317)	0	0	0
长期借款	(100)	(30)	(18)	(11)
其他	258	7957	(2602)	211
现金净增加额	(302)	10346	(943)	3299

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	34485	37555	41796	47758
营业成本	27335	30016	33222	37652
营业税金及附加	210	229	255	291
营业费用	302	329	366	418
管理费用	1460	1473	1630	1912
研发费用	2094	2178	2382	2674
财务费用	148	432	375	366
资产减值损失	1038	563	627	716
公允价值变动损益	(144)	(115)	(92)	(74)
投资净收益	190	190	190	190
其他经营收益	111	166	169	149
营业利润	2054	2576	3205	3993
营业外收支	(55)	(55)	(55)	(55)
利润总额	1999	2521	3150	3938
所得税	408	515	644	805
净利润	1590	2006	2506	3133
少数股东损益	(6)	(8)	(9)	(12)
归属母公司净利润	1596	2013	2515	3145
EBITDA	4220	3896	4595	5473
EPS (最新摊薄)	0.17	0.29	0.36	0.45

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.49%	8.90%	11.29%	14.27%
营业利润	-8.00%	25.43%	24.41%	24.59%
归属母公司净利润	35.25%	26.13%	24.94%	25.02%
获利能力				
毛利率	20.73%	20.08%	20.51%	21.16%
净利率	4.61%	5.34%	6.00%	6.56%
ROE	9.64%	9.54%	9.61%	10.84%
ROIC	6.84%	6.32%	7.44%	8.26%
偿债能力				
资产负债率	52.32%	48.33%	44.53%	43.72%
净负债比率	45.57%	47.60%	40.41%	40.04%
流动比率	1.47	1.73	1.90	1.98
速动比率	1.08	1.41	1.51	1.59
营运能力				
总资产周转率	0.96	0.89	0.86	0.92
应收账款周转率	3.83	3.87	3.82	3.89
应付账款周转率	3.93	4.05	3.81	4.00
每股指标(元)				
每股收益	0.23	0.29	0.36	0.45
每股经营现金	0.59	0.52	0.51	0.64
每股净资产	9.73	3.53	3.89	4.33
估值比率				
P/E	27.47	21.78	17.43	13.94
P/B	0.64	1.76	1.60	1.44
EV/EBITDA	8.90	10.72	8.86	6.91

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>