

领益智造 (002600)

公司研究/深度报告

踏过风浪，重回高增长

深度研究报告/电子元器件

2019 年 09 月 26 日

报告摘要：

● 聚焦精密功能件行业，领益智造重新起航

1) 领益科技借壳成功上市，掌握精密模具及生产设备所需核心能力，为领益智造成长打下坚实基础；2) 深耕于消费电子精密功能器件，公司大客户战略成绩斐然，后续新产品持续导入大客户，未来三年有望加速成长；3) 金立事件以及贸易预付款事件已经基本处理完成，领益轻装上阵，重新起航！

● 大客户可穿戴产品持续火爆，给公司带来绝对增量业绩

Airpods 预计明年出货大幅增长，公司是新款 Airpods 金属小件绝对主力供应商，参与多款料号，公司在 Airpods 项目明年有望贡献可观增量收入；健康监测功能定位清晰，Watch 预计明年出货持续增长，公司也是 Watch 金属件主力供应商；目前 Salcomp 整合顺利，后续切入快充、无线充电产品，明年贡献增量利润。

● 精密功能件精细度持续提升，龙头持续受益

市场认为智能机内部模切件等产品随着大客户机型更新迭代放缓后续降价压力较大，我们认为在 5G 时代智能机内部设计更加复杂，如前端射频器件用量提升以及无线充电功率提升带来发热量增加，提高石墨散热片等模切件需求。此外，大客户越来越多料号采用“模切+冲压”的复合材料取代模切或者冲压单工艺料号，预计每年带来 10%-20% 的 ASP 提升。

● 国产机开拓顺利，公司客户更加多元

公司在国产机龙头品牌模切等产品导入顺利，今年份额逐渐增加，中美贸易摩擦大背景下国产龙头客户预计在模切件产品更多采用国产厂商，我们预计领益明年成为国产机主力供应商。

● 投资建议

预计公司 19-21 年归母净利润 22.2、29.9、39.8 亿元，对应估值 30.3X、22.5X、16.9X，参考 SW 电子制造行业 PE 为 35 倍和可比公司平均估值为 26 倍，考虑到公司业绩弹性，首次评级，给予公司“推荐”评级。

● 风险提示

汇率波动风险、行业集中度高风险、业务板块的整合与融合风险、下游需求变动

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	22,500	27,115	40,237	48,453
增长率（%）	41.3	20.5	48.4	20.4
归属母公司股东净利润（百万元）	(680)	2,217	2,989	3,978
增长率（%）	-148.4	326.1	34.8	33.1
每股收益（元）	(0.10)	0.32	0.44	0.58
PE（现价）	(98.8)	30.3	22.5	16.9
PB	6.9	5.6	4.5	3.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

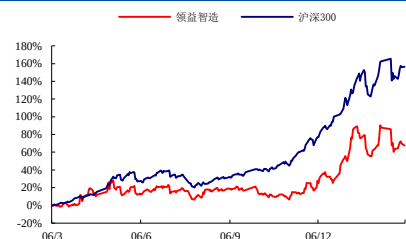
当前价格： 9.81 元

交易数据

2019-9-25

近 12 个月最高/最低(元)	11.1/2.43
总股本（百万股）	6,847
流通股本（百万股）	1,724
流通股比例（%）	25.18
总市值（亿元）	672
流通市值（亿元）	169

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：胡独巍

执业证号： S0100518100001

电话： 010-85127512

邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

目录

一、	聚焦精密功能件行业，领益智造重新起航	3
(一)	领益科技成功借壳上市，公司发展迎来全新机遇	3
(二)	围绕消费电子，多元化布局成绩斐然	9
二、	精密功能件行业市场广阔	11
(一)	消费电子产品朝轻薄化方向发展，为精密功能器件带来机遇	11
(二)	精密功能件行业朝精密化和多元化方向发展	12
(三)	模切业务市场空间扩大，领益智造迎来春天	14
(四)	智能手机多摄像头趋势扩大 CNC 业务市场规模	15
三、	5G 引领领益发展，可穿戴设备带来持续增长市场空间	16
(一)	射频屏蔽要求提升与发热量增加拉动领益智造发展	16
(二)	基站环形器用量大增，领益客户进展顺利	18
(三)	TWS 耳机等可穿戴设备带来发展机遇	18
四、	领益智造核心竞争力凸显，客户基础带动新发展	20
(一)	横向竞争优势明显，领益智造实力雄厚	20
(二)	与供应商关系雄厚，公司纵向竞争优势明显	22
(三)	对标行业一流公司，领益优势明显	23
(四)	新进入者壁垒高，行业主要障碍明显	23
五、	领益智造朝全方位消费电子一体化解决方案提供商方向发展	24
(一)	领益智造收购芬兰公司 SALCOMP，迎来新发展	25
(二)	领益智造发展方向明确，三方协同促创新创新	25
(三)	增发 30 亿，加码材料以及精密加工	26
六、	公司治理结构逐步规范，财务状况明朗	27
七、	盈利预测与估值分析	29
八、	风险提示	31
(一)	汇率波动风险	31
(二)	行业集中度高风险	31
(三)	业务板块的整合与融合的风险	31
(四)	下游行业需求变化风险	31
(五)	中美贸易摩擦加剧带来的业务风险	32
插图目录		34
表格目录		34

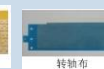
一、聚焦精密功能件行业，领益智造重新起航

2018 年领益科技借壳江粉磁材成功上市，领益智造迎来新的发展机遇。聚焦于精密功能件行业，领益智造致力于成为全球领先的消费电子产品“一站式”高精密小型化零件和模组的供应商。领益科技掌握了模切、冲压、CNC 加工、紧固件加工等精密功能器件所需的全制程工艺能力，在消费电子精密功能器件细分行业，领益科技具有强大的研发、生产、管理、技术和规模等优势。

(一) 领益科技成功借壳上市，公司发展迎来全新机遇

领益科技掌握精密模具及生产设备所需核心能力，为领益智造带来新机遇。领益科技经过多年的积累和发展，以自主研发的先进精密模具及生产设备为支撑，掌握了模切、冲压、CNC 加工、紧固件加工等精密功能器件所需的全制程工艺能力。

表 1-1: 领益科技主要业务情况

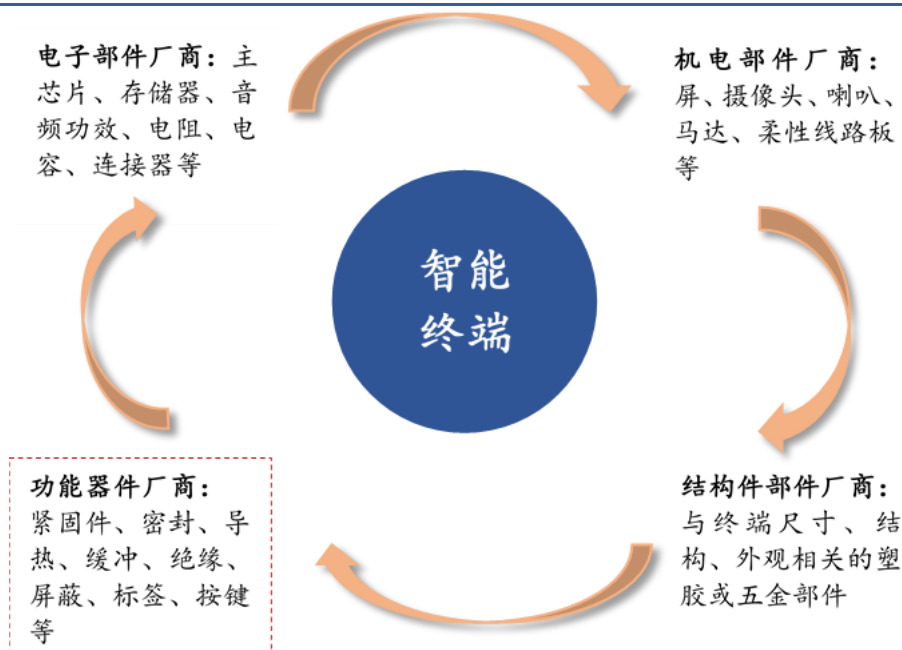
主要产品	产品分类	产品简介	图片
模切产品	手机产品系列	光学胶、泡棉、声学丝网、电池胶、热熔胶	    
	键盘产品系列	键盘胶、转轴布	 
	平板电脑产品系列	导热片、屏蔽片、橡胶垫片	  
CNC 产品	按键系列	手机&平板电脑音量键、电源键、静音键	
	镜头环系列	手机&平板电脑摄像头环装饰件	
冲压产品	屏蔽罩	焊接工艺屏蔽罩、一体式屏蔽罩	 
	金属手机内置结构件	金属支撑零件、金属传导零件	
	声学模组五金结构件	透声，防水防尘及外观美化的功能	
	金属件与胶，泡棉组合零件	部分金属零件与固定形状的胶或者泡棉贴合以实现零件的固定作用，散热或者导电作用。	
紧固件产品	螺母类	根据需求可压铆在金属片上、热熔在塑料中。	
	螺丝类	将电批或风批锁附在内螺纹上。	
	车制件类	可连接子件和母件，紧固电子设备内部结构，可对表面进行各类处理，定制化开发。	

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（金属与非金属）通过组装和热压合，组成多层复合材料。	

资料来源：民生证券研究院整理

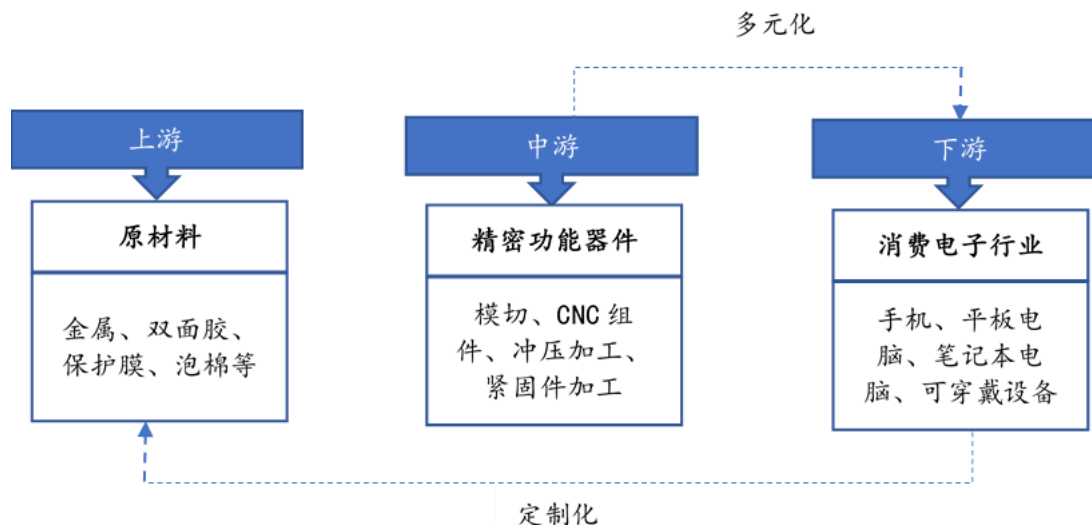
深耕消费电子精密功能器件，为消费电子各项功能保驾护航。消费电子精密功能器件直接影响消费电子产品的性能、质量，是消费电子产品不可或缺的组成部分。精密功能件行业处于消费电子产业链的中游，通过对单双面胶、保护膜、电磁屏蔽器件、导热器件、防尘网、绝缘片、标识产品、紧固件、功能按键等器件进行加工形成模切、冲压、CNC 等产品实现通讯设备、计算机、手机、汽车电子等产品各功能模块或部件之间粘接、保护、防干扰、导热、防尘、绝缘、标识等功能。

图 1-1：精密功能器件位于智能终端核心环节



资料来源：发行股份购买资产暨关联交易报告书，民生证券研究院

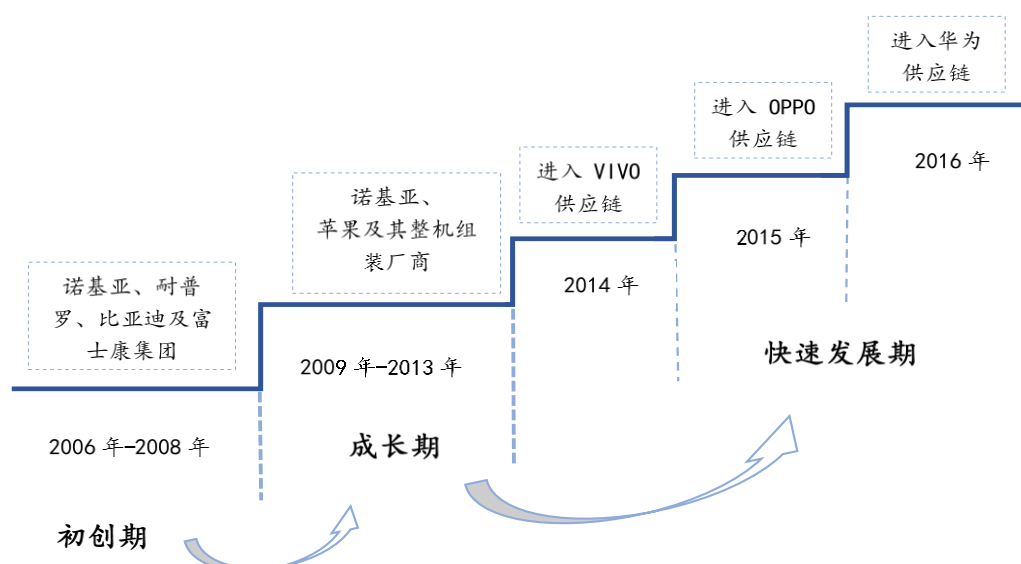
图 1-2: 精密功能器件处于消费电子产业中游



资料来源：发行股份购买资产暨关联交易报告书，民生证券研究院

客户涵盖全球一线消费电子终端品牌。领益科技凭借强大的研发、生产、管理、技术和规模等优势，通过了以苹果、华为、OPPO、VIVO 为代表的终端品牌商的供应商认证体系，进入其供应链并形成长期稳定的合作关系。领益科技的主要客户包括苹果、华为、OPPO、VIVO、朵唯等消费电子终端品牌及富士康、绿点科技、蓝思科技、伯恩光学等专业组装厂、代工厂，**拥有优质的客户资源。**为客户提供高品质的功能器件产品，广泛应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备、笔记本电脑等消费类电子产品行业。

图 1-3: 领益科技客户资源雄厚

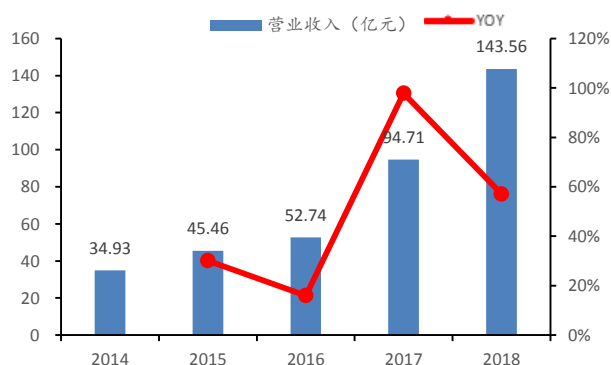


资料来源：发行股份购买资产暨关联交易报告书，民生证券研究院

领益科技近年来盈利状况良好，营业收入实现稳步增长，净利润总体较稳定，模切业务占比最高。2018 年，领益智造精密功能及结构件业务实现 144 亿的营业收入，同比增长 57.14%。2014-2018 年营业收入的 CAGR 为 42.38%。从收入结构来看，模切产品收入占主营业务收入

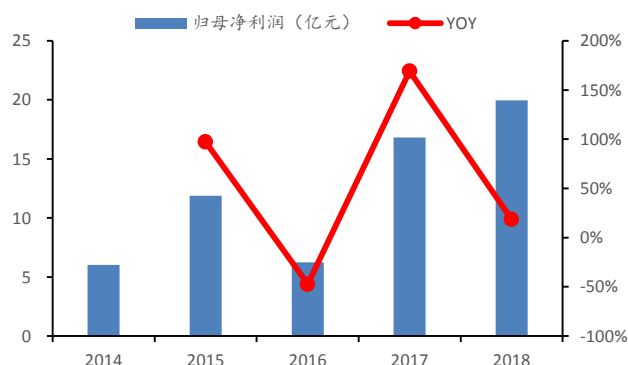
比重最高，主要是因为领益科技成立至今模切业务一直属于核心业务；组装和紧固件业务占比较小，尤其是紧固件产品呈现收入下降趋势，主要是因为随着智能手机技术逐年更新，手机内在结构和外观追求“超轻薄”的体验，紧固件市场需求逐渐减少。2018 年领益科技板块实现归属于母公司所有者的净利润 19.96 亿元，较上年同期增长 18.60%。

图 1-4：领益科技近年收入稳步增长



资料来源：wind，公司年报，民生证券研究院

图 1-5：领益科技归母净利润稳定



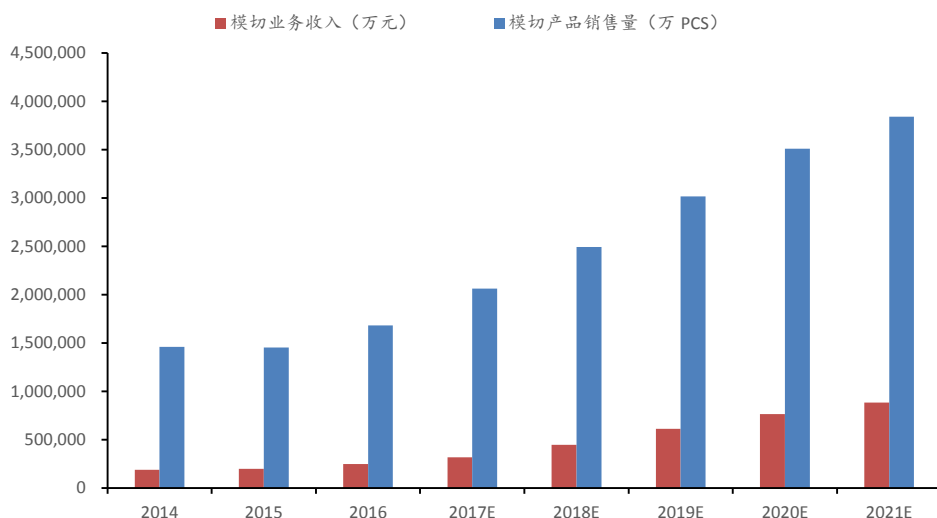
资料来源：wind，公司年报，民生证券研究院

1、模切业务凸显，行业龙头地位稳固

模切业务是领益科技的核心业务，2017 年 H1 中占营业总收入的 49.61%，且整体相对平稳。随着 OLED、无线充电、防水等新技术的广泛应用，手机的功能部件不断增加，模切产品销量也将随之不断提升。预测未来模切产品的营业收入和销量会稳步增长。模切产品应用主要包括保护膜、背光膜、镜头保护、耳机/话筒/听筒防尘网和缓冲垫、LCD 反射膜、胶框、泡棉、橡胶垫、电池胶、热熔胶、网纱等，被广泛应用于手机、平板电脑、电路软板、键盘等产品中，提供高效的粘贴、缓冲、绝缘、导电等功能。

领益科技在模切行业属于龙头公司，目前是苹果供应链中模切业务的重要供应商之一，借助于自身的成本优势、管理优势和良好的客户关系，领益科技在苹果供应链相关产品中占有较大市场份额。同时领益科技在服务好苹果供应链相关客户的基础上，优选了华为、OPPO、VIVO 等国内客户进行拓展，并已批量向上述国内客户供应模切产品。

图 1-6: 模切业务预计营收和销量稳步增长

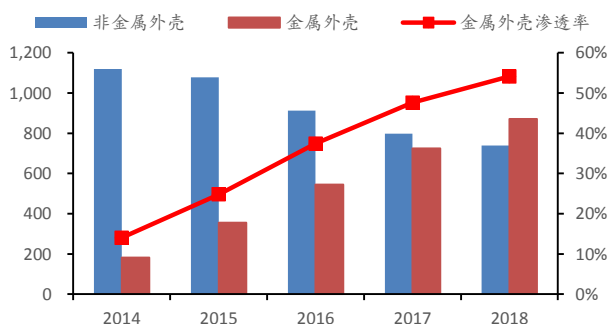


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、CNC 业务工艺提高，市场份额逐步提升

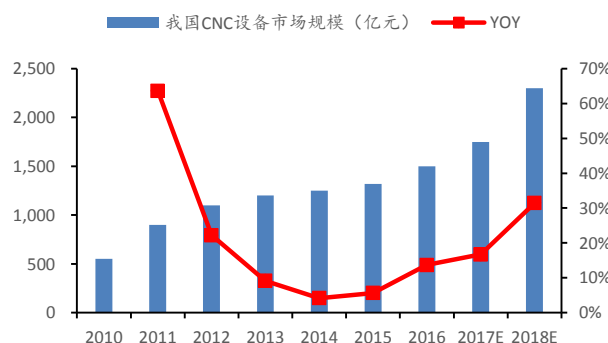
CNC 业务主要是生产指纹识别按键底座，连接接口（充电、数据线），控制键（音量键、开关键等）、摄像头环装饰件等，其广泛应用于手机、平板电脑。一方面 3C 产品的全金属外壳基本都由 CNC 设备进行加工，另一方面 5G 时代即将到来，随着金属件的普遍使用，消费者对外观和材料等也提出了新的要求，玻璃、陶瓷等新型材料外观件的需求呼声日益高涨。随着 3D 曲面屏技术的发展，使得非线性曲面外观件的需求成为可能。**金属中框+玻璃或金属后盖其他材料的外观件方案将成为近期发展的趋势和方向。**这使得产品结构的设计变更和功能的增加，导致材料产生变化，其产品结构变复杂。这对于 CNC 技术的工艺要求不断提高，也会为 CNC 业务带来高发展机遇，CNC 市场份额逐步提升，市场规模仍有上升空间，为 CNC 业务的发展开创了广阔之路。

图 1-7: 金属外壳渗透率不断上升



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图 1-8: CNC 市场规模仍有上升空间



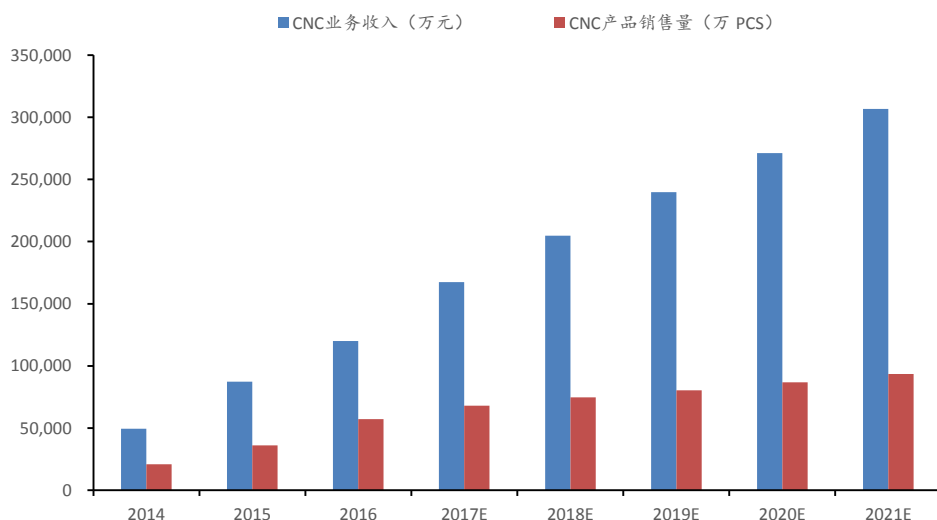
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

表 1-2: 全球金属外壳+金属中框市场规模扩大

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全球智能手机出货量 (亿台)	14.71	14.62	14.05	13.9	14	15
金属外壳渗透率	37.40%	48.50%	54.10%	50.00%	40.00%	30.00%
金属中框渗透率	5%	15%	29%	42%	50%	62%
金属外壳 ASP(人民币)	90	80	60	50	50	50
金属中框 ASP(人民币)	120	110	100	90	80	80
全球金属外壳市场规模	495	567	456	348	280	225
全球金属中框市场规模	88	241	407	525	560	744
全球金属外壳+金属中框市场规模	583	808	864	873	840	969

资料来源: 重磅数据, 民生证券研究院

CNC 业务收入稳步提升, 销量较稳定。CNC 业务作为领益科技重要业务组成部分, 2017 年 H1 中营收占营业总收入的 23.13%。且预测近几年收入会稳步提升。随着全球智能手机出货量增加和金属结构件渗透率逐步提高双重增长因素影响, 金属结构件市场也将保持快速上涨, 终端客户的出货量增加和金属件应用增加带动了领益科技 CNC 产品销量。预计 CNC 业务的销量会有小幅度增长。

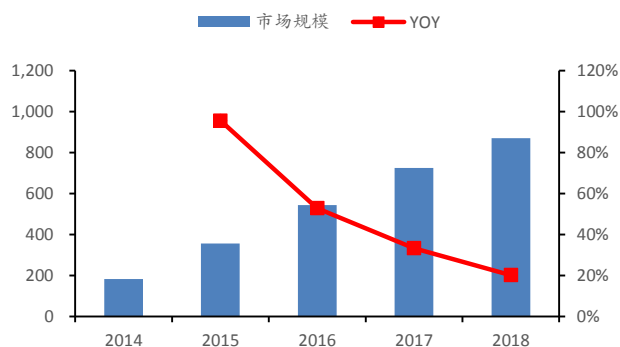
图 1-9: CNC 业务收入稳步增长销量预计小幅提高


资料来源: 发行股份购买资产暨关联交易报告书, 民生证券研究院

3、冲压业务互补 CNC, 预计营收与销量稳步增长

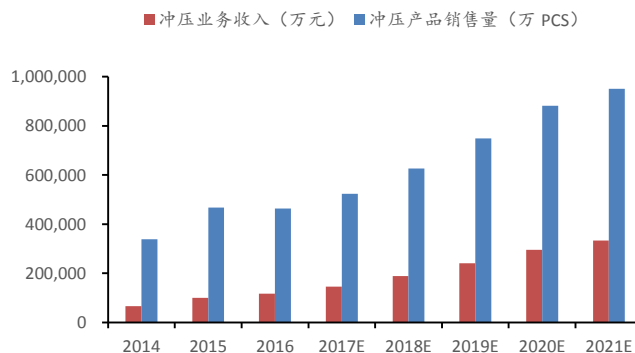
冲压业务主要是生产电磁屏蔽器件, 听筒 3D 钢网, 传导弹片, 接地弹片, 鼠标下盖, 手机电池盖, 卡托等, 其广泛应用于手机、笔记本电脑、平板电脑、穿戴式设备等消费电子终端产品。随着全球智能手机出货量和可穿戴设备等消费电子的增加, 给冲压业务带来增长。同时全球手机金属结构件市场规模的扩大也会拉大冲压业务需求。2017 年 H1 占营业收入的 19.74%。预计冲压业务营业收入和销量会稳步提升。

图 1-10: 全球手机金属结构件市场规模扩大



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

图 1-11: 冲压业务营收和销量预计稳步提升

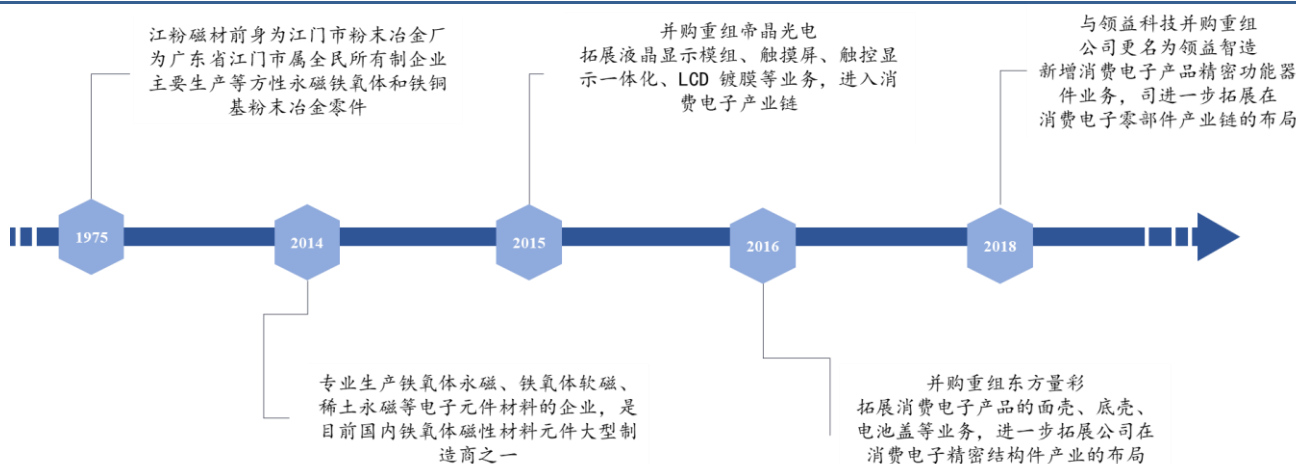


资料来源: 发行股份购买资产暨关联交易报告书, 民生证券研究院

(二) 围绕消费电子, 多元化布局成绩斐然

2014 年以前, 公司主营业务为磁性材料的研发、生产和销售, 是一家专业生产铁氧体永磁、铁氧体软磁、稀土永磁等电子元件材料的企业, 是目前国内铁氧体磁性材料元件大型制造商之一。2015 年, 公司收购深圳市帝晶光电科技有限公司, 拓展液晶显示模组、触摸屏、触控显示一体化、LCD 镀膜等业务, 进入消费电子产业链。2016 年, 公司再次收购深圳市东方亮彩精密技术有限公司, 拓展消费电子产品的面壳、底壳、电池盖等业务, 进一步拓展公司在消费电子精密结构件产业的布局。2018 年, 领益智造借壳上市并更名为领益智造, 实现围绕消费电子产品零部件的业务多元化发展。

图 1-12: 领益智造公司发展脉络清晰



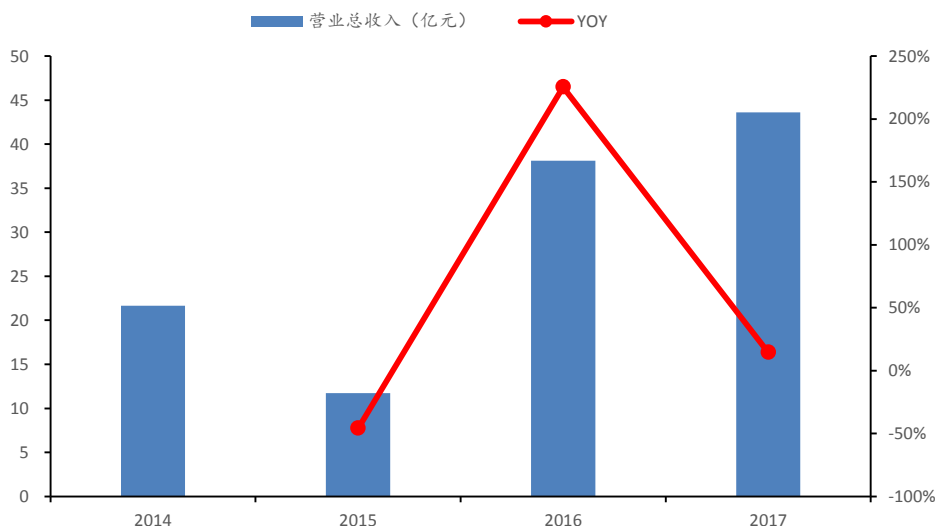
资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

1、帝晶光电拓展显示模组, 进军消费电子产业链

帝晶光电主要产品包括液晶显示模组、电容式触摸屏、全贴合、玻璃薄化、镀膜、切割加工。在智能手机领域被高度关注的全面屏产品, 帝晶光电在产品技术和制造能力方面已经全面实现无边框显示及触控、曲面触控、3D 贴合、异形切割、全自动偏光片贴附、AOI 检

测、高精度组装等领域。2015 年，江粉磁材收购帝晶光电，拓展液晶显示模组、触摸屏、触控显示一体化、LCD 镀膜，进入消费电子产业链。

图 1-13: 帝晶光电显示材料营收情况

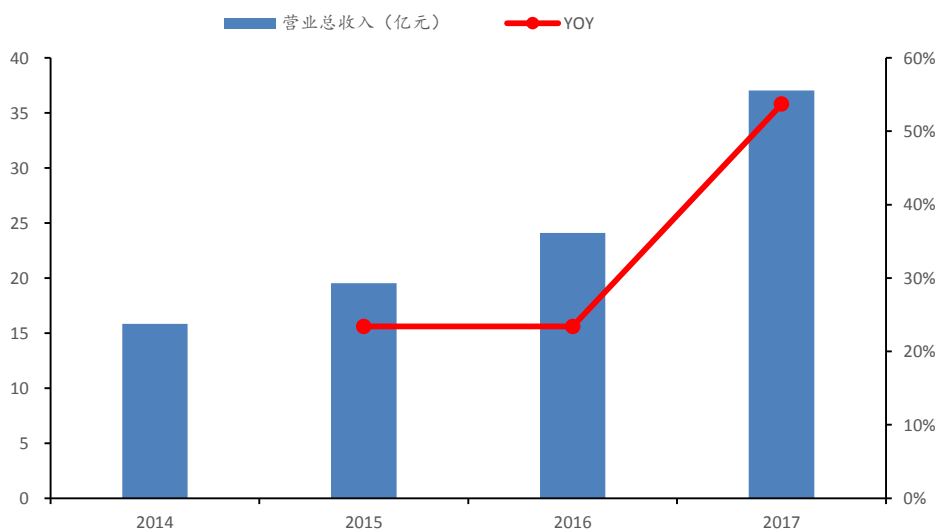


资料来源: wind, 民生证券研究院

2、东方亮彩布局消费电子精密结构件产品

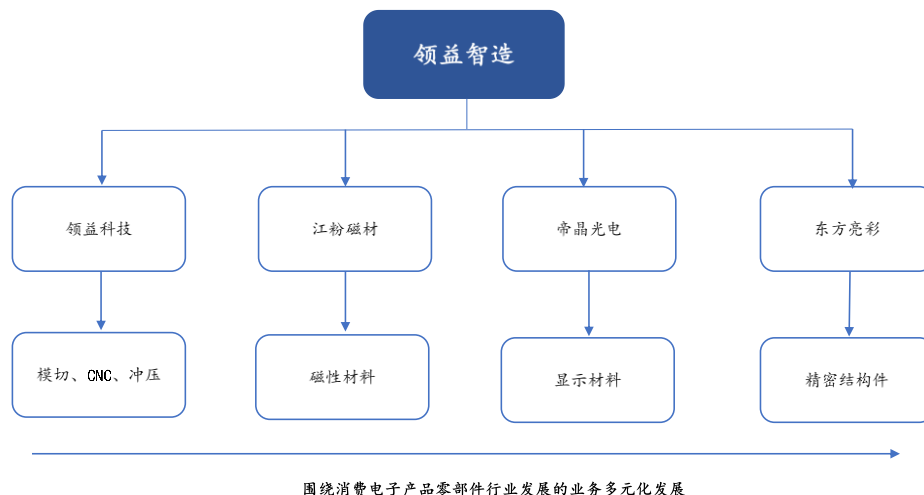
东方亮彩成立于 2001 年，专业从事通讯产品外观精密结构件及其精密零件模具研发、制造、销售于一体的国家级高新技术企业。2016 年，公司收购东方亮彩，拓展消费电子产品的面壳、底壳、电池盖等业务，进一步拓展公司在消费电子精密结构件产业的布局。通过两次交易，江粉磁材进入了盈利能力较强与发展前景广阔的消费电子零部件行业。

图 1-14: 东方亮彩精密结构件营收情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 1-15：领益智造业务多元化发展



资料来源：民生证券研究院

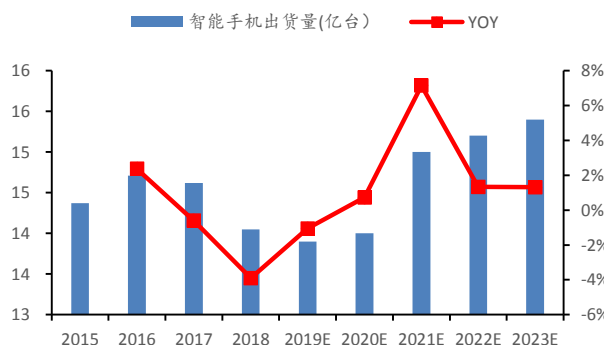
二、精密功能件行业市场广阔

（一）消费电子产品朝轻薄化方向发展，为精密功能器件带来机遇

在实现功能“智能化”的同时，消费智能终端产品逐步向轻薄化、便携化和高性能发展，从而带动精密功能器件向高集成、高性能方向发展。据外媒 GSMArena 统计，2017 年手机的平均厚度相比 2016 年减少了 0.22 毫米，达到了 7.73 毫米。轻薄化和便携化的设计要求内部组件散热性、可靠性和耐疲劳性更好，精密功能器件在此基础上要不断提升技术水平、产品设计和生产工艺水平，不断向高精密度、高性能的方向发展。同时也会带动散热石墨膜、导热胶等材料的发展和模切、冲压等工艺的提高，精密功能器件应用逐渐增多。

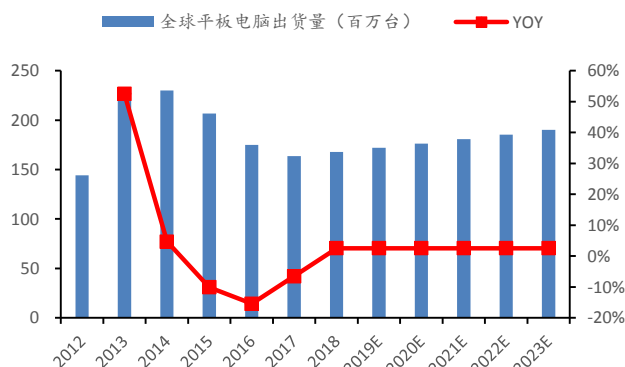
下游智能手机、平板电脑和可穿戴设备等消费电子产品的快速增长要求产品性能的不断提高和产品外观的快速更新换代，提高了精密功能器件的发展机遇。随着 5G 时代带来的换机潮，预计到 2023 年智能手机出货量将达到 15.4 亿部。根据 Wind 资讯的统计数据，2012-2018 年平板电脑出货量保持高速增长，虽然近几年略有下滑，但预计未来会有所缓和。

图 2-1: 全球智能手机出货量将恢复增长



资料来源: IDC, 民生证券研究院

图 2-2: 全球平板电脑出货量平稳增长



资料来源: wind, 民生证券研究院

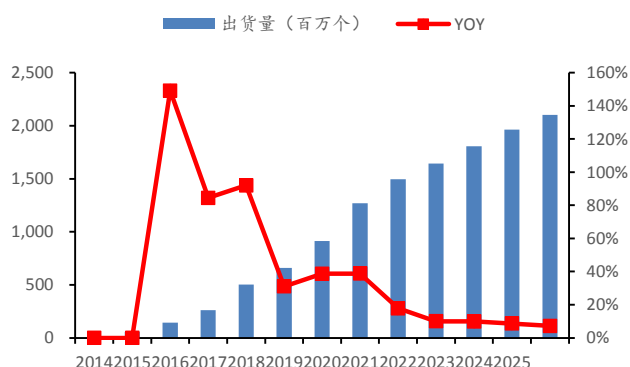
（二）精密功能件行业朝精密化和多元化方向发展

1、精密化趋势明显，无线充电、柔性 OLED、多摄领发展

随着消费电子产品向着个性化、多样性的趋势发展，上游的精密功能器件日益向精密化的方向发展，对产品可靠性的要求不断提升，技术含量不断提高。随着技术的发展，无线充电、机身防水、OLED 等新功能不断在消费电子产品上应用，需要新的零部件的配合以实现提供高性能、高精度的产品。这些都为消费电子产品不断趋于智能化、轻薄化提供了技术支持。

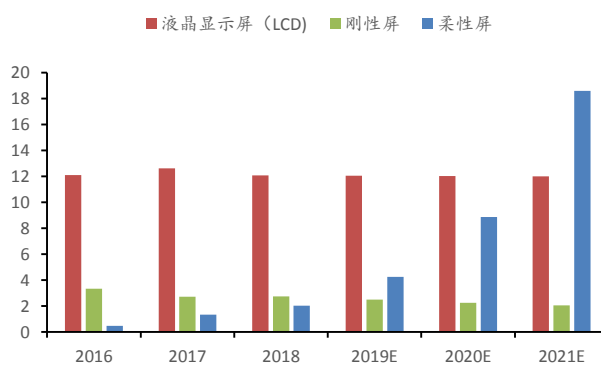
无线充电、柔性 OLED 的发展将带动模切业务。据 IHS 表示，2018 年有 3.25 亿无线充电产品诞生。预计全球无线充电市场规模将从 2013 年的 3 亿美元增长至 2018 年的 60 亿美元，且未来 10 年将保持高速增长。用软磁铁氧体材料制作的各种隔磁片作为无线充电技术的主要部件，在无线充电设备中起增高感应磁场和屏蔽线圈干扰的作用，但无线充电器对软磁铁氧体材料性能和产品尺寸、可靠性等要求较高，这增加了模切业务的工艺难度也提供了发展机遇。**纳米晶材料是手机无线充电最佳材料之一。**纳米晶材料以高节能性著称，充电效率也非常高，目前充电效率也已达到了 90% 以上。而且纳米晶、非晶材料相对薄一些，在同等充电效率(78%左右)下，厚度仅为铁氧体磁片的一半，还能实现多片叠烧，而传统材料生产的磁片只能单片烧结，否则粘片变形。另一方面随着折叠显示屏，曲面屏的火热程度越来越高，柔性 OLED 也迎来发展机遇。柔性 OLED 的异形切割全面屏设计与生产灵活性很强，增加相关模切件的需求。

图 2-3: 无线充电接收器出货量稳增



资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

图 2-4: 柔性屏需求大幅提高



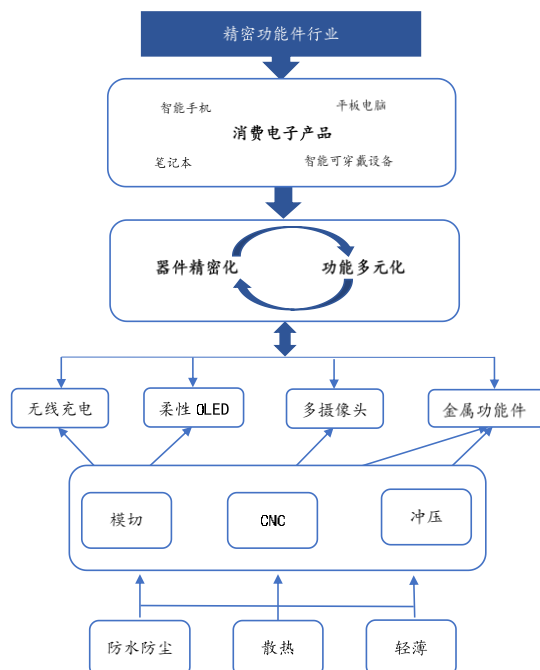
资料来源: DSCC, 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

双摄、三摄的多摄像头和机身防水趋势拉动 CNC 组件的发展。一方面双摄、三摄的多摄像头的发展将大大增加镜头环等产品的需求，为 CNC 业务带来全新的发展机遇。另一方面随着智能手机不断地迭代更新，防水问题成了目前亟待解决的重要问题。机身防水功能的实现需要各结构件和功能器件与防水密封圈的配合，同时防水硅胶等模切件的用量也会随之增加。

2、消费产品功能多元化，工艺要求提高创机遇

近年来消费电子行业快速发展，产品需求也在不断扩张，**消费电子产品功能越来越多元化**，对工艺要求越来越严格的同时，也创造了多方向发展机遇。一方面，智能手机、平板电脑功能越来越丰富化，对各种方面进行了升级和优化，例如在防水方面华为 Mate 20 Pro 做到 IP68 级别的防尘防水技术。防水功能的实现对于精密功能件的要求提高，领益智造的冲压产品（声学模组五金结构件）具有防水防尘功能，新增防水功能的模切产品等迎来了新一轮发展机遇。机身防水功能的实现需要各结构件和功能器件与防水密封圈的配合，东方亮彩注塑产品（如防水密封圈）可作为领益科技的原材料，协同合作紧抓发展机遇。另一方面，随着智能手机功能增加和性能的不提升，运行产生的热量和散热需求增加，需要使用石墨散热片等提高散热速度。

图 2-5：功能件行业朝精密化和多元化方向发展



资料来源：民生证券研究院整理

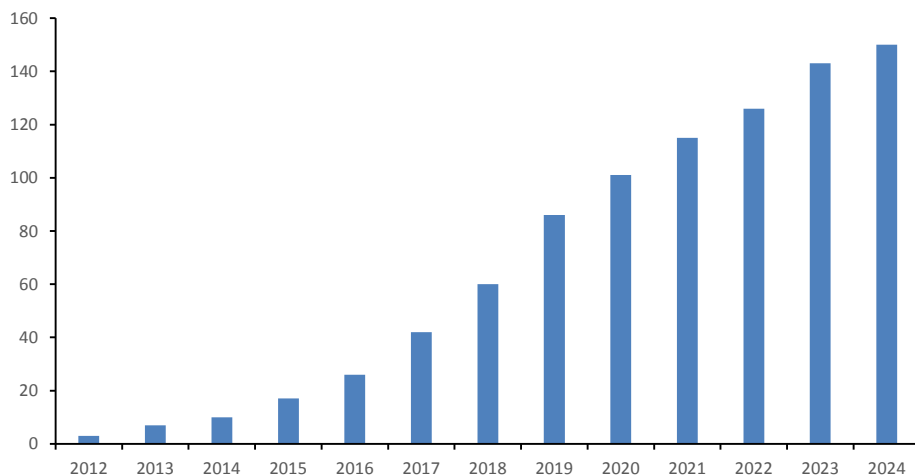
（三）模切业务市场空间扩大，领益智造迎来春天

1、无线充电技术发展趋势明显

由于无线充电技术的推广和 5G 商用时代临近，需要新的零部件的配合以实现相应功能。无线充电器用软磁铁氧体材料制作的各种隔磁片作为无线充电技术的主要部件，在无线充电设备中起增高感应磁场和屏蔽线圈干扰的作用，苹果及三星等知名品牌引领无线充电的潮流，无线充电标准逐渐融合以及无线充电技术逐渐成熟，无线充电行业迎来拐点。无线充电市场体量渐涨，应用趋向多元化，行业即将迎来成长的黄金期。根据 WPC 的数据，2017 年底全球无线充电接收装置出货量约 3.25 亿台，较 2016 年增长近 40%，发射装置也达到 7,500 万台。WPC 预计 2025 年则有 20 亿只接收端和 8 亿只发射端，未来 7 年的年复合增长率为 21.90%。

图 2-6：无线充电市场规模预计扩大

■ 全球无线充电市场规模预测 (亿美元)

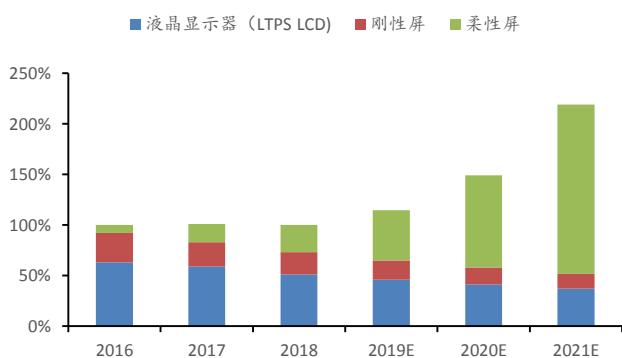


资料来源: IHS, 民生证券研究院

2、柔性 OLED 已成为新热点，带来持续发展机遇

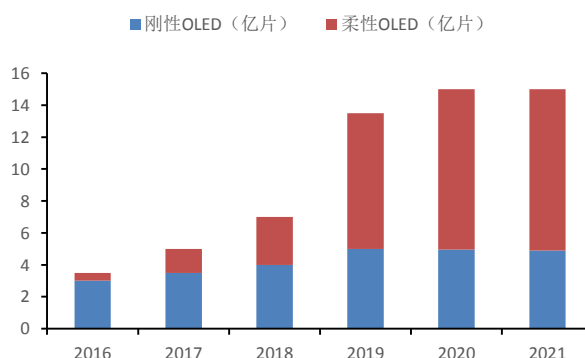
在智能手机领域，柔性屏正成为智能手机显示屏发展的大趋势。2018 年，全球智能手机柔性屏出货量约为 2.02 亿片，同比大增 51.9%。这也带动了柔性 OLED 的发展。一方面柔性 OLED 的异形切割全面屏设计与生产灵活性很强，这增加了模切件的要求；另一方面实现柔性的关键因素之一便是膜材料（阻隔膜），OLED 有机材料对水和氧气敏感，遇水或遇氧容易发生反应而失效，因此对于防水功能的要求也提高，拉动领益智造防水功能的模切产品出货量。

图 2-7：柔性屏在各类显示设备产能份额中扩大



资料来源: DSCC, 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

图 2-8：全球智能手机柔性 OLED 渗透率不断提高



资料来源: 江瀚咨询, 民生证券研究院

(四) 智能手机多摄像头趋势扩大 CNC 业务市场规模

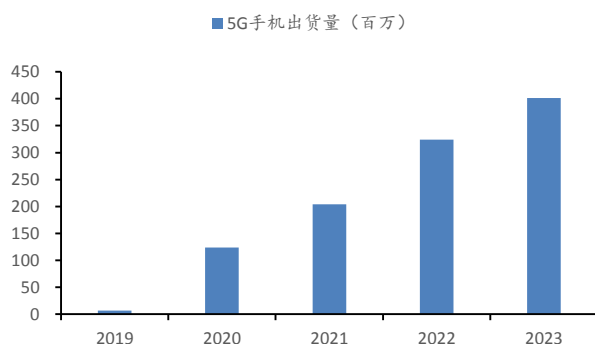
随着拍照需求的提升，多摄像头已成为势不可挡的趋势。这将大大增加镜头环等产品的需求，扩大 CNC 业务的市场规模。我们预测，2019 年三摄渗透率为 20%，预计 2020 年将达到 30%。智能手机多摄像头的市场空间扩大会拉动 CNC 镜头环等产品的发展。领益智造的 CNC 产品中镜头环为核心产品，被广泛应用于手机&平板电脑摄像头环装饰件，**智能机多摄**

像头趋势的发展扩大了领益科技 CNC 业务的市场规模。

三、5G 引领领益发展，可穿戴设备带来持续增长市场空间

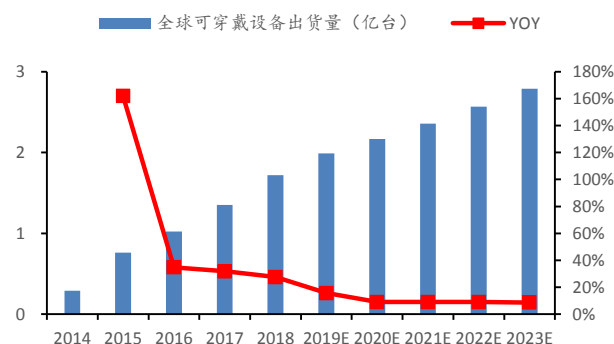
随着 5G 技术的发展，5G 智能手机和可穿戴设备出货量预计会持续增长。据 IDC 预测，2020 年 5G 智能手机出货量将占智能手机总出货量的 8.9%，达到 1.24 亿部，到 2023 年，这一比例预计将增长至 28%。另一方面，根据 IDC 发布的数据，预计 2022 年可穿戴设备市场可达到 1.9 亿台，是 2017 年市场规模的 1.65 倍，可穿戴设备市场增速迅猛。

图 3-1：5G 手机出货量预计持续增长



资料来源：IDC，民生证券研究院

图 3-2：全球可穿戴设备出货量稳步提高



资料来源：IDC，民生证券研究院

（一）射频屏蔽要求提升与发热量增加拉动领益智造发展

5G 技术的发展为领益智造带来全新的发展机遇。一方面 5G 手机射频屏蔽要求提升，带来手机内部金属屏蔽件用量增加。另一方面 5G 手机的发热量也具有提升，5G 和无线充电对信号传输的要求更高，而金属背板对信号屏蔽的缺陷将被放大，预计 5G 手机不再采用金属背板设计，原有的石墨加金属背板散热技术面临重大挑战。

目前市场上相对较好的散热技术来自均温板、热管及石墨烯散热，其中均温板在工作中可以很快的就把热量带走，并且避免热量集中在热源上。均温板散热方案在于将多个点的热源之热流在短距离内将其均匀的分布于较大散热面积，随着热源之热通量的不同，均温板之等效热传导系数亦会有所不同。使用其在其他的机器上，可以使板上每颗芯片的温度都是一样的，这样做比较有利于电器的散热。均温板是一个内壁面具有微结构的封闭真空腔体，当热流由热源传导至蒸发区时，腔体里面的工作流体会因真空条件下，于特定温度开始产生液相汽化的现象，这个时候工作流体就会吸收热能并且快速蒸发。

热管技术是将一个充满液体的导热铜管顶点覆盖在手机处理器上，处理器运算产生热量时，热管中的液体就吸收热量气化，这些气体会通过热管到达手机顶端的散热区域降温凝结后再次回到处理器部分，周而复始从而进行有效散热。在手机行业，也可以称之为水冷散热。

石墨烯是一种由碳原子以 sp^2 杂化轨道组成六角型呈蜂巢晶格的二维碳纳米材料。石墨烯散热膜很薄且具有柔韧性，综合性能优异，为电子产品的薄型化发展提供了可能。其次石墨烯散热膜具有良好的再加工性，可根据用途与 PET 等其他薄膜类材料复合。此外，这种导

热材料有弹性，可裁切冲压成任意形状，并可多次弯折；可将点热源转换为面热源的快速热传导，具有很高的导热性能。

表 3-1：各类手机散热方案

机型	发布时间	价格	散热方案
iphone11	2019 年	5499 元	石墨片
华为 mate 30	2019 年	8600 元	石墨烯
华为 Mate 20 X 5G	2019 年	6199 元	石墨烯膜+均温板
vivo NEX S 5G	2019 年	8900 元	均温板
小米黑鲨手机	2018 年	2999 元	热管
荣耀 note10	2018 年	2699 元	热管
索尼 Xperia Z2	2014 年	4999 元	热管

资料来源：公司官网，民生证券研究院

表 3-2：散热方案优缺点对比

散热方案	优点	缺点	代表机型
石墨	高导热性能、相对廉价、易生产、低密度、体积小	良率低、工艺复杂	iPhone11
石墨烯	柔韧性强、超薄、厚度可定制、高理论热导率、高稳定性	大规模应用较困难、成本高	华为 mate 30
均温板	导热能力强、散热功率大、均温性能好、结构适应性强	增加产品重量、体积、成本	vivo NEX S 5G
热管	体积小、散热功率大、成本低	较低的蒸气流动黏性力、所有流体都达沸腾汽化时，会降低传热的能力	荣耀 note10

资料来源：民生证券研究院整理

表 3-3：散热材料方案市场空间广阔

单位：百万	2019	2020	2021	2022	2023
5G 手机出货量	6.7	200.0	400.0	800.0	1000.0
均温板方案渗透率	10%	20%	25%	30%	35%
均温板使用量	0.7	40.0	100.0	240.0	350.0
均温板 ASP（元/片）	15.0	15.0	14.0	13.0	12.0
均温板市场空间	10	600	1400	3120	4200
热管方案渗透率	10%	20%	30%	30%	30%
热管 ASP	6	6	5	5	5
热管市场空间	4.0	240.0	600.0	1200.0	1500.0

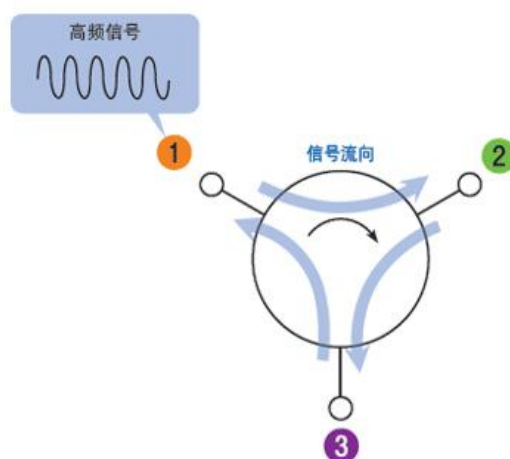
石墨烯方案渗透率	10%	20%	30%	35%	30%
石墨烯 ASP	6	6	5	5	5
石墨烯市场空间	4.0	240.0	600.0	1400.0	1500.0
总市场空间	18	1080	2600	5720	7200

资料来源：民生证券研究院整理

（二）基站环形器用量大增，领益客户进展顺利

环行器的作用是将进入其任一端口的入射波，按照由静偏磁场确定的方向顺序传入下一个端口。环行器单向传输的原理，是利用铁氧体旋磁材料的特性。这种材料在外加高频波场与恒定直流磁场共同作用下，产生旋磁特性（又称张量磁导率特性）。正是这种旋磁特性，使在铁氧体中传播的电磁波发生极化的旋转（法拉第效应），以及电磁波能量强烈吸收（铁磁共振），利用这个旋磁现象，制做出结型隔离器、环行器。

图 3-3：环形器原理示意图



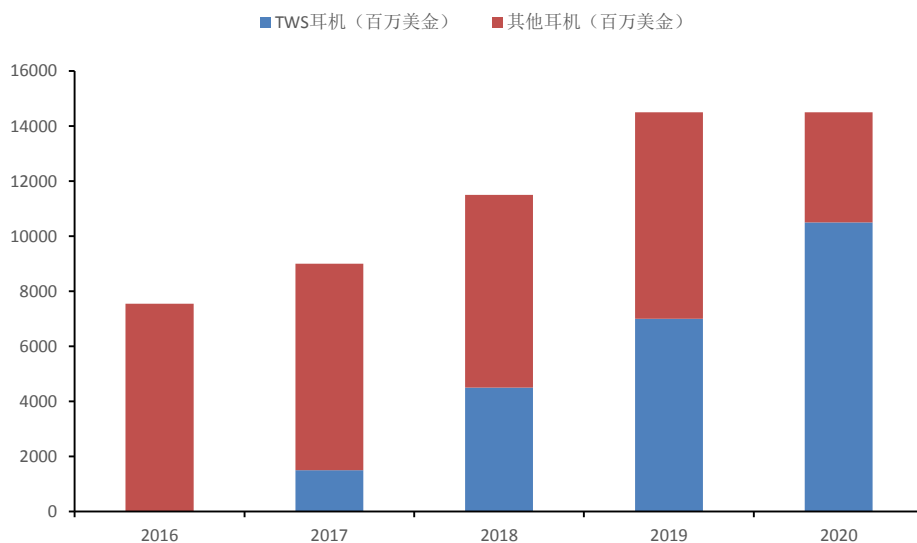
资料来源：TDK 官网,民生证券研究院

在 5G 时代，由于 AAU 单扇面通道数的大幅增加，环形器将大量应用于稳定和保护功率放大器。我们预计 4G 单基站环形器价值量在 200 元左右，5G 时代环形器单基站价值量预计达到 2000 元以上，同时 5G 基站数量预计是 4G 的 1.5 倍，预计 5G 时代基站环形器市场空间达到 4G 的 15 倍。在目前供应链中，主要环形器的供应商包括海外的 SDP、SKYWORKS、TDK，国产替代需求强烈，领益客户认证顺利，预计明后年迎来收获期。

（三）TWS 耳机等可穿戴设备带来发展机遇

据 IDC 预测 2022 年全球可穿戴设备出货量将达 1.9 亿台。近年来 TWS 耳机成为了消费电子中可穿戴设备的亮点之一，据智研咨询预计近年来年全球 TWS 耳机将实现高速增长，2020 年出货量达到 1.5 亿台，年复合增速达 51.9%。TWS 蓝牙耳机+智能音箱的发展将为领益科技的发展带来可持续发展空间。

图 3-4: TWS 耳机市场空间广阔



资料来源: GFK, 观研天下, 民生证券研究院

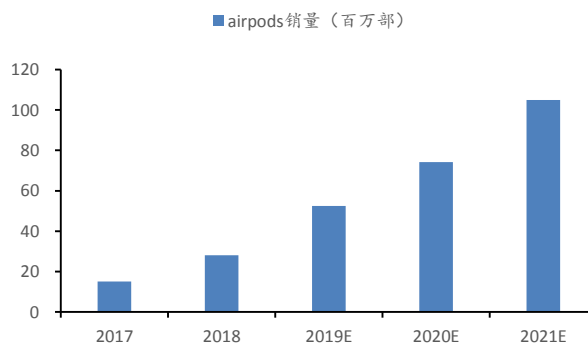
2016 年 9 月推出 AirPods 后, AirPods 迅速获得关注。此前苹果发布了改款 AirPods, 我们预计今年 Q4 即将发布新款 AirPods, 新的 AirPods 将加入黑色款, 采用全新表面涂层设计, 同时还将增加防水、主动降噪功能, 因此新款 AirPods 的机械设计将使装配工作变得更加复杂。据 ifixit 介绍, 对比旧 AirPods, 改款 AirPods 增加苹果 H1 芯片、支持蓝牙 5 标准、支持无线充电 (充电盒) 等功能, 因此也带来金属结构件的变化, 尤其是 AirPods 充电盒添加了无线充电线圈及转轴发生变化。据 statista 预测, 2021 年可以售出 100-110 百万双 airpods。金属结构件的变化及 AirPods 的高销量给领益智造创造高发展机遇。

图 3-5: AirPods 拆解图



资料来源: ifixit, 民生证券研究院

图 3-6: 全球可穿戴设备出货量稳步提高



资料来源: statista, 民生证券研究院

AirPods 供应链中涉及多家厂商, 其中包括立讯精密、领益智造、歌尔股份、鹏鼎控股、瀛通通讯、共达电声、欣旺达等。其中立讯精密主要为 airpods 提供数据线、天线、精密连接器等, 是 airpods 的第一组装供应商; 歌尔股份主要提供声学器件以及组装服务, 2019 年 airpods 业务出货量与良率提升; 鹏鼎控股主要为 airpods 提供 FPC; 瀛通通讯主要以微细通

讯线产品进入 airpods 供应链；欣旺达主要供应锂离子电池。

表 3-4: airpods 供应链客户情况

公司名称	进入时间	提供产品
领益智造	2019 年	金属小件（核心供应商）
立讯精密	2017 年	数据线、天线、精密连接器、组装
歌尔股份	2018 年	声学器件、组装
鹏鼎控股	-	FPC
瀛通通讯	-	微细通讯线
欣旺达	-	锂离子电池

资料来源：各公司年报，民生证券研究院

四、领益智造核心竞争力凸显，客户基础带动新发展

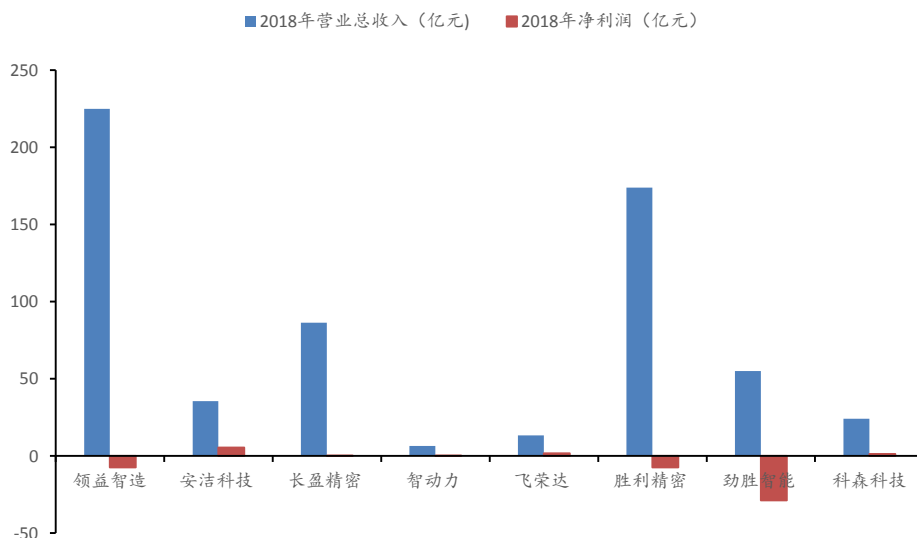
领益智造核心竞争力凸显在客户资源、研发能力、规模效应、品质管理和管理能力等方面。一方面通过对客户进行定制化服务提高横向竞争力，同时良好的客户资源拉动领益智造的发展，促进公司形成成本优势与规模优势。另一方面，与供应商稳定的关系提高领益智造的纵向竞争力，并且拥有较强的谈判议价能力及完善的销售及供应渠道优势。

（一）横向竞争优势明显，领益智造实力雄厚

1、领益智造注重客户服务，营收水平领先

领益智造与可比公司相比，具有明显的竞争优势。在营业总收入方面，领益智造处于领先地位，2018 年领益智造实现 225 亿元的营业收入，在可比公司中营业总收入情况处于领先地位。同时领益智造注重客户服务，如模切件等产品定制化需求较高，领益智造市场部针对每个客户建立项目组，该项目组实时跟踪客户需要，介入下游客户产品的研发、设计、采购、生产等过程，同时建成多个完整的研发生产基地能及时满足单个客户对不同型号产品和众多客户的订单需求。另一方面说明领益智造注重客户服务，以客户为中心服务于客户，建立起夯实的客户基础，提升了公司的核心竞争力。

图 4-1: 领益智造在可比公司中营收领先



资料来源: wind, 民生证券研究院

2、领益智造拥有良好的客户资源，客户优势明显

领益智造拥有丰富的客户资源，领益科技已经进入了苹果、华为、OPPO、VIVO 等知名手机品牌厂商的供应链，而可比上市公司中能够同时兼顾苹果供应链和国内主流品牌供应链的企业相对较少，且服务的品牌厂商较为分散，不利于优势资源的集中和形成规模效应。另一方面下游客户转换供应商成本高且周期长，客户转换成本高。领益科技在客户资源、产品种类和自主研发设备等方面具有明显的竞争优势，处于行业领先地位。领益智造客户优势明显，优质的客户资源在一定程度上也反向映衬了领益科技在生产制造、产品研发、内部管理等方面的综合实力。

表 4-1: 可比公司主要客户情况

公司名称	主要产品	主要客户群
领益智造	模切、冲压、CNC、组装、紧固件 触控模组、精密结构件、磁性材料	苹果、华为、OPPO、VIVO 等 富士康、绿点科技、蓝思科技等
安洁科技	消费电子精密功能性器件（模切类产品）、精密金属零件等	苹果、联想、微软、NEST、华硕、索尼等
长盈精密	金属外观件、超精密连接器、电磁屏蔽件、LED 支架等	华为、OPPO、VIVO、三星、LG
智动力	手机等消费电子功能性器件（以模切类产品为主）	三星、华为、联想、OPPO
飞荣达	消费电子产品的电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件	华为、中兴、思科、联想、微软以及 EMS 厂商（富士康、和硕、新美亚、捷普和伟创力等）
胜利精密	精密结构模组、盖板玻璃、智能终端的渠道分销与服务、智能制造、新能源（括锂电池湿法隔膜和智能汽车制造业务）	TCL、飞利浦、冠捷等
劲胜智能	消费电子产品精密结构件业务、高端装备制造业务、智能制造服务业务	OPPO、三星、华为、中兴、联想等
科森科技	手机及平板电脑结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件等精密金属结构件	为捷普(Jabil)、富士康、美国柯惠集团(Covidien)、Zimmer、Solar City、IronRidge 等

资料来源: 各公司年报、各公司招股说明书、民生证券研究院

3、公司成本优势与规模优势明显

一方面，精密功能器件为定制化产品，领益科技已建成深圳、东莞、东台、苏州、成都、

郑州、无锡等多个完整的研究生产基地并已相继实现量产，具有较大的生产规模和较强的持续供货能力，能及时满足单个客户对不同型号产品和众多客户的订单需求，巩固了客户与领益智造的合作关系。另一方面，领益智造是大型的精密功能器件生产企业，在与供应商的合作中通常拥有较强的议价能力，可在一定程度上降低设备、原料采购成本，提高产品的成本优势；同时，规模化生产使得领益智造的经营稳定，保证研发与科技创新持续不断进行，持续保持产品的技术优势。

图 4-2：领益智造生产基地分布图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

（二）与供应商关系雄厚，公司纵向竞争优势明显

精密结构件公司产业链地位稳固。消费智能终端厂商对其功能器件的要求越来越多样化和定制化，对材料的品质及性能要求也各不相同。而上游材料厂商主要生产标准化的胶带、薄膜和铜箔等，不可能恰好满足下游企业的实际需求；同时，上游材料商关注的焦点是材料性能的先进性和规模化生产的低成本优势，一般不会进入电子产品功能器件行业。而行业下游整机代工厂、核心元件和重要组件的生产商更关注材料的定制性、供应商的快速响应能力、专业服务能力以及精益生产模式下的低库存，也不会轻易涉足功能器件生产领域。因此领益智造所在的精密结构功能件行业上下游互相取代性低，同时随着消费智能终端产品轻薄化、便携化和高度集成化的发展，精密功能器件行业在产业链中发挥越来越大的作用，使得整个电子产业链条更具效率，最终产品更具创新性。

凭借优质的服务以及成本把控能力，领益智造深耕大客户供应体系。领益智造重视与供应商和客户之间的关系，帝晶光电、东方亮彩与领益智造的产品均主要应用于智能手机等消费电子产品，下游应用领域相同，并各自在所在产品领域形成了独特的竞争优势和稳定的客户群。领益智造着重于发展进入门槛高和利润率高的中高端产品，通过提升产品良率、增加相关增值服务等获取竞争优势。公司通过为客户提供增值服务并提升技术水平，以及供应商、客户网络的积累，使订单规划、生产执行、供应商管理形成稳固的三角关系，形成完善的销售于供应渠道优势。

(三) 对标行业一流公司，领益优势明显

米亚科技一直作为金属加工解决方案的先驱，是全球技术领导者。2007 年联丰集团成立米亚科技，主要服务于智能手机，智能手表，智能家居设备和汽车行业。目前公司的主要客户全体是苹果等国际知名客户。通过不断扩大产品规模，米亚科技产品具有多样性且贴近客户的需求。通过分析制造业、研发解决方案、精确生产和运营优化等一系列方法增加企业价值，高质量产品、高精准度要求成就龙头公司。米亚科技核心竞争力在于专注于研发创新方案以满足需求，在金属加工行业中成为领跑者之一。

迈锐集团是电子、汽车、医疗等行业的客户提供精密模切零部件的全球领先制造商。迈锐集团长期专注于客户需求，利用顶尖水平的制造技术，与世界顶尖的柔性材料及胶带供应商一直保持良好稳定的合作关系（如 3M，罗杰斯，宝丽摩赛思，宝利事，圣戈班，德莎，艾利丹尼森，Adchem，固美丽等），与客户紧密合作，解决复杂的制造和装配问题。迈锐集团注重贴合客户的需求，核心竞争力凸显于从咨询、材料选择、试样、生产，到最终包装和质量与客服服务，公司一直为客户的具体设计要求特别定制，确保从最初的接触到最后的量产每一步都能满足客户的期望。

对比一流公司，我们认为领益优势明显。一方面领益在产能规模处于绝对领先地位，另一方面领益具备深入骨髓的客户服务意识以及成本把控能力是国外企业难以企及，在研发阶段领益能配合客户迅速生产样品供客户进行测试，在量产阶段能迅速提升生产良率并第一时间配合客户 cost down。

表 4-2：国外龙头公司情况

国外龙头公司	主要产品	主要客户群	定位行业
米亚科技	精冲模、精密型腔模、高档五金件、硬质合金、新型合金材料等	苹果等知名客户	智能手机，智能手表，智能家居设备和汽车行业
迈锐集团	为模切胶带和胶粘剂、泡沫材料、胶片+塑料、导热材料、过滤+排气和电磁屏蔽等	苹果等知名客户	电子、汽车、医疗等行业

资料来源：公司官网、民生证券研究院

(四) 新进入者壁垒高，行业主要障碍明显

1、领益智造技术设备自主研发，形成技术壁垒

精密功能器件企业需要具有较强的产品研发创新能力、技术装备能力、生产工艺布置及调整能力。领益智造高精度模具自主研发，圆刀模切机、激光圆刀机、CCD 尺寸检测机、摆线针轮减速机等多款先进生产设备自行研发，新设备的研发提高了生产的自动化水平，降低了人工成本，增加了产能并提高了产品良率。领益智造较强的研发生产能力和技术积累形成了行业进入的技术壁垒。

2、领益高自动化水平降低成本，形成资金壁垒

精密功能器件要求高价值的精密设备用于模具制造、成型加工、表面处理等生产环节，造成资金需求高。而领益智造自主研发了多款适应领益科技产品特点的生产设备，提高了产

品生产的自动化水平，降低了人工成本，并且提高了良率与一致性。先进模具制造设备、模切设备、CNC 设备、机器人装备、表面处理车间，以及自动化流水线等设立了较高的资金壁垒。

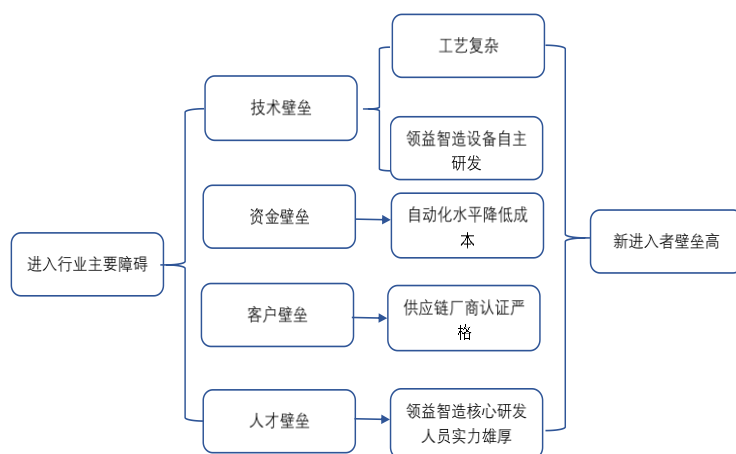
3、供应链厂商认证严格，形成客户壁垒

苹果、华为、OPPO、VIVO 等手机品牌商对进入其供应链厂商的认证非常严格，会全面考察产品质量、公司信誉、供应能力、财务状况、产品价格和社会责任等各方面，除非供应商基本面发生重大不利变化，否则一般不会轻易更换。而领益智造已经进入了苹果、华为、OPPO、VIVO 等知名手机品牌厂商的供应链，同时兼顾苹果供应链和国内主流品牌供应链，具有优势资源集中与规模效应的优势，为新进入者设立客户壁垒。

4、行业技术要求高，存在人才壁垒

精密功能器件行业对技术和工艺能力的要求较高，先进企业通过多年的运营，自身积累了一定数量的经营管理人才、研发人才、技术人才以及大量的熟练工人。领益智造拥有一批具有较强研发、设计和生产能力的技术人员，研发人员结合客户具体需求、产品特性、生产工序中的难点、新产品更新换代趋势以及生产人员对工艺的诉求，自主研发了多款先进生产、检测设备。领益智造的市场竞争力与核心技术人员对新进入者而言设立了一定的人才壁垒。

图 4-3：新进入者壁垒高



资料来源：民生证券研究院整理

五、领益智造朝全方位消费电子一体化解决方案提供商方向发展

领益智造近年来积极开拓苹果等客户，拥有优质客户资源。领益智造进入了苹果、华为、OPPO、VIVO 等著名手机品牌厂商的供应链，并全方位开拓大客户苹果厂商，服务于苹果的产品从 iPod 产品的零部件逐步扩展到 iPhone、iPad、iMac、MacBook 产品及其配件的零部件。伴随着全球智能手机的浪潮迅速成长，经过多年的发展，领益智造已经与苹果建立了

稳固的合作关系。

(一) 领益智造收购芬兰公司 salcomp，迎来新发展

领益智造协同 Salcomp，完善公司在产业链的战略布局，实现纵向整合及全制程的产业升级。Salcomp 以领先的技术和丰富的经验为基础，专注于提升电源适配器和充电器的成本效率和能效，进一步优化和开发更高效更小型的充电器以及充电时间大幅缩短的充电器，以应对功耗日渐增加的消费类电子产品需求。Salcomp 是智能手机和平板电脑充电器的市场领导者，主要客户包括主要的智能手机和平板电脑制造商。同时还为笔记本电脑，网关，路由器，机顶盒，照明和其他电子应用提供电源适配器。在核心适配器产品之外，Salcomp 还开发和制造外部电池组和数据链电缆。Salcomp 生产工厂的年产能约为 5.2 亿件，在过去的 30 年里为客户提供了近 40 亿台手机充电器，功率范围从 2W 到 60W。Salcomp 未来增长计划主要关注 4 个类别：标准充电器、快速充电器和 USB PD 电源、无线充电、物联网产品。

领益智造与 Salcomp 公司双方客户具有高度协同性，领益智造大部分业务与 Salcomp 在智能手机行业拥有相同或相似的客户。此外领益的产品还应用于汽车，电脑，办公设备，家用电器，电动工具和电动玩具。但是领益和 Salcomp 之间没有重叠的产品线。因此通过整合双方客户资源，将进一步拓展客户互补，获得进入各自的新行业、新产品的机会，有助于公司抓住消费类电子终端品牌快速增长的契机，增强持续盈利能力。

表 5-1: Salcomp 未来增长计划主要关注点情况

序号	产品名称	产品参数	典型应用	产品图片
1	标准充电器	固定输出电压 5-15W	基本手机，无绳电话，销售点设备和数码相机	
2	快速充电器和 USB PD 电源	可变输出电压 3,3 ... 20V / 15 ... 100W	智能手机，智能家居和 AR / VR 设备	
3	无线充电	解决方案从 5W (Qi BPP) 到 15W (Qi EPP) 输出功率, 1 到 4 个线圈	无线充电	
4	物联网产品	基于大量 Wirepas 网络的物联网应用	不同形状因素的电池供电标签；固定安装的交流供电电锚 / 路由器设备	

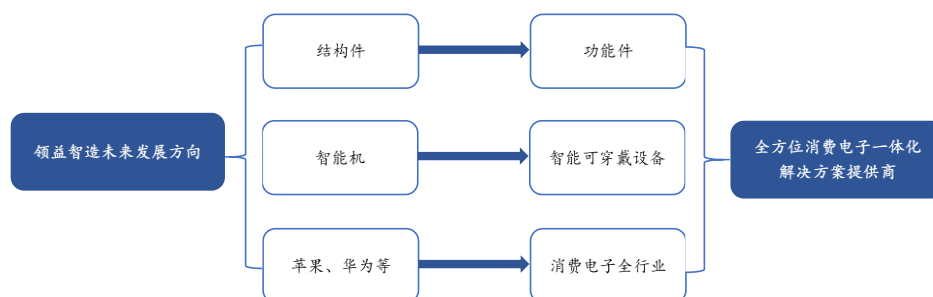
资料来源：公司官网，民生证券研究院

(二) 领益智造发展方向明确，三方协同促创新创新

未来领益智造应朝全方位消费电子一体化解决方案提供商方向发展。1) 实现从结构件向功能件延申。领益智造应充分利用现有资源，以磁性材料业务为基石，围绕消费电子产品零部件行业发展积极拓展与延申精密功能件，实现从磁性材料、结构件到精密功能件的深度垂直整合，使公司业务多元化发展。2) 实现从智能机到智能穿戴设备延申。近年来智能可穿戴设备飞速发展普及，据 IDC 预计到 2022 年时，全球可穿戴设备市场的总出货量为 1.904

亿块，5 年内的复合年增长率为 11.6%，可穿戴设备市场空间广阔，领益智造应积极拓展可穿戴设备领域，实现上下游协同一体化发展。3) 实现从苹果到华为以及消费电子全行业客户的延申。目前领益智造的客户群体主要为苹果、华为、OPPO、VIVO 等手机品牌厂商，未来应积极开拓更广阔的市场，实现消费电子全行业客户的供应商，成为国内外全方位消费电子一体化解决方案提供商、国际龙头公司。

图 5-1：领益智造未来发展方向为全方位消费电子一体化解决方案提供商



资料来源：民生证券研究院整理

(三) 增发 30 亿，加码材料以及精密加工

为实现公司战略发展目标，满足资金需求，2019 年 5 月，领益智造拟非公开发行股票数量不超过 12 亿股，不超过发行前公司总股本的 20%，且非公开发行股票募集资金不超过 30 亿元。募集资金主要用于精密金属加工项目、电磁功能材料项目和补充流动资金。具体项目为汽车马达结构件、无线充电模组以及散热模组。下游应用包括消费类电子行业和汽车领域，与公司现有的客户群体相同。领益智造消费类电子行业的客户包括苹果、华为、OPPO、vivo、小米等；汽车领域客户群体包括德昌电机、万宝至马达、爱龙威电机、MAGNA、DENSO 和 Brose 等。

通过此次募集资金项目的实施，通过实施本次募投项目，公司新增汽车马达结构件、无线充电模组和散热模组等产品，与现有产品下游市场应用、生产技术和供应商管理都存在显著协同效应，一方面可以实现公司模组化交货形式，丰富公司的产品结构，为公司增加新的盈利点；另一方面可以提升公司智能终端零部件的生产能力，进一步满足市场需求，巩固公司的行业地位，提高公司产品市场占有率。努力为下游客户打造消费电子零部件的一站式供应平台。

表 5-2：募集资金使用情况

序号	项目名称	总投资金额	其中：资本性支出	拟以募集资金投入
本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明				
			证券研究报告	26

1	精密金属加工项目	185714.76	156,683.77	156,600.00
2	电磁功能材料项目	66,584.98	54,440.19	54,400.00
3	补充流动资金	89,000.00	-	89,000.00
	合计 (万元)	341,299.74	211,123.96	300,000.00

资料来源：非公开发行股票预案，民生证券研究院

表 5-3：具体项目名称 单位 (万 pcs)

具体产品名称	下游应用	市场容量	产品设计产能	占比
汽车马达结构件	汽车	300000.00	4000.00	1.33%
插头 (插 PIN)	智能手机	280000.00	2000000	7.14%
无线充电模组	无线充电	80000.00	500000	6.25%
散热模组	智能手机+PC+平板	180450.00	5800.00	3.21%

资料来源：非公开发行股票预案，民生证券研究院

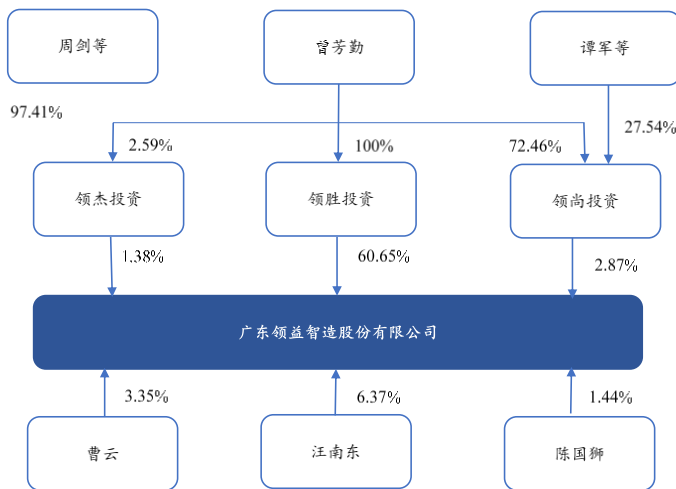
六、公司治理结构逐步规范，财务状况明朗

领益科技借壳上市之初，领益智造实际上是沿用了原江粉磁材松散式的管理模式，即四大业务板块，以业绩对赌为纽带，各自独立经营。金立事件及大宗商品贸易预付款事件发生后，为及时控制风险、把控局面，新一届管理团队在确保客户和公司利益、保障生产顺利以及维护员工工作积极性的前提下，逐步对壳公司原有的业务模块进行接管整合。经过近半年的努力，公司新的管理团队实现了对四大业务板块的统一管理。

1、公司管理层背景雄厚，过往战略选择到位

领益智造管理层背景雄厚，过往战略选择到位。2006 年曾总创立领胜科技，涉足精密模切业务，最初客户是彼时手机霸主诺基亚，后来又获得了创新龙头苹果的青睐，2012 年曾总又创立了领益科技。随全球消费电子的崛起，领益科技不断拓宽业务边界，先后在深圳、东莞、苏州等地建立七大生产基地。管理层过往收购方案形成业务多元化战略的成功，造就领益智造的高市值和强发展。随着消费电子行业的高速成长，领益智造也进一步迎来广阔的发展前景。

图 6-1：领益智造股权结构稳定

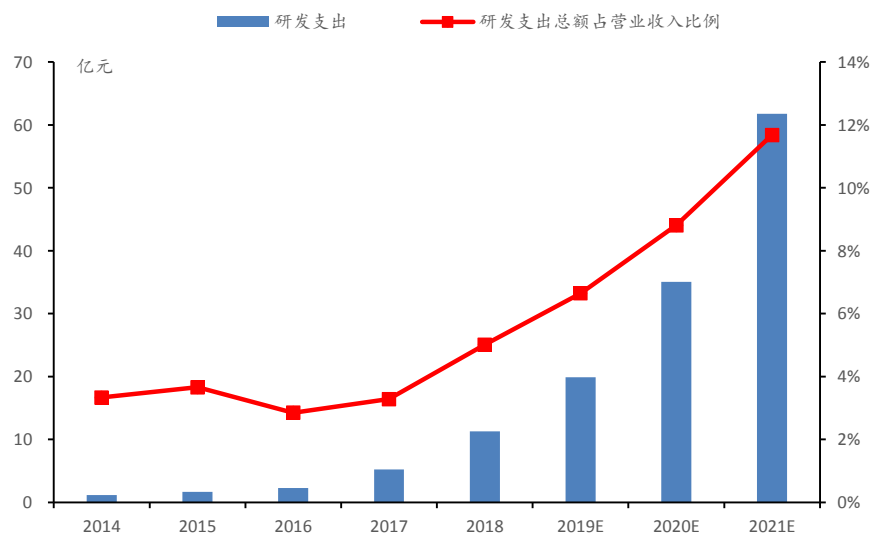


资料来源：公司年报，民生证券研究院

2、公司管理注重研发，人才梯队明确

领益智造重视对研发的投入。2018 年度，公司研发投入 112,642.21 万元，占营业收入比例为 5.01%；增幅为 135.34%。研发人员方面略有波动，2016-2017 年研发人员存在下降，但 2018 年有所回升；随着无线充电、柔性 OLED 等技术的发展，对于工艺要求越来越高，研发人员预计投入会持续增多。截至目前，公司拥有专利 853 项，其中：发明专利 66 项、实用新型专利 721 项、日本实用新型专利 4 项、软件著作权 62 项。领益智造加大对研发的投入，增加新的产品或新的技术，带动公司生产发展，为公司创造价值、提升业绩。

图 6-2: 研发支出不断提高

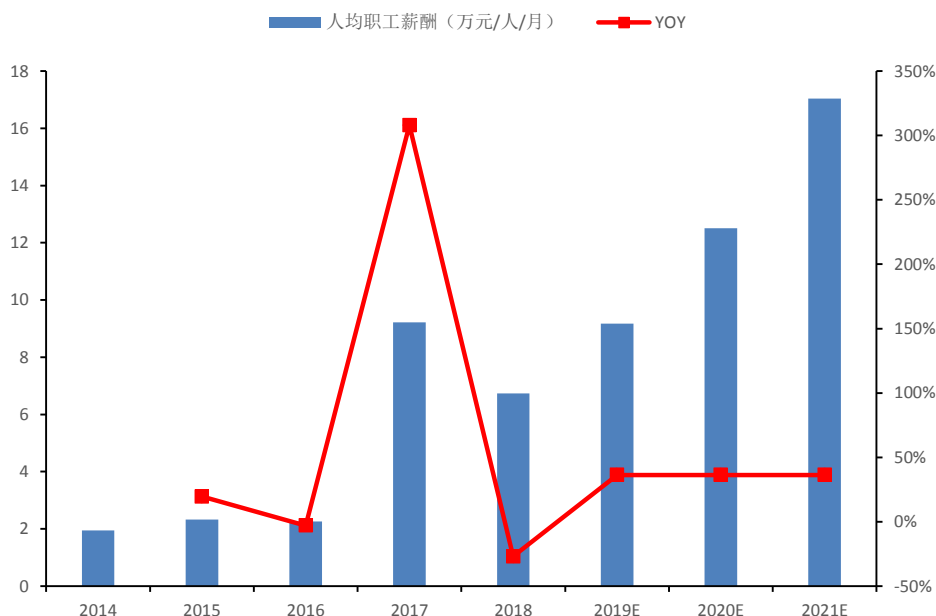


资料来源：wind, 交易报告书, 民生证券研究院

公司注重人才的培养，建立人才梯度。2018 年公司的员工薪酬为 41.5 亿元，同比增长 140%;员工总人数为 61689 人，同比增长 229.54%。同时领益智造注重人才的培养与激励，实

行股权激励政策, 2018 年向 630 名激励对象授予限制性股票 10028 万股; 向 823 名激励对象共计授予 69,7 万份股票期权。其中向符合授予条件的 943 名激励对象授予 7,000 万份股票期权, 向符合授予条件的 945 名激励对象授予 18,000 万股限制性股票。

图 6-3: 人均职工薪酬逐年增高



资料来源: wind, 交易报告书, 民生证券研究院

七、盈利预测与估值分析

预计公司 19-21 年归母净利润 22.2、29.9、39.8 亿元, 对应估值 30.3X、22.5X、16.9X, 我们认为公司对明年估值仍然处于低估状态, 公司最艰难时刻都已经过去。金立应收款和贸易预付款已经计提 85%, 剩下总额 2 亿左右, 目前金立在走破产程序, 贸易预付款有汪南东担保, 后续对公司几乎无影响, 并且监管风险已经落地, 公司迈过低谷重新起航。参考 SW 电子制造行业 PE 为 35 倍和可比公司平均估值为 26 倍, 考虑到公司业绩弹性, 首次评级, 给予公司“推荐”评级。

表 7-1: 可比公司估值表

代码	重点公司	现价 9 月 25 日	EPS				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002241.SZ	歌尔股份	17.18	0.27	0.39	0.53	0.69	25.73	43.99	32.60	25.08
300115.SZ	长盈精密	15.91	0.04	0.5	0.71	0.85	193.72	31.65	22.31	18.61
300136.SZ	信维通信	35.33	1.01	1.19	1.58	2.03	21.34	29.71	22.41	17.44
002475.SZ	立讯精密	26.54	0.66	0.72	0.97	1.23	21.25	36.80	27.44	21.56
	平均						65.51	35.54	26.19	20.67
002600.SZ	领益智造	9.81	(0.1)	0.32	0.44	0.58	(25.1)	30.3	22.5	16.9

资料来源: wind, 民生证券研究院

表 7-2: 公司营业收入拆分预测 (单位: 百万元)

	2018 年	2019E	2020E	2021E
模切	营业收入	7004	7047	12847
	营业收入 YoY		0.6%	82.3%
	营业成本	5182.96	5214.78	9506.78
	营业成本 YoY		0.61%	82.30%
	毛利	1801	1813	3331
	毛利率	26%	26%	26%
CNC	营业收入	2360	2630	2986
	营业收入 YoY		11.4%	13.5%
	营业成本	1746.4	1946.2	2209.64
	营业成本 YoY		11.44%	13.54%
	毛利	598	618	671
	毛利率	26%	26%	26%
冲压	营业收入	1888	1932	1881
	营业收入 YoY		2.3%	-2.6%
	营业成本	1397.12	1429.68	1391.94
	营业成本 YoY		2.33%	-2.64%
	毛利	793	792	762
	毛利率	26%	26%	26%
紧固件	营业收入	102	118	129
	营业收入 YoY		15.2%	9.1%
	营业成本	75.48	87.32	95.46
	营业成本 YoY		15.69%	9.32%
	毛利	39	39	40
	毛利率	26%	26%	26%
东方亮彩	营业收入	2052	2052	2052
	营业收入 YoY		0%	0%
	营业成本	1846.8	1846.8	1846.8
	营业成本 YoY		0%	0%
	毛利	205	205	205
	毛利率 (%)	10%	10%	10%
帝晶光电	营业收入	4820	4820	4820
	营业收入 YoY		0%	0%
	营业成本	4193.4	4193.4	4193.4
	营业成本 YoY		0%	0%
	毛利	627	627	627
	毛利率 (%)	13%	13%	13%
江粉磁材	营业收入	4366	4366	4803
				5283

	营业收入 YoY		0%	10%	10%
	营业成本	3492.8	3492.8	3842.4	4226.4
	营业成本 YoY		0%	0%	0%
	毛利	873	873	961	1057
	毛利率 (%)	20%	20%	20%	20%
其他	营业收入	0	4150	10719	14523
	营业收入 YoY		0	158%	35%
	营业成本		3752	9506	12867
	营业成本 YoY			153%	35%
	毛利		243	1128	1691
	毛利率 (%)		10%	11%	11%
合计	营业收入	22513	27115	40237	48453
	营业收入 YoY		20.4%	48.4%	20.4%
	营业成本		21963.15	32591.97	39246.93
	营业成本 YoY			48.4%	20.4%
	毛利		5210	7725	9409
	毛利率 (%)		19%	19%	19%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

八、风险提示

（一）汇率波动风险

领益智造目前有近一半的产品出口，且总金额过百亿，因此汇率的波动将会对公司的经营带来一定的风险和影响。

（二）行业集中度高风险

领益智造目前的产品和客户，都主要集中在消费电子领域，因此行业的波动对公司的持续经营和盈利可能会有一定的风险。

（三）业务板块的整合与融合的风险

鉴于各业务板块业务类型和客户结构的差异，存在业务板块地整合与融合地风险。

（四）下游行业需求变化风险

由于消费电子产品更新速度快，产品生命周期短，如果领益智造未来不能及时把握行业技术的发展趋势并进行产品升级，或者不能快速解决产品在研发阶段或批量供应阶段出现的各种问题，其市场竞争力及行业开拓将会受到不利影响。

（五）中美贸易摩擦加剧带来的业务风险

中美贸易摩擦的加剧会影响苹果手机等供应链的厂商，领益智造作为苹果公司精密功能件的供应链厂商之一，从长期来看存在一定的不确定性，对领益智造业务发展具有一定的威胁。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	22,500	27,115	40,237	48,453
营业成本	17,959	21,905	32,512	39,044
营业税金及附加	167	173	362	394
销售费用	314	352	523	630
管理费用	838	1,234	2,052	2,326
研发费用	1,126	1,356	2,012	2,423
EBIT	2,094	2,095	2,776	3,637
财务费用	246	139	144	48
资产减值损失	1,806	0	0	0
投资收益	117	84	95	91
营业利润	(604)	2,119	2,818	3,768
营业外收支	(29)	0	0	0
利润总额	(632)	2,120	2,818	3,768
所得税	113	(224)	(366)	(459)
净利润	(746)	2,343	3,184	4,227
归属于母公司净利润	(680)	2,217	2,989	3,978
EBITDA	2,964	3,296	4,507	5,830
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2014	3173	3000	3592
应收账款及票据	6849	7399	11402	13561
预付款项	39	613	631	869
存货	2525	1912	4726	3224
其他流动资产	309	309	309	309
流动资产合计	12392	13878	21019	22189
长期股权投资	153	237	332	423
固定资产	5847	8379	11243	13996
无形资产	725	1072	1476	1844
非流动资产合计	9731	11528	13104	14115
资产合计	22122	25406	34123	36304
短期借款	3459	3459	4510	0
应付账款及票据	6120	7077	10696	12768
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	11431	12372	17904	15859
长期借款	44	44	44	44
其他长期负债	318	318	318	318
非流动负债合计	770	770	770	770
负债合计	12201	13141	18674	16628
股本	6847	6847	6847	6847
少数股东权益	72	199	393	642
股东权益合计	9921	12265	15449	19676
负债和股东权益合计	22122	25406	34123	36304

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	41.3	20.5	48.4	20.4
EBIT 增长率	269.6	0.0	32.5	31.0
净利润增长率	-148.4	326.1	34.8	33.1
盈利能力				
毛利率	20.2	19.2	19.2	19.4
净利率	-3.0	8.2	7.4	8.2
总资产收益率 ROA	-3.1	8.7	8.8	11.0
净资产收益率 ROE	-6.9	18.4	19.9	20.9
偿债能力				
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.9	1.0	0.9	1.2
现金比率	0.2	0.3	0.2	0.2
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	74.1	69.2	70.9	70.3
存货周转天数	37.3	36.5	36.7	36.6
总资产周转率	1.2	1.1	1.4	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	(0.1)	0.3	0.4	0.6
每股净资产	5.8	7.1	8.8	11.1
每股经营现金流	0.9	2.5	1.3	4.9
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	(98.8)	30.3	22.5	16.9
PB	6.9	5.6	4.5	3.6
EV/EBITDA	16.9	14.6	10.6	7.8
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	(746)	2,343	3,184	4,227
折旧和摊销	2,676	1,201	1,731	2,193
营运资金变动	(1,355)	612	(2,832)	1,886
经营活动现金流	1,532	4,247	2,188	8,329
资本开支	1,455	2,914	3,212	3,113
投资	(91)	0	0	0
投资活动现金流	(173)	(2,914)	(3,212)	(3,113)
股权募资	166	0	0	0
债务募资	(225)	0	0	0
筹资活动现金流	(450)	(174)	851	(4,624)
现金净流量	909	1,159	(173)	592

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1-1: 精密功能器件位于智能终端核心环节	4
图 1-2: 精密功能器件处于消费电子产业中游	5
图 1-3: 领益科技客户资源雄厚	5
图 1-4: 领益科技近年收入稳步增长	6
图 1-5: 领益科技归母净利润稳	6
图 1-6: 模切业务预计营收和销量稳步增长	7
图 1-7: 金属外壳渗透率不断上升	7
图 1-8: CNC 市场规模仍有上升空间	7
图 1-9: CNC 业务收入稳步增长销量预计小幅提高	8
图 1-10: 全球手机金属结构件市场规模扩大	9
图 1-11: 冲压业务营收和销量预计稳步提升	9
图 1-12: 领益智造公司发展脉络清晰	9
图 1-13: 帝晶光电显示材料营收情况	10
图 1-14: 东方亮彩精密结构件营收情况	10
图 1-15: 领益智造业务多元化发展	11
图 2-1: 全球智能手机出货量将恢复增长	12
图 2-2: 全球平板电脑出货量平稳增长	12
图 2-3: 无线充电接收器出货量稳增	13
图 2-4: 柔性屏需求大幅提高	13
图 2-5: 功能件行业朝精密化和多元化方向发展	14
图 2-6: 无线充电市场规模预计扩大	14
图 2-7: 柔性屏在各类显示设备产能份额中扩大	15
图 2-8: 全球智能手机柔性 OLED 渗透率不断提高	15
图 3-1: 5G 手机出货量预计持续增长	16
图 3-2: 全球可穿戴设备出货量稳步提高	16
图 3-3: 环形器原理示意图	18
图 3-4: TWS 耳机市场空间广阔	19
图 3-5: AirPods 拆解图	19
图 3-6: 全球可穿戴设备出货量稳步提高	19
图 4-1: 领益智造在可比公司中营收领先	20
图 4-2: 领益科技生产基地分布图	22
图 4-3: 新进入者壁垒高	24
图 5-1: 领益智造未来发展方向为全方位消费电子一体化解决方案提供商	26
图 6-1: 领益智造股权结构稳定	27
图 6-2: 研发支出不断提高	28
图 6-3: 人均职工薪酬逐年增高	29

表格目录

表 1-1: 领益科技主要业务情况	3
表 1-2: 全球金属外壳+金属中框市场规模扩大	8
表 3-1: 各类手机散热方案	17
表 3-2: 散热方案优缺点对比	17
表 3-3: 散热材料方案市场空间广阔	17
表 3-4: airpods 供应链客户情况	20
表 4-1: 可比公司主要客户情况	21
表 4-2: 国外龙头公司情况	23
表 5-1: Salcomp 未来增长计划主要关注点情况	25
表 5-2: 募集资金使用情况	26
表 5-3: 具体项目名称 单位 (万 pcs)	27

表 7-1：可比公司估值表	29
表 7-2：公司营业收入拆分预测（单位：百万元）	30

分析师简介

胡独巍，电子组分析师，北京大学微电子学与固体电子学硕士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。