

**投资评级：增持(首次评级)**

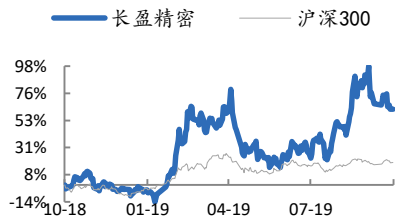
 当前价格(元): 14.14  
合理价格区间(元): 14.49~17.39

**证券分析师**
**雷涛**

 资格编号: S0120518060001  
电话: 021-68761616-6307  
邮箱: leitao@tebon.com.cn

**联系人**
**奚嘉**

 电话: 021-68761616  
邮箱: xijia@tebon.com.cn

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-14.9	8.2	27.2
相对涨幅 (%)	-13.5	5.6	25.3

资料来源: 德邦研究所

**相关研究**

# 消费电子初现曙光，新业务助力复苏

## 长盈精密(300115)

**投资要点:**

- 金属加工能力突出，业绩拐点已至。**公司以产品设计、精密模具设计和制造为核心竞争力，紧跟电子产业快速发展的步伐，由精密制造向超精密制造方向发展。受手机去金属化趋势的影响，过去两年公司业绩受到一定冲击。从 2019 年半年报公司财务情况看，公司营收和净利率增速已经有所回升，毛利率和净利率也触底反弹，手机外观件变化对于公司业绩影响的边际效应已经减弱，业绩拐点已至；
- 研发支出稳步提升，手机创新仍在继续。**公司近年来研发支出稳步提升，研发支出占营收比例也呈上升趋势。公司具有手机金属外观件、结构件、金属小件全制程加工能力，在压铸、冲压、锻压等金属加工工艺上领先对手。公司为 vivo 和 OPPO 提供升降摄像头结构件，为华为 P30 提供潜望式摄像头模组支架，公司还是市场上为数不多的能够提供折叠屏手机转轴的企业。公司在手机领域具有较强的技术优势和客户积累，在不断创新的过程中能够紧跟市场前沿，占据领先地位；
- 海外业务快速成长，盈利能力提升。**公司 2018 年进入 A 客户笔记本电脑金属机壳供应链，成为 A 客户第五家金属机壳供应商，也是首家打入 A 大客户机壳供应链的大陆企业。公司还取得了国际电子烟公司 JUUL Labs 的供应商资格并获得订单，美国电子烟品牌中，JUUL 市场份额占据绝对优势，达 72.2%，公司有望分享电子烟市场快速增长的红利。海外业务的快速成长，有助于公司盈利能力的改善；
- 开拓新领域，打开长期成长空间。**公司近年来开始布局新能源汽车领域，客户已经覆盖了特斯拉、奔驰、宝马等国内外知名汽车企业。在动力电池领域，公司产品通过了 CATL 的供应商认证，实现批量交货。公司与全球机器人“四大家族”之一的安川电机成立合资公司，发布的工业机器人产品获得了客户的好评。在纵向上公司由下游向上游发展，在横向上公司还在不断开拓新的行业，打通了制鞋行业无人化方案，推出“制鞋及成衣无人化工厂”整体解决方案等。我们看好公司在新能源和机器人领域的发展；
- 投资建议:**首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2019-2021 年营收为 92.08、104.55、117.40 亿元，净利润为 3.12、5.27、7.17 亿元，对应 EPS 为 0.34、0.58、0.79 元，对应 2019-2021 年市盈率为 40，24，18 倍。可比公司 2020 年平均 PE 为 25.05 倍，考虑公司未来两年业绩成长的确定性较高，我们认为公司合理估值水平为对应 2020 年 25-30 倍，对应目标价 14.49-17.39 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**A 客户业务拓展不及预期；手机出货量不及预期；新业务拓展不及预期。

**股票数据**

总股本(百万)	909.86
流通 A 股(百万)	909.86
52 周内股价区间(元)	16.84-7.3
总市值(百万)	12,556.07
总资产(百万)	9,797.66
每股净资产(元)	4.76

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8432	8626	9208	10455	11740
(+/-) YoY (%)	37.8	2.3	6.8	13.5	12.3
净利润(百万元)	571	38	312	527	717
(+/-) YoY (%)	-16.5	-93.3	711.1	69.1	35.9
全面摊薄 EPS (元)	0.63	0.04	0.34	0.58	0.79
毛利率 (%)	24.1	19.9	21.8	23.4	24.5
净资产收益率 (%)	12.9	0.9	6.7	10.1	12.1

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 金属加工能力突出，业绩拐点已至.....	5
1.1 公司基本情况 .....	5
1.2 手机外观件对业绩影响的边际效应减弱 .....	7
1.3 电子连接器和电磁屏蔽件需求在 5G 时代将大幅提升 .....	9
1.4 手机创新仍在继续，公司紧跟市场前沿 .....	10
2. 海外业务快速成长，盈利能力大幅改善 .....	12
2.1 A 客户笔记本电脑机壳业务为公司带来确定性成长机会 .....	12
2.2 打入 JUUL 供应链，发力电子烟市场 .....	15
3. 开拓新领域，打开长期成长空间 .....	16
3.1 布局新能源汽车，注入长期新动能.....	16
3.2 进入机器人领域，发力智能制造 .....	18
4. 业绩预测与投资建议 .....	20
4.1 盈利预测关键假设 .....	20
4.2 投资建议 .....	21
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1 公司主要生产基地 .....	5
图 2 公司部分产品.....	6
图 3 公司 2018 年主营业务构成 .....	6
图 4 公司主要参控股公司（2019 半年报） .....	7
图 5 2015-2020 年全球智能手机后盖板材料比例趋势 .....	7
图 6 2019 年初主流品牌在售机型金属结构件应用率 .....	8
图 7 公司近几年营收（亿元）及增速.....	8
图 8 公司近几年净利润（亿元）及增速 .....	8
图 9 公司近几年毛利率和净利率情况 .....	9
图 10 公司近几年 ROE 情况 .....	9
图 11 2010 年公司主营收入构成 .....	9
图 12 公司电磁屏蔽件和连接器营收情况（百万元） .....	9
图 13 iQOO Pro 5G 手机同轴电缆连接器 .....	10
图 14 华为 Mate 30 Pro 5G 版集成 21 根天线 .....	10
图 15 华为 Mate 20 X（5G）用到大量电磁屏蔽件 .....	10
图 16 公司研发支出（亿元）及占营收比例 .....	11
图 17 vivo NEX 升降摄像头结构 .....	11
图 18 华为 Mate X 铰链设计 .....	12
图 19 华为 P30 Pro 潜望式摄像头结构 .....	12
图 20 Mac 近年来销量（千台）及销售额（百万美元） .....	13
图 21 Mac 单机销售贡献（千美元） .....	13
图 22 选择 Mac 的原因.....	13
图 23 一体成型机身（Unibody） .....	14
图 24 MacBook Air 各部件重量占比.....	14
图 25 2008 和 2018 款 MacBook Pro 对比（A 面） .....	14
图 26 2008 和 2018 款 MacBook Pro 对比（B/C 面） .....	14
图 27 全球电子烟市场规模（亿美元） .....	15
图 28 2018 年主要电子烟消费地区市场份额 .....	15
图 29 美国电子烟品牌市占率 .....	15
图 30 JUUL 电子烟 .....	16
图 31 电子烟主要工艺 .....	16

图 32 公司母排产品.....	17
图 33 我国新能源汽车销量（万辆）及增速 .....	18
图 34 我国动力电池出货量和装机量（GWh） .....	18
图 35 天机机器人 TR8 .....	18
图 36 天机 SCARA 机器人.....	18
图 37 中国工业机器人销售额预测（亿美元） .....	19
图 38 2018 年中国工业机器人市场格局.....	19
图 39 2018 年中国工业机器人应用领域分布 .....	19
图 40 长盈精密工厂的打磨机器人 .....	19
图 41 2019 年我国机器人市场结构 .....	20
图 42 我国服务机器人市场规模（亿美元）及增速.....	20
图 43 公司 PE/PB Band .....	21
表 1 公司发展历程.....	5
表 2 公司营收预测（百万） .....	20
表 3 可比公司估值.....	21

## 1.金属加工能力突出，业绩拐点已至

### 1.1公司基本情况

深圳市长盈精密技术股份有限公司成立于2001年7月，于2010年9月登陆A股创业板，是一家专业从事智能终端零组件、新能源汽车零组件、智能装备及系统集成研发、生产和销售的规模化制造企业。公司以产品设计、精密模具设计和制造为核心竞争力，紧跟电子信息产业快速发展的步伐，不断开发、设计高精密、高性能、高附加值新产品，并拓展、完善公司的业务及产品体系，逐步由精密制造向超精密制造方向发展。

表1 公司发展历程

时间	事件
2001	深圳市富瑞康精密五金有限公司成立。
2003	更名为深圳市长盈精密技术有限公司。
2006	在昆山投资设立了全资子公司昆山长盈精密技术有限公司。
2008	整体变更设立为深圳市长盈精密技术股份有限公司。
2010	在深圳证券交易所创业板挂牌上市。
2010	在东莞松山湖投资建立了全资子公司广东长盈精密技术有限公司。
2012	取得了昆山杰顺通精密组件有限公司65%的股权。
2013	在美国、香港及韩国分别投资设立了美国长盈、香港长盈及韩国长盈，为海外客户提供服务支持。
2015	在东莞投资设立了全资子公司广东天机工业智能系统有限公司。
2015	参股宜确半导体(苏州)有限公司。
2016	收购深圳市纳芯威科技有限公司65%的股权。
2016	收购广东方振新材料精密组件有限公司股权。
2017	收购苏州科伦特电源科技有限公司股权。

资料来源：公司官网，德邦研究所

公司的两大生产基地分别位于珠三角和长三角，珠三角地区以深圳、东莞为主，业务方向为消费电子零组件及工业智能设备，长三角地区以昆山、苏州为主，业务方向主要是新能源汽车三电系统零组件。

图1 公司主要生产基地



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司主要产品包括智能终端零组件、新能源汽车零组件以及工业4.0三大板块。其中智能终端零组件类产品包括手机金属中框、手机金属外观件、电脑金属外观件、智能音箱外观件以及金属小件等。国内客户包括OPPO、VIVO、华为等一线手机品牌厂商，国际客户包括A客户等。

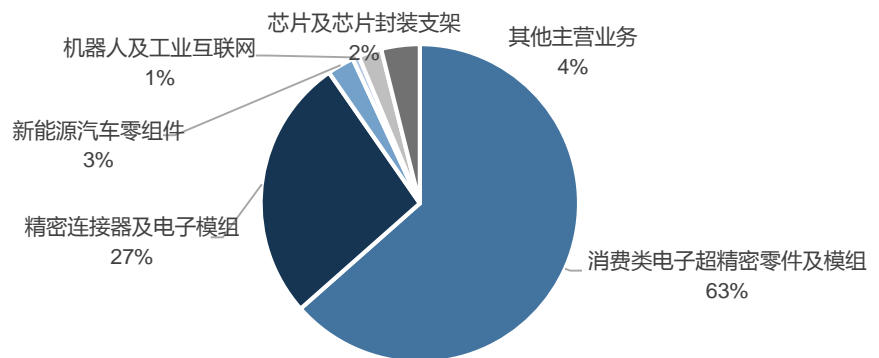
图 2 公司部分产品



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司 2018 年主营业务收入中消费类电子超精密零件及模组占比最高，达 63%，主要是消费电子终端的金属外观件、硅胶结构件、塑胶结构件等；其次为精密电子连接器及电子模组，占比 27%。新能源汽车零组件和机器人及工业互联网业务占比较低，分别为 3%和 1%。

图 3 公司 2018 年主营业务构成



资料来源：Wind，德邦研究所

截至 2019 半年报，公司共有 15 家子公司，重要的联营企业共 4 家。公司在香港、美国和韩国分别设有香港长盈、美国长盈和韩国长盈，为海外客户提供服务支持。



图4 公司主要参控股公司(2019半年报)

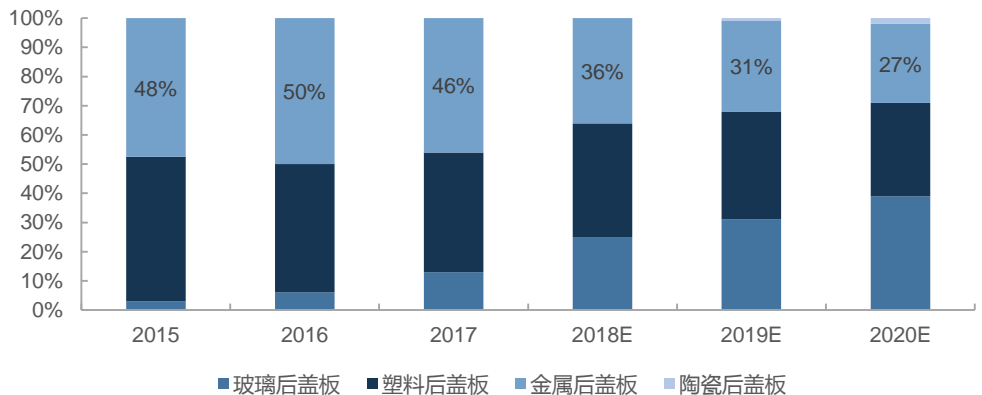


资料来源: Wind, 德邦研究所

## 1.2 手机外观件对业绩影响的边际效应减弱

**5G时代金属机壳将退出市场，双面玻璃+金属中框成为主流。**自iPhone 5使用金属外壳后，手机金属外壳逐渐成为各大厂商追捧的对象，尤其是2014年后，金属外壳渗透率快速提升。金属机壳在手感、美观、散热、强度方面都有不小的优势，随着CNC和压铸技术的进步，金属逐渐成为市场上最流行的背板材料，根据奥维云网的数据，至2016年，全球手机金属外壳渗透率已经达到50%。但金属材料具有电磁屏蔽的特性，虽然4G时代依然可通过三段式或者开槽的方式来解决信号问题，但5G时代金属材料干扰更加严重，且对无线充电也有影响，金属机壳确定要退出智能手机背板市场。2017年苹果发布iPhone 8/8 Plus和iPhone X，均采用双面玻璃+金属中框的设计，金属外壳在手机的渗透率开始快速下滑。

图5 2015-2020年全球智能手机后盖板材料比例趋势

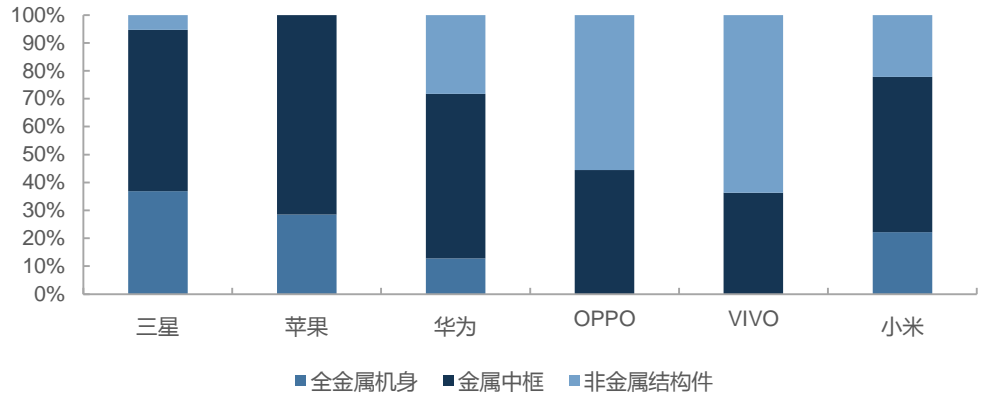


资料来源: 奥维云网, 德邦研究所

手机去金属化给公司经营造成了一定的波动。随着无线充电的应用以及5G建设的提速，金属中框逐渐取代全金属一体化机身成为智能手机行业的主流设计。从2019年初各主流品牌主要在售机型金属结构件应用情况来看，金属中框在三星、苹果和小米中

的渗透率最高，非金属结构件在OPPO、VIVO中占比最高，且OPPO和VIVO的在售机型中已经没有全金属机身机型。此前公司手机金属外观件/结构件的主要客户正是OPPO和VIVO，手机去金属化趋势给公司相关业务造成了一定的冲击。

图6 2019年初主流品牌在售机型金属结构件应用率

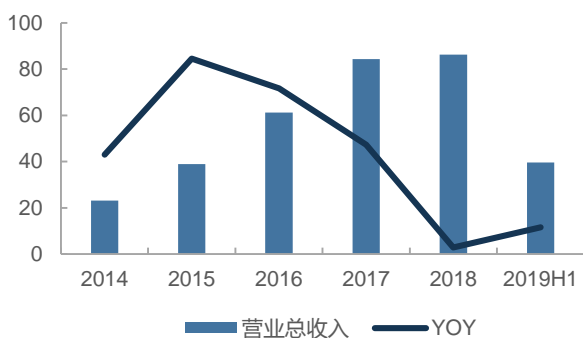


资料来源：福蓉科技招股说明书，德邦研究所

得益于手机金属化率的快速提升，公司营收在2018年以前均保持高速增长。2017年以后金属外壳渗透率快速下降，但玻璃背板渗透率快速提升，金属中框需求增加。金属中框结构相对复杂，价值量较金属外壳反而有所提高，因此即使在2018年，公司的营收依然较2017年小幅增长。我们认为，手机金属结构件的市场需求巨大，且会长期存在，是公司保持较高产能利用率，提升市场竞争力的保证，也是公司开展其他创新业务的基础。

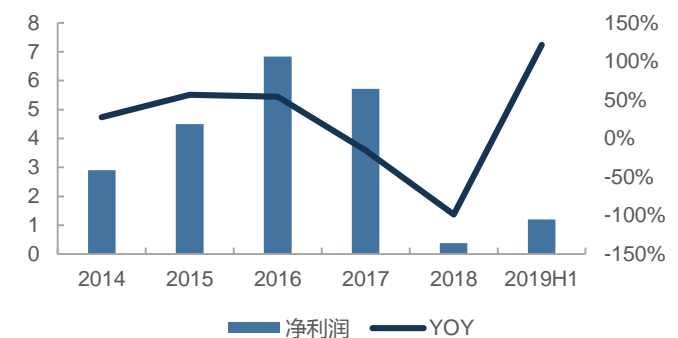
从净利润情况看，2017年公司净利润便开始出现下滑，毛利率、净利率以及ROE也在2018年达到低点。一方面，手机外观件的变化给行业需求造成了一定的波动，另一方面，CNC机台的无序扩张也使得整个CNC加工行业竞争格局加速恶化。CNC加工的价格从一小时100多元降到了30多元，公司盈利能力受到一定影响。从2019年公司财务情况看，公司营收和净利率增速已经有所回升，毛利率和净利率也触底反弹，手机外观件变化因素对于公司业绩影响的边际效应已经减弱，业绩拐点已至。

图7 公司近几年营收（亿元）及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

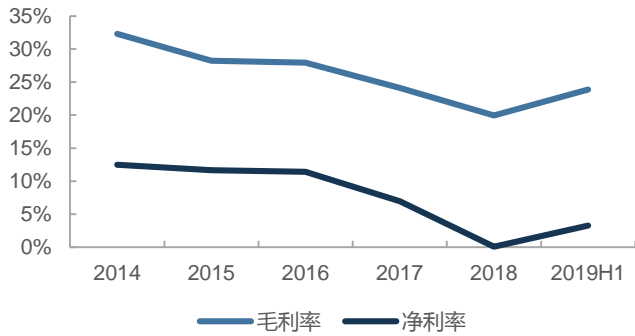
图8 公司近几年净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，德邦研究所

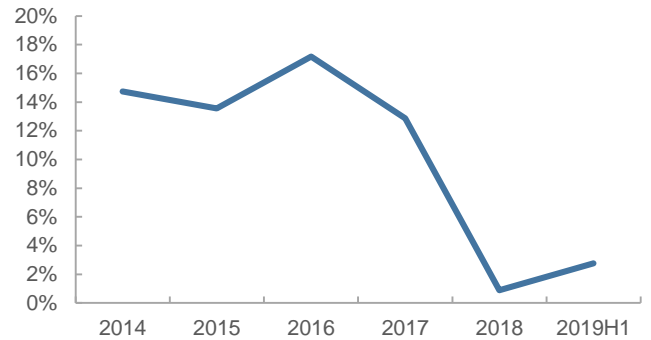


图 9 公司近几年毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 10 公司近几年 ROE 情况

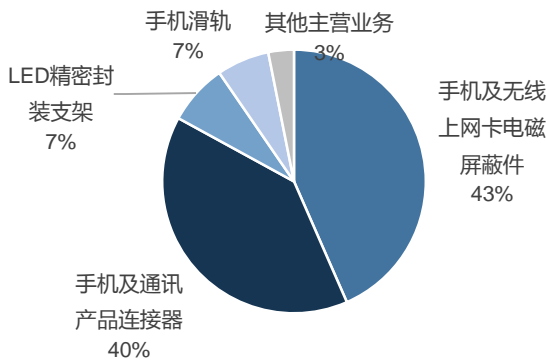


资料来源: Wind, 德邦研究所

### 1.3 电子连接器和电磁屏蔽件需求在 5G 时代将大幅提升

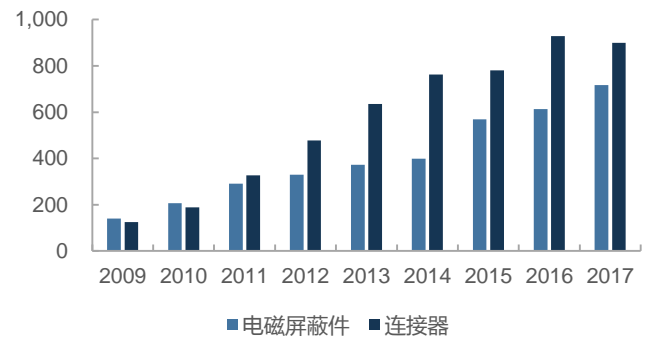
公司在电子连接器和电磁屏蔽件方面具有深厚的技术积累,上市当年公司手机及无线网卡电磁屏蔽件和手机及通讯产品连接器营收占比合计超过 80%。公司上市后电磁屏蔽件和连接器营收仍保持稳步增长,但随着手机外观件业务的爆发,电磁屏蔽件和连接器营收占比有所下降。

图 11 2010 年公司主营收入构成



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

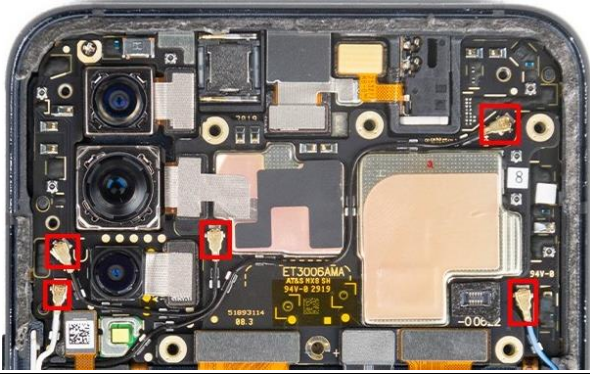
图 12 公司电磁屏蔽件和连接器营收情况 (百万元)



资料来源: Wind, 德邦研究所

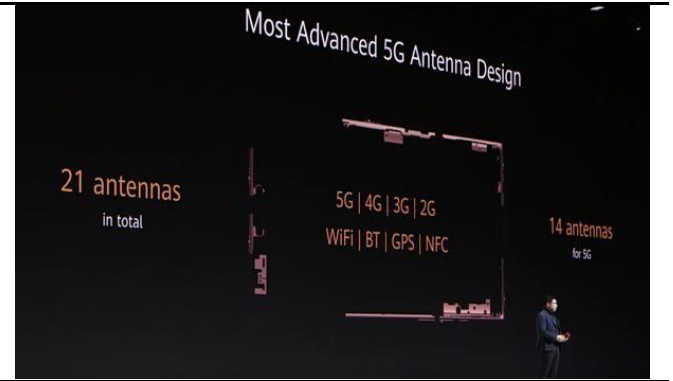
**5G 手机天线数量的增加带动手机连接器需求的提升。**5G 手机要实现更高的速率,8X8MIMO 将成为主流,天线数量也将大幅提高,保守估计至少要 8-10 根以上。5G 手机天线的设计会变得更加复杂,RF 同轴电缆的数量也会相应增加。虽然未来 LCP 会取代部分同轴电缆,但是 RF 同轴电缆技术更成熟,中长期看仍会被广泛使用。从 iQOO Pro 5G 手机拆解情况看,就用到了大量的同轴线。华为最新发布的 Mate 30 Pro 5G 版甚至集成了 21 根天线,其中 14 根支持 5G,连接器的数量预计也会大幅增加。根据 QYResearch 的数据,2016 年全球手机连接器市场约为 28.06 亿美元,预计 2022 年将达到 32.06 亿美元,复合年增长率为 2.25%。公司电子连接器业务将持续受益。

图 13 iQOO Pro 5G 手机同轴电缆连接器



资料来源：中关村在线，德邦研究所

图 14 华为 Mate 30 Pro 5G 版集成 21 根天线

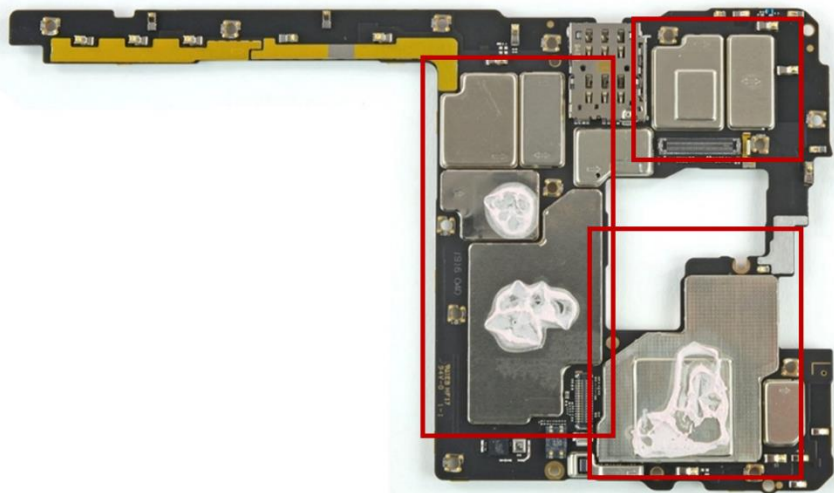


资料来源：搜狐，华为，德邦研究所

**5G 手机电磁屏蔽件数量和价值量都会有所提升。**电子器件在启动和工作的过程中会产生电磁，会对周围电子器件的信号收发造成干扰，甚至会中断其他器件的工作，因此必须使用电磁屏蔽材料将其隔离。5G 手机中芯片和天线大幅增加，电磁屏蔽材料数量也会相应增加。随着频段的提升，5G 手机中零部件之间的电磁干扰问题越来越严重，对于电磁屏蔽的要求也越来越高。目前常用的电磁屏蔽材料包括金属屏蔽器件、导电塑料器件、导电硅胶器件、导电布衬垫器件等。金属屏蔽器件仍是成本最低、效果最好的屏蔽材料。由于 5G 手机内部设计空间越来越少，会要求金属电磁屏蔽件向超薄化方向发展，价值量也会随之提升。

根据 BCC Research 的数据，2016 年全球 EMI（抗电磁干扰）和 RFI（射频干扰）市场接近 60 亿美元，到 2020 年预计将达到 79 亿美元，复合增长率为 5.6%。

图 15 华为 Mate 20 X（5G）用到大量电磁屏蔽件

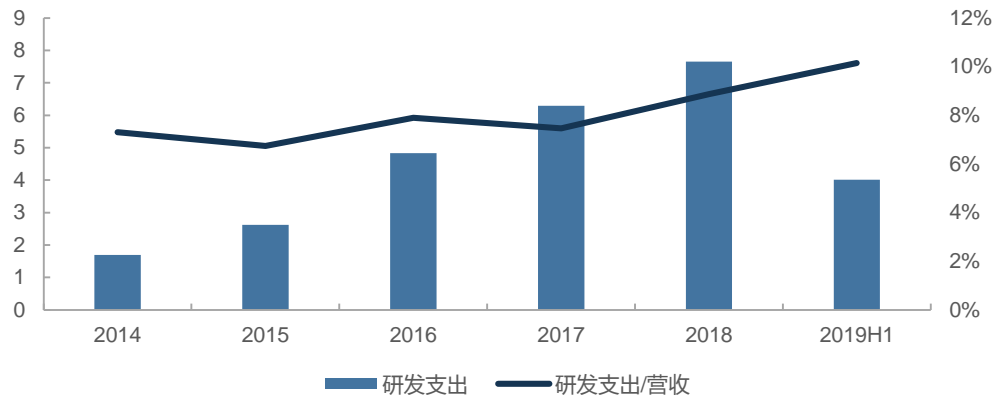


资料来源：iFixit，德邦研究所

### 1.4 手机创新仍在继续，公司紧跟市场前沿

公司以手机类五金件和连接器产品起家，目前业务已涵盖手机及通讯产品金属外观件，连接器、屏蔽件等精密组件等，客户包括 OPPO、vivo、华为、三星等知名厂商。公司近年来研发支出稳步提升，研发支出占营收比例也呈上升趋势。公司具有手机金属外观件、结构件、金属小件全制程加工能力，在压铸、冲压、锻压等金属加工工艺上领先对手。公司在手机领域具有较强的技术优势和客户积累，在手机不断创新的进程中能够紧跟市场前沿，配合一线厂商推陈出新，占据领先地位。

图 16 公司研发支出（亿元）及占营收比例



资料来源: Wind, 德邦研究所

自苹果推出刘海屏手机 iPhone X 之后,全面屏的渗透率快速提升,各大手机厂商在手机前置摄像头的形态设计上也是大显神通。vivo NEX 和 OPPO Find X 率先采用了升降摄像头设计,根据拆解情况来看,vivo NEX 升降摄像头结构复杂,包括摄像头支架和模组、步进电机、传动装置和限位金属框等零部件,对于工艺质量要求也较高,否则可能会出现卡住和抖动的现象。vivo NEX 和 OPPO Find X 升降摄像头结构件均为长盈精密提供。

图 17 vivo NEX 升降摄像头结构



资料来源: 中关村在线, 德邦研究所

2019 年 2 月华为发布了折叠屏手机 Mate X 并迅速走红,三星也发布了折叠屏手机 Galaxy Fold,根据 IHS Markit 预测,折叠屏手机的出货量将在 2024 年达到 5000 万。在折叠屏手机的设计中,除柔性屏外,铰链的结构也至关重要。铰链技术在笔记本电脑等产品中应用已经相对成熟,但手机尺寸更小,使用频次更高,铰链技术在折叠屏手机中应用的难度要大很多。华为 Mate X 在铰链的研发上就花费了超过三年时间,最终集合了超过 100 个零件,结构件部分的厚度仅 0.8mm,手机折叠后也只有 11mm,效果十分惊艳。长盈精密是市场上为数不多的能够提供折叠屏手机转轴的企业,公司配合相关企业进行转轴产品的研发,并做好了规模化生产的准备。

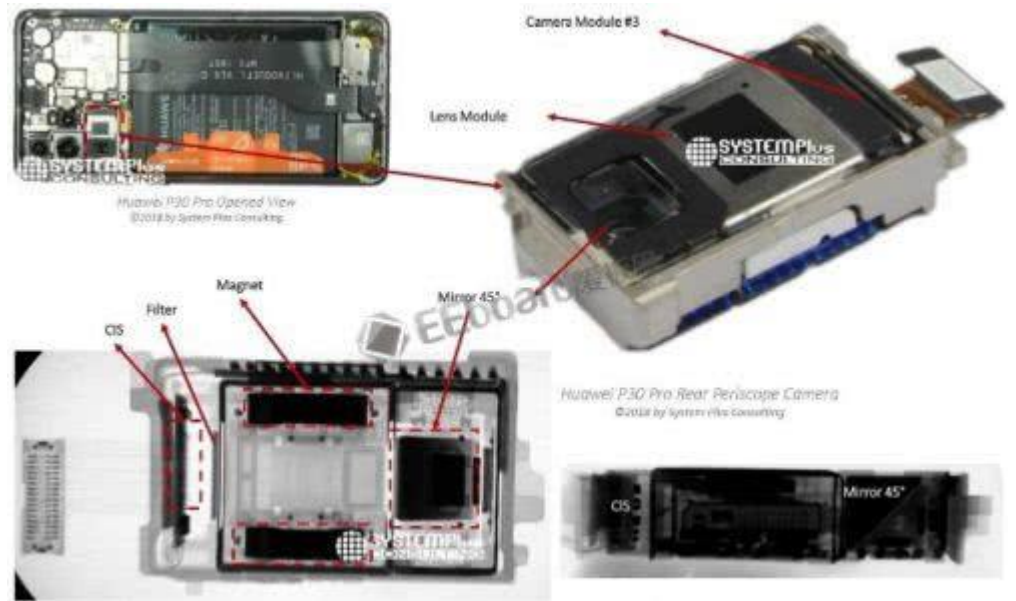
图 18 华为 Mate X 铰链设计



资料来源：华为，德邦研究所

2019年3月，华为发布了P30系列手机，其中P30 Pro的潜望式摄像头成为市场关注的热点，可以达到5倍光学变焦，10倍混合无损变焦。OPPO早在WMC 2017上展示了潜望式摄像头结构，并应用在其2019年新系列旗舰Reno。除华为和OPPO外，小米也申请了潜望式摄像头模组的设计专利，我们预计潜望式摄像头渗透率将快速提升。公司为华为P30手机提供潜望式摄像头模组支架，未来有望持续受益。

图 19 华为 P30 Pro 潜望式摄像头结构



资料来源：System Plus，德邦研究所

## 2.海外业务快速增长，盈利能力大幅改善

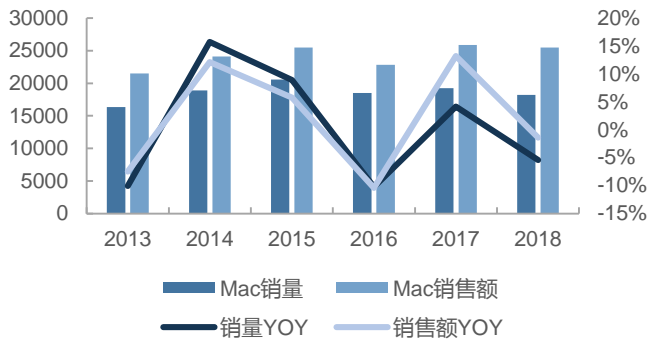
### 2.1A 客户笔记本电脑机壳业务为公司带来确定性成长机会

公司2018年进入A客户笔记本电脑金属机壳供应链，成为A客户第五家金属机壳供应商，也是首家打入A客户机壳供应链的大陆企业。再此之前，A客户笔记本机壳主要由台湾企业垄断，可成、锐胜、鸿准是主要供应商。

A客户笔记本销量及销售额虽呈现波动，但依然相对稳定。从单机带来的销售额来看，自2016年开始触底回升，近两年增幅较高。虽然全球笔电市场近年来表现不佳，但是A客户笔记本依然深受用户喜爱，盈利能力较强。

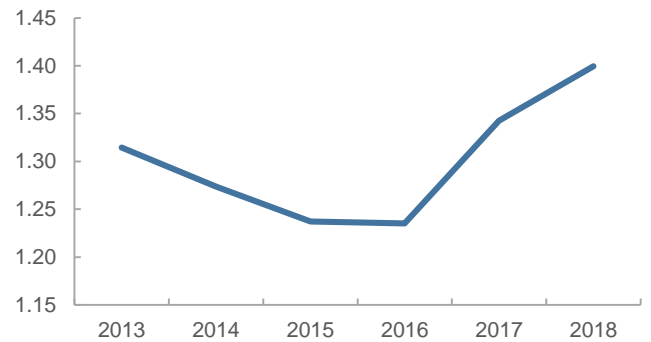


图 20 Mac 近年来销量（千台）及销售额（百万美元）



资料来源：A 客户年报，德邦研究所

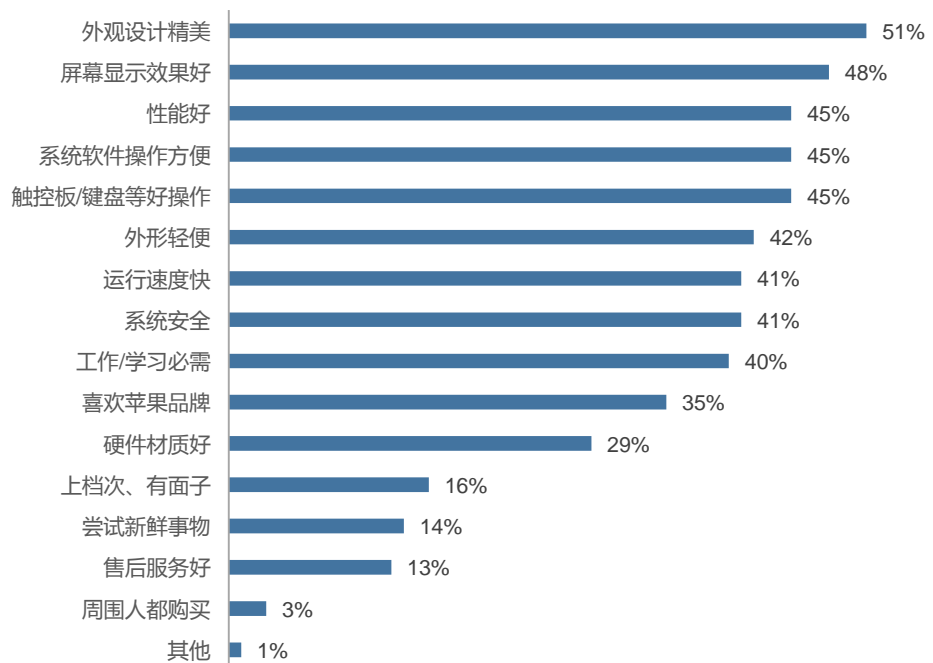
图 21 Mac 单机销售贡献（千美元）



资料来源：A 客户年报，德邦研究所

根据腾讯 ISUX 研究中心 Mac 中国市场报告的数据，外观精美是用户选择 Mac 的最主要原因，外形轻便、硬件材质好也是用户购买 Mac 的重要因素。

图 22 选择 Mac 的原因



资料来源：腾讯 ISUX 研究中心，德邦研究所

2008 年，A 客户正式推出了铝合金一体成型（Unibody）机身设计的笔记本电脑，采用了全新的制造方法，并推动铝合金材料及 CNC 加工工艺的不断完善。Unibody 机身结构更加复杂，其采用一整块铝合金板材，直接通过 CNC 加工，钻出内部各部件接口的定位孔，可以将更多的部件安装在作为承载结构的机身上。Unibody 机身可以省略笔记本内部的互联和固定结构，缩小厚度并减小质量，并能够提高机身强度和散热性能。Unibody 对于 CNC 加工精度的要求也相当高，CNC 加工时长也较高，在苹果之后，一些其他品牌的笔记本电脑也采用了 Unibody 的设计。

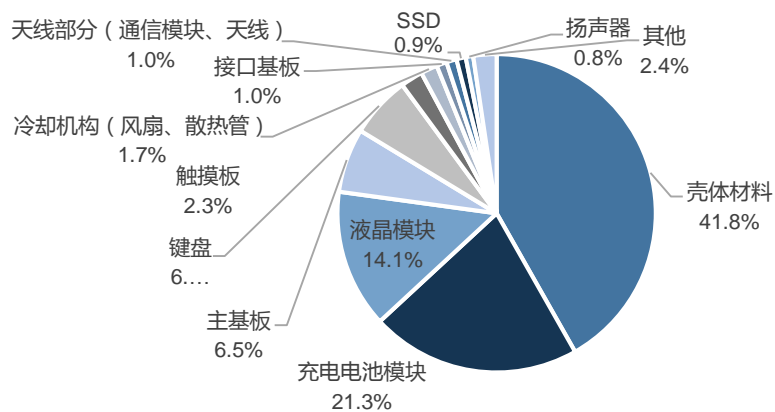
图 23 一体成型机身 (Unibody)



资料来源：搜狐，德邦研究所

从此前的拆解数据看，壳体材料在整个 MacBook Air 中质量占比达到 41.8%，外壳是保证笔记本质量和外观的重要部件。

图 24 MacBook Air 各部件重量占比



资料来源：华强电子网，德邦研究所

自 2008 年推出 Unibody 机壳的 MacBook 以来，Mac 的外观并没有出现较大的变化。2018 款的 MacBook Pro 与 2008 款的相比更薄，取消了 A 面 LOGO 的呼吸灯，侧面接口略有变化，整体变化并不大。这也导致 Mac 机壳的加工工艺近年来也没有很大的改变。随着近几年国内 CNC 工艺和产能的不断提升，大客户也愿意引进新的供应商来降低成本。公司于 2017 年获得供应商认证，2018 年下半年开始供应 D 面，今年开始供应 A 面，预计明年将开始供应 C 面。

图 25 2008 和 2018 款 MacBook Pro 对比 (A 面)



资料来源：什么值得买，德邦研究所

图 26 2008 和 2018 款 MacBook Pro 对比 (B/C 面)



资料来源：什么值得买，德邦研究所

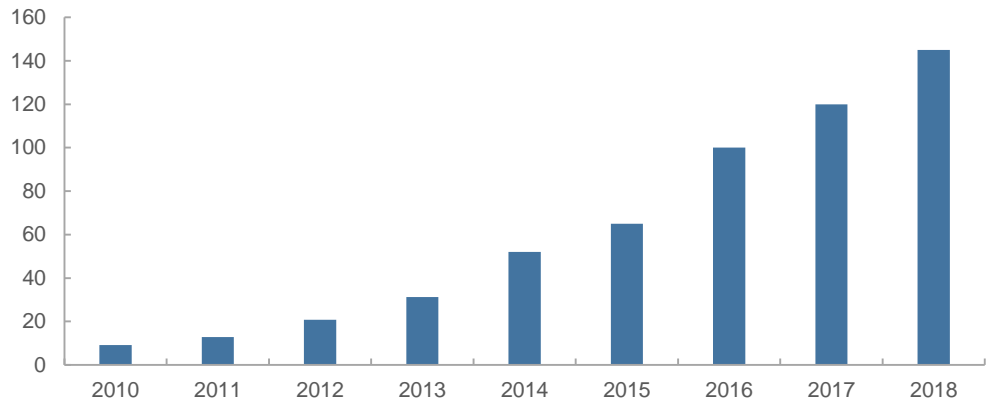


我们预计 D 面价格在 10 美金左右，A 面和 C 面价格分别为 60 美金左右，合计一台 Mac 机壳价值量约为 130 美金，以每年 1800 万台销量计算，大客户笔记本机壳每年需求量在 23.4 亿美金左右。随着公司在大客户份额的不断提升，公司盈利能力有望持续改善。

## 2.2 打入 JUUL 供应链，发力电子烟市场

公司 2019 年半年报披露，公司取得了国际电子烟公司 JUUL Labs 的供应商资格并获得订单。近几年全球电子烟市场发展迅猛，根据智研咨询的数据，2018 年全球电子烟市场规模达到 145 亿美元，近 8 年复合增长率达 41%。

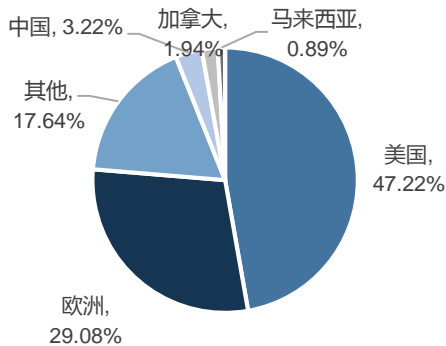
图 27 全球电子烟市场规模（亿美元）



资料来源：智研咨询，德邦研究所

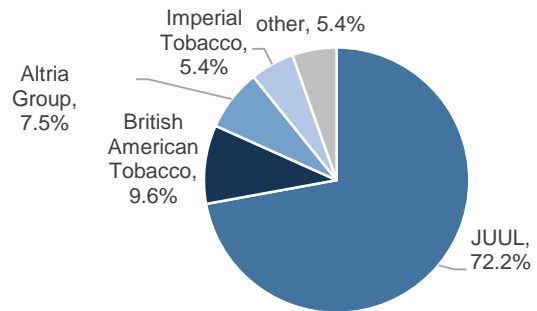
美国是全球电子烟消费的最大市场，2018 年美国电子烟市场份额全球占比达 47.22%，其次是欧洲市场，占比 29.08%。中国电子烟市场规模相对较小，全球占比仅 3.22%。根据富国银行的数据，美国电子烟品牌中，JUUL 市场份额占据绝对优势，达 72.2%。

图 28 2018 年主要电子烟消费地区市场份额



资料来源：中国产业信息网，德邦研究所

图 29 美国电子烟品牌市占率



资料来源：富国银行，德邦研究所

电子烟分为蒸汽型和非燃烧烟草型两种类型。蒸汽型电子烟通过电子雾化器将含有尼古丁的溶液加热产生气雾，供人吸入。非燃烧烟草型电子烟是加热特制的“烟弹”的非燃烧型香烟，即通过电子装置高温加热烟草，产生含有尼古丁的烟雾。蒸汽型电子烟一般包括烟杆、雾化器、烟嘴等结构。

图 30 JUUL 电子烟



资料来源：JUUL，德邦研究所

电子烟中的结构件包括五金、塑胶、陶瓷、玻璃等，所用到的加工工艺包括 CNC、注塑等，公司在手机等领域结构件加工方面积累了丰富的经验，在电子烟市场也具有一定的竞争力。2019 年 6 月，公司设立全资子公司东莞市阿尔法电子科技有限公司，主要进行电子烟、物联网硬件、可穿戴设备、服务机器人等产品的 ODM 和 EMS。公司不仅提供电子烟结构件，而且还从事电子烟代工。公司成功打入 JUUL 供应链，将分享电子烟市场巨大的“蛋糕”，并有望借助 JUUL 的名气获得其他品牌的订单。

图 31 电子烟主要工艺



资料来源：艾邦电子烟产业资讯，德邦研究所

### 3. 开拓新领域，打开长期成长空间

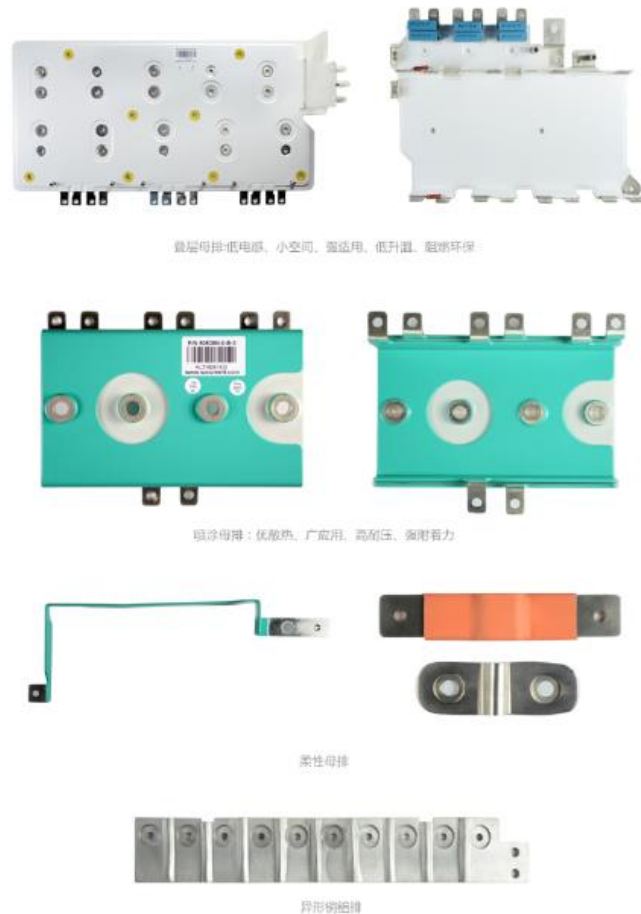
#### 3.1 布局新能源汽车，注入长期新动能

2016 年公司通过全资子公司昆山长盈投资设立昆山惠禾新能源科技有限公司，主要从事新能源汽车充电枪、充电插座、新能源汽车高压连接器及其线束总成的开发、生产和销售。2016 年和 2017 年公司通过股权收购和增资方式取得苏州科伦特 70% 股份。苏州科伦特电源科技有限公司是领先的电连接产品供应商，为客户提供

各种电连接母排、电池模组连接片、高压盒等各种产品及方案。科伦特的客户已经覆盖了特斯拉、奔驰、宝马、五菱、本田等国内外知名汽车企业。公司的叠压、喷涂等绝缘母排产品也受到了中国南车、阿尔卡特朗讯、荣迅电力电子等客户的青睐。在动力电池领域，公司产品通过了 CATL 的供应商认证，实现批量交货。

母排又称汇流排、母线，用于取代传统的铜排、导线，实现高效低损耗的电流导通与分流，是新能源汽车动力系统的重要组成部分。公司在母排设计及工艺方面积累了丰富的经验，能依据客户要求提供完整解决方案，提供叠层母排、喷涂母排、柔性母排、异形铜铝排、电池模组铜铝排等多种形状、多种工艺、多种技术特性的母排产品。

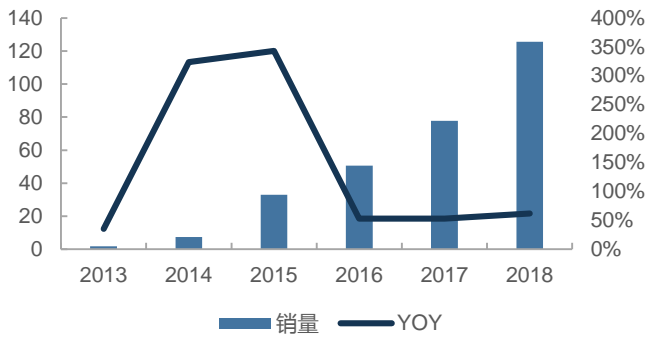
图 32 公司母排产品



资料来源:公司官网,德邦研究所

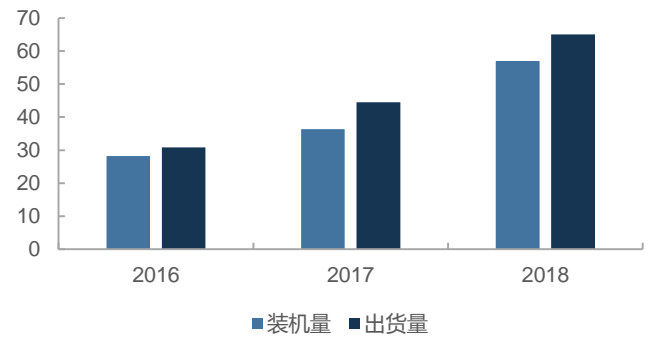
我国新能源汽车销量近几年呈现爆发式增长状态,近5年复合增长率高达134%。2018年我国新能源汽车销量达125.6万辆,同比增长61.7%。同时,我国动力电池出货量和装机量也呈稳步增长态势,2018年我国动力电池出货量达65GWh,同比增长46%,装机量达57GWh,同比增长57%。我国新能源汽车蓬勃发展的势头为公司相关业务发展提供了宝贵的契机。此外,特斯拉的中国工厂已经于2019年1月动工,目前进度超预期,公司也有望抓住特斯拉“国产化”机遇,推动新能源汽车业务快速发展。

图 33 我国新能源汽车销量(万辆)及增速



资料来源：中国汽车工业协会，德邦研究所

图 34 我国动力电池出货量和装机量 (GWh)



资料来源：GGII，德邦研究所

### 3.2 进入机器人领域，发力智能制造

2015年5月公司在东莞投资设立了全资子公司广东天机工业智能系统有限公司，以工业机器人为核心，开发标准工作站、智能数控装备、提供系统集成的解决方案。2017年7月，公司与安川电机成立合资公司广东天机机器人有限公司。总投资1亿人民币，注册资金5000万人民币，其中长盈精密持股65%，安川持股35%。安川电机是全球机器人“四大家族”之一，在伺服电机、运动控制器、变频器、机器人等领域均处在世界先进水平。天机机器人成立后不久即推出了全球速度最快的小型六轴机器人TR8以及两款高速、高精度的SCARA机器人，获得了行业与客户的一致好评。

图 35 天机机器人 TR8



#### 天机机器人TR8

可搭载各类夹具和传感器，对应高精度组装、检测、打磨、抛光、搬运等不同行业应用，通过高速高精动作，减少节拍，显著提高生产率。整机防护等级：IP67，适应油雾、粉尘、潮湿、高温等

资料来源：天机机器人，德邦研究所

图 36 天机 SCARA 机器人



#### 天机SCARA机器人

SCARA重复定位精度高，采用行业领先的安川机器人专用马达和安川机器人专用控制器，结构精巧，动力澎湃。

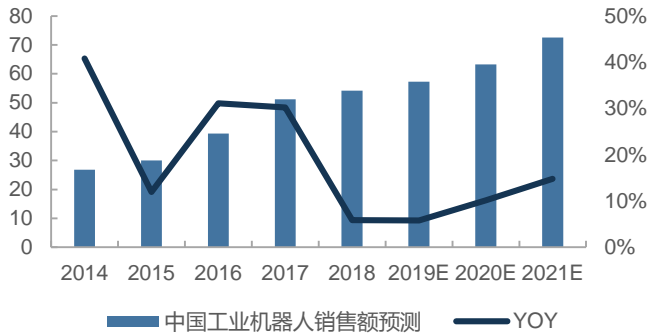
资料来源：天机机器人，德邦研究所

近年来，随着产业升级的需求以及人力成本的上升，“机器换人”的趋势愈发明显。一方面，近年来人力成本上升明显，给企业造成较大压力，工业机器人性价比优势开始显现；另一方面，工业机器人可以重复精准的动作，可以满足更高的精度要求，生产质量更高，而且机器人还可以在复杂的环境中工作，安全性高。所以“机器换人”并非单纯从成本方面的考虑，更是产业升级的需求。

根据中国电子学会的数据，中国工业机器人销售额由2014年的26.8亿美元增长到2018年的54.2亿美元。据预测2019年我国工业机器人市场规模将达到57.3亿美元；2020年，国内市场规模将进一步扩大，预计将超过60亿美元。

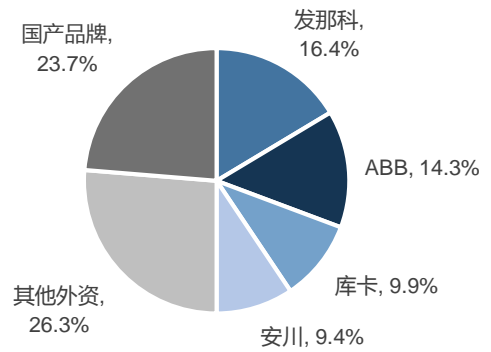
工业机器人对于零部件的要求非常高，目前高端市场被机器人“四大家族”垄断，分别是瑞士的ABB、日本的发那科(FANUC)和安川电机、德国的库卡(KUKA)。2018年“四大家族”在中国的市场份额超过50%。中国国产品牌市场份额为23.7%，主要集中于中低端市场。工业机器人下游应用丰富，国产品牌更接近中国市场，在下游需求的把握上具有一定的优势，近几年国产工业机器人销售规模总体呈上升趋势。

图 37 中国工业机器人销售额预测 (亿美元)



资料来源：中国电子学会，德邦研究所

图 38 2018 年中国工业机器人市场格局

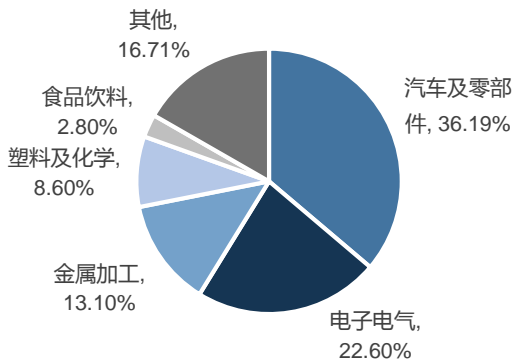


资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

根据前瞻产业研究院的数据，2018 年我国工业机器人主要应用于汽车及零部件制造和电子电气行业，占比分别为 36.19% 和 22.60%；工业机器人在金属加工、塑料及化学、食品饮料领域应用占比分别为 13.10%、8.60%、2.80%。

公司主要从事金属加工业务，2014 年，公司便开始在松山湖的工厂的抛光车间进行自动化改造，车间人数由 600 多人锐减到 20 人。公司在工业机器人的选择和使用方面积累了丰富的经验，并由下游应用向上游制造发展，与“四大家族”之一的安川电机合作生产工业机器人。公司作为生产企业更懂制造，更了解下游需求，并有成功可复制的经验，在工业机器人产品销售和推广方面具有天然优势。除了在 3C 制造业外，公司在其他行业的推广也取得了重要突破，打通了制鞋行业无人化方案，推出“制鞋及成衣无人化工厂”整体解决方案。

图 39 2018 年中国工业机器人应用领域分布



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

图 40 长盈精密工厂的打磨机器人手

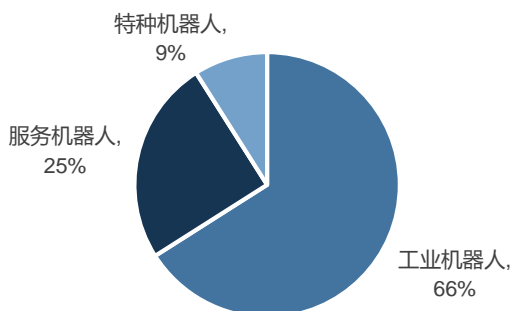


资料来源：人民网，德邦研究所

除工业机器人外，我国服务机器人市场也同样巨大，根据中国电子学会的数据，预计 2019 年服务机器人将占我国机器人市场份额的 25%。而且我国服务机器人的市场规模在快速增长，近 5 年人市场规模增速均超过 30%。预计 2019 年我国服务机器人市场规模将达到 22 亿美元，同比增长 33.1%，高于全球服务机器人市场增速。其中家用服务机器人、医疗服务机器人和公共服务机器人市场规模分别为 10.5 亿美元、6.2 亿美元和 5.3 亿美元。预计未来两年我国服务机器人市场仍能保持 30% 以上的增速。

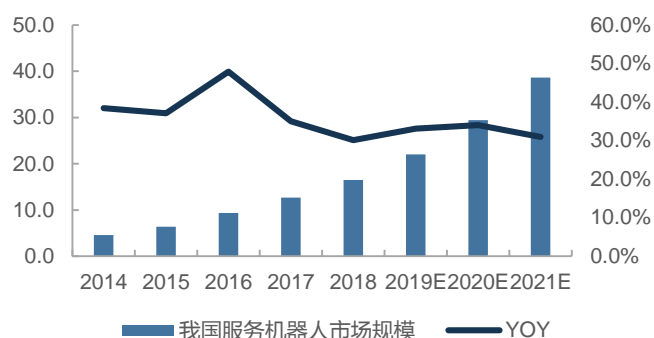


图 41 2019 年我国机器人市场结构



资料来源：中国电子学会，德邦研究所

图 42 我国服务机器人市场规模（亿美元）及增速



资料来源：中国电子学会，德邦研究所

2016 年，公司与上海交通大学建立“上海交通大学—长盈服务机器人联合研究中心”，围绕公司的战略开发服务机器人和虚拟现实产品。此外，公司的全资子公司上海其元与上海交大机器人研究所合资成立了念通智能，主要经营方向为上海交大机器人研究所生机电系列科技成果的市场化，目前已有应用于医疗康复领域的产品正在进行市场验证。我们看好公司在服务机器人领域的开拓。

## 4. 业绩预测与投资建议

### 4.1 盈利预测关键假设

**消费类电子超精密零件及模组：**我们预计手机外观件业务会持续萎缩，A 客户业务近两年会快速增长。预计 2019-2021 年公司消费类电子超精密零件及模组业务营收增速分别为-1%，9%和 7%；

**精密连接器及电子模组：**我们预计公司连接器业务仍能保持稳定增长，受益 5G 手机对于电磁屏蔽材料需求的增加，公司电磁屏蔽件业务会保持快速增长，预计 2019-2021 年公司精密连接器及电子模组业务营收增速分别为 22%，21%和 18%；

**新能源汽车电连接系统及控制模组：**随着公司新能源汽车客户的不断扩展以及特斯拉在华投产，预计 2019-2021 年公司新能源汽车电连接系统及控制模组营收增速分别为 50%，40%和 40%；

**机器人及工业互联网：**工业机器人行业市场空间大，公司该类业务目前体量相对较小，预计 2019-2021 年营收增速分别为 100%，60%和 40%。

**业绩预测未考虑广东方振 36%部分股权的业绩补偿：**2016 年公司收购广东方振 36%股权，广东方振承诺 2017-2019 年每年实现扣非归母净利润分别不低于人民币 7,500 万元、11,000 万元、16,000 万元，即累计不低于人民币 34,500 万元。广东方振 2017 和 2018 年分别实现扣非归母净利润 3,093.61 和 -8,673.88 万元，前两年未完成业绩承诺。如果广东方振 2019 年仍无法完成业绩承诺，广东方振其他股东需进行业绩补偿，本报告业绩预测未考虑该部分股权的业绩补偿情况。

表 2 公司营收预测（百万）

		2018	2019E	2020E	2021E
消费类电子超精密零件及模组	营收	5452	5390	5874	6292
	YOY	-11%	-1%	9%	7%
精密连接器及电子模组	营收	2306	2814	3400	4028
	YOY	43%	22%	21%	18%
新能源汽车电连接系统及控制模组	营收	236	354	496	695
	YOY	335%	50%	40%	40%



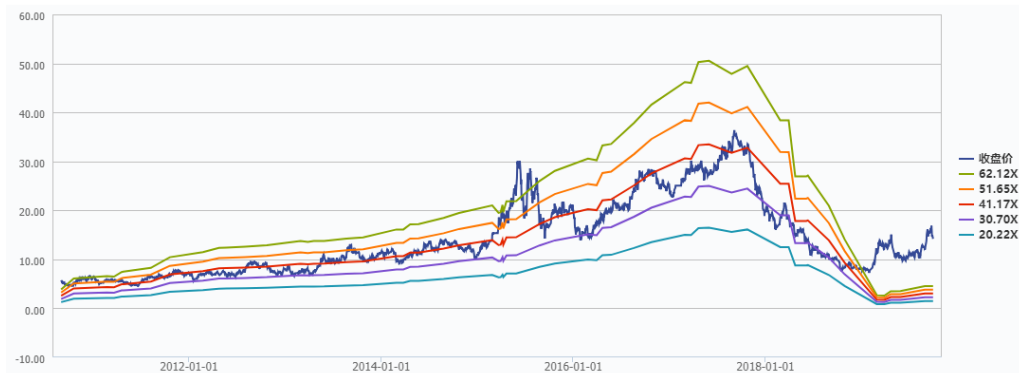
机器人及工业互联网	营收	57	113	181	254
	YOY		100%	60%	40%
芯片及芯片封装支架	营收	201	200	200	200
	YOY		-1%	0%	0%
其他主营业务	营收	336	302	272	245
	YOY	-29%	-10%	-10%	-10%
其他业务	营收	37	34	30	27
	YOY	1%	-10%	-10%	-10%
合计	营收	8626	9208	10455	11740
	YOY	2%	7%	14%	12%

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4.2 投资建议

预计公司 2019-2021 年实现营收分别为 92.08、104.55、117.40 亿元, 同比增长 6.8%、13.5%、12.3%; 实现归母净利润分别为 3.12、5.27、7.17 亿元, 同比增长 711.1%、69.1%、35.9%。公司上市以来估值中枢在 41 倍。

图 43 公司 PE/PB Band



资料来源: Wind, 德邦研究所

2018 年可比公司平均 PE 为 54.31 倍, 2019 年平均 PE 为 37.70 倍, 2020 年平均 PE 为 25.05 倍, 考虑到 2019 年为公司业绩拐点之年, 且目前已经到四季度, 因此我们采用 2020 年业绩来给公司估值, 我们给予公司 2020 年 25-30 倍 PE 的估值, 2020 年对应目标价为 14.49-17.39 元, 首次覆盖给予增持评级。

表 3 可比公司估值

公司	股票代码	PE (2018)	PE(2019E)	PE(2020E)	市值 (亿元)
科森科技	603626	25.43	-	-	33.57
立讯精密	002475	21.25	40.00	29.40	1,551.21
信维通信	300136	21.34	33.58	24.88	369.83
领益智造	002600	-	26.99	23.48	642.26
春兴精工	002547	149.20	-	-	99.72
欧菲光	002456	-	50.23	22.46	285.12
平均		54.31	37.70	25.05	
长盈精密	300115	326.42	40.25	23.80	125.56

注: 可比公司 2019 年业绩预测取自 Wind 一致性预期

资料来源: Wind, 德邦研究所

## 5.风险提示

**A 客户业务拓展不及预期。**公司产品进入 A 客户供应体系需要经过一定的认证周期，订单存在不确定性。

**手机出货量不及预期。**近两年手机市场出现萎缩，如果手机出货量继续下滑，将影响公司相关业务的发展。

**新业务拓展不及预期。**新能源汽车及工业机器人市场竞争加剧，可能会影响到公司相关业务的拓展。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>8626</b>	<b>9208</b>	<b>10455</b>	<b>11740</b>
每股收益	0.04	0.34	0.58	0.79	营业成本	6906	7199	8010	8865
每股净资产	4.80	5.15	5.73	6.51	毛利率%	19.9	21.8	23.4	24.5
每股经营现金流	0.85	0.54	0.55	0.76	营业税金及附加	58	67	76	86
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	123	131	149	167
P/E	193.72	40.25	23.80	17.52	营业费用率%	1.4	1.4	1.4	1.4
P/B	1.70	2.68	2.41	2.12	管理费用	490	523	594	667
P/S	1.46	1.36	1.20	1.07	管理费用率%	5.7	5.7	5.7	5.7
EV/EBITDA	8.49	28.79	19.26	14.33	研发费用	766	817	928	1042
股息率%	0.0	0.0	0.0	0.0	研发费用率%	8.9	8.9	8.9	8.9
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>283</b>	<b>470</b>	<b>698</b>	<b>914</b>
毛利率	19.9	21.8	23.4	24.5	财务费用	109	137	126	111
净利润率	0.4	3.4	5.0	6.1	财务费用率%	1.3	1.5	1.2	0.9
净资产收益率	0.9	6.7	10.1	12.1	资产减值损失	247	17	8	12
资产回报率	0.4	3.1	4.8	6.2	投资收益	-1	-4	-3	-2
投资回报率	1.0	6.3	9.1	11.4	<b>营业利润</b>	<b>-12</b>	<b>387</b>	<b>635</b>	<b>864</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	53	5	5	5
营业收入增长率	2.3	6.8	13.5	12.3	<b>利润总额</b>	<b>41</b>	<b>392</b>	<b>640</b>	<b>869</b>
EBIT 增长率	-65.3	66.0	48.4	30.9	EBITDA	1049	481	708	925
净利润增长率	-93.3	711.1	69.1	35.9	所得税	32	71	96	130
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	78.5	18.0	15.0	15.0
资产负债率%	53.6	52.2	50.2	46.9	少数股东损益	-30	10	16	22
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>38</b>	<b>312</b>	<b>527</b>	<b>717</b>
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8					
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	1331	1300	1350	1400
应收帐款周转天数	68.2	66.6	67.4	67.0	应收款项	1546	1679	1931	2155
存货周转天数	111.1	115.2	113.2	114.2	存货	2129	2273	2484	2774
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	其它流动资产	384	389	406	421
固定资产周转率	2.5	2.6	2.8	3.1	流动资产合计	5391	5641	6170	6750
					长期股权投资	77	77	77	77
					固定资产	3480	3620	3760	3900
					在建工程	191	201	211	221
					无形资产	191	188	184	180
					非流动资产合计	4420	4562	4709	4855
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>9811</b>	<b>10203</b>	<b>10879</b>	<b>11604</b>
净利润	38	312	527	717	短期借款	2351	2200	2111	1814
少数股东损益	-30	10	16	22	应付账款	1988	2186	2432	2692
非现金支出	1012	27	19	23	预收账款	16	18	20	22
非经营收益	133	161	149	133	其它流动负债	503	574	598	668
营运资金变动	-382	-21	-216	-208	流动负债合计	4857	4979	5160	5197
<b>经营活动现金流</b>	<b>772</b>	<b>489</b>	<b>496</b>	<b>687</b>	长期借款	319	269	219	169
资产	-607	-157	-157	-157	其它长期负债	79	79	79	79
投资	-21	0	0	0	非流动负债合计	397	347	297	247
其他	0	-4	-3	-2	<b>负债总计</b>	<b>5255</b>	<b>5326</b>	<b>5457</b>	<b>5444</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-627</b>	<b>-161</b>	<b>-160</b>	<b>-159</b>	实收资本	910	910	910	910
债权募资	72	-150	-90	-346	普通股股东权益	4371	4682	5209	5926
股权募资	10	0	0	0	少数股东权益	186	196	212	235
其他	-291	-208	-196	-131	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>9811</b>	<b>10203</b>	<b>10879</b>	<b>11604</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-209</b>	<b>-359</b>	<b>-286</b>	<b>-478</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-64</b>	<b>-31</b>	<b>50</b>	<b>50</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-10-22

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。