



# 智动力（300686）：越南工厂进展顺利，精密器件平台已成

2020年03月22日

强烈推荐/首次

智动力

公司报告

**功能件与结构件齐发力，打造精密器件平台型企业。**公司以消费电子功能件业务起家，通过内生外延逐步形成了以功能件、结构件和光学件结合业务模式，产品在三星、OPPO、小米等主流消费电子厂商的手机和可穿戴设备上有广泛应用。

**5G手机前景广阔，复合板材后盖与散热功能件大有可为。**受5G信号与无线充电技术特点的影响，金属材料已不适合作为5G时代智能手机的后盖材料，物美价廉的复合板材后盖市场份额有望迅速提升；同时5G时代手机功耗显著增加，对散热器件的类型和用量也提出了新的要求，散热组件市场空间广阔。

**公司对手机散热组件和结构件进行了快速布局，抓住5G时代发展机遇。**公司较早进行散热类产品研发，目前产品成熟，客户认可度高；公司也通过收购广东阿特斯快速进入结构件行业，产能迅速扩张，充分享受5G时代发展机遇。

**越南工厂超预期，疫情背景下优势明显。**近年来三星等主流手机厂商将工厂由国内向越南等劳动力成本更为低廉的地区转移，公司及时在越南对大客户进行了布局和配套。目前新冠肺炎疫情依旧严峻，对国内工厂复工依旧存在一定影响。而公司的越南工厂，受疫情影响相对较小，一季度有望获得下游大客户的转单。

**公司盈利预测及投资评级：**预计2020-2022年，公司实现营业总收入29.54亿元、35.71亿元和42.80亿元，归母净利润分别为2.82亿元、3.94亿元和4.98亿元，EPS分别为1.06元、1.48元、1.87元，PE分别为21.78倍、15.61倍、12.34倍。根据可比公司估值，给予公司2020年27倍PE，对应目标价28.62元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**疫情导致智能手机组装厂商复工不及预期；疫情导致公司原材料供应紧张；5G基础设施建设进度不及预期；公司新增产线产能爬坡进度不及预期等。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	650.93	1742.52	2954.00	3570.90	4279.67
增长率（%）	14.59%	167.70%	69.52%	20.88%	19.85%
净归母利润（百万元）	6.83	129.27	282.02	393.54	497.87
增长率（%）	-83.75%	1793.08%	118.16%	39.54%	26.51%
净资产收益率（%）	1.10%	19.49%	11.76%	13.75%	15.17%
每股收益(元)	0.03	0.63	1.06	1.48	1.87
PE	899.53	47.52	21.78	15.61	12.34
PB	9.89	8.11	2.45	2.16	1.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

智动力是国内知名的消费电子结构件与功能件生产商，公司致力于为智能手机、平板电脑、智能穿戴、智能家居等中高端消费电子产品及新能源汽车提供精密器件平台型一体化解决方案。

## 交易数据

52周股价区间（元）	28.79-13.92
总市值（亿元）	47.25
流通市值（亿元）	20.76
总股本/流通A股（万股）	20,446/8,983
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	12.93

## 52周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

### 分析师：刘奕司

010-66554130

liuyisi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519110001

### 分析师：刘慧影

010-66554130

liuhu\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040002

### 研究助理：吴昊

010-66554130

wuhao\_yjs@dxzq.net.cn

### 研究助理：吴天元

010-66554130

wutong\_yjs@dxzq.net.cn

## 目 录

<b>1. 功能件与结构件齐发力, 打造精密器件平台型企业 .....</b>	<b>4</b>
1.1 内生外延并举, 提供精密器件一体化方案 .....	4
1.2 多元化产品布局, 扩大市场竞争力 .....	5
1.3 股权结构稳定, 管理层经验丰富 .....	7
1.4 产品优化初见成效, 公司业绩大幅反弹 .....	7
<b>2. 智能手机复合板材后盖及散热器件市场潜力巨大, 天花板高 .....</b>	<b>9</b>
2.1 复合板材后盖已成热点 .....	9
2.1.1 5G 技术特性以及无线充电推动复合板材后盖为趋势 .....	9
2.1.2 中低端手机对塑胶后盖需求大, 印度等新兴市场不容忽视 .....	11
2.2 5G 智能手机高功耗推动散热器件需求增加 .....	16
<b>3. 海外工厂叠加大客户布局, 公司竞争优势显著 .....</b>	<b>17</b>
3.1 较早布局散热器件, 抓住 5G 时代发展机遇 .....	17
3.2 快速布局结构件, 募投项目助力产能扩张 .....	18
3.3 越南工厂超预期, 疫情之下显优势 .....	19
3.4 客户资源优质, 品牌认可度高 .....	19
<b>4. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>20</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>21</b>
<b>相关报告汇总 .....</b>	<b>23</b>

## 插图目录

<b>图 1: 智动力发展历程图 .....</b>	<b>4</b>
<b>图 2: 子公司分布广泛, 充分发挥地区优势 .....</b>	<b>5</b>
<b>图 3: 公司营业收入情况 (单位: 亿元) .....</b>	<b>8</b>
<b>图 4: 公司年度归母净利润情况 (单位: 百万元) .....</b>	<b>8</b>
<b>图 5: 2019 年结构件产品营收占比显著增加 .....</b>	<b>8</b>
<b>图 6: 2019 年产品单价均显著提升 .....</b>	<b>8</b>
<b>图 7: 智能手机无线充电器原理 .....</b>	<b>9</b>
<b>图 8: PC/PMMA 复合板材结构示意图 .....</b>	<b>10</b>
<b>图 9: PC/PMMA 复合板材后盖外观与玻璃类似 .....</b>	<b>10</b>
<b>图 10: 各种材质后盖的占比 .....</b>	<b>11</b>
<b>图 11: 智能手机外壳市场空间 (亿元) .....</b>	<b>11</b>
<b>图 12: 印度智能手机出货量 (百万部) .....</b>	<b>12</b>
<b>图 13: 印度是仅次于中国的智能手机市场 .....</b>	<b>12</b>
<b>图 14: 印度人均 GDP 增长慢于中国 .....</b>	<b>12</b>
<b>图 15: 印度 4G 平均网速较低 .....</b>	<b>12</b>
<b>图 16: 印度智能手机渗透率仍然较低 .....</b>	<b>13</b>
<b>图 17: 印度智能手机渗透率仍有较大提升空间 .....</b>	<b>13</b>

图 18: 2019 年印度 200 美元以下手机销量占 79%.....	14
图 19: realme 在 2018Q3-2019Q3 全球出货量 (百万台) .....	15
图 20: 小米 10 系列手机采用了豪华的散热配置.....	16
图 21: 智能手机散热行业市场规模 (单位: 十亿美元) .....	17
图 22: 智动力在手机复合盖板上的生产工艺 .....	18
图 23: 公司主要客户 .....	20

## 表格目录

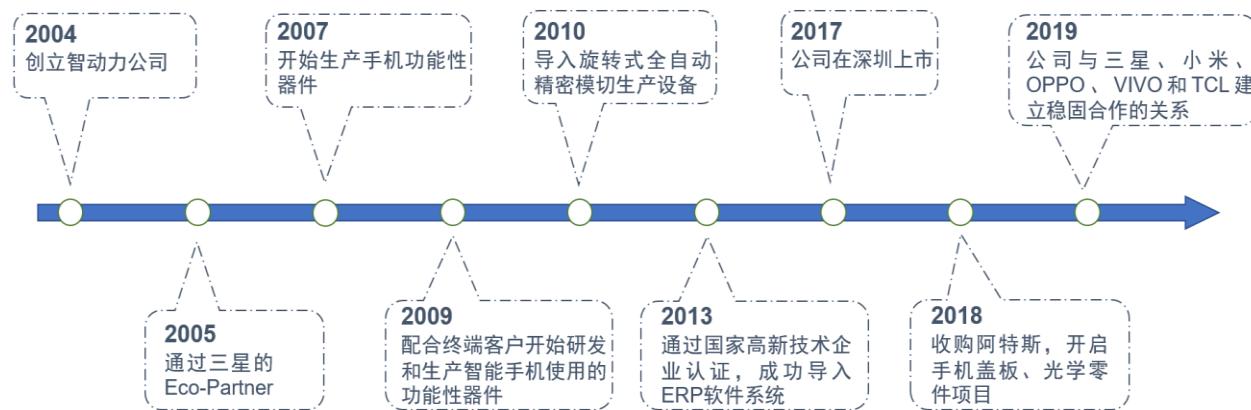
表 1: 智动力主营业务产品.....	5
表 2: 公司前十大股东情况 (截至 2019 年年报) .....	7
表 3: 四种材质盖板性能对比表.....	9
表 4: 3D 玻璃与复合板材性能对比 .....	10
表 5: 2019 年印度智能手机销量前五名中有四家中国品牌.....	13
表 6: 印度热销手机型号大多为千元机 .....	13
表 7: realme 在印度发布的千元机多采用塑胶后盖, 体现了极致的性价比 .....	15
表 8: 各种散热材料对比.....	16
表 9: 在 2015 年下半年研发完成后, 公司散热类产品营收及占比迅速增加 .....	17
表 10: 2019 年 11 月 2 日公告定增方案募集资金用途 (万元) .....	18
表 11: 2020 年 3 月 13 日公告定增方案 (修订稿) 中募集资金用途 (万元) .....	19
表 12: 华为手机 2019Q4 全球销量下滑明显 .....	20
表 13: 公司盈利预测拆分 .....	21
表 14: 可比公司估值 (单位: 元) .....	21

## 1. 功能件与结构件齐发力，打造精密器件平台型企业

### 1.1 内生外延并举，提供精密器件一体化方案

深圳市智动力精密技术股份有限公司成立于 2004 年，主要从事消费电子功能件与结构件的研发与销售。公司以功能件业务起家，2004-2009 年，公司产品主要应用于电话机、VCD、家庭影院、功能手机等；2010 年起，公司将重心转移至消费电子领域，专注于功能性及结构性器件的研发与销售，致力于为智能手机、平板电脑、智能穿戴、智能家居等中高端消费电子产品及新能源汽车提供精密器件平台型一体化解决方案。

图1：智动力发展历程图



资料来源：公司官网，招股说明书，东兴证券研究所

**收购广东阿特斯扩展结构件业务，强化自身竞争力。**在结构件业务的扩展上，公司采取了“内生”和“外延”并举的方式。2018 年 12 月，公司以 1.26 亿元收购广东阿特斯 36% 的股权，加上此前持有的 15% 股权，公司持股比例 51%，阿特斯成为智动力控股子公司。广东阿特斯是一家具有镜片、手机保护膜和电子光电产品的综合性消费电子结构件厂商，与公司的原有的功能件产品形成了良好的互补。此次收购也帮助公司扩展了手机复合板材后盖等新产品与新技术，公司竞争力得以显著提升。收购阿特斯后，公司形成以消费电子器件为基本盘，车载电子、精密光学器件等重点突破的多元化全方位的业务结构。

**公司研发能力较强，能够切入客户前端设计，满足结构件产品定制化生产的特点。**作为国家高新技术企业，公司拥有镜片背胶溢胶解决方案、LCD 背胶正反冲生产技术、全自动薄膜转帖机制造技术等一批核心技术，先后取得若干项发明专利和软件著作权。公司能够快速组织各种种类、规模、尺寸的消费电子功能性器件的生产；具备连续进行十一次模切加工、加工十四层材料等的生产技术能力，产品精密度能控制在 $\pm 0.1\text{mm}$  的范围，具备非常强的研发能力。

**生产基地分布广泛，客户资源优质。**公司在亚太地区形成以深圳、东莞、越南、韩国为核心的生产基地及研发中心，可以对各地区人才、劳动力等优势特点充分整合，明确分工。公司先后通过了三星电子、三星视界、蓝思科技、欧菲光、劲胜精密、东莞捷荣、比亚迪、长盈精密、富士康等知名消费电子及组件生产商的合格供应商认证，与其建立了良好的合作关系。公司的产品也成功进入了三星、华为、小米、OPPO 和 vivo 等主流消费电子品牌的供应链。

**图2: 子公司分布广泛, 充分发挥地区优势**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 1.2 多元化产品布局, 扩大市场竞争力

公司目前主要产品包括消费电子功能件、结构件、汽车电子器件等。

### (1) 消费电子功能件

消费电子功能件是指实现手机、电脑、可穿戴设备、影音设备等消费电子产品及其组件特定功能的器件，它依托不断创新的材料和工艺，在传统机构零件无法应对的狭小空间内实现功能。功能件可分为内部和外部功能件，内部功能件按主要功能可分为防护保洁类、粘贴固定类、缓冲类、屏蔽类、散热类等；外部功能件按主要功能可分为防护引导类、标识类产品。

### (2) 消费电子结构件

结构件一般运用于终端产品的外壳、内部支撑件及连接件等，帮助起到绝缘、耐温、抗冲击、减振、防潮、防水、防尘等作用，被喻为所有现代工业品的“骨架”。公司的消费电子结构件产品主要包括复合板材盖板、电池盖结构件等。

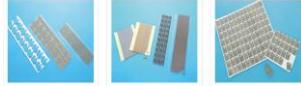
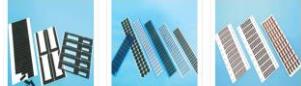
### (3) 汽车电子器件

公司逐渐扩大汽车电子领域中车载显示模组镜片的市场份额，主要产品为车载中控视窗镜片、车载感应器镜片等器件，未来将积极开拓车载电子领域的其他电子器件。

### (4) 其他器件

产品主要包括手机闪光灯罩等精密光学器件、声学器件，以及新型保护膜、抗静电片材、硬涂层、阻燃涂层等新材料。

**表1: 智动力主营业务产品**

主营产品	图片	介绍
手机功能性 器件	防护、保洁类 功能性器件 	起到防护、保洁作用, 相关的功能性器件包括玻璃盖板背面保护膜、摄像头内部保护膜等
	粘贴、固定类 功能性器件 	实现器件间的物理连接与固定。其产品包括摄像头粘接背胶、屏幕粘接背胶、金属框熔接热熔胶等
	缓冲类功能 性器件 	避免或减弱震动在各部件之间的传导, 有时也起密封、防尘、隔音等功能。常见的缓冲类功能性器件包括摄像头泡棉、听筒泡棉、镜片泡棉、防滑脚垫等
	屏蔽类功能 性器件 	隔离和消除电磁波对其他电子元件产生的干扰, 保障电子元件的正常运作。常见的屏蔽类功能性器件包括摄像头屏蔽用导电布、天线屏蔽用导电海绵、屏蔽罩等
	防尘类功能 性器件 	防止灰尘等异物的进入或接触。常见的防尘类功能性器件包括听筒防尘网、喇叭防尘网等
	散热类功能 性器件 	实现热量传递、扩散等功能, 避免温度过高影响正常功能及寿命。常见的散热类功能性器件包括电源散热硅胶片、电池散热膜、处理器散热膜、触摸屏模组散热膜等
	绝缘类功能 性器件 	实现电子元器件之间的隔离和绝缘作用, 避免短路引起故障。常见的绝缘类功能性器件包括线路绝缘片、电源绝缘片等
	商标与保护 膜 	实现防尘、防刮、防反光、防爆等功能。常见的有镜片保护膜、摄像头保护膜、电池盖保护膜、屏幕防爆膜等
消费电子结 构性器件	标牌、铭牌 	对产品的品牌、型号、性能参数、原产地、警告事项、防伪等进行标示说明。常见的有电子标签、功能铭牌等
	包装盒 	胶盒具有环保、无毒、透明度高及直观展示产品等优点。常见的产品包括 PET、APET、PP 材质的包装胶盒
手机复合板 材盖板		PMMA/PC 复合板材, 与陶瓷、玻璃材质相比, 具有成本低、抗摔性强等优点, 且符合无线充电的材质要求

车载、工控    车载视窗镜  
类             片



车电产品的屏幕保护镜片，起到装饰与保护作用

资料来源：公司官网，招股说明书，东兴证券研究所

未来公司会以 5G、复合板材以及车载电子器件等为突破点，形成以消费电子器件为基本盘，车载电子、精密光学器件等重点突破的多元化全方位的业务结构。

### 1.3 股权结构稳定，管理层经验丰富

公司股权结构比较稳定，管理层经验丰富。公司控股股东、实际控制人合计持股比例超 40%，前十大股东合计持股维持在 50%左右，股权结构较为稳定。实际控制人吴加维和陈奕纯（前二大股东）1991 年便进入功能性器件及相关行业，深耕消费电子产品领域多年，产业经验丰富，始终能较好地把握行业脉搏和发展趋势。

表2：公司前十大股东情况（截至 2019 年年报）

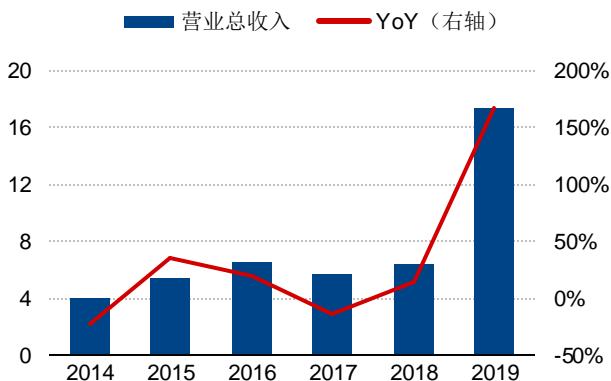
排名	股东名称	持股数量(百万股)	占总股本比例(%)
1	吴加维	47.88	23.42
2	陈奕纯	41.01	20.06
3	吴加和	8.20	4.01
4	深圳市智明轩投资咨询有限责任公司	6.53	3.19
5	陈晓明	5.76	2.82
6	方翠飞	3.77	1.84
7	吴雄驰	2.23	1.09
8	郑永坚	1.12	0.55
9	江苏新潮科技集团有限公司	1.02	0.50
10	吕强	0.88	0.43
合计		118.39	57.91

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.4 产品优化初见成效，公司业绩大幅反弹

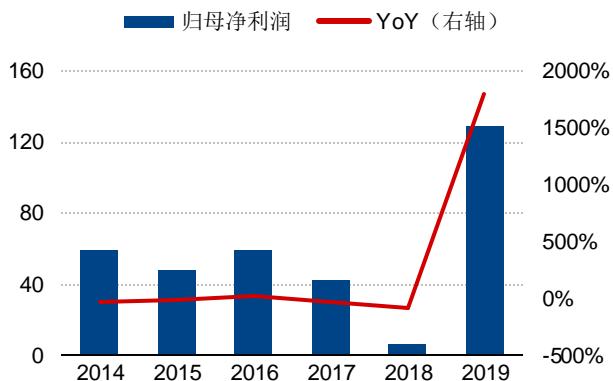
2019 年公司营收和归母净利润均实现大幅反弹。2019 年消费需求回暖，5G 手机初露锋芒，手机结构件与功能件需求也显著提升。公司依靠在相关领域的深度布局，营收和净利润均实现大幅增长。2019 年公司实现营业总收入约 17.43 亿元，同比增长 167.7%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比增长近 18 倍，相比于 2018 年实现了大幅度增长。

图3: 公司营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图4: 公司年度归母净利润情况 (单位: 百万元)

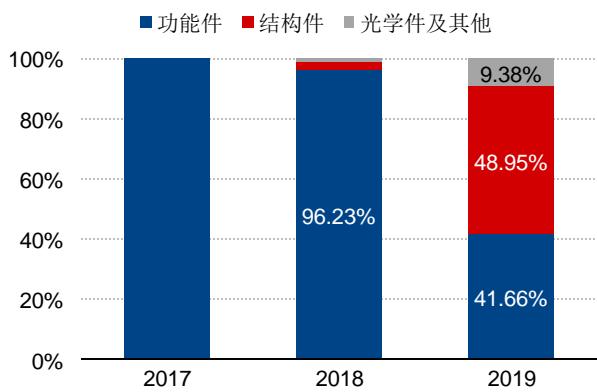


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司盈利能力的快速提升, 也与收购阿特斯带来的产品结构优化关系密切。收购阿特斯后, 公司的产品结构从较为单一的功能件, 转变为功能件、结构件和光学件结合, 产品结构明显优化。多样化的业务为公司带来了更多的盈利增长点, 2019 年公司结构件营收占比已经超过功能件。

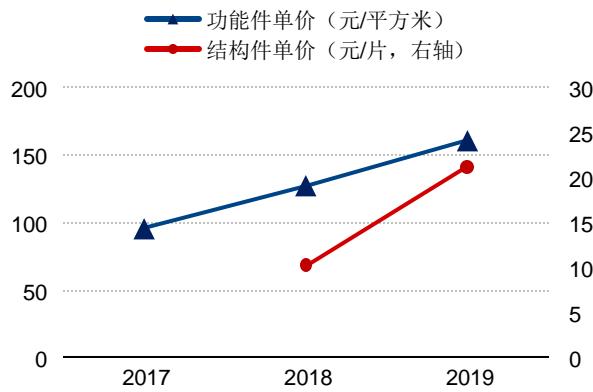
公司产品多样化的同时, 也逐步走向高端化。公司功能件与结构件产品销售单价在 2019 年也迅速提升, 功能件单价为 160.8 元/平方米, 同比增长 26%; 结构件单价 21.3 元/片, 同比增长 106%。公司产品在多样化的同时, 也逐步迈向高端化。未来随着产品的不断创新, 公司盈利能力将进一步提升。

图5: 2019 年结构件产品营收占比显著增加



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图6: 2019 年产品单价均显著提升



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2020 年公司经营继续向好, 一季度扣非净利润大超预期。一季度公司经营状况继续向好, 边际改善明显。根据公司 2020 年度第一季度业绩预告, 扣非净利润同比预计大幅上升 129.23~181.62%, 产品销售结构变化与高端化的影响功不可没。

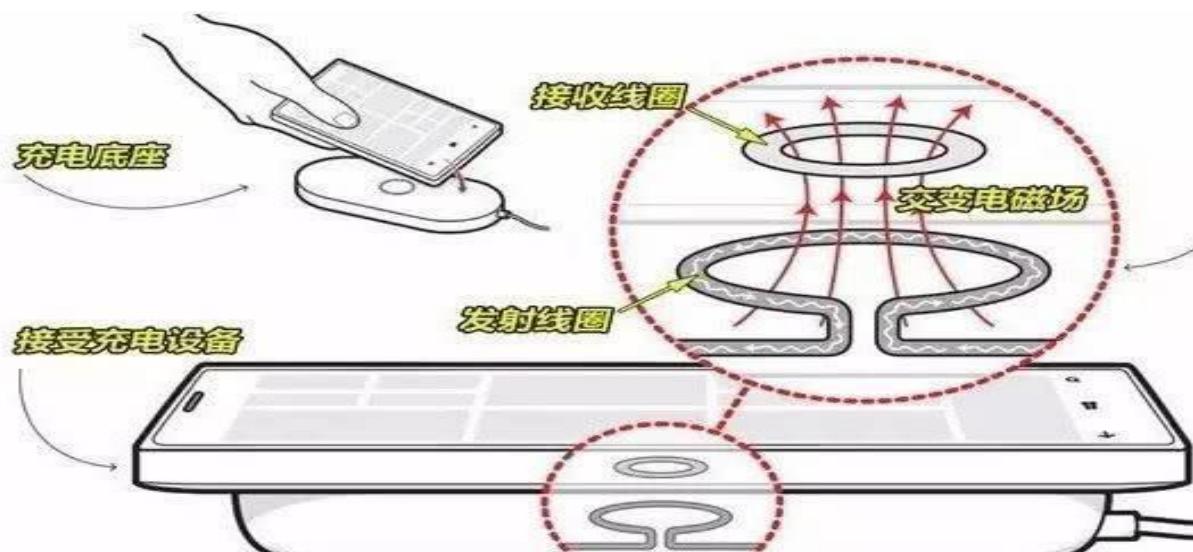
## 2. 智能手机复合板材后盖及散热器件市场潜力巨大, 天花板高

### 2.1 复合板材后盖已成热点

#### 2.1.1 5G 技术特性以及无线充电推动复合板材后盖为趋势

5G 及无线充电技术, 对手机后盖带来了更多要求, 去金属化将是未来的发展趋势。5G 是第五代通信技术, 具有高速度、低延时、网络全覆盖等特性, 各国政府对 5G 技术非常重视, 但是由于金属材料对 5G 高频天线有明显的吸收, 所以 5G 手机的后盖不能采用金属材料。同时无线充电一般采用电磁感应技术, 由于金属对电磁波的屏蔽特性, 电磁波无法很好通过金属机壳, 能量损失很大, 因此具备无线充电技术的手机不适宜采用金属外壳。

图7: 智能手机无线充电器原理



资料来源：电子发烧友，东兴证券研究所

复合材料、玻璃及陶瓷后盖是去金属化时代的替代方案。5G 信号和无线充电的技术特点决定了金属后盖不再适用, 复合材料、玻璃和陶瓷等非金属材料迎来转机。经过多年的发展, 上述几种非金属材料已具备优于金属后盖的性能与外观, 足以满足手机更轻薄、更个性化的需求。

表3: 四种材质盖板性能对比表

金属盖板	玻璃盖板	陶瓷盖板	复合材料盖板
外观	较好	较好	较好
手感	中等	中等	较差
硬度	中等	较高	高
原料成本	中等	中等	较高
加工成本	中等	较高	较低
散热性	好	中等	较差

金属盖板	玻璃盖板	陶瓷盖板	复合材料盖板
信号屏蔽性	极大影响	无影响	与配方和颜色有关
工艺复杂度	中等	中等	较大
盖板着色性能	好	中等	较差
抗弯强度	较大	较大	大
盖板成型设备	CNC	热弯机	压延, 烧结 高压空气成型机

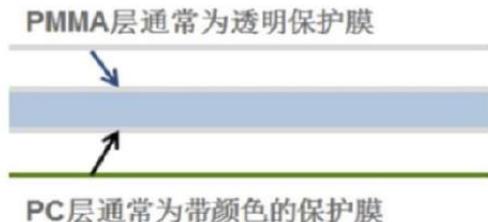
资料来源：公司公告，陶瓷零距离，东兴证券研究所

在三种材质盖板方案中，复合板材后盖具有明显成本优势，受到广大手机厂商的欢迎，使其成为中低端手机结构件主流方案。目前，各大品牌手机厂商推出相应材料的中低端机型，其中华为畅享 9plus、荣耀 10 青春版、OPPORRealme 5 Pro、VIVO Y85 以及小米 Play 等机型均采用复合板材盖板。

塑胶后盖的强度和韧性已经十分优秀，成本优势非常明显，亟待提升的两个关键指标便是“手感”与“颜值”。近年来多种新材料和新技术的应用，让塑胶后盖的质感显著提升，逐步摆脱了低端廉价的印象，重新回到主流机型中。

典型的 PC/PMMA 复合板材结构是以 PMMA 为外层，PC 为内层，能够兼具两者优点。玻璃是公认颜值较高的后盖材料，塑胶后盖如果能通过材料和工艺上的改变取得类似玻璃的外观，这将显著提高消费者对塑胶后盖的接受程度。目前各厂家通过将 PMMA 和 PC 共挤制得 PC/PMMA 复合板材，在通过表面处理后能做到极佳的仿玻璃效果。

图8: PC/PMMA 复合板材结构示意图



资料来源：艾邦高分子，东兴证券研究所

图9: PC/PMMA 复合板材后盖外观与玻璃类似



资料来源：中关村在线，东兴证券研究所

表4: 3D 玻璃与复合板材性能对比

类别	3D 玻璃	复合板材
材质	康宁等玻璃	PC/PMMA 共挤板材
曲面成型方式	热弯成型	高压空气成型
关键设备	热弯机、抛光机、贴合机	高压空气成型机
工艺复杂程度	高，流程很长	中，流程短
设备投资	大	小
盖板价格	100 元左右	30 元左右

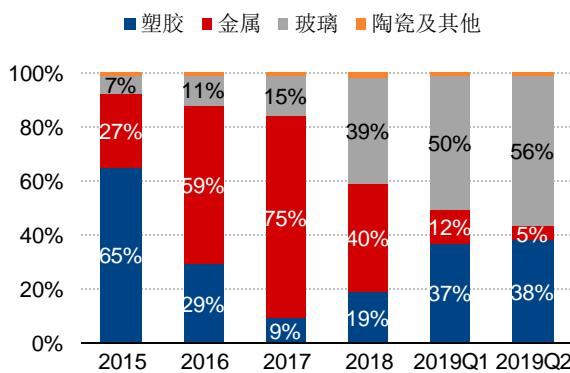
类别	3D 玻璃	复合板材
强度	强度稍好	强度稍差
纹理效果	二者区别不大	区别不大
表面硬度	较好, 9H	差, 需要加硬, 达 6H

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**5G 换机潮将会极大推动塑胶后盖市场发展。**5G 手机 2019 年下半年开始逐步放量，根据 Strategy Analytics 发布的报告，2019 年全球 5G 智能手机出货量达 18.7 百万部，预计 **5G 智能手机出货量在 2020 年会有较大的提升，在全球总手机出货量的占比将会达到 15%，出货量或将突破 1.99 亿部。**其中手机的最大市场将是美国，中国，韩国，德国和日本。

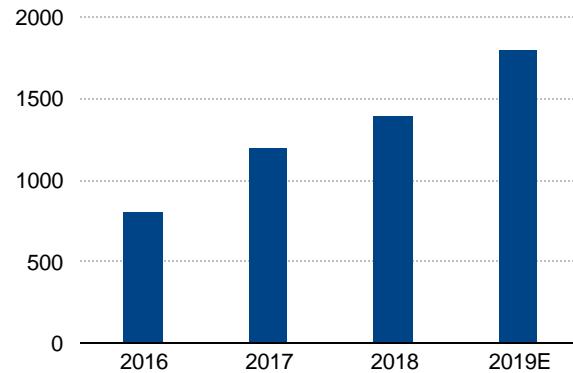
根据 CINNO Research 统计，2015 年塑料后盖的市占率高达 65%，随后迅速被金属挤压至 2017 的仅剩 9%，此时金属占比则高达 75%。之后塑料后盖在 5G 的带动下快速反弹，2019 年占比以恢复至 38%。2020 年预计随着 **5G 手机渗透率的提升，塑胶后盖的市占率有望达到 50%**。

**图10：各种材质后盖的占比**



资料来源：CINNO Research，东兴证券研究所

**图11：智能手机外壳市场空间（亿元）**



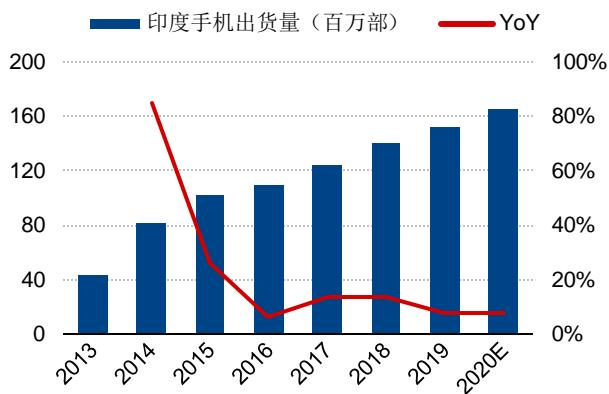
资料来源：新材料在线，赛瑞研究，东兴证券研究所

## 2.1.2 中低端手机对塑胶后盖需求大，印度等新兴市场不容忽视

据 IDC 统计，2019 年全球智能手机出货量约为 13.71 亿部，**智能手机市场 70%需求为 400 美元以下机型。**塑胶后盖多被中低端机型（售价 3000 元以下）所采用，智能手机塑胶盖板市场巨大。

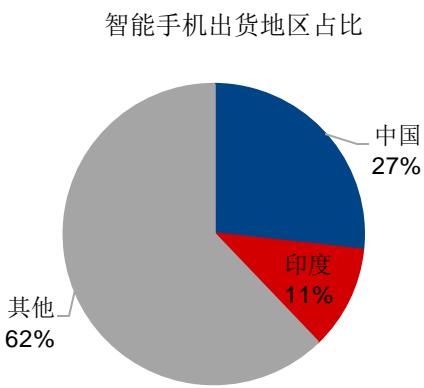
**印度智能手机市场 19 年实现逆势增长，是全球第二大智能手机市场。**据 IDC 统计报告，2019 年印度市场的智能手机出货总量达到 1.525 亿部，同比 2018 年整体的 1.411 亿部出货量增长了 8%，在全球手机市场呈下滑状态的当下，印度智能手机市场实现逆势增长。印度也再次超越美国，成为 2019 年仅次于中国的全球第二大智能手机市场。**印度智能手机市场已被众多知名手机厂商视为战略要地。**

图12: 印度智能手机出货量 (百万部)



资料来源: IDC, Counterpoint, 东兴证券研究所

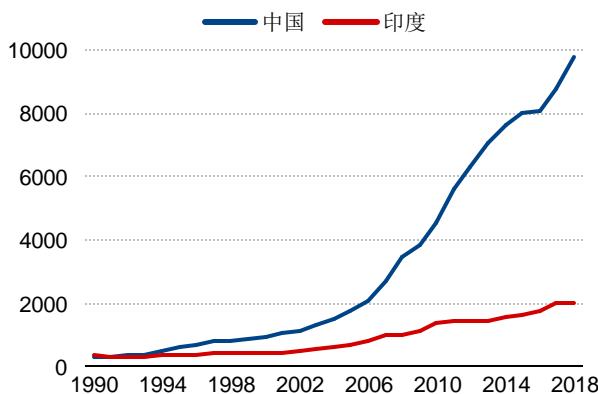
图13: 印度是仅次于中国的智能手机市场



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

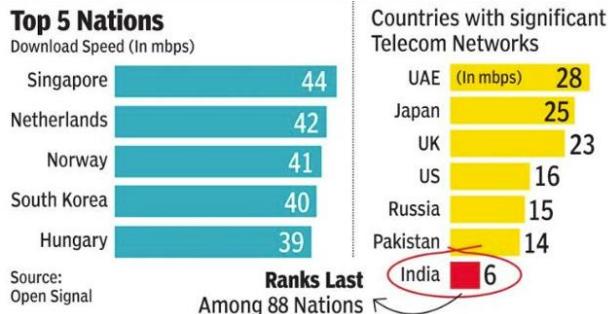
虽然印度智能手机出货量已经高居第二, 但渗透率仍很低。印度智能手机渗透率很低仅为约 24%, 远低于发达国家和大部分发展中国家, 主要原因是整体经济水平较低与通信基础设施落后。虽然全球 4G 网络已经广泛普及, 印度电信运营商也宣布大规模推广 4G 网络, 但根据手机分析公司 OpenSignal 的数据, 印度的 4G 平均网速依旧是全球 88 个国家中排名垫底。

图14: 印度人均 GDP 增长慢于中国



资料来源: 世界银行, 东兴证券研究所

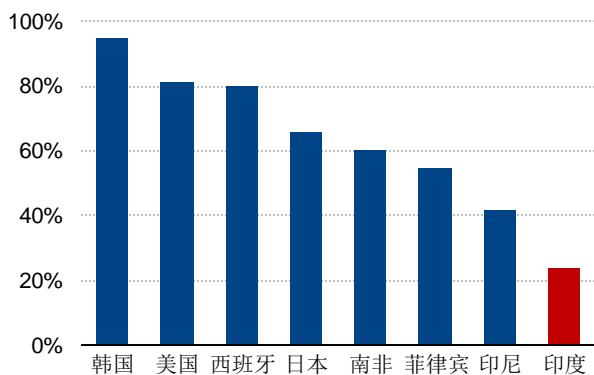
图15: 印度 4G 平均网速较低



资料来源: OpenSignal, 三泰虎, 东兴证券研究所

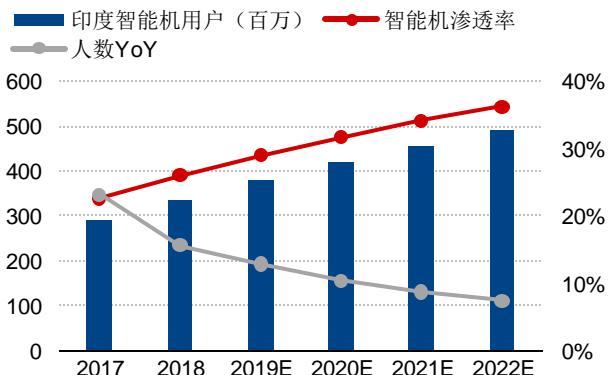
印度智能手机市场增长潜力不容忽视。从经济水平的角度看, 印度自 1991 年市场经济改革至 2018 年, 人均 GPD 增速为 7.26%, 虽然远慢于中国, 但我们不能忽视印度本身正在高速发展的事实。从用户数量角度来看, 根据全球移动通信系统协会 (GSMA) 数据, 印度移动上网人数每年平均以 6% 速度成长, 预计在 2020 年将成长至 6.7 亿人规模, 同时也将成为最快从 2G、3G 网络服务全面转入 4G 网络服务的国家, 同时也将成为全球最多人使用移动上网国家。这意味着印度智能手机市场仍有很大的发展空间, 未来印度智能手机渗透率仍将逐步提升, 预计印度智能手机出货量将在 2020 年增长 10%, 达到 1.68 亿部。

**图16: 印度智能手机渗透率仍然较低**



资料来源: Pew, 东兴证券研究所

**图17: 印度智能手机渗透率仍有较大提升空间**



资料来源: eMarketer, 东兴证券研究所

**各主流手机品牌近年来开始逐步重视印度市场。**近年来随着国内和大部分发达国家智能手机市场逐渐饱和，各主流手机厂商都将目光投向了海外，具有较大人口基数和较大增强潜力的印度成为了各品牌在海外的首选。印度市场对于各主流手机厂商均是新的起跑线。在中国的线上销售和线下推广经验和“以性价比取胜”的思路，让国内厂商快速融入印度市场，并迅速获取市场份额。2019 年小米、vivo、OPPO 和 realme 四家中国品牌占据了印度智能手机销量前五中的四席，共囊括了超过 60% 的市场份额。

**表5: 2019 年印度智能手机销量前五名中有四家中国品牌**

公司	2019 年出货量 (百万部)	2019 市占率	2018 出货量 (百万部)	2018 市占率	同比增速
1. 小米	43.6	28.6%	39.9	28.3%	9.2%
2. 三星	31.0	20.3%	31.9	22.6%	-2.8%
3. vivo	23.8	15.6%	14.2	10.1%	67.0%
4. OPPO	16.3	10.7%	10.2	7.2%	60.5%
5. realme	16.2	10.6%	4.4	3.2%	263.5%
其他	21.6	14.2%	40.5	28.6%	-46.6%
总计	152.5	100.0%	141.1	100.0%	8.0%

资料来源: IDC, 东兴证券研究所

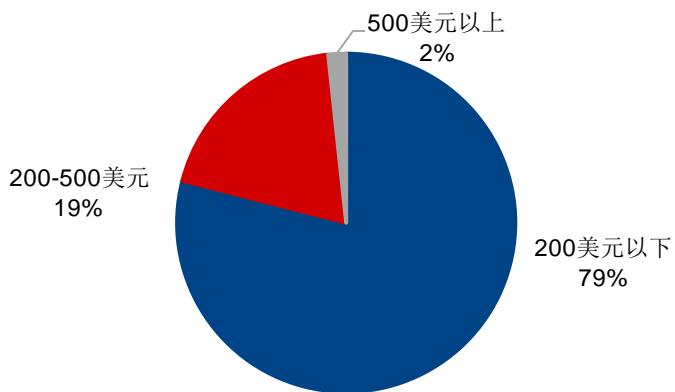
**印度智能手机市场对中低端机型需求巨大，塑胶结构件大有可为。**我们梳理了近期在印度热销的手机型号，发现在印度热销的手机价位大多在千元水平。这些热销型号大多采用塑胶作为后盖材料，其中三星 Galaxy A50s 是热销机型中采用塑胶后盖价格最高的产品，高配版 6G+128G 售价达到约 1999 元。可见塑胶后盖在印度手机市场中的占有率相当之高。根据 IDC 数据，2019 年印度智能手机销售的平均价格仅为 163 美元，因此我们预计 2020 年价格在 200 美元以下的千元机依旧将是印度消费者换机的主要区间，而塑胶后盖将会这部分产品的首选。

**表6: 印度热销手机型号大多为千元机**

品牌	型号	发布时间	后盖材质	处理器	RAM 配置 (GB)	屏幕尺寸 (英寸)	售价 (印度卢比)	约合人民币 (元)
小米	Redmi 6A	2018 年 6 月	塑胶	Mediatek P22	3	5.45	8500	850
	Redmi Y2	2018 年 6 月	塑胶	骁龙 625	4	5.99	10990	1099
	Redmi Note 7	2019 年 1 月	玻璃	骁龙 660	4	6.3	9990	999
三星	Galaxy M30	2019 年 2 月	塑胶	Exynos 7904	3/4/6	6.4	9490	949
	Galaxy A50s	2019 年 11 月	塑胶	Exynos 9611	4/6	6.4	17490	1749
vivo	vivo V15 Pro	2019 年 2 月	玻璃	骁龙 675AIE	6/8	6.39	19990	1999
	vivo S1	2019 年 3 月	塑胶	MediaTek P65	4/6	6.38	15990	1599
	vivo Z1 Pro	2019 年 7 月	塑胶	骁龙 712AIE	4	6.53	13489	1349
OPPO	OPPO A5s	2018 年 7 月	塑胶	MT6765	2/3/4	6.2	8490	849
	OPPO K3	2019 年 5 月	塑胶	骁龙 710	6	6.5	15990	1599
realme	Reno2	2019 年 8 月	玻璃	骁龙 730G	8	6.5	36990	3699
	realme 3	2019 年 3 月	塑胶	MediaTek P70	3	6.22	8890	889
	realme C2	2019 年 3 月	塑胶	MediaTek P22	2/3	6.1	5999	600
一加	OnePlus 7	2019 年 5 月	玻璃	骁龙 855	6/8	6.41	29990	2999

资料来源：亚马逊印度，东兴证券研究所（按 1 人民币兑 10 印度卢比计算）

图18: 2019年印度200美元以下手机销量占79%



资料来源：IDC, 东兴证券研究所

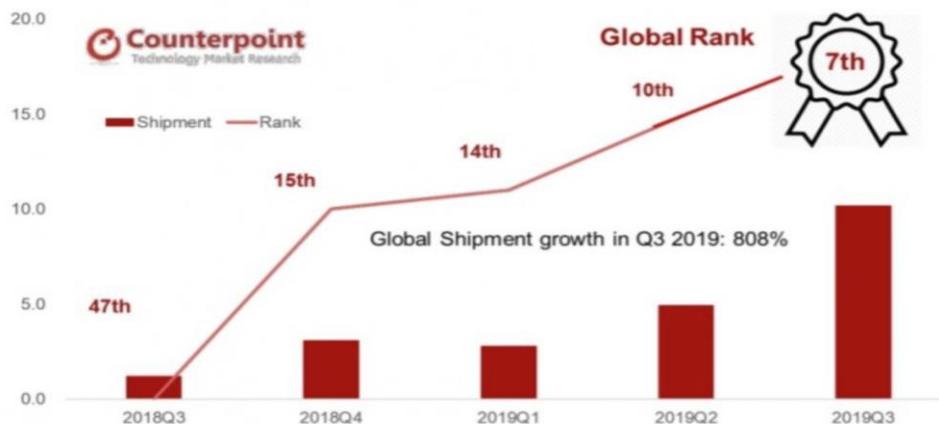
**realme 在印度大获成功, 塑胶后盖助力性价比。** realme 在印度主要占据的就是以性价比取胜的千元机广阔市场。塑胶后盖的搭载, 让 realme 的低端机型极具性价比, 完美契合印度市场对手机价位和定位的需求, 从而迅速占领印度市场, 2019 年在印度销量超 1600 万部, 在品牌销量榜上迅速攀升至第 5 位。realme 在印度市场的成功, 塑胶后盖功不可没。

**表7: realme 在印度发布的千元机多采用塑胶后盖, 体现了极致的性价比**

机型	发布时间	官网价格 (印度卢比)	约合人民币 (元)	后盖工艺
realme 1	2018 年 5 月	8990	899	2.5D 复合板材
realme 2	2018 年 8 月	9499	949.9	注塑仿玻璃、2.5D 复合板材
realme 2 Pro	2018 年 10 月	11990	1199	注塑仿玻璃
realme C1	2018 年 10 月	6999	699.9	2.5D 复合板材
realme U1	2018 年 11 月	9999	999.9	2.5D 复合板材
realme 3	2019 年 3 月	8999	899.9	一体注塑成型无中框
realme C2	2019 年 4 月	5999	599.9	注塑仿玻璃
realme 3 Pro	2019 年 4 月	13999	1399.9	3D 复合板材
realme X	2019 年 7 月	16999	1699.9	3D 复合板材
realme 3i	2019 年 7 月	7999	799.9	塑胶材质
realme 5	2019 年 8 月	9999	999.9	注塑 PC、复合板材
realme 5 Pro	2019 年 8 月	13999	1399.9	注塑 PC、复合板材
realme XT	2019 年 9 月	15999	1599.9	3D 玻璃
realme X2	2019 年 9 月	16999	1699.9	3D 玻璃
realme 5i	2020 年 1 月	8999	899.9	塑胶材质
realme C3	2020 年 2 月	6999	699.9	塑胶材质

资料来源: 艾邦高分子, 东兴证券研究所 (按 1 人民币兑 10 印度卢比计算)

从 realme 的成功中我们可以看到海外对低端机型的需求依旧旺盛, 塑胶后盖后劲十足。2019 年大多数的智能手机品牌销量出现负增长, 而 realme 销量却逆势上升, 自 2018 年成立以来不断刷新销量排名。根据 Counterpoint 的统计, realme 仅用了一年时间便成为全球前十大智能手机品牌, 2019 年三季度, realme 在全球的出货量已经排名第 7 位, 位列三星、苹果和 HOVM 之后。对于 realme 这个成立仅一年多的品牌, 在专注性价比的路线上能取得如此大的成功, 表明海外市场对低价位智能手机仍有较大需求, 塑胶后盖仍有足够大的市场空间。

**图19: realme 在 2018Q3-2019Q3 全球出货量 (百万台)**


资料来源: Counterpoint, 东兴证券研究所

## 2.2 5G 智能手机高功耗推动散热器件需求增加

**5G 手机的耗电量显著高于 4G 手机。**5G 时代手机的功耗将显著高于 4G 手机, 主要体现在: (1) 5G 手机运算能力更强, 数据处理量将会大幅提升, 需要耗费更多电量, 增加热量; (2) 5G 手机需要支持多频段, 至少内置多根天线来支持, 而每根天线又都有各自的功率放大器, 导致更大功耗; (3) 在 5G 网络覆盖率低的情况下, 如果首选 5G 网络, 手机频繁搜索信号也将会导致更大的功耗; (4) 如果 5G 基带芯片是外挂式, 也会造成更大的功耗。

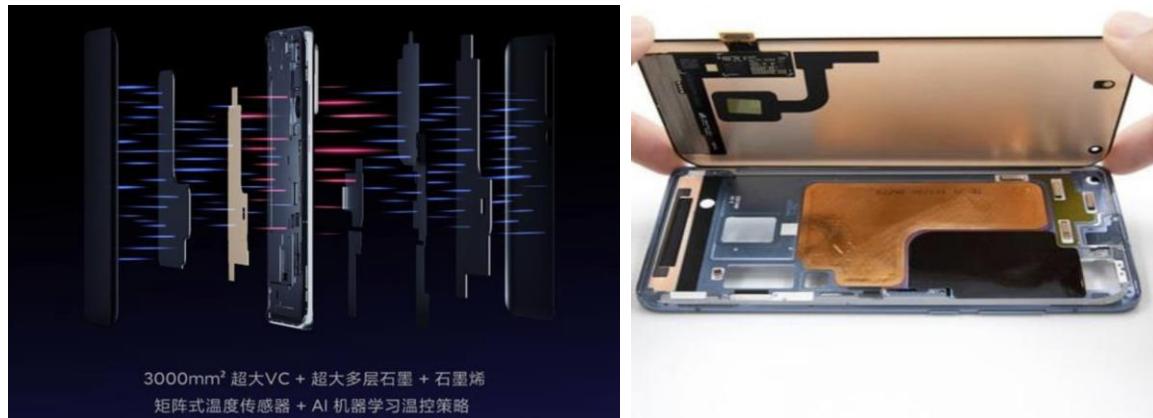
功耗增加对手机的散热提出了更高的要求, 新的散热器件应运而生。传统 4G 智能手机采用的散热器件主要包括金属背板、导热凝胶、石墨烯热辐射贴片以及热管等。由于 5G 对手机后盖板材质有去金属化的要求, 金属背板散热方案已无法运用。石墨材料与热管、均热板 VC 相结合新的方案应运而生。2019 年发布的华为 Mate 20 X 便率先使用了石墨烯+VC 的散热技术, 2020 年的小米 10 采用 3000mm<sup>2</sup>超大面积的 VC, 还内置了 6 层石墨片作为补充散热。

表8: 各种散热材料对比

散热材料	性能	优势	缺点
天然石墨片	导热系数 800~1200w/m.k	容易获得, 生产成本较低	厚度只能达 0.1mm
石墨烯贴片	导热系数 1500~2000w/m.k	厚度可以达到 um 级	价格较昂贵
金属背板	导热面积大, 导热系数较高, 能迅速散热	质感好, 散热效果好	金属强度低, 表面易磕损
导热凝胶	柔软且具有更好的表面亲和性	几乎没有硬度, 对设备不会产生内应力	结合力较弱, 不能用于固定散热装置
冰巢	相变材料能传导、吸收热量	满足 4.85mm 厚度的机身处理器热耗	成本较高
热管	液体吸收热量气化后到达手机顶端散热	散热效果好	直径比普通热管直径小
均热板	内壁面具有微结构的封闭真空腔体	满足 5G 时代的高功耗散热需求、外形限制小	技术含量高

资料来源: 金山电池医生, 东兴证券研究所

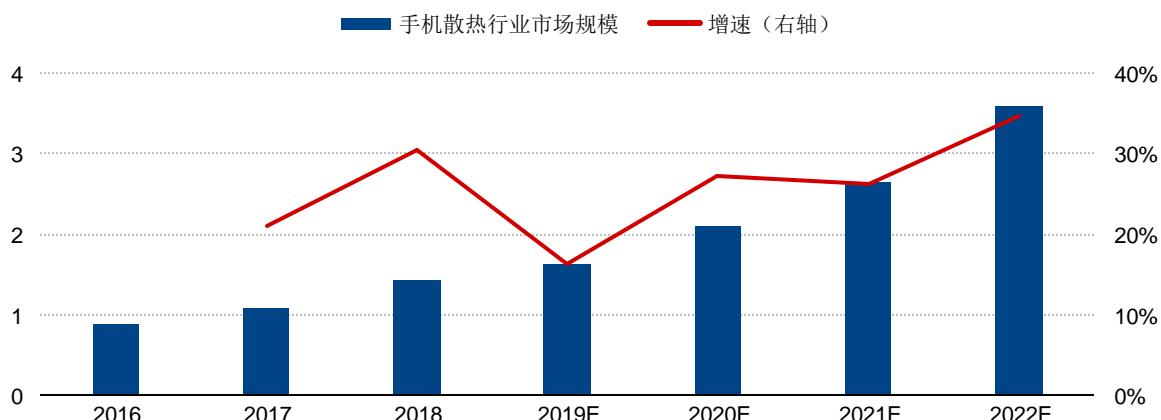
图20: 小米 10 系列手机采用了豪华的散热配置



资料来源: 小米官网, 东兴证券研究所

散热器件单机价值量显著提速, 未来市场空间广阔。随着石墨烯、热管和VC在智能手机中渗透率的提升, 5G时代单机ASP有望达到5-10美金, 实现3-4倍的价值量增长。预计2022年智能手机散热器组件市场规模将达到36亿美元, 2016年-2022年复合增长率将达26.1%。

图21: 智能手机散热行业市场规模(单位:十亿美元)



资料来源: Yole, 东兴证券研究所

5G基站对散热组件也存在较大的需求。5G产业的发展需建立在5G基站覆盖率不断提升的基础上, 而5G基站是一个高耗能、高功率的设备集成系统, 其对散热组件也存在大规模的需求。根据赛迪发布的预测数据显示, 5G基站将由中低频段的宏站和高频段的小站组成, 预计5G宏站将建设475万个, 5G小站将建设950万个, 5G基站总数量将是4G基站的1.1-1.5倍。未来随着5G基站建设进程的推进, 对散热组件将形成更广阔的市场需求。

### 3. 海外工厂叠加大客户布局, 公司竞争优势显著

#### 3.1 较早布局散热器件, 抓住5G时代发展机遇

公司较早进行散热类产品研发, 目前产品成熟, 客户认可度高。智动力2015年下半年完成了该类产品的研发, 逐步开始生产、销售, 2016年产品获得东莞三星视界、天津三星视界等客户认可, 客户的订单量快速增加, 该类产品的销售收入上升。

表9: 在2015年下半年研发完成后, 公司散热类产品营收及占比迅速增加

散热类产品	营业收入(万元)	占比
2015	983.99	1.79%
2016	9729.68	14.70%

资料来源:招股说明书, 东兴证券研究所

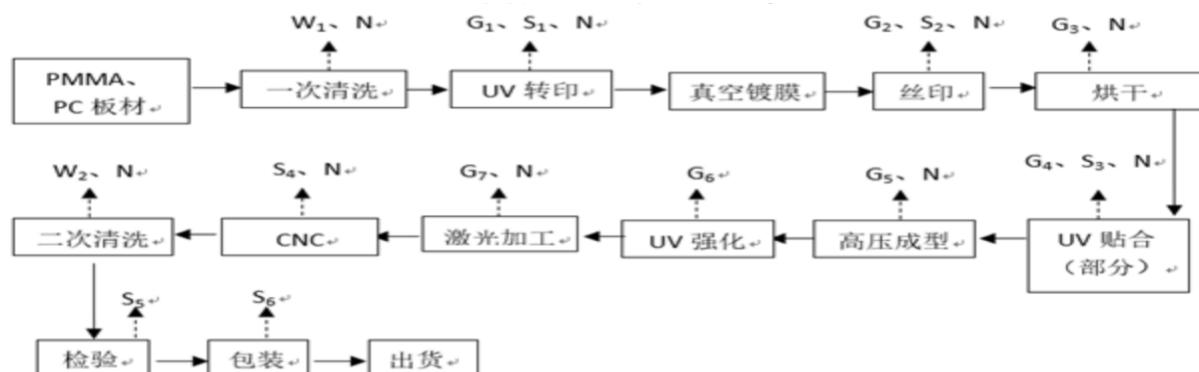
在5G换机周期, 公司散热器件上的优势将会持续显现。目前公司的散热类功能性器件包括使用硅胶片、导热石墨、铜箔等作为主要原材料制成的电源散热硅胶片、电池散热膜、处理器散热膜、触摸屏模组散热膜等, 能够满足手机厂商的各类散热需求。公司顺应5G时代产业趋势, 加大投入力度, 着力发展石墨散热相关产品, 赢得多家知名消费电子终端公司的认可。目前公司的散热器件产品已经用于三星、小米等多家厂商的新款5G手机中。

### 3.2 快速布局结构件，募投项目助力产能扩张

**变更募集资金使用计划，提前布局结构件。**在公司首次公开发行股票募集资金计划中，有 2.25 亿资金用于功能件生产基地建设，截至 2018 年半年报，消费电子基地项目已使用募资金额 1.29 亿，项目进展为 57.41%。公司敏锐地发现复合材料后盖在 5G 时代的应用前景，并于 2018 年 8 月公告变更资金用途，将其中的 0.55 亿元用于复合板材后盖产线的建设，提前布局复合板材后盖业务。随着公司 2018 年 12 月收购阿特斯成为控股子公司，公司复合板材后盖等结构件业务实力得到进一步增强。

**PC+PMMA 复合材料的手机后盖技术路径清晰，将实现快速放量。**公司所采用的复合板材后盖，其主要材料是通过 PC+PMMA 复合板先进行丝印、UV 转印、电镀、印刷等表面处理，然后通过热压成型机台加工成产品所需的形状，经硬化工序增强表面硬度，最后经精雕切割工序加工成最终产品。与玻璃材质对比工艺类似，复合板的手机后盖成本低；不同纹路的设计，颜色效果均可达到；且厚度薄，可以满足智能手机的轻薄化趋势。

图22：智动力在手机复合盖板上的生产工艺



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司公告非公开发行方案修订稿，新增收购阿特斯剩余 49% 股权，展现对结构件业务未来的信心。2020 年 3 月 13 日公司公告了定增预案的修订稿，在原有 8.45 亿元扩建越南工厂的基础上，新增了 3.43 亿元收购阿特斯 49% 剩余股权及 2.56 亿元惠州生产基地扩建的项目。阿特斯具备较强的盈利能力，2019 年分别实现营收和归母净利润 10.3 和 0.67 亿元，剩余股权的收购将为母公司净利润带来显著的提升。而惠州生产基地主营智能手机灯罩、听筒网及智能手表心率镜片盖板等结构件产品，产能的扩建将有效帮助公司扩大业务规模，具备获取智能手表等前景广阔的可穿戴产品大客户的实力。

表10：2019 年 11 月 2 日公告定增方案募集资金用途（万元）

序号	募集资金投资项目	投资金额	使用募集资金金额
1	智动力精密技术（越南）工厂建设项目	84,507	59,700
1-1	消费电子结构件越南生产基地建设项目	68,986	47,800
1-2	散热组件越南生产基地建设项目	15,521	11,900
2	补充流动资金	25,300	25,300
	合计	109,807	85,000

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表11：2020年3月13日公告定增方案（修订稿）中募集资金用途（万元）**

序号	募集资金投资项目	投资金额	使用募集资金金额
<b>1</b>	<b>智动力精密技术（越南）工厂建设项目</b>	<b>84,507</b>	<b>59,700</b>
1-1	消费电子结构件越南生产基地建设项目	68,986	47,800
1-2	散热组件越南生产基地建设项目	15,521	11,900
<b>2</b>	<b>惠州生产基地建设项目</b>	<b>25,625</b>	<b>18,751</b>
<b>3</b>	<b>收购阿特斯 49.00% 股权项目</b>	<b>34,300</b>	<b>34,300</b>
<b>4</b>	<b>信息化升级建设项目</b>	<b>1,889.21</b>	<b>1,692.60</b>
<b>5</b>	<b>补充流动资金</b>	<b>35,556.40</b>	<b>35,556.40</b>
<b>合计</b>		<b>181,877.61</b>	<b>150,000</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.3 越南工厂超预期，疫情之下显优势

越南子公司发展前景光明，有助于母公司业务拓展。近年来三星等主流手机厂商将工厂由国内向越南等劳动力成本更为低廉的地区转移，公司及时在越南进行了布局和配套。越南地区更具优势的人工和税负成本，相比于国内工厂可减轻中美贸易争端产生的影响，这将助力越南子公司盈利能力长期向好。

疫情背景下，越南工厂优势显著。目前新冠肺炎疫情依旧严峻，对国内工厂复工依旧存在一定影响。而具备越南工厂的智动力，受疫情影响相对较小，生产稳定，一季度有望获得下游大客户的转单。

定增资金助力越南生产基地建设，丰富散热组件种类，并提高结构件产能。越南工厂的扩建项目在修订前后的定增方案中均有提及，公司计划募集 8.45 亿元用于建设越南生产基地，其中 6.90 亿元用于扩建结构件产能，1.55 亿元用于丰富散热组件产品。公司目前的散热类功能件仍以石墨片为主，本项目将在越南永福省新建热管、均热板（VC）等散热组件产品的生产基地，将公司的散热类组件生产能力扩展至石墨+热管、VC 的 5G 时代主流方案，有利于增强配套能力，强化公司同下游客户的合作关系。未来越南工厂将是公司最有潜力的增长点。

### 3.4 客户资源优质，品牌认可度高

经过多年发展，公司凭借较强的研发设计实力、可靠的产品品质以及快速响应、定制化服务等优势，通过多家知名消费终端的供应商认证，并且与三星、蓝思科技、欧菲光、劲胜精密、东莞捷荣、比亚迪、长盈精密、富士康等一批知名消费电子产品及其组件制造商建立了稳固的客户关系。优质的客户资源提升了公司的市场认可度，为业务扩张提供了坚实的基础。

图23: 公司主要客户



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

智动力与三星合作多年,是三星手机功能件与结构件的重要供应商。公司于2005年便通过了三星Eco-partner认证,与三星保持长期稳定的合作关系。为更好地服务重要客户三星在越南设立的生产基地以及越南市场的开拓,智动力于2015年4月设立了子公司越南智动力,于2017年4月开始向三星越南工厂批量交货。

华为海外扩张受限,智动力有望依靠三星等厂商获得市场份额的提升。华为被加入美国实体名单,海外扩张受限,2019年Q4销量同比出现明显下滑,2020年市场份额将进一步萎缩。而三星、OPPO、vivo及小米等厂商则趁此机会纷纷积极拓展海外市场,以争取华为丢失的市场份额。除三星外,公司也与OPPO、vivo及小米建立了良好的合作关系,公司有望在上述厂商的海外扩张中充分受益。

表12: 华为手机 2019Q4 全球销量下滑明显

厂商	2019Q4 出货量 (单位: 百万台)	2019Q4 市场份额	2018Q4 出货量 (单位: 百万台)	2018Q4 市场份额	同比增长率
苹果	73.8	20.0%	68.4	18.3%	7.9%
三星	69.4	18.8%	70.3	18.8%	-1.2%
华为	56.2	15.2%	60.5	16.2%	-7.1%
小米	32.8	8.9%	25.0	6.7%	31.1%
OPPO	30.6	8.3%	29.3	7.9%	4.2%
其他	106.0	28.7%	119.5	32.0%	-11.3%
总计	368.8	100.0%	373.1	100.0%	-1.1%

资料来源：IDC, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

### 关键假设：

- (1) 公司功能性电子器件销量受三星等大客户充分带动,预计2020-2022年销量分别为约500、600和750万平方米;

- (2) 5G 时代公司布局的复合板材后盖成为主流，预计 2020-2022 年公司结构性电子器件销量分别为约 7500、8500 和 9500 万片；
- (3) 公司光学件产品 2020-2022 年营收分别为 2.5 亿元、3.5 亿元和 5.0 亿元，毛利率稳定在 30%。

**表13：公司盈利预测拆分**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
功能性电子器件	营业收入	726.0	1074.0	1430.4
	YoY	15.9%	47.9%	33.2%
	毛利率	26.1%	26.6%	27.1%
结构性电子器件	营业收入	853.0	1630.0	1790.5
	YoY	4794.1%	91.1%	9.8%
	毛利率	17.6%	20.4%	21.1%
光学件	营业收入	163.5	250.0	350.0
	YoY		52.9%	40.0%
	毛利率	30.6%	30.0%	30.0%
合计	营业收入	<b>1742.5</b>	<b>2954.0</b>	<b>3570.9</b>
	YoY	<b>167.7%</b>	<b>69.5%</b>	<b>20.9%</b>
	毛利率	<b>22.4%</b>	<b>23.5%</b>	<b>24.4%</b>

资料来源：Wind，东兴证券研究所预测

预计 2020-2022 年，公司实现营业总收入 29.54 亿元、35.71 亿元和 42.80 亿元，归母净利润分别为 2.82 亿元、3.94 亿元和 4.98 亿元，EPS 分别为 1.06 元、1.48 元、1.87 元，PE 分别为 21.78 倍、15.61 倍、12.34 倍。根据可比公司估值，给予公司 2020 年 27 倍 PE，对应目标价 28.62 元。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

**表14：可比公司估值（单位：元）**

股票代码	公司简称	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E
300602.SZ	飞荣达	1.70	2.11	29.10	23.47
300115.SZ	长盈精密	0.73	1.05	28.89	20.12
002600.SZ	领益智造	0.41	0.50	22.17	18.16
<b>平均值</b>					<b>26.72</b>

资料来源：Wind 一致预期，东兴证券研究所

## 5. 风险提示

疫情导致智能手机组装厂商复工不及预期；疫情导致公司原材料供应紧张；5G 基础设施建设进度不及预期；公司新增产线产能爬坡进度不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	营业收入		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E			
<b>流动资产合计</b>	471	852	2433	2705	3059	营业收入		651	1743	2954	3571	4280			
货币资金	121	161	1264	1283	1370	营业成本		526	1353	2261	2700	3203			
应收账款	173	416	708	870	1034	营业税金及附加		1	6	6	7	9			
其他应收款	3	3	10	11	13	营业费用		19	42	71	86	103			
预付款项	4	6	13	15	18	管理费用		59	87	148	179	214			
存货	146	227	379	453	537	财务费用		10	21	8	3	3			
其他流动资产	26	16	28	34	40	研发费用		27	86	118	143	171			
<b>非流动资产合计</b>	635	941	1291	1618	1921	资产减值损失		15	-6	-2	0	0			
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	366	540	862	1182	1482	投资净收益		0.00	33.79	0.00	0.00	0.00			
无形资产	23	39	34	30	26	加: 其他收益		7.09	3.11	5.00	5.00	5.00			
其他非流动资产	11	133	143	153	163	<b>营业利润</b>		2	175	346	459	582			
<b>资产总计</b>	1106	1793	3724	4323	4980	营业外收入		0.35	5.38	5.00	5.00	5.00			
<b>流动负债合计</b>	444	849	1036	1248	1436	营业外支出		0.36	2.32	1.34	1.50	1.59			
短期借款	176	308	100	100	100	<b>利润总额</b>		2	178	349	463	586			
应付账款	225	420	742	915	1059	所得税		-4	16	52	69	88			
预收款项	1	1	1	2	2	<b>净利润</b>		7	162	297	394	498			
一年内到期的非流动负债	0	3	3	3	3	少数股东损益		0	33	15	0	0			
<b>非流动负债合计</b>	40	113	163	213	263	归属母公司净利润		7	129	282	394	498			
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>									
应付债券	0	0	0	0	0	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E					
<b>负债合计</b>	484	962	1199	1460	1698	<b>成长能力</b>									
少数股东权益	0	74	15	15	15	营业收入增长	14.59%	167.70%	69.52%	20.88%	19.85%				
实收资本(或股本)	207	204	266	266	266	营业利润增长	-94.39%	7350.95%	97.84%	32.96%	26.73%				
资本公积	200	190	1629	1629	1629	归属于母公司净利润增长	-83.75%	1793.08%	118.16%	39.54%	26.51%				
未分配利润	233	358	609	939	1349	<b>获利能力</b>									
归属母公司股东权益合计	621	757	2511	2848	3267	毛利率(%)	19.22%	22.37%	23.45%	24.40%	25.16%				
<b>负债和所有者权益</b>	1106	1793	3724	4323	4980	净利率(%)	1.05%	9.29%	10.05%	11.02%	11.63%				
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润 (%)	0.62%	9.03%	7.97%	9.10%	10.00%				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	1.10%	19.49%	11.76%	13.75%	15.17%				
<b>经营活动现金流</b>	30	149	280	439	529	<b>偿债能力</b>									
净利润	7	162	297	394	498	资产负债率(%)	44%	54%	32%	34%	34%				
折旧摊销	33.92	72.86	60.12	83.18	106.99	流动比率	1.06	1.00	2.35	2.17	2.13				
财务费用	10	21	8	3	3	速动比率	0.75	0.74	1.99	1.81	1.76				
应收帐款减少	-66	-243	-291	-163	-163	<b>营运能力</b>									
预收帐款增加	0	0	1	0	0	总资产周转率	0.68	1.20	1.07	0.89	0.92				
<b>投资活动现金流</b>	-302	-220	-484	-410	-410	应收账款周转率	4.65	5.91	5.26	4.53	4.50				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.47	4.19	3.89	3.26	3.24				
长期投资减少	-133	11	-10	-10	-10	<b>每股指标 (元)</b>									
投资收益	0	34	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.63	1.06	1.48	1.87				
<b>筹资活动现金流</b>	111	102	1306	-9	-32	每股净现金流(最新摊薄)	-0.68	0.15	4.15	0.07	0.33				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.85	9.45	10.71	12.29				
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>									
普通股增加	82	-2	61	0	0	P/E	899.53	47.52	21.78	15.61	12.34				
资本公积增加	-29	-10	1439	0	0	P/B	9.89	8.11	2.45	2.16	1.88				
<b>现金净增加额</b>	-180	40	1102	20	87	EV/EBITDA	101.75	17.66	11.70	8.82	6.80				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	星星科技 (300256.SZ) : 玻璃塑胶齐发力，重整旗鼓再出发	2020-03-12
行业深度报告	5G 智能机加速渗透，塑胶结构件重获新生	2020-03-06
行业普通报告	红外测温仪供不应求，测温需求预计贯穿全年	2020-02-23
行业事件点评报告	从苹果财报看可穿戴设备：明星产品供不应求，健康监测将成为卖点	2020-02-03
行业年度	国产替代路径明确，消费电子亮点纷呈	2020-01-10
行业深度报告	PCB 行业景气上行，竞争格局向好强者恒强	2020-01-02
行业深度报告	智能手表：TWS 耳机后的千亿市场已拉开序幕	2019-12-25
行业事件点评报告	电子通信联合点评：华为发布三季度经营业绩，供应商有望受益	2019-10-17
行业事件点评报告	电子元器件行业报告：华为被制裁事件对电子、通信及计算机行业影响点评	2019-05-22

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘奕司

美国德克萨斯州立大学达拉斯分校，模拟/射频芯片设计方向。曾任中电华大和紫光国微芯片设计工程师。  
2年证券从业经验，19年加入东兴证券。

### 刘慧影

4年证券从业经验，曾在纽约一家对冲基金任TMT研究员，2017年1月加入东兴证券从事电子研究。

## 研究助理简介

### 吴昊

北京航空航天大学材料工程硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事电子行业研究。

### 吴天元

金融硕士，本科毕业于哈尔滨工业大学，曾就职于中广核集团担任核电工程师，硕士毕业于山东大学，  
2019年加入东兴证券从事电子行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：010-66554070  
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层  
邮编：200082  
电话：021-25102800  
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F  
邮编：518038  
电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526