

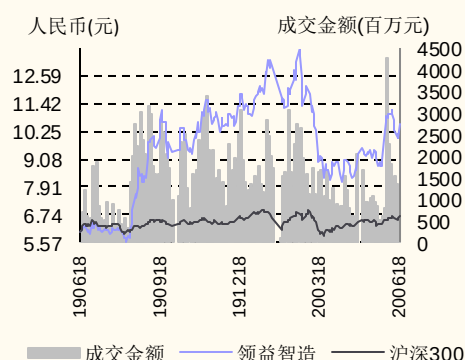
领益智造 (002600.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 10.55 元
 目标价格 (人民币): 15.00-15.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	68.21
已上市流通 A 股(亿股)	18.53
总市值(亿元)	719.60
年内股价最高最低(元)	11.17/8.77
沪深 300 指数	4044
中小板综	10793



消费电子精密功能件龙头，甩开包袱再腾飞

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,500	23,916	27,104	30,311	36,204
营业收入增长率	41.28%	6.29%	13.33%	11.83%	19.44%
归母净利润(百万元)	-680	1,894	2,386	3,391	4,206
归母净利润增长率	-148.40%	-378.60%	25.94%	42.14%	24.03%
摊薄每股收益(元)	-0.100	0.277	0.350	0.497	0.617
每股经营性现金流净额	0.22	0.42	0.50	0.83	0.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.90%	16.30%	17.46%	20.29%	20.44%
P/E	-25.10	39.11	30.17	21.22	17.11
P/B	1.73	6.38	5.27	4.31	3.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 领益智造是国内消费电子精密功能件龙头，2018 年 1 月领益智造成功借壳上市。领益智造是领益智造的主要业绩来源、且领益智造业绩处于快速增长通道，而壳公司其他版块总体处于亏损状态。短期看公司主业向好，逐步摆脱壳资产负面影响；长期看公司收购赛尔康进军模组领域、打开成长空间。
- 领益智造：精密功能件龙头，单机价值抬升+大客户销量增长，驱动业绩增长。1) 领益智造是精密功能件龙头，历史营收、净利快速增长，兼具客户资源优势 (A 客户营收贡献达 50%)、规模优势、研发优势，预计未来龙头地位稳固。2) 自 2017 年以来智能手机、iPhone 出货量停止增长，但领益智造营收逆势增长，维持在 20% 以上。究其原因，我们认为主要系伴随消费电子各代产品的设计、功能、材料不断升级，精密功能件单机价值不断抬升。展望未来，我们认为伴随手机功能的多样化、5G 对功能件的防水、散热、屏蔽等方面要求更高，预计未来领益智造营收持续提升。3) 得益于低价版 iPhone、5G 版 iPhone 推出，预计 A 客户 2021 年手机销量重返增长，叠加 AirPods、Apple watch 持续高增长，预计 A 产业链持续向好。
- 公司加强壳资产整合，逐步摆脱壳资产负面影响。近两年公司积极整合壳资产，一方面加快亏损资产剥离 (已出售贸易资产、拟出售显示及触控模组资产)，一方面计提大额减值损失夯实资产质量 (2018 年壳资产商誉达 19.2 亿元，目前已计提 9.5 亿元商誉减值损失；且已计提 12 亿坏账损失)。
- 收购赛尔康进军充电模组，定增募资扩充品类。1) 2019 年公司成功收购充电器龙头赛尔康，使得公司具备了 SMT、FATP 的能力，未来有望深度布局模组、系统组装业务。2) 公司拟募资不超过 30 亿元扩产汽车马达件、电源插头、无线充电、散热管等产品，进一步丰富公司产品品类，横向拓展汽车、家电等领域。预计项目建成达产后贡献营收 53 亿元、净利 4.7 亿元。

盈利估值与估值

- 考虑公司加速整合、积极布局模组业务。预计公司 2020~2022 年归母业绩为 24、34、42 亿元。给予公司 2021 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 15 元，给予买入评级。

风险

- 疫情反复风险、市场竞争风险、商誉减值风险、解禁风险。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
 (8621)61038318
 fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 联系人
 liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 联系人
 dengxiaolu@gjzq.com.cn

内容目录

一、逐步摆脱壳资产负面影响，打造“一站式”平台.....	4
二、精密功能件龙头，单机价值量提升+大客户销量重返增长，驱动成长.....	7
1. 领益科技是领益智造净利润的主要来源.....	7
2. 国内精密功能件龙头，兼具规模、技术、客户优势.....	7
3. 单机价值量提升+A 客户产业链回暖，助力公司短期业务高增.....	10
3.1 伴随智能手机功能升级，精密功能件单机价值量持续提升.....	10
3.2 A 客户：智能手机出货量重启增长，智能穿戴持续高增.....	11
3.3 安卓客户：目前市占率仍低、未来有待提升.....	12
三、收购赛尔康进军充电模组，定增募资扩充产能.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	17
1. 盈利预测：预计公司 2020~2022 年归母业绩为 24、34、42 亿元.....	17
2. 投资建议及估值：给予公司目标价 15 元.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

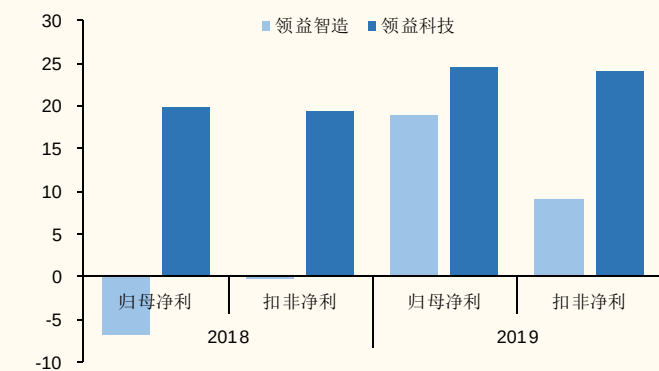
图表 1：领益智造业绩远低于领益科技.....	4
图表 2：受壳资产拖累，领益智造计提大额资产减值损失，公允价值变动损益大幅波动.....	4
图表 3：贸易板块营收占比持续下降.....	5
图表 4：贸易板块毛利占比持续下降.....	5
图表 5：2019 年 1~10 月帝晶光电亏损 0.85 亿元.....	5
图表 6：公司业务扩张历程.....	6
图表 7：公司主营构成变动.....	6
图表 8：公司实现了“材料-精密零组件-模组-系统组装”的全产业链垂直整合.....	6
图表 9：2019 年领益智造主营业务收入结构.....	7
图表 10：2019 年领益智造主营业务毛利结构.....	7
图表 11：2018 年领益科技、东方亮彩营业收入（亿元）.....	7
图表 12：2018 年领益科技、东方亮彩净利（亿元）.....	7
图表 13：领益科技系公司营收快速增长.....	8
图表 14：领益科技系公司归母净利快速增长.....	8
图表 15：领益科技主要产品涵盖模切产品、冲压产品、CNC 产品.....	8
图表 16：各企业产品、客户对比.....	9
图表 17：领益科技营收规模远超同业.....	9
图表 18：领益科技研发支出远超同业.....	10
图表 19：领益科技营收增速远快于智能手机、iPhone 出货量增速.....	10
图表 20：领益科技在 iPhone 的精密功能件单机价值不断抬升.....	10
图表 21：伴随 iPhone 功能多样化，内部结构呈现复杂化、精密化的趋势.....	11

图表 22: iPhone11 推出后苹果 2019 年 Q4 市占率回升.....	11
图表 23: iPhone11 推出后苹果 2020 年 Q1 市占率回升.....	11
图表 24: 预计受疫情影响 2020 年智能手机出货量下滑.....	12
图表 25: 预计苹果 2021 年恢复增长.....	12
图表 26: 预计受疫情影响 2020 年智能手机出货量下滑.....	12
图表 27: 预计苹果 2020 年恢复增长.....	12
图表 28: 领益科技安卓客户营收占比达 50%.....	13
图表 29: 全球智能手机安卓客户出货量占比达 86%.....	13
图表 30: 赛尔康主营产品为充电器、适配器、无线充电座.....	14
图表 31: 2018 年赛尔康净利润为-0.6 亿元.....	14
图表 32: 领益智造安卓客户营收占比达 50%.....	14
图表 33: 全球智能手机安卓客户出货量占比达 86%.....	14
图表 34: A 公司重启 AirPower 项目	15
图表 35: 公司定增拟投资项目一览.....	15
图表 36: 预计 2018~2023 年无线充电出货量 CAGR 达 28%.....	16
图表 37: 预计公司 2020~2022 年营收为 271、303、362 亿元.....	17
图表 38: 给予公司目标价 15 元 (30*2021EPS)	18

一、逐步摆脱壳资产负面影响，打造“一站式”平台

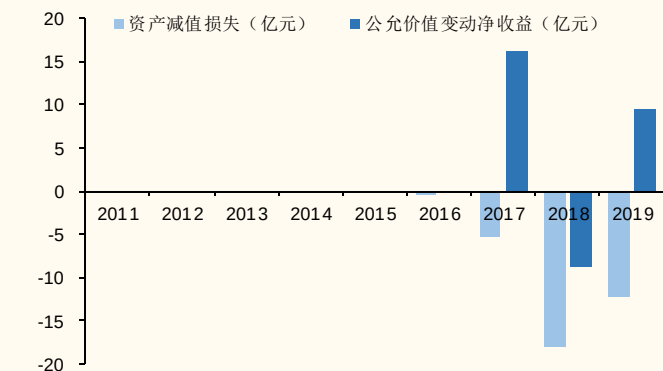
- 领益科技是国内消费电子精密功能件龙头。2018年1月领益科技反向收购江粉磁材、成功借壳上市，“江粉磁材”更名为“领益智造”。受壳资产拖累，2018、2019年领益智造业绩远低于领益科技、且非经常性损益大幅波动。
- 壳公司江粉磁材是一家磁性材料制造企业，2014年10月成立中岸控股切入贸易及物流服务行业；2015年8月并表帝晶光电、切入显示及触控模组行业；2016年4月并表东方亮彩，切入精密结构件行业。2017年江粉磁材构成“精密结构件、显示及触控模组、材料、贸易”四大业务。
- 受壳资产拖累，2018、2019年领益智造业绩远低于领益科技。1) 2018、2019年领益智造归母净利润为-6.8亿元、18.9亿元，领益科技归母净利润为19.42亿元、24.6亿元。领益智造业绩远低于领益科技，主要系壳资产的贸易业务大幅亏损，领益智造计提大额商誉减值、固定资产减值损失所致，2018、2019年领益智造计提资产减值损失18.1亿元、12.3亿元。2) 2018年公司计提大额减值损失主要系：①大宗商品贸易板块11亿元预付款无法全部收回、计提坏账损失(9.5亿)，②东方亮彩计提金立应收账款坏账损失(2亿)，③计提江粉磁材商誉减值(2.86亿)。3) 2019年公司计提大额减值损失主要系：公司拟处置显示及触控模组板块，计提固定资产减值损失3.3亿元，计提壳资产商誉减值损失6.6亿元。
- 受壳资产拖累，2018、2019年领益智造非经常性损益大幅波动。2018、2019年公司归母净利润和扣非归母净利润差异较大主要系公允价值变动损益大幅波动，2018、2019年公司公允价值变动净收益达-8.8、9.6亿元。公司公允价值变动净收益大幅波动主要系东方亮彩原股东业绩补偿应回购注销的股票价值波动。

图表 1：领益智造业绩远低于领益科技



来源：公司公告，国金证券研究所

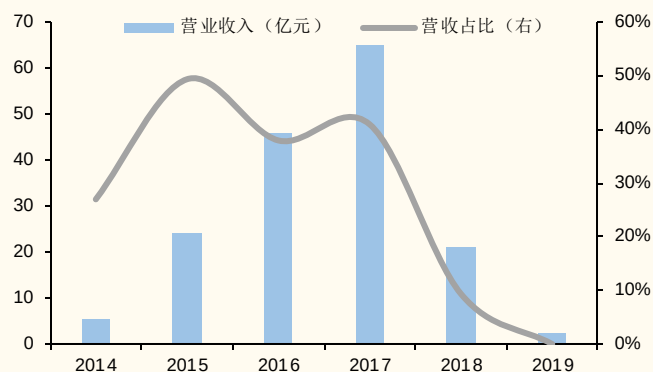
图表 2：受壳资产拖累，领益智造计提大额资产减值损失，公允价值变动损益大幅波动



来源：公司公告，国金证券研究所

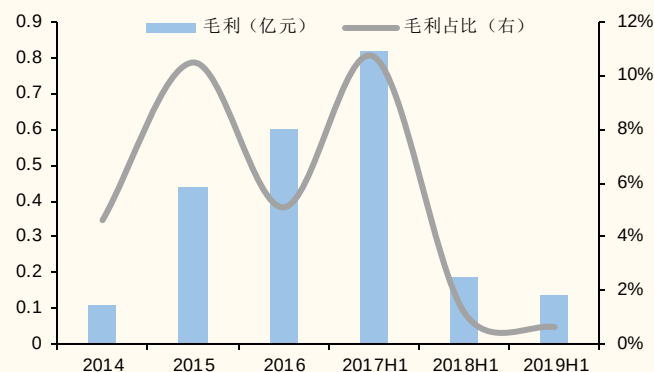
- 上市以来，领益智造积极整合壳资产，一方面加快亏损资产剥离（贸易业务、显示及触控模组业务），一方面计提大额减值损失夯实壳资产质量。
- 领益智造已成功剥离贸易板块。江粉磁材于2014年10月成立中岸控股切入贸易及物流服务行业，2018年（领益科技借壳上市）之前，贸易板块营收、毛利持续增长。2018年贸易板块爆发“大宗商品贸易预付款事件”，下半年领益智造停止贸易业务，2019年5月出售中岸控股，成功剥离贸易业务资产。贸易板块营收、毛利大幅下滑，2019年贸易板块营收、毛利占比不足1%。

图表 3：贸易板块营收占比持续下降



来源：公司公告，国金证券研究所

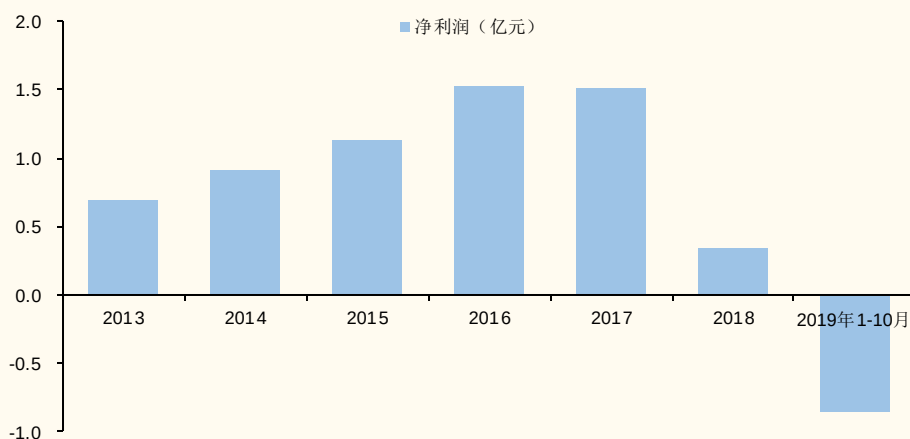
图表 4：贸易板块毛利占比持续下降



来源：公司公告，国金证券研究所

- **领益智造拟剥离显示及触控模组业务。**2020 年 1 月，公司公告拟将深圳市帝晶光电科技有限公司 100%股权、广东江粉高科技产业园有限公司 100%股权转让给安徽帝晶光电科技有限公司。2018 年帝晶光电实现净利润仅 0.34 亿元，2019 年 1~10 月帝晶光电亏损 0.85 亿元，出售帝晶光电有助于进一步优化公司资产、提升公司盈利能力。

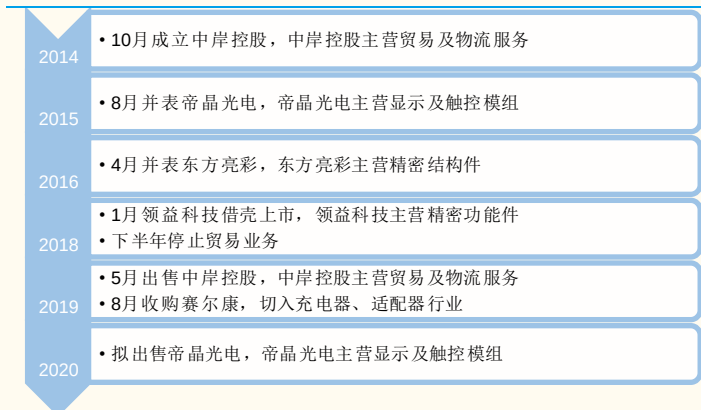
图表 5：2019 年 1~10 月帝晶光电亏损 0.85 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

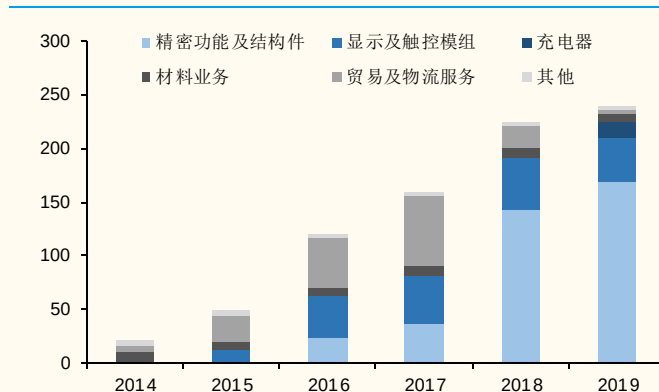
- 公司计提大额减值损失夯实壳资产质量。自 2018 年上市以来，领益智造累计计提 30 亿资产减值损失。其中计提商誉减值损失达 9.5 亿元，壳资产 2018 年商誉达 19.2 亿元、2019 年已降至 9.7 亿元。
- 经过系列整合，公司逐步摆脱壳资产的负面影响。2019 年 8 月公司收购赛尔康、切入充电器适配器行业。目前公司已构成“精密功能件及结构件、充电器、材料业务”三大核心业务，成功实现了材料-精密零组件-模组-系统组装的全产业链垂直整合。

图表 6：公司业务扩张历程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司主营构成变动



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司实现了“材料-精密零部件-模组-系统组装”的全产业链垂直整合



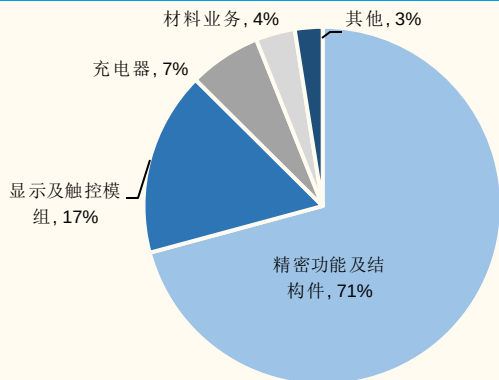
来源：国金证券研究所

二、精密功能件龙头，单机价值量提升+大客户销量重返增长，驱动成长

1. 领益科技是领益智造净利润的主要来源

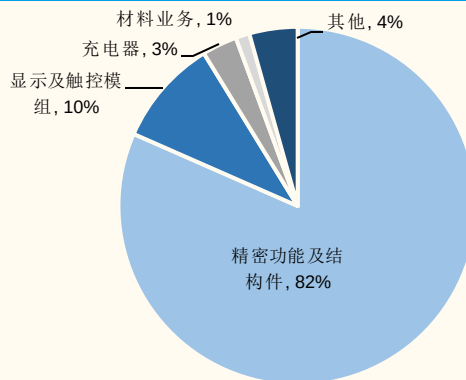
- 精密功能件及结构件是领益智造的主要收入、利润来源，2019 年精密功能及结构件业务营收占比达 71%、毛利占比达 82%，精密功能及结构件毛利率达 26%，盈利能力高于其他业务。

图表 9：2019 年领益智造主营业务收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所

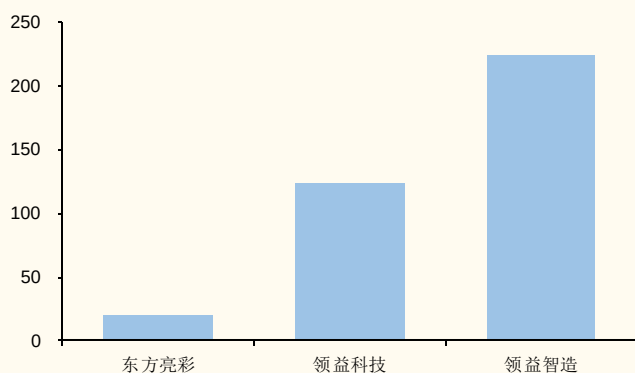
图表 10：2019 年领益智造主营业务毛利结构



来源：公司公告，国金证券研究所

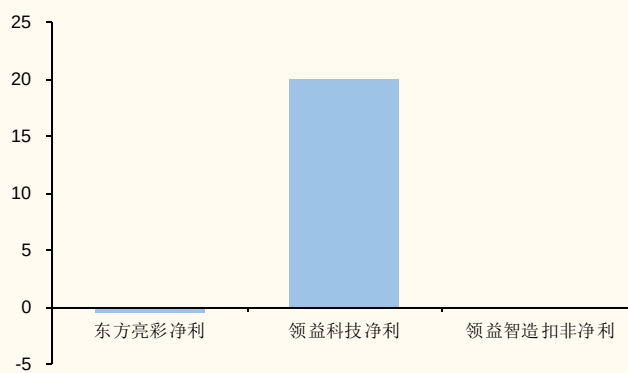
- 领益科技是公司收入、利润的主要来源。该业务的运营主体为领益科技和东方亮彩，领益科技主营精密功能件，东方亮彩主营精密结构件。2018 年领益智造营收为 225 亿元，东方亮彩营收为 21 亿元；2018 年领益智造归母扣非净利为-0.04 亿元，领益科技归母净利为 20 亿元，东方亮彩净利为-0.5 亿元；2019 年领益智造的扣非归母净利为 9 亿元，领益科技归母净利为 24.6 亿元。

图表 11：2018 年领益科技、东方亮彩营业收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2018 年领益科技、东方亮彩净利（亿元）

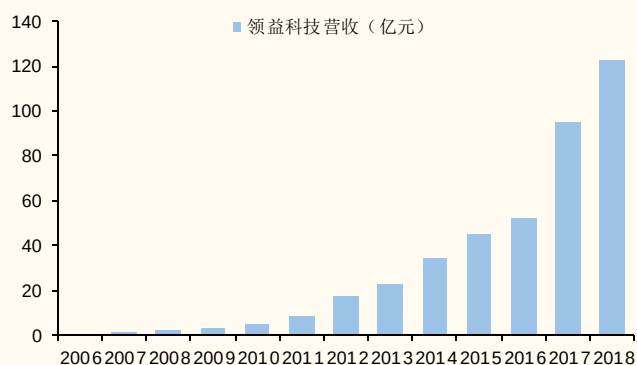


来源：公司公告，国金证券研究所

2. 国内精密功能件龙头，兼具规模、技术、客户优势

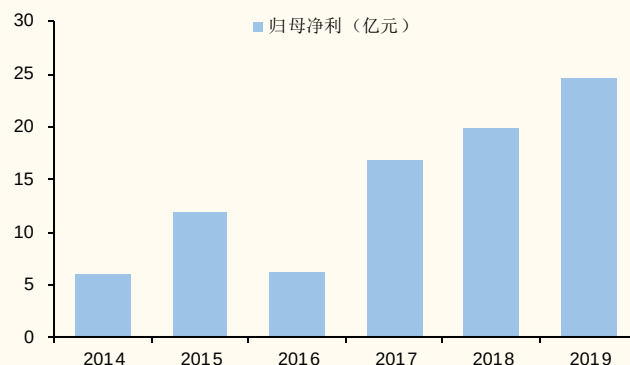
- 领益科技是国内精密功能件龙头，营收、业绩快速增长。自 2006 年成立以来，领益科技系公司营收、净利快速增长。2019 年领益科技系公司实现归母净利 24.6 亿元，同增 23%。

图表 13：领益科技系公司营收快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

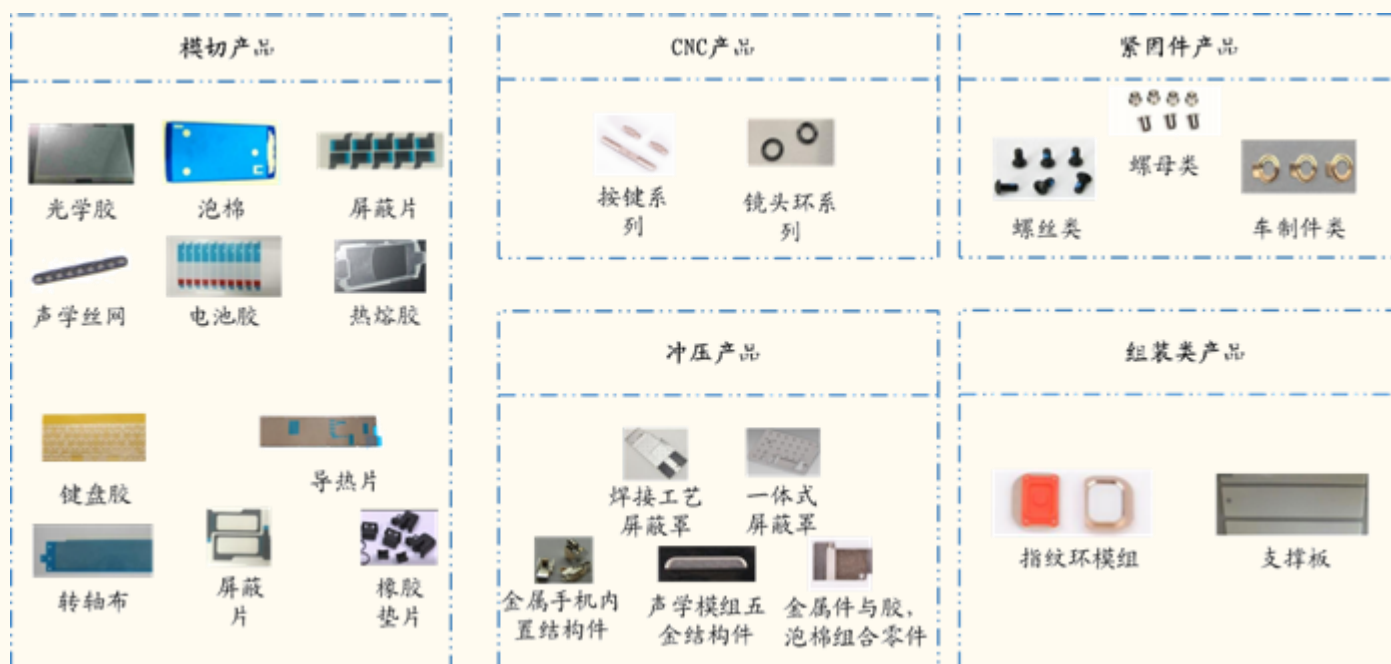
图表 14：领益科技系公司归母净利润快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从产品来看，精密功能件产品主要包括紧固件、密封、导热、缓冲、绝缘、屏蔽、标签、按键等。领益科技主营业务为模切产品（包括光学胶、泡棉、屏蔽片、声学丝网、电池胶、热熔胶、导热片等）、冲压产品（包括屏蔽罩、金属内置结构件等）、CNC 产品（包括按键产品、摄像头环装饰件等）、紧固件产品、组装类产品。2016 模切产品、冲压产品、CNC 产品营收占比分别为 48%、23%、22%。

图表 15：领益科技主要产品涵盖模切产品、冲压产品、CNC 产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司客户资源突出，A 客户贡献的营收占比达 50%。1) 精密功能件是定制化产品，大型消费电子企业对供应商审核较为苛刻，审核评估涵盖研发能力、产品质量、生产规模、交货周期等因素。一般精密功能件企业通过合格供应商资质认定，将与客户保持稳定合作关系。2) 领益科技 2008 年进入 A 客户供应链，2014 年进入 VIVO 供应链，2015 年进入 OPPO 供应链，2016 年进入 H 客户供应链，2016 年公司应用于 A 客户、H 客户、

OPPO、VIVO 产品销售收入占营收比例达 99%，其中应用于 A 客户产品销售收入占营收比例达 50%。

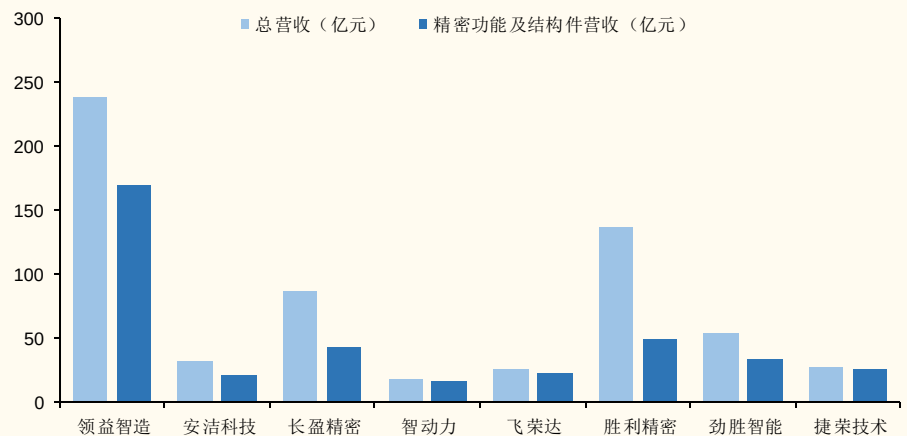
图表 16：各企业产品、客户对比

主要产品	客户
领益智造	模切、CNC、冲压、紧固件、组装、结构件、充电器
安洁科技	A 客户、H 客户、OPPO、VIVO、小米
长盈精密	A 客户、微软、谷歌、H 客户、小米、OPPO、VIVO
智动力	OPPO、VIVO、H 客户、小米、三星
飞荣达	精密功能件
三星、H 客户、联想、OPPO	
飞荣达	电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件、基站天线及相关器件、散热模组
H 客户、诺基亚、中兴、微软、三星、联想	
胜利精密	精密金属结构件、塑胶结构件、玻璃盖板、锂离子电池湿法隔膜、智能制造整体解决方案
H 客户、三星、戴尔、索尼、联想、OPPO、小米	
劲胜智能	精密结构件、高端装备
三星、H 客户、LG、OPPO	
捷荣技术	精密结构件
三星、H 客户、TCL	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司规模优势突出，营业收入远超同业。1) 领益智造细分产品料号超 1.6 万个，品类丰富，能满足客户对不同型号产品的需求。2) 2019 年领益智造营收达 239 亿元，其中精密功能及结构件营收达 169 亿元，销量达 390 亿件/1.16 亿套，远超同业。营收规模更大的企业在与供应商合作时议价能力更强，一定程度上降低原材料采购成本，提高产品成本优势。

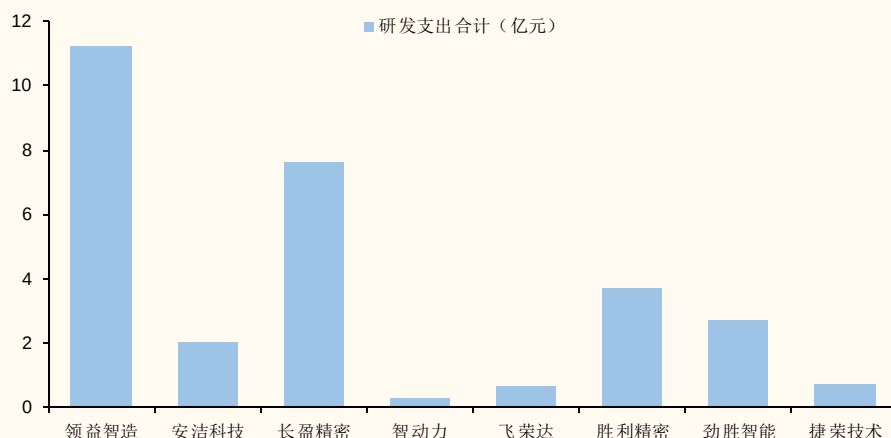
图表 17：领益智造营收规模远超同业



来源：公司公告，国金证券研究所

- 自成立以来公司重视对研发的投入，2019 年领益智造研发支出达 11 亿元，远超同业。经过十余年积累，子公司领略数控掌握了工业机器人全面的核心技术，包括关节减速机，直驱马达，伺服驱动器，控制器硬件和软件等，为公司提供了强劲的技术支持。

图表 18：领益科技研发支出远超同业



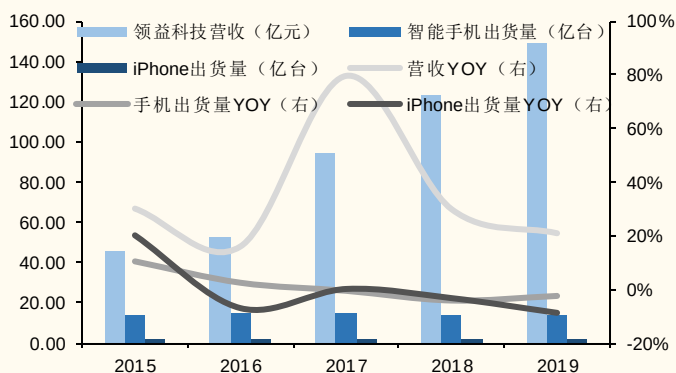
来源：公司公告，国金证券研究所

3. 单机价值量提升+A 客户产业链回暖，助力公司短期业务高增

3.1 伴随智能手机功能升级，精密功能件单机价值量持续提升

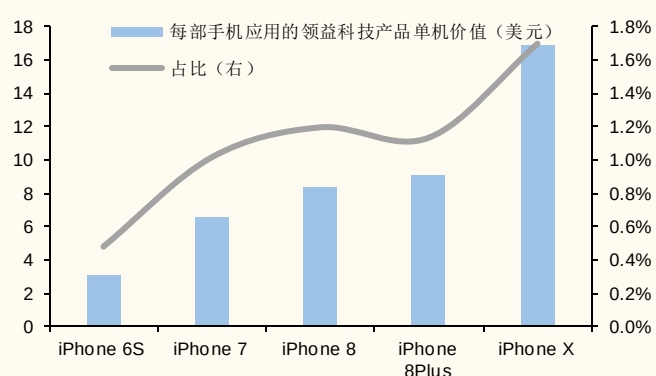
- 自 2017 年以来，智能手机、iPhone 出货量停止增长，2018、2019 年智能手机出货量同比下滑 4%、2%，iPhone 出货量同比下滑 3%、9%，但领益科技营收逆势增长，维持在 20% 以上。究其原因，我们认为主要系伴随消费电子各代产品的设计、功能、材料不断升级，精密功能件单机价值不断抬升。2015 年 iPhone 6S 中应用领益科技的精密功能件单机价值为 3.1 美元，占售价的比例为 0.48%；2017 年 iPhone X 中应用领益科技的精密功能件单机价值达 16.9 美元，占售价的比例达 1.7%。展望未来，我们认为伴随手机功能的多样化、5G 对功能件的防水、散热、屏蔽等方面要求更高，预计未来领益科技营收持续提升。

图表 19：领益科技营收增速远快于智能手机、iPhone 出货量增速



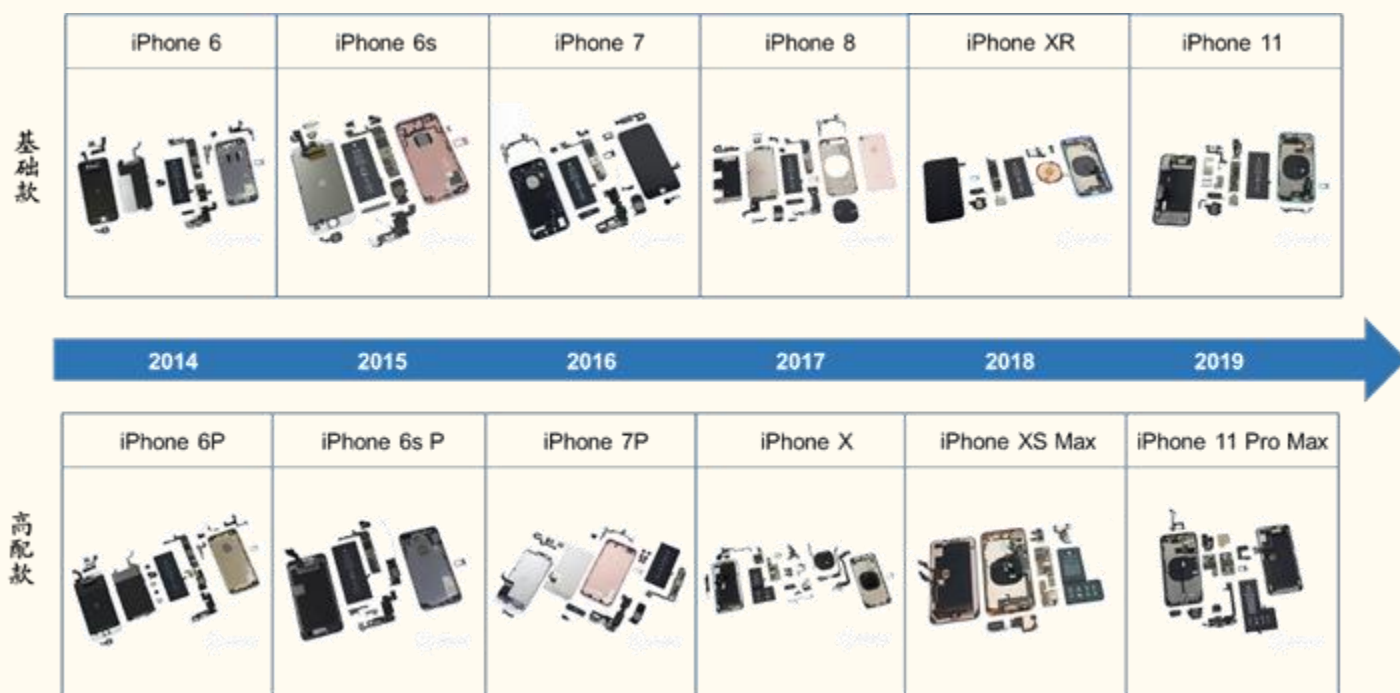
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：领益科技在 iPhone 的精密功能件单机价值不断抬升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：伴随 iPhone 功能多样化，内部结构呈现复杂化、精密化的趋势

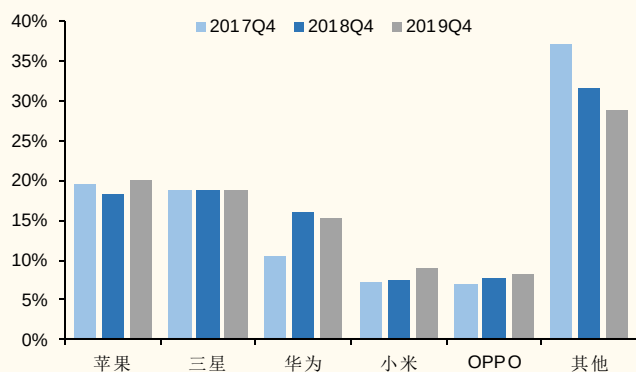


来源：iFixit，国金证券研究所

3.2 A 客户：2021 年智能手机出货量重启增长，智能穿戴持续高增

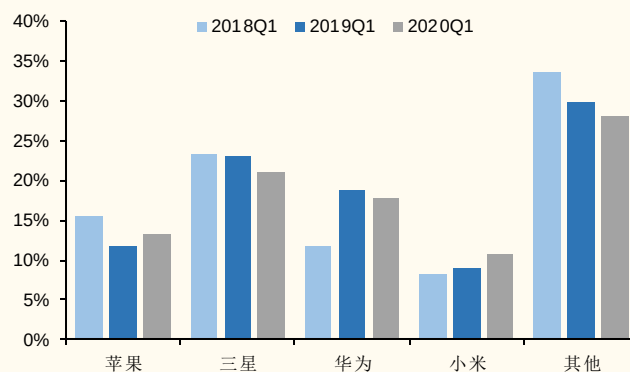
- 得益于“迟到的”5G 换机需求，预计 2021 年全球智能手机需求恢复增长。2019 年中国启动 5G 商用，此前市场普遍预期 2020 年 5G 换机潮将推动全球智能手机恢复增长，但由于疫情影响，预计 2020 年换机需求将推迟至 2021 年。得益于“迟到的”5G 换机需求、2020 年低基数效应，预计 2021 年全球智能手机需求将恢复增长。
- 短期华为承压高端客户或流入 iPhone 阵营，低价版+5G 版 iPhone 助力 iPhone 重返增长。2020 年 5 月 15 日，美国对华为禁令再次升级，预计短期华为为高端机出货量承压，高端机消费者或部分流入 iPhone 阵营。得益于 iPhone11 降价、低价版 iPhone SE 推出，A 客户 2019 年 Q4、2020 年 Q1 市占率连续回升。根据我们测算，iPhone 的平均换机周期在 3 年左右，根据外媒报道、苹果今年有望推出首款 5G iPhone，5G 换机需求有望助力苹果 2021 年重返增长。

图表 22：iPhone11 推出后苹果 2019 年 Q4 市占率回升



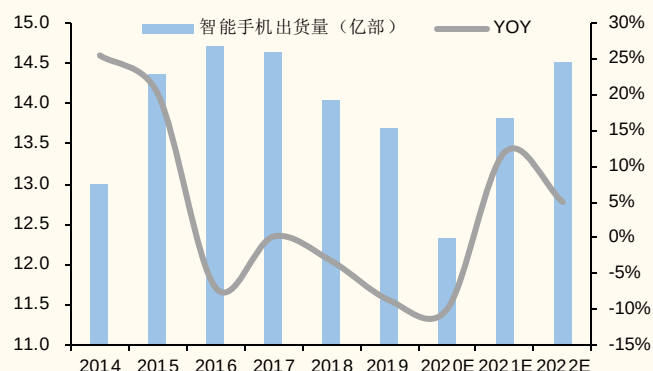
来源：IDC，国金证券研究所

图表 23：iPhone11 推出后苹果 2020 年 Q1 市占率回升



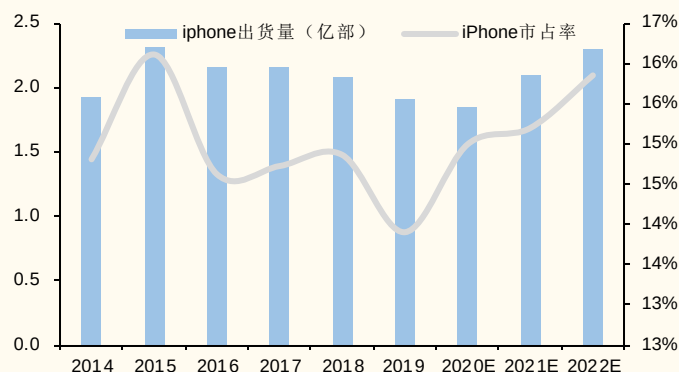
来源：IDC，国金证券研究所

图表 24：预计受疫情影响2020 年智能手机出货量下滑



来源：IDC，国金证券研究所

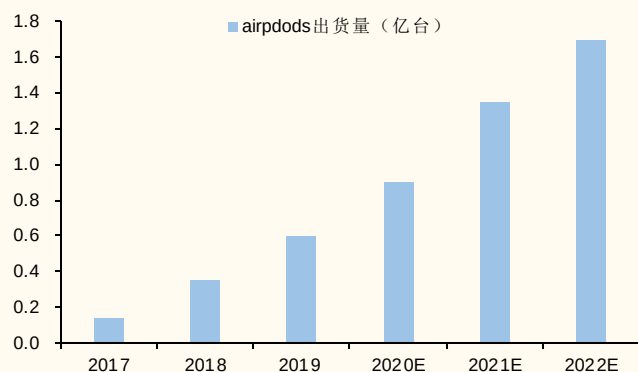
图表 25：预计苹果 2021 年恢复增长



来源：IDC，国金证券研究所

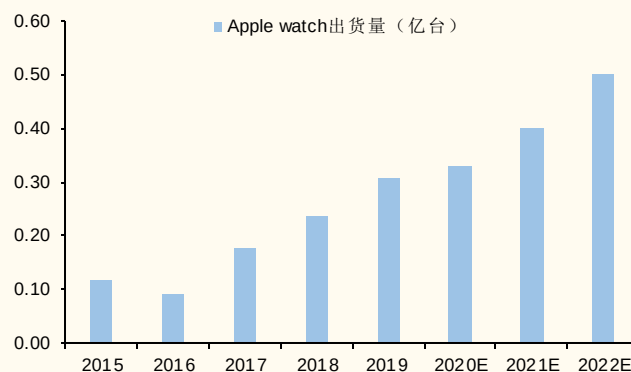
- 可穿戴产品多点开花，AirPods 全面爆发，Apple watch 快速增长。1) TWS 耳机全面提升消费者听觉体验，2018、2019 年市场需求全面爆发，2019 年 AirPods 出货量达 6 千万部，同增 71%。截止 2019 年 AirPods 累计销量仅 1.1 亿部，相较于苹果 10 亿终端用户渗透率仍低（仅 10%），预计未来三年 AirPods 高速增长。2) 2019 年 Apple watch 出货量达 0.3 亿台，同增 30%，持续高速增长。5G 时代、传输速度提升有望让万物互联成为现实，预计未来三年 Apple watch 持续高增长。

图表 26：预计 airpods 持续爆发式增长



来源：IDC，国金证券研究所

图表 27：预计 Apple watch 持续高增长

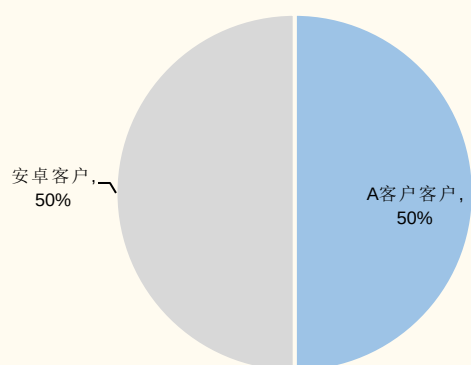


来源：IDC，国金证券研究所

3.3 安卓客户：目前市占率仍低、未来有待提升

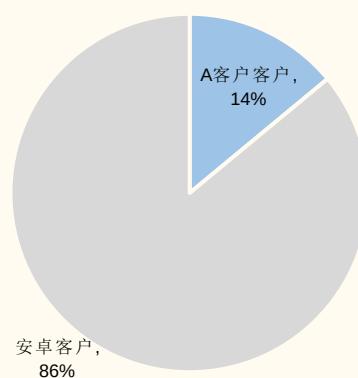
- 根据公司公告，领益科技安卓客户、A 客户营收占比为 50%、50%，2019 年安卓、A 客户手机出货量为 11.8、1.9 亿台，占比为 86%、14%，公司在安卓客户市占率较低，考虑公司兼具规模优势、技术优势，未来在安卓客户市占率有望进一步提升。

图表 28：领益科技安卓客户营收占比达 50%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：全球智能手机安卓客户出货量占比达 86%



来源：公司公告，国金证券研究所

三、收购赛尔康进军充电模组，定增募资扩充产能

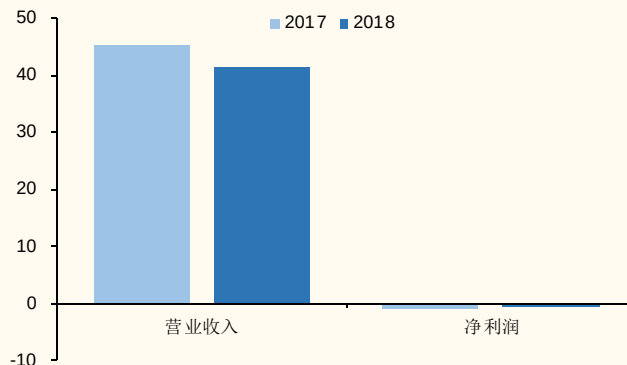
- 2019 年 8 月底领益智造成功收购赛尔康，进军充电器业务，预计未来有望受益 AirPower 推出。并且并购使得公司具备了 SMT、FATP 的能力，完成了从材料到精密零组件到模组再到系统组装的全产业链整合，得以更好地服务客户。
- 赛尔康是充电器龙头，充电器年产能达 5.2 亿只，总部位于芬兰。公司主营产品包括充电器、适配器、无线充电座。2018 年赛尔康营收为 41 亿元，营业收入远超同业，但盈利能力（毛利率、净利率）远低于同业。考虑领益智造制造能力、管理能力远超同业，我们认为收购完成后、赛尔康盈利能力有望大幅提升、扭亏为盈。

图表 30：赛尔康主营产品为充电器、适配器、无线充电座



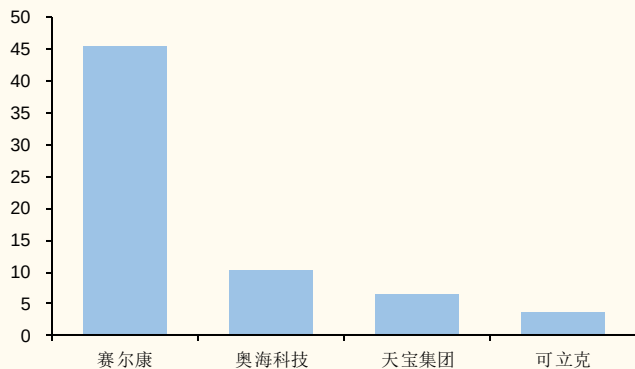
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：2018 年赛尔康净利润为-0.6 亿元



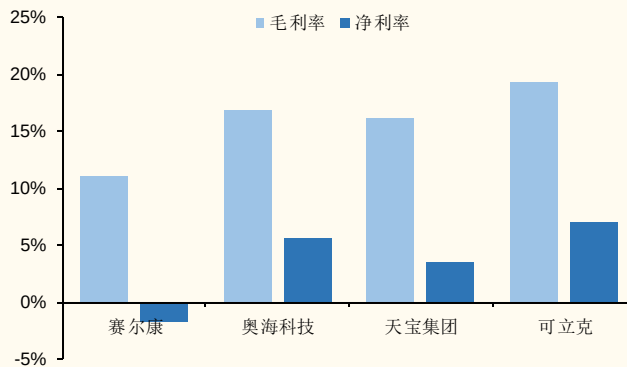
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：领益智造安卓客户营收占比达 50%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：全球智能手机安卓客户出货量占比达 86%



来源：公司公告，国金证券研究所

- A 公司原计划于 2018 年推出 AirPower，但由于技术原因推迟发布，不过目前正重启 AirPower 项目，我们认为未来伴随智能穿戴渗透率逐步提升，未来有望引爆无线充电需求。考虑公司长期坚持大客户战略，未来有望深度受益 AirPower 推出。

图表 34：A 公司重启 AirPower 项目



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司 2019 年发布定增预案，并已获证监会核准批复。公司拟募资不超过 30 亿元用于投资精密金属加工和电磁功能材料项目。项目建成后，进一步丰富公司产品品类，横向拓展汽车、家电等领域。预计项目建成达产后贡献营收 53 亿元、净利 4.7 亿元。

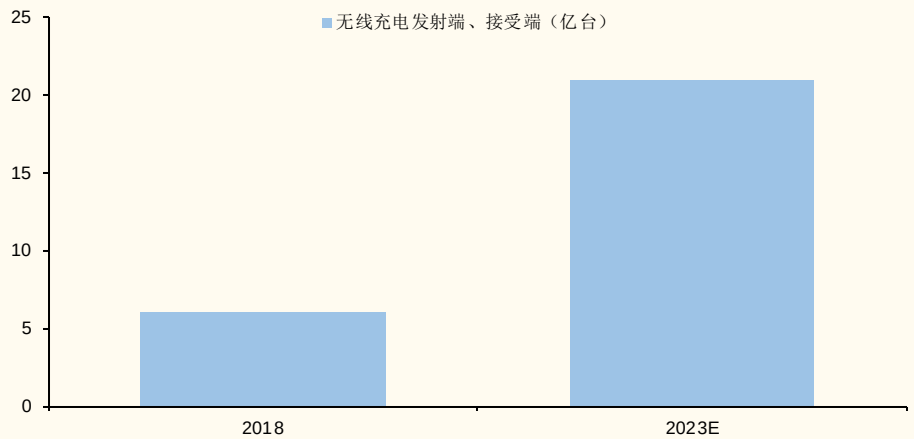
图表 35：公司定增拟投资项目一览

项目名称	总投资额 (亿元)	达产营收 (亿元)	达产净利 (亿元)	建设期 (年)	拟投产品	下游	单位	设计 产能	产能 市占率
精密金属 加工项目	18.6	36.8	3.2	2	汽车马达结构件	汽车	万套	4000	1.3%
					电源插头配件	智能手机	万只	20000	7.1%
					无线充电模组	无线充电	万套	5000	6.3%
					电脑及手机散热管	智能手机、PC	万套	5800	3.2%
电磁功能 材料项目	6.7	16.4	1.5	1	高性能磁性材料	汽车、家电	万吨	1.2	1.3%
					模切材料	公司内部生产	万平米	5932	10.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 精密金属加工项目：1) 公司拟投资 18.6 亿元投资精密金属加工项目，建设期 2 年，达产后项目总营收达 38.8 亿元、净利达 3.2 亿元。精密金属加工项目完成后公司将形成年产 4000 万套汽车马达结构件、2 亿只电源插头配件、5000 万套无线充电模组和 5800 万套电脑及手机散热管。2) 根据估算全球汽车马达结构件市场达 30 亿个，公司进军汽车马达结构件行业，有助于扩展公司产品结构、丰富公司客户结构。3) 根据估算全球电源插头配件市场达 28 亿只、散热模组达 18 亿只，公司借助强大客户资源，未来有望丰富更多产品品类，提高单机总价值。4) 2018 年无线充电发射端、接收端出货量达 6.11 亿台，预计 2023 年无线充电发射端、接收端出货量达 21 亿台，五年 CAGR 达 28%。公司切入无线充电模组，有望深度受益无线充电市场快速增长。

图表 36：预计 2018~2023 年无线充电出货量 CAGR 达 28%



来源：IHS，国金证券研究所

- 电磁功能材料项目：1) 公司拟投资 6.7 亿元投资电磁功能材料项目，建设期 1 年，达产后项目总营收达 16.4 亿元、净利达 1.5 亿元。电磁功能材料项目完成后公司将形成实现年产 1.24 万吨高性能磁性材料和 5932 万平方米模切材料。2) 近年来磁性材料快速增长，公司现有的铁氧体业务高端产品占比较低，项目投产后有助于优化公司产品结构。3) 公司目前模切材料以外购为主，公司对上游议价能力较低，项目投产后将用于公司内部生产，公司降低模切产品综合成本。

四、盈利预测与投资建议

1. 盈利预测：预计公司 2020~2022 年归母业绩为 24、34、42 亿元

- 预计公司 2020~2022 年营收为 271、303、362 亿元。1) 考虑精密功能及结构件业务受益单机价值量提升、A 客户产业链回暖，预计 2020~2022 年精密功能及结构件行业应用收入同增 5%、30%、20%，伴随单机价值量提升、毛利率提升至 26.5%、27%、27.5%。2) 考虑公司已出售贸易资产、拟出售显示触控模组资产，假设公司于 2020 年末出售显示触控模组资产，预计 2021、2022 年公司相关业务营收为 0。3) 考虑目前公司充电器业务毛利率低于同业，预计伴随整合完成，充电器业务毛利率持续提升至行业均值水平。考虑 2019 年 9 月并表充电器业务，预计 2020~2022 年充电器业务同增 240%、20%、20%，毛利率达 13%、15%、16%。
- 预计 2020 年公司壳整合完成，公司资产减值损失大幅下降，伴随出售亏损资产、公司三费率略有下降。预计公司 2020~2022 年业绩为 24、34、42 亿元。

图表 37：预计公司 2020~2022 年营收为 271、303、362 亿元

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
精密功能及结构件								
收入 (亿元)		24.10	37.04	143.56	169.32	177.79	231.12	277.35
YOY			3%	9%	18%	5%	30%	20%
成本 (亿元)		20.36	32.19	106.28	124.91	130.67	168.72	201.08
毛利 (亿元)		3.74	4.85	37.28	44.40	47.11	62.40	76.27
毛利率(%)		15.52	13.09	25.97	26.23	26.50	27.00	27.50
显示及触控模组								
收入 (亿元)	11.71	38.10	43.62	47.86	39.82	31.86	0.00	0.00
YOY			14%	10%	-17%	-20%	-	-
成本 (亿元)	10.06	32.73	36.28	42.26	34.56	27.40	0.00	0.00
毛利 (亿元)	1.65	5.37	7.34	5.60	5.25	4.46	0.00	0.00
毛利率(%)	14.10	14.09	16.83	11.71	13.20	14.00	0.00	0.00
充电器								
收入 (亿元)					15.57	62.28	52.94	63.53
YOY						240%	20%	20%
成本 (亿元)					13.85	54.18	46.06	54.00
毛利 (亿元)					1.72	8.10	6.88	9.53
毛利率(%)					11.06	13.00	15.00	16.00
材料业务								
收入 (亿元)	8.71	8.37	9.08	9.33	8.46	8.46	8.46	8.46
成本 (亿元)	7.00	6.75	6.94	8.40	7.77	7.77	7.77	7.77
毛利 (亿元)	1.72	1.63	2.14	0.93	0.68	0.68	0.68	0.68
毛利率(%)	19.75	19.47	23.57	9.93	8.08	8.08	8.08	8.08
贸易及物流服务								
收入 (亿元)	24.05	45.76	65.24	21.06	2.32	0.00	0.00	0.00
成本 (亿元)	23.61	45.16	63.47			0.00	0.00	0.00
毛利 (亿元)	0.44	0.60	1.77			0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	1.84	1.30	2.71			0.00	0.00	0.00
其他								
收入 (亿元)	4.22	4.19	4.27	3.19	3.59	3.95	4.34	4.78
YOY	-22%	-1%	2%	-25%	13%	10%	10%	10%
成本 (亿元)	3.83	3.75	3.89			1.34	1.48	1.62
毛利 (亿元)	0.39	0.44	0.38	1.60	2.37	2.61	2.87	3.15

毛利率(%)	9.24	10.50	8.90	50.16	66.02	66.00	66.00	66.00
总计								
收入(亿元)	48.69	120.52	159.25	225.00	239.16	271.04	303.11	362.04
YOY	136%	148%	32%	41%	6%	13%	12%	19%
成本(亿元)	44.50	108.75	142.77	179.59	184.74	213.24	231.96	274.50
毛利(亿元)	4.19	11.77	16.48	45.41	54.42	57.80	71.14	87.53
毛利率(%)	8.61	9.77	10.35	20.18	22.75	21.33	23.47	24.18

来源: wind, 国金证券研究所

2.投资建议及估值: 给予公司目标价 15 元

- 采取 PE 估值, 给予目标价 15 元。我们选取立讯精密、安洁科技、长盈精密、飞荣达作为可比公司, 给予公司 2021 年 30 倍 PE 估值, 对应目标市值 1044 亿元, 对应目标价 15 元, 给予买入评级。

图表 38: 给予公司目标价 15 元 (30*2021EPS)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002600.SZ	领益智造	10.12	690	0.28	0.38	0.51	36	26	20
002475.SZ	立讯精密	55.27	2969	0.88	1.24	1.64	63	45	34
002635.SZ	安洁科技	22.65	144	-0.94	0.80	1.06	-24	28	21
300115.SZ	长盈精密	20.9	190	0.09	0.69	0.99	227	30	21
300602.SZ	飞荣达	29.21	148	1.15	1.00	1.19	26	29	24
			平均值				73	33	25

来源: wind, 国金证券研究所

五、风险提示

- 疫情反复风险：未来若新冠疫情反复，或对消费电子产业造成冲击，导致公司下游景气度恶化。
- 市场竞争风险：伴随市场竞争日益激烈，公司产品或面临降价风险。
- 商誉减值风险：2019 年公司商誉达 17.7 亿元，其中壳资产商誉达 9.7 亿元（2018 年壳资产商誉达 19.2 亿元，已计提 9.5 亿元商誉减值损失），未来若进一步计提商誉减值将引起公司业绩下滑。
- 解禁风险：2021 年 8 月公司有 44 亿股解禁、占解禁前流通股的 239%、占解禁后流通股的 70%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	15,925	22,500	23,916	27,104	30,311	36,204
增长率		41.3%	6.3%	13.3%	11.8%	19.4%
主营业务成本	-14,277	-17,959	-18,474	-21,324	-23,196	-27,450
%销售收入	89.7%	79.8%	77.2%	78.7%	76.5%	75.8%
毛利	1,648	4,540	5,442	5,780	7,114	8,753
%销售收入	10.3%	20.2%	22.8%	21.3%	23.5%	24.2%
营业税金及附加	-69	-167	-177	-201	-212	-253
%销售收入	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-112	-314	-363	-407	-455	-543
%销售收入	0.7%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-900	-838	-959	-1,084	-1,091	-1,303
%销售收入	5.7%	3.7%	4.0%	4.0%	3.6%	3.6%
研发费用	0	-1,126	-1,140	-1,247	-1,273	-1,521
%销售收入	0.0%	5.0%	4.8%	4.6%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	567	2,094	2,803	2,842	4,083	5,133
%销售收入	3.6%	9.3%	11.7%	10.5%	13.5%	14.2%
财务费用	-226	-246	-280	-291	-287	-313
%销售收入	1.4%	1.1%	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-526	-1,806	-1,233	0	-79	-157
公允价值变动收益	1,632	-879	955	100	100	100
投资收益	18	117	-18	0	0	0
%税前利润	1.2%	-18.5%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,470	-604	2,220	2,774	3,943	4,890
营业利润率	9.2%	n.a	9.3%	10.2%	13.0%	13.5%
营业外收支	-1	-29	-19	0	0	0
税前利润	1,469	-632	2,202	2,774	3,943	4,890
利润率	9.2%	n.a	9.2%	10.2%	13.0%	13.5%
所得税	-61	-113	-311	-388	-552	-685
所得税率	4.1%	n.a	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	1,408	-746	1,891	2,386	3,391	4,206
少数股东损益	3	-66	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,405	-680	1,894	2,386	3,391	4,206
净利率	8.8%	n.a	7.9%	8.8%	11.2%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,408	-746	1,891	2,386	3,391	4,206
少数股东损益	3	-66	-3	0	0	0
非现金支出	808	2,676	2,214	1,118	1,420	1,834
非经营收益	-1,497	957	-655	276	211	123
营运资金变动	-135	-1,355	-563	-391	636	-698
经营活动现金净流	584	1,532	2,886	3,388	5,657	5,464
资本开支	-992	-1,455	-1,464	-1,562	-2,045	-2,895
投资	238	-91	-604	-900	0	0
其他	8	1,374	-1,669	0	0	0
投资活动现金净流	-746	-173	-3,737	-2,462	-2,045	-2,895
股权募资	0	166	76	0	0	0
债权募资	640	-225	2,316	-138	-1,911	-567
其他	-67	-386	-266	-726	-652	-564
筹资活动现金净流	573	-444	2,126	-863	-2,563	-1,132
现金净流量	411	915	1,276	62	1,049	1,437

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,628	2,014	3,468	3,530	4,579	6,016
应收款项	3,480	7,216	7,670	8,768	9,017	10,616
存货	1,200	2,525	3,626	4,089	4,321	5,114
其他流动资产	3,023	636	1,942	2,169	2,276	2,393
流动资产	9,331	12,392	16,706	18,556	20,193	24,138
%总资产	62.8%	56.0%	61.2%	62.5%	62.8%	64.5%
长期投资	200	195	188	188	188	188
固定资产	2,743	6,104	6,627	7,035	7,718	8,914
%总资产	18.5%	27.6%	24.3%	23.7%	24.0%	23.8%
无形资产	2,218	2,664	2,854	2,873	2,874	2,876
非流动资产	5,527	9,731	10,612	11,156	11,960	13,278
%总资产	37.2%	44.0%	38.8%	37.5%	37.2%	35.5%
资产总计	14,858	22,122	27,318	29,711	32,153	37,416
短期借款	2,562	3,867	4,925	3,969	1,958	1,290
应付款项	4,366	6,921	7,603	7,924	8,938	10,579
其他流动负债	225	644	804	879	1,069	1,294
流动负债	7,153	11,431	13,331	12,772	11,964	13,164
长期贷款	490	44	1,161	1,861	1,861	1,861
其他长期负债	557	726	1,165	1,375	1,575	1,775
负债	8,200	12,201	15,658	16,008	15,400	16,800
普通股股东权益	6,537	9,849	11,619	13,663	16,712	20,576
其中：股本	2,354	1,710	1,709	1,709	1,709	1,709
未分配利润	1,433	1,392	3,176	5,220	8,269	12,133
少数股东权益	121	72	41	41	41	41
负债股东权益合计	14,858	22,122	27,318	29,711	32,153	37,416

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.597	-0.100	0.277	0.350	0.497	0.617
每股净资产	2.776	1.443	1.702	2.003	2.450	3.017
每股经营现金净流	0.248	0.225	0.423	0.496	0.829	0.800
每股股利	0.050	0.100	0.000	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	21.49%	-6.90%	16.30%	17.46%	20.29%	20.44%
总资产收益率	9.45%	-3.07%	6.93%	8.03%	10.55%	11.24%
投入资本收益率	5.59%	17.58%	13.29%	12.23%	16.62%	18.07%
增长率						
主营业务收入增长率	32.14%	41.28%	6.29%	13.33%	11.83%	19.44%
EBIT增长率	40.22%	269.65%	33.85%	1.39%	43.67%	25.70%
净利润增长率	500.15%	-148.40%	-378.60%	25.94%	42.14%	24.03%
总资产增长率	16.54%	48.89%	23.49%	8.76%	8.22%	16.37%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.4	75.1	102.6	103.0	95.0	95.0
存货周转天数	35.2	37.9	60.8	70.0	68.0	68.0
应付账款周转天数	67.9	81.6	113.1	105.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	53.2	94.8	96.8	87.6	84.7	82.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.12%	16.21%	13.59%	8.52%	-11.90%	-20.36%
EBIT利息保障倍数	2.5	8.5	10.0	9.8	14.2	16.4
资产负债率	55.19%	55.15%	57.32%	53.88%	47.90%	44.90%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

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

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

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH