

全球领先精密功能件厂商 精益求精布局平台化发展

核心观点:

- **公司是全球精密功能件龙头，成长为消费电子一站式供应商** 领益智造以模切业务起家，专注于精密功能件的生产制造，为全球精密功能件龙头，现已成长为消费电子一站式供应商，实现全产业链上游材料、中游功能和结构件、下游模切及整机组装相协同，应用产品朝5G+AIoT全面发展。
- **5G+AIoT 市场爆发，升级换代催生精密功能及结构件需求** 智能手机多摄、OLED、无线充电等功能升级、高性能运转下要求手机散热方案升级，高性能功能件需求增加。公司为苹果供货份额领先的功能件厂商，在 iPhone 12 开启苹果黄金周期之际，苹果 Air Pods、Apple Watch 等产品出货量将快速增长。公司同时供货于头部安卓厂商，安卓手机出货体量大，公司可持续获得大额订单。5G 去金属化助力复合及注塑结构件业务，新能源汽车普及带动汽车马达结构件需求。
- **切入苹果无线充电发射端，充电器业务大有可为** 公司于 2019 年收购赛尔康，加速整合后已于 2020 年 8 月实现扭亏。赛尔康为全球领先的充电器制造商，受益于快充及无线充电渗透率提升，公司充电器业务将大有可为。公司未来有望切入苹果无线充电发射端，公司无线充电业务具有较大增长空间。
- **材料业务具有成长确定性，5G 产品可成业绩新增长点** 公司 2020 年开始为苹果的无线充电模组供应原材料并实现量产，该项目可使公司软磁业务持续获益至少两年。新能源汽车对永磁铁氧体需求增加，公司已切入汽车领域，硬磁业务具有较大发展潜力。公司切入 5G 基站核心器件环形器与隔离器领域，基站建设高峰期到来，公司 5G 产品可成新的业务增长点。
- **投资建议** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 22.93 亿元、31.67 亿元、40.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.33 元、0.45 元、0.58 元，对应 2021 年 22.62 倍 PE。公司将显著受益于消费电子产品更新换代、需求增长，业务整合实现产业链协同效应，当前估值显著低于可比公司，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示** 公司精密功能产品销量不及预期，公司拓展客户效果不及预期，公司整合效果不及预期，中美贸易战加剧，公司技术突破不及预期等。

主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,915.82	27,352.27	34,221.08	41,589.11
收入增长率%	6.29%	14.37%	25.11%	21.53%
归母净利润(百万元)	1,894.18	2,292.76	3,166.87	4,074.53
EPS(元)	0.27	0.33	0.45	0.58
PE	37.82	31.24	22.62	17.58
ROE	16.30%	18.05%	21.93%	23.85%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

领益智造 (002600.SZ)

推荐 (首次评级)

合理估值区间

分析师

傅楚雄

☎: 010-80927623

✉: fuchuxiong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515010001

王恺

☎: 010-80927688

✉: wangkai_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520120001

特此鸣谢: 张斯莹

实习生 谭羽若

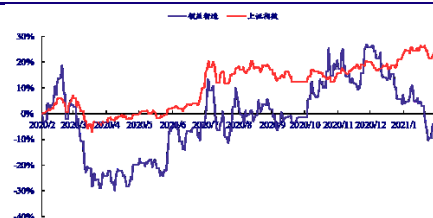
市场数据

2021.02.04

A 股收盘价(元)	10.17
A 股一年内最高价(元)	14.88
A 股一年内最低价(元)	7.69
上证指数	3501.86
市盈率 TTM	57.9235
总股本(百万股)	704369.88
实际流通 A 股(百万股)	221468.05
流通 A 股市值(亿元)	225.23

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相对沪深 300 表现图 (截至 2021.02.04)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

《汽车缺芯引发关注，苹果产业链基本面依然向好》 2021-01-31

《苹果强周期延续，重申看好产业链投资机会》 2020-11-30



投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

消费电子功能持续升级推动高精密、高性能功能及结构件应用，公司顺利拓展安卓头部客户及新能源汽车相关客户。5G 智能手机各类功能升级带动单机功能及结构件价值量提升；公司供货于苹果受益于生产技术稳定领先份额提升；公司头部安卓客户拓展顺利，安卓客户先进功能及结构件标准及需求升级，行业集中度提高，公司供货于安卓厂商份额增加；可穿戴设备快速发展，公司已为核心客户可穿戴设备产品供货，未来增长强劲；公司切入苹果无线充电发射端，在充电器业务及材料业务上因此获益；新能源普及率提升，对马达结构件及硬磁需求增加；5G 产品成为公司新的增长点。

我们预计 2020-2022 年 iPhone 出货量有望实现 2.0 亿、2.3 亿、2.5 亿部，并预计 2020-2022 年公司产品单机价值量分别为 15 美金、17 美金、19 美金。我们预计 2020-2022 年 AirPods 出货量分别为 9300 万副、1.25 亿副、1.60 亿副，并预计 2020-2022 年公司产品单机价值量分别为 9 美金、10 美金、11 美金。我们预计 2020-2022 年 iPad 出货量分别为 5000、5600、5850 万台，并预计 2020-2022 年公司产品单机价值量分别为 11 美金、12 美金、13 美金。2020-2022 年 Apple watch 出货量分别为 4100 万台、5400 万台、6500 万台，并预计公司产品单机价值量逐年提升 10% 左右。2020-2022 年 2020-2022 年公司结构件量分别为 1.9 亿件、2.3 亿件、2.7 亿件，ASP 分别为 16 元、15 元、14 元。我们预计 2020-2022 年公司精密及结构件有望实现 28.54%、29.83%、22.54% 增长，对应营收规模分别为 217.64 亿元、282.57 亿元、346.26 亿元，毛利率水平分别为 27.20%、28.00%、28.70%。

公司顺利切入苹果无线充电发射端，公司快充及无线充电产品下游需求增加，公司能够顺利供货于新能源汽车硬磁产品。我们预计 2020-2022 年公司充电器业务有望实现 100.00%、50.00%、20.00% 增长，2022 年收入规模达到 56.05 亿元，毛利率水平分别为 4%、6%、8%。我们预计 2020-2022 年公司材料业务获得稳定增长，营业收入分别为 9.0 亿元、9.5 亿元、10.0 亿元，毛利率水平分别为 8.0%、9.5%、10.0%

公司供货于 5G 基站核心器件，5G 产品成为公司新的业务增长点。公司切入 5G 环形器、隔离器等基站核心器件领域，目前 5G 基站建设正处于建设高峰期，5G 产品有望成为公司新的业务增长点。我们预计 2020-2022 年公司 5G 产品业务营收将快速增长，营收分别达到 0.29 亿元、0.43 亿元、0.58 亿元，毛利率水平分别为 8%、9%、10%。

我们与市场不同的观点:

市场当前仍对苹果未来的手机出货量增长存疑。我们认为苹果支持 5G 的系列手机将迎来 3 年左右销售高峰，苹果的手机出货量值得看高一线。苹果手机未来 3 年将重回较快增长，并可能是苹果产品中存在较大预期差的细分领域。我们测算公司来自于苹果手机的收入约 25% 左右，业绩具有较大的弹性。

估值与投资建议:

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 22.93 亿元、31.67 亿元、40.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.33 元、0.45 元、0.58 元，对应 2021 年 22.62 倍 PE。公司将显著受益于消费电子产品更新换代、需求增长，业务整合实现产业链协同效应，当前估值显著低于可比公司，首次给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

iPhone 销量超预期、高性能功能及结构件应用、AirPods 和 Apple Watch 出货量快速增长、公司成为苹果无线充电发射端供货商、新能源汽车对结构件及硬磁需求增加。

主要风险因素:

公司精密功能产品销量不及预期和公司拓展下游客户不及预期的风险。

目 录

一、公司三段式突破成长为消费电子一站式服务供应商	4
(一) 初创发展期: 以模切起家, 飞速发展 of 功能件龙头供应商	4
(二) 重组上市期: 借资本市场东风实现跨越式发展	5
(三) 新起点期: 产业链协同效应初显, 业绩迎来向上拐点	7
二、5G 终端对高性能器件需求升级, 公司产品 ASP 提升	10
(一) 功能件行业技术壁垒高, 客户导向型呈现行业整合趋势	10
(二) 精密功能件需求增加, 公司产品单机价值量将进一步提升	11
(三) IoT 及平板电脑升级换代, 公司有望尽享行业发展红利	14
(四) 受益于 5G 普及, 汽车马达打开结构件增长新空间	16
(五) 公司功能件客户稳定, 精益管理助力毛利率持续增长	18
三、充电器、材料业务将充分受益于新客户、新产品	19
(一) 快充和无线充为发展新方向, 公司将切入新客户、新产品	19
(二) 硬磁业务受益于新能源汽车发展, 软磁业务已实现供货	22
(三) 5G 基站建设迎来高峰期, 基站核心器件为业绩新增长点	24
四、资产结构改善, 自动化投入增强公司盈利能力	25
(一) 公司经营性现金净流量情况良好	25
(二) 资产总额不断增加, 资产负债率呈下降趋势	26
(三) 公司费用率有所提升, 研发投入大幅上涨	26
(四) 自动化投入增强盈利能力, 公司 ROE 水平较高	27
五、投资建议和公司估值	28
六、风险提示	31
七、公司财务预测表	31

一、公司三段式突破成长为消费电子一站式服务供应商

(一) 初创发展期：以模切起家，飞速发展为功能件龙头供应商

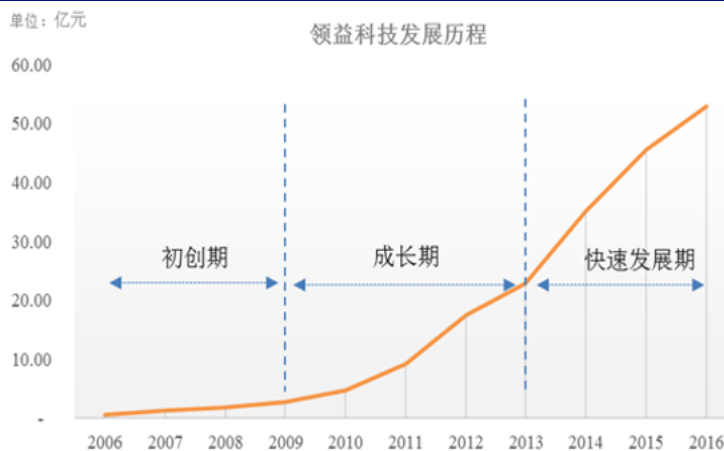
2006-2008 年为初创期。领胜电子科技（深圳）有限公司和深圳市领略数控设备有限公司分别设立于 2006、2008 年，为领益科技体系内成立最早的公司，主要从事模切业务。此阶段领益科技体系公司主要客户为诺基亚、耐普罗、比亚迪及富士康集团，TLG（BVI）为其海外贸易平台。在此阶段公司的营业收入规模较小但持续增长，积累了模切业务相关的技术研发、客户资源和核心团队，并于 2008 年进入苹果供应链，为后续发展奠定了基础。

2009-2013 年为成长期。公司在该阶段仍主要从事模切业务，并主要服务于诺基亚、苹果及其整机组装厂商，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，产品种类和销售收入不断增加。在模切业务不断增长的同时，公司着手布局冲压、CNC、紧固件和组装业务，并伴有相关业务核心人员加入，为领益科技后续业务的快速发展和财务规范性奠定了基础。

2014-2017 年为快速发展期。公司在此期间持续进驻各大产品线，客户范围不断拓展，2014-2016 年打入 VIVO、OPPO、华为供应链，成为排名靠前的供应商。为扩大产能和就近服务客户，公司新设立了东莞领益、成都领益等子公司，收入规模和盈利能力不断增强，在 2016 年底达到 100 亿销售额。

2015-2017 年系列重组筹备上市。为消除同业竞争、实现整体上市，领益科技 2015-2017 年进行了一系列重组。2015 年，领益科技收购曾芳勤投资从事 CNC 业务的公司东莞领益、东台领益；2016 年，领益科技收购曾芳勤投资从事相关业务的公司苏州领胜科技、东台富焱鑫和深圳领胜；2017 年，领益科技收购 TLG（BVI）、LY（BVI）。在此阶段，公司还向第三方收购了东莞中焱、东台富焱鑫、香港东隆等，获得了生产经营所需土地、厂房和设备，为后续发展奠定了基础。通过同一控制下的企业重组，彻底消除了同业竞争并基本解决了关联交易。

图 1. 领益科技体系公司发展历程



资料来源：《江粉磁材:发行股份购买资产暨关联交易报告书》，中国银河证券研究院

表 1. 初创发展期公司扩展业务并拓展客户

发展阶段	年份	业务	主要客户	主要变动
初创期	2006	模切	诺基亚; 耐普罗、比亚迪、富士康集团	设立深圳领胜、TLG(BVI); 曾芳勤、周剑、谭军加入
	2007	模切	诺基亚; 耐普罗、比亚迪、富士康集团	惠玲加入
	2008	模切	诺基亚、苹果; 耐普罗、比亚迪、富士康集团、伯恩集团	设立深圳领略
成长期	2009	模切	诺基亚、苹果; 富士康集团、广达集团、比亚迪、耐普罗	-
	2010	模切	诺基亚、苹果; 富士康集团、广达集团、比亚迪、贝尔罗斯、日腾	-
	2011	模切	诺基亚、苹果; 富士康集团、广达集团、瑞声科技、比亚迪、贝尔罗斯	设立成都领胜; 李学华加入
	2012	模切	苹果; 富士康集团、昌硕、瑞声科技、广达集团、米亚、比亚迪、贝尔罗斯	设立领益科技、苏州领裕、廊坊领胜、LY(BVI); 林久生、李晓青加入
	2013	模切、冲压、CNC、紧固件、组装	苹果; 富士康集团、昌硕、瑞声科技、蓝思科技、伯恩集团、绿点科技、卡士莫、比亚迪、贝尔罗斯、光宝	设立东莞盛翔、东台领胜城; 蒋萍琴加入
	2014	模切、冲压、CNC、紧固件、组装	苹果、VIVO; 富士康集团、苏州领胜、和硕集团、广达集团、伯恩集团、卡士莫、绿点科技、可成集团、金龙机电	设立东莞领益、成都领益、东台领益; 吴刚加入
快速发展期	2015	模切、冲压、CNC、紧固件、组装	苹果、OPPO、VIVO; 富士康集团、和硕集团、蓝思科技、广达集团、伯恩集团、吉宝、卡士莫、绿点科技、可成集团、金龙机电	设立郑州领胜、苏州领胜科技、香港领胜城、LY(HK)、TLG(USA); 收购东莞中焱; 刘胤琦加入
	2016	模切、冲压、CNC、紧固件、组装	苹果、华为、OPPO、VIVO; 富士康集团、和硕集团、伯恩集团、瑞声科技、蓝思科技、卡士莫、绿点科技、可成集团、金龙机电	设立东莞领杰; 收购东台富焱鑫
	2017	模切、冲压、CNC、紧固件、组装	苹果、华为、OPPO、VIVO; 富士康集团、和硕集团、瑞声科技、蓝思科技、伯恩集团、卡士莫、绿点科技、可成集团、金龙机电	设立郑州领业; 收购东莞鑫焱、三达精密、香港东隆、东莞领汇

资料来源:《江粉磁材:发行股份购买资产暨关联交易报告书》,中国银河证券研究院

(二) 重组上市期: 借资本市场东风实现跨越式发展

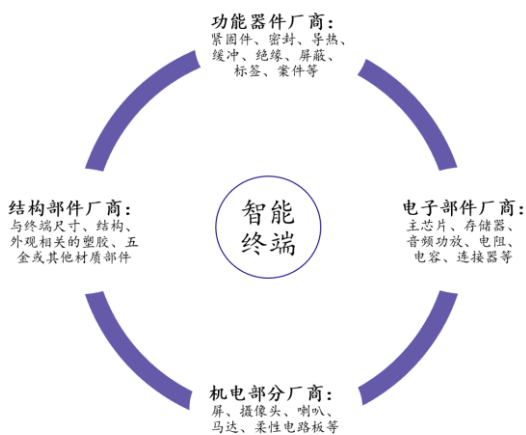
江粉磁材重组进入消费电子产业链。江粉磁材前身为成立于1975年的江门市粉末冶金厂有限公司,2008年整体变更设立为广东江粉磁材股份有限公司,主营业务为磁性材料的生产与销售,于2011年在深交所上市。公司于2015年收购帝晶光电,后者主要产品为液晶显示模组和触摸屏,于2016年收购东方亮彩,后者主要产品为精密结构件,二者下游应用领域均为智能手机等消费电子产品,拓展了江粉磁材在消费电子零部件产业链的业务布局,经过两次重组后公司业务主要包括磁性材料、平板显示器件、精密结构件和贸易及物流服务四大板块。

领益科技与江粉磁材下游市场和生产技术协同,反向收购上市。领益科技、帝晶光电、东方亮彩的产品都主要应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑等消费电子产品,并各自在产品领域形成了独特的竞争优势和稳定的客户群,但客户群重合度低,江粉磁材主要客户为华为、OPPO、小米等国内中高端品牌客户,以及天珑、龙旗等智能手机方案公司,领益科技主要客户为苹果等全球知名品牌厂商,以及富士康、和硕、广达、蓝思科技、伯恩光学等大型EMS厂商和零部件制造商,互补性强,除客户群共享外,公司还可为客户提供打包采购服务,

成为客户的一体化、一站式供应商。

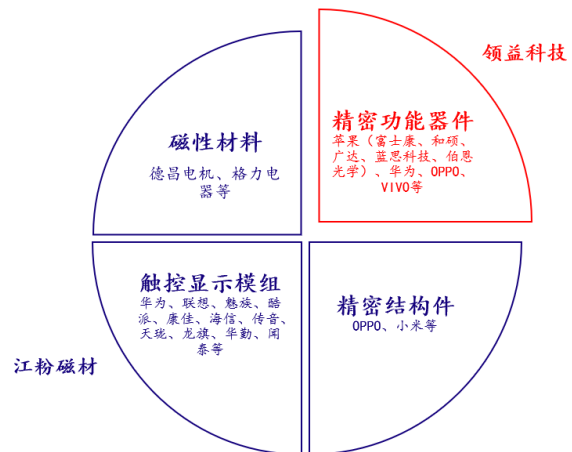
公司下游消费电子品牌客户持续进行技术创新,重组后公司能够更好的适应消费电子新技术需求及零部件模组化趋势,如江粉磁材磁性材料与领益科技模切技术的协同,可为客户提供无线充电模组,通过领益科技 CNC 技术与东方亮彩注塑技术的协同,可为客户提供实现防水功能的 CNC 产品,通过领益科技模切、CNC、冲压技术与帝晶光电全贴合技术的协同,可为客户提供 OLED 全贴合模组,整体提高公司盈利能力和在消费电子产品零部件产业链的位置。

图 2. 消费电子零部件产业链



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 3. 领益科技与江粉磁材下游市场协同互补



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

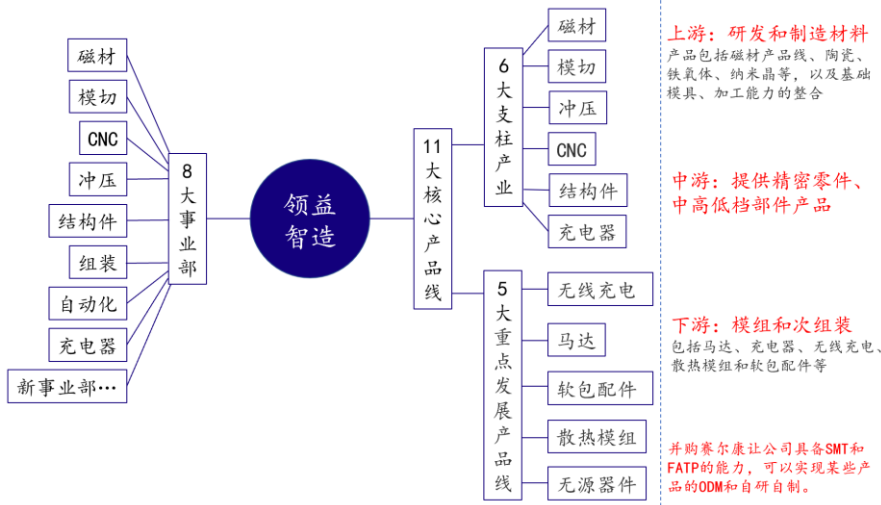
领益科技 2018 年通过反向收购江粉磁材，借壳上市，上市公司名称由“广东江粉磁材股份有限公司”变更为“广东领益智造股份有限公司”，法人由“汪南东”变为“曾芳勤”。

收购整合实现产业链协同发展。领益智造于 2019 年 8 月收购绵阳维奇、绵阳伟联布局 5G 环形器、隔离器和变压器等业务，于 2019 年 8 月并购全球最大的充电器制造厂商赛尔康，公司全面具备了 SMT（Surface Mounted Technology，表面组装技术）和 FATP（final assembly test and pack，最后装配测试与包装）的能力，实现了从材料到精密零组件到模组再到系统组装的全产业链的垂直整合。

公司至此已形成 11 大核心产品线，产品涉及产业链上中下游。公司设有磁材、模切、CNC、冲压、结构件、组装、自动化、充电器 8 大事业部有效管理公司 11 大核心产品线，包括公司现有 6 大支柱产品线：磁材、模切、冲压、CNC、结构件、充电器产品线以及 5 大重点发展产品线：无线充电、马达、软包配件、散热模组、无源器件产品线。公司在上游部分以材料的研发和制造为方向，产品包括磁材产品线、陶瓷、铁氧体、纳米晶等，以及基础模具、加工能力的整合，中游部分提供精密零件，中高低档部件产品，以满足客户各种需求，下游部分以模组和次组装为方向，包括马达、充电器、无线充电、散热模组和软包配件等。公司广泛的产品布局实现上下游整合可为客户提供一站式解决方案，帮助客户简化供应链、减低成本，获得更大的竞争优势。

图 4. 公司设有 8 大事业部及 11 大核心产品线

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

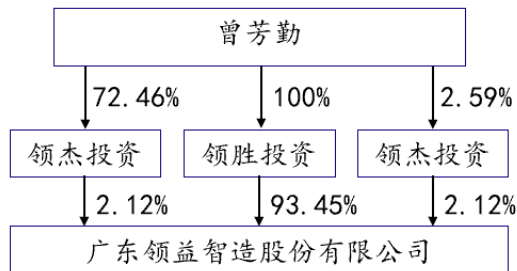


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）新起点期：产业链协同效应初显，业绩迎来向上拐点

公司目前股权结构集中，有利于公司稳定发展。公司实际控制人为领胜电子、领益科技创始人曾芳勤女士，其通过领杰投资、领胜投资和领尚投资间接持有领益智造合计 62.75% 的股份。

图 5. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

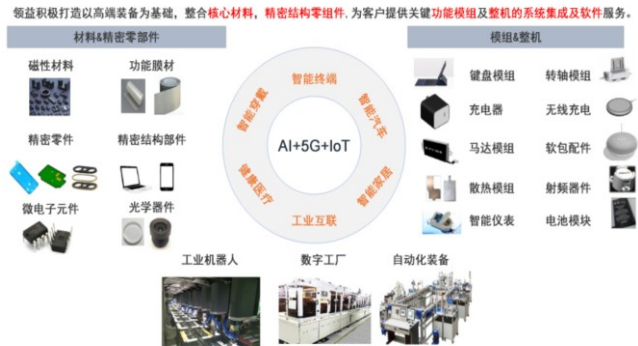
公司展开全球布局，产品 AI+5G+IoT 全面发展。公司在海外有 5 大生产基地及 9 个海外服务中心，公司为拓展海外市场，于 2019 年 11 月收购了光宝印度子公司所有厂房及 Nokia India 部分厂房、设备及土地使用权，进一步展开海外布局。公司产品广泛应用于消费电子、车载工控、智能安防等领域，公司公告表示未来 1-3 年将重点开拓非手机领域的合作，如平板、电脑、手表、耳机、AR/VR、智能家居等产品线，并重点发展模组生产项目，基于原有客户生产经验的积累，公司未来将更快、更多地进入到新能源汽车、医疗、航空航天等领域，打造 AI+5G+IoT 广泛布局。

图 6. 公司展开全球布局



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 7. 产品 AI+5G+IoT 全面发展



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

“智造”保障公司长远发展。公司拥有强大的研发能力，截至2019年末，公司拥有专利1166项，研发人员数量近5000人，在研发资质上和国家、地方建立了不同等级的联合实验室，在全球实现配套研发布局。公司工研院负责研发工作，与各个事业部共同研发，有效规划、分配、利用、管理研发资源，配合市场销售需求协同开发新市场新工艺。公司的“智造”管理系统，通过客户管理系统、供应链系统、数字化工厂三大系统协同作战，为客户攻克难题的同时实现降本增效。公司凭借对自动化和精益生产的深度运用建筑了强有力的技术壁垒，在此基础上未来将部分元器件进行整合做模组，可形成新的竞争实力。

图 8. 公司打造智造系统



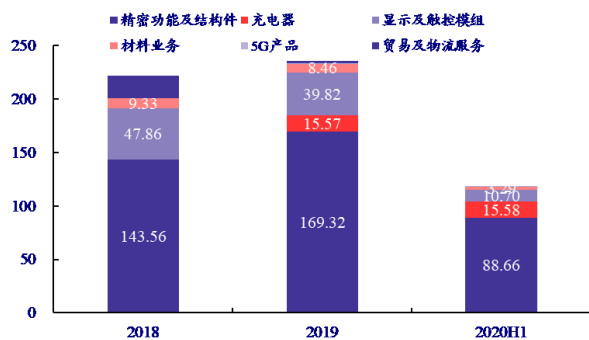
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司聚焦精密功能及结构件，2020 业务重组初见成效，业绩迎来向上拐点。2014-2017 年江粉磁材在持续收购与新设下获得业务收入快速增长，由 2014 年的 20.60 亿元上升至 2017 年 159.25 亿元，归母净利润由 2014 年的 0.04 亿元上升至 2017 年 14.05 亿元。2018 年领益科技将江粉磁材反向收购后，领益科技精密件业务并入上市公司，拉动公司营收大幅增长至 225.00 亿元。2019 年公司新增充电器业务、剥离贸易与物流业务，精密功能及结构件营收实现进一步增长，全年营收达 239.16 亿元。2018 年江粉磁材存在大宗商品贸易业务预付款无法全部收回、东方亮彩受金立集团影响计提相关坏账准备未完成承诺业绩、反向购买原上市公司商誉减

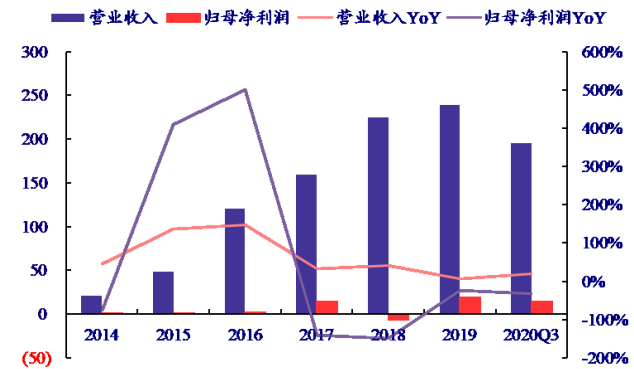
值共计造成公司资产减值损失 18.1 亿元，由于东方亮彩部分原股东应补偿公司的股份尚处于质押状态未能进行回购注销，2018 年、2019 年该项交易性金融资产受股价波动影响对应的公允价值变动为-8.79 亿元、9.55 亿元，公司 2018 年、2019 年归母净利润分别为-6.80 亿元、18.94 亿元。

公司于 2021 年 1 月 29 日发布 2020 年度业绩预告，2020 年公司实现归母净利润为 22.5 亿元-23 亿元，较上年同期增长 18.78%-21.42%。2020 年，虽面临疫情带来的市场挑战及防疫费用增长，公司仍取得良好经营业绩，毛利率及净利率与上年同期相比均有所上升。2020 年公司核心板块领益科技业务稳步增长，实现营业收入 190 亿元-200 亿元，较上年同期增长 29.57%-36.39%。结构件板块整合效果明显并实现大幅扭亏，精益管理持续见效，营业收入同比增长 18%-22%。充电器板块经营逐步向好，大客户项目 2020 年下半年逐步进入量产期，已在第四季度实现盈利，国内客户第四季度量产氮化镓充电器，并成功导入 TV 适配器等项目。软磁业务本年度新增的北美大客户项目在上半年研发打样投入在第三季度已有量产项目，通过自动化实现一线流布局，第四季度产量同比第三季度大幅提升。公司主要业务均呈向好态势，未来营收增长可期。

公司子公司帝晶光电及江粉高科经营的液晶显示模组业务与公司精密功能及结构件业务的关联度及协同度较弱，公司在 2020 年上半年，已完成对外转让帝晶光电及江粉高科股权。此外，公司于 2020 年 8 月，完成了东方亮彩因未完成业绩承诺应补偿给上市公司的全部股份回购注销手续，未来可轻装上阵。另外，公司第三季度公告称目前工厂满负荷运转，第四季度业务将持续向好，公司业绩将迎来向上拐点。

图 9. 公司剥离整合业务，未来聚焦功能件(单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

图 10. 公司收入及净利润(单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

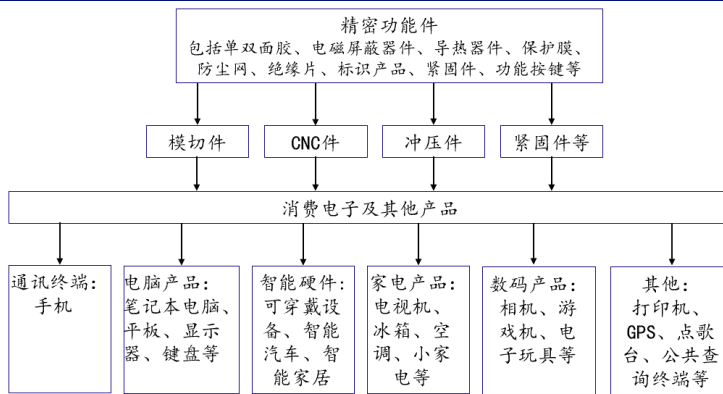
二、5G 终端对高性能器件需求升级，公司产品 ASP 提升

（一）功能件行业技术壁垒高，客户导向型呈现行业整合趋势

领益科技自设立以来，专注于消费电子产品精密功能器件产品的设计、研发、生产与销售，主要产品为模切产品、冲压产品、CNC 产品、紧固件产品和组装产品等应用于智能手机、平板电脑、智能可穿戴设备等消费电子产品的精密功能器件。具体而言，精密功能器件包含单双面胶、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，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。

功能器件制造厂商技术要求高，客户导向型呈现行业整合趋势。功能器件在智能终端产业链条中位于上游，大多数精密功能器件的生产方案都需要与下游整机厂商共同开发、设计、定制产品技术参数，属于紧密型生产合作的产业，且其制造工艺繁复，需要应用高速加工和超精加工技术、快速成型技术、自动化控制技术等。随着产品生命周期的缩短，客户对精密功能器件的要求呈现多样和多变化，下游终端厂商往往需要针对新机型开发新的功能器件产品。由于精密功能器件行业属于客户导向型行业，精密功能器件厂商对行业内的优质资源不断整合，走内生与外延相结合的发展道路，稳健扩充产能，提高产能利用效率和产品良率，满足客户要求。

图 11. 精密功能器件产业链



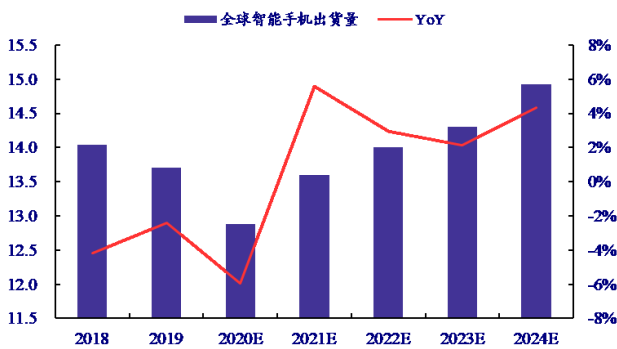
资料来源：《江粉磁材:发行股份购买资产暨关联交易报告书》，中国银河证券研究院

未来朝高精密、高性能方向发展。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。轻薄化和便携化的设计需要内部组件高度集成，在节约空间的基础上实现同样或更高性能。高性能要求单一产品实现功能更多、运算速度更快，也会形成更高的功耗，因此要求内部组件散热性、可靠性和耐疲劳性更好。未来，随着新技术、新材料、新工艺的出现，功能器件产品的种类和型号将日益丰富。高性能、高精密度的产品需求将对行业企业的加工技术、加工精度和组装能力提出更高要求，这将有助于设备精良、资金和技术实力强的企业获得更多市场份额，竞争优势日益凸显。

(二) 精密功能件需求增加，公司产品单机价值量将进一步提升

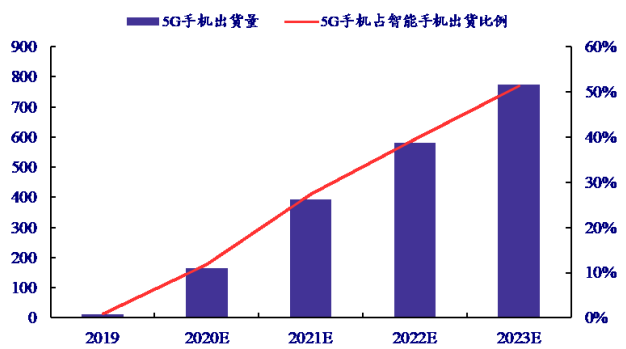
5G 发展迅猛的势头将推动智能手机市场快速复苏。据 IDC 预测，2020 年全球智能手机出货量将同比下滑 6.0%，达 12.9 亿部。5G 发展迅猛的势头将推动智能手机市场快速复苏，未来 3 年出货量将维持正增长，IDC 预计在 2021 年全球手机出货量同比将增长 5.6%，达 13.6 亿部。自 2019 年 5G 正式商用以来，全球 5G 手机出货量快速提升，有望在 2025 年成为主流。据 Canalsy 统计，2019 年全球 5G 手机出货量约为 0.13 亿部，渗透率约为 0.9%，预测到 2023 年将达 7.74 亿部，CAGR 为 179.9%，渗透率提升至 51.4%。

图 12. 全球智能手机出货量 (单位: 亿台)



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

图 13. 全球 5G 手机出货量快速增长 (单位: 百万台)



资料来源: Canalsy, 中国银河证券研究院

手机功能创新下各类精密功能件需求提升。智能手机进入存量竞争时代，技术竞赛较为激烈，各大手机品牌竞相推出多摄、无线充电、屏幕方案升级、生物监测等功能，激发更多精密功能件需求：（1）多摄需求下，固定支撑功能件对摄像头的连接、紧固起了关键作用，摄像头之间磁干扰需金属导磁材料包裹于马达外围，此外光学防抖功能使得手机心田固定板和弹片需求。（2）OLED 屏幕使得手机内部背光模组取消，内部偏光片、封装玻璃等被偏光膜、保护膜等柔性膜材取代，且全面屏机型中 3D touch 部分需添加铝箔以抗电磁干扰、散热及支撑。（3）无线充电模组从组成上看由芯片、线圈、磁性材料等功能键组成，除此外对终端的屏蔽件和散热件也有更多需求。（4）大量小件对防水防尘起关键作用，如防尘网、过滤网、防护膜、防水橡胶垫等，同时密封泡棉也可使手机实现更高的防水和密封性。

图 14. iPhone 6S 拆机图



资料来源: ifixit, 中国银河证券研究院

图 15. iPhone X 拆机图



资料来源: ifixit, 中国银河证券研究院

手机功能件单机价值量增加，iPhone 中领益科技产品单机价值将继续提升。根据公司公

告，领益科技为苹果手机每代新机型供应的零部件数量和新料件的价格不断增加，每部苹果手机应用的领益科技产品的总金额随着机型的更新换代不断增加。iPhone 6S 中单机领益科技产品价值仅为 3.11 美元，iPhone 7 中新增立体声和防水等功能，使得单机领益科技产品价值上升至 6.59 美元，超过 iPhone 6S 两倍，而采用全面屏的 iPhone X 又新增了新型粘合材料、铝箔、偏光膜等精密功能件需求，单机领益科技产品价值增加至 16.94 美元。我们预计未来随着智能手机功能持续创新，手机功能件单机价值量将提升。领益科技作为消费电子功能件的绝对龙头，自 2008 年起进入苹果功能件供应链中，苹果手机创新发展的同时，对功能件标准也同步提高，公司具备技术优势与生产经验，未来有望进一步提升供货份额，iPhone 中领益科技产品单机价值将继续提升。考虑苹果手机各型号出货量，我们估算 2018 年、2019 年苹果手机平均单机领益科技功能件产品价值量分别为 11 美元、13 美元，预计 2022 年将达到 19 美元左右。

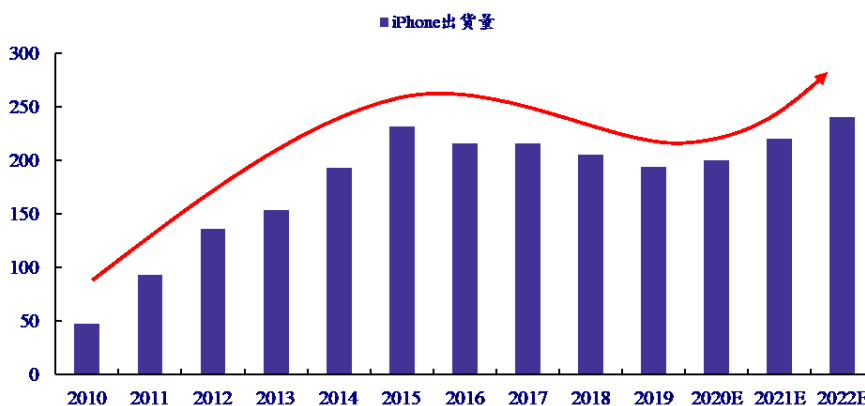
表 2. iPhone 应用的领益科技各产品单价迭代提升

机型	功能	精密功能件需求	单机领益科技产品价值 (美元)
iPhone 6S	双摄、NFC	热熔胶、镜头支撑件	3.11
iPhone 7	立体声、防水	金属喇叭丝网、防水振膜	6.59
iPhone 8	无线充电、3D 摄像头	电磁屏蔽贴纸、不锈钢摄像头支架	8.35
iPhone X	OLED 屏幕、全面屏	新型粘合材料、铝箔、偏光膜、保护膜	16.94

资料来源：《江粉磁材:发行股份购买资产暨关联交易报告书》，中国银河证券研究院

苹果强周期启动，看好新一代 iPhone 未来 3 年销量。2020 年 10 月，苹果发布首款 5G 手机 iPhone12 系列，新机较上一代创新幅度较大。据 Gartner 统计，自 2014 年苹果公司发布史上最高销量 iPhone 即 iPhone 6 以来，过去五年 iPhone 的销量较为疲软，2019 年 iPhone 出货量较 2015 年下降 16.5%，主要受价格及技术创新瓶颈的影响，这些问题在 iPhone 12 的产品定价和性能创新上都得到了不同程度的解决。据苹果公司统计，iPhone 活跃用户已超 10 亿，并且上次销售高峰至今已 4-5 年，潜在换机客户规模庞大。预计在 iPhone 12 及后续机型的带动下，2020-2022 年 iPhone 出货量 CAGR 将维持在 12% 左右：2020 年 iPhone 出货将达到 2.0 亿部，2021、2022 年有望分别实现 2.3、2.5 亿部，再达销量高峰。

图 16. iPhone 12 拉动 iPhone 再达销量高峰 (单位: 百万部)

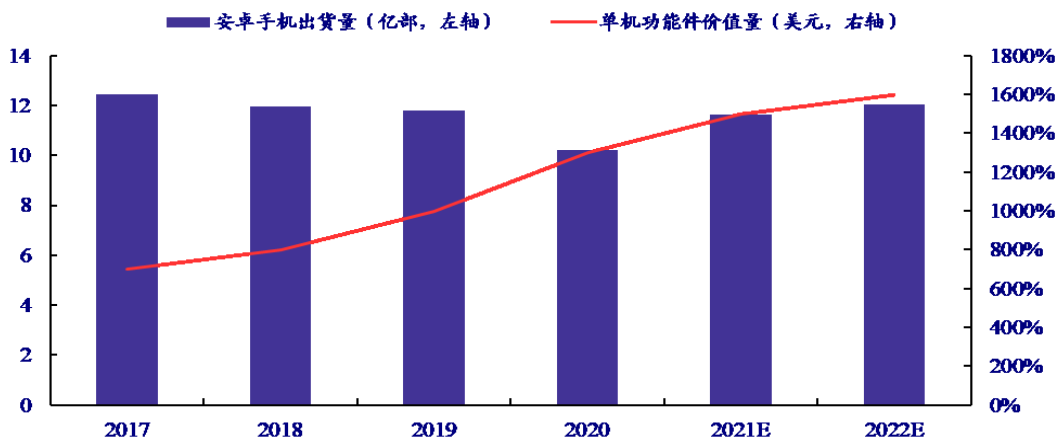


资料来源：Gartner，中国银河证券研究院

安卓机出货量量大，领益科技有望获得大额功能件订单。与在新功能、新技术应用等方

面具有引领作用的苹果手机相比，安卓品牌在配置方面参差不齐，整体而言柔性 OLED、无线充电等新功能应用率较低，此外部分安卓机因产品侧重不同，对缓冲、防水、防尘件使用较少，单机功能件价值量相对较低。另一方面，据 IDC 数据，安卓手机出货体量较大，2020 年约 10.86 亿部，超苹果手机出货量 5 倍，预计 2022 年全球安卓手机出货量 11.7 亿部，亦为公司带来巨大下游市场。领益科技于 2014 年起进入头部安卓厂商 vivo、OPPO、华为、小米以及三星、LG 等品牌的供应链，由于安卓功能件市场较为分散，如飞荣达、智动力等均为安卓品牌功能件供应商，头部厂商领益科技生产规模较大、技术较为完备，具备提供新兴技术所需精密功能件的技术与生产优势，公司可受益于安卓手机出货体量大且技术更新不断获得大额功能件订单。

图 17. 安卓手机出货体量大，单机功能件价值量提升



资料来源：IDC，中国银河证券研究院

智能手机散热方案不断升级，公司募资投向散热模组增加业绩收入。随着多功能应用带来的整体功耗增加，智能手机散热方案不断升级，原智能手机散热方案以导热材料石墨片、散热胶等为主，5G 时代到来后包括散热管、均热板（Vapor Chamber, VC）在内的液冷散热成为 5G 手机的首选散热方案，散热管、均热板通过内部真空腔体内的冷却液将热量扩散至远端或整个平面，达到散热效果。公司于 2019 年 11 月非公开发行股票项目中募集资金拟投向之一即为散热模组业务，建成后将实现年产 5800 万套电脑及手机散热管，公司拥有包括散热片、散热胶、散热膏、石墨片等在内的全套散热方案，可提供一体化散热模组，当前公司均热板散热模组已实现批量出货，未来可继续导入公司大客户，增加单机领益科技产品价值量，实现业绩增长。

表 3. 安卓机散热方案不断升级

发布时间	手机型号	散热方案
2019 年 7 月	华为 Mate 20 X	石墨烯薄膜+VC
2020 年 3 月	华为 P40 Pro	3D 石墨烯膜+VC
2019 年 2 月	三星 Galaxy S10	散热石墨垫+散热铜管
2019 年 8 月	三星 Note 10	碳纤维液冷系统（VC）
2020 年 2 月	三星 Galaxy S20	石墨+热管
2019 年 2 月	小米 Mi 9	全 CNC 铝材的中框+石墨片
2020 年 2 月	小米 Mi 10	超大面积 VC 均热板+6 层石墨片+铜箔+VC

资料来源：各品牌网站，中国银河证券研究院

（三）IoT 及平板电脑升级换代，公司有望尽享行业发展红利

除手机外，其他电子产品亦为公司带来快速增长的下游需求。TWS 耳机与智能手表功能日趋完善，出货量将持续高速增长，疫情长期化以及用户办公方式的转变带动了在线办公及云计算的发展，给 PC、笔电及平板等带来新的活力。在全球消费电子制造向大陆转移的背景下，领益智造作为行业龙头有望充分享受行业发展红利。

AirPods 出货量增长迅速，AirPods Pro 高性能推动公司单机价值量增加。根据 Counterpoint 统计，2017-2019 年 AirPods 出货量分别为 1,400/3,500/6,000 万副，CAGR 高达 107.02%。iPhone 12 起苹果取消随机附赠的有线耳机（EarPods）、购买 Mac 或 iPad 将赠送 AirPods，双重措施进一步打开 AirPods 的增长空间。根据 IDC 数据 2019 年 AirPods 出货量约 6,000 万，我们预计 2020 年 AirPods 出货量将超 9,000 万副，2021 年约为 1.2 亿副。

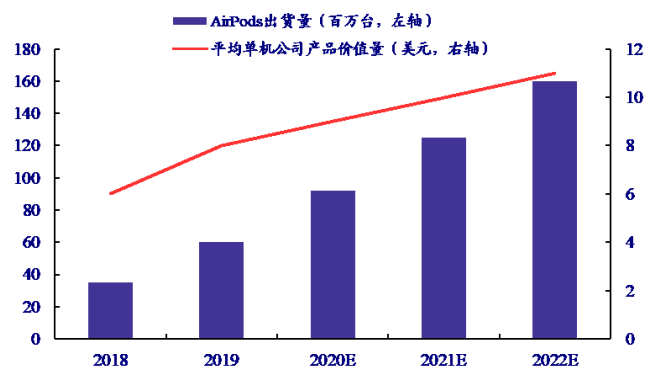
苹果 2019 年 10 月推出的 AirPods Pro 主要创新点在于利用外向式麦克风和内向式麦克风实现主动降噪功能，官方售价为 249 美元，较往代 AirPods 1 和 AirPods 2 售价 159 美元涨幅较大。领益智造在 AirPods 中提供的产品包括外壳注塑件、金属铰链、耳机壳转轴、耳机金属环、声学丝网等，AirPods Pro 功能件除部分小件升级外还包括随机附赠的三幅自带防尘网硅胶耳塞及用于配重的异性磁铁，我们认为未来随着消费者对高性能的加强，AirPods Pro 占苹果 TWS 耳机出货量占比将会提升，AirPods 平均单机公司产品价值量将会提升。

图 18. AirPods Pro 拆机



资料来源: ifixit, 中国银河证券研究院

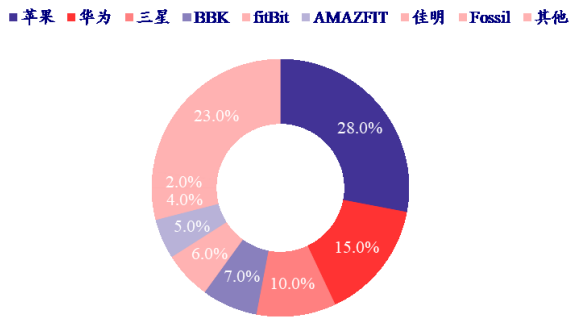
图 19. AirPods 出货量迅速增长（单位：百万副）



资料来源: Counterpoint, 中国银河证券研究院

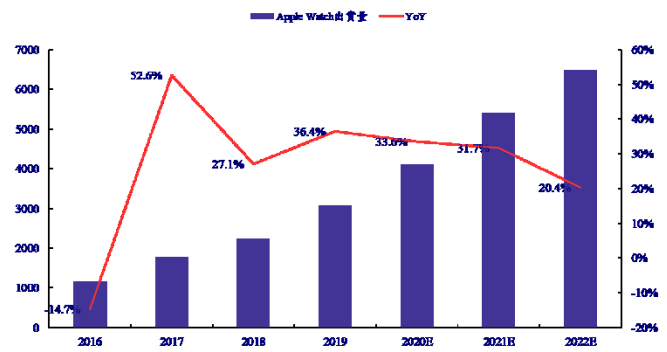
预计未来三年 Apple Watch 出货量年复合增速超 30%。根据 Counterpoint 数据，苹果公司智能手表 2019Q3 在全球占有率为 26%，2020Q3 苹果份额比上一年增加了 2%，为 28%。根据 Strategy Analytics 数据，2015 年 Apple Watch 出货量约 1360 万部，2019 年出货量为 3070 万部，CAGR 达 22.57%。在 Apple Watch SE 和 Apple Watch 6 的带动下，我们预计 2019 至 2022 年 CAGR 将接近 30%，2020-2022 年 Apple Watch 出货量约为 4100 万部、5400 万部、6500 万部。

图 20. 2019Q3 全球智能手表各品牌营收份额



资料来源: Counterpoint, 中国银河证券研究院

图 21. Apple Watch 出货量快速增长



资料来源: Strategy Analytics, 中国银河证券研究院

Apple Watch 性能创新升级不断,公司单机价值量逐年提高 10%左右。智能手表市场打开后,功能不断升级,其逐渐克服了数据监测准确度低、续航能力差、独立性差等缺陷,并且逐步实现了通讯、定位、支付等功能。Apple Watch 换代功能提升,带动零部件标准升级,防水、防尘、散热等需求增加,领益智造在 Apple Watch 供货份额尚低,我们预计未来供货料号及价值增加有望使单机价值量逐年提高 10%左右。

表 4. Apple Watch 性能迭代升级

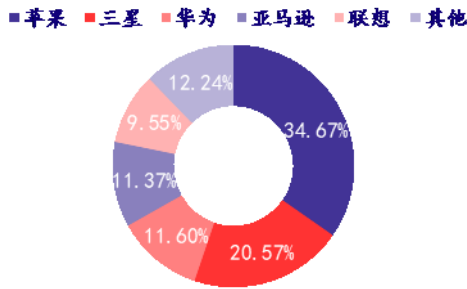
版本	发布时间	通讯功能	健康监测	防水性能
Apple Watch 1	2014	无线局域网和蓝牙 4.0	光学心率传感器	防水溅
Apple Watch 3	2017	无线局域网和蓝牙 4.2, GPS, SOS 紧急联络	光学心率传感器	防水 50 米
Apple Watch 5	2019	LTE 和 UMTS, 无线局域网和蓝牙 5.0, GPS + 蜂窝网络, SOS 紧急联络, 全球紧急呼救电话	电极式心率传感器和第二代光学心率传感器, 摔倒检测	防水 50 米
Apple Watch 6	2020	LTE 和 UMTS, 无线局域网和蓝牙 5.0, GPS + 蜂窝网络, SOS 紧急联络, 全球紧急呼救电话	血氧传感器; 电极式心率传感器和第二代光学心率传感器, 摔倒检测	防水 50 米

资料来源: 苹果官网, 中国银河证券研究院整理

iPad 需求量激增, 公司产品单机价值量提高。2020 年受疫情影响, 远程办公及线上教育带动全球 PC 需求强劲, 疫情期间消费者居家工作及娱乐需求增加成为平板电脑市场的重要驱动力。据 Canalys 数据显示, 2020Q3 苹果继续保持在全球平板电脑市场的主导地位, 苹果在 2020Q3 的 iPad 发货量为 1,523 万台, 同比增长 46.15%, 占据全球市场 34.67% 的份额, 排名第一位。领益智造为 iPad 提供的功能件与 iPhone 较为类似, 我们预计苹果将在 2021H1 发布 Mini-LED 背光的 iPad 等系列产品, 整体显示效果将大幅提升, 刺激市场需求的情况下 2021 年、2022 年 iPad 出货量将分别为 5600 万台、5800 万台。除出货量增加带来的营收增长外, iPad Pro 更商务化、更注重生产力的定位将带动与其搭配的智能键盘和 Apple Pencil 的渗透, 亦能为公司带来业绩增量, 预计 iPad 平均单机公司产品价值量也将保持增长。

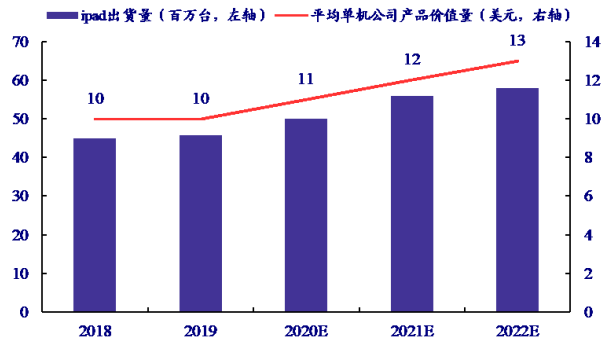
此外，MacBook 出货量也将迎来增长，采用自研芯片及 Mini-LED 可刺激消费者需求，公司在 MacBook 未来增量在于马达等料号的增加，公司仍具有较大成长空间。

图 22. 2020Q3 全球平板电脑市场 iPad 占据主要份额



资料来源: Canlys, 中国银河证券研究院

图 23. iPad 出货量及平均单机公司产品价值量保持增长



资料来源: IDC, 中国银河证券研究院

(四) 受益于 5G 普及，汽车马达打开结构件增长新空间

东方亮彩以塑胶制品起家，5G 去金属化催生注塑结构件需求。公司结构件业务主要基于东方亮彩，东方亮彩主要产品为高尺寸精度、高表面质量、高性能要求的塑胶或五金部件。东方亮彩成立于 2001 年，以塑胶制品起家，2015 年起开始主营精密塑胶结构件和金属结构件，2016 年被江粉磁材收购。由于无线充电和 5G 等技术的推广，金属精密结构件会影响手机信号传输质量，精密结构件材质由金属材质转向塑胶、玻璃等非金属材料，手机机壳由金属机壳向塑料机壳转变趋势明显，对于金属精密结构件产品的整体需求量减少，尤其是中低端手机对注塑结构件和复合结构件的应用更为广泛。

图 24. 2016 年 11 月发布的华为 Mate 9 采用金属机壳



资料来源: 华为官网, 中国银河证券研究院

图 25. 2019 年 3 月发布的华为畅享 9S 采用注塑机壳

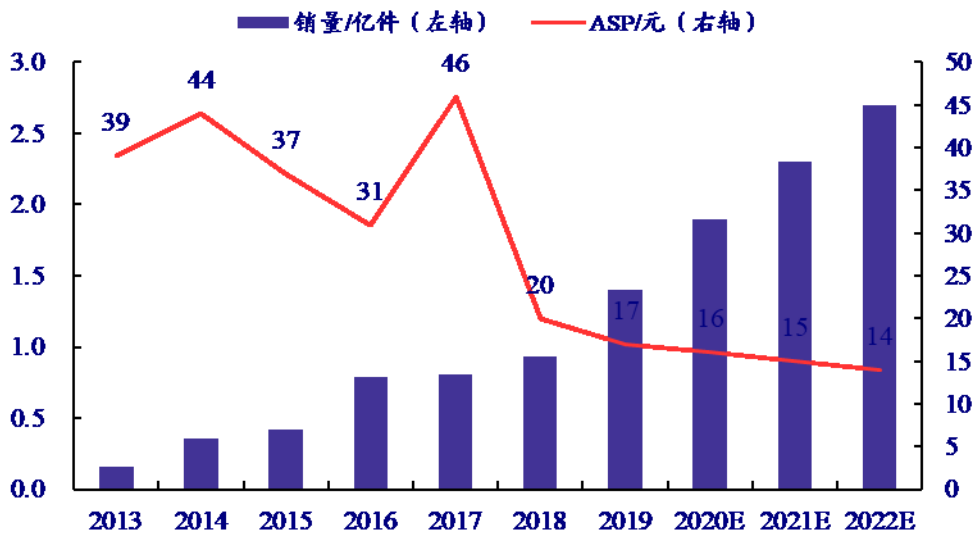


资料来源: 华为官网, 中国银河证券研究院

公司结构件销量增长快，ASP 呈下降趋势。公司结构件客户以安卓头部品牌和 ODM（原始设计制造商）为主，可实现精密功能件与结构件的配套交货，提供一体化解决方案。根据公司公告公布的东方亮彩公司业务情况，东方亮彩自 2013 年以来产品销量持续增长，尤其是在 2016 年被江粉磁材收购后，受益于客户协同扩展，其产品销量由 0.42 亿件增加至 0.79 亿件。2019 年公司在注塑结构件和模组组装上得到了较大的提升，其中注塑结构件全年累计出货 1.2

亿套，处于全球前列。同时，ASP 价格除 2017 年外整体呈现下降趋势，2014 年尚在 44 元，2016 年仅为 31 元，2018 年在 20 元左右，根据出货量及东方亮彩营收测算，2019 年公司结构件 ASP 约为 17 元，2014-2019 年平均每年下降约 20%，我们分析主要是由于金属机壳的价格较高，为 100-200 元，而塑料机壳成本在 20 元以下，在金属机壳产品占比比重下降、注塑件产品比重增加的情况下，公司结构件产品 ASP 逐年下降。我们预计未来公司结构件产品销量将保持快速增长，同时，ASP 仍将持续 2019 年下降放缓的趋势，预计到 2022 年为 14 元。

图 26. 公司结构件产品销量快速增长，ASP 呈下降趋势

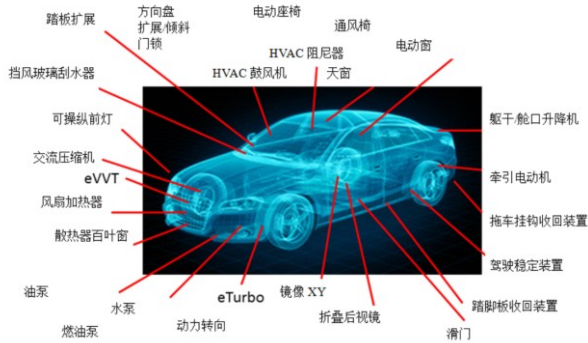


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

汽车电动化进程加速，公司汽车马达结构件获得增长空间。汽车电机广泛应用于汽车中刮水器、座椅、窗户、踏板等位置，平均每辆汽车使用量达 30-40 个，部分高端车型电机使用量可达 80 个，同时随着汽车智能化，舒适性的提升，汽车内部所用的功能性电机数量将会增加。每个电机至少需要一个汽车马达结构，公司于 2019 年 11 月募资项目之一即为年产 4000 万个汽车马达结构件，根据中国汽车工业协会数据 2019 年全球汽车产量为 9178.69 万辆，据此估算汽车马达结构件市场容量约为 35 亿个，公司产量约占总市场容量 1.14%。

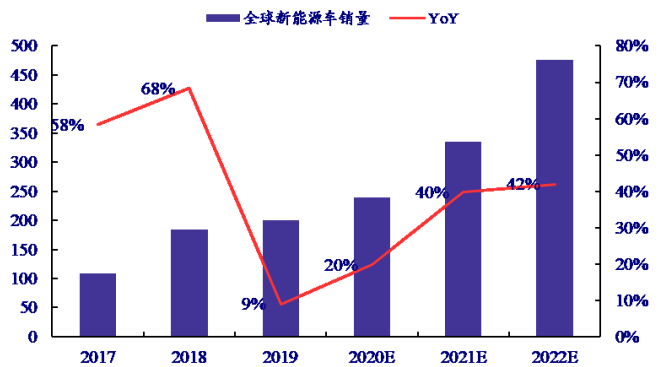
TrendForce 指出，在各国政府补贴政策的激励下，全球新能源汽车在整体车市衰退下仍保持销量正成长，预计 2020 年全球新能源汽车出货量为 240 万辆，2021 年在特斯拉 Model Y 开始交付以及各主流车系推出新款电动车的激励下，全球新能源汽车出货量将激增约 40%，达 335 万辆，新能源汽车市场的蓬勃发展，也将为以电力为核心的汽车电机行业带来扩张机遇。公司在汽车领域客户群体包括德昌电机、万宝至马达、爱龙威电机、MAGNA、DENSO 和 Brose 等，随着全球汽车电动化快速推进，新能源汽车电机系统市场将随之快速扩张，公司切入该细分产业链后可进一步拓展客户、扩张产能获得营收增长。

图 27. 汽车中采用大量马达



资料来源: elecfans, 中国银河证券研究院

图 28. 新能源汽车销量快速增长 (单位: 万辆)



资料来源: TrendForce, 中国银河证券研究院

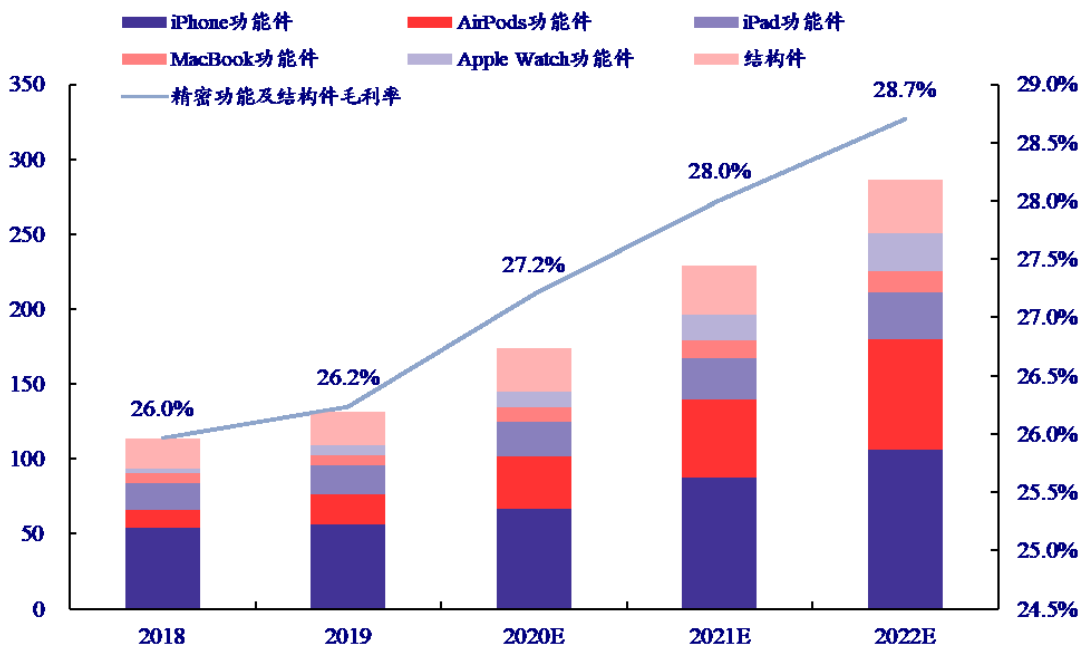
(五) 公司功能件客户稳定, 精益管理助力毛利率持续增长

我们测算公司精密功能及结构件业务营收超 75% 来自苹果, 领益科技于 2008 年起进入苹果供应链, 为苹果功能件供货份额第一的厂商。iPhone 12 市场反响热烈, 5G 催生智能手机中屏蔽、散热功能件需求, AirPods 和 iPad 销量持续增长, 二者 Pro 系列产品中功能件单机价值量更高且其销量占比将提升, Apple Watch 与 MacBook 亦为公司供货产品, 公司分别在其供货份额和料号上具有增长空间。与苹果长年的稳定合作可使公司在苹果系列产品性能升级及销量增长中持续受益, 公司产品单机价值量可将随产品升级换代逐年提升。公司软包 (Softgoods) 次组装亦实现亿级量产, 是公司后续主要增长点之一, 也是模组组装业务的前期准备。

安卓方面, 公司亦获有许多头部厂商订单并持续提升对安卓客户的供货份额, 各品牌手机均在进行 5G 换机迭代因而对公司散热功能件、非金属结构件需求增长, 公司冲压、CNC 等金属小件持续导入国内安卓客户。除此之外, 公司在耳机产品线、平板电脑、笔记本等产品线也进行大力发展。公司对汽车领域结构件加强布局, 募资投向汽车马达结构件项目, 可受益于汽车电子化程度提升、新能源汽车销量增加, 具有广阔发展空间。

2020 年公司核心板块领益科技实现营业收入 190 亿元-200 亿元, 同比增长 29.57%-36.39%, 结构件板块, 营业收入较上年同期增长 18%-22%, 相较于 2019 年净利润亏损 1.89 亿元, 2020 年净利润盈利预计为 1.2 亿元-1.3 亿元, 较上年同期增长 163.52%-168.81%。我们预计公司 2020-2022 年精密功能及结构件收入规模达 219.40 亿元、282.57 亿元、346.26 亿元, 以 25.63% 的复合增速实现增长。公司精益管理及自动化导入持续见效, 毛利率实现持续增长, 我们预计 2020-2022 年毛利率水平分别为 27.2%、28.0%、28.7%。

图 29. 公司精密功能及结构件营收及毛利率水平稳步提升（单位:亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、充电器、材料业务将充分受益于新客户、新产品

（一）快充和无线充为发展新方向，公司将切入新客户、新产品

领益智造于 2019 年 8 月全资收购赛尔康，主要负责充电器业务，并陆续开拓电子消费品类的组装业务。赛尔康创立于 1973 年，是全球领先的充电器制造商，为全球头部智能手机公司苹果、三星、华为、OPPO、vivo 等品牌充电器的主要供应商。

领益智造对赛尔康加速整合，8 月实现扭亏，看好后续表现。领益智造完成对赛尔康的并购后，对文化、组织、业务等各项加速整合，针对赛尔康的问题制定整改方案并执行，同时逐步导入精益管理。2020 年在疫情影响下领益智造对赛尔康进行更强力人力支援、与客户和供应链谈判控制局势，提供防疫物资，海外工厂稳步复工，带动业务量稳定增长并实现第三季度亏损大幅收窄，8 月成功实现扭亏，后续将持续加强精益管理、海外疫情的管理、加速零部件自制、加强海外制造基地联动。

赛尔康具有研发优势，生产各类充电器产品，包括 5-15W 固定输出电压充电器、3.3-15V/20-100W 快充充电器及 USB PD 电源、伴有 1-4 个线圈的 5W(qi bpp)-15W(qi epp) 输

出功率无线充电解决方案等。公司在 2019 年 11 月的募资拟投向项目之一包括年产 2 亿只用于智能手机充电的电源插头配件，公司采用冲压工艺制作充电插 PIN，凸显公司功能件与赛尔康业务的协同性，加速整合后逐渐补强成本管理及国内外生产联动优势，后续将会有更好的表现。

图 30. 赛尔康专注生产充电器产品



资料来源：赛尔康官网，中国银河证券研究院

快充市场规模扩大。各主流品牌手机充电器充电功率不断提高，2019 年苹果推出 18W PD 充电套装，较之前 5W 充电器充电功率大幅提升。安卓各品牌更注重充电器功率的提升发展，各品牌手机充电器功率均在快速提升，2019 年主流品牌最高充电功率为 65W，2020 年小米、OPPO 等推出了 120W 以上的闪充充电器。快充充电器普及率快速提升，根据 BCC Research 数据，预计快充充电器在充电器市场中的渗透率将由 2017 年的 20.11% 上升到 2022 年全球快充充电器市场渗透率将达到 24%，市场规模由 2017 年的 17.37 亿美元扩大至 2022 年 27.43 亿美元，年复合增速达 9.69%。公司下半年安卓 120W+ 充电器有望开始量产，苹果充电器功率也在不断提高中。

表 5. 各品牌充电功率不断提升

品牌	产品	发布时间	最大功率
华为	Super Charge 快充充电器	2019 年 9 月	40W
	超级快充 GaN 双口充电器	2020 年 4 月	65W
小米	GaN 充电器	2020 年 2 月	65W
	石墨烯基蝶式快充充电器	2020 年 8 月	120W
OPPO	Super VOOC 闪充充电器	2019 年 10 月	65W
	超级闪充充电器	2020 年 7 月	125W
苹果	iPhone XS Max	2018 年 9 月	5W
	iPhone 11 Pro Max 充电器 18W PD 充电套装	2019 年 9 月	18W

资料来源：各品牌官网，中国银河证券研究院

全球无线充电市场规模扩张。中国产业信息网数据显示，全球无线充电市场规模由 2016 年 26 亿美元增长至 2019 年 86 亿美元，年复合增速达 49.0%，未来该规模将会进一步扩张，2024 年将达 150 亿美元。公司在 2019 年 11 月的募资拟投向项目之一包括年产 5000 万个无线充电模组，根据 WPC 无线充电联盟的数据，2020 年约有 10 亿只接收端和 4 亿只发射端，预计 2025 年有 20 亿只接收端和 8 亿只发射端，公司乘行业发展东风可获益。

iPhone 12 取消随机配送充电插头将进一步促进无线充电渗透，公司明年有望切入苹果无线充电发射端。苹果手机自 iPhone 8 开始具备无线充电功能，但受制于发射端进展缓慢，近些年应用相对有限。iPhone 12 全系列均支持 Qi 无线充电，并且在此基础上推出 MagSafe 磁吸式无线充电方案，通过磁铁的吸引力实现无线充电器与手机的准确定位，从而提高充电效率，最高支持 15W 充电，相比 iPhone11 系列已经具备的 Qi 无线充电（7.5W）充电功率提高一倍，iPhone12 取消随机配送充电器，可推动无线充电的快速发展。公司明年有望切入苹果无线充电发射端，随苹果出货量增长，以及无线充电在 AirPods、Apple Watch、iPad 等中的渗透率有望提升，Magsafe 或有望实现苹果高端机 inbox 随机附赠，公司无线充电业务具有较大增长空间。

图 31. 全球无线充电市场规模扩张（单位：亿美元）



资料来源：中国产业信息网，中国银河证券研究院

图 32. iPhone 12 采用 MagSafe 磁吸式无线充电方案

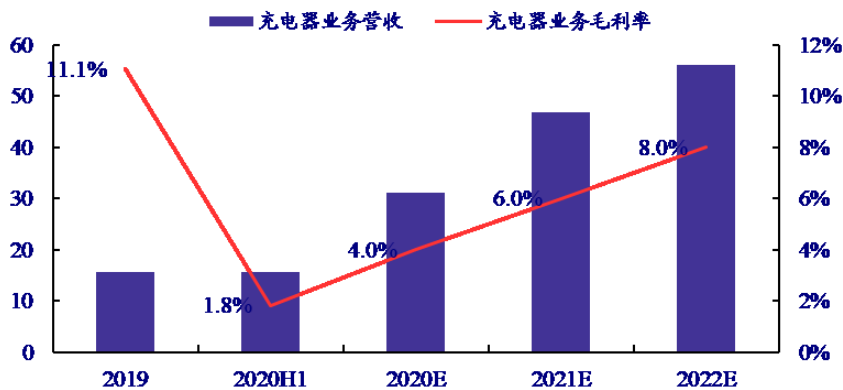


资料来源：苹果官网，中国银河证券研究院

无线充电模组带动公司开启模组类业务。公司从赛尔康切入模组组装业务，全面具备了 SMT 和 FATP 的组装能力，目前公司凭借在原材料、零部件、次组装、赛尔康组装等各方面资源和能力正在积极布局模组组装业务，未来将在无线充电产品、散热、键盘、可穿戴等产品模组有所突破，目前重点布局马达、无源器件、充电器、无线充电、散热模组、软包配件等 6 大模组领域。2020 年 12 月 22 日，公司公告收购珠海伟创力，伟创力曾为华为代工厂，被公司收购后可承接 FATP 业务等，2021 年可进入起步期，预计早期主要服务于安卓客户整机组装业务。

公司充电器业务可实现营收成倍增长，毛利率将迅速回升。2019 年、2020 上半年公司充电器业务营收分别为 15.57 亿元、15.58 亿元，我们预计公司充电器业务苹果相关项目逐步进入量产期，在销售额增长的基础上各产品线良率及效率稳定提升，国内客户第四季度量产氮化镓充电器，并成功导入 TV 适配器等项目，未来营收可实现成倍增长，2020-2022 年分别达 31.14 亿元、46.71 亿元、56.05 亿元。2019 年公司充电器业务毛利率为 11.1%，由于 2020H1 赛尔康还处于整合阶段且受疫情的影响毛利较低（1.8%），我们预计随着公司整合能力增强，赛尔康板块充分贯彻领益降本增效的行动计划，未来三年公司充电器毛利率将会迅速回升，预计 2020-2022 年分别为 4%、6%、8%。

图 33. 公司充电器业务可实现营收成倍增长，毛利率将迅速回升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）硬磁业务受益于新能源汽车发展，软磁业务已实现供货

公司材料业务由原上市公司江粉磁材为主体，主要进行磁性材料及其器件的生产与销售，其产品主要包括永磁（又称硬磁）铁氧体元件和软磁铁氧体元件。公司永磁铁氧体元件产品为下游电机的核心部件，广泛应用于汽车、计算机及办公设备、家用电器、电动工具、电动玩具等行业。公司软磁铁氧体元件产品为下游电子变压器的核心部件，广泛应用于计算机及办公设备、汽车、家用电器、节能灯、LED 等行业。

硬磁业务可伴随新能源汽车发展，软磁与无线充电模组协同。公司今年硬磁业务因疫情对汽车的影响收入有所下降，后续将以智能汽车为目标布局业务，根据 cj-magne 资料，新能源汽车 HEV 汽车较传统汽车单车多用钕铁硼永磁材料约 3kg/辆，以稀土永磁电机的 EV 汽车作为发动机，单车多用钕铁硼 5-10kg，结合新能源汽车市场的增长，且公司已切入汽车领域，公司硬磁业务具有较大发展潜力。在软磁业务方面，公司今年成功给苹果的无线充电模组供应发射端原材料铁氧体和接收端原材料纳米晶，2020 年 9 月实现第一个项目的量产，后续还会有更多项目量产，这些项目将使公司持续获益至少两年，未来若实现 Magsafe inbox 随机附赠，可获得更大增长空间。

图 34. 公司磁材产品品种多样、工艺成熟



粘结钕铁硼

湿式异性铁氧体永磁体

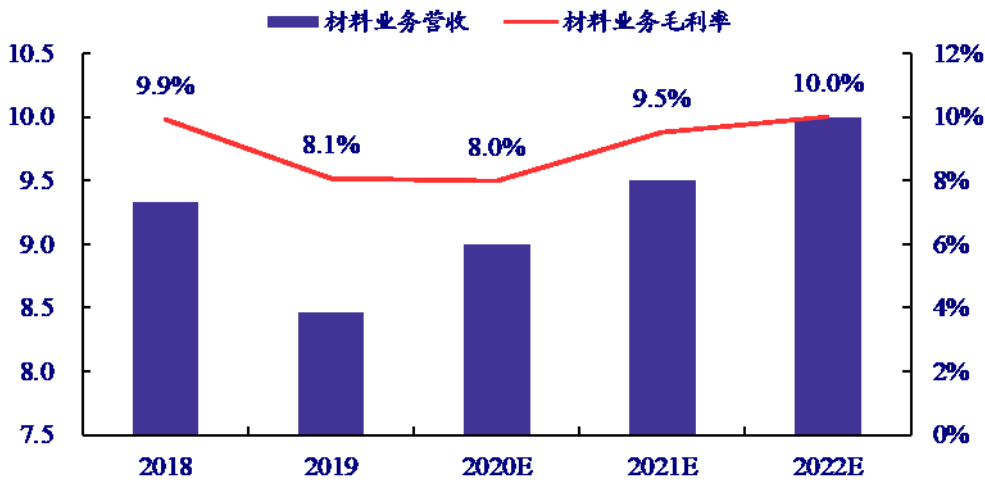
锰锌软磁

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

拓展磁材新领域业务、扩充高性能新材料业务。公司 2019 年定增募投项目电磁功能材料项目将形成实现年产 1.24 万吨高性能磁性材料和 5,932.00 万平方米模切材料（包含纳米晶、吸波材、离型膜及双面胶）。本项目的高性能磁材材料作为永磁铁氧体一种，其下游应用与公司现有的磁性材料客户群体相同，主要是汽车领域和家电领域客户。我国虽然成为永磁铁氧体生产第一大国，但主要生产中低档产品，高性能永磁铁氧体的生产水平不高，目前约 70% 的高性能永磁铁氧体需依赖进口，公司此项目一方面可以丰富公司的产品结构，另一方面可以为公司增加新的盈利点，进一步提升市场份额和公司的可持续发展能力，降低进口依赖程度。在模切类材料方面，公司一直在模切加工行业位列前几名，对材料有深刻的认知。近几年进行研发投入，部分材料在获得客户认可后量产自用，为模切利润贡献相应的价值。

公司材料业务持续向好，毛利率稳步提高。公司材料业务主要受益于苹果项目在上半年研发打样投入在第三季度已有量产项目，带动了第三季度净利的回升，并且得益于软磁业务通过自动化实现一线流布局，削减过程周转，提高人员效率，实现了在第四季度产量同比第三季度大幅提升，公司软磁业务已在 2020 年第四季度实现盈利。2018 年、2019 年公司材料业务营收分别为 9.33 亿元、8.46 亿元，我们预计公司软磁业务在无线充电的发展下有望持续向好，新能源汽车贡献的硬磁业绩增长确定性较大，公司材料业务 2020-2022 年营业收入分别为 9.0 亿元、9.5 亿元、10.0 亿元。公司积极调整业务方向，聚焦优质客户，推行自动化、提高生产效率和良率，改善和提升磁材业务的经营和管理，考虑疫情影响因素，我们预计 2020-2022 年公司材料业务毛利率将稳步提升，分别为 8%、9%、10%。

图 35. 公司材料业务有望持续向好，毛利率稳步提高（单位：亿元）



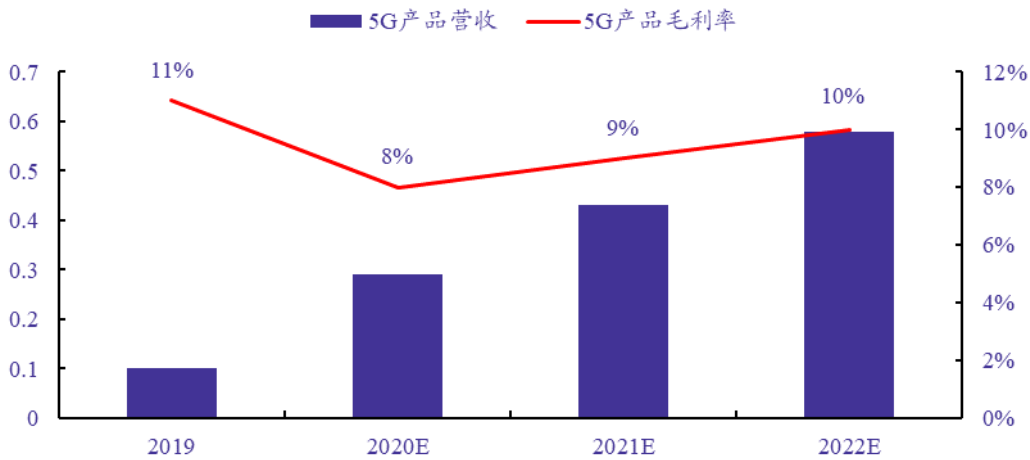
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(三) 5G 基站建设迎来高峰期，基站核心器件为业绩新增长点

5G 基站迎来建设高峰期，滤波器、环形器、隔离器等为 5G 基站核心器件。中国电子信息产业发展研究院《5G 新基建发展白皮书》预计全国 5G 基站建设数量约为 653 万座，建设高峰期为 2021-2023 年。滤波器是移动通信设备中对射频信号具有频率选择性的器件，主要用于滤除接收或发射通道的干扰和杂波。隔离器、环形器使正向传输的微波信号以很小的损耗通过，反向传输的微波信号则不能通过。环形器、隔离器等单品价值含量较低，5G 基站通道数成倍增加使得核心器件市场规模增加。

公司于 2019 年收购绵阳维奇和绵阳伟联，绵阳维奇射频产品、5G 微波产品、照明及通讯产品等及绵阳伟联预环形器、隔离器产品收入将呈大幅上升趋势，部分产品已进入打样关键阶段并取得部分订单。公司目前 5G 产品部分营收较少，2019 年、2020 上半年分别为 0.10 亿元、0.13 亿元，我们预计未来三年公司 5G 产品业务分别同比增长 200%、50%、35%，对应 0.29 亿元、0.43 亿元、0.58 亿元，毛利率分别为 8%、9%、10%。

图 36. 公司 5G 产品可成为业绩新增长点 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、资产结构改善，自动化投入增强公司盈利能力

(一) 公司经营性现金净流量情况良好

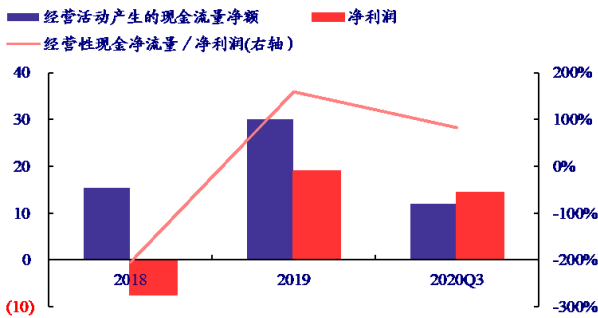
公司经营性现金净流量与净利润差额较小，情况良好。2018年江粉磁材板块大宗商品贸易业务及东方亮彩对金立集团坏账准备造成的资产减值损失、公司子公司东方亮彩原股东业绩补偿应回购注销的股票价值波动造成的公允价值变动损失影响导致公司净利润为负，经营活动产生的现金净流量与净利润存在重大差异。2019年消除不良业务影响后，公司经营性现金流与净利润比值为1.59，表现优秀。2020年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额同比下降40.57%，主要系赛尔康业务的影响及保理业务的开展，净利润较经营活动现金流净额多2.45亿元。未来公司若无重大业务影响，经营性现金流将与2019年相似，表现优良。

投资活动产生的现金流量净额受公司整合事宜影响较大。公司2019年投资活动产生的现金流量净额较上期减少2062.22%，主要系公司收购赛尔康之前，借款给赛尔康所致，2020年前三季度投资活动产生的现金流量净额流出有所减少，源于处置固定资产、无形资产和其他长期资产以及处置子公司及其他营业单位带来的现金流流入较大。公司目前投资活动现金流仍受并购、子公司处置等事宜影响，未来或有所改善。

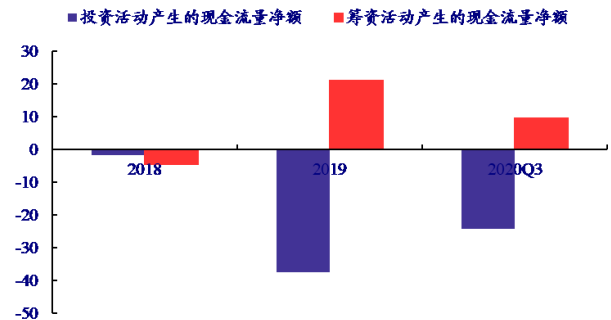
筹资活动现金流为正。2019年反向收购江粉磁材后，领益智造筹资活动产生的现金流量净额同比增加563.25%，主要系因收购赛尔康以及业务增长，银行融资增加所致。2020年上半年公司进行半年度利润分配，每股派发现金股利人民币0.2元（含税），导致筹资性现金流较上年同期减少38.41%。

图 37. 公司经营性现金流与净利润差额较小（单位：亿元）

图 38. 公司投资性现金为负，筹资性现金流为正（单位：亿元）



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院



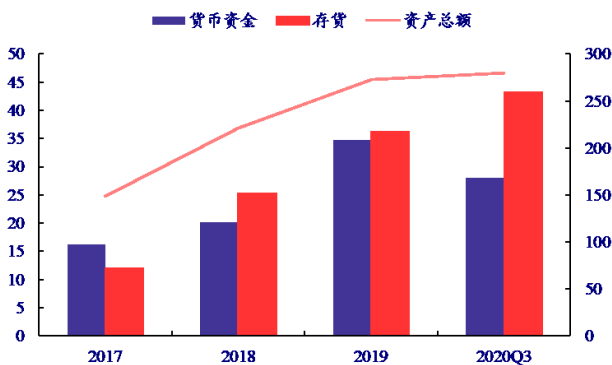
资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

(二) 资产总额不断增加, 资产负债率呈下降趋势

2018年至2020年前三季度公司资产负债率分别为55.15%、57.32%、51.08%，总体呈现下降趋势。公司资产总额整体不断增加，同时由于精密功能及结构件业务增长以及新增充电器业务增长较快使得公司存货有所增长，募投项目及收购子公司、厂房使得公司固定资产增加。

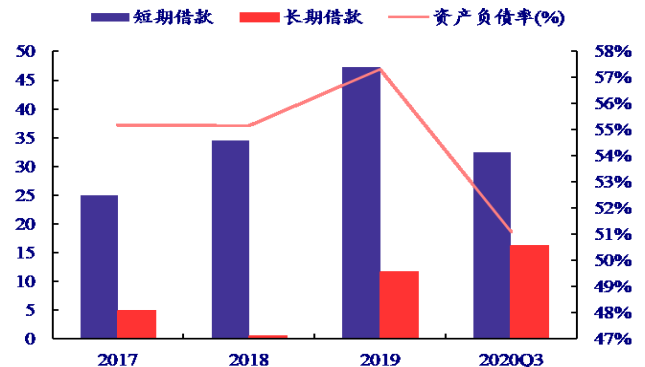
2019年江粉磁材与领益科技并表起，公司长期借款不断增加，主要用于收购赛尔康，短期借款主要用于补充流动资金，2020年公司优化了贷款结构、增加了长期贷款比例，短期借款到期偿还，带动2020年前三季度资产负债项目整体改善，资产负债率呈下降趋势。

图 39. 公司资产总额不断增加 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

图 40. 公司资产负债率呈下降趋势, 贷款结构改善



资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

(三) 公司费用率有所提升, 研发投入大幅上涨

公司费用率有所提升。公司2018年、2019年销售费用率分别为1.40%、1.52%，逐年小幅增长，考虑到苹果产业链扩张带来业务发展机会以及疫情复发影响，我们预计公司2020-2022年销售费用率分别为1.50%、1.51%、1.52%。2018年公司财务费用率为1.09%，2019年财务费用同比增加13.92%，为2.80亿元，主要原因是收购赛尔康的银行借款利息及手续费增加，2020年上半年受汇率变动影响汇兑损益增加影响，公司财务费用大幅上涨，达2.86亿元。我们假设2020-2022年公司财务费用率将基本保持稳定，分别为1.30%、1.25%、1.25%。公司2018

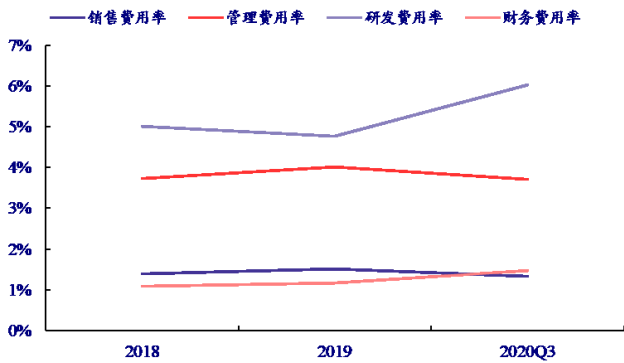
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

年、2019 年管理费用率分别为 3.72%、4.01%，2019 年有所增加系实施股权激励以及收购赛尔康的中介机构服务费，我们认为公司未来将继续实施股权激励，2020-2022 年管理费用率将有所提升，分别为 4.00%、4.10%、4.25%。

公司研发投入大幅上涨，股权激励绑定公司人才。2018 年、2019 年公司研发费用率分别为 5.01%、4.77%，较 2018 年反向收购江粉磁材前大幅上涨，公司技术导向性增强。与国内精密功能件龙头厂商智动力、安洁科技、立讯精密相比，2018 年后公司研发费用率处于较低水平，2020 年前三季度公司研发费用为 11.73 亿元，已超过 2019 年全年研发费用 11.40 亿元，研发费用率达 6.02%。我们认为公司伴随客户技术进步将加大研发投入，预计 2020-2022 年公司研发费用率分别为 5.9%、6.0%、6.1%。

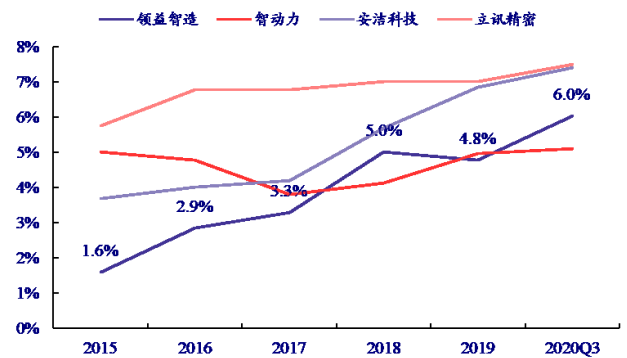
2020 年 12 月 21 日公司发布股权激励计划，拟向 377 人名激励对象授予 5506.80 万股，占计划签署时公司总股本的 0.78%，有利于深度绑定核心人才。公司重视对研发的投入，公司授权专利数由 2018 年 362 项上升至 2019 年 580 项，有利于降低成本、提高效率，配合客户开发新产品，可使公司在行业内保持领先地位。

图 41. 公司费用率有所提升



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图 42. 公司研发费用率呈上升趋势

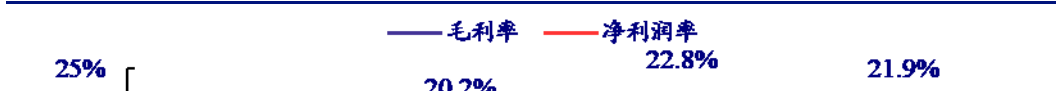


资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

(四) 自动化投入增强盈利能力，公司 ROE 水平较高

自动化投入助力公司毛利率和净利率提升。2019 年起公司主要业务成为精密功能及结构件，其毛利率相较原主营磁材业务毛利率更高，公司逐步打造以精密功能及结构件为核心的业务体系，在生产制造方面，公司持续进行自动化投入，以提升运营效率和降低运营成本为目标，落地实施“以机器换人策略”，持续提高人均产值、整体良率及盈利水平，公司毛利率维持在 20% 以上，2018 年净利率受资产减值损失和公允价值变动影响为负，之后处于 7.5% 至 7.9% 之间。

图 43. 公司营收及归母净利润稳定增长



请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司 ROE 水平较高，主要源于归属母公司股东的净利润占比和总资产周转次数较高。2020 年前三季度公司 ROE 为 11.42%，同比下降 7.76 个百分点，ROE 下降主要由 EBIT 的减少即费用和资产减值损失增加导致。与同行业可比龙头精密功能件厂商立讯精密、智动力、长盈精密、安洁科技相比，公司 ROE 处于较高水平，主要源于归属母公司股东的净利润占比和总资产周转次数较高，公司净利润率仍存在上升空间。

表 6. 2020 年前三季度领益智造与头部精密功能件厂商杜邦分析对比

公司名称	净资产收益率 ROE	权益乘数	总资产周转次数	净利润率	归母净利润/净利润
立讯精密	20.69%	2.55	1.03	8.13%	96.94%
智动力	11.43%	2.55	0.75	8.08%	74.02%
长盈精密	9.19%	2.36	0.63	6.33%	97.50%
安洁科技	8.20%	1.21	0.32	21.19%	100.08%
平均	12.38%	2.17	0.68	10.93%	92.13%
领益智造	11.42%	2.19	0.70	7.44%	99.89%

资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议和公司估值

公司深度运用自动化和精益生产，整合效应下毛利率水平可整体提升。公司凭借对自动化和精益生产的深度运用建筑了强有力的技术壁垒，公司先进技术可快速跟进公司产品研发满足下游客户需求。领益科技的毛利率及净利率水平较其他业务更高，公司可将先进自动化生产技术及精益生产经验应用于各大业务板块，推动公司毛利率水平整体提升。

手机功能创新下精密功能件需求增加，领益科技产品单机价值量将进一步提升。在多摄、OLED 屏幕、无线充电等新技术应用趋势下，5G 手机精密功能件性能及单机料号需求进一步增长。公司为苹果公司主要功能件供应商，苹果未来销量乐观及技术迭代将带动 iPhone 中领益科技产品量价齐升。公司还供货于众多安卓头部厂商，安卓品牌同步跟进多摄、散热等方案，功能件增量升级。公司结构件客户主要以安卓头部品牌和 ODM 为主，注塑及复合结构件应用增多，安卓机未来销量将获得增长且体量上数倍于苹果手机，公司有望稳定获得大额订单。

AIoT 及 PC 市场爆发，产品换代公司产品需求增长。除手机外，AIoT 下游市场爆发，苹果 AirPods 和 Apple Watch 出货量快速增长，产品升级换代的同时对功能及结构件防水、散热等的要求也随之提高。iPad 及 MacBook 收疫情影响需求量激增，2021H1 有望应用 Mini-LED

背光，刺激消费者需求的同时公司产品单机价值量也将提升。

基于以上，我们预计 2020-2022 年公司精密功能及结构件营收有望分别实现 29.57%、28.80%、22.54% 的增长，预计 2022 年营收规模达 346.26 亿元，毛利率水平分别为 27.20%、28.00%、28.70%。

收购赛尔康切入充电器领域，供货于苹果无线充电模块有利于公司充电器及材料业务发展。公司收购全球领先的充电器制造商赛尔康后，供货于苹果、三星、华为、OPPO、vivo 等品牌，2020 年 8 月整合效果初显、成功实现扭亏。在快充渗透率迅速提升、全球无线充电市场规模扩张的行业背景下，公司充电器业务大有可为。公司 2021 年有望进入苹果无线充电发射端，公司无线充电业务具有较大增长空间。我们预计公司充电器业务将受益于公司并购整合及精益管理，未来营收可实现成倍增长，2022 年可实现营收规模达 56.05 亿元，毛利率将会迅速回升，预计 2020-2022 年分别为 4%、6%、8%。

公司材料业务受益于供应苹果无线充电模组供应发射端原材料铁氧体和接收端原材料纳米晶，带动了 2020 年下半年净利的回升，未来将持续增长。除此外，公司硬材业务可伴随新能源汽车单车所需永磁材料增多而发展，扩充高性能新材料可打破国内高性能磁材对国外的依赖。我们预计公司材料业务 2020-2022 年营业收入分别为 9.0 亿元、9.5 亿元、10.0 亿元，毛利率将稳步提升，分别为 8%、9%、10%。

5G 基站迎来建设高峰期，公司收购绵阳维奇和绵阳伟联生产滤波器、环形器、隔离器等为 5G 基站核心器件，公司 5G 产品业务品收入将呈大幅上升趋势，预计 2022 年可达营收 5800 万元，毛利率达 10% 左右。

公司通过赛尔康切入模组组装业务，未来凭借在原材料、零部件、次组装、赛尔康组装等各方面资源和能力，将在无线充电产品、散热、键盘、可穿戴等产品模组有所突破。

我们预计 2020-2022 年公司整体营收分别达 273.52 亿元、342.21 亿元、415.89 亿元，年复合增速达 23.31%，整体毛利率水平提升，分别为 23.09%、24.21%、25.23%，对应毛利分别为 63.16 亿元、82.86 亿元、104.92 亿元，年复合增速达 29.37%。

表 7. 公司营收及其毛利率预测（单位：亿元）

产品类别	项目	2019	2020E	2021E	2022E
精密功能及结构件	营业收入(百万元)	169.32	219.40	282.57	346.26
	收入增长率%	17.94%	29.57%	28.80%	22.54%
	毛利率	26.23%	27.20%	28.00%	28.70%
充电器	营业收入(百万元)	15.57	31.14	46.71	56.05
	收入增长率%	-	100.00%	50.00%	20.00%
	毛利率	11.06%	4.00%	6.00%	8.00%
材料	营业收入(百万元)	8.46	9.00	9.50	10.00
	收入增长率%	-9.32%	6.38%	5.56%	5.26%
	毛利率	8.08%	8.00%	9.50%	10.00%
5G 产品	营业收入(百万元)	0.10	0.29	0.43	0.58
	收入增长率%	-	200.00%	50.00%	35.00%
	毛利率	11.00%	8.00%	9.00%	10.00%

	营业收入(百万元)	239.16	273.52	342.21	415.89
整体	收入增长率%	6.29%	14.37%	25.11%	21.53%
	毛利率	22.75%	23.09%	24.21%	25.23%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 8. 公司盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,915.82	27,352.27	34,221.08	41,589.11
EBITDA(百万元)	1,954.60	5,630.71	7,122.42	8,595.12
收入增长率%	6.29%	14.37%	25.11%	21.53%
归母净利润(百万元)	1,894.18	2,292.76	3,166.87	4,074.53
摊薄 EPS(元)	0.28	0.33	0.45	0.58
PE	37.82	31.24	22.62	17.58
EV/EBITDA(X)	37.06	12.57	9.68	7.34
PB	6.17	5.64	4.96	4.19
ROIC	4.85%	26.03%	42.95%	55.31%
总资产周转率	0.88	1.00	0.95	1.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

当前公司价值被低估。采用相对估值法，我们选取 A 股主要消费电子龙头立讯精密、蓝思科技和歌尔股份与公司进行对比。考虑到 2021 年 1 月份消费电子板块估值受负面新闻等情绪端的影响大幅回调，我们参考 2020 年 12 月 31 日收盘价，三家可比公司 2020、2021 年平均市盈率分别为 43、31 倍，对应公司 2020-2021 年合理价值区间为 14.19-13.95 元/股。

表 9. 领益智造可比公司估值表 (PE) (截至 2020 年 12 月 31 日)

股票代码	重点公司	股价	EPS (元/股)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002475.SZ	立讯精密	56.12	0.87	1.02	1.41	1.72	65	55	40	33
300433.SZ	蓝思科技	30.61	0.61	0.99	1.29	1.61	50	31	24	19
002241.SZ	歌尔股份	37.32	0.39	0.86	1.23	1.58	96	43	30	24
	平均						70	43	31	25

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

采用绝对估值方法，选取当前五年期国债收益率 2.92% 为无风险利率、5 年沪深指数平均收益率 4.31% 为市场组合报酬率、Beta 为 1.89，则公司股权成本 K_e 为 5.55%。假设短期利率为 1.50%、长期利率为 4.75%、债券调整系数为 2.00、所得税率为 14.00%，则公司债务成本 K_d 为 4.29%。根据公司 2020Q3 资产结构，公司资本债务比重 W_d 为 6.80%，**假设公司过渡期 10 年、过渡期增长率为 10.00%、永续期增长率为 3.20%，公司长期合理估值约为 14.98 元/股。**

整体来看，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 22.93 亿元、31.67 亿元、40.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.33 元、0.45 元、0.58 元，对应 2021 年 PE 为 22.62 倍。参照可比公司估值情况，公司 2021 年合理估值区间为 14.19~14.98 元，公司股价存在潜在超过 45% 的升

值空间。领益智造为全球领先的精密功能件供应商，下游客户包括苹果及头部安卓厂商等，产品广泛应用于 5G+AIoT，当前估值显著低于可比公司，首次覆盖给予“推荐”评级。

六、风险提示

公司精密功能产品销量不及预期，公司拓展客户效果不及预期，公司整合效果不及预期，中美贸易战加剧，公司技术突破不及预期等。

七、公司财务预测表

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,706.21	18,432.66	28,038.74	34,469.05	营业收入	23,915.82	27,352.27	34,221.08	41,589.11
货币资金	2,014.33	3,467.78	6,036.07	9,060.05	营业成本	18,473.55	21,036.05	25,934.72	31,097.27
应收账款	6,867.09	5,973.03	10,091.55	9,431.84	营业税金及附加	177.27	202.41	253.24	307.76
其它应收款	377.26	474.80	591.23	704.32	销售费用	363.04	410.28	516.74	632.15
预付账款	74.06	368.09	185.09	487.20	管理费用	959.07	1,094.09	1,403.06	1,767.54
存货	3,626.25	2,679.66	5,209.82	4,378.32	财务费用	280.30	355.58	427.76	519.86
其他	2,901.00	2,901.00	2,901.00	2,901.00	研发费用	1,139.68	1,613.78	2,053.27	2,536.94
非流动资产	10,611.57	9,055.71	8,053.85	7,203.25	资产减值损失	-1,232.68	50.00	70.00	80.00
长期投资	466.56	479.30	523.78	568.26	公允价值变动收益	954.55	20.00	50.00	50.00
固定资产	6,344.82	5,541.86	4,727.14	3,927.43	投资净收益	7.06	10.00	15.00	20.00
无形资产	807.34	711.97	616.60	521.22	营业利润	2,220.22	2,705.07	3,732.30	4,827.59
其他	2,458.86	2,322.59	2,186.33	2,186.33	营业外收入	15.15	20.00	25.00	30.00
资产总计	27,317.78	27,488.38	36,092.58	41,672.30	营业外支出	33.86	30.00	40.00	50.00
流动负债	13,331.48	10,411.64	14,974.04	14,845.18	利润总额	2,201.51	2,695.07	3,717.30	4,807.59
短期借款	4,723.78	3,000.00	3,500.00	4,200.00	所得税	310.55	377.31	520.42	673.06
应付账款	7,047.75	5,874.16	10,056.87	9,045.38	净利润	1,890.96	2,317.76	3,196.87	4,134.53
其他	1,359.07	1,537.48	1,417.16	1,599.79	少数股东损益	-3.22	25.00	30.00	60.00
非流动负债	2,326.44	1,973.16	2,273.16	2,773.16	归属母公司净利润	1,894.18	2,292.76	3,166.87	4,074.53
长期借款	1,161.39	1,391.39	1,691.39	2,191.39	EBITDA	1,954.60	5,630.71	7,122.42	8,595.12
其他	581.77	581.77	581.77	581.77	EPS (元)	0.28	0.33	0.45	0.58
负债合计	15,657.91	12,384.81	17,247.20	17,618.34					
少数股东权益	40.60	65.60	95.60	155.60	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
归属母公司股东权益	11,619.27	12,701.68	14,439.93	17,085.84	营业收入增速	6.29%	14.37%	25.11%	21.53%
负债和股东权益	27,317.78	25,152.09	31,782.73	34,859.78	营业利润增速	467.70%	21.84%	37.97%	29.35%
					归母净利润增速	378.60%	21.04%	38.12%	28.66%
现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率	22.76%	23.09%	24.21%	25.23%
经营活动现金流	2,997.10	5,703.00	4,035.00	8,117.61	净利率	3.38%	8.47%	9.34%	9.94%
净利润	1,890.96	2,317.76	3,196.87	4,134.53	ROE	16.30%	18.05%	21.93%	23.85%
折旧摊销	981.11	1,321.86	1,351.86	1,250.59	ROIC	4.85%	26.03%	42.95%	55.31%
财务费用	280.30	355.58	427.76	519.86	资产负债率	57.32%	45.05%	47.79%	42.28%
投资损失	-7.06	-10.00	-15.00	-20.00	净负债比率	20.81%	-12.95%	-26.79%	-59.55%
营运资金变动	1,549.30	-1,497.66	8,114.34	-1,073.37	流动比率	125.31%	177.04%	187.25%	232.19%
其它	-836.08	946.59	-2,530.16	831.50	速动比率	84.10%	133.36%	139.98%	190.12%
投资活动现金流	-3,737.04	-305.70	-317.70	-368.40	总资产周转率	0.88	1.00	0.95	1.00
资本支出	281.75	300.00	350.00	400.00	应收帐款周转率	3.48	4.58	3.39	4.41
长期投资	466.56	479.30	523.78	568.26	存货周转率	5.09	7.85	4.98	7.10
其他	2,064.43	-5.70	32.30	31.60	每股收益	0.28	0.33	0.45	0.58

筹资活动现金流	2,085.04	-2,829.01	-693.33	-242.89	每股经营现金	0.43	0.81	0.57	1.15
短期借款	4,723.78	3,000.00	3,500.00	4,200.00	每股净资产	1.65	1.80	2.05	2.43
长期借款	1,161.39	1,391.39	1,691.39	2,191.39	P/E	37.82	31.24	22.62	17.58
其他	-365.01	-1,553.50	-1,493.33	-1,442.89	P/B	6.17	5.64	4.96	4.19
现金净增加额	1,386.31	2,568.29	3,023.97	7,506.32	EV/EBITDA	37.06	12.57	9.68	7.34

数据来源：公司数据，中国银河证券研究部

插图目录

图 1. 领益科技体系公司发展历程	4
图 2. 消费电子零部件产业链	6
图 3. 领益科技与江粉磁材下游市场协同互补	6
图 4. 公司设有 8 大事业部及 11 大核心产品线	6
图 5. 公司股权结构	7
图 6. 公司展开全球布局	8
图 7. 产品 AI+5G+IoT 全面发展	8
图 8. 公司打造智造系统	8
图 9. 公司剥离整合业务，未来聚焦功能件（单位：亿元）	9
图 10. 公司收入及净利润（单位：亿元）	9
图 11. 精密功能器件产业链	10
图 12. 全球智能手机出货量（单位：亿台）	11
图 13. 全球 5G 手机出货量快速增长（单位：百万台）	11
图 14. iPhone 6S 拆机图	11
图 15. iPhone X 拆机图	11
图 16. iPhone 12 拉动 iPhone 再达销量高峰（单位：百万部）	12
图 17. 安卓手机出货体量大，单机功能件价值量提升	13
图 18. AirPods Pro 拆机	14
图 19. AirPods 出货量迅速增长（单位：百万副）	14
图 20. 2019Q3 全球智能手表各品牌营收份额	15
图 21. Apple Watch 出货量快速增长	15
图 22. 2020Q3 全球平板电脑市场 iPad 占据主要份额	16
图 23. iPad 出货量及平均单机公司产品价值量保持增长	16
图 24. 2016 年 11 月发布的华为 Mate 9 采用金属机壳	16
图 25. 2019 年 3 月发布的华为畅享 9S 采用注塑机壳	16
图 26. 公司结构件产品销量快速增长，ASP 呈下降趋势	17
图 27. 汽车中采用大量马达	18
图 28. 新能源汽车销量快速增长（单位：万辆）	18
图 29. 公司精密功能及结构件营收及毛利率水平稳步提升（单位：亿元）	19
图 30. 赛尔康专注生产充电器产品	20
图 31. 全球无线充电市场规模扩张（单位：亿美元）	21
图 32. iPhone 12 采用 MagSafe 磁吸式无线充电方案	21
图 33. 公司充电器业务可实现营收成倍增长，毛利率将迅速回升（单位：亿元）	22
图 34. 公司磁材产品品种多样、工艺成熟	22
图 35. 公司材料业务有望持续向好，毛利率稳步提高（单位：亿元）	23
图 36. 公司 5G 产品可成为业绩新增长点（单位：亿元）	24
图 37. 公司经营性现金流与净利润差额较小（单位：亿元）	25
图 38. 公司投资性现金为负，筹资性现金流为正（单位：亿元）	25
图 39. 公司资产总额不断增加（单位：亿元）	26
图 40. 公司资产负债率呈下降趋势，贷款结构改善	26

图 41. 公司费用率有所提升27
图 42. 公司研发费用率呈上升趋势27
图 43. 公司营收及归母净利润稳定增长27

表格目录

表 1. 初创发展期公司扩展业务并拓展客户5
表 2. iPhone 应用的领益科技各产品单价逐代提升12
表 3. 安卓机散热方案不断升级13
表 4. Apple Watch 性能逐代升级15
表 5. 各品牌充电功率不断提升20
表 6. 2020 年前三季度领益智造与头部精密功能件厂商杜邦分析对比28
表 7. 公司营收及其毛利率预测（单位：亿元）29
表 8. 公司盈利预测30
表 9. 领益智造可比公司估值表（PE）（截至 2020 年 12 月 31 日）30

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：傅楚雄

金融学硕士，浙江大学工学学士。11年证券从业经验。2014年-2016年新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师团队成员。擅长宏观把握，自上而下挖掘产业链各个环节、不同行业所蕴藏的投资机会；对行业景气度及产业链变化理解深入，善于把握边际变化及周期拐点；以独特视角挖掘具有潜力的投资标的。

分析师：王恺

中国科学院大学工学博士，上海交通大学工学硕士，中国人民大学经济学硕士，天津大学工学学士。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事电子行业、科技产业研究。曾就职于航天科技集团。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn