

2022年02月04日

强瑞技术（301128.SZ）

新股覆盖研究

华为和苹果产业链拓展此消彼长，业绩有望走出低谷重拾向上

主要看点

◆ **公司是长期专注于国内治具领域的细分产业小龙头：**公司成立于2005年，主要从事工装和检测用治具及设备的研发、设计、生产和销售，致力于为客户提供实现自动化生产、提高生产效率和良品率的治具及设备产品。治具和设备作为公司产品两大类，比较而言，治具是当前公司主导产品，2018至2021年上半年公司治具产品的收入占比均在61%左右；现阶段公司产品应用下游主要为移动终端电子生产，应用范围涵盖了智能手机前段制造和后段制造过程中的大多数工艺，产品线较为丰富。公司产品竞争优势主要体现在“快速响应、高度定制化、深刻理解客户产品需求、小批量多种类多批次、短交期”等方面，从公司与核心客户华为的合作来看，公司在移动终端治具及设备细分领域已经占据明显的竞争领先优势；2018-2020年度，公司向华为终端交付的订单份额均排名同类产品采购第一。

◆ **依托下游发展日新月异及高迭代属性，公司所处行业虽小但蕴含大潜力：**治具产品具有显著的定制化、非标准化的特性，必须和工件的外形、尺寸等严格适配；当前阶段，公司产品主要应用于以智能手机为主的移动终端电子产品领域；受益于下游智能手机等消费电子产品较大的市场规模基数及较快的更新换代速度，治具行业虽然单体价值量有限，但依旧蕴含着较大的市场发展空间及发展潜力。同时，在智能手机之外，随着5G通信的普及、以及人工智能、元宇宙等新技术应用的发展，智能可穿戴产业和智能汽车产业正进入快速发展阶段，预计也有望为自动化治具及设备应用开辟新增长空间。

◆ **华为单一客户风险已经明显释放，业绩逐渐回归稳健：**1) 2020年之前公司业务对大客户华为有明显依赖，2020年四季度起，华为因美国制裁等不可抗力原因影响，2020Q4至2021年公司从华为获取的订单大幅下滑，也拖累公司业绩同步走低。以报告期收入数据来看，2018年和2019年公司收入多数来源于华为终端的智能手机业务，18-19年公司对第一大客户华为的销售占比分别为82.65%和87.25%；2020年，即便当年华为因美国制裁导致智能手机全球出货量下滑，但当期公司对华为的销售占比依旧达到了54.72%。2) 截至2021年公司业务已经较大程度消化华为订单失速影响；2021年上半年，公司对大客户华为销售占比已经降至了18.35%，业务依赖性显著降低。通过拆解华为订单，我们倾向于认为，华为订单失速影响预计已经得到明显消化：一方面，2020-2021H1，相对不受美国制裁影响的华为网络通信业务订单占比快速提升，截止到2021年上半年，网络通信业务订单收入占比已经达到39.14%，后续华为订单在2021年基础上保持稳定的概率明显提升；另一方面，荣耀从华为体系剥离，智能手机业务逐渐正常化，2021年重回国内智能手机销售前五，凭借着过去公司与华为体系内的荣耀品牌良好的合作基础，公司对荣耀的订单有望复苏。

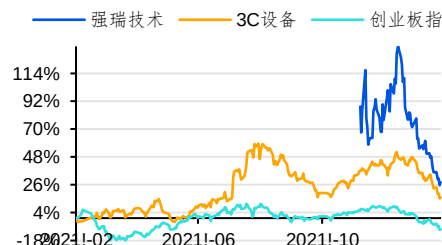
◆ **苹果产业链拓展渐入佳境，公司有望重新启航：**1) 以强瑞装备为主体拓展苹果产

股价(2022-01-28) 38.20 元

交易数据

总市值（百万元）	2,822.47
流通市值（百万元）	705.62
总股本（百万股）	73.89
流通股本（百万股）	18.47
12个月价格区间	37.55/79.80 元

一年股价表现



资料来源：Wind 数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-17.71	12.57	9.77
绝对收益	-30.16		

分析师

李蕙
 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

业链进境顺利；2019年1月，公司合作成立强瑞装备；2019年11月，公司以强瑞装备估值1亿元的价格收购强瑞装备剩余57%的股权。以苹果产业链公司合计来看，2020年公司对苹果产业链客户的销售收入约为1.44亿元，占比为34.60%；2021年上半年，公司对苹果产业链公司的销售占比提升至55.79%，其中，苹果产业链的富士康已经取代华为成为公司第一大客户，当期实现销售收入占公司收入总额比例达到26.45%。2) 上市初期即再度加码苹果产业链，发展提速可期。公司在上市仅仅2个月余之后，即发布购买资产公告，拟使用超募资金共计4,050万元对昆山福瑞铭进行投资并取得昆山福瑞铭51%股权；本次收购为公司横向并购，通过整合公司与昆山福瑞铭之间的技术及客户资源，能够直接提升公司对苹果产业链大厂立讯精密的供货金额，进一步夯实公司在苹果供应链体系中的地位。

◆ **投资建议：**华为作为公司过去最大的单一客户，因美国制裁等不可抗力对公司造成的订单急剧下滑冲击，预计在2021年已经得到了明显消化；同时，2020-2021年公司苹果产业链客户拓展也渐入佳境，与富士康、立讯精密等苹果产业链大厂合作也逐渐深入，我们倾向于认为，公司有望在2022年走过低谷期、重新进入新成长阶段。尤其是叠加以5G为代表的新一轮科技周期启动，以及全球芯片短缺问题正逐渐得到边际改善，2022年智能手机消费可能将继续反弹、智能可穿戴及智能汽车产业发展也将步入快周期，预计也将进一步推升治具等自动化设备基础耗材型部件和小型加工检测器械的需求量和迭代频率，并为公司创造更为有利的发展环境。当前，从同行业公司对比来看，公司市值相对较小，PE-TTM估值处于行业中位，产品线和客户线也正处于快速拓展阶段；综合考虑公司业绩变化预期及新客户、新业务开拓可能带来的发展机遇，我们建议关注强瑞科技在2022年可能的投资机会，并对公司予以首次覆盖。

◆ **风险提示：**下游行业较为集中风险、市场竞争风险、订单和收入季节性波动的风险、新冠疫情影响、人力成本上升风险等。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2018A	2019A	2020A
主营收入(百万元)	249.0	347.4	420.2
同比增长(%)	102.9%	39.5%	21.0%
营业利润(百万元)	30.6	71.5	76.9
同比增长(%)	130.1%	133.7%	7.6%
净利润(百万元)	27.1	61.6	64.3
同比增长(%)	127.7%	127.3%	4.4%
每股收益(元)		1.21	1.16

数据来源：Wind，华金证券研究所

内容目录

一、公司是长期专注于国内冶金领域的细分产业小龙头	5
(一) 公司成立至今始终深耕自动化冶金及设备细分领域	5
(二) 公司产品在细分市场竞争中已经占据领先优势	6
二、依托下游发展日新月异及高迭代属性，公司所处行业虽小但蕴含大潜力	9
三、华为单一客户风险已经明显释放，业绩逐渐回归稳健	11
(一) 2020 年之前公司业务对大客户华为有明显依赖	11
(二) 截至 2021 年公司业务已经较大程度消化华为订单失速影响	13
四、苹果产业链拓展渐入佳境，公司有望重新启航	14
(一) 借收购强势切入苹果产业链，21 年富士康已跃升第一大客户	14
(二) 上市初期即再度加码苹果产业链，发展提速可期	16
五、投资建议及风险提示	17
(一) 投资建议	17
(二) 风险提示	17

图表目录

图 1：公司产品在智能手机生产领域的应用（蓝色框代表公司产品的应用范围）	8
图 2：2003-2020 年全球智能手机出货量及增速（百万部）	9
图 3：2011-2021 年全国智能手机出货量及增速（万部）	9
图 4：国内近年上市机型数量基本稳定在 500 个左右	10
图 5：全球可穿戴设备出货量保持稳定较快增长趋势	10
图 6：特斯拉汽车全球销售持续高速增长	10
图 7：我国造车新势力最近两年销量增长迅猛	11
图 8：在政策促进下我国新能源汽车销量 2021 年出现高速增长	11
图 9：华为智能手机全球出货量变化（含荣耀）	11
图 10：依托华为全球出货量增长，公司收入同比实现较快增长	11
图 11：芯片断供后华为全球出货量明显下降	12
图 12：2020 年全球出货量前五中华为排名第三	12
图 13：公司收入增速变化	13
图 14：公司归母净利润增速变化	13
图 15：公司对华为终端销售收入 2020-2021H1 明显下滑	13
图 16：截至 2021H1，华为网络通信领域订单占比增至约 4 成	13
图 17：强瑞装备原主要股东申觉中过往持续服务于苹果产业链	15
表 1：公司冶金产品类别及应用工序	5
表 2：公司设备产品类别及应用工序	6
表 3：公司冶金产品线与同行业竞争对手比较，公司产品覆盖智能手机前后端制造、产品线相对丰富	8
表 4：2021 年全球出货量品牌排名，华为已经淡出前五榜单	12
表 5：2021 年国内出货量品牌排名，荣耀位列第五位	14
表 6：强瑞装备与申觉中过往控制企业之间存在交易主体不同，强瑞装备具备业务独立性	15
表 7：2019-2021H1 公司前五大客户变化	15
表 8：昆山福瑞铭历史业绩	16

表 9：昆山福瑞铭目前共取得 14 项实用新型专利，涵盖消费电子和汽车领域.....	16
表 10：同行业上市公司估值与业绩对比	17

一、公司是长期专注于国内治具领域的细分产业小龙头

（一）公司成立至今始终深耕自动化治具及设备细分领域

公司成立于 2005 年，现有公司员工 800 余人，研发团队 170 余人。公司主要从事工装和检测用治具及设备的研发、设计、生产和销售，致力于为客户提供实现自动化生产、提高生产效率和良品率的治具及设备产品。治具和设备作为公司产品两大类别，比较而言，治具是当前公司主导产品，为定制化设计生产；2018 至 2021 年上半年，公司治具产品的收入占比均在 61%左右。

现阶段公司产品应用下游主要为移动终端电子生产，应用范围涵盖了智能手机前段制造和后段制造过程中的大多数工艺，产品线较为丰富；其中，工装治具及设备主要用于移动终端电子产品零部件模组及整机的组装、拆卸和加工等工序；而检测治具及设备则主要用于移动终端电子产品电性能、光学性能、气密性、射频及音频等方面的检测。

表 1：公司治具产品类别及应用工序

产品类别		应用工序
治 具	工装治具	保压治具
		使屏幕等部位点胶固化
		屏幕组装治具
		组装手机屏幕
		电池盖组装治具
		组装手机电池盖
		电池组装治具
		组装手机电池
		钢片组装治具
		组装手机内部钢片
		锁螺丝治具
		锁附手机内外部螺丝
		BTB 压合治具
		压合手机 BTB（板对板）接口
		指纹模组组装治具
		组装指纹模组
		点胶治具
		屏幕、电池盖等的点胶工序
		镭雕治具
		金属件表面镭雕工序
	拆卸治具	贴膜治具
		屏幕贴膜工序
		屏蔽罩组装治具
		组装手机内部屏蔽罩
		标签粘贴治具
		粘贴标签
		麦拉片贴合治具
		贴装光线遮挡麦拉片
	加工治具	泡棉粘贴治具
		粘贴摄像头泡棉等
		石墨片组装治具
		组装手机内部散热石墨片
		侧键组装治具
检测治具	组装治具	组装手机侧面音量键等
		摄像头组装治具
		组装手机摄像头
		屏幕模组组装治具
		屏幕膜组组装（前段）
	拆卸治具	屏幕拆卸治具
		维修时拆卸屏幕
		电池盖拆卸治具
		维修时拆卸电池盖
		电池拆卸治具
	加工治具	维修时拆卸电池
		拆螺钉治具
		维修时拆卸螺丝
		指纹模组拆卸治具
		维修时拆卸指纹模组
检测治具	电性能检测治具	CNC 治具
		金属结构件 CNC 加工（前段）
检测治具	电性能检测治具	焊接治具
		中框焊接（前段）
检测治具	电性能检测治具	整机/主板/模组等的电性能检测

光学性能检测治具	摄像头、屏幕等的光学性能检测
气密性检测	整机或模组的防水性能检测（后段+前段）
射频检测治具	整机射频信号检测
音频检测治具	音频性能检测
其他检测治具	外观检测、跌落测试等

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

表 2：公司设备产品类别及应用工序

产品类别		应用工序
工 装 设 备	屏幕组装设备	组装手机屏幕
	电池盖组装设备	组装手机电池盖
	电池组装设备	组装手机电池
	BTB 压合设备	压合 BTB 接口
	屏幕贴膜设备	屏幕贴膜
	钢片组装设备	组装手机内部钢片
	锁螺丝设备	锁附手机内外螺丝
	指纹模组压合设备	压合指纹模组
	麦拉片贴合设备	贴合光线遮挡麦拉片
	智能手表组装设备	组装智能手表
设 备	拆卸设备	维修时拆卸屏幕
	电池盖拆卸设备	维修时拆卸电池盖
	电池拆卸设备	维修时拆卸电池
检 测 设 备	气密性检测设备	整机/模组防水性能检测（后段+前段）
	摄像头 OIS 检测设备	检测摄像头光学防抖功能
	摄像头多功能检测设备	检测摄像头连续自动聚焦、相位检测自动对焦、光学防抖功能及景深对焦等功能
	激光功率检测设备	检测高端智能手机人脸识别激光功率
	折叠屏老化测试设备	检测折叠屏手机的屏幕使用寿命
	Sar sensor 检测设备	检测手机内置电磁波传感功能
	半自动微跌设备	检测组件安装牢固程度
	指纹模组检测设备	检测指纹模组功能
	摄像头模组性能检测设备	摄像头模组性能检测（前段）

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（二）公司产品在细分市场竞争中已经占据领先优势

从公司与核心客户华为的合作来看，公司在移动终端治具及设备细分领域已经占据明显的竞争领先优势；主要体现在“快速响应、高度定制化、深刻理解客户产品需求、小批量多种类多批次、短交期”等方面。2017 年第一季度至 2021 年第二季度，公司共有 16 个季度获得了华为 A 类供应商的评价、2 个季度获得了华为 B 类供应商的评价，考核排名靠前；2018-2020 年度，公司向华为终端交付的订单份额均排名同类产品采购第一。

（1）快速响应和交付优势

公司的下游应用领域主要为移动终端等消费电子产品，其具有生命周期短、更新换代速度快等特点。为实现更快的响应及交付速度，公司主动进行模式创新，在生产经营中紧密配合客户的个性化要求，以客户产品和订单需求为核心，采取“定制研发、以销定产、以产定购”的模式，在“多批次、小批量”的生产交付过程中不断压缩交付周期；目前，公司已经可以根据产品市场、用户需求和客户需求的变化迅速地实现技术设计的同步更新，最大限度满足客户需求。以报告期核心客户华为为例，公司实践着“07990”的服务目标，即“7天交付、99%良率、0投诉”，获得了华为较高的认可。

（2）技术和产品的及时持续创新

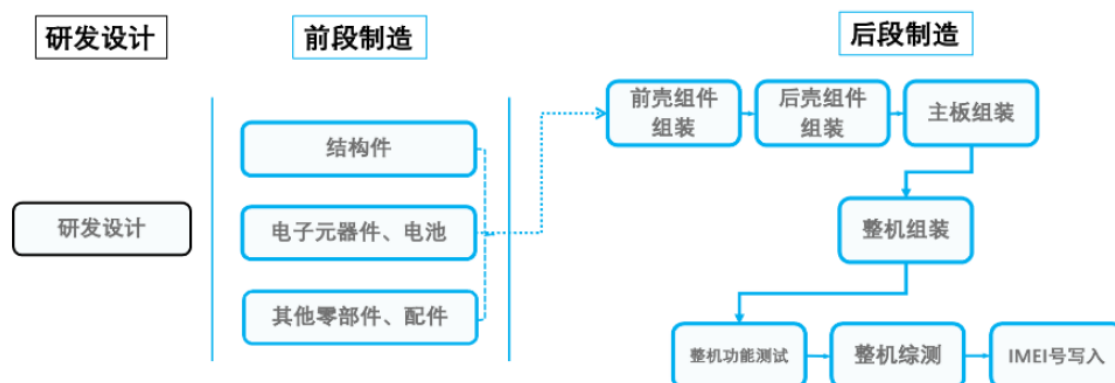
经过多年治具业务深耕，公司已积累了大量技术服务经验，公司及子公司累计拥有发明专利、实用新型专利和外观设计专利分别为 14 项、136 项、5 项。

- ✧ 在曲面屏组装方面，公司设计出高精度仿形压头，同时对压力控制技术进行了大幅改进，以实现屏幕曲面部分的整体压合，且压合力度高度均匀，压合角度和位置精准匹配曲面屏幕；在曲面屏贴膜方面，公司研发的多轴联动控制技术较好地解决了该等技术难题，实现了曲面屏的高精度贴膜效果；
- ✧ 在屏幕模组精密组装方面，公司对客户沿用多年的设计方案提出了多处优化和更新建议；
- ✧ 在金属治具产品及其结构件加工方面，公司将注塑成型技术运用于金属成型，在产品结构设计和模具设计的基础上，通过调整金属粉末与塑料粉末的配比关系，确保经过加热成型、脱脂、烧结等工艺后的治具或其零部件在精度、硬度、尺寸等方面保持高度一致性且符合客户要求；该项技术替代 CNC 加工技术，实现了对批量较大金属结构件的高效生产。
- ✧ 在气密性检测方面，公司通过积极创新自主研发出气密性测漏仪，能精确测量智能手机整机及相关部位的气密性特征，检测范围为-100kpa 至 1000kpa，检测精度可达 1pa，领先同行。

（3）产品线相对丰富以满足客户多样化采购需求

公司生产的治具和设备产品在智能手机生产领域的应用范围涵盖了前段制造和后段制造过程中的大多数工艺，产品线较为丰富。其中，在智能手机前段制造过程中，公司产品的应用范围既包括加工、组装、及屏幕模组等的性能检测工序；在智能手机后段制造过程中，公司生产的治具和设备涵盖了其中的多数组装和检测工序。

图 1：公司产品在智能手机生产领域的应用（蓝色框代表公司产品应用范围）



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

表 3：公司治具产品线与同行业竞争对手比较，公司产品覆盖智能手机前后端制造、产品线相对丰富

治具竞争对手比较	博杰股份	赛腾股份	科瑞技术	博众精工	强瑞技术
治具产品的明 细类别	Holder 治具(存在竞争)	1.主板电性能测试治具 (存在竞争); 2.气密性测试治具 (存在竞争); 3.机械性能测试治具 (存在竞争); 4.信息抹除治具(存在竞争); 5.拆手机屏治具(存在竞争); 6.手机屏幕压合治具 (存在竞争); 7.LCD 测试治具(存在竞争)	1.惯性测试机台托盘; 2.手机 PT3001 测试平台夹具(存在竞争); 3.天线波形检测夹具 (存在竞争); 4.ABT 按钮治具模组	1.高精密按键垫片组 装设备载具; 2.高精密按键垫片组 装设备载具开合治具 (存在竞争); 3.高精密按键垫片组 装设备顶排线治具; 4.拉拔力治具(存在竞争); 5.右排线焊接治具 (存在竞争); 6.PAM 复核自动焊接治具(存在竞争); 7.RAW 手自动线治具	检测治具: 1 电性能检测治具 2 光学性能检测治具 3 气密性检测治具 4 射频检测治具 5 音频检测治具 6 其他检测治具 工装治具: 1 组织类治具 2 拆卸类治具 3 加工类治具

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（4）优质客户群体的共同认可

除了与公司具有长期良好合作关系的核心大客户华为之外，公司也积累了其他不少业内知名的优质客户资源，包括括富士康、vivo、蓝思科技、立讯精密、智信仪器、捷普绿点、比亚迪、鹏鼎控股、海康威视等。一般来说，优质客户对供应商的选定有着严格的标准和程序，一旦合作关系确立，不会轻易变更。优质客户群体的共同认可，有望推动公司跟随客户的规模扩张而共同成长，为公司长期持续稳定发展奠定坚实的基础。

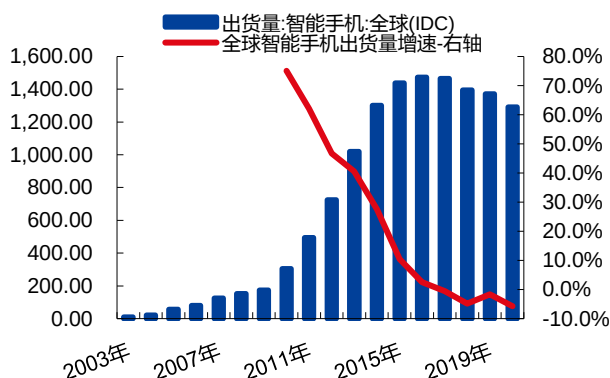
二、依托下游发展日新月异及高迭代属性，公司所处行业虽小但蕴含大潜力

治具是公司的主导产品，是收入的重要来源。通常来说，在设备中直接与工件接触并起到固定位置、辅助组装或检测等作用的装置即为一套治具，治具属于高度定制化生产，必须和工件的外形、尺寸等严格适配。一方面，治具与工件直接接触，必须与客户产品的规格、型号完全匹配，以确保精度不损坏客户产品；另一方面，治具产品要与客户设备配套使用，必须符合客户个性化的技术参数，以便与客户设备产品合力实现高效稳定的对接，主要的技术参数包括加工精度、动作控制精度、按压力度、老化次数、检测或动作速度及频率、检测精密密度、测试灵敏度、产品兼容性等等。以智能手机为例，不同手机品牌产品对零部件的要求各不相同，且同款手机里针对不同制造、检测工序所使用的技术参数也存在差异，因此治具产品具有显著的定制化、非标准化的特性；随着新机型的推出，手机品牌商或代工厂商通常需要新建手机生产线或对原生产线进行更新，相关治具产品通常需予以替换和更新。

当前阶段，公司产品主要应用于以智能手机为主的移动终端电子产品领域；受益于下游智能手机等消费电子产品较大的市场规模基数及较快的更新换代速度，治具行业虽然单体价值量有限，但依旧蕴含着较大的市场发展空间及发展潜力。

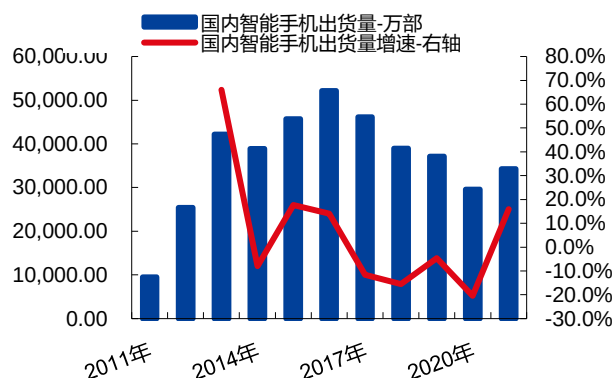
(1) 消费电子行业市场规模较大，而依托于此的治具行业预计也将同步受益。根据 IDC 统计数据，2010 至 2016 年全球智能手机市场处于高速发展阶段，年化复合增速达 30.01%；2017 至 2020 年，因贸易争端、新冠疫情和芯片短缺等诸多因素冲击，智能手机市场增速略有回落，但智能手机全球年出货量基本依旧维持在 13 亿部附近。截至最新，2021 年，智能手机市场在连续 4 年回落之后开始出现反弹，根据市场研究公司 CounterpartResearch 在 2022 年 1 月发布的最新报告显示，预计 2021 年全球智能手机出货量同比增长 4%，达到 13.9 亿台；而国内手机市场反弹则更为显著，信通院数据显示 2021 年国内市场智能手机总体出货量累计 3.43 亿部，同比增长达到 15.9%。

图 2：2003-2020 年全球智能手机出货量及增速（百万部）



资料来源：IDC，Wind，华金证券研究所

图 3：2011-2021 年全国智能手机出货量及增速（万部）

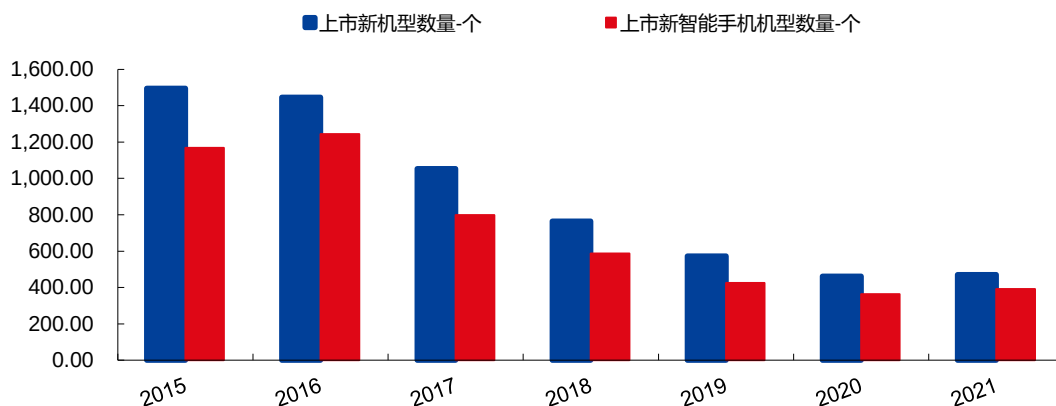


资料来源：工信部、信通院，Wind，华金证券研究所

(2) 国内手机机型极快的更新换代速度，有望持续推升相应治具的需求量和需求速度明显增长。根据信通院数据，2018 年至 2021 年，国内上市新机型总数分别为 764 款、573 款、462

款和 483 款，平均每年国内新上市机型款数达到 570.5 个；而 20-21 年最近二年即便受到疫情影响，年上市新机款数也接近 500 个。

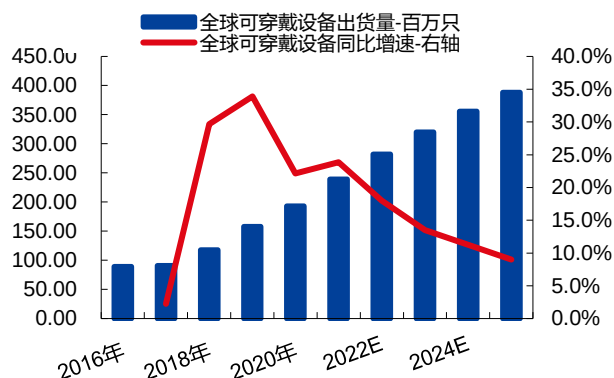
图 4：国内近年上市机型数量基本稳定在 500 个左右



资料来源：信通院，Wind，华金证券研究所

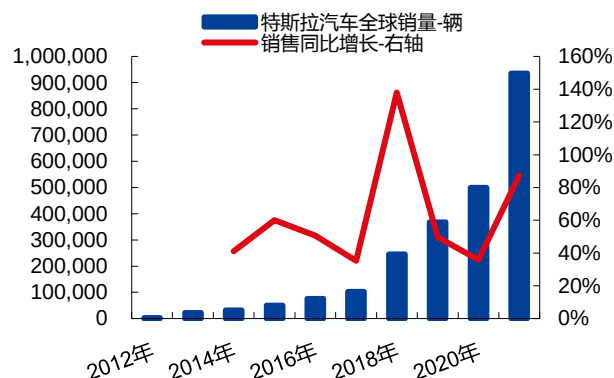
(3) 在智能手机之外，随着 5G 通信的普及、以及人工智能、元宇宙等新技术应用的发展，智能可穿戴产业和智能汽车产业正进入快速发展阶段，预计有望为自动化冶金及设备应用开辟新增长空间。一方面，全球智能可穿戴设备出货量有望稳步增长，增速预计将快于手机和平板；根据 CCS Insights 数据，2020 年全球可穿戴设备(智能手表、智能手环)整体出货量为 1.93 亿只，较 2019 年同比增长约 24%；预计 2025 年全球可穿戴设备出货量将达 3.88 亿只，未来五年复合增速预计将达到约 15%。另一方面，包括苹果、小米、华为等各大科技巨头纷纷入局造车产业，智能汽车作为继智能手机之后的下一代核心移动终端正逐渐取得共识，智能汽车产业有望迎来爆发式发展；而从全球智能汽车产业发展先行者-特斯拉的销售数据来看，销量持续火热，以 2012 年 modelS 发布为起点、近 9 年年度复合增速高达 91%，以 ModelX 交付和 Model3 面世的 2016 年前后为起点、近 5 年年度复合增速同样高达 65%，应该来说，智能汽车产业获得了用户的广泛认可；同时，国内“蔚小理”等造车新势力的销售数据也凸显国内智能汽车产业的强劲发展。

图 5：全球可穿戴设备出货量保持稳定较快增长趋势



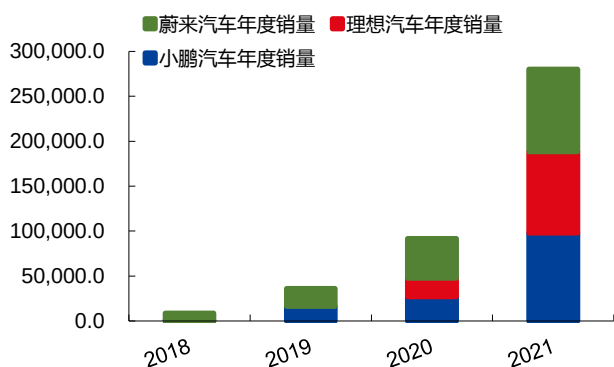
资料来源：CCS Insights，前瞻产业研究院，Ofweek，华金证券研究所

图 6：特斯拉汽车全球销售持续高速增长



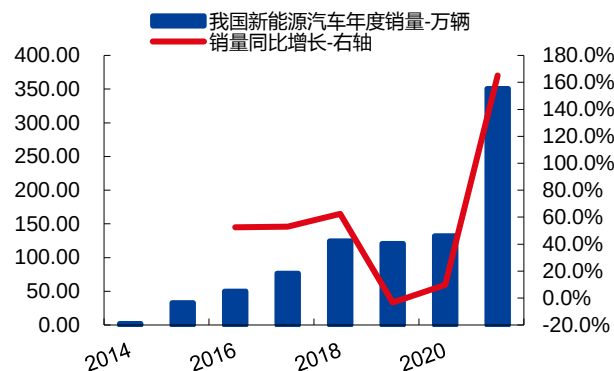
资料来源：特斯拉公告，Wind，华金证券研究所

图 7：我国造车新势力最近两年销量增长迅猛



资料来源：Wind，上市公司公告，乘联会，华金证券研究所

图 8：在政策促进下我国新能源汽车销量 2021 年出现高速增长



资料来源：Wind，中汽协，华金证券研究所

三、华为单一客户风险已经明显释放，业绩逐渐回归稳健

（一）2020 年之前公司业务对大客户华为有明显依赖

华为是公司的核心客户，双方良好的合作关系持续超过 10 年；2017-2019 年公司向华为的供货金额占华为终端同类产品采购总额的比例分别约为 35%、40%和 41%，其中 2018 年和 2019 年均排名第一；2020 年，虽然华为采购总额降幅较大，但公司对华为终端的供货份额未发生明显变化，对华为终端的实际供货份额约为 40%-45%，排名同类第一。而以报告期收入数据来看，2018 年和 2019 年公司收入多数来源于华为终端的智能手机业务，18-19 年公司第一大客户华为的销售占比分别为 82.65%和 87.25%；2020 年，即便当年华为因美国制裁导致智能手机全球出货量下滑，但当期公司对华为的销售占比依旧达到了 54.72%。基于此，我们或可以推测说，2020 年之前，公司业务对大客户华为存在明显依赖。

过去，正是基于华为对公司研发设计及生产交付能力的较高认可，公司业务收入伴随着华为终端手机的快速发展而水涨船高。2016-2020 年，伴随着华为智能手机全球出货量从 1.39 亿部最高增长到 2.4 亿部（2019 年）、华为全球出货量占比从 9.41%最高上升至 17.55%（2019 年），公司营业收入出现同步较快增长，2017-2020 年公司实现收入总额分别为 1.23 亿元、2.49 亿元、3.47 亿元和 4.2 亿元。

图 9：华为智能手机全球出货量变化（含荣耀）

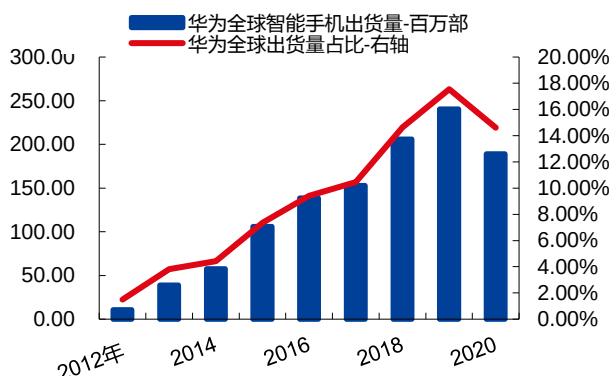
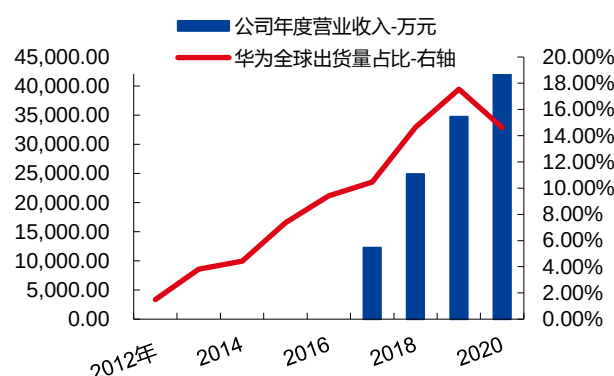


图 10：依托华为全球出货量增长，公司收入同比实现较快增长



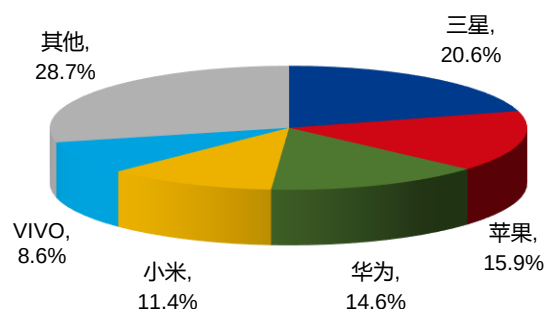
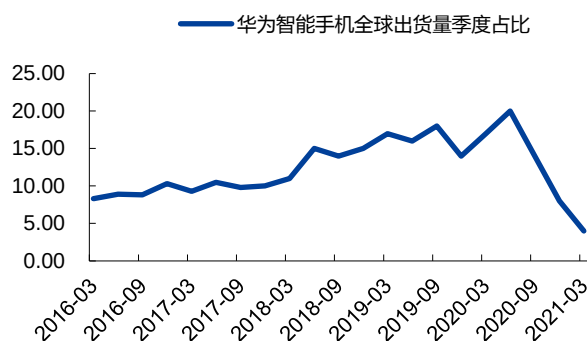
资料来源: IDC, Wind, 华金证券研究所

资料来源: IDC, Wind, 华金证券研究所

但 2020 年自从华为受到美国制裁以来,当年三季度开始华为 5G 芯片被断供、4G 芯片也出现短暂供给问题,华为智能手机业务的持续经营能力因芯片而面临不确定性;从智能手机全球出货量,2020 年四季度华为智能手机全球出货量环比下降 38%、同比下降 43%,2021 年华为智能手机全球出货量更是淡出前五位置、根据报道 2021Q1 华为全球出货量占比仅 4%左右。在华为智能手机全球出货量下降背景下,华为相应减少了对相关治具和设备的采购需求,公司业务也同步受到明显冲击。

图 11: 芯片断供后华为全球出货量明显下降

图 12: 2020 年全球出货量前五中华为排名第三



资料来源: IDC, Wind 华金证券研究所

资料来源: IDC, 互联网资料整理, 华金证券研究所

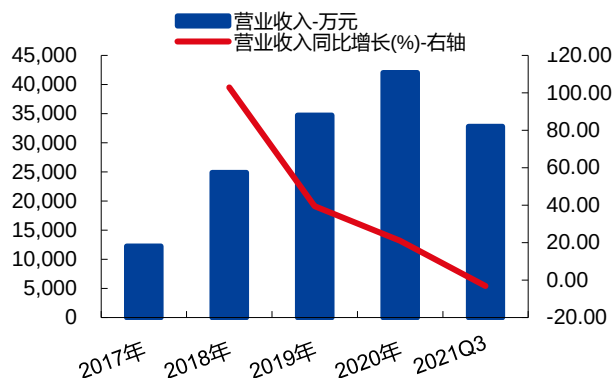
表 4: 2021 年全球出货量品牌排名, 华为已经淡出前五榜单

品牌商	2021 年全球出货量-百万部	2021 年全球市场份额	2020 年全球出货量-百万部	2020 年全球市场份额	21 年同比增长
三星	274.50	20%	255.5	20%	7%
苹果	230.1	17%	207.2	16%	11%
小米	191.2	14%	149.6	12%	28%
OPPO	145.1	11%	119.4	9%	22%
VIVO	129.9	10%	112.6	9%	15%
其他	379.4	28%	420.5	33%	-10%
合计	1350.2	100%	1264.7	100%	7%

资料来源: Canalys, 互联网资料整理, 华金证券研究所

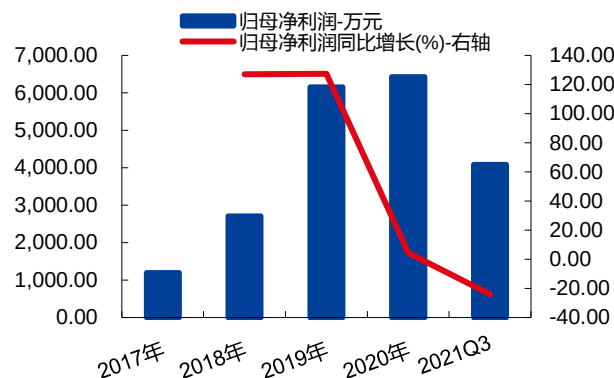
根据公司发布的最近财报显示,2021 年前三季度,公司实现营业收入 3.3 亿元,同比下滑 3.2%;实现归母净利润 4089.3 万元,同比下滑 24.1%。而在此之前,2018-2019 年,公司实现收入总额分别为 2.5 亿、3.5 亿,分别同比增长 102.9%、39.5%;实现归属于母公司净利润分别为 2707.5 万元和 6156.5 万元,分别同比增长 127.1%、127.4%;比较来看,2021 年公司业绩增长在华为事件的冲击之下步入低谷。

图 13：公司收入增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：公司归母净利润增速变化



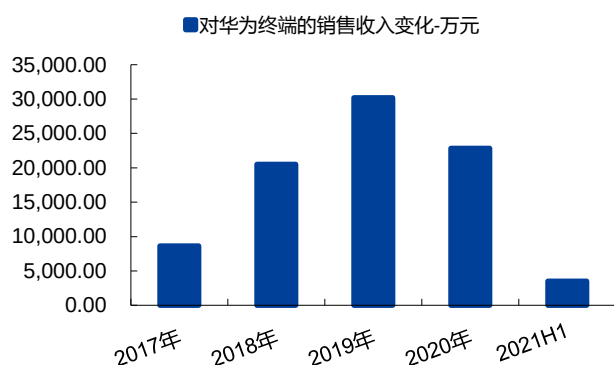
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）截至 2021 年公司业务已经较大程度消化华为订单失速影响

在华为智能手机发展受阻背景下，2020 年公司从华为终端获取的订单金额比 2019 年减少约 39%，其中 2020 年第四季度订单金额与上年同期相比减少约 54%；2021 年 1-8 月公司从华为（剥离荣耀业务）获取的订单金额与 2020 年同期相比减少约 67%。截止到 2021 年上半年，公司对大客户华为销售占比已经降至了 18.35%，业务依赖性显著降低。通过拆解华为订单，我们倾向于认为，华为订单失速影响已经得到明显消化：

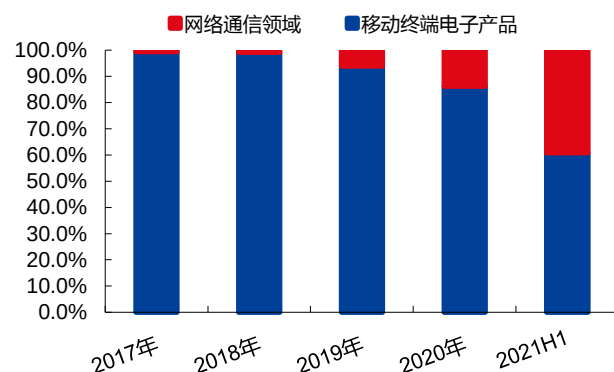
一方面，2020-2021H1，相对不受美国制裁影响的华为网络通信业务订单占比快速提升；截止到 2021 年上半年，网络通信业务订单收入占比已经达到 39.14%，后续华为订单在 2021 年基础上保持稳定的概率明显提升。根据公司介绍，2017 年开始公司向华为网络通信产品领域供货，凭借较强的交付和服务能力，2017-2021H1，公司来自华为网络通信产品领域的主营业务收入分别约为 46.16 万元、173.59 万元、1,840.58 万元、3,132.49 万元和 1,374.78 万元，保持较快速度提升。

图 15：公司对华为终端销售收入 2020-2021H1 明显下滑



资料来源：Wind，公司招股书，华金证券研究所

图 16：截至 2021H1，华为网络通信领域订单占比增至约 4 成



资料来源：Wind，公司招股书，华金证券研究所

另一方面，荣耀从华为体系剥离，智能手机业务逐渐正常化，2021 年重回国内智能手机销售前五；凭借着过去公司与华为体系内的荣耀品牌良好的合作基础，公司对荣耀的订单有望强劲复苏。2021 年 1 月开始，荣耀开始独立向公司下方采购订单；截至 2021 年上半年，荣耀已经

列入公司第三大客户，当期公司对荣耀销售收入达到 3380 万元，收入占比为 17.66%；根据招股书介绍，2021 年 1-8 月公司从荣耀获取的订单金额约为 6,568 万元，订单金额较上年同期出现增长。

表 5：2021 年国内出货量品牌排名，荣耀位列第五位

品牌商	2021 年国内出货量 -百万台	2021 年国内市场份 额	2020 年国内出货量 -百万台	2020 年国内市场份 额	2021 年同比增长
vivo	71	21.50%	57.5	17.70%	23.5%
OPPO	67.1	20.40%	56.7	17.40%	18.3%
小米	51.1	15.50%	39	12%	31.0%
苹果	50.3	15.30%	36.1	11.10%	39.3%
荣耀	38.6	11.70%	36.8	11.30%	4.9%
其他	51.3	15.60%	99.6	30.60%	-48.5%
合计	329.3	100%	325.7	100%	1.1%

资料来源：IDC，搜狐网资料整理，华金证券研究所

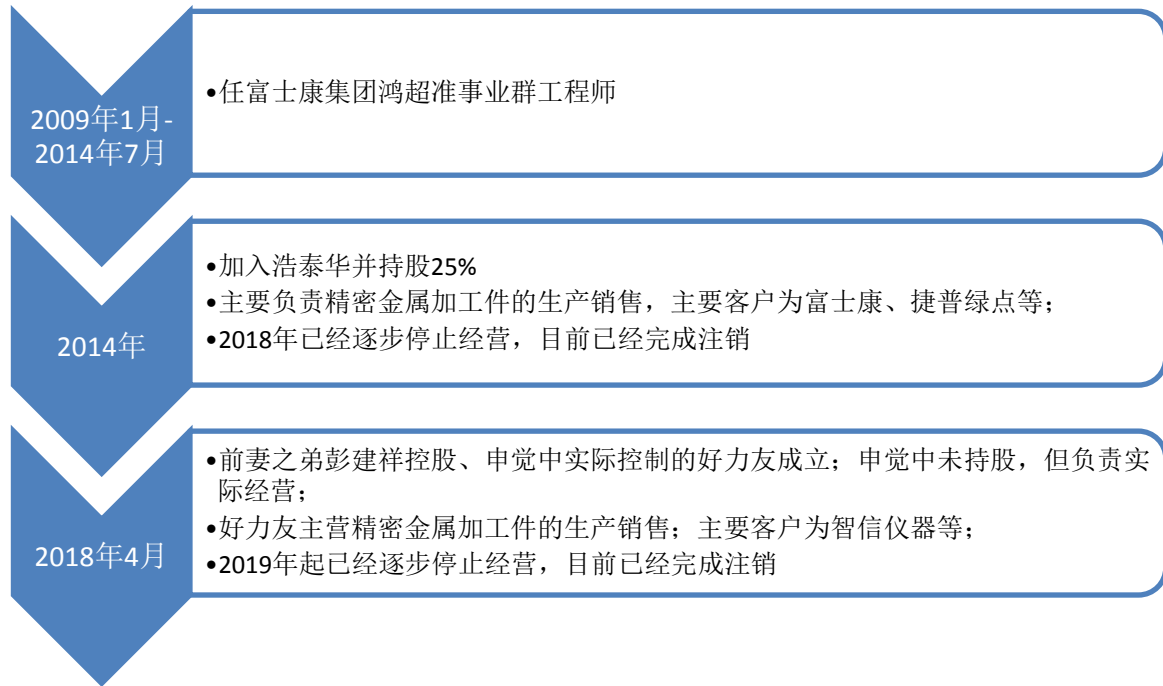
四、苹果产业链拓展渐入佳境，公司有望重新启航

（一）借收购强势切入苹果产业链，21 年富士康已跃升第一大客户

2019 年之前，公司产品主要供应给华为产业链，业务范围主要为移动智能终端的后段制造，以整机组装、主板制备和检测环节等产品供应为主；为优化公司客户结构及延伸产品线，2019 年 11 月，公司以强瑞装备估值 1 亿元的价格收购强瑞装备 57%的股权，收购后公司持有强瑞装备 100%股权。

强瑞装备成立于 2019 年 1 月，成立之初公司持有强瑞装备 43%股权，申觉中持有强瑞装备 49%股权；依托申觉中过往长期服务于苹果产业链客户，在智能手机精密治具和零部件制造过程中积累的丰富生产及服务经验，强瑞装备快速切入苹果产业链。2019 年 6 月，强瑞装备开始向苹果产业链供应商智信仪器供货；2019 年 7 月，强瑞装备开始向苹果代工厂捷普绿点（惠州和深圳公司）供货，后续还分别通过了无锡捷普绿点及成都捷普绿点的打样验证；2019 年 10 月，强瑞装备通过了裕展精密（鸿海科技集团子公司）苹果系列产品相关治具的打样验证；强瑞装备短时间内顺利通过检验并成为苹果产业链合格供应商。

图 17：强瑞装备原主要股东申觉中过往持续服务于苹果产业链



资料来源：公司招股书，华金证券研究所

表 6：强瑞装备与申觉中过往控制企业之间存在交易主体不同，强瑞装备具备业务独立性

主要客户	与浩泰华或好力友的主要交易主体	与强瑞装备的主要交易主体
富士康	富泰华	裕展精密
捷普绿点	惠州捷普绿点、深圳捷普绿点	无锡捷普绿点、成都捷普绿点
智信仪器	智信仪器	智信仪器及其子公司苏州华智诚精工科技有限公司

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

截止到 2021 年上半年，苹果产业链拓展进展顺利；以苹果产业链公司合计来看，2020 年公司对苹果产业链客户的销售收入约为 1.44 亿元，占比为 34.60%；2021 年上半年，公司、对苹果产业链公司的销售占比提升至 55.79%。其中，苹果产业链的富士康已经取代华为成为公司第一大客户，当期实现销售收入约 5000 万元，占公司收入总额比例达到 26.45%。

表 7：2019-2021H1 公司前五大客户变化

序号	2021 上半年			2020 年			2019 年		
	客户名称	销售收入	占主营业务收入比	客户名称	销售收入	占主营业务收入比	客户名称	销售收入	占主营业务收入比
1	富士康	5,062.39	26.45%	华为	22842.22	54.72%	华为	30214.84	87.25%
2	华为	3,512.12	18.35%	富士康	7487.15	17.94%	vivo	1051.23	3.04%
3	荣耀	3,380.12	17.66%	智信仪器	3436.32	8.23%	蓝思科技	553.21	1.60%
4	立讯精密	3,086.84	16.13%	捷普绿点	2513.77	6.02%	智信仪器	404.72	1.17%
5	智信仪器	1,207.98	6.31%	立讯精密	1900.17	4.55%	耕德电子	394.23	1.14%
	合计	16,249.46	84.90%	合计	38179.62	91.46%	合计	32618.23	94.19%

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（二）上市初期即再度加码苹果产业链，发展提速可期

公司于 2021 年 11 月 10 日在深交所创业板挂牌上市，而在仅仅 2 个月余之后，公司发布购买资产公告，拟使用超募资金共计 4,050 万元人民币对昆山福瑞铭进行投资、以增资及股权受让的方式取得昆山福瑞铭 51% 股权。

本次公司拟收购的昆山福瑞铭成立于 2017 年，现有主要客户为立铠精密等立讯精密控股子公司，2021 年度来自立铠精密终端的营业收入占比超过 89%；主要为该客户供应应用于苹果手机、平板生产制造过程的治具及自动化设备等，主营产品与公司高度一致。本次收购为公司横向并购，通过整合公司与昆山福瑞铭之间的技术及客户资源，能够直接提升公司对立讯精密的供货金额，帮助公司扩大在苹果产业链的市场份额，进一步夯实公司在苹果供应链体系中的地位。同时，借助于本次收购，公司将以较快的速度在昆山形成一支研发、生产队伍，为公司拓展、维护包括立讯精密、智信仪器等长三角地区业务创造更为有利的条件。

而从拟收购的标的昆山福瑞铭发展推测来看，基于大客户立铠精密扩大生产的计划，2021 年之后福瑞铭相关苹果产业链业务取得更快增长可期；依托于此，公司苹果产业链也有望发展提速。2019-2020 年，福瑞铭经过前期顺利完成与立铠精密的沟通、验厂、打样验证等一系列复杂程序，逐渐为立铠精密提供稳定的小批量生产，2019-2020 年公司分别实现收入总额 2050.6 万元和 2266.1 万元；2021 年，立铠精密获得立讯精密约 60 亿元增资并逐渐扩大生产，当年公司向立铠精密的供货量即出现大幅增长，当期实现收入总额 5239.1 万元（来自于立铠精密 4663 万元），较上年同期 131.2%；同时，根据公司公告中引述的公开信息，立讯精密在昆山新建数十条苹果手机组装线、计划到 2022 年底达到 1,200 万-1,500 万部组装量的产能，立铠精密及其各子公司大规模扩充产能，有望继续推升昆山福瑞铭的业务增长预期。

表 8：昆山福瑞铭历史业绩

项目	2019 年度（未经审计）	2020 年度（未经审计）	2021 年度（经审计）
营业收入-万元	2,050.55	2,266.07	5,239.08
营业利润-万元	20.85	29.2	1,031.59
净利润-万元	21.48	27.61	745.83

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 9：昆山福瑞铭目前共取得 14 项实用新型专利，涵盖消费电子和汽车领域

序号	发明名称	专利类型	法律状态	专利号	公开(公告)日期	发明人
1	一种智能手表的前屏压合治具	实用新型	授权	CN202021690685.4	2021/3/2	付雷
2	一种主机板测试治具	实用新型	授权	CN202021690722.1	2021/4/2	付雷
3	一种智能手表防水性能测试治具	实用新型	授权	CN202021690721.7	2021/3/16	付雷
4	一种平板电脑外壳开槽治具	实用新型	授权	CN202021290829.7	2021/2/5	付雷
5	一种硬盘测试治具	实用新型	授权	CN202021277456.X	2020/12/11	付雷
6	一种汽车前脸支架定位治具	实用新型	授权	CN202021277419.9	2021/3/5	付雷
7	一种汽车盖板贴泡棉条治具	实用新型	授权	CN202021279308.1	2021/3/5	付雷
8	一种防压伤的笔记本电脑外壳装夹治具	实用新型	授权	CN202021182302.2	2021/3/2	付雷
9	一种电动车边管固定治具	实用新型	授权	CN202021183117.5	2021/3/2	付雷

序号	发明名称	专利类型	法律状态	专利号	公开(公告)日期	发明人
10	一种电动车仪表的防水点胶治具	实用新型	授权	CN202021183119.4	2021/3/2	付雷
11	一种平板电脑外壳TPU护角压合治具	实用新型	授权	CN202021183152.7	2021/1/26	付雷
12	一种笔记本电脑把手振动测试治具	实用新型	授权	CN202021114182.2	2020/11/27	付雷
13	一种笔记本电脑主板插拔内存条治具	实用新型	授权	CN202021112352.3	2021/1/15	付雷
14	一种笔记本电脑翘脚整形治具	实用新型	授权	CN202021112305.9	2021/1/26	付雷

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、投资建议及风险提示

（一）投资建议

华为作为公司过去最大的单一客户，因美国制裁等不可抗力对公司造成的订单急剧下滑冲击，在 2021 年已经得到了明显消化；同时，2020-2021 年公司苹果产业链客户拓展也渐入佳境，与富士康、立讯精密等苹果产业链大厂合作也逐渐深入，我们预计，公司有望在 2022 年走过低谷期、重新进入新成长阶段。尤其是叠加以 5G 为代表的新一轮科技周期启动，以及全球芯片短缺问题正逐渐得到边际改善，2022 年智能手机消费可能将继续反弹、智能可穿戴及智能汽车产业发展也将步入快周期，预计将进一步推升治具等自动化设备基础耗材型部件和小型加工检测器械的需求量和创新迭代频度，并为公司创造更为有利的发展环境。

当前，从同行业公司对比来看，公司市值相对较小，PE-TTM 估值处于行业中位，产品线和客户线也正处于快速拓展阶段；综合考虑公司业绩变化预期及新客户、新业务开拓可能带来的发展机遇，我们建议关注强瑞科技在 2022 年可能的投资机会，并对公司予以首次覆盖。

表 10：同行业上市公司估值与业绩对比

代码	名称	市值-亿	PE-TTM	2021Q3 收入-亿元	2021Q3 收入增速%	2021Q3 归母净利润-万元	2021Q3 归母净利润增速%	2021Q3 销售毛利率%
688097.SH	博众精工	159.64	84.84	23.56	49.99	5,424.49	-48.49	33.60
002957.SZ	科瑞技术	77.76	35.16	17.16	12.80	17,102.04	-29.63	36.31
002975.SZ	博杰股份	76.66	29.03	9.11	-15.68	22,952.75	-25.17	51.39
603283.SH	赛腾股份	42.65	23.49	16.52	35.66	15,595.99	4.42	43.22
301013.SZ	利和兴	33.89	87.92	2.51	-16.07	1,523.01	-75.24	30.88
301128.SZ	强瑞技术	28.22	54.98	3.28	-3.17	4,089.26	-24.05	37.04

资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）风险提示

（1）下游行业较为集中风险

公司自创立以来一直深耕于消费电子产品领域，目前公司产品主要应用于移动终端电子产品的加工、组装和性能检测，公司的下游客户主要集中于消费电子行业。尽管公司在工业电子、网络通信等领域已做了业务布局，并且制定了向汽车电子、医疗电子等领域发展的战略规划，但短

时间内消费电子行业的客户仍是公司主要的收入来源，消费电子行业未来的发展状况对公司的盈利能力影响较大。如果下游消费电子行业发展出现较大不利变化，公司将面临经营业绩下滑的风险。

（2）市场竞争风险

现阶段公司产品以治具为主，设备占比较低，而博杰股份、赛腾股份、科瑞技术等同行业上市公司的产品结构均以设备为主。与前述公司相比，公司在设备领域的研发能力存在一定差距，处于相对劣势地位，未来可能面临竞争压力较大、市场开拓不及预期的风险。

（3）订单和收入季节性波动的风险

客户下发订单的时间及公司实现治具产品收入的时间与客户新机型的发布时间通常有较高的契合度，使得公司订单和收入可能跟随客户新品发布节奏而存在季节性波动风险，并进一步使得公司的盈利能力和生产经营存在一定的季节性风险。

（4）新冠疫情影响

若疫情进一步持续甚至加剧，可能导致公司下游客户产量下滑、公司原材料价格以及外协加工成本持续上涨等情形，进而将对公司生产经营和盈利水平产生不利影响。

（5）人力成本上升风险等

报告期内，人力成本是公司最主要的经营成本之一。随着公司业务的快速发展，公司员工人数呈持续增加的趋势。受经济发展以及通货膨胀等影响，未来公司员工平均工资可能会逐步提高，公司人力成本将相应上升。如果人均产出不能相应增长，则人力成本的上升可能会对公司的经营业绩带来不利影响。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn