

# 泓禧科技 (871857)

## 潜心扩张, 弄潮 AI PC

### 买入 (首次)

2024年02月20日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2,025E
营业总收入 (百万元)	525.78	427.08	490.74	587.10	702.93
同比	20.73%	-18.77%	14.90%	19.64%	19.73%
归母净利润 (百万元)	40.40	32.91	38.58	56.70	76.20
同比	6.56%	-18.54%	17.23%	46.96%	34.40%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.55	0.44	0.52	0.77	1.03
P/E (现价&最新摊薄)	23.74	29.14	24.86	16.92	12.59

#### 投资要点

■ **高精度电子线组件研发生产商:** 公司是一家高精度电子线组件研发生产商, 主要生产高精度电子线组件和微型扬声器产品。公司近年来业绩企稳回升, 公司 2020-2022 实现营收 4.36/5.26/4.27 亿元; 归母净利润 0.38/0.40/0.33 亿元。2023 年 Q1-Q3 实现营业收入 3.37 亿元, 同比下降 1.1%, 实现归母净利润 0.33 亿元, 同比上 9.6%。公司长期保持较大规模的研发投入, 提升自动化水平, 目前已获 52 项发明专利, 与世界一流品牌、国际知名企业建立了长期的合作关系。

■ **笔电消费疲软后迎来转机, AI 技术有望提振换机需求:**

1) 市场将迎来商用 PC 热潮。Canalys 最新研报表明, 2023 年第四季度, 全球个人电脑 (PC) 市场出货量同比增长 3%。QYResearch 最新报告显示, 预计 2029 年全球笔记本电脑市场规模将达到 1656.7 亿美元, 未来几年年复合增长率 CAGR 为 3.2%。

2) AI 技术扩大 PC 行业需求。Canalys 预测, 到 2027 年, AI PC 出货量将超过 1.7 亿台, 其中近 60% 将部署在商用领域; 截至 2023 年 6 月, 已有多家厂商品牌将在 2024 年密集推出具备 AI 功能的新机型。

■ **产品性能不断优化升级, 集中就近发展优势凸显:**

1) 主要产品的性能不断提高。公司高精度电子线组件良率均在 98% 以上, 微型扬声器良率均在 95% 以上, 且良率基本稳中有升。

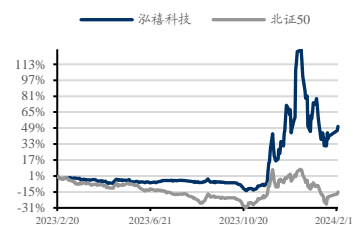
2) 产业链呈现头部集中现象。目前, 公司与其他三家企业占据笔记本电脑用高精度电子线组件绝大部分的市场份额。

3) 海外设厂实现就近低成本。设立缅甸子公司满足近年来下游客户前往东南亚等地区设厂需求, 降低人工成本。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于行业回暖及笔电行业的智能化趋势, 我们预计泓禧科技 2023-2025 年营业收入达到 4.91/5.87/7.03 亿元, 同比增速分别为 14.9%/19.6%/19.7%; 预计归母净利润分别为 0.39/0.57/0.76 亿元, EPS 分别为 0.52/0.77/1.03 元。按 2024 年 2 月 20 日收盘价, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 24.86/16.92/12.59 倍。横向比较我们发现, 泓禧科技 PE 较行业可比公司明显较低, 并且业绩增长确定性较强, 且受 2024 年下半年可能出现的 AI PC 热潮影响, 公司所处行业关注度升高有望引起公司估值抬升。基于此, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 市场竞争加剧风险、人力资源风险、客户集中风险、汇率波动风险、发出商品余额较大风险、外协加工占比较大风险、公司关联方较多的风险

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	12.96
一年最低/最高价	7.32/21.80
市净率(倍)	2.47
流通 A 股市值(百万元)	959.13
总市值(百万元)	959.13

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.26
资产负债率(% ,LF)	28.84
总股本(百万股)	74.01
流通 A 股(百万股)	74.01

#### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 泓禧科技：高精度电子线组件研发生产商</b> .....	<b>4</b>
1.1. 全球高端消费电子行业——线缆组件一站式供应商 .....	4
1.2. 连接技术与信号传输一站式服务 .....	5
1.3. 业绩显著企稳回升，研发投入持续加大 .....	5
1.4. 自主研发智能生产，携手客户共创辉煌 .....	7
<b>2. 笔电消费疲软后迎来转机，AI 技术有望提振换机需求</b> .....	<b>9</b>
2.1. 市场将迎来商用 PC 热潮 .....	9
2.2. AI 技术扩大 PC 行业需求 .....	10
<b>3. 产品性能不断优化升级，集中就近发展优势凸显</b> .....	<b>12</b>
3.1. 公司产品性能突出，更加受益 AI PC 时代 .....	12
3.2. 抢占头部客户，贴近客户海外设厂 .....	14
<b>4. 盈利预测与评级</b> .....	<b>16</b>
4.1. 盈利预测 .....	16
4.2. 估值与评级 .....	17
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	泓禧科技股权结构图.....	5
图 3:	公司 2018-2023 (Q1-Q3) 营收及同比增速.....	6
图 4:	公司 2021 年主营收入构成.....	6
图 5:	公司 2018-2023 (Q1-Q3) 销售毛利率及净利率.....	6
图 6:	公司 2018-2023 (Q1-Q3) 归母净利润及同比增速.....	7
图 7:	公司 2018-2023 (Q1-Q3) 期间费用率及构成.....	7
图 8:	2022 年全年全球笔电产业组装厂商出货量占比.....	8
图 9:	2023 年 Q4 全球 PC 出货量和年增长率.....	9
图 10:	2023 年全年全球 PC 出货量和年增长率.....	9
图 11:	笔记本电脑, 全球市场总体规模.....	9
图 12:	全球笔记本电脑市场前 10 强生产商排名及市场占有率.....	10
图 13:	2022 年-2027 年 AI PC 出货量预测 (按细分市场).....	10
图 14:	高精度电子线组件与微型扬声器产品图.....	13
图 15:	高精度电子线组件的主要生产工艺流程.....	13
图 16:	微型扬声器的主要生产工艺流程.....	14
图 17:	子公司战略布局图.....	15
表 1:	高精度电子线组件与微型扬声器核心竞争指标.....	12
表 2:	公司盈利预测.....	16
表 3:	Bi 公司盈利预测 (2024 年 2 月 19 日).....	17

## 1. 泓禧科技：高精度电子线组件研发生产商

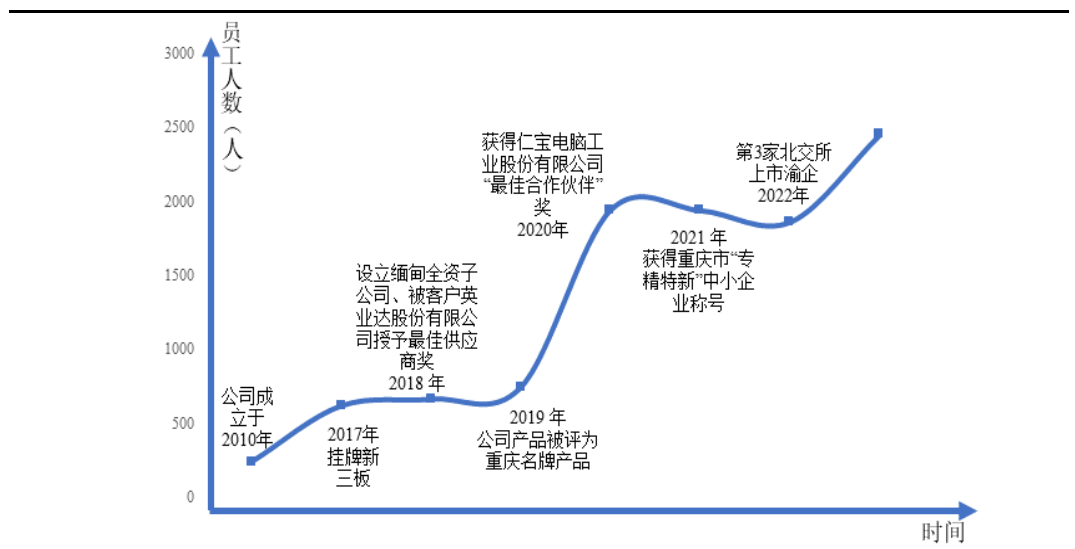
公司是一家高精度电子线组件研发生产商，主营业务为电子元器件、高精度电子线组件（主要为极细同轴线组件、极细铁氟龙线组件及其他高精度电子线组件）以及微型电声器件的设计、研发、生产和销售。

### 1.1. 全球高端消费电子行业——线缆组件一站式供应商

重庆市泓禧科技股份有限公司是一家由泓淋集团投资组建的高精度电子线组件研发生产商，专注于产品的设计、研发、生产和销售，致力于社会及环境管治、生产线工艺流程的研究和改进。公司的产品主要应用于笔记本电脑为主的消费电子领域，还包含服务器领域及一体机电脑（AIO）领域，也将拓展应用在安防、无人机、VR/AR 等领域。在笔记本电脑领域，已与仁宝、英业达、广达、联宝等国际知名企业建立了长期稳定的合作关系，并且已获得终端品牌惠普、联想、戴尔、华硕等世界一流品牌商对公司的认可，于 2021 年获得重庆市“专精特新”中小企业称号。

泓禧科技自 2010 年成立以来，形成了较强的品牌优势和技术实力，2017 年搬迁至公司新建厂房，配套相应扩建生产线等，同年挂牌新三板，2018 年在缅甸设立全资子公司，满足新型、微型电声器件的设计、研发、生产和销售的新增业务需求，2019 年公司产品被评为重庆名牌产品，2020 年获得仁宝电脑工业股份有限公司“最佳合作伙伴”奖，公司产品不断受到市场认可，2022 年在河南省商丘市设立子公司，成为第 3 家北交所上市渝企，2023 年正式在越南设立全资子公司。

图1：公司发展历程

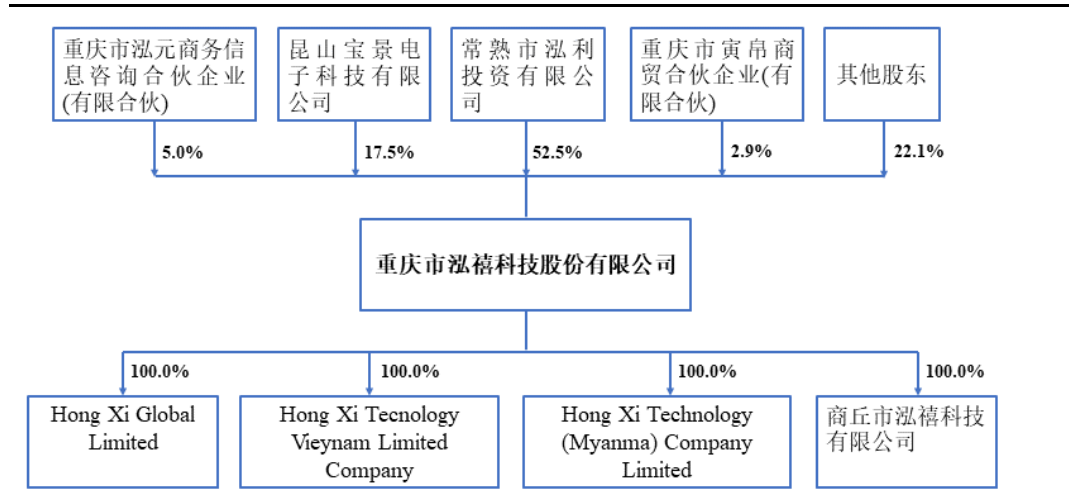


数据来源：泓禧科技年报，东吴证券研究所

公司于 2024 年 1 月股权结构微调，但实际控制权未发生变动。公司控股股东常熟市泓博通讯技术股份有限公司实施存续分立、新设公司常熟市泓利投资有限公司承继取

得泓禧科技 52.5%股份,分立前后重庆市泓禧科技股份有限公司实际控制人未发生变更,迟少林通过泓淋集团、重庆淋博、常熟泓利控制泓禧科技,为公司实际控制人。该变动完成后,预计公司股权结构将变更为如下图所示:

图2: 泓禧科技股权结构图



数据来源: 泓禧科技收购报告书, 东吴证券研究所

## 1.2. 连接技术与信号传输一站式服务

公司主要生产高精度电子线组件和微型扬声器,产品主要应用于笔记本电脑为主的消费电子领域。公司生产的高精度电子线组件主要由精密接插件、线材等零部件组成,用于连通电子设备内的器件、组件等,以实现信号快速、稳定、低损耗的传输。公司基于 2017 年完整生产线和产品配套能力的提升,以及长期在高精度电子线组件领域积累的客户资源与技术优势,于 2018 年导入扬声器业务,切入微型扬声器领域,以满足下游客户在笔记本电脑、智能终端等产品对微型扬声器的需求。公司生产的微型扬声器主要应用于笔记本电脑、多媒体音箱等智能终端产品。

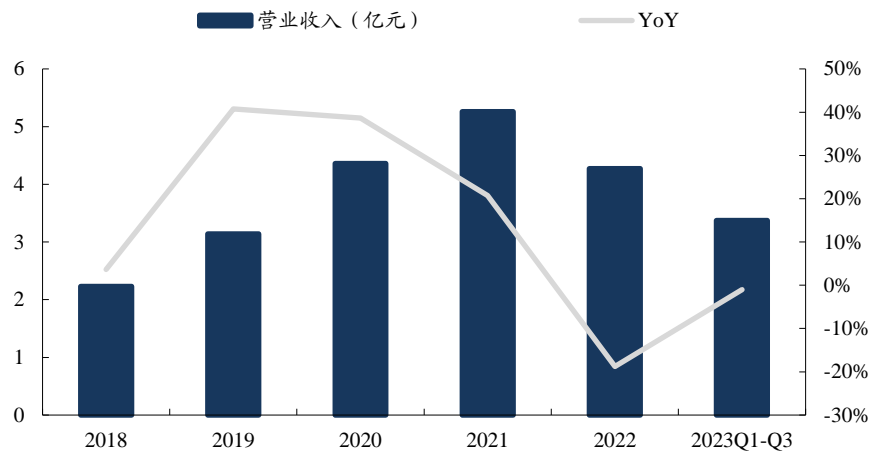
公司通过相似的工艺和相通的设备来提高生产效率,增强竞争力。公司的高精度电子线组件及微型扬声器均需根据客户的需求进行定制化的研发和生产,不属于标准化通用产品,其所用的部分原材料具有较强的通用性,能够广泛用于不同的应用领域,例如:安防领域、无人机领域、VR/AR 领域、服务器领域等。虽然不同应用场景下所使用的高精度电子线组件及微型扬声器在产品线径、接插件、特性阻抗、频响、失真等主要指标参数上可能存在一定的差异,但其生产工艺、生产流程及生产线设备较为相似。

## 1.3. 业绩显著企稳回升,研发投入持续加大

公司营业总收入 2018-2021 年逐年增长,从 2018 年的 2.23 亿元快速增长至 2021 年的 5.26 亿元。2020-2021 年高精度电子线组件新开发客户产品进入批量规模生产,高精度电子线组件受下游市场增量影响,原有客户订单量增加导致对其销售额增长,微型扬声器客户不断开拓,研发及生产能力逐步提升,销售额相应增加。其中,2021 年主营业

务高精度电子线组件与扬声器，营业收入同比增长 15.2%/51.7%。

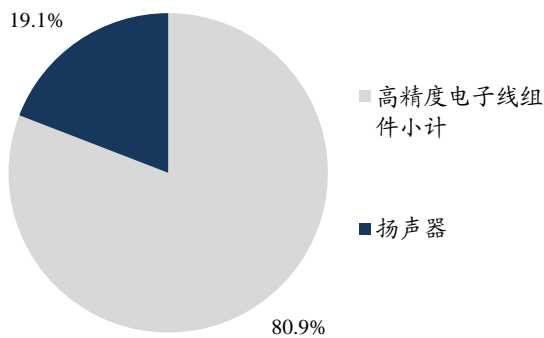
图3: 公司 2018-2023 (Q1-Q3) 营收及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

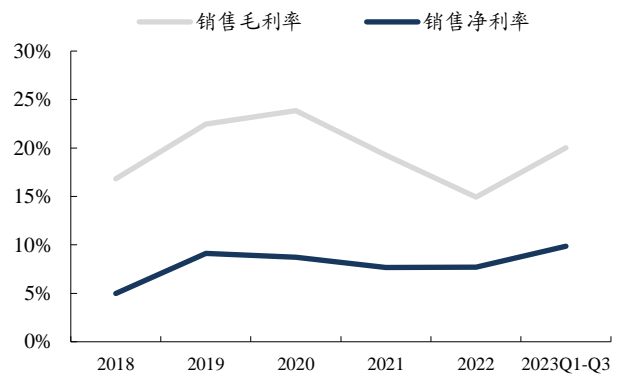
公司销售净利率与销售毛利率总体保持稳定，于 2022 年出现阶段性下滑。我们分析原因有如下几方面：1) 受宏观经济波动影响，全球笔记本电脑市场需求有所下滑，高精度电子线组件销售额同步有所下滑，营业收入下降 18.8%，导致其稼动率较低，进而影响了毛利率。2) 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率上升，同比提升 0.80/1.08/0.99 个百分点，使得净利率有所承压。

图4: 公司 2021 年主营收入构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 公司 2018-2023 (Q1-Q3) 销售毛利率及净利率

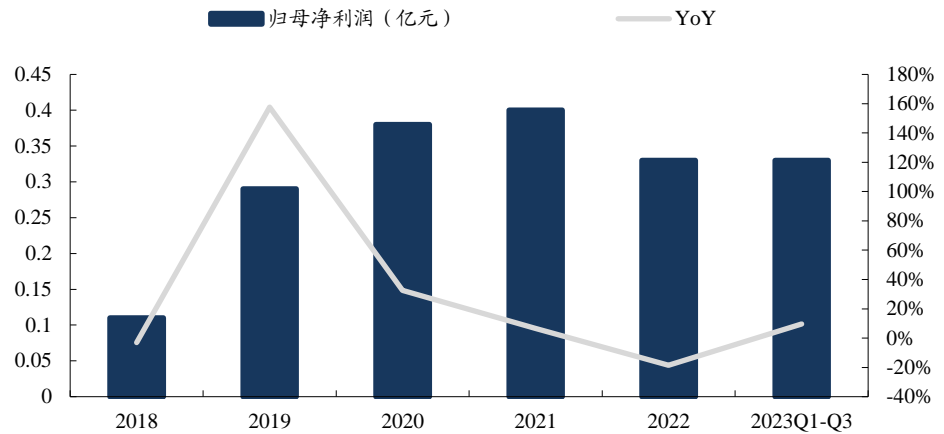


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司 2023 年业绩逐步回暖，净利润较上年同期增加 4.0%，毛利率同比提升 3.24 个百分点。2023 年上半年，投资收益较上年同期增加 129.6%，至约 16.92 万元，主要系本期使用闲置资金购买理财产品取得的投资收益所致。



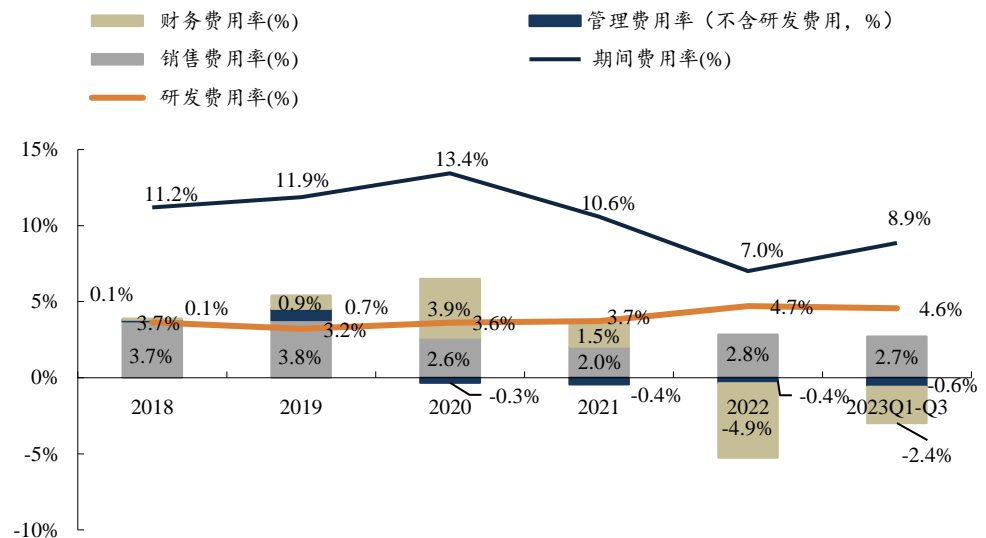
图6: 公司 2018-2023 (Q1-Q3) 归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司近年来加大研发投入, 研发费用率有所提升。2020-2021 年随着新产品增加, 新技术的开发, 研发投入有所增加, 2020-2022 年的研发支出占当年营收比例约为 3.6%、3.7%、4.7%。2022-2023 年上半年, 研发人员规模不断壮大, 公司投入的研发人员职工薪酬不断增加, 其中 2022 年已竣工的研发支出前五名的研发项目占研发总支出约为 37.6%。

图7: 公司 2018-2023 (Q1-Q3) 期间费用率及构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 1.4. 自主研发智能生产, 携手客户共创辉煌

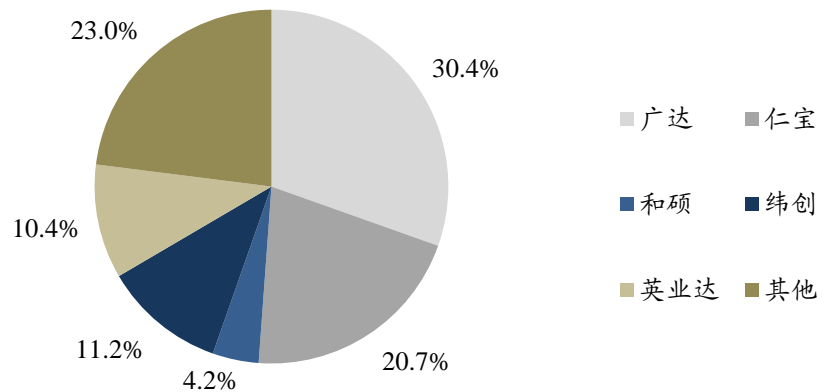
公司有较多的专利与已收尾的研发项目, 有一定的自主研发实力。公司 2022 年年报表明, “多端口系列产品研发”、“G 系列产品研发”、“JE440 系列 FPC 转接 FFC 产

品开发”等 5 个研发项目已完结，能够有效提高生产效率，提升品质效率。截至 2023 年 6 月 30 日，公司已取得专利 52 项，其中发明专利 1 项，实用新型专利 51 项，并先后获得“高新技术企业”、重庆市“企业技术中心”等称号。

自动化水平不断提高，人力成本不断下降。公司逐步加大自动化设备及自动化产线投入，逐步实现核心工序的全自动化生产，生产流程的数字化、自动化和智能化，避免了手工操作出现失误的风险，提高产品一致性。公司长期致力于智能化生产管理系统建设，通过自主收集实时数据，可视化监控生产过程，及时了解生产管理和品质状况，可以更快地分析、判断和做出计划的调整，有助于识别质量差的人为、机器或环境因素，营造更安全的生产过程，最终实现降低企业运营成本，提高生产效率。

公司积累了长期稳定的优质客户资源，不断加强与代工厂商的产业链协同。在笔记本电脑领域，公司已与仁宝、英业达、广达、和硕、纬创等国际知名企业建立了稳定的合作关系，在国内外市场上树立了良好的品牌形象和市场口碑，其中从 2022 年全球笔电出货数据来看，这 5 大主力厂商大约占了出货总量 77.0% 的份额，如下图所示。同时公司与客户之间通常会形成联动的开发机制，在终端客户开发每款新产品之初便可参与到设计与开发工作之中，参与客户端笔记本结构和功能设计与讨论，持续开展技术合作，开发更加符合客户需要的新产品。

图8：2022 年全年全球笔电产业组装厂商出货量占比



数据来源：财联社，东吴证券研究所

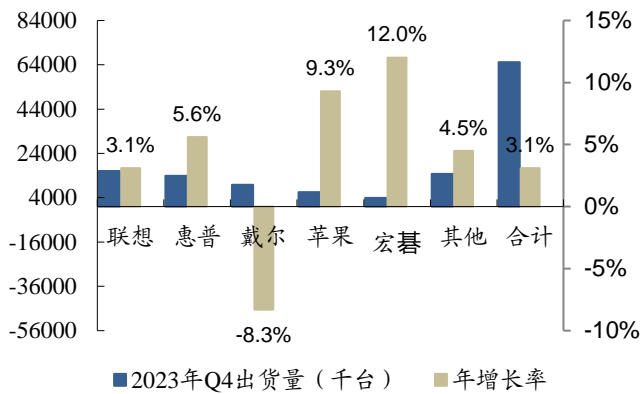


## 2. 笔电消费疲软后迎来转机，AI 技术有望提振换机需求

### 2.1. 市场将迎来商用 PC 热潮

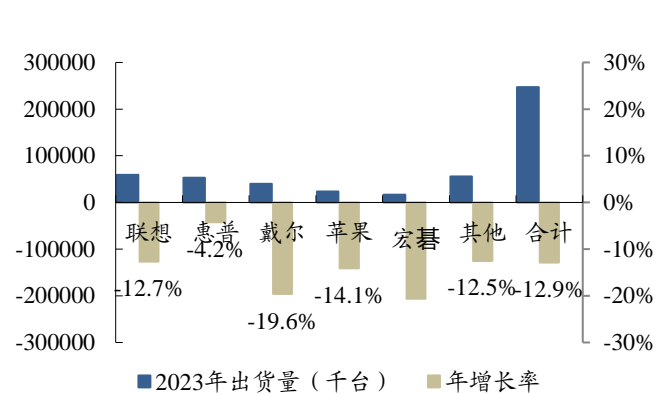
2023 年 Q4 全球个人电脑市场触底反弹。2023 年第四季度，全球台式机 and 笔记本个人电脑（简称 PC，下同）市场出货量同比增长 3.0%，结束了连续七个季度的同比下滑。2023 第四季度 PC 的总出货量增至 6530 万台，其中笔记本电脑出货 5160 万台，比 2022 年同期增长 4.0%；而台式机的出货量为 1370 万台，较上年同期略降 1.0%。

图9：2023 年 Q4 全球 PC 出货量和年增长率



数据来源：Canalys，东吴证券研究所

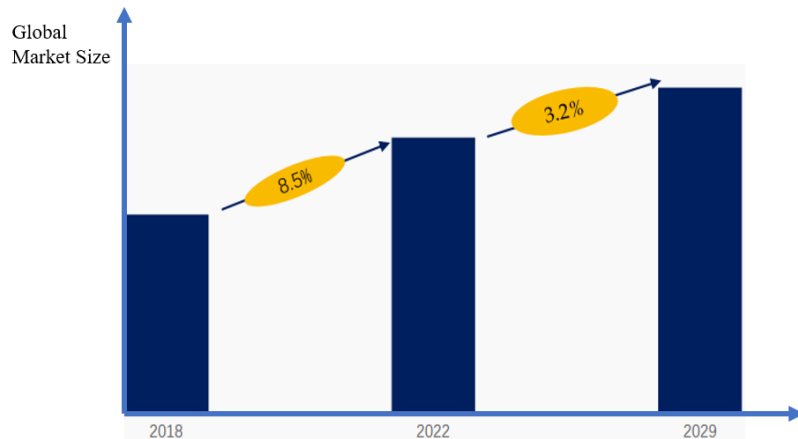
图10：2023 年全年全球 PC 出货量和年增长率



数据来源：Canalys，东吴证券研究所

2023 年最新行业数据显示逐步回暖，预示着行业有望复苏。2023 年全年，个人电脑出货量总数为 2.47 亿台，较 2022 年下降 13.0%；但 2023Q4 行业同比增速已经翻正为 3.1%，且除戴尔以外的其他所有主要厂商都已同比实现增长。远期来看，根据 QYResearch 最新报告“全球笔记本电脑市场报告 2023-2029”显示，预计 2029 年全球笔记本电脑市场规模将达到 1656.7 亿美元，未来几年年复合增长率 CAGR 为 3.2%。

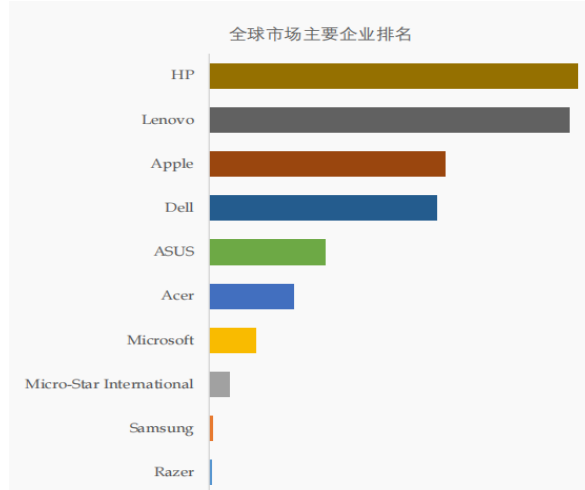
图11：笔记本电脑，全球市场总体规模



数据来源：QYResearch，东吴证券研究所

2022 年笔记本电脑市场数据呈现出明显的集中趋势。根据 QYResearch 头部企业研究中心数据，全球范围内笔记本电脑生产商主要包括 Lenovo、HP、Dell、Apple、ASUS 等。2022 年，全球前四大厂商占有大约 71.0% 的市场份额。

图12: 全球笔记本电脑市场前 10 强生产商排名及市场占有率



数据来源: QYResearch, 东吴证券研究所

## 2.2. AI 技术扩大 PC 行业需求

随着 Windows 系统的不断升级，以及 AI 技术的应用与发展，商用 PC 市场迎来重要更新周期。Canalys 预测，2023 年市场对 Windows10 的支持已经接近尾声，为用户迁移到 AI PC 提供了机会。随着 AI 功能的优势日渐明显，商业应用将激增，到 2025 年，整个类别的出货量将超过 1 亿台。到 2027 年，AI PC 出货量将超过 1.7 亿台，其中近 60% 将部署在商用领域。

图13: 2022 年-2027 年 AI PC 出货量预测 (按细分市场)



数据来源: Canalys, 东吴证券研究所

国际电子消费展上各大品牌纷纷推出 AI PC 产品，商用 PC 热潮正在来袭。在 2024 年 1 月 9 日的 CES2024（国际电子消费展）上，联想集团展示了包括 Yoga Pro 9i、AI PC ThinkPad X1 Carbon AI、ThinkBook Plus Gen 5 Hybrid、ThinkCentre neo Ultra 在内的 10 余款 AI PC。宏碁发布的 AI PC 新品涵盖 Swift 系列、Aspire Vero 16 等面向消费级用户的笔记本电脑。惠普宣布其旗舰二合一笔记本电脑 Spectre x360 14 和 Spectre x360 16 迎来更新。三星首次推出旗下人工智能笔记本电脑系列 Galaxy Book 4。戴尔带来了新 Inspiron 灵越 13 Pro/14 Plus/16 Plus 三个版本；LG 有一款 LG Gram Pro 16 产品；华硕展示华硕灵耀 14 2024；微星带来了 Prestige 16 AI Studio 和 Prestige AI Evo 等 AI PC 产品。

算力巨头也在积极布局 AI PC，有望提振换机需求。英伟达发布了全新 AI-Ready RTX 笔记本电脑。英伟达 GeForce 高级副总裁 Jeff Fisher 在国际电子消费展上表示，基于英伟达高性能 PC 处理器，英伟达推出的笔记本电脑能够提供最佳的游戏和 AI 体验。AMD 推出锐龙 8000G 系列，最高规格产品锐龙 7870G 在脱离独显的环境下，凭借核显 Radeon 780M 仍能畅玩获第 81 届世界科幻大会最佳科幻作品改编奖的《赛博朋克 2077》。戴尔科技集团汪志军在接受《中国电子报》记者采访时表示，2024 年是 AI PC 落地的早期，而 1~2 年后，世界上大部分的 PC 都会具有一定的 AI 任务的处理能力。

### 3. 产品性能不断优化升级，集中就近发展优势凸显

#### 3.1. 公司产品性能突出，更加受益 AI PC 时代

公司所生产的极细同轴线组件与极细铁氟龙线组件具有高频高速、弯曲性能好、耐高温等特点，且最细的单导体横截面直径可达 0.025mm，其他高精度电子线组件结构及原材料与极细铁氟龙线组件类似，微型扬声器 F0 指标为 300~900Hz。我们整理了公司重要的产品及竞争指标如下表所示：

表1: 高精度电子线组件与微型扬声器核心竞争指标

产品名称	定位情况	核心竞争指标	产品指标的性能参数	
高精度电子线组件	极细同轴线组件	可加工同轴线号 (AWG)	36#/40#/42#	
		最细单导体直径 (mm)	0.025mm	
		接插件间距 (mm)	0.5/0.4/0.25	
		特性阻抗 ( $\Omega$ )	100+/-10%, 90+/-10%, 85+/-10%	
		可加工铁氟龙线号 (AWG)	32#/34#/36#	
		最细单导体直径 (mm)	0.03mm	
	极细铁氟龙线件	主要应用于笔记本电脑内部以实现显示器与主板之间的高频信号传输，主要用于商用型笔记本电脑	接插件间距 (mm)	0.5/0.4/0.25
			特性阻抗 ( $\Omega$ )	100+/-15%, 90+/-15%, 85+/-15%
			可加工电子线号 (AWG)	24#~34#
			接插件间距 (mm)	0.6/0.8/1.0/1.25/ 1.5/2.0/2.5
			电阻 ( $\Omega$ )	4 $\Omega$ +/-15% 8 $\Omega$ +/-15%
			频响 (dB)	75~78 dB @ 1W 0.5M at 1KHz in free air
其他高精度电子线组件	主要应用于笔记本电脑内部的信号传输，如硬盘、显示灯等，主要用于商用型、消费型和教育型笔记本电脑	失真 (%)	Max 5% @ 1W 0.5M at 1KHz in free air	
		F0 (Hz)	300~900Hz	
微型扬声器	主要应用于笔记本电脑内部			

数据来源：泓禧科技招股说明书，东吴证券研究所

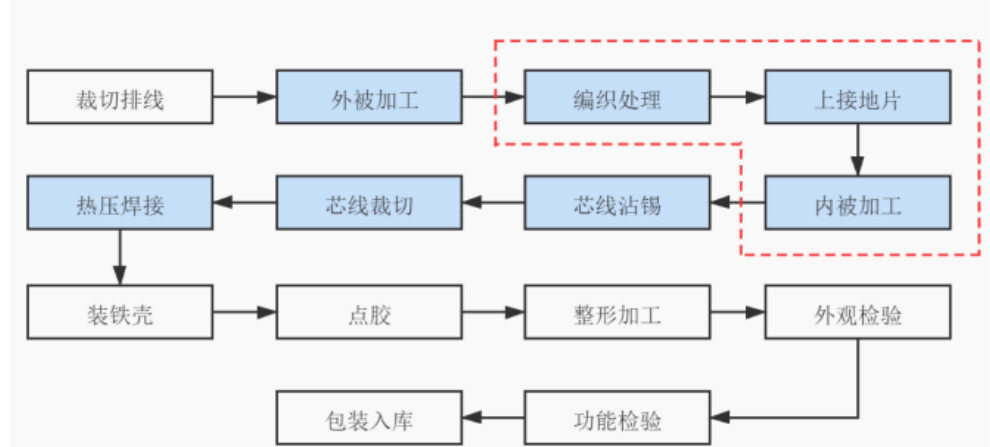
图14: 高精度电子线组件与微型扬声器产品图



数据来源: 泓禧科技官网, 东吴证券研究所

公司不断优化高精度电子线组件工艺流程, 提高性能。高精度电子线组件包含了极细同轴线组件、极细铁氟龙线组件及其他高精度电子线组件。从性能指标来看, 公司该产品的发展路径为: 加工的线径越来越细、单导体直径逐渐变小、接插件 PIN 间距也逐渐变小, 从而致使高精度电子线组件的信号传输更为高速、稳定及低损耗, 拥有更佳的抗摇摆能力及柔韧性。公司除自主生产外, 对于部分半成品会选择采用外协加工方式进行生产。图 15 主要体现了极细同轴线组件的生产工艺流程, 与极细铁氟龙线组件工艺流程区别主要在于编织处理、上接地片及内被加工环节 (红色框体中) 三个工艺流程; 其中外被加工、编织处理、上接地片等工序 (蓝色底色) 为产品工艺流程的核心环节, 而其余工艺流程 (白色底色) 为非核心环节。

图15: 高精度电子线组件的主要生产工艺流程

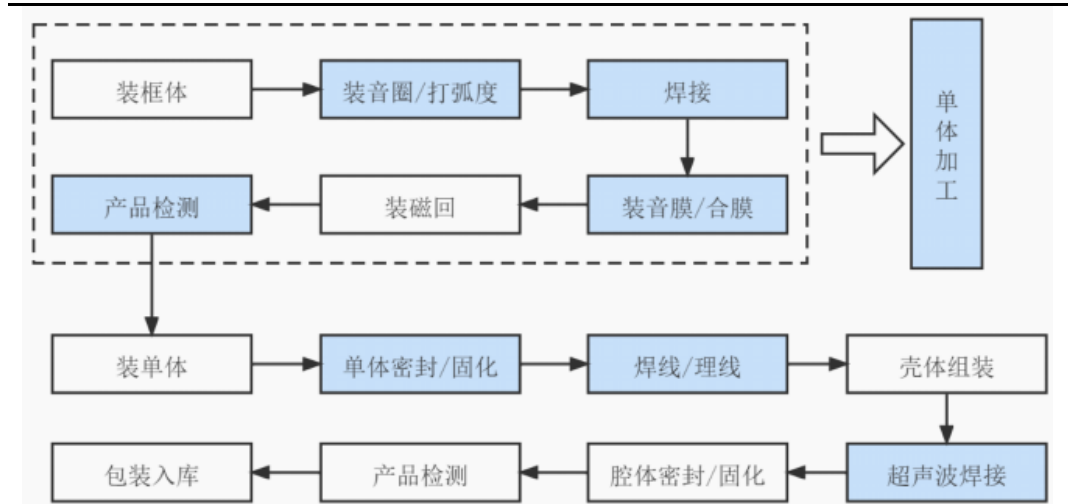


数据来源: 泓禧科技招股书, 东吴证券研究所

微型扬声器方面, 公司通过技术革新突破壁垒, 开拓更多的客户。公司的微型扬声器将朝向膜片多层复合及多磁路技术趋势发展, 使扬声器体积更小化, F0 指标更低、频响指标更高。公司可独立完成微型扬声器所有工艺流程, 除自主生产外, 对于部分半成品会选择采用外协加工方式进行生产。图 16 中单体加工、装单体、焊线/理线等工序 (蓝

色底色)为产品工艺流程的核心环节,而其余的工艺流程(白色底色)为非核心环节。

图16: 微型扬声器的主要生产工艺流程



数据来源: 泓禧科技招股书, 东吴证券研究所

良率的有效管理,代表着公司产品的可靠性和经济性有所提高。公司各类产品的良率相对稳定,并且在持续进行工艺改进情况下综合良率有所提升。公司招股书表明,公司不同产品的良率主要受到产品工艺、设备状态和当年生产连续性的影响,2022年内公司主要产品高精度电子线组件良率均在98.0%以上,微型扬声器良率均在95.0%以上,良率基本稳中有升。

公司专业的团队及深厚的技术积累为项目建设提供支撑。截至2021年6月30日,公司拥有一支105人的研发和技术团队,大部分都是多年从事高精度电子线组件技术、设备研发的技术骨干,从技术研发、产品研发、程序研发三个角度,在笔记本电脑高精度内接线的传输速度和精度、屏蔽效果、抗震能力等重要技术领域不断取得突破性进展,其中高耐久笔记本液晶屏用高清内接线、SATA存储器高速传输排线等多款产品被评为重庆市高新技术产品。

公司优越的产品性能与较为强大的研发设计实力,能够更好地顺应AIPC的发展浪潮。随着新产品更多地加入AI技术,对高精度电子线的高频信号传输要求提升,对微型扬声器的灵敏度要求提升,公司高精度电子线组件的高频高速,以及微型扬声器失真小、频响高而带来的灵敏度提高的特点正满足了AIPC市场的需要。

### 3.2. 抢占头部客户,贴近客户海外设厂

伴随PC市场的头部化现象加剧,公司具有较高的行业地位。随着下游各大品牌客户以及ODM/OEM厂商的市场份额呈现集中趋势,公司主要产品高精度电子线组件作为产业链的一个环节,也呈现一定的头部集中现象。笔记本电脑市场主要被联想、惠普、戴尔、苹果、华硕等品牌占领,泓禧科技亦与仁宝、英业达、广达、联宝、华勤等国际知名企业建立了长期稳定的合作关系,整个产业链各个环节企业集中度持续提升。目前,



公司、桦晟电子、立讯精密及铭基电子占据笔记本电脑用高精度电子线组件绝大部分的市场份额。

公司通过设立缅甸子公司，有效降低人工成本并接近客户。近年来随着下游客户纷纷前往东南亚等地区设厂，在此趋势下公司于 2018 年在缅甸设立子公司，缅甸泓禧作为发行人境外生产基地，目前主要负责高精度电子线组件的生产加工。

图17：子公司战略布局图



数据来源：泓禧科技公开会议纪要，东吴证券研究所

公司因扩大产能，降低成本及就近配合客户需要，在国内河南商丘及海外包括缅甸、越南布局产能。公司战略布局主体稳定在重庆市，作为研发中心、产销汇总中心；在商丘设立的工厂主要服务联宝企业，努力扩展喇叭业务与扬声器业务；在越南设立的工厂主要服务戴尔企业；在缅甸设立的工厂服务靠近泰国的企业、品牌，同时后期公司会随 ODM 公司的工厂布局变化相应地及时做出调整。

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测

公司是国内具有代表性的高精度电子线组件研发生产商，考虑到中国电子产业规模持续扩张，结合培育壮大人工智能等新兴数字产业的发展战略，公司未来有望顺应 AI PC 发展潮流通过不断提高自主创新能力、扩充产能，从而增强综合竞争力，获得更多市场份额。

由于在 AI 时代，PC 中所使用的电子线组件将多使用更加精密，更高连接速度的技术，我们预计公司该类产品单价将会有所提升，同时换机行情带来业务回暖，我们预计公司该类业务 2023-2025 年业绩增速分别为 15%、18%、18%；毛利率分别为 20%、22%、22%。扬声器方面，由于公司布局的海外工厂已逐步获得客户的确认，有进一步提升市占率的态势，我们预计公司该类业务 2023-2025 年业绩增速分别为 15%、25%、25%；毛利率由于稼动率的显著提升，分别大幅升至 14%、16%、17%。软材料贴合、其他业务这两部分业务我们暂时未观察到有较大变化，故做保守估计，如表 2 所示。

基于以上假设，我们预计泓禧科技 2023-2025 年营业收入达到 4.91/5.87/7.03 亿元，同比增速分别为 14.9%/19.6%/19.7%；预计归母净利润分别为 0.39/0.57/0.76 亿元，EPS 分别为 0.52/0.77/1.03 元。

表2: 公司盈利预测

收入(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
高精度电子线组件小计	316.4	363.9	429.4	506.7
增速	-25.6%	15%	18%	18%
毛利率	17.54%	20%	22%	22%
扬声器	106.6	122.6	153.3	191.6
增速	6.0%	15%	25%	25%
毛利率	6.59%	14%	16%	17%
软材料贴合	4.04	4.2	4.5	4.7
增速		5%	5%	5%
毛利率	30.60%	30%	30%	30%
其他业务	0.01	0.0	0.0	0.0
增速	306.8%	0%	0%	0%
毛利率	54.80%	10%	10%	10%
总计	427.1	490.7	587.1	702.9
总增速		14.9%	19.6%	19.7%
整体毛利率		18.6%	20.5%	20.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4.2. 估值与评级

按 2024 年 2 月 20 日收盘价，泓禧科技股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 24.86/16.92/12.59 倍。A 股上市公司中，立讯精密、威贸电子与公司主营业务有较大的相似度。横向比较我们发现，泓禧科技 2024 年 PE 较行业可比公司明显较低，并且业绩增长确定性较强。从行业周期的时间节点来看，2024 年下半年可能将由人工智能技术掀起一阵笔电换代的大潮，关注度的升高有望引起估值抬升。基于此，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

表3: 公司盈利预测 (2024 年 2 月 19 日)

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002475.SZ	立讯精密	1,931.95	4,598.01	11,177.74	7,208.10	8,960.19	42.02	17.28	26.80	21.56
833346.BJ	威贸电子	9.68	34.78	40.61	49.24	59.45	27.84	23.84	19.66	16.29
可比公司均值:		988.99	970.82	5,609.18	3,628.67	4,509.82	20.45	34.93	20.56	23.23
871857.BJ	泓禧科技	9.59	<b>32.91</b>	<b>38.58</b>	<b>56.70</b>	<b>76.20</b>	<b>29.14</b>	<b>24.86</b>	<b>16.92</b>	<b>12.59</b>

数据来源：立讯精密、威贸电子为 Wind 一致预期，泓禧科技数据为东吴证券研究所预测

## 5. 风险提示

### 市场竞争加剧风险

公司所属行业为“电子元件及组件制造（C3971）”。公司所处行业市场规模大、生产厂家众多。一方面市场成熟度高，领先企业优势地位明显，同时还有数量众多的小规模企业，以成本优势占据低端市场，市场竞争比较激烈。如果公司不能持续地提升生产管理水平、加大技术研发力度、增强公司产品竞争力，将有可能在未来市场竞争中处于不利地位，公司存在由于市场竞争加剧带来的业绩下滑风险。

### 人力资源风险

公司属于劳动密集型和技术密集型企业，业务开展对技术人员要求较高，并需要大量的生产工人。伴随着公司规模不断扩大，稳定、高素质的技术人员对公司持续快速发展至关重要；同时，近年来技术人才以及产线工人的工资水平显著上涨，导致公司相关的人工成本逐渐增加。如果未来由于发展规模未能跟上市场变化、激励机制不能有效执行导致技术人员流失或生产工人不足，公司存在一定的人力资源风险。

### 客户集中风险

2023 年半年度内，公司前五大客户销售额合计占报告期内销售总额的比例较高，客户集中度较高，公司与主要客户建立了长期稳定的合作关系，但若该等客户的生产经营和市场销售不佳或财务状况恶化，将会对公司的产品销售及应收账款的及时回收产生不利影响。

### 汇率波动风险

2023 年半年度内，公司主营业务收入主要以美元结算，美元兑人民币汇率波动对公司利润的影响主要体现在公司的外销收入和外币应收款项、存贷款受汇率波动产生的汇兑损益。如果未来美元兑人民币汇率波动加剧，公司将面临一定的汇率波动风险。

### 发出商品余额较大风险

2023 年半年度内公司采用根据订单进行生产的模式，部分客户的货物发货至第三方仓库，客户根据实际需要情况领用，领用后货物的风险报酬才转移至客户。截至 2023 年 6 月 30 日公司发出商品余额为 3,991.51 万元，发出商品余额较大。若客户需求发生变化，已发出的货物客户不再需要或需求减少，将对公司业绩产生较大影响。

### 外协加工占比较大风险

为解决产能不足及合理降低生产成本，公司对于部分半成品采用外协加工方式进行生产，外协加工占比较大。但若出现产品质量控制风险、外协厂商生产能力无法满足公司需求、外协厂商不履行或者不完全履行合同约定义务等情况，可能会因产品质量不过关、生产进度迟延等问题给公司造成经济、声誉等方面的损失。

### 公司关联方较多的风险

公司的实际控制人迟少林直接或间接控制的国内外公司较多，公司的部分董事、监事和高级管理人员也存在对外投资或任职的情形。对此，公司制定了《关联交易管理制度》，并按照关联方及关联交易的披露规定披露了关联方及报告期发生的关联交易。但未来若公司对关联方交易管理控制不当，可能对公司利益产生影响。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>371</b>	<b>450</b>	<b>556</b>	<b>690</b>	<b>营业总收入</b>	<b>427</b>	<b>491</b>	<b>587</b>	<b>703</b>
货币资金及交易性金融资产	146	176	226	308	营业成本(含金融类)	363	400	467	557
经营性应收款项	127	177	212	234	税金及附加	2	2	2	3
存货	91	89	110	139	销售费用	12	13	16	18
合同资产	0	0	0	0	管理费用	19	22	26	28
其他流动资产	8	8	8	8	研发费用	20	22	26	28
<b>非流动资产</b>	<b>91</b>	<b>77</b>	<b>71</b>	<b>65</b>	财务费用	(21)	(4)	(4)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	69	63	57	51	投资净收益	1	0	1	1
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	4	4	4	4	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	2	2	2	2	<b>营业利润</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>55</b>	<b>74</b>
其他非流动资产	15	8	8	8	营业外净收支	3	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>462</b>	<b>528</b>	<b>628</b>	<b>755</b>	<b>利润总额</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>57</b>	<b>76</b>
<b>流动负债</b>	<b>88</b>	<b>122</b>	<b>165</b>	<b>216</b>	减:所得税	2	0	0	0
短期借款及一年内到期的非流动负债	3	22	42	62	<b>净利润</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>57</b>	<b>76</b>
经营性应付款项	74	89	110	139	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>33</b>	<b>39</b>	<b>57</b>	<b>76</b>
其他流动负债	11	11	13	15	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.52	0.77	1.03
非流动负债	9	9	9	9	EBIT	10	35	52	71
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	18	41	58	77
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.93	18.59	20.49	20.69
租赁负债	5	5	5	5	归母净利率(%)	7.71	7.86	9.66	10.84
其他非流动负债	4	4	4	4	收入增长率(%)	(18.77)	14.90	19.64	19.73
<b>负债合计</b>	<b>97</b>	<b>131</b>	<b>174</b>	<b>226</b>	归母净利润增长率(%)	(18.54)	17.23	46.96	34.40
归属母公司股东权益	365	397	454	530					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>365</b>	<b>397</b>	<b>454</b>	<b>530</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>462</b>	<b>528</b>	<b>628</b>	<b>755</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	41	8	28	61	每股净资产(元)	4.93	5.36	6.13	7.16
投资活动现金流	(26)	10	3	3	最新发行在外股份(百万股)	74	74	74	74
筹资活动现金流	98	10	19	18	ROIC(%)	3.15	8.68	11.35	12.97
现金净增加额	117	31	50	82	ROE-摊薄(%)	9.03	9.72	12.50	14.38
折旧和摊销	8	6	6	6	资产负债率(%)	21.07	24.77	27.72	29.86
资本开支	(27)	2	2	2	P/E (现价&最新股本摊薄)	29.14	24.86	16.92	12.59
营运资本变动	2	(34)	(33)	(20)	P/B (现价)	2.63	2.42	2.11	1.81

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>