

福蓉科技（603327.SH）

AI 手机及折叠屏创新驱动公司业绩增长

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师： 胡剑 021-60893306
证券分析师： 胡慧 021-60871321
证券分析师： 周靖翔 021-60375402
证券分析师： 叶子 0755-81982153
联系人： 詹浏洋 010-88005307
联系人： 李书颖 0755-81982362
联系人： 连欣然 010-88005482

◆ 电子 · 消费电子

hujian1@guosen.com.cn
huhui2@guosen.com.cn
zhoujingxiang@guosen.com.cn
yezi3@guosen.com.cn
zhanliuyang@guosen.com.cn
lishuying@guosen.com.cn
lianxinran@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入（维持评级）

执证编码：S0980521080001
执证编码：S0980521080002
执证编码：S0980522100001
执证编码：S0980522100003

事项：

3月4日，公司发布了《关于推动公司“提质增效重回报”暨董事长提议以集中竞价交易方式回购公司股份的提示性公告》

国信电子观点：1) 公司发布股份回购公告，切实践行以投资者为本的上市公司发展理念，维护公司全体股东利益，推动公司“提质增效重回报”行动，增强投资者对公司发展的信心。同时有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益紧密结合，保障公司稳步发展。

2) 公司产品主要下游应用是消费电子，公司生产的铝制结构件材料已成功用于苹果、三星、联想、谷歌等品牌的中高端智能手机、折叠屏手机、平板电脑、笔记本电脑、手表等系列产品，公司是美国苹果公司全球前200位供应商之一，是韩国三星公司、美国谷歌公司系列产品全球主力供应商。消费电子行业复苏以及折叠机型出货量高速增长有望推动公司业绩增长。

3) 我们看好折叠屏手机快速渗透以及公司新客户的开拓为公司铝制结构件业务带来的增长弹性以及公司持续扩增产能提升订单承接能力，预计2023-2025年营业收入23.10/30.70/39.13亿元，归母净利润3.17/4.26/5.50亿元，当前股价对应PE分别为35.7/26.5/20.5倍，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司发布股份回购公告，彰显提质增效重回报决心

3月4日，公司发布了《关于推动公司“提质增效重回报”暨董事长提议以集中竞价交易方式回购公司股份的提示性公告》，公司践行以投资者为本的上市公司发展理念，维护公司全体股东及广大投资者的利益，推动公司“提质增效重回报”行动，增强投资者对公司发展的信心；同时有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益紧密结合在一起，保障公司持续稳步发展，公司董事长张景忠先生提议公司以自有资金通过集中竞价交易方式回购公司股票，用于实施股权激励、员工持股计划、可转债转股等。此次股份回购将用于实施股权激励、员工持股计划、可转债转股等，回购股份的资金来源是公司自有资金，回购股份价格上限不高于公司董事会审议通过回购方案决议前30个交易日公司股票交易均价的150%，回购股份资金总额不低于人民币4000万元（含）且不超过人民币7000万元（含）。

◆ 拥有优质客户群的消费电子铝材供应商，2023上半年研发成果顺利导入客户项目

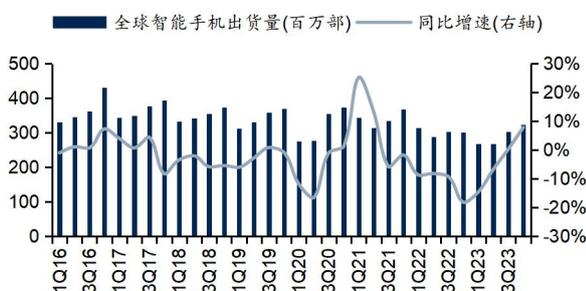
公司主要从事消费电子产品铝制结构件材料研发、生产及销售，主要产品为消费电子产品的铝制结构件材料，用于制作智能手机中框结构件、平板电脑外壳、笔记本电脑盖板、底板和键盘以及穿戴产品结构件、手机卡托、按键、摄像头和折叠屏手机铰链等。公司的铝制结构件材料用于苹果、三星、联想、谷歌等品

牌的中高端智能手机、折叠屏手机、平板电脑、笔记本电脑、手表等系列产品，公司是美国苹果公司全球前 200 位供应商之一，是韩国三星公司、美国谷歌公司系列产品全球主力供应商。2023 年上半年公司将高强度新合金、新材料研发成果成功转换到 20 多个客户端主导项目上，成功开发定型新的 6 系、7 系铝合金并顺利导入三星客户 Q5/B5 项目和 S23 项目、苹果 X 系列笔电项目、谷歌 P23 项目等，为后续新项目量产打下坚实基础。同时，公司持续开拓新客户，2023 上半年公司加强与华为、OPPO、联想、戴尔、小米、荣耀等品牌及其代工厂的开拓，部分品牌已达成合作，部分产品开始量产，新增客户将进一步打开公司业务成长空间。

◆ 4Q23 智能手机出货量同环比增长，公司客户市占率领先

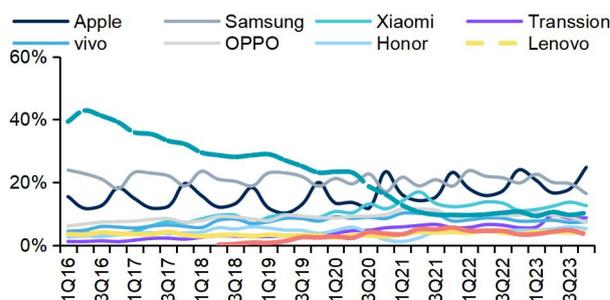
据 IDC 数据，4Q23 全球智能手机出货量 3.24 亿部，同比增长 7.8%，环比增长 6.7%。从出货份额看，4Q23 苹果、三星、小米、传音、vivo、OPPO、荣耀市占率分别为 24.7%、16.4%、12.6%、8.7%、7.4%、7.2%、5.3%。公司智能手机领域客户三星 2023 年全年出货 2.27 亿部，市占率 19%，位于第二位，在智能手机市场复苏背景下公司有望受益。

图1：全球智能手机出货量（百万部）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图2：全球智能手机出货份额

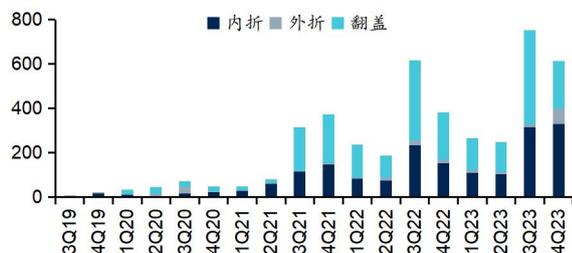


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

◆ 折叠手机出货量高速增长，三星市占率领先

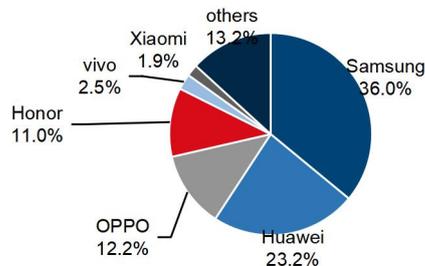
公司的主要产品是经过熔铸、挤压、精锯等工序加工后的铝合金材料，用于制作折叠屏手机中的铝制中框，应用于三星等品牌的折叠屏手机。据 IDC 数据，4Q23 全球折叠手机出货量 552.40 万部，同比增长 44.96%，折叠手机在智能手机渗透率达到 2.3%。从市场份额看，4Q23 三星折叠屏手机出货量 198 万部，占比 36%，华为出货量 128 万部，占比 23%，OPPO 出货量 67 万部占比 12%，荣耀出货量 61 万部占比 11%。公司客户三星的折叠屏手机市场份额长期处于第一位。

图3：全球折叠手机出货量（百万部）



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图4：4Q23 全球折叠手机出货份额

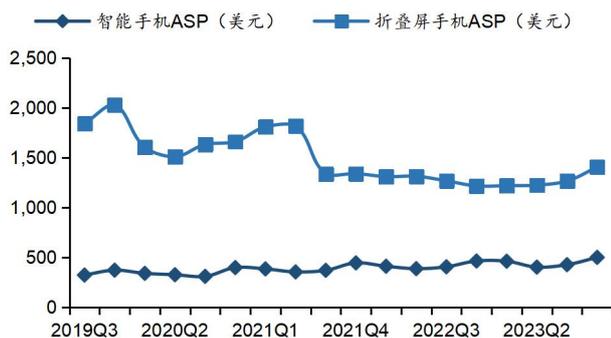


资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

◆ 折叠及高端旗舰机型将推动公司业绩增长

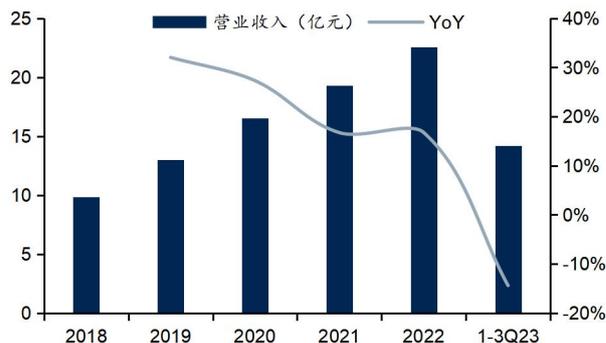
据 IDC 数据，折叠屏手机在 2019 年推出之时平均单价较高，4Q19 折叠屏手机平均单价达到 2026 美元，同期全球智能手机平均单价为 370 美元，随着技术的进步以及折叠机型的普及，2021 年至今折叠屏手机价格保持稳定，4Q23 折叠屏手机平均单价为 1404 美元，智能手机平均单价为 498 美元。2022 年在消费电子行业整体下滑背景下，公司抓住三星品牌 S 系列手机、折叠屏手机等旗舰机型，积极开拓市场，由于 2022 年三星 S 系列手机、折叠屏等高端机型以及苹果中高端笔记本需求旺盛，公司 2022 年营收 22.54 亿元，同比增长 16.74%，实现逆势上涨。1-3Q23 公司营业收入 14.20 亿元，同比下滑 14.41%。

图5：全球手机平均价格



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图6：公司营业收入及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测的假设前提

公司主营业务是消费电子铝材，盈利预测假设条件如下：

消费电子材料：公司主要为三星、谷歌等品牌的旗舰机型、折叠机型，以及苹果、联想等品牌的电脑、pad 供应铝材。受益 3Q23 以来苹果、三星、谷歌等品牌均密集发布 AI 终端产品，全球智能终端景气回升，折叠机等新品出货量高速增长，公司业绩回暖。我们预计 2023-2025 年，公司消费电子材料营收 20.69/25.87/30.20 亿元，同比增长 1.2%/25.0%/16.7%，毛利率分别为 24.9%/26.2%/27.0%。

其他业务：2023 年 10 月公司发布公告，为丰富公司产品结构和应用领域，公司控股东南平铝业及冶控投资将其新能源及汽车相关业务和股权委托给福蓉科技管理。2024 年 1 月公司发布公告变更部分募投项目，将募投项目“年产 6 万吨消费电子铝型材及精深加工项目”中的年产 2 万吨消费电子铝型材产能变更为年产 3 万吨新能源铝型材产能。根据工信部数据，2015-2022 年我国新能源汽车销量 CAGR 54%，公司新能源相关业务有望高速增长。我们预计 2023-2025 年，公司其他业务营收 2.41/4.82/8.92 亿元，同比增长 15.0%/100.0%/85.0%，毛利率分别为 2.0%/7.0%/10.0%。

表 1：公司营业收入及毛利率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
消费电子材料					
收入（百万元）	1766.15	2044.09	2069.22	2587.19	3020.38
增速	16.5%	15.7%	1.2%	25.0%	16.7%
毛利率	25.6%	24.9%	24.9%	26.2%	27.0%
其他业务					
收入（百万元）	164.49	209.77	241.24	482.47	892.57
增速	19.2%	27.5%	15.0%	100.0%	85.0%
毛利率	2.0%	2.0%	2.0%	7.0%	10.0%
合计					
总营收（百万元）	1930.64	2253.86	2310.46	3069.66	3912.96
增速	16.7%	16.7%	2.5%	32.9%	27.5%
毛利率	23.6%	22.8%	22.5%	23.2%	23.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表 2：公司未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1654.16	1930.64	2253.86	2310.46	3069.66	3912.96
YoY	27.30%	16.71%	16.74%	2.51%	32.86%	27.47%
销售费用	49.30	49.75	57.35	52.91	68.89	79.04
管理费用	32.23	27.97	36.74	33.90	44.13	55.13
研发费用	14.82	16.85	18.07	24.08	32.63	37.44
财务费用	17.19	4.63	-9.98	9.66	28.71	41.09
营业利润	368	341	394	373	503	650
利润总额	373	343	465	377	507	654
归母净利润	317.67	293.22	391.25	316.86	426.09	549.94
YoY	20.77%	-7.70%	33.43%	-19.01%	34.47%	29.07%
EPS（元）	0.79	0.73	0.75	0.47	0.63	0.81
ROE（%）	21%	18%	21%	15%	19%	21%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计 2023-2025 年公司收入同比增长 2.51%/32.86%/27.47%至 23.10/30.69/39.12 亿元，对应归母净利润同比变动-19.01%/34.47%/29.07%至 3.17/4.26/5.50 亿元。

盈利预测的情景分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,931	2,254	2,313	3,111	4,009
(+/-%)	16.7%	16.7%	2.6%	34.5%	28.8%
净利润(百万元)	293	391	403	548	714
(+/-%)	-7.7%	33.4%	2.9%	36.0%	30.3%
摊薄 EPS	0.73	0.75	0.59	0.81	1.05
中性预测					
营业收入(百万元)	1,931	2,254	2,310	3,070	3,913
(+/-%)	16.7%	16.7%	2.5%	32.9%	27.5%
净利润(百万元)	293	391	317	426	550
(+/-%)	-7.7%	33.4%	-19.0%	34.5%	29.1%
摊薄 EPS(元)	0.73	0.75	0.47	0.63	0.81
悲观预测					
营业收入(百万元)	1,931	2,254	2,308	3,028	3,818
(+/-%)	16.7%	16.7%	2.4%	31.2%	26.1%
净利润(百万元)	293	391	233	310	396
(+/-%)	-7.7%	33.4%	-40.5%	32.9%	27.8%
摊薄 EPS	0.73	0.75	0.34	0.46	0.58
总股本(百万股)	401	521	678	678	678

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

估值分析

我们选择同样从事消费电子金属结构件的精研科技、东睦股份，以及三星产业链公司力芯微、飞荣达作为可比公司。其中：

- **精研科技**：公司主要为消费电子领域、汽车领域及智能家居领域提供 MIM 零部件及组件产品、精密塑胶零部件及组件、传动组件、散热部品及终端产品，主要产品处于相关产业链的上游。
- **力芯微**：公司致力于模拟芯片的研发及销售，通过高性能、高可靠性的电源管理芯片为客户提供高效的电源管理方案，同时积极布局信号链芯片、高精度霍尔芯片。公司深耕于消费电子，同时积极拓展工控、医疗电子、汽车电子、网络通讯等市场领域。
- **东睦股份**：公司致力于为新能源和高端制造提供最优新材料解决方案及增值服务，为光伏逆变器、新能源汽车及充电设施、电力电子、电机等领域提供储能及能源转换方案，为智能手机、可穿戴设备、计算机、现代通信、医疗器械、传统汽车、高效节能家电、工具、锁具等领域提供高精度、高强度粉末冶金结构零部件和材料工艺综合解决方案。
- **飞荣达**：公司主要从事电磁屏蔽材料及器件、热管理材料及器件、基站天线及相关器件、防护功能器件、轻量化材料及器件、功能组件等的研发、设计、生产与销售，并能够为客户提供相关领域的整体解决方案，致力成为 ICT 领域新材料及智能制造领先企业。

表4: 可比公司估值比较（股价为 2024 年 3 月 8 日数据）

代码	简称	股价 (元)	EPS(元)				CAGR (22-25E)	PE(倍)				PEG (2023E)	总市值 (亿元)
			2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		
603327	福蓉科技	16.67	0.75	0.47	0.63	0.81	2.6%	22.21	35.65	26.51	20.54	13.52	113
可比公司:													
300709	精研科技	37.98	-1.25	1.12	1.52	1.78	50.8%	-30.38	33.89	33.89	21.30	0.67	71
688601	力芯微	53.68	1.63	1.41	1.96	2.45	14.6%	32.93	38.17	27.43	21.91	2.62	72
600114	东睦股份	14.73	0.25	0.31	0.52	0.70	40.7%	58.92	47.18	28.19	21.16	1.16	91
300602	飞荣达	16.49	0.19	0.32	0.73	1.01	74.6%	86.79	50.88	22.48	16.30	0.68	95
均值		-	0.21	0.79	1.18	1.49	45.2%	37.06	42.53	28.00	20.17	1.28	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

◆ 公司发布股份回购公告，提质增效重回报，维持“买入”评级

我们认为股份回购的发布彰显了公司提质增效重回报的决心；同时考虑到折叠屏手机快速渗透以及公司新客户的开拓为公司铝制结构件业务带来的增长弹性以及公司持续扩增产能提升订单承接能力。预计 2023-2025 年营业收入 23.10/30.70/39.13 亿元，归母净利润 3.17/4.26/5.50 亿元，参考可比公司 Wind 一致预期下 2023 年 PE 均值（42.53 倍），给予公司 2023 年 38-40 倍预期 PE，对应公司的合理估值区间为 120-127 亿元，对应 17.77-18.70 元/股，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

下游需求不及预期，折叠屏手机渗透不及预期，行业竞争加剧。

相关研究报告：

《福蓉科技（603327.SH）-折叠屏等高端手机畅销，上半年业绩逆势增长》——2022-08-30

《福蓉科技（603327.SH）-核心客户三星逆势增长，折叠创新弹性可期》——2022-07-10

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	131	466	471	549	624	营业收入	1931	2254	2310	3070	3913
应收款项	562	486	583	777	941	营业成本	1475	1740	1790	2359	3009
存货净额	321	252	335	423	508	营业税金及附加	12	16	15	21	27
其他流动资产	55	43	44	59	75	销售费用	50	57	53	69	79
流动资产合计	1165	1247	1434	1808	2148	管理费用	28	37	44	54	65
固定资产	569	851	1254	1620	1955	研发费用	17	18	24	33	37
无形资产及其他	48	249	239	229	219	财务费用	5	(10)	10	29	41
投资性房地产	14	87	87	87	87	投资收益	3	(0)	2	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	0	0	0	0
资产总计	1797	2434	3015	3745	4410	其他收入	(7)	(2)	(4)	(5)	(5)
短期借款及交易性金融负债	25	126	639	1075	1313	营业利润	341	394	373	503	650
应付款项	51	215	125	175	264	营业外净收支	3	71	4	4	4
其他流动负债	60	100	88	113	152	利润总额	343	465	377	507	654
流动负债合计	136	441	851	1362	1729	所得税费用	50	74	60	81	104
长期借款及应付债券	5	98	78	55	38	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	22	31	42	52	归属于母公司净利润	293	391	317	426	550
长期负债合计	13	120	109	97	90	现金流量表 (百万元)					
负债合计	149	561	960	1459	1819	净利润	293	391	317	426	550
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	2	1	0	0
股东权益	1647	1873	2055	2285	2591	折旧摊销	31	32	83	121	152
负债和股东权益总计	1797	2434	3015	3745	4410	公允价值变动损失	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	5	(10)	10	29	41
每股收益	0.73	0.75	0.47	0.63	0.81	营运资本变动	(100)	303	(274)	(209)	(126)
每股红利	0.37	0.34	0.20	0.29	0.36	其它	(11)	(97)	(10)	(29)	(41)
每股净资产	4.11	3.59	3.03	3.37	3.82	经营活动现金流	215	621	125	338	575
ROIC	20%	18%	14%	16%	17%	资本开支	(44)	(434)	(477)	(477)	(477)
ROE	18%	21%	15%	19%	21%	其它投资现金流	(36)	97	0	0	0
毛利率	24%	23%	23%	23%	23%	投资活动现金流	(81)	(337)	(477)	(477)	(477)
EBIT Margin	18%	17%	17%	17%	18%	权益性融资	(4)	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	20%	21%	22%	负债净变化	(33)	93	(20)	(24)	(16)
收入增长	17%	17%	3%	33%	27%	支付股利、利息	(147)	(175)	(135)	(196)	(245)
净利润增长率	-8%	33%	-19%	34%	29%	其它融资现金流	(40)	101	513	436	238
资产负债率	8%	23%	32%	39%	41%	融资活动现金流	(224)	19	358	217	(23)
息率	1.7%	2.0%	1.6%	2.3%	2.8%	现金净变动	(94)	316	6	77	75
P/E	22.8	22.2	35.7	26.5	20.5	货币资金的期初余额	225	131	447	453	530
P/B	4.1	4.6	5.5	4.9	4.4	货币资金的期末余额	131	447	453	530	606
EV/EBITDA	18.0	22.2	26.2	19.4	15.5	企业自由现金流	0	225	(345)	(115)	133
						权益自由现金流	0	420	140	273	320

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032