

## 泓禧科技 (871857.BJ)

2024年04月10日

### AI PC 浪潮下笔电产业链迎新机遇，募投扩产+海外布局齐发力

——北交所首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

万泉（联系人）

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790122090009

日期	2024/4/9
当前股价(元)	12.91
一年最高最低(元)	21.80/7.32
总市值(亿元)	9.55
流通市值(亿元)	9.55
总股本(亿股)	0.74
流通股本(亿股)	0.74
近3个月换手率(%)	202.61

北交所研究团队

#### ● 深耕笔电高精度电子线组件，2023年归母净利润3828万元(+16%)

公司成立于2010年，产品包括高精度电子线组件（极细同轴线组件/极细铁氟龙线组件/其他高精度电子线组件）、微型扬声器及软材料贴合等，应用于笔记本电脑为主。根据公司快报，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.38/0.49/0.63亿元，对应EPS分别为0.52/0.66/0.85元/股，对应当前股价PE分别为26.7/21.0/16.3倍，我们看好公司在市场需求回升预期下产品的配套能力，首次覆盖给予“增持”评级。

#### ● 笔电市场有望受益于需求侧拐点，AI PC加速商用替换提供后续动能

2023Q4全球个人电脑市场出货量同比增长3%，结束了连续七个季度的同比下滑，其中笔记本电脑、台式机出货量分别5160万台(+4%)、1370万台(-1%)，笔电市场回暖预期推动高精度电子线组件及微型扬声器需求增长。我国高精度电子线组件市场玩家主要有泓禧科技、立讯精密、桦晟电子、铭基电子以及一些规模较小的公司，公司在笔电领域占有率约为20%。下游行业发展呈现高频高速、智能化、小型化、定制化等特点。智能化方面，终端侧AI能力赋能混合AI，是让生成式AI实现全球规模化扩展的关键。端侧AI在生产力、安全性和成本管理方面的优势，商用领域采用率预计上升。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。AI PC将在接下来电脑更新周期及之后提供额外动力。

#### ● 降本增效与海外布局并施，募投扩产有望持续提升大客户配套能力

**稳定客户：**在笔电领域公司已与直接客户仁宝、英业达、广达、联宝、纬创、华勤等国际知名企业、与终端客户惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁等世界一流品牌建立稳定的合作关系。2021-2022年前五大客户合计销售金额占比超过90%。**坚持创新：**主要核心技术包括CO<sub>2</sub>镭射技术、微刀口挪移技术等。截至2023年6月30日，已取得专利52项，其中发明专利1项，实用新型专利51项。**募投项目：**根据公司2023年12月29日发布的投资者关系活动记录表信息，“年产1,300万条高精度电子线组件建设项目”处于前期准备及工程勘察阶段；“微型扬声器生产技术升级改造项目”处于设备采购阶段，募投扩产有望持续提升大客户配套能力。

● **风险提示：**客户集中风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险

#### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	526	427	449	562	674
YOY(%)	20.7	-18.8	5.0	25.2	20.1
归母净利润(百万元)	40	33	38	49	63
YOY(%)	6.6	-18.5	16.3	27.3	28.6
毛利率(%)	19.3	14.9	19.1	19.2	19.4
净利率(%)	7.7	7.7	8.5	8.7	9.3
ROE(%)	24.2	9.0	9.7	11.3	13.0
EPS(摊薄/元)	0.55	0.44	0.52	0.66	0.85
P/E(倍)	25.3	31.1	26.7	21.0	16.3
P/B(倍)	6.1	2.8	2.6	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、深耕笔电高精度电子线组件，2023 年归母净利润预增 16% .....	4
2、笔电市场有望受益于需求侧拐点，AI PC 提供换机动能.....	7
2.1、现状：PC 市场回暖，2023Q4 全球 PC 出货量同比增速迎来拐点 .....	7
2.2、格局：泓禧科技在笔电领域高精度电子线组件市占率约 20%.....	10
2.3、趋势：端侧 AI 赋能商用成本管控，AI PC 预期加速电脑更新周期.....	11
3、降本增效与海外布局并施，募投扩展有望提升配套能力 .....	14
3.1、业务：高精度电子线组件+微型扬声器 .....	14
3.1.1、高精度电子线组件（75%）：2023H1 创收 15768.27 万元，毛利率回升至 21.28%.....	14
3.1.2、微型扬声器（25%）：2023H1 创收 5220.43 万元（-1.94%），毛利率达 11%.....	16
3.2、看点：稳定客户+卓越研发构筑核心竞争力 .....	17
3.2.1、客户：已与仁宝、英业达、广达、联宝等国际知名企业建立稳定合作关系 .....	17
3.2.2、技术：52 项专利，致力于技术创新，具有完整的生产线和产品配套能力 .....	18
3.3、募投：用于高精度电子线组件扩产和微型扬声器升级改造项目 .....	20
4、盈利预测与投资建议 .....	21
5、风险提示 .....	21
附：财务预测摘要 .....	22

## 图表目录

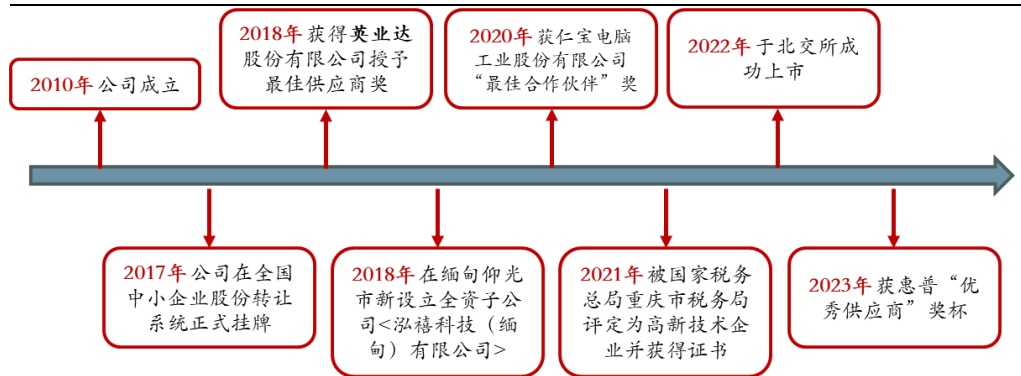
图 1：成立于 2010 年，2022 年赴北交所上市 .....	4
图 2：迟少林通过泓淋集团、重庆淋博、常熟泓博直接或间接控制泓禧科技 .....	4
图 3：公司产品主要包括高精度电子线组件、微型扬声器及软材料贴合等 .....	5
图 4：2023 年公司预计实现营收 4.49 亿元（+5.02%） .....	6
图 5：2023 年预计实现归母净利润 3828 万元（+16%） .....	6
图 6：2022 年公司毛利率为 14.93%，2023Q1-Q3 回升 .....	6
图 7：2022 年公司净利率为 7.71%，2023Q1-Q3 回升 .....	6
图 8：2022 年公司期间费用率水平为 7.01%，财务费用率下降较多 .....	6
图 9：笔记本电脑制造行业现已进入完全代工模式 .....	7
图 10：2023Q4 我国笔记本电脑销售量达 335.41 万件，销售金额达 191.84 亿元 .....	7
图 11：2023 年第四季度，全球个人电脑市场出货量同比增长 3% .....	8
图 12：2023 年中国笔记本电脑出口量 14106 万台（-15%） .....	8
图 13：2023 年中国笔电出口额为 758 亿美元（-22%） .....	8
图 14：2022 年我国对美国出口笔记本电脑金额为 343.17 亿美元 .....	9
图 15：笔电整机代工厂商集中在台资企业，国内布局在中国台湾、江苏、安徽等地 .....	10
图 16：立讯精密在 PC 互联组件相关业务创收较高/万元 .....	11
图 17：泓禧科技 2023H1 毛利率高于桦晟电子 .....	11
图 18：行业趋势包括高频高速、智能化、小型化、定制化等方面 .....	11
图 19：生成式 AI 生态链下应用数量不断增加 .....	12
图 20：AI 处理的重心正在向边缘转移 .....	12
图 21：Canalys 预测，到 2027 年 AI PC 出货量将超过 1.7 亿台 .....	13
图 22：2023H1 高精度电子线组件创收 15768.27 万元 .....	14
图 23：2023H1 高精度电子线组件毛利率为 21.28% .....	14
图 24：极细同轴线和极细铁氟龙线存在工艺差异 .....	15

图 25: 2023H1 扬声器业务创收 5220.43 万元 (-1.94%) .....	16
图 26: 2023H1 扬声器业务毛利率为 10.98% .....	16
图 27: 微型扬声器所有工艺流程公司都可以独立完成 .....	17
图 28: 公司与仁宝、英业达、广达、联宝、纬创等知名企业建立稳定合作关系 .....	17
表 1: 越南泓禧新设于 2023 年 2 月 7 日, 海外布局日渐完善 (单位: 万元) .....	5
表 2: 宏碁 2023Q4 个人电脑出货量同比增长 12% (单位: 千台) .....	9
表 3: 联想是 2023 年个人电脑全年出货量最大的厂商 (单位: 千台) .....	9
表 4: 泓禧科技可比公司包括铭基高科、桦晟电子、立讯精密 .....	10
表 5: 公司高精度电子线组件主要有极细同轴线、极细铁氟龙线和其他电子线组件 .....	14
表 6: 高精度电子线组别各细分产品用途和特点列示 .....	15
表 7: 公司微型扬声器将朝向膜片多层复合及多磁路技术趋势发展 .....	16
表 8: 公司为多家客户的主要供货商 .....	18
表 9: 2021 年至 2022 年前五大客户合计销售金额占比超过 90% .....	18
表 10: 公司主要核心技术包括 CO2 镭射技术、微刀口挪移技术等 .....	19
表 11: 公司募投项目用于高精度电子线组件扩产项目和微型扬声器升级改造项目/万元 .....	20
表 12: 同行业可比公司 PE (2023E) 均值 40X .....	21

## 1、深耕笔电高精度电子线组件，2023 年归母净利润预增 16%

重庆市泓禧科技股份有限公司成立于 2010 年 8 月，于 2022 年 2 月 28 日北京证券交易所上市，证券代码：871857。公司的主营业务为电子元器件、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。公司自 2015 年以来，一直被认定为“高新技术企业”，先后获得“2017 年度创新型先进企业”、“2018 年度开放型经济先进企业”、“重庆市长寿区 2020 年度重点工业企业”、“重庆市长寿区 2021 年工业特殊贡献企业”，并于 2021 年获得重庆市“专精特新”中小企业等荣誉称号。

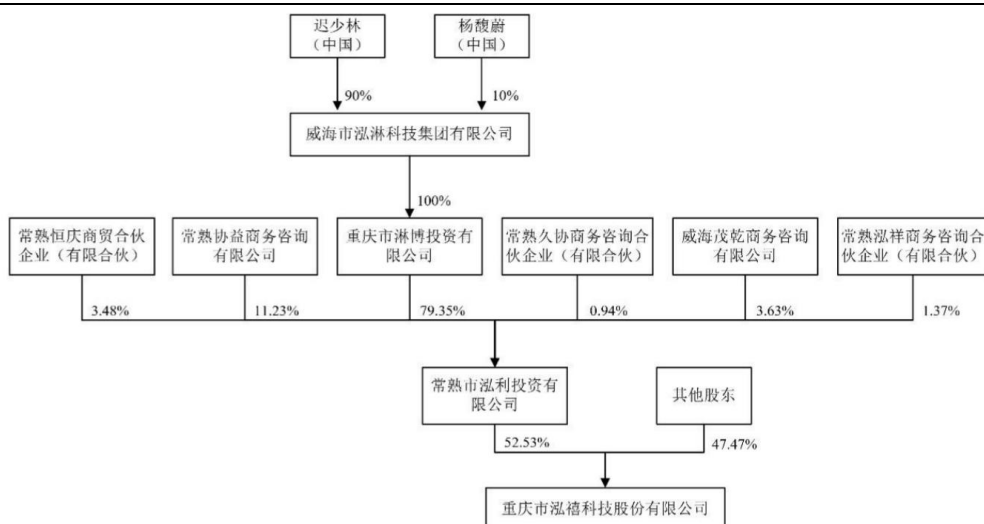
图1：成立于 2010 年，2022 年赴北交所上市



资料来源：泓禧科技公告、开源证券研究所

**股权架构：**根据泓禧科技 2024 年 2 月 5 日发布的《收购报告书》，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、常熟泓博直接或间接控制泓禧科技，为公司实际控制人。

图2：迟少林通过泓淋集团、重庆淋博、常熟泓博直接或间接控制泓禧科技



资料来源：泓禧科技《收购报告书》 注：报告书签署日为 2024 年 2 月 2 日

**子公司情况：**据公司 2023 年中报披露，公司拥有四家控股子公司，分别为香港泓禧、缅甸泓禧、商丘泓禧、越南泓禧。其中越南泓禧成立于 2023 年 2 月 7 日，符合公司整体战略发展规划与业务发展需要，符合公司及全体股东的利益。

表1: 越南泓禧新设于 2023 年 2 月 7 日, 海外布局日渐完善 (单位: 万元)

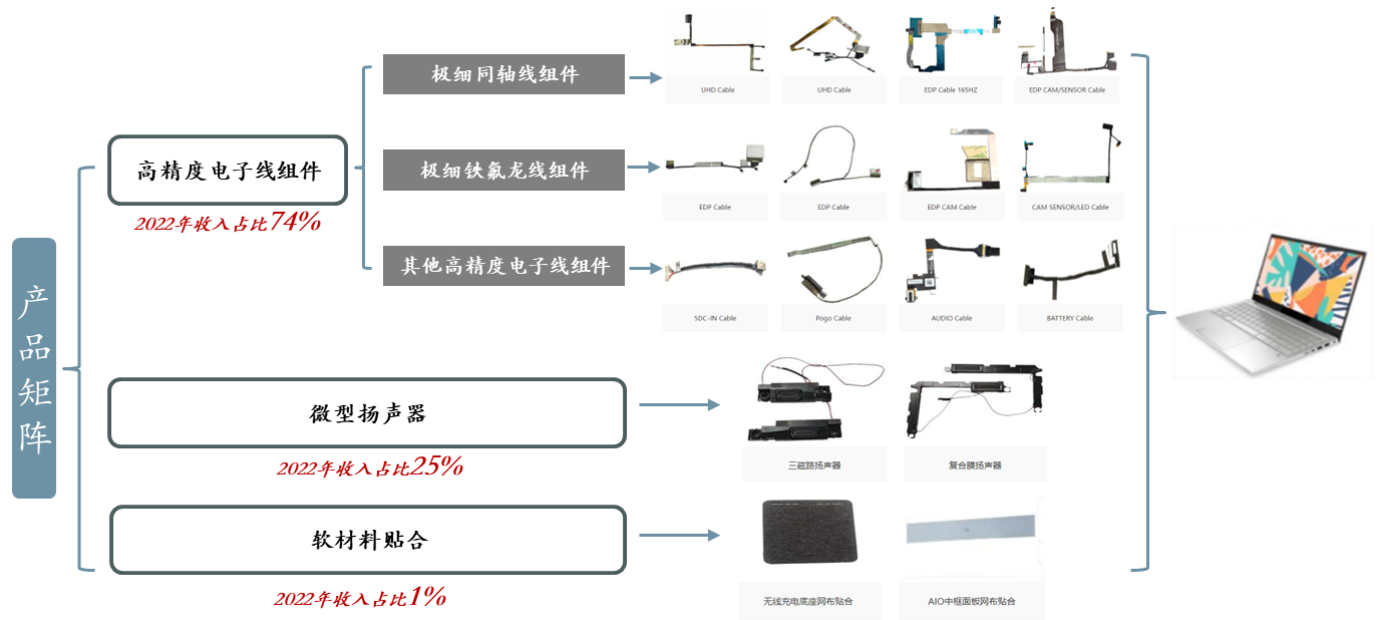
公司名称	公司类型	主要业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	净利润
香港泓禧	控股子公司	电子设备、网络设备及服务、通讯设备及服务领域的投资及贸易	0.00	8970.97	855.00	10379.96	12.45
缅甸泓禧	控股子公司	高精度电子线组件的生产和销售	15.00	2506.14	1119.18	1109.06	-1.42
商丘泓禧	控股子公司	电子专用材料制造、研发,电子元器件制造	1000.00	661.82	212.31	388.75	-124.46
越南泓禧	控股子公司	电子元器件制造,高精度电子线组件的生产和销售	5982724.00	1398.08	1398.08	0.00	-7.89

资料来源: 泓禧科技 2023 年半年报、开源证券研究所

注: 香港泓禧注册资本单位为港元; 缅甸泓禧注册资本单位为美元; 越南泓禧注册资本单位为越南盾。

**业务框架:** 产品主要包括高精度电子线组件 (极细同轴线组件/极细铁氟龙线组件/其他高精度电子线组件)、微型扬声器及软材料贴合等, 应用于笔记本电脑为主。

图3: 公司产品主要包括高精度电子线组件、微型扬声器及软材料贴合等



资料来源: Wind、泓禧科技官网、开源证券研究所

**2023 年情况:** 据公司发布的 2023 年业绩快报, 公司预计实现营收 4.49 亿元 (+5.02%)、归母净利润 3827.93 万元 (+16.31%)。

**营收:** 2016-2021 年营收规模持续上升, 2022 年受全球卫生安全事件影响, 宏观经济受挫, 公民消费力下降, 营收下滑至 4.27 亿元 (-18.77%); 2023 年有所回升。

**归母净利润:** 与营收规模走势相似, 2022 年归母净利润达 3291.01 万元 (-18.54%)。

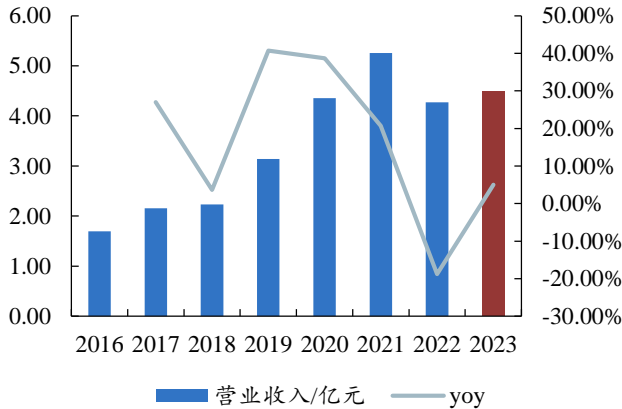
**盈利能力:** 2016-2020 年毛利率水平波动向上, 2021-2022 年连续下滑, 根据 2023 年的业绩快报中归母净利润增速数据及 2023 年前三季度公司毛利率及净利率的回升, 我们判断公司 2023 年毛利率已止住下滑趋势。

**成本管控:** 期间费用率水平相对稳定, 2018-2021 年持续维持在 11%左右水平, 2022 年期间费用率下降较多的原因为公司未使用的募集资金导致利息收入增多、偿



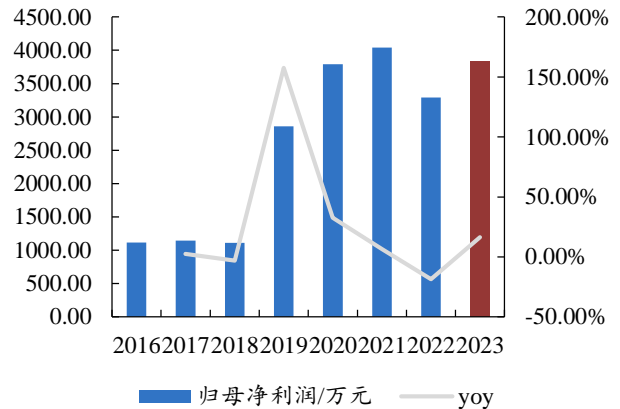
还贷款导致利息支出减少以及汇率变动的影响，综合致使公司财务费用率下降较多。

**图4：2023 年公司预计实现营收 4.49 亿元（+5.02%）**



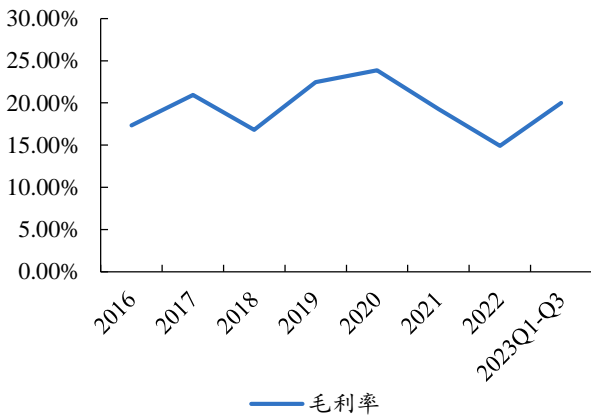
数据来源：Wind、泓禧科技 2023 年业绩快报、开源证券研究所

**图5：2023 年预计实现归母净利润 3828 万元（+16%）**



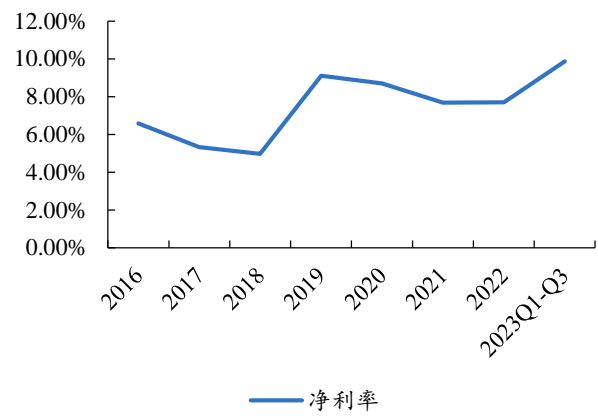
数据来源：Wind、泓禧科技 2023 年业绩快报、开源证券研究所

**图6：2022 年公司毛利率为 14.93%，2023Q1-Q3 回升**



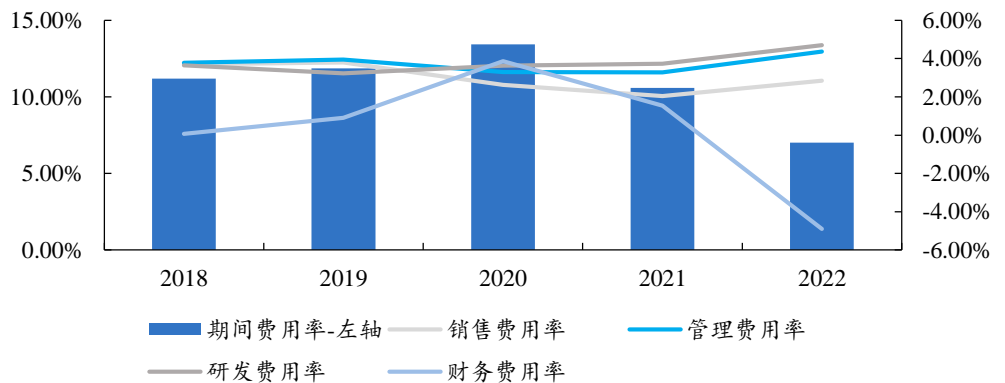
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：2022 年公司净利率为 7.71%，2023Q1-Q3 回升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2022 年公司期间费用率水平为 7.01%，财务费用率下降较多**

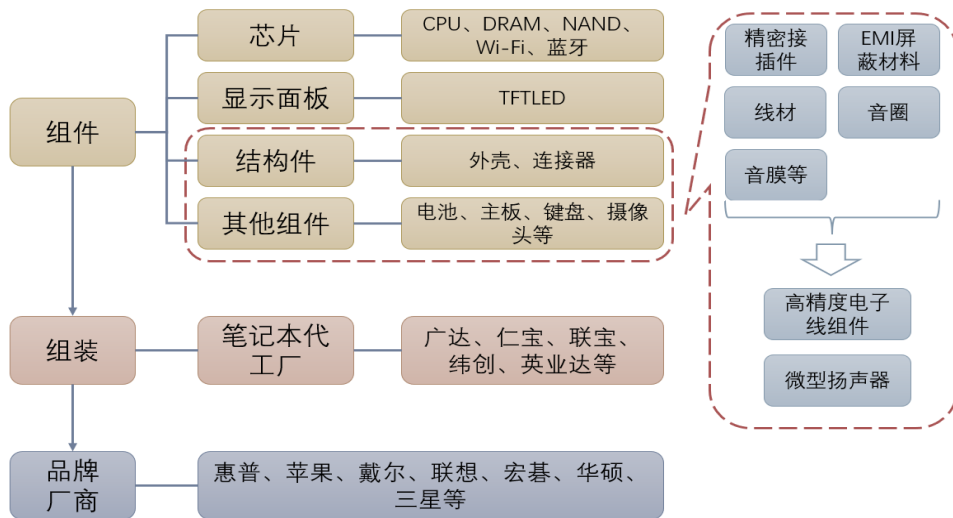


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、笔电市场有望受益于需求侧拐点，AI PC 提供换机动能

笔记本电脑制造行业经历了从制造模式到代工制造模式，再到完全代工模式的发展历程。制造模式：笔记本电脑的所有或绝大多数配件均由品牌商自行生产。代工制造模式：部分高端零部件由专业厂商代工，行业分工进一步细化。完全代工模式：将产品的结构件全部外包给更专业的结构件厂商，导致专业结构件厂商的诞生。

图9：笔记本电脑制造行业现已进入完全代工模式

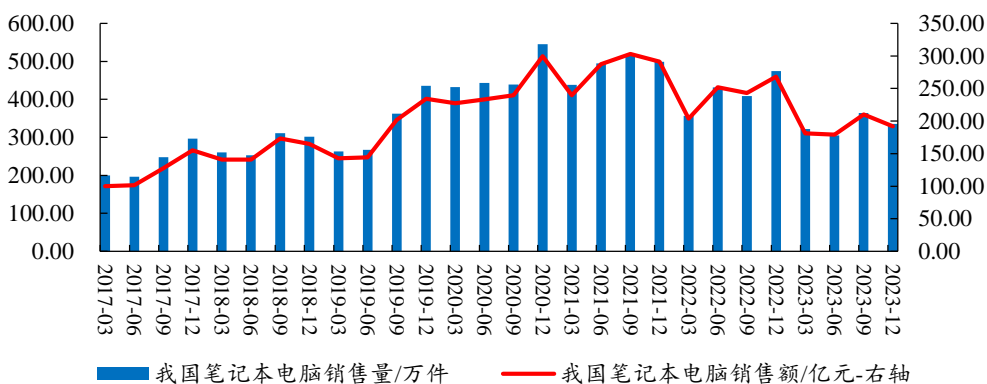


资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

### 2.1、现状：PC 市场回暖，2023Q4 全球 PC 出货量同比增速迎来拐点

国内出货量：随着我国居民收入和消费电子产品技术的显著提升，人们对消费电子产品需求不断扩大，整体市场呈现良好的发展趋势。根据数据威统计，2020 年因为新冠疫情的影响，远程学习办公、社交的需求大幅上升，我国笔记本电脑出货量达到高点，而且之间回归正常水平。2023 年第四季度，我国笔记本电脑销售量达 335.41 万件，销售金额达 191.84 亿元，较 2022 年同期均有所下降。

图10：2023Q4 我国笔记本电脑销售量达 335.41 万件，销售金额达 191.84 亿元



数据来源：数据威、Wind、开源证券研究所

全球出货量：2023Q4 全球 PC 出货量结束连续 7 个季度的同比下滑。据 Canalsy 报告，2023 年第四季度，全球个人电脑市场出货量同比增长 3%，结束了连续七个季

度的同比下滑。第四季度台式机和笔记本总出货量增至 6530 万台，其中笔记本电脑、台式机出货量分别 5160 万台 (+4%)、1370 万台 (-1%)。2023 年个人电脑出货量总数 2.47 亿台 (-13%)。

图11: 2023 年第四季度，全球个人电脑市场出货量同比增长 3%

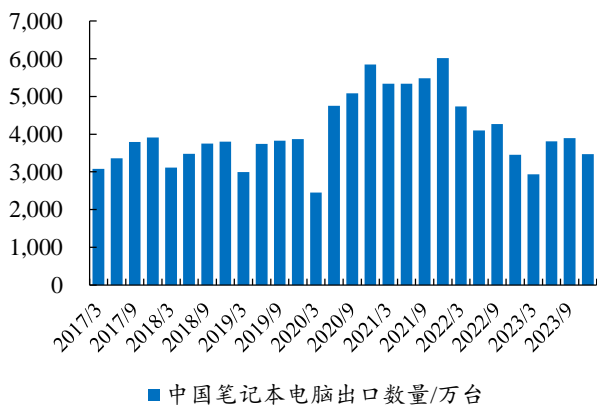


资料来源: IT 之家、Canalys

**市场规模:** 根据泓禧科技招股书信息，一台笔记本电脑内部应用 1 条极细同轴线组件或极细铁氟龙线组件及产品的设计需要可能有其他高精度电子线组件和 1 对微型扬声器，笔记本电脑中高精度电子线组件、微型扬声器等产品的市场容量基本与笔记本电脑销量一致，2023Q4 全球笔记本电脑出货量达到 5160 万台，则笔记本电脑用高精度电子线组件市场容量至少为 5160 万个，微型扬声器市场容量达 5160 万对。在 2023Q4 全球 PC 出货量实现同比负增长反转后，我们预计 2024 年全球笔记本电脑市场需求有望持续回升。笔记本电脑市场的稳步发展有望推动高精度电子线组件及微型扬声器需求的持续增长。

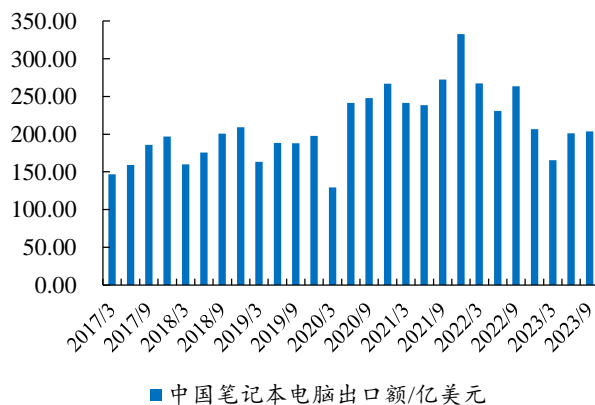
**出口情况:** 2023 年，中国笔记本电脑出口量为 14,106 万台，同比下降 15%；出口额为 758.43 亿美元，同比下降 22%。其中 2023 年第四季度中国笔记本电脑出口量为 3471 万台，占全球笔记本电脑总出货量的 67.27%。

图12: 2023 年中国笔记本电脑出口量 14106 万台 (-15%)



■ 中国笔记本电脑出口数量/万台

图13: 2023 年中国笔电出口额为 758 亿美元 (-22%)



■ 中国笔记本电脑出口额/亿美元

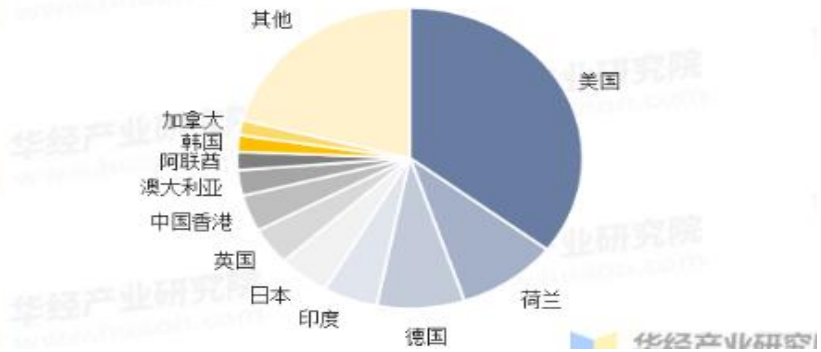
数据来源: 海关总署、开源证券研究所

数据来源: 海关总署、开源证券研究所



**出口区域：**美国是我国笔记本电脑出口最主要市场。2022 年我国笔记本电脑出口额排名前十的国家分别为：美国、荷兰、德国、印度、日本、英国、中国香港、澳大利亚、阿联酋、韩国，合计占我国该产品出口额的 77.45%。其中美国是我国笔记本电脑出口最主要市场，出口额为 343.17 亿美元。

图14：2022 年我国对美国出口笔记本电脑金额为 343.17 亿美元



资料来源：中国海关、华经产业研究院

**品牌格局：**联想在个人电脑市场排名中稳居榜首，2023Q4 出货量同比增长 3%，也是 2023 年全年出货量最大的厂商。惠普 2023Q4 同比增长 6% 稳居第二，2023 年总出货量 5289 万台。戴尔 2023Q4 和 2023 全年排名均保持第三位。苹果 2023Q4 全球出货量实现 9% 同比增长，位居第四。宏碁 2023Q4 同比增长 12% 位居第五。

表2：宏碁 2023Q4 个人电脑出货量同比增长 12%（单位：千台）

厂商	2022Q4		2023Q4		出货量同比增速
	出货量	市场份额	出货量	市场份额	
联想	15,608	24.7%	16,094	24.7%	3.1%
惠普	13,204	20.9%	13,937	21.4%	5.6%
戴尔	10,807	17.1%	9,915	15.2%	-8.3%
苹果	6,019	9.5%	6,577	10.1%	9.3%
宏碁	3,561	5.6%	3,988	6.1%	12.0%
其他	14,097	22.3%	14,735	22.6%	4.5%
合计	63,296	100.0%	65,246	100.0%	3.10%

数据来源：Canalys、IT 之家、开源证券研究所

表3：联想是 2023 年个人电脑全年出货量最大的厂商（单位：千台）

厂商	2022 全年		2023 全年		出货量同比增速
	出货量	市场份额	出货量	市场份额	
联想	67,731	23.9%	59,106	23.9%	-12.7%
惠普	55,204	19.5%	52,893	21.4%	-4.2%
戴尔	49,747	17.5%	39,979	16.2%	-19.6%
苹果	27,019	9.5%	23,203	9.4%	-14.1%
华硕	20,561	7.2%	16,316	6.6%	-20.6%
其他	63,453	22.4%	55,496	22.5%	-12.5%
合计	283,714	100.0%	246,994	100.0%	-12.9%

数据来源：Canalys、IT 之家、开源证券研究所

## 2.2、格局：泓禧科技在笔电领域高精度电子线组件市占率约 20%

从公司所处产业链下游行业（笔电整机代工产业）看，笔电整机代工厂商主要集中在台资企业，国内主要布局在中国台湾，江苏，安徽，重庆等地，上海、北京、西安等地则以研发为主，包括广达、仁宝、联宝、纬创、英业达等。随着“中国+1”供应链战略布局推进，越南、泰国等东南亚国家成为笔电产业链转移的热点地点。

图15：笔电整机代工厂商集中在台资企业，国内布局在中国台湾、江苏、安徽等地

	国内据点	主要合作品牌
广达集团	江苏、上海、重庆、台湾	联想、惠普、戴尔、苹果、华为等
仁宝电脑	江苏、四川、重庆、台湾	联想、惠普、戴尔、宏基等
纬创资通	江苏、四川、重庆、广东、台湾	联想、惠普、戴尔、宏基、小米等
英业达	江苏、上海、重庆、江西、台湾	惠普、华硕、宏基、富士通、小米等
联宝科技	安徽	联想
和硕联合	江苏、上海、重庆、台湾	华硕、联想、苹果、微软等
华勤技术	江苏、江西、上海、广东、陕西	联想、戴尔、宏基、华硕、华为等
闻泰科技	江苏、广东、上海、云南、陕西	联想、华为、华硕、宏基等
宝龙达	广东、安徽	联想、惠普、google等

资料来源：艾邦加工展公众号、开源证券研究所

**泓禧科技高精度电子线组件市占率约 20%。**我国已经成为世界上高精度电子线组件及微型扬声器的生产基地，也是全球高精度电子线组件及微型扬声器最大的市场。**笔记本电脑领域高精度电子线组件市场竞争格局：**主要有泓禧科技、立讯精密、桦晟电子、铭基电子以及一些规模较小的公司，大部分市场份额被上述四家企业所占有。公司凭借坚实的客户基础、优秀的品质控制和成本管控，在高精度电子线组件领域已成长为优秀的企业之一，根据招股书信息，在笔电领域中，公司高精度电子线组件的出货量市场占有率约为 20%。

**可比公司：**我们主要选了从事与公司所在消费电子领域存在交叉或相似业务的公司，分别是铭基高科、桦晟电子、立讯精密。

表4：泓禧科技可比公司包括铭基高科、桦晟电子、立讯精密

公司名称	市场地位
铭基高科	公司致力于精密连接组件的研发、生产、销售，是连接器领域具有规模化、高可靠性、快速响应等综合服务能力的高新技术企业。精密连接组件由接插件、线材等零配件组成，是电子设备中传输信号，接通电流的桥梁，广泛应用于消费电子、通信、工控安防、汽车等多个领域。
桦晟电子	公司专注于计算机及其周边与通讯相关连接线的生产与销售，其主要产品有极细同轴线、电子线及天线等，属于电子业中电子零组件制造业，在业内处于领先地位。
立讯精密	公司专注于连接线、连接器的研发、生产和销售，产品主要应用于 3C（计算机、通讯、消费电子）和汽车、医疗等领域，目前已成长为精密制造行业龙头。
泓禧科技	公司专注于高精度电子线组件以及微型扬声器的设计、研发、生产和销售。凭借坚实的客户基础、优秀的品质控制和成本管控，公司在高精度电子线组件领域已成长为优秀的企业之一。

资料来源：Wind、泓禧科技招股书、开源证券研究所

从可比公司的财务数据来看，立讯精密在 PC 互联组件相关业务创收较高，是行业龙头企业，相比之下泓禧科技业务规模小于可比公司，具备较大发展潜力。盈利能力方面，由于产品结构差异性较大，铭基高科毛利率较高，泓禧科技 2023H1 毛利率高于桦晟电子。

图16: 立讯精密在 PC 互联组件相关业务创收较高/万元

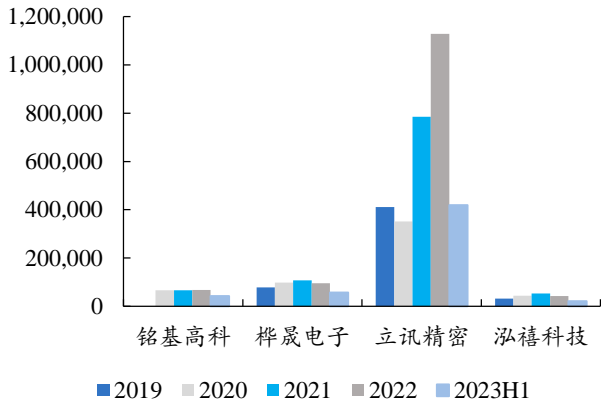
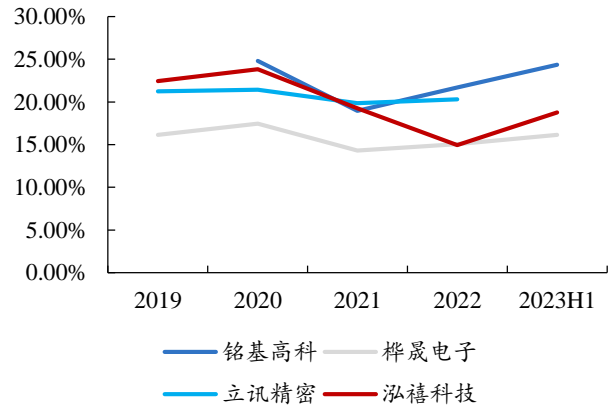


图17: 泓禧科技 2023H1 毛利率高于桦晟电子



数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 铭基高科数据为计算机类连接组件创收, 2023H1 数据实为 2023Q1-Q3 数据; 立讯精密数据为电脑互联产品及精密组件业务创收

数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 铭基高科数据为计算机类连接组件毛利率, 2023H1 数据实为 2023Q1-Q3 数据; 立讯精密数据为电脑互联产品及精密组件业务毛利率

### 2.3、趋势：端侧 AI 赋能商用成本管控，AI PC 预期加速电脑更新周期

经过多年的发展，我国高精度电子线组件及微型扬声器的技术及加工水平取得了长足的进步，下游行业的发展带动本行业的不断发展，并主要呈以下几个特点：

**(一) 高频高速：**随着 5G 技术的发展、AR/VR 应用场景的推广以及万物互联时代的来临，视频、音频等信号的高频、高速的传输成为通信应用领域的必然要求，这对高精度电子线组件、微型扬声器等电子元器件产品的性能也提出了同样的需求。

**(二) 智能化：**随着 AI 技术广泛应用，各大公司在微型扬声器方面已迈出了实质性步伐。未来声学产品有望成为语音交互的最佳入口以及智能家居的控制中心，高精度电子线组件、微型扬声器等要满足终端产品智能化的发展方向。**(三) 小型化：**随着下游各类移动终端向小型化、轻薄化发展，推动高精度电子线组件、微型扬声器等产品朝微型化、小间距和多功能方向发展。**(四) 定制化：**笔记本电脑内部结构由客户设计，高精度电子线组件、微型扬声器等产品也由客户定制。

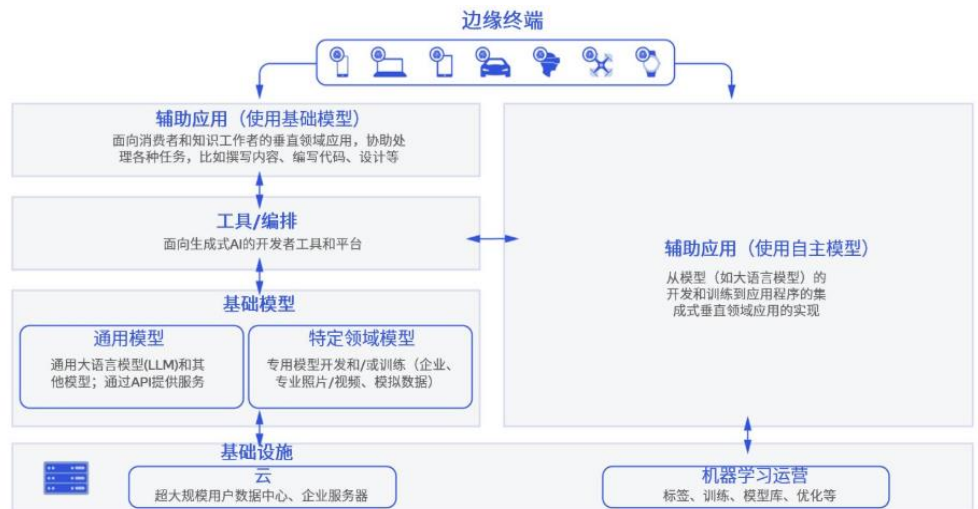
图18: 行业趋势包括高频高速、智能化、小型化、定制化等方面



资料来源: 泓禧科技招股书、开源证券研究所

在智能化方面，AI 处理必须分布在云端和终端进行，才能实现 AI 的规模化扩展并发挥其最大潜能。根据高通发布的《混合 AI 是 AI 的未来》介绍，与仅在云端进行处理不同，混合 AI 架构在云端和边缘终端之间分配并协调 AI 工作负载。云端和边缘终端如智能手机、汽车、个人电脑和物联网终端协同工作，能够实现更强大、更高效且高度优化的 AI。

图19：生成式 AI 生态链下应用数量不断增加



资料来源：高通《混合 AI 是 AI 的未来》

终端侧 AI 能力赋能混合 AI，是让生成式 AI 实现全球规模化扩展的关键。在云端和边缘终端之间分配处理任务取决于终端能力、隐私和安全需求、性能需求以及商业模式等诸多因素。在生成式 AI 出现之前，AI 处理便持续向边缘转移，越来越多的 AI 推理工作负载在手机、笔记本电脑、XR 头显、汽车和其他边缘终端上运行。

图20：AI 处理的重心正在向边缘转移



资料来源：高通《混合 AI 是 AI 的未来》

AI PC 将在接下来的电脑更新周期及之后提供额外动力。Canalys 预计，2024 年出货的个人电脑中，五分之一将具备 AI 功能，这些电脑将采用专用芯片组或模块（如 NPU），来运行端侧 AI 的负载。在此之后，采用率将迅速上升，特别是在商用领域。端侧 AI 在生产力和安全性和成本管理方面的优势，将成为企业采购新设备时的关键考虑因素。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。

图21: Canals 预测, 到 2027 年 AI PC 出货量将超过 1.7 亿台



资料来源: Canals、IT之家



### 3、降本增效与海外布局并施，募投扩展有望提升配套能力

#### 3.1、业务：高精度电子线组件+微型扬声器

公司的主营业务为电子元器件、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。公司的产品主要包括高精度电子线组件、微型扬声器。

##### 3.1.1、高精度电子线组件(75%):2023H1 创收 15768.27 万元,毛利率回升至 21.28%

2023 年上半年,公司高精度电子线组件业务创收 15768.27 万元 (-17.56%),业务占比 75%,毛利率为 21.28%。回溯时间线看,2019-2021 年公司该业务创收持续上升,随后 2022 年出现下滑,毛利率走势整体先降后升,2023 年上半年出现拐点。

图22: 2023H1 高精度电子线组件创收 15768.27 万元

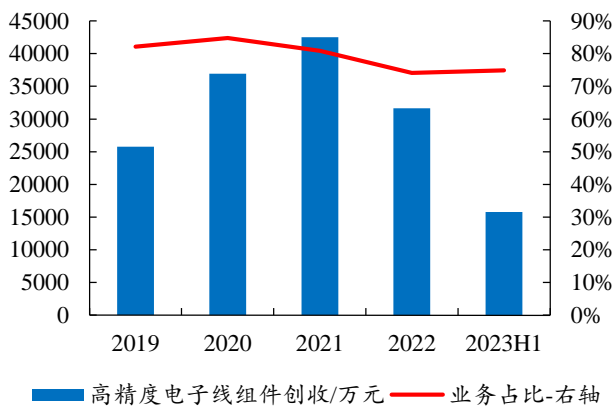
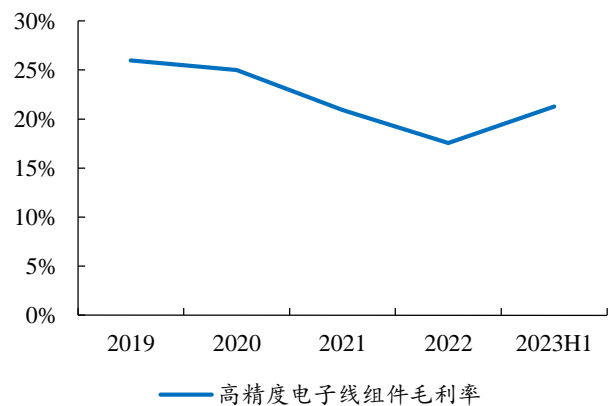


图23: 2023H1 高精度电子线组件毛利率为 21.28%



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

公司高精度电子线组件主要有极细同轴线、极细铁氟龙线和其他电子线组件。

- (1) **同轴线**是由两根同轴的圆柱导体构成的导行系统,内外导体之间填充空气或高频介质的一种宽频带微波传输线,其结构由内导体、绝缘介质层、外导体层、护套组成,内外导体轴线相同,故叫同轴线。一般同轴线外导体接地,电磁场被限定在内外导体之间,所以同轴线基本没有辐射损耗,几乎不受外界信号干扰,其用途主要以 TEM 模的方式广泛应用于宽频带馈线和元器件的设计中。
- (2) **铁氟龙线**是以聚四氟乙烯(俗称氟塑料)为绝缘层,包裹金属导体而成的电线。因铁氟龙在耐热、耐磨损、抗腐蚀等特性,而广泛用于电子行业中以及家用电器的内部布线等。

从主要产品的性能指标来看,公司能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。

表5: 公司高精度电子线组件主要有极细同轴线、极细铁氟龙线和其他电子线组件

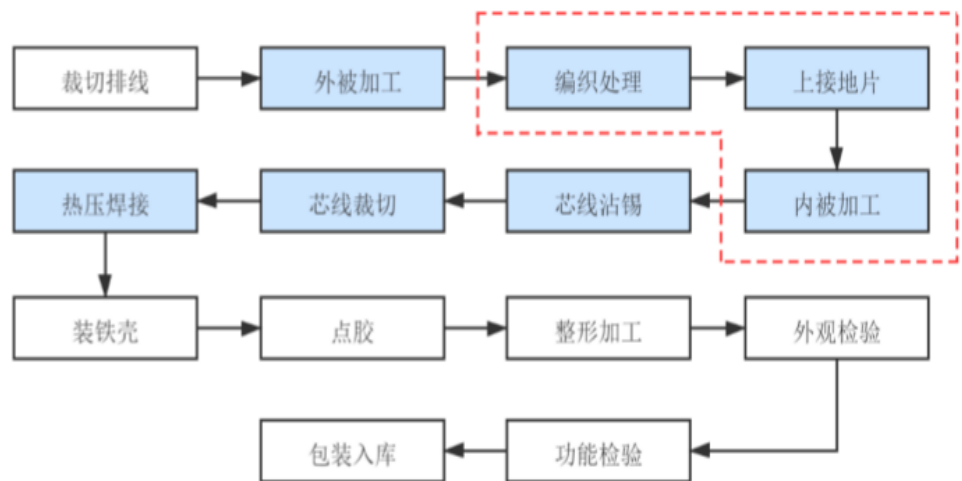
产品名称	定位情况	核心竞争指标	公司产品指标的性能参数
极细同轴线组件	主要应用于笔记本电脑内部以实现显示器与主板之间的高频信号传输,主要用于商用型笔记本电脑	可加工同轴线号 (AWG)	36#/40#/42#
		最细单导体直径 (mm)	0.025mm
		接插件间距 (mm)	0.5/0.4/0.25

		特性阻抗 (Ω)	100+/-10%, 90+/-10%, 85+/-10%
极细铁氟龙线组件	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,主要用于消费型及教育型笔记本电脑	可加工铁氟龙线号 (AWG)	32#/34#/36#
		最细单导体直径 (mm)	0.03mm
		接插件间距 (mm)	0.5/0.4/0.25
		特性阻抗 (Ω)	100+/-15%, 90+/-15%, 85+/-15%
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	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

资料来源: 泓禧科技招股书、开源证券研究所 注: 参数来源于招股书, 信息可能存在滞后

极细铁氟龙线组件与极细同轴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。极细铁氟龙线组件流程工艺中不包含上述三个流程, 其他高精度电子线组件的流程工艺相对简单, 在经过端子铆压及压接刺破后进入点胶等后续工序环节。高精度电子线组件所有工艺流程公司都可以独立完成。

图24: 极细同轴线和极细铁氟龙线存在工艺差异



资料来源: 泓禧科技招股书 注: 上图中外被加工、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

极细同轴线组件及极细铁氟龙线组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, 两者均具有高频高速、弯曲性能好、耐温等特点, 且最细的单导体横截面直径可达 0.025mm。两者的主要区别在于, 极细同轴线组件主要由 5 层结构的同轴线材料构成, 而极细铁氟龙线组件主要由 2 层结构的铁氟龙线材料构成, 因此极细同轴线组件比极细铁氟龙线组件具有更精准的阻抗控制及更优异的耐摇摆能力。除极细同轴线组件和极细铁氟龙线组件外, 公司生产的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, 其结构及原材料与极细铁氟龙线组件类似, 由 2 层结构的铁氟龙线材料构成。

表6: 高精度电子线组别各细分产品用途和特点列示

产品	用途	特点
极细同轴线组件	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	1.具有高频高速、弯曲性能好、耐温等特点, 且最细的单导体横截面直径可达 0.025mm; 2.主要由 5 层结构的同轴线材料构成

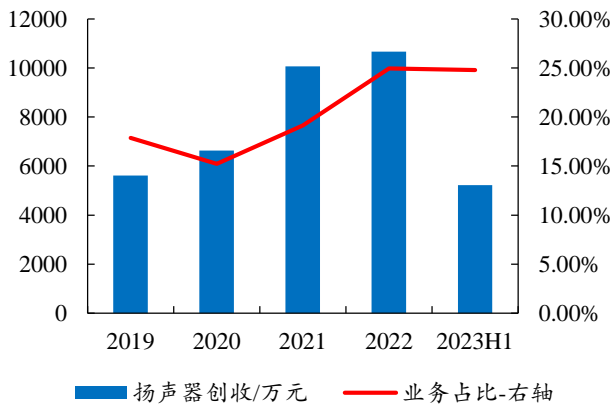
产品	用途	特点
极细铁氟龙线组件		1.具有高频高速、弯曲性能好、耐温等特点，且最细的单体横截面直径可达 0.025mm； 2.主要由 2 层结构的铁氟龙线材料构成
其他高精度电子线组件	主要用于笔记本电脑内部的信号传输，如硬盘、显示灯等	结构及原材料与极细铁氟龙线组件类似，由 2 层结构的铁氟龙线材料构成

资料来源：泓禧科技招股书、开源证券研究所

### 3.1.2、微型扬声器（25%）：2023H1 创收 5220.43 万元（-1.94%），毛利率达 11%

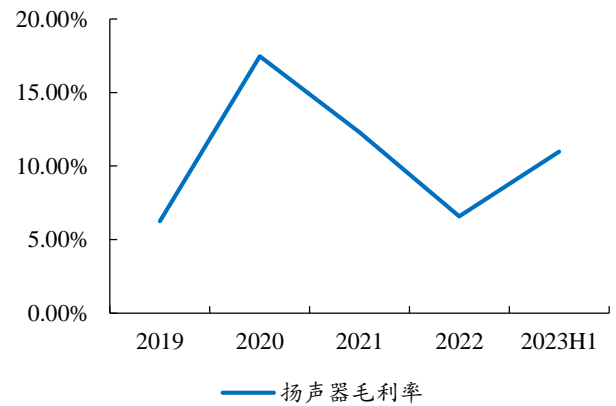
2023 年上半年，公司扬声器业务创收 5220.43 万元（-1.94%），业务占比 25%，毛利率为 10.98%。泓禧科技 2018 年导入扬声器业务，以满足仁宝和广达等下游客户在笔记本电脑、智能终端等产品对微型扬声器的需求。回溯时间线看，2019-2022 年公司该业务创收持续上升，毛利率波动较大，主要由于明细产品结构的变化。

图25：2023H1 扬声器业务创收 5220.43 万元（-1.94%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2023H1 扬声器业务毛利率为 10.98%



数据来源：Wind、开源证券研究所

从主要产品的性能指标来看，公司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。

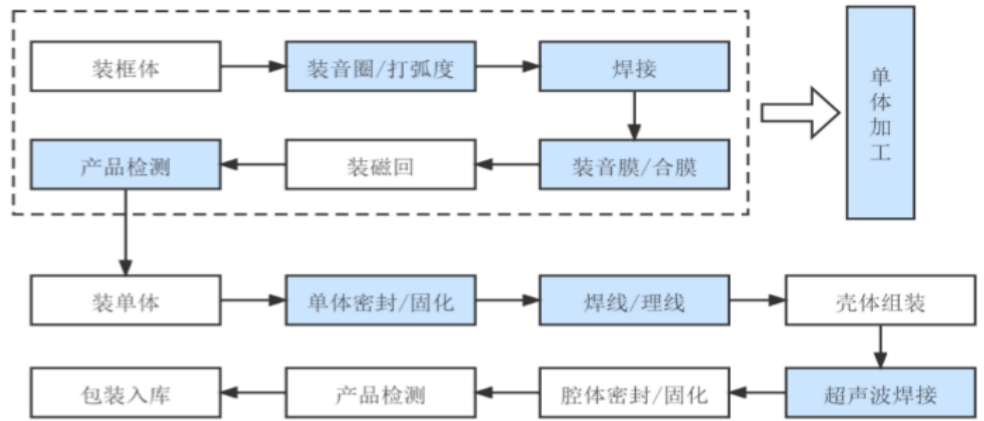
表7：公司微型扬声器将朝向膜片多层复合及多磁路技术趋势发展

产品名称	定位情况	核心竞争指标的性能参数	
		核心竞争指标	公司产品指标
微型扬声器	主要应用于笔记本电脑内部	电阻 (Ω)	4 Ω +/-15% 8 Ω +/-15%
		频响 (dB)	75~78 dB @ 1W 0.5M at 1KHz in free air
		失真 (%)	Max 5% @ 1W 0.5M at 1KHz in free air
		F0 (Hz)	300~900Hz

资料来源：泓禧科技招股书、开源证券研究所

微型扬声器所有工艺流程公司都可以独立完成。

图27：微型扬声器所有工艺流程公司都可以独立完成



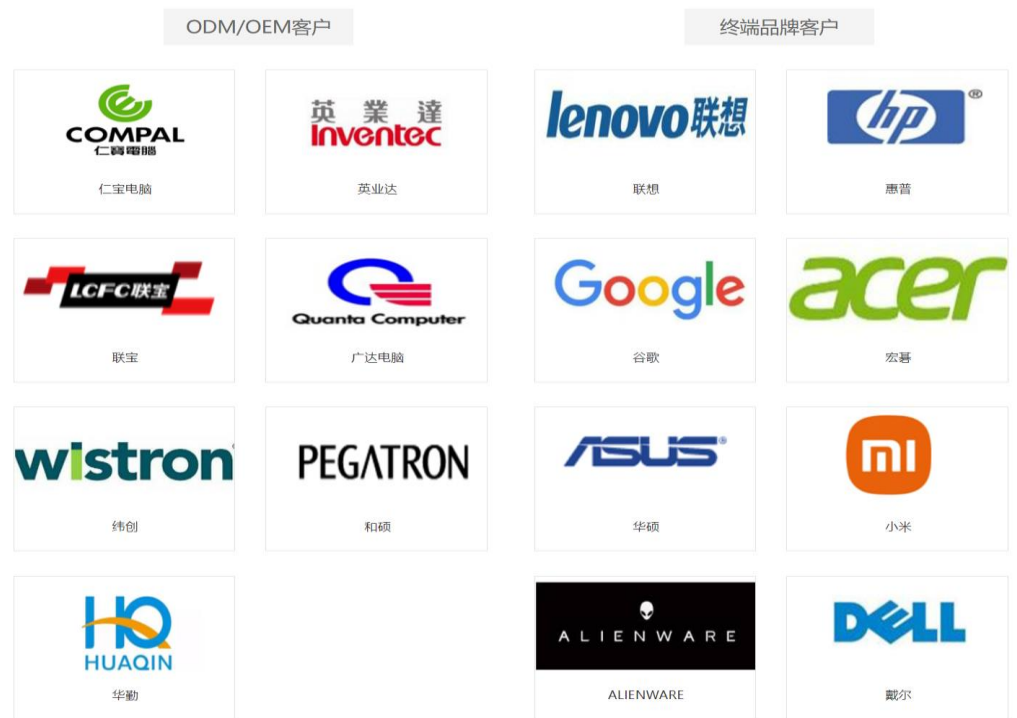
资料来源：泓禧科技招股书 注：单体加工、装单体、焊线/理线等工序（蓝色底色）为产品工艺流程的核心环节，而其余的工艺流程（白色底色）为非核心环节

### 3.2、看点：稳定客户+卓越研发构筑核心竞争力

#### 3.2.1、客户：已与仁宝、英业达、广达、联宝等国际知名企业建立稳定合作关系

**长期稳定的客户资源。**公司已积累多家优质客户资源并建立了良好的客户合作关系，构成了核心竞争力的重要组成部分。在笔电领域，公司已与直接客户仁宝、英业达、广达、联宝、纬创、华勤等国际知名企业建立了稳定的合作关系。同时，公司已与终端客户惠普、联想、戴尔、华硕、宏碁等世界一流品牌建立稳定的合作关系，使得销售具有稳定性和持续性。

图28：公司与仁宝、英业达、广达、联宝、纬创等知名企业建立稳定合作关系



资料来源：泓禧科技官网

为多家客户的重要供应商。公司凭借其产品的良好品质和专业服务，获得了客户的高度认可，公司连续多年获得英业达、仁宝等客户授予的“最佳供应商”“最佳合作伙伴”等多项荣誉，并取得了 RBA 责任商业联盟认证。

**表8：公司为多家客户的主要供货商**

客户名称	历史合作情况	客户定位	占主要客户同类采购金额比重	销售产品
仁宝	2011 年合作至今	在笔记本电脑领域具有领导地位，笔记本电脑一级代工厂商	约 40%	高精度电子线组件、 微型扬声器
英业达	2012 年合作至今	在笔记本电脑领域占据领先地位，笔记本电脑一级代工厂商	约 70%	
广达	2011 年合作至今	在笔记本电脑领域中占有重要的地位，笔记本电脑一级代工厂商	15%-20%	
联宝	2013 年合作至今	联想集团旗下最大的 PC 研发和制造基地，笔记本电脑一级代工厂商	约 10%	
巨腾	-	全球领先的笔记本电脑制造商，主要生产笔记本电脑机壳及配套产品	5%-10%	
华勤	-	专注于从事电子产品 ODM 服务，旗下主要产品包括智能手机、平板电脑、笔记本电脑、服务器及 IoT 设备等	约 15%	

资料来源：泓禧科技招股书、开源证券研究所

从客户的集中度来看，公司前三大客户占比均较大，2021 年至 2022 年前五大客户合计销售金额占比超过 90%。

**表9：2021 年至 2022 年前五大客户合计销售金额占比超过 90%**

年份	客户	销售金额/万元	占比/%
2022 年报	客户一	17,336.12	40.59
	客户二	9,968.50	23.34
	客户三	8,037.37	18.82
	客户四	2,552.44	5.98
	客户五	1,443.30	3.38
	<b>合计</b>	<b>39,337.72</b>	<b>92.11</b>
2021 年报	客户一	25,552.95	48.6
	客户二	12,235.25	23.27
	客户三	9,261.97	17.62
	客户四	1,023.10	1.95
	客户五	936.78	1.78
	<b>合计</b>	<b>49,010.04</b>	<b>93.22</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2.2、技术：52 项专利，致力于技术创新，具有完整的生产线和产品配套能力

公司主要核心技术均系与高精度电子线组件及微型电声器件的设计、研发、生产和销售相关的技术，包括 CO2 镭射技术、微刀口挪移技术等。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。



**表10: 公司主要核心技术包括 CO2 镭射技术、微刀口挪移技术等**

序号	技术名称	技术介绍	对应专利	技术来源	专利/非专利取得方式	所处阶段	对应主要产品
1	CO2 镭射技术	以 CO2 激光镭射结合伺服控制系统及电气控制技术组成, 采用专用装置对线材进行切割镭射	激光剥皮夹具底座 ZL201620518882.5	引进消化吸收再创新	自主研发	大批量生产	高精度电子线组件
2	微刀口挪移技术	以气压控制气缸为动力, 配合电气控制系统操作, 采用微刀口装置进行挪移处理	微刀口挪移机 ZL201420314254.6	引进消化吸收再创新	自主研发	大批量生产	高精度电子线组件
3	脉冲热压焊接技术	采用高压脉冲加热原理及气压缓冲装置进行焊接的处理	一种连接线焊接机 ZL201620519839.0	引进消化吸收再创新	自主研发	大批量生产	高精度电子线组件
4	刺破压接技术	以气压控制气缸为动力, 电气控制系统操作, 采用专用刺破装置进行作业	排线压排一体机 ZL201721767174.6	引进消化吸收再创新	自主研发	大批量生产	高精度电子线组件
5	YAG 镭射技术	以光纤激光雕刻技术结合伺服控制及电气控制系统组成, 采用切割镭射	双头 YAG 镭射机 ZL201721767187.3	引进消化吸收再创新	自主研发	大批量生产	高精度电子线组件
6	三孔气压独立控制技术	采用独立控制技术, 保证产品的点胶一致性	无	原始创新	自主研发	大批量生产	微型扬声器
7	一种全自动化产线喷码系统	通过自动化送料系统实现喷码自动化作业	一种全自动化产线喷码系统 ZL201821955141.9	原始创新	自主研发	大批量生产	微型扬声器
8	自动化产线导流装置	通过导流装置, 使杂乱的产品按照有序的方向进入待加工点, 从而实现自动化作业	自动化产线导流装置 ZL201821955013.4	原始创新	自主研发	大批量生产	微型扬声器
9	自动化产线 UV 灯固化装置	将底座通过两侧的支撑板, 架设在输送线上, 产品在通过固化装置, 紫外灯自动照射, 从而实现自动化	自动化产线 UV 灯固化装置 ZL201821954345.0	原始创新	自主研发	大批量生产	微型扬声器
10	用于扬声器在线检测的隔音室	通过材料隔音效果分析技术, 设计一款既能达到隔音效果, 又能随线检测的隔音室技术	用于扬声器在线检测的隔音室 ZL201821978553.4	原始创新	自主研发	大批量生产	微型扬声器

资料来源: 泓禧科技招股书、开源证券研究所

**产品配套服务能力和完整的生产线。**公司长期从事高精度电子线组件的设计、研发、生产和销售, 具有完整的生产线和产品配套能力, 并积累了丰富的经验, 产品质量不断提升, 生产制造效率不断改善。公司 2018 年所拓展的微型扬声器业务即是基于公司完整生产线和产品配套的能力。公司目前逐步加大自动化设备及生产线投入, 从而逐步实现生产流程的数字化、自动化和智能化, 提高公司产品质量, 同时实现部分工序自动化, 提高生产效率, 减少对生产人员的需求, 降低生产成本。

### 3.3、募投：用于高精度电子线组件扩产和微型扬声器升级改造项目

公司已经基本实现满负荷运转，产能达到瓶颈，无法全部满足客户提出的订单需求。公司本次发行价格为 12.00 元/股，初始发行股数为 1,600 万股（不含行使超额配售选择权所发的股份），募集资金总额为人民币 192,000,000.00 元（超额配售选择权行使前），扣除发行费用（不含税，超额配售选择权行使前）16,346,837.75 元，募集资金净额（超额配售选择权行使前）为人民币 175,653,162.25 元。

**表11：公司募投项目用于高精度电子线组件扩产项目和微型扬声器升级改造项目/万元**

序号	项目名称	项目总投资金额	截至 2023H1 投入金额
1	年产 1,300 万条高精度电子线组件建设项目	3,358.54	0.00
2	年产 1,700 万只新型、微型扬声器建设项目	22.74	22.74
2	微型扬声器生产技术升级改造项目	1,300.00	0.00
3	补充流动资金	12,884.04	10,779.15
	合计	17,565.32	10,801.89

资料来源：泓禧科技公告、开源证券研究所 注：信息截至 2023 年 6 月 30 日；公司募投项目发生过用途调整（原“年产 1700 万只新型、微型扬声器建设项目”的募集资金 3,795.91 万元,其中的 1,300.00 万元拟投向“微型扬声器生产技术升级改造项目”，剩余的募集资金用于永久性补充流动资金）

本次募投项目预计建设期均为 18 个月，根据公司 2023 年 12 月 29 日发布的投资者关系活动记录表信息，公司募投项目的建设按计划有序进行，“年产 1,300 万条高精度电子线组件建设项目”处于前期准备及工程勘察阶段；“微型扬声器生产技术升级改造项目”处于设备采购阶段。

#### 4、盈利预测与投资建议

随着经济复苏，笔记本电脑市场需求回暖。2023年，公司不断开发新客户及优化产品结构，销售收入实现持续增长；同时，随着产品结构占比变化，公司持续加大自动化设备投入、优化工艺技术，生产效率提升推动盈利能力进一步增强，利润增幅超过营收增幅。

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.38/0.49/0.63亿元，对应EPS分别为0.52/0.66/0.85元/股，对应当前股价PE分别为26.7/21.0/16.3倍。由于铭基高科、桦晟电子暂无Wind一致盈利预测，故我们加入意华股份、春秋电子、精研科技作为同业可比公司，同行业可比公司PE（2023E）均值40X。我们看好公司在笔电市场需求回升预期下产品的配套能力提升，首次覆盖给予“增持”评级。

表12：同行业可比公司 PE（2023E）均值 40X

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
立讯精密	002475.SZ	28.76	2,064.40	1.54	2	2.49	18.7	14.4	11.6
意华股份	002897.SZ	33.60	59.63	0.81	2.08	2.81	41.5	16.2	12.0
春秋电子	603890.SH	9.13	40.08	0.13	0.48	0.78	70.2	19.0	11.7
精研科技	300709.SZ	31.76	59.10	1.12	1.52	1.78	28.4	20.9	17.8
<b>均值</b>							<b>39.7</b>	<b>17.6</b>	<b>13.3</b>
泓禧科技	871857.BJ	13.81	10.22	0.52	0.66	0.85	26.7	21.0	16.3

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自于Wind一致预期 数据截至20240403

#### 5、风险提示

客户集中风险、汇率波动风险、市场竞争加剧风险

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	327	371	402	456	521
现金	29	146	147	145	185
应收票据及应收账款	207	126	145	175	189
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	82	91	100	127	138
其他流动资产	8	8	8	8	8
<b>非流动资产</b>	67	91	93	106	117
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	53	60	61	73	83
无形资产	4	4	4	4	3
其他非流动资产	11	27	28	30	31
<b>资产总计</b>	394	462	495	562	638
<b>流动负债</b>	218	88	92	122	146
短期借款	56	0	0	0	0
应付票据及应付账款	141	74	87	115	138
其他流动负债	21	14	5	7	7
<b>非流动负债</b>	8	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	227	97	101	131	155
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	58	74	74	74	74
资本公积	9	169	169	169	169
留存收益	100	121	149	185	231
<b>归属母公司股东权益</b>	167	365	394	431	483
<b>负债和股东权益</b>	394	462	495	562	638

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	10	41	16	24	64
净利润	40	33	38	49	63
折旧摊销	6	8	7	9	11
财务费用	8	-21	-8	-7	-7
投资损失	0	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	-41	2	-22	-26	-2
其他经营现金流	-4	19	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-12	-26	-10	-22	-21
资本支出	12	27	10	22	21
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	6	98	-4	-4	-4
短期借款	22	-56	0	0	0
长期借款	-10	0	0	0	0
普通股增加	0	16	0	0	0
资本公积增加	0	160	0	0	0
其他筹资现金流	-7	-21	-4	-4	-4
<b>现金净增加额</b>	1	117	2	-2	40

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	526	427	449	562	674
营业成本	424	363	363	454	544
营业税金及附加	2	2	2	2	3
营业费用	11	12	13	17	18
管理费用	17	19	18	21	25
研发费用	20	20	20	24	27
财务费用	8	-21	-8	-7	-7
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	44	32	41	52	66
营业外收入	0	3	1	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	44	35	43	53	68
所得税	4	2	4	4	6
<b>净利润</b>	40	33	38	49	63
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	40	33	38	49	63
EBITDA	52	39	46	58	74
EPS(元)	0.55	0.44	0.52	0.66	0.85

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.7	-18.8	5.0	25.2	20.1
营业利润(%)	-1.4	-27.7	29.9	24.7	28.4
归属于母公司净利润(%)	6.6	-18.5	16.3	27.3	28.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.3	14.9	19.1	19.2	19.4
净利率(%)	7.7	7.7	8.5	8.7	9.3
ROE(%)	24.2	9.0	9.7	11.3	13.0
ROIC(%)	17.9	7.8	8.7	10.4	12.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.6	21.1	20.4	23.3	24.2
净负债比率(%)	22.3	-39.2	-37.4	-33.7	-38.3
流动比率	1.5	4.2	4.4	3.7	3.6
速动比率	1.1	3.1	3.2	2.6	2.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.0	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	3.0	2.6	3.3	3.5	3.7
应付账款周转率	3.3	3.4	4.5	4.5	4.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.44	0.52	0.66	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.55	0.21	0.32	0.87
每股净资产(最新摊薄)	2.26	4.93	5.32	5.82	6.53
<b>估值比率</b>					
P/E	25.3	31.1	26.7	21.0	16.3
P/B	6.1	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	20.3	22.7	19.2	15.2	11.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22 / 24

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn