

利和兴 (301013)

证券研究报告
2024年06月04日

领先智能装备供应商，与国内头部客户合作，AI服务器+液冷超充有望多点开花

利和兴：领先的智能装备供应商，华为销量回暖带动公司订单快速放量

利和兴是一家专注于智能制造解决方案提供商的公司。2013年，公司成为华为公司的合格供应商，开始与华为共同成长。华为从2019年开始遭到美国制裁，市场份额迅速下滑，对利和兴订单需求产生较大影响。根据Canalys发布的报告，2024年第一季度，中国大陆智能手机市场时隔两年首次回暖，其中，华为经历了13个季度，重夺中国大陆市场第一，凭借Mate及nova系列热烈的市场反响，出货量达1170万台，市场份额达17%。利和兴是华为重要的设备供应商，在华为的智能设备中份额占比接近10%，华为的销量回暖有望带动利和兴设备订单的快速放量。

液冷超充：下一代先进充电技术，下游建设规划明确，有望快速放量

全液冷超充解决方案是指主机系统、功率模块、充电终端全链路采用液冷散热技术，具有高可靠、低噪音等优势。华为将大规模布局全液冷超充充电桩。预计到2024年底，华为600kW全液冷超级快充将完成超过10万个的部署。利和兴在数字能源领域开展多产品线布局，公司有望从新一代液冷超充技术的革新中受益。

AI服务器：国产替代箭在弦上，庞大需求驱动增长

AI服务器市场扩张表现亮眼，中国市场领跑全球。根据Statista数据，2021年全球服务器市场规模达到831.7亿美元，同比增长6.97%，其中AI服务器市场达到156.3亿美元，同比增长39.1%。国产替代方案已出现，华为昇腾优势明显。2023年10月，由于受到英伟达A100/A800/H100/H800/L40S等AI算力芯片进口限制的影响。华为昇腾计算是基于昇腾系列（HUAWEI Ascend）AI处理器和基础软件构建的Atlas人工智能计算解决方案，包括Atlas系列模块、板卡、小站、服务器、集群等丰富的产品形态，打造面向“端、边、云”的全场景AI基础设施方案，覆盖深度学习领域推理和训练全流程。目前，华为在AI芯片市场份额在国内厂商中领先。利和兴与华为昇腾一直保持良好合作关系，主要为其提供夹具和测试平台等产品。

盈利预测：首次覆盖给予“买入”评级。

预计2024-2026年公司归母净利润达到0.88、1.20、1.60亿元，PE分别为27.39、20.02、15.07倍。考虑到公司未来成长速度较快，我们采用PEG估值法，同业可比公司2024年PEG为1.11，利和兴为领先的智能装备供应商，华为的销量回暖带动公司订单快速放量，我们给予利和兴2024年PEG 1.1倍，对应PE为38倍，目标市值33.6亿元，对应目标价14.38元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：客户集中度高、市场竞争加剧、下游行业波动、监管函风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	306.54	469.83	1,086.76	1,304.11	1,553.27
增长率(%)	(29.26)	53.27	131.31	20.00	19.11
EBITDA(百万元)	28.81	56.75	183.17	217.49	266.89
归属母公司净利润(百万元)	(41.39)	(37.73)	87.82	120.17	159.59
增长率(%)	(186.29)	(8.84)	(332.75)	36.83	32.81
EPS(元/股)	(0.18)	(0.16)	0.38	0.51	0.68
市盈率(P/E)	(58.11)	(63.74)	27.39	20.02	15.07
市净率(P/B)	2.75	2.87	2.62	2.35	2.06
市销率(P/S)	7.85	5.12	2.21	1.84	1.55
EV/EBITDA	67.92	66.27	12.93	10.18	7.82

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.29元
目标价格	14.38元

基本数据

A股总股本(百万股)	233.74
流通A股股本(百万股)	166.39
A股总市值(百万元)	2,405.22
流通A股市值(百万元)	1,712.18
每股净资产(元)	3.62
资产负债率(%)	41.65
一年内最高/最低(元)	20.64/6.85

作者

朱晔 分析师
SAC执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 利和兴：智能制造领先企业，为华为重要供应商.....	4
1.1. 产品范围：立足智能制造设备类产品，不断开拓新系列.....	4
1.2. 股权架构：股权结构集中稳定.....	5
1.3. 财务数据：业绩恢复，盈利能力稳中有升.....	5
2. 3C 智能装备：产品设备多样，与华为共同发展.....	7
2.1. 智能制造解决方案提供商，检测类+制程类设备双轮驱动.....	7
2.2. 华为销量回暖，智能手机重拾升势.....	9
3. 液冷超充：新一代充电技术方案，市场潜力无限.....	11
4. AI 服务器：国产替代箭在弦上，庞大需求驱动增长.....	13
5. 盈利预测与估值模型.....	15
5.1. 盈利预测.....	15
5.2. 估值模型.....	16
6. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：利和兴主要产品图例.....	4
图 3：2019-2023 主营业务占比（%）.....	5
图 4：利和兴股权结构图（截至 2024 年 5 月）.....	5
图 5：2016-2024Q1 利和兴营业收入.....	6
图 6：2016-2024Q1 利和兴归母净利润.....	6
图 7：2016-2024Q1 利和兴毛利率和归母净利率.....	6
图 8：2016-2024Q1 利和兴期间费用率.....	6
图 9：2016-2024Q1 利和兴 ROE、ROA.....	6
图 10：2016-2024Q1 利和兴资产负债率.....	6
图 11：2020 年检测类中各类设备具体占比（%）.....	8
图 12：2020 年制程类各类设备具体占比（%）.....	9
图 13：2013-2023 华为智能手机中国市场占有率（%）、出货量（千万部）对比（2023 为预估全球数据）.....	10
图 14：中国大陆市场智能手机出货量和年增长率.....	10
图 15：2022Q3、2023Q3 各个手机厂商市场占比（%）.....	10
图 16：2018-2023 特斯拉全球超级充电桩情况（个）.....	12
图 17：智界 S7 及华为全场景发布会.....	12
图 18：华为全液冷超级快充.....	12
图 19：全球服务器市场规模及增速.....	13
图 20：中国服务器市场规模及增速.....	13

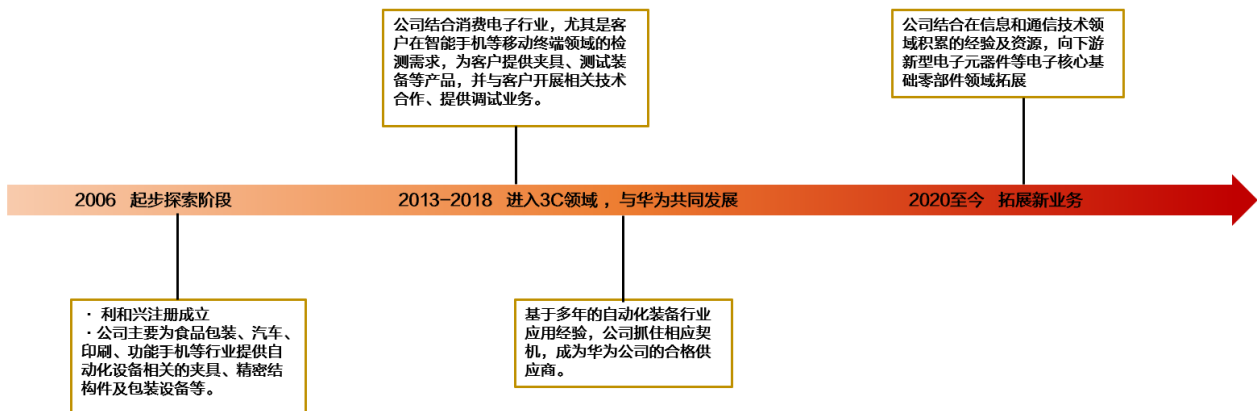
图 21: 全球 AI 服务器市场规模及增速	13
图 22: 中国 AI 服务器市场规模及增速	13
图 23: 2021 年 H1 全球 AI 服务器竞争格局	14
图 24: 2021 年 H1 中国 AI 服务器竞争格局	14
图 25: 2021 年全球服务器竞争格局	14
图 26: 2021 年中国服务器竞争格局	14
图 27: 华为昇腾系列	15
表 1: 主要检测类设备	7
表 2: 主要制程类设备	8
表 3: 公司对华为业务情况	9
表 4: 全液冷分体式直流母线架构超充系统相比传统风冷一体桩价值	11
表 5: 利和兴盈利情况预测	15
表 6: 可比公司估值	16

1. 利和兴：智能制造领先企业，为华为重要供应商

1.1. 产品范围：立足智能制造设备类产品，不断开拓新系列

利和兴是一家专注于自动化、智能化设备的研发、生产和销售，致力于成为新一代信息和通信技术领域(5G)领先的智能制造解决方案提供商的公司。公司成立于 2006 年，初期为食品包装、功能手机等行业提供自动化设备相关夹具、精密结构件及包装设备等。2013 年，公司成为华为公司的合格供应商。公司结合消费电子行业，为客户提供夹具、测试装备等产品，并与客户开展相关技术合作、提供调试业务。2020 年在电子元器件领域，公司开拓新业务。公司的客户包括华为、富士康、维谛技术、TCL、富士施乐、佳能等知名企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，21 年年报，天风证券研究所

按照产品分类，公司主要涉及检测类设备和制程类设备。主要应用于智能终端、智能摄像机和 5G 基站器件等产品制造领域，对下游产品的电性能、光学性能、音频性能、触感性能、防水性能、可靠性、外观、尺寸等进行检测。**检测类设备包括**：射频测试类、天线测试设备、整机功能检测设备、防水气密性检测设备等；**制程类设备包括**：OLED 柔性屏幕覆膜设备、5G 介质滤波器测调设备、软包电池测装设备、产品中转台等。

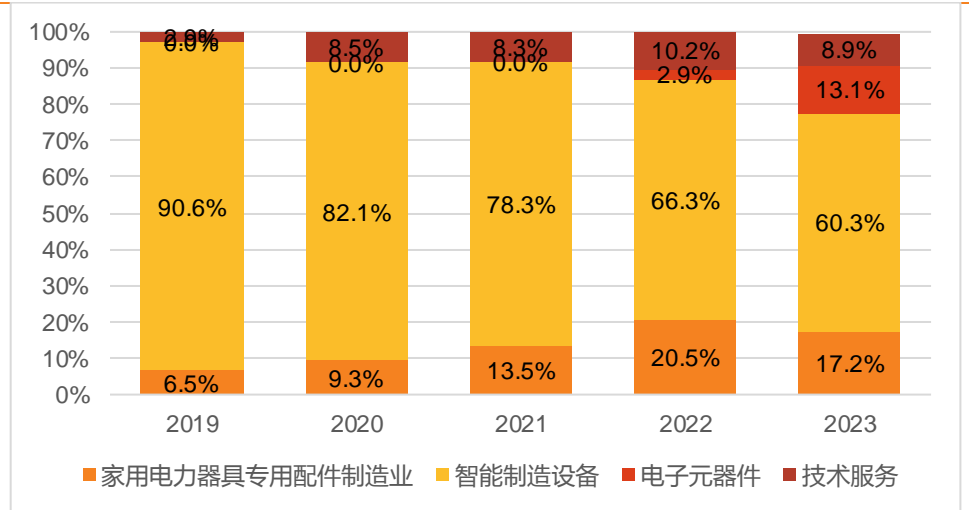
图 2：利和兴主要产品图例



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司主营业务收入产品类别由智能制造设备类产品、专用配件及技术服务构成。智能制造设备类产品是公司目前的主导产品，占主营业务收入的 60%以上。为满足客户现有设备的部件更替与搭配需求，公司为客户提供专用配件，上述产品的单价相对较低，因此该类产品的销售占比不高。此外，技术服务属于公司为增加客户黏性提供的配套服务，该类业务的销售目前占比较低。

图 3：2019-2023 主营业务占比 (%)

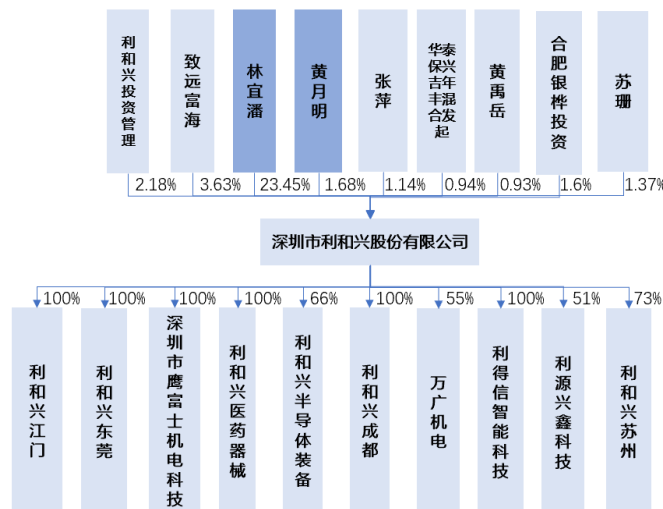


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 股权架构：股权结构集中稳定

林宜潘和黄月明夫妇为发行人控股股东、实际控制人，公司股权结构较为稳定集中。林宜潘直接持有公司 23.45% 的股份，黄月明直接持有公司 1.68% 的股份。宜潘和黄月明夫妇合计直接控制公司 25.13% 股份的表决权，为利和兴的共同实际控制人，对于公司经营决策具有较大话语权。

图 4：利和兴股权结构图（截至 2024 年 5 月）



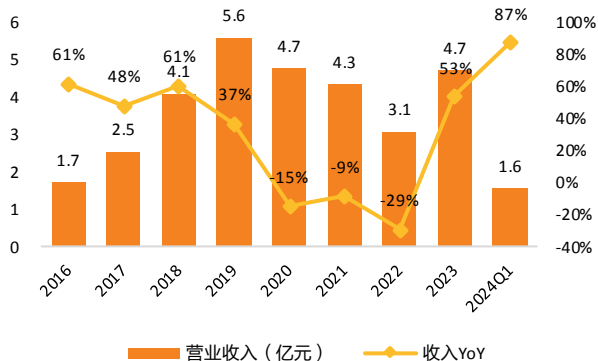
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 财务数据：业绩恢复，盈利能力稳中有升

2022 年以来公司盈利能力得到修复。公司 2019-2022 年营业收入逐年减少，2023 年营业收入逐步回弹，盈利能力得到修复。2024 年 Q1 公司实现营业收入 1.6 亿元，同比

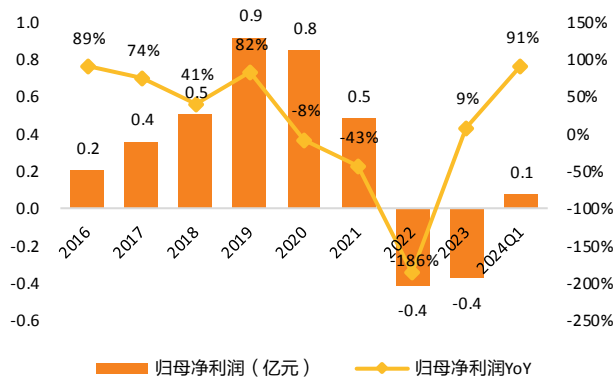
增长 87%。2019–2021 年公司归母净利润逐渐下滑，2022 年到达低谷。2024 年 Q1 公司归母净利润恢复稳健增长，同比增长 91%。

图 5：2016-2024Q1 利和兴营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

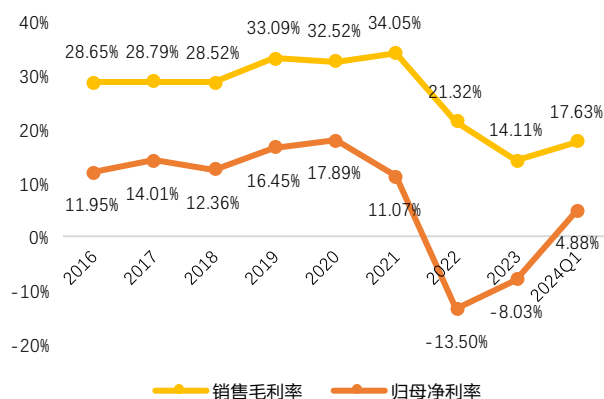
图 6：2016-2024Q1 利和兴归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

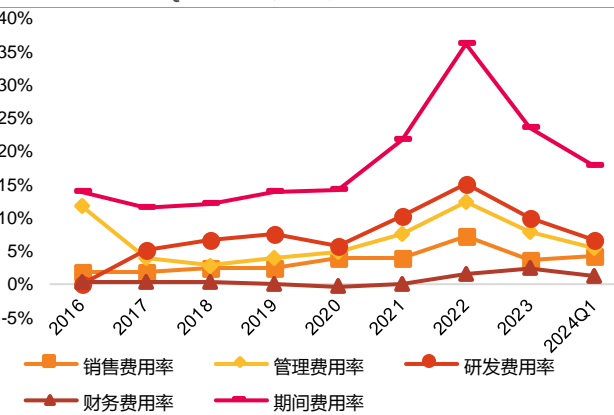
毛利率、净利率下滑，期间费用逐步稳定。2024Q1 公司毛利率为 17.63%，归母净利率为 4.88%。我们认为，主要系国内下游消费电子市场需求疲软，公司客户降低了对公司产品的采购需求的持续影响，且行业竞争加剧、公司投入增加等因素。对比之前期间费用率上升幅度较大，公司期间费用率从 2022 年的 36.16% 下降到 2024Q1 的 17.75%。与此同时，公司重视研发投入，2024Q1 研发费用率达到 6.77%。

图 7：2016-2024Q1 利和兴毛利率和归母净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

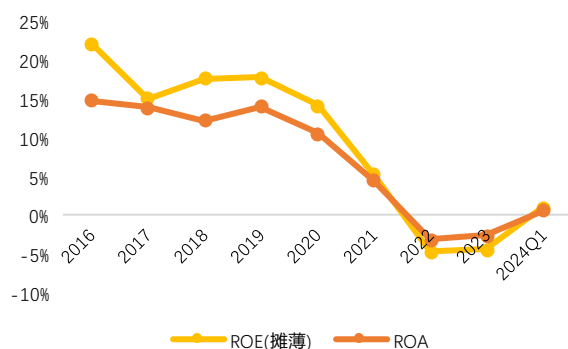
图 8：2016-2024Q1 利和兴期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

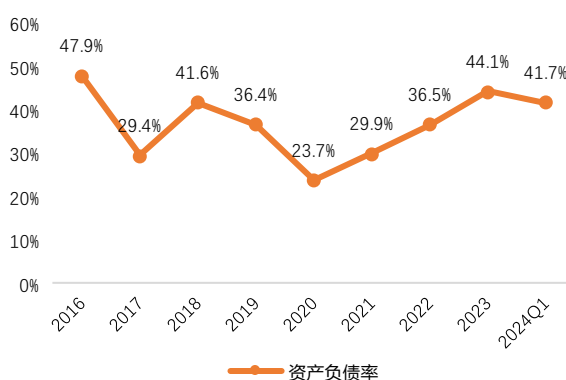
资产负债率总体呈上升趋势。2020–2024Q1 公司资产负债率分别为 23.7%、29.9%、36.5%、44.1%、41.7%，总体呈上升趋势。但均维持在可控范围内，公司具备良好的履约清偿能力。2019 年以来，利和兴净资产收益率下降。

图 9：2016-2024Q1 利和兴 ROE、ROA



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2016-2024Q1 利和兴资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3C 智能装备：产品设备多样，与华为共同发展

2.1. 智能制造解决方案提供商，检测类+制程类设备双轮驱动

利和兴以检测类产品为起点，后续拓宽产品应用领域，承接制程类产品。公司设备主要应用于智能手机等移动智能终端、OLED 柔性屏等显示器件等电子产品的检测、生产领域，应用于客户产品制造过程中的生产和检测环节。

检测类设备与制程类设备的异同点：检测类设备并不必然布局在制程类设备工序最后，而是根据生产工艺流程布局在产线的各个不同的质量控制点中。检测类和制程类产品用途虽然不同，但都是下游客户产线的重要组成部分，两者在产品的生产工艺、主要应用的设备及所需生产人员的技能没有较大的差别。

表 1：主要检测类设备

产品名称	产品介绍	产品外观	应用领域
射频测试设备	针对产品射频指标和各类信号指标进行综合测试和校准		智能终端（手机、平板）、可穿戴设备（手表、耳机）、车载模块的通信单元
天线测试设备	对产品的天线进行测试		智能终端（手机、平板）、可穿戴设备（手表、耳机）整机
整机功能检测设备	对智能终端近场通信（NFC）、前摄、后摄、红外以及霍尔效应、前后指纹、滑屏按键、接口（音频、USB、SD、SIM）等进行检测的设备		智能终端（手机、平板）、可穿戴设备（手表、耳机）整机
防水气密性测试设备	对智能终端防水性能进行气密性检测		智能终端（手机、平板）、可穿戴设备（手表、耳机）整机
摄像头检测设备	通过分析摄像头拍摄的照片，对智能终端前、后摄像头的功能进行检测		智能终端（手机、平板）整机

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

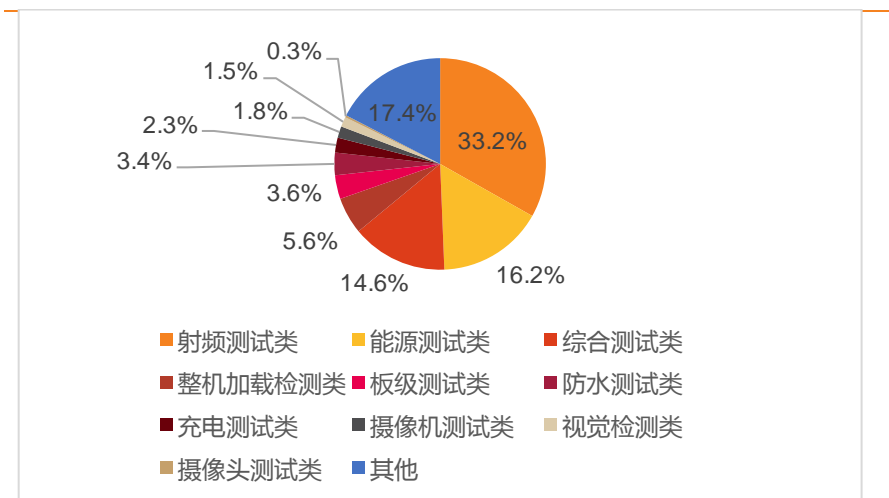
表 2：主要制程类设备

产品名称	产品介绍	产品外观	应用领域
OLED 柔性屏覆膜设备	在 OLED 柔性屏的表面覆盖一层保护膜、散热膜		OLED 柔性屏
5G 介质滤波器测调设备	使用激光反馈算法对陶瓷滤波器耦合孔进行除银		介质滤波器
软包电池测装设备	在智能手机电池安装过程中，对电池仓进行异物杂质检测，并将电组装至电池仓		智能手机电池
产品中转平台	应用于对组装、测试设备工位自动精准地拾取、放置物料		智能终端整线生产
液晶面板自动曝光设备	用于液晶屏幕生产线，使用 UV 灯固化液晶屏幕。		平板/车载显示器件

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

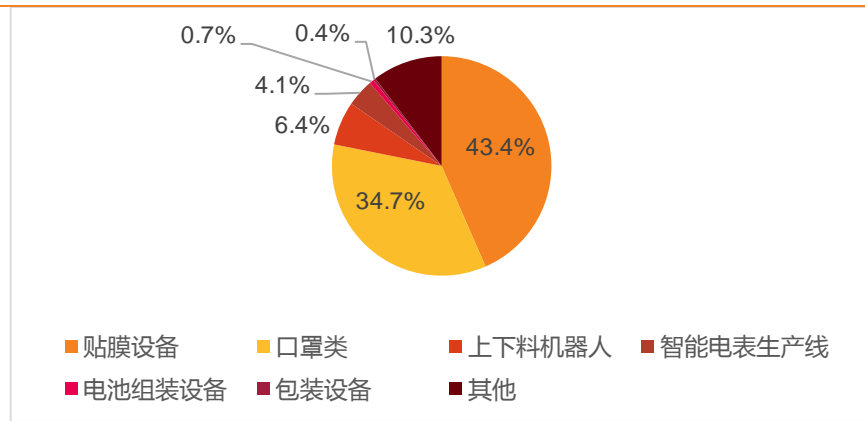
检测类设备包括：射频测试类、能源测试类、综合测试类、整机加载检测类、板级测试类、充电测试类等；**制程类设备包括：**贴膜设备、上下料机器人、口罩机等。

图 11：2020 年检测类中各类设备具体占比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2020 年制程类各类设备具体占比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

利和兴是华为重要的设备供应商，在华为设备需求份额占比接近 10%。2018 年至 2020 年，公司对华为公司智能制造设备类产品销售收入占华为公司固定资产新增机器设备金额比例分别为 7.75%、8.84%和 9.58%。

表 3：公司对华为业务情况

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度
对华为公司智能制造设备类产品销售收入 (万元)	22547.48	37413.35	16354.65
华为公司机器设备新增金额(亿元)	29.11	42.3	17.08
占比	7.75%	8.84%	9.58%

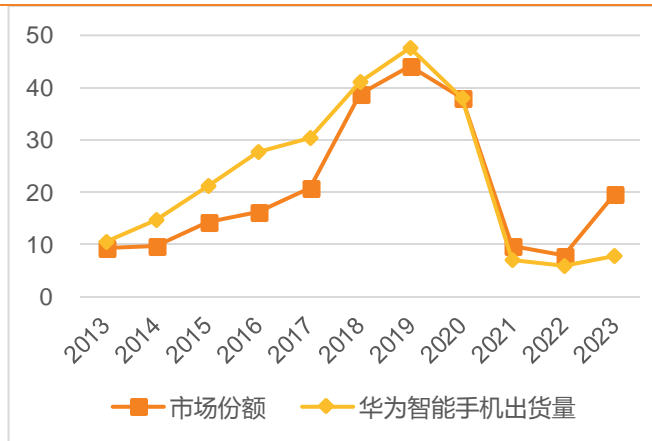
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

2.2. 华为销量回暖，智能手机重拾升势

利和兴所处行业的下游产业集中度高，客户以大型企业为主。例如在智能手机领域，目前形成了苹果、三星、华为、小米、OPPO 和 VIVO 六大厂商竞争格局，行业集中度不断提高。

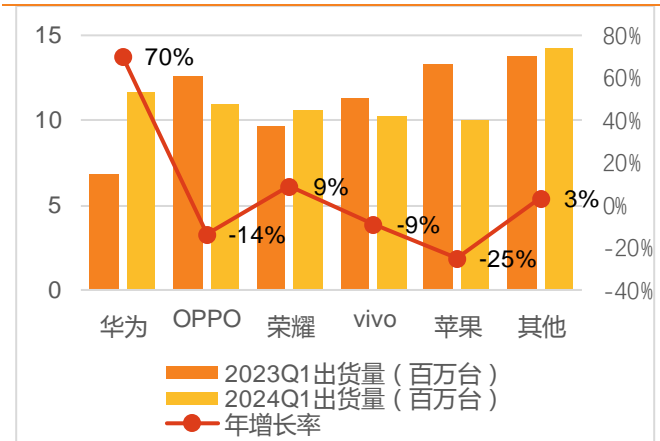
时隔 13 个季度，华为智能手机重返中国第一。2019 年 5 月，美国商务部工业与安全局宣布将华为和 70 家附属公司添加到其所谓的“实体名单”中，标志着美国对华为的打压，华为销量开始出现大幅下滑。而现如今，华为智能手机在 2024 年第一季度重回中国市场前五，并跃升为中国大陆智能手机市场第一。以 Canalys 的数据来看，2024 年第一季度华为在中国市场智能手机出货量 1170 万台，较 2023 年一季度的 680 万台增长了 70%，市场份额也从去年的 10%提升至 17%。

图 13：2013-2023 华为智能手机中国市场占有率（%）、出货量（千万部）对比（2023 为预估全球数据）



资料来源：界面新闻，Counterpoint Research，IDC，天风证券研究所

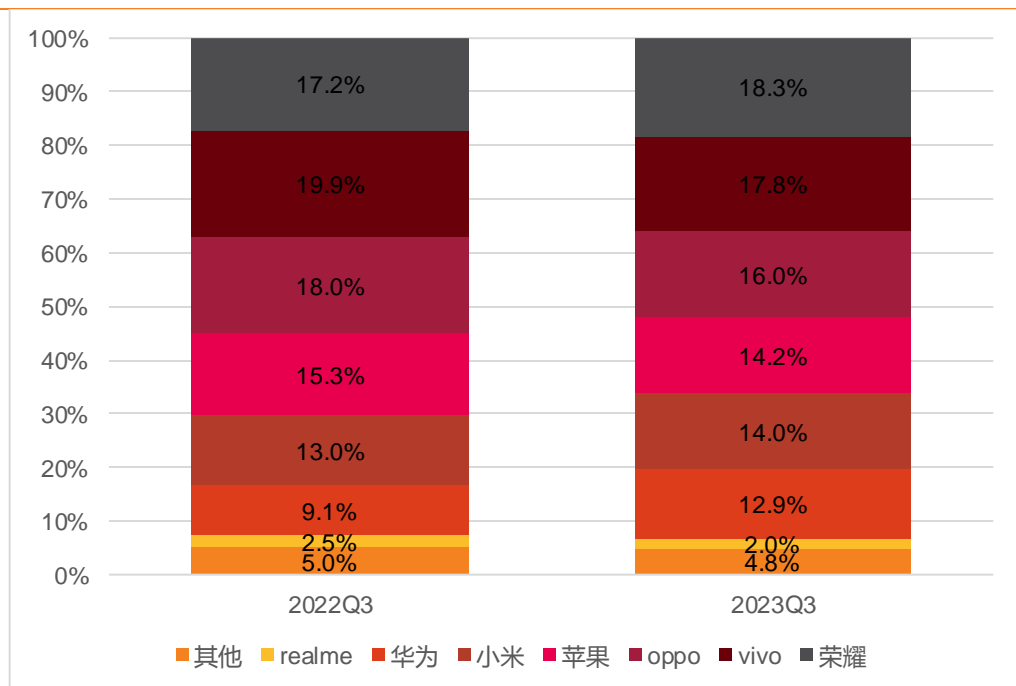
图 14：中国大陆市场智能手机出货量和年增长率



资料来源：Canalys，天风证券研究所

华为市场份额持续增长。根据 Counterpoint Research 的数据，2022 年第三季度的市场份额为 9.1%，而 2023 年第三季度的市场份额为 12.9%，2023Q3 销售额同比增长 37%。对华为及其不断努力在市场上进一步发展来说是一个重要的里程碑。

图 15：2022Q3、2023Q3 各个手机厂商市场占比 (%)



资料来源：Counterpoint Research，天风证券研究所

3. 液冷超充：新一代充电技术方案，市场潜力无限

全液冷超充解决方案：是指主机系统、功率模块、充电终端全链路采用液冷散热技术，具有高可靠、低噪音等优势。“千伏”液冷超充桩核心部件已实现产业化，应提前布局规划，助力新能源汽车和充电产业发展。

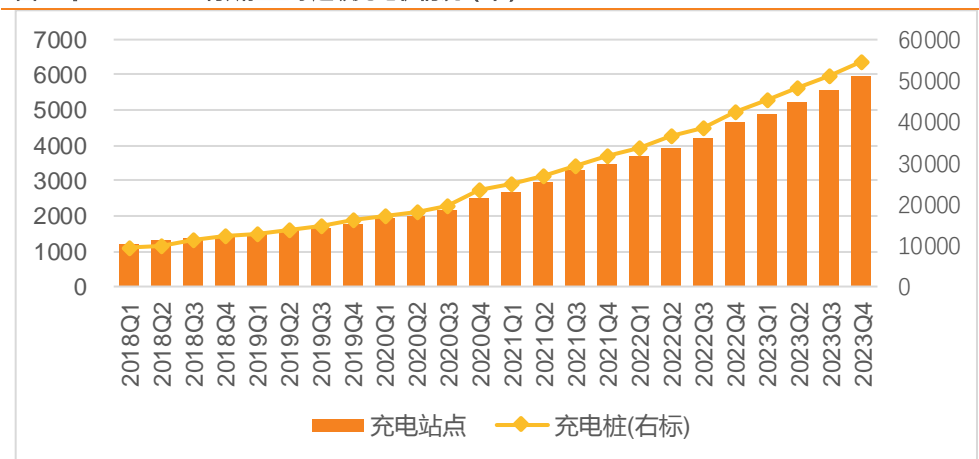
表 4：全液冷分体式直流母线架构超充系统相比传统风冷一体桩价值

指标	液冷设备	风冷设备	商业价值	10 年对比收益
模块年均失效率	0.50%	5%	风冷模块年失效率 5%，液冷模块年失效率 0.5%，10 年模块更换成本节省费用约 3.9 万元。	3.9 万元
寿命	>10 年	5 年	5 年风冷设备全部替换新设备(10 年内更换 1 次),液冷寿命大于 10 年仅更换模块的冷却液, 节省成本约 48 万元。	48 万元
功率利用率	98%	68%	功率池化, 功率动态分配, 提升功率利用率, 带来充电量可提升 30%。充电量提升 30%*服务费,提升收入 38 万元/年(以 600kW 充电场站, 时间利用率 30%, 服务费为 0.8 元计算)。	380 万元
系统平均效率	95%	94%	高效率模块、智能休眠等带来 E2E 高效, 实现 1%电损的降低。以 600kW 场景, 按时间利用率 30%进行计算, 年充电量 100 万度, 每年节省电费 1.2 万元。	12 万元
持续大电流输出	强	弱	液冷设备散热性能更佳, 可连续高可靠的大电流高功率输出, 保证连续为超充车辆进行快充的体验, 同时保证大功率充电的安全性及可靠性。	/
噪音	55dB	>75dB	通过极致体验达到引流效果, 假设引流带来整体充电量提升 2%, 充电是*流量提升 2%*服务费, 每年提升收入 1.7 万元。	17 万元
叠加光伏储能	直流叠加光伏和储能	交流叠加光伏和储能	支持未来光储充一体化演进, 直流叠加光伏和储能, 减少二级转换, 效率更高。	/
支持电网调度	支持	不支持	直流母线架构液冷设备可灵活响应电网调度, 根据电网指令灵活调整设备输出功率, 支持电荒期的限流输出。	/
综合价值收益				460.9 万元

资料来源：华为 MI，《中国高压快充产业发展报告（2023-2025）》，天风证券研究所

特斯拉率先开启超充路线。2023 年 9 月，特斯拉全球超级充电桩突破 5 万个。根据 INSIDE EVs 数据，2023 特斯拉超级充电网络累计数：充电站点 5952 个，增长 27%；充电桩 54892 个，增长 29%；平均每个站点配备了 9.2 个充电接口，增长 2%。

图 16：2018-2023 特斯拉全球超级充电桩情况（个）



资料来源：INSIDEEVs，天风证券研究所

华为将大规模布局全液冷超充充电桩。2023 年 11 月，华为常务董事余承东在智界 S7 及华为全场景发布会上表示：智界 S7 搭载全新华为“巨鲸”800V 高压电池平台，可实现充电 5 分钟续航 215km，CLTC 综合续航达 855km，开启双 800 纯电里程。同时在鸿蒙智行充电服务方面，实现全国覆盖超过 340 个城市、4500 个高速、70 万个公共充电桩。预计到 2024 年底，华为 600kW 全液冷超级快充将完成超过 10 万个的部署。

利和兴在数字能源领域开展多产品线布局，公司有望从新一代液冷超充技术的革新中受益。数字技术与能源企业的深度融合产生了数字能源这一全新业态，公司为数字能源的相关产品保驾护航，做好相应的检测设备。公司在数字能源领域具备基站电源测试平台、老化测试、充电桩测试等多产品线。新一代液冷超充技术的革新，有望带动客户在新能源汽车领域的资本开支，进而有望使公司从中受益。

图 17：智界 S7 及华为全场景发布会



资料来源：国际能源网，天风证券研究所

图 18：华为全液冷超级快充

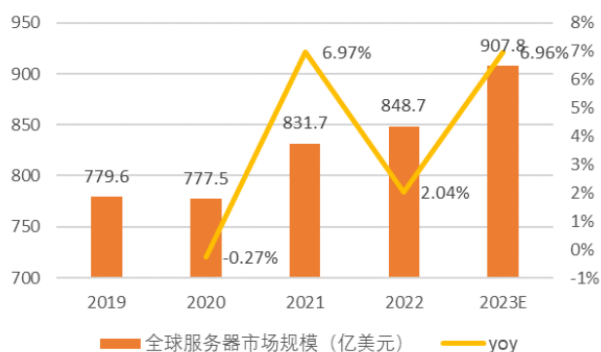


资料来源：华为公司官网，天风证券研究所

4. AI 服务器：国产替代箭在弦上，庞大需求驱动增长

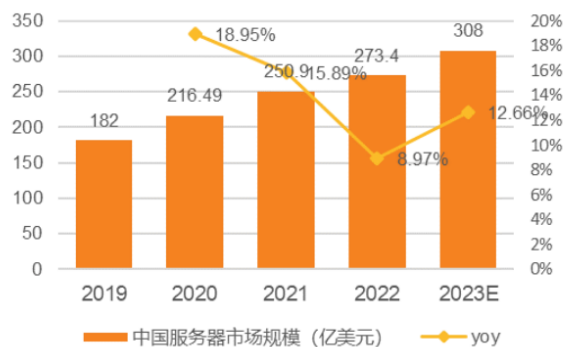
AI 服务器市场扩张表现亮眼，中国市场领跑全球。根据 Statista 数据，2021 年全球服务器市场规模达到 831.7 亿美元，同比增长 6.97%，其中 AI 服务器市场达到 156.3 亿美元，同比增长 39.1%，在整体服务器市场中占比 18.79%，同比提升 4.34pct，这主要系随着人工智力所需算力扩大，AI 服务器作为新型算力基础设施的主体将直接影响 AI 创新迭代和产业落地，我们认为市场将需更多、更强算力的 AI 服务器作为核心解决方案，据 IDC 与浪潮信息，预计 AI 服务器市场将在 2026 年达到 347.1 亿美元，5 年 CAGR 达到 17.3%。再看中国市场，2021 年国内服务器市场规模达到 250.9 亿美元，同比增长 15.9%，高于全球增长速度；其中 AI 服务器市场达到 59.2 亿美元，同比增长 68.2%，在国内服务器市场中占比 23.6%，这主要得益于国内人工智能应用的加速落地，浪潮信息、新华三、宁畅等厂商助推人工智能基础设施产品的优化更新，IDC 调研显示，超过 80% 的中国厂商表示在未来将增加人工智能服务器的投资规模，预计在 2026 年中国 AI 服务器市场规模将达到 123.4 亿美元，5 年 CAGR 为 15.82%。

图 19：全球服务器市场规模及增速



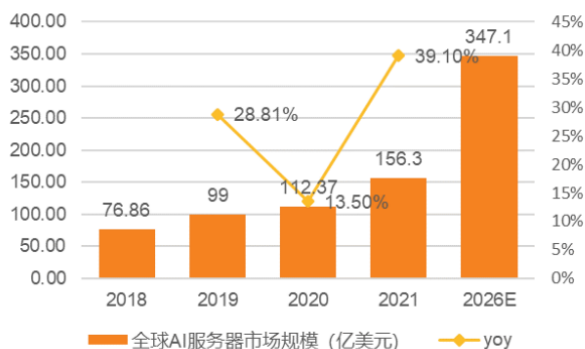
资料来源：Statista，天风证券研究所

图 20：中国服务器市场规模及增速



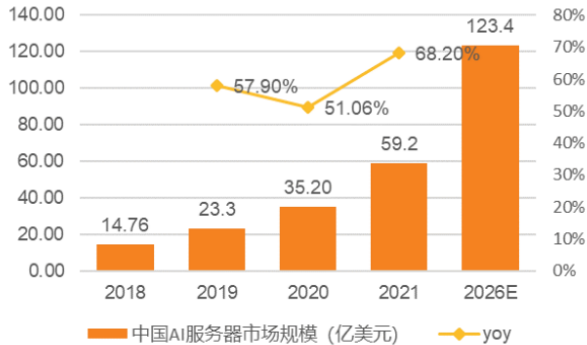
资料来源：中商产业研究所公众号，天风证券研究所

图 21：全球 AI 服务器市场规模及增速



资料来源：量子位公众号，《2022-2023 中国人工智能算力发展评估报告》IDC 与浪潮信息，天风证券研究所

图 22：中国 AI 服务器市场规模及增速

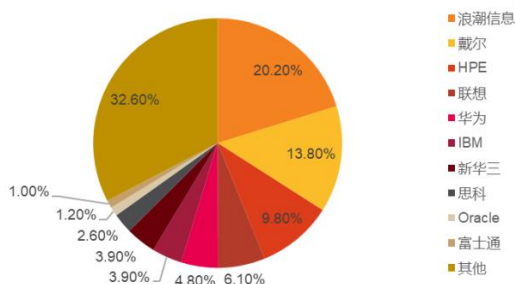


资料来源：量子位公众号，《2022-2023 中国人工智能算力发展评估报告》IDC 与浪潮信息，天风证券研究所

国内服务器品牌厂商在 AI 服务器市场占优，未来有望放大优势。从全球 AI 服务器市场格局来看，2021 年上半年数据显示，中国厂商在 TOP5 厂商中占据过半席位（浪潮、联想、华为），累计占比为 31.1%，其中浪潮信息以 20% 的市占率占据榜首。从国内 AI 服务器市场竞争格局来看，市场集中度较高，浪潮信息占据近半市场，CR5 超过 80%。未来，随着国产厂商在 AI 服务器的持续深耕，有望在既有市场优势中吸收更大来自 AI 产业的发展机遇。对比全球/中国 AI 服务器竞争格局，我们认为国产服务器厂商在 AI 服务器市场优势较为明显，未来有望利用既有市场优势+推出具有竞争力的 AI 服务器进一

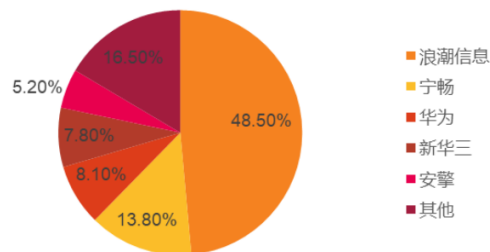
步拓宽市场份额，吸收来自 AI 产业的发展机遇，有望以技术优势打造盈利护城河，在国际市场上争取更高话语权。

图 23：2021 年 H1 全球 AI 服务器竞争格局



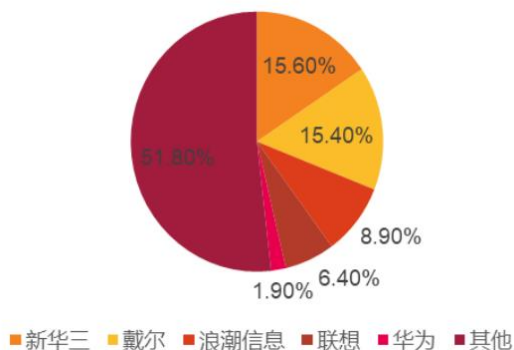
资料来源：机器人技术与应用公众号，天风证券研究所

图 24：2021 年 H1 中国 AI 服务器竞争格局



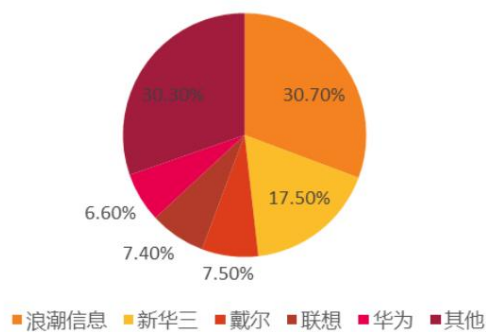
资料来源：IDC 公众号，天风证券研究所

图 25：2021 年全球服务器竞争格局



资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

图 26：2021 年中国服务器竞争格局



资料来源：智研咨询公众号，天风证券研究所

英伟达芯片受到进口限制，华为昇腾服务器有望加速国产替代。2023 年 10 月，由于受到英伟达 A100\A800\H100\H800\L40S 等 AI 算力芯片进口限制的影响，国产替代方案趋势明显。华为昇腾计算是基于昇腾系列(HUAWEI Ascend) AI 处理器和基础软件构建的 Atlas 人工智能计算解决方案，包括 Atlas 系列模块、板卡、小站、服务器、集群等丰富的产品形态，打造面向“端、边、云”的全场景 AI 基础设施方案，覆盖深度学习领域推理和训练全流程。

利和兴与华为昇腾一直保持良好合作关系，相关测试设备可以用于服务器行业。目前，华为在 AI 芯片市场份额在国内厂商中领先。利和兴与华为昇腾一直保持良好合作关系，主要为其提供夹具和测试平台等产品。根据公司公告，利和兴研发生产的相关测试设备可以用于服务器行业，如服务器单板测试平台、老化测试柜、温循测试设备等产品。公司认为服务器等板块均有新的需求，也会带来未来业绩增长点。

图 27：华为昇腾系列



资料来源：华为官网，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值模型

5.1. 盈利预测

预计 2024-2026 年公司营收达到 10.87 亿元、13.04 亿元、15.53 亿元，同比增长 131%、20%、19%，毛利率分别为 33.82%、33.90%、34.10%。不同板块业务的营收变动逻辑如下：

智能制造设备：(1) 制造业对智能制造装备需求日益增长，中国有望成为智能制造装备最大的市场之一，有力驱动公司智能制造设备增长；(2) 公司加强研发投入，与华为在移动智能终端、通讯基站等多个领域进行合作。因此我们预计公司 2024-2026 年智能制造设备收入同比增速分别为 100%、20%、20%，毛利率分别为 38.0%、38.1%、38.2%。

电子元器件：公司于 2020 年 12 月投资设立了利和兴电子，进入电子元器件领域。历时两年，利和兴电子完成了产线建设、产品试产、小批量生产，并在 2023 年 2 月实现了常规产品量产。未来在产品定位上，利和兴电子仍将坚持差异化策略，重点开发高附加值的中高压产品、高频微波产品等。因此，我们认为公司电子元器件业务有望快速增长。因此预计公司 2024-2026 年电子元器件业务收入同比增速分别为 500%、20%、20%，毛利率分别为 30.0%、30.1%、30.2%。

专用配件：公司绑定大客户，提供专用配件等产品的销售、调试服务以及升级改造服务。因此，我们认为公司专用配件业务有望快速增长。因此预计公司 2024-2026 年专用配件收入同比增速分别为 20%、20%、10%，毛利率分别为 20.0%、20.0%、20.0%。

技术服务等其他业务：公司在售前设计研发、售中调试、售后维保等环节均有专业的技术服务人员与客户对接，并不断研发新产品。我们预计公司 2024-2026 年技术服务收入同比增速分别为 20%、20%、20%，毛利率分别为 40%、40%、40%；2024-2025 年其他业务收入同比增速分别为 20%、20%、20%，毛利率分别为 70%、70%、70%。

表 5：利和兴盈利情况预测

公司整体	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	3.07	4.70	10.87	13.04	15.53
收入 YoY	-29%	53%	131%	20%	19%
毛利	0.65	0.66	3.68	4.42	5.30
毛利率	21.32%	14.11%	33.82%	33.90%	34.10%
(一) 智能制造设备					
收入	2.03	2.83	5.67	6.80	8.16
收入 YoY	-40%	39%	100%	20%	20%

毛利	0.54	0.68	2.15	2.59	3.12
毛利率	26.4%	24.0%	38.0%	38.1%	38.2%
(二) 电子元器件					
收入	0.09	0.62	3.70	4.44	5.33
收入 YoY		590%	500%	20%	20%
毛利	-0.04	-0.24	1.11	1.34	1.61
毛利率	-48.4%	-38.1%	30.0%	30.1%	30.2%
(三) 专用配件					
收入	0.63	0.81	0.97	1.17	1.28
收入 YoY	8%	29%	20.0%	20.0%	10.0%
毛利	0.07	0.07	0.19	0.23	0.26
毛利率	11.2%	8.2%	20.0%	20.0%	20.0%
(四) 技术服务					
收入	0.31	0.42	0.50	0.60	0.73
收入 YoY	-13%	34%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利	0.09	0.15	0.20	0.24	0.29
毛利率	28.5%	34.6%	40.0%	40.0%	40.0%
(五) 其他业务					
收入	0.00	0.02	0.02	0.03	0.03
收入 YoY	62%	738%	20%	20%	20%
毛利	0.00	0.01	0.01	0.02	0.02
毛利率	73.1%	30.3%	70%	70%	70%

资料来源：Wind, 天风证券研究所

5.2. 估值模型

选取 3C 设备行业博众精工、华兴源创、博杰股份，以及电子元器件三环集团、风华高科作为同业可比公司。考虑到公司未来成长速度较快，我们采用 PEG 估值法，同业可比公司 2024 年 PEG 为 1.11，利和兴为 0.787，利和兴为领先的智能装备供应商，华为的销量回暖带动公司订单快速放量，我们给予利和兴 2024 年 PEG 1.1 倍，对应 PE 为 38 倍，目标市值 33.6 亿元，对应目标价 14.38 元/股。首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

		净利润 (亿元)				总市值 (亿元)	PE			24-26 年净利润 CAGR	2024 年 PEG
		2023A	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E		
688097.SH	博众精工	3.90	5.14	6.44	7.30	83.43	16.23	12.96	11.43	19%	0.846
688001.SH	华兴源创	2.40	3.49	4.81	5.90	96.66	27.68	20.09	16.38	30%	0.923
002975.SZ	博杰股份	-0.57	1.15	1.61	1.88	43.18	37.55	26.82	22.97	28%	1.348
300408.SZ	三环集团	15.81	20.00	25.16	29.22	564.22	28.35	22.52	19.36	21%	1.350
000636.SZ	风华高科	1.73	3.86	5.51	7.03	146.59	37.97	26.59	20.85	35%	1.086
平均值							29.56	21.80	18.20	27%	1.11
301013.SZ	利和兴	-0.38	0.88	1.20	1.60	24.05	27.39	20.02	15.07	35%	0.787

资料来源：Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

客户集中度高的风险：华为公司是公司报告期各期的第一大客户。公司自成立以来专注于自动化、智能化设备的研发、生产和销售，产品主要应用于智能终端，下游客户主要集中于通信行业。2013年，公司成为华为公司的供应商，随着下游客户的发展，2019-2021年公司来自第一大客户的销售收入分别为25,059.40万元、41,586.23万元和23,082.18万元，占营业收入的比例分别为61.38%、74.55%和48.66%，单一客户集中度较高。

市场竞争加剧的风险：国家大力支持智能制造的发展，智能制造设备厂商的数量也不断增加，行业内竞争愈发激烈。国外厂商凭借领先的技术已在行业竞争中处于产业链中上游的优势地位，国内厂商由于发展时间较短，技术积累相对薄弱，主要集中在产业链中下游。在较高的行业利润的吸引下，行业内企业不断扩大其经营规模，新进入者不断增加，此外上下游企业也具备相应实力进入本行业。如果公司不能在技术水平、市场开拓、产品质量等方面持续提升，将面临市场竞争加剧的风险，处于不利的竞争地位，进而对公司未来业绩造成不利影响。

下游行业需求波动的风险：全球智能手机行业经过多年的快速发展，近年来出货量呈现出同比小幅下滑的情况。虽然公司主要客户出货量市场份额有所提升，高端机型出货量上升，但若市场需求发生不利波动，可能导致公司产能利用率下降或价格竞争加剧，从而对经营业绩产生不利影响。

监管函的风险：公司披露的《关于收到深圳证监局行政监管措施决定书的公告》显示经查，公司财务会计方面存在相关业务收入确认时点与披露的会计政策不一致、升级改造技术服务成本核算不规范、存货跌价准备计提依据不充分、在建工程和生产调试成本核算不准确等问题。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	162.45	123.40	106.29	277.67	418.24
应收票据及应收账款	282.13	326.03	398.48	398.48	507.60
预付账款	5.75	29.85	10.11	35.38	15.80
存货	162.78	202.54	276.96	249.80	318.91
其他	100.36	56.53	146.27	112.41	149.53
流动资产合计	713.47	738.34	938.11	1,073.74	1,410.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	368.44	403.99	389.72	372.76	353.38
在建工程	141.31	185.22	166.70	150.03	135.02
无形资产	19.04	18.25	17.66	17.07	16.49
其他	132.32	144.52	126.29	127.80	129.31
非流动资产合计	661.11	751.99	700.36	667.66	634.20
资产总计	1,379.64	1,497.85	1,638.47	1,741.40	2,044.28
短期借款	125.82	204.45	200.00	200.00	200.00
应付票据及应付账款	125.34	196.68	282.82	301.41	386.73
其他	57.81	58.96	122.60	87.44	149.93
流动负债合计	308.98	460.09	605.42	588.85	736.66
长期借款	104.13	114.00	25.00	28.00	30.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	88.53	84.11	90.00	95.00	100.00
非流动负债合计	192.66	198.11	115.00	123.00	130.00
负债合计	504.01	661.28	720.42	711.85	866.66
少数股东权益	0.28	(1.35)	1.10	4.44	8.89
股本	233.74	233.74	233.74	233.74	233.74
资本公积	356.94	357.01	357.01	357.01	357.01
留存收益	284.68	247.16	326.20	434.35	577.98
其他	0.00	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
股东权益合计	875.63	836.57	918.05	1,029.55	1,177.62
负债和股东权益总计	1,379.64	1,497.85	1,638.47	1,741.40	2,044.28

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(42.72)	(39.13)	87.82	120.17	159.59
折旧摊销	22.54	34.75	33.38	34.22	34.97
财务费用	7.71	12.10	10.08	12.03	14.91
投资损失	(1.81)	(1.27)	(1.47)	(1.51)	(1.42)
营运资金变动	(114.02)	(44.79)	(1.18)	10.78	(53.98)
其它	31.41	40.13	2.72	3.72	4.94
经营活动现金流	(96.89)	1.80	131.35	179.39	159.00
资本支出	105.57	114.16	(5.89)	(5.00)	(5.00)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(178.68)	(156.75)	(25.97)	16.40	10.93
投资活动现金流	(73.11)	(42.59)	(31.87)	11.40	5.93
债权融资	107.24	85.10	(107.54)	(7.03)	(7.91)
股权融资	0.00	0.07	(9.05)	(12.39)	(16.45)
其他	(44.65)	(29.53)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	62.59	55.65	(116.59)	(19.42)	(24.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(107.41)	14.85	(17.11)	171.38	140.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	306.54	469.83	1,086.76	1,304.11	1,553.27
营业成本	241.18	403.55	719.24	861.97	1,023.67
营业税金及附加	2.59	3.75	8.59	10.17	11.96
销售费用	22.12	17.63	39.12	46.30	54.36
管理费用	37.98	36.34	78.25	91.29	100.96
研发费用	46.34	46.14	103.24	120.63	139.79
财务费用	4.42	11.05	10.08	12.03	14.91
资产/信用减值损失	(21.75)	(32.51)	(25.00)	(20.00)	(20.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.81	1.27	1.47	1.51	1.42
其他	27.68	45.95	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	(55.82)	(63.32)	104.71	143.25	189.01
营业外收入	0.03	2.03	0.76	0.94	1.24
营业外支出	3.72	0.25	1.40	1.79	1.15
利润总额	(59.51)	(61.55)	104.07	142.39	189.11
所得税	(16.79)	(22.42)	13.53	18.51	24.58
净利润	(42.72)	(39.13)	90.54	123.88	164.52
少数股东损益	(1.33)	(1.39)	2.72	3.72	4.94
归属于母公司净利润	(41.39)	(37.73)	87.82	120.17	159.59
每股收益(元)	(0.18)	(0.16)	0.38	0.51	0.68

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-29.26%	53.27%	131.31%	20.00%	19.11%
营业利润	-222.07%	13.45%	-265.36%	36.80%	31.95%
归属于母公司净利润	-186.29%	-8.84%	-332.75%	36.83%	32.81%
获利能力					
毛利率	21.32%	14.11%	33.82%	33.90%	34.10%
净利率	-13.50%	-8.03%	8.08%	9.21%	10.27%
ROE	-4.73%	-4.50%	9.58%	11.72%	13.65%
ROIC	-5.67%	-4.30%	11.17%	15.35%	21.28%
偿债能力					
资产负债率	36.53%	44.15%	43.97%	40.88%	42.39%
净负债率	10.49%	27.14%	15.98%	-1.91%	-13.01%
流动比率	2.31	1.61	1.55	1.82	1.91
速动比率	1.78	1.17	1.09	1.40	1.48
营运能力					
应收账款周转率	0.99	1.55	3.00	3.27	3.43
存货周转率	2.26	2.57	4.53	4.95	5.46
总资产周转率	0.23	0.33	0.69	0.77	0.82
每股指标(元)					
每股收益	-0.18	-0.16	0.38	0.51	0.68
每股经营现金流	-0.41	0.01	0.56	0.77	0.68
每股净资产	3.74	3.58	3.92	4.39	5.00
估值比率					
市盈率	-58.11	-63.74	27.39	20.02	15.07
市净率	2.75	2.87	2.62	2.35	2.06
EV/EBITDA	67.92	66.27	12.93	10.18	7.82
EV/EBIT	154.04	146.43	15.81	12.08	9.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com