



## 买入（首次）

所属行业：电子/消费电子  
当前价格(元)：7.08

### 证券分析师

陈蓉芳

资格编号：S0120522060001

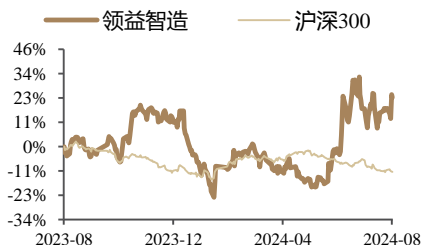
邮箱：chenrf@tebon.com.cn

### 研究助理

张威震

邮箱：zhangwz5@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.42	24.21	46.31
相对涨幅(%)	10.81	29.43	56.19

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 领益智造（002600.SZ）：精密制造领军企业，全面受益AI终端浪潮

## 投资要点

- 公司实力：消费电子精密功能件/结构件领军企业。**领益智造成立于2006年，2018年通过与江粉磁材重组实现上市。公司以消费电子模切业务起家，此后相继拓展冲压件、CNC件、注塑件、材料、组装和ODM等业务类型，客户覆盖苹果、华为、OPPO、vivo、小米、传音、三星等主要消费电子品牌厂商。2018年上市后，公司凭借多年积累的精密制造技术经验，大力拓展新能源汽车、光伏储能、通讯和机器人等领域，逐渐成长为以精密功能件/结构件为核心的智能制造平台型企业。重组上市之初，原壳公司业务拖累等原因造成利润端出现波动，近两年已逐步企稳。2023年公司实现营收341亿元，归母净利润20.51亿元，毛利率19.9%，净利率6.0%。公司现金流充沛，消费电子基本盘稳中向好，新业务收入规模持续扩大，海外收入占比持续提升，2023年接近70%。公司重视研发技术积累，全球化布局程度较高，2024年通过多种股权激励手段绑定核心员工利益，有效激活公司长期发展潜力。
- 消费电子：生成式AI推动终端创新，量价齐升有望充分受益。**消费电子行业比较依赖创新节奏，总量层面在2023年下半年触底反弹并进入上行周期，预计未来几年维持弱复苏状态。与此同时，生成式AI从云到端，以AI手机、AI PC为代表的AI终端开始快速渗透，折叠屏手机、XR、可穿戴等新硬件层出不穷，消费电子行业创新周期回归。苹果于6月WWDC大会推出Apple Intelligence，开启AI iPhone时代，安卓阵营加速追赶，AI手机有望率先开启换机潮。回溯iPhone历代机型BOM变化，硬件物料成本呈现持续提升趋势，AI手机有望给SoC/存储/散热/电池/快充等零部件环节带来更多价值增量。消费电子是公司业务基本盘，除传统精密功能件/结构件外，领益还系统性布局了手机/PC散热方案，可提供包括石墨膜散热片、VC均热板在内的多种产品，公司也为智能手机头部客户提供折叠屏碳纤维屏幕支架，旗下赛尔康可为苹果/安卓客户提供充电器整机ODM服务。2023年公司消费电子类业务收入占比89.6%，毛利率约21.6%。作为苹果核心供应商之一，公司未来有望充分受益iPhone硬件升级和充电器更新换代带来的价值量提升。
- 新领域：新能源行业大有可为，打开长期增长空间。**长期来看，新能源汽车和光伏储能行业仍将保持高速增长。公司2021年切入新能源汽车赛道，提供动力电池精密结构件产品，目前已切入北美新能源大客户，并与德国某整车厂旗下动力电池子公司达成长期合作，2023年汽车业务收入16.97亿元，同比增长超过40%。光伏储能方面，公司主要为全球微逆龙头Enphase、固德威等客户提供整机代工服务，2023年收入超过15亿元。此外，公司还积极拓展通讯、机器人等领域，2023年公司旗下领鹏与汉森机器人签署谅解备忘录，双方将就人形机器人的设计优化升级、量产测试等方面展开合作。
- 投资建议：我们预计公司2024/2025/2026年收入分别为409.95亿元/500.86亿元/582.10亿元，归母净利润分别为19.03亿元/30.03亿元/40.22亿元，按照8月22日收盘价7.08元计算，对应2024年/2025年/2026年PE分别为26.07倍/16.52倍/12.34倍。我们认为公司作为全球精密制造龙头企业，就2025年16.52倍的PE而言仍有较大提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：下游需求不及预期风险；国际贸易政策不确定性带来的风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动的风险。**

**股票数据**

总股本(百万股):	7,008.18
流通 A 股(百万股):	6,893.54
52 周内股价区间(元):	4.38-7.64
总市值(百万元):	49,617.90
总资产(百万元):	37,797.76
每股净资产(元):	2.67

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,485	34,124	40,995	50,086	58,210
(+/-)YOY(%)	13.5%	-1.0%	20.1%	22.2%	16.2%
净利润(百万元)	1,596	2,051	1,903	3,003	4,022
(+/-)YOY(%)	35.2%	28.5%	-7.2%	57.8%	33.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.23	0.29	0.27	0.43	0.57
毛利率(%)	20.7%	19.9%	17.0%	18.2%	19.1%
净资产收益率(%)	9.3%	11.2%	9.7%	13.6%	15.8%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

<b>1. 公司实力：消费电子精密功能件/结构件领军企业</b>	<b>7</b>
1.1. 公司概况：立足消费电子基本盘，逐步拓展汽车光伏等新业务	7
1.2. 主营业务：以精密功能件/结构件为核心的智能制造平台型企业	10
1.3. 财务表现：盈利能力企稳，现金流充沛，海外收入比重渐增	12
1.4. 竞争优势：全球化布局，重视技术研发，股权激励焕发长期潜力	16
<b>2. 消费电子：生成式 AI 推动终端创新，量价齐升充分受益</b>	<b>19</b>
2.1. AI 终端快速渗透，消费电子行业开启新一轮创新周期	19
2.1.1. 手机：AI 手机或将加速换机周期，折叠屏带动高端机型销量提升	20
2.1.2. PC：AI PC 革新生产力场景，推动整机和上游产业链持续复苏	22
2.1.3. 可穿戴：苹果 Vision Pro 引领 XR 行业新征程，AI 终端创新层出不穷	23
2.2. 苹果开启 AI iPhone 时代，硬件创新推动产业链量价齐升	25
2.3. 领益智造：终端客户关系稳固，充分受益 AI 手机和折叠屏机遇	29
<b>3. 新领域：新能源行业大有可为，打开长期增长空间</b>	<b>32</b>
3.1. 汽车领域：动力电池行业持续增长，结构件业务逐渐起量	32
3.2. 光伏储能：深耕微型逆变器代工，服务美国大客户	35
3.3. 以精密制造技术为根基，拓展通讯设备和机器人零组件业务	37
<b>4. 盈利预测与估值评级</b>	<b>38</b>
4.1. 关键建设与盈利预测	38
4.2. 估值评级与投资建议	40
<b>5. 风险因素</b>	<b>41</b>

## 图表目录

图 1: 领益智造公司发展历程.....	7
图 2: 领益智造股权架构及主要参控股子公司.....	8
图 3: 领益智造公司组织架构.....	9
图 4: 领益智造主营业务及产品概览.....	11
图 5: 2006 至 2016 上市前领益科技收入快速增长.....	12
图 6: 2014 至 2023 年领益智造上市前后收入及增速.....	13
图 7: 2014 至 2023 年领益智造上市前后归母净利润及增速.....	13
图 8: 2018 至 2023 年领益智造毛利率、净利率变化.....	14
图 9: 2018 至 2023 年领益智造 ROE 变化.....	14
图 10: 2018 至 2023 年领益智造期间费用率变化.....	14
图 11: 2018 至 2023 年领益智造经营性现金流变化.....	14
图 12: 2018 至 2023 年领益智造分业务收入占比.....	15
图 13: 2018 至 2023 年领益智造消费电子业务收入占比.....	15
图 14: 2018 至 2023 年领益智造分业务毛利率.....	15
图 15: 2018 至 2023 年领益智造消费电子业务细分板块毛利率.....	15
图 16: 2018 至 2023 年领益智造分地区收入占比.....	15
图 17: 2018 至 2023 年领益智造分地区毛利率.....	15
图 18: 领益智造全球化市场布局.....	16
图 19: 领益智造技术竞争力与制造理念.....	17
图 20: 领益智造系统化三级研发体系平台.....	17
图 21: 2019 至 2023 年领益智造研发支出与研发费用及增速.....	17
图 22: 2020 至 2023 年领益智造费用化研发支出占比.....	17
图 23: 2019 至 2023 年领益智造研发支出占收入比重.....	18
图 24: 2019 至 2023 年领益智造研发人员数量.....	18
图 25: 消费电子行业硬件迭代路径.....	19
图 26: 2018 至 2028 年全球消费电子市场规模及预测.....	19
图 27: 2003 至 2028 年全球智能手机年度出货量及预测.....	20
图 28: 2016Q1 至 2024Q2 全球智能手机季度出货量及增速.....	20
图 29: 2024Q1 全球生成式 AI 手机销量 Top10 份额.....	20
图 30: 2023 至 2027 中国市场 AI 终端渗透率及预测.....	21
图 31: 2023 至 2027 年中国新一代 AI 手机出货量预测.....	21
图 32: 2016 至 2022 年全球智能手机市场中高端手机渗透率.....	21

图 33: 2019 至 2023 年中国折叠屏智能手机分价格段市场份额 .....	21
图 34: 2019 至 2025 年全球折叠智能手机出货量及预测 .....	21
图 35: 2019 至 2025 年中国折叠智能手机出货量及预测 .....	21
图 36: 2000 至 2028 年全球 PC 年度出货量及预测 .....	22
图 37: 2016Q1 至 2024Q2 全球 PC 季度出货量及增速 .....	22
图 38: 2011 至 2028 年全球平板电脑年度出货量及预测 .....	22
图 39: 2016Q1 至 2024Q2 全球平板电脑季度出货量及增速 .....	22
图 40: 2024 至 2027 年中国消费市场 AI PC 平均单价预测 .....	23
图 41: 2023 至 2027 年中国市场 AI PC 出货量及渗透率预测 .....	23
图 42: 2023 年苹果推出首款 MR 设备 Vision Pro 和空间视频 .....	24
图 43: 2016 至 2027 年全球 VR 设备年度出货量及预测 .....	24
图 44: 2016 至 2027 年全球 AR 设备年度出货量及预测 .....	24
图 45: 2021Q1 至 2024Q1 全球 VR 设备季度出货量及增速 .....	25
图 46: 2022Q1 至 2024Q1 全球 AR 设备季度出货量及增速 .....	25
图 47: 2024 至 2028 全球可穿戴设备年度出货量预测 .....	25
图 48: 2024 至 2028 全球可穿戴设备分类型出货量预测 .....	25
图 49: 苹果推出的 Apple Intelligence 主要功能 .....	26
图 50: Apple Intelligence 原理架构图 .....	26
图 51: Apple Intelligence 基础模型与主流模型的人类评分对比 .....	27
图 52: 2015 至 2026E 苹果手机全球销量及预测 .....	27
图 53: 2016 至 2023 苹果 iPhone SE 系列机型销量 .....	27
图 54: 2007 至 2017 年 iPhone 历代机型 BOM 变化 .....	28
图 55: iPhone 15 较 iPhone 14 BOM 进一步提升 .....	28
图 56: iPhone 12 Pro Max 成本表 .....	28
图 57: 领益智造 AI 终端设备及通讯业务发展历程 .....	29
图 58: 领益智造消费电子领域主要产品示意图 .....	29
图 59: 领益智造可提供折叠屏手机 OLED 屏幕支撑载体 .....	30
图 60: 领益智造可提供 VC 均热板等 AI 终端散热所需的多种产品类型 .....	30
图 61: 领益智造可为 XR 客户提供多种功能件/结构件/散热等产品 .....	31
图 62: 赛尔康 (Salcomp) 发展历程 .....	31
图 63: 领益智造子公司赛尔康 ODM 产品布局 .....	32
图 64: 赛尔康为苹果、华为、小米等品牌厂代工的部分充电器/电源适配器产品 .....	32
图 65: 2017 至 2023 年全球新能源汽车销量及增速 .....	33

图 66: 2014 至 2023 年中国新能源销量及渗透率 .....	33
图 67: 2017 至 2023 全球新能源汽车动力电池装机量及增速 .....	33
图 68: 2016 至 2025E 全球动力锂电池结构件市场规模及预测 .....	33
图 69: 领益智造汽车业务发展里程碑 .....	34
图 70: 领益智造汽车业务精密功能件/结构件产品 .....	34
图 71: 领益智造 2019 至 2023 年汽车业务收入及增速 .....	34
图 72: 2010 至 2022 年全球光伏平均发电成本持续下降 .....	35
图 73: 2000 至 2022 年全球光伏累计装机量及增速 .....	35
图 74: 2024 至 2030 年全球市场光伏新增装机容量预测 .....	35
图 75: 2019 至 2030 年中国光伏新增装机容量及预测 .....	35
图 76: 领益智造光伏业务发展里程碑 .....	36
图 77: 领益智造光伏业务代表产品 .....	36
图 78: Enphase 微型逆变器出货量及增速 .....	36
图 79: 领益智造光伏业务收入规模及增速 .....	36
图 80: 领益智造通讯业务发展里程碑 .....	37
图 81: 领益智造通讯业务主要产品 .....	37
图 82: 领益智造工业控制与机器人领域主要产品 .....	38
表 1: 领益智造董事会、监事会与高管团队简介 .....	10
表 2: 领益智造 2024 年股票期权激励计划行权安排 .....	18
表 3: 领益智造 2024 年股票期权激励计划公司层面考核目标 .....	18
表 4: 领益智造 2024 员工持股计划锁定期与解锁安排 .....	19
表 5: 领益智造 2024 员工持股计划公司层面业绩考核目标 .....	19
表 6: 领益智造 2024 至 2026 年分业务收入及毛利率预测 .....	39
表 7: 领益智造各部分业务可比公司估值水平 .....	41

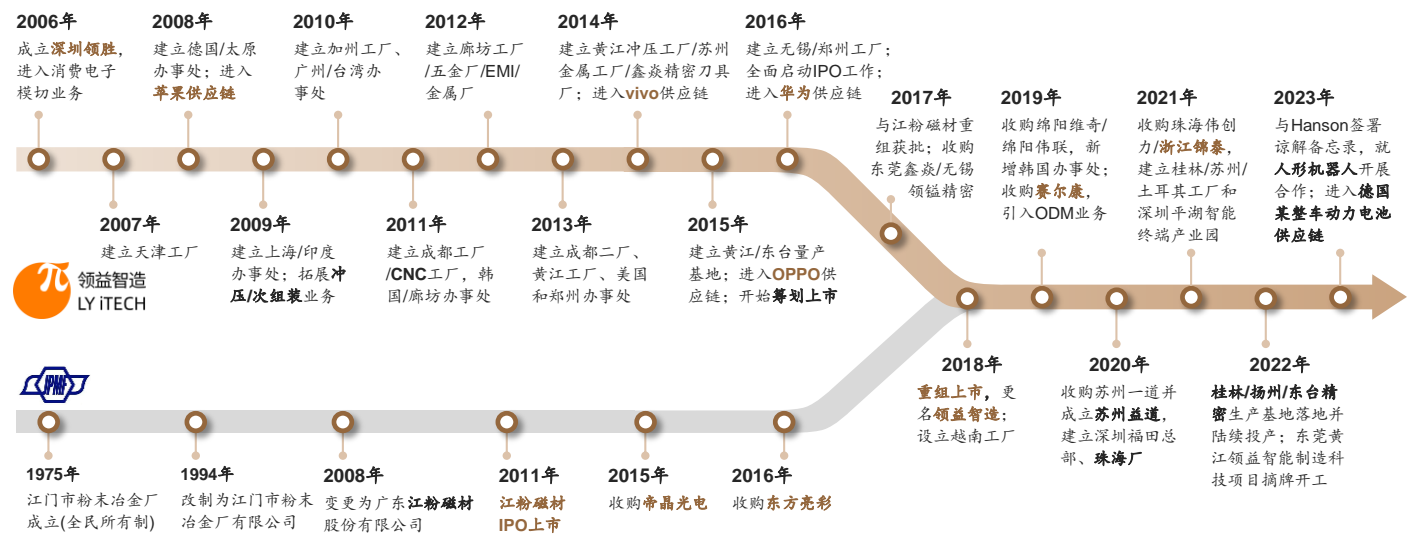


## 1. 公司实力：消费电子精密功能件/结构件领军企业

### 1.1. 公司概况：立足消费电子基本盘，逐步拓展汽车光伏等新业务

领益智造于 2006 年在深圳成立，前身为领胜电子科技(深圳)有限公司，于 2018 年通过重大资产重组借壳江粉磁材在深交所实现上市。自成立以来，领益智造通过模切业务进入消费电子行业，此后相继拓展了冲压件、CNC 件、紧固件、注塑件、材料、组装和 ODM 等业务类型，和新能源汽车、光伏储能、机器人、通讯等下游新兴应用领域，客户覆盖苹果、华为、荣耀、OPPO、vivo、小米、传音、三星、联想等主要消费电子品牌厂商及其整体组装厂商，和动力电池与光伏微型逆变器头部企业，逐渐成长为全球精密功能件/结构件领域领军企业。

图 1：领益智造公司发展历程



资料来源：江粉磁材招股说明书、公司 2022 年社会责任报告等公告、公司官网，德邦研究所绘制

按照领益智造的业务、客户、收入变化情况，可以将公司发展历程分为初创期、成长期、快速发展期、成熟扩张期四个阶段。

**1) 初创期 (2006 年-2008 年):** 该阶段公司主要从事模切业务，主要客户为诺基亚、耐普罗、比亚迪及富士康集团。在此阶段，公司收入虽然持续增长，但规模较小，公司积累了模切业务相关的技术基础，与多名海外客户成功建立业务关系，并形成了以创始人曾芳勤为核心的经营管理团队。2007 年公司建立了天津工厂。2008 年建立德国、太原办事处，并以 iPod 零部件为切入点成功进入苹果供应链，为后续发展奠定了坚实基础。

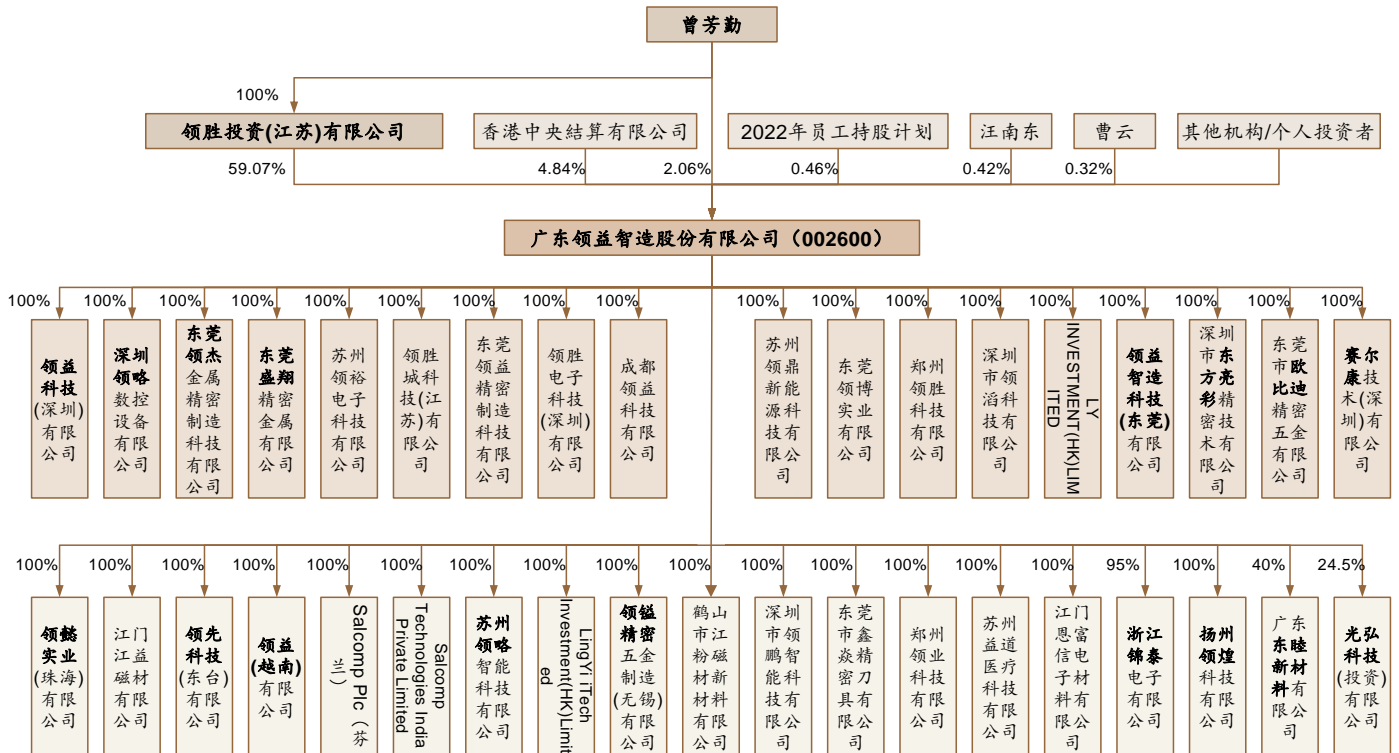
**2) 成长期 (2009 年-2013 年):** 该阶段公司仍以模切业务为主，并逐渐拓展冲压、CNC、紧固件和组装业务。客户主要以诺基亚、苹果及其整机组装厂为主，服务于苹果的产品从 iPod 产品的零部件逐步扩展到 iPhone、iPad、iMac、MacBook 产品及其配件的零部件，产品种类和销售收入不断增加，在此阶段完成了技术、资产、人员和客户的进一步积累。

**3) 快速发展期 (2014 年-2017 年):** 该阶段公司收入快速增长，客户范围不

断拓展，并开始筹划上市。在客户拓展方面，公司于 2014 年进入 vivo 供应链，2015 年进入 OPPO 供应链，2016 年进入华为供应链。同时，公司新设立了东莞领益、成都领益、东台领益、东台领胜城、郑州领胜等子公司，以扩大产能和就近服务客户，生产基地数量、员工数量和生产规模不断扩大，收入规模持续增加，盈利能力不断增强。随着产品类型和客户增加，领益持续在新产品、新技术、新工艺和新设备商投入研发，为后续业务扩张进一步积累了技术能力。在此阶段，公司从 2015 年开始筹划上市，2017 年公司与江粉磁材进行资产并购重组的计划获证监会批复有条件通过。

4) 成熟扩张期 (2018 年至今): 该阶段公司顺利实现上市，消费电子业务规模进一步提升，同时扩展了 ODM、新能源汽车、光伏储能等新业务。2018 年 1 月 31 日，公司通过反向收购上市公司江粉磁材完成重大资产重组，实现借壳上市，并将上市公司主体更名为领益智造，在越南设立工厂，并成为苹果、华为、小米等国内外各大智能手机品牌厂的主要供应商。2019 年，公司收购赛尔康 (Salcomp)，切入充电器行业，引入 ODM 业务，同年 10 月光伏项目在内部立项开始研发并于 2020 年 10 月实现量产。2021 年公司收购珠海伟创力、浙江锦泰，切入新能源汽车赛道，同年建立桂林、苏州、土耳其工厂和深圳平湖智能终端产业园。2022 年，公司美国工厂开始建厂并实现量产。2023 年，公司与 Hanson 签署谅解备忘录，就人形机器人设计、量产、测试等方面开展合作，同时进入德国某整车动力电池供应链。2024 年，公司紧抓 AI 终端新机遇，围绕散热、电池、快充、功能件/结构件等 AI 终端价值增量环节努力拓展新料号，消费电子业务有望再度迎来快速增长。

图 2: 领益智造股权架构及主要参控股子公司



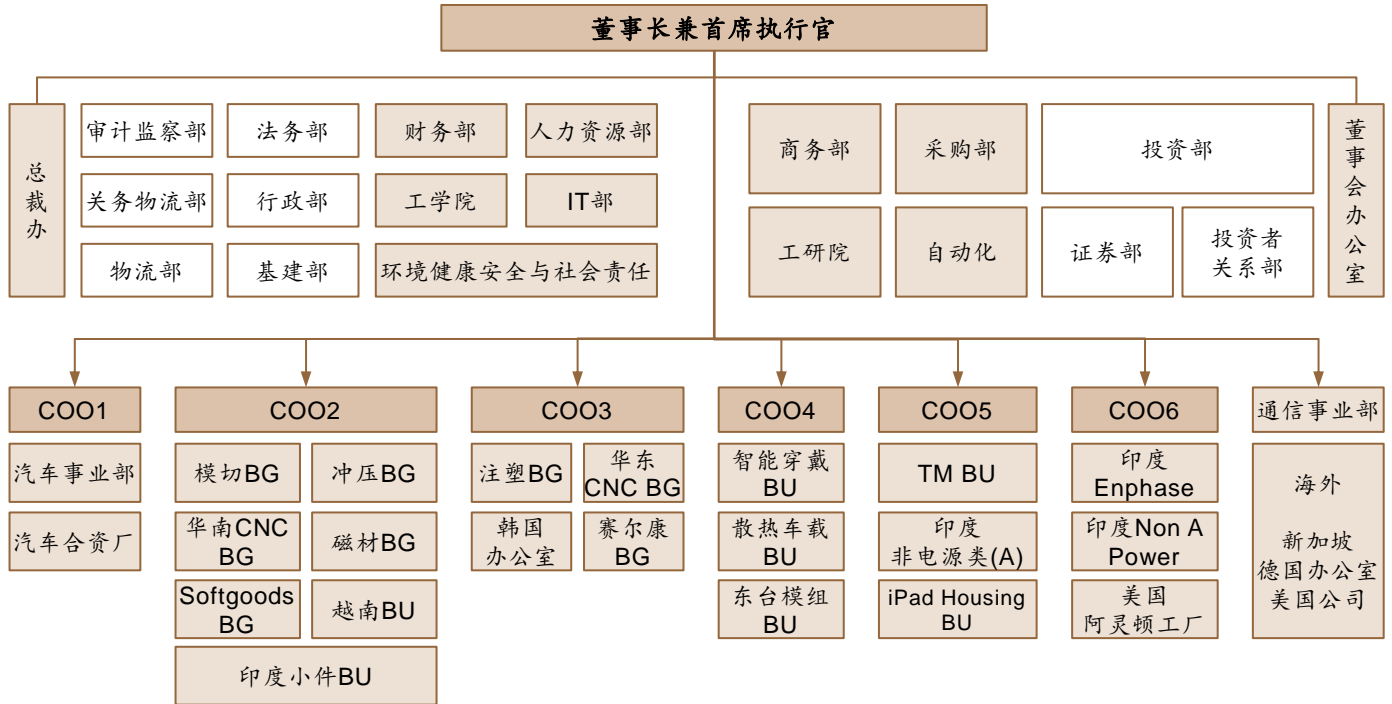
资料来源: 公司 2023 年年报、2024 年一季报等公告、Wind, 德邦研究所绘制  
注: 股东持股比例数据截至 2024 年一季报, 参控股子公司未完全列出, 持股比例数据截至 2023 年报

创始人为实控人, 股权架构集中稳定, 有利于长期健康发展。截至 2024 年一



季度末，领胜投资持有公司 59.07% 股份，为公司的控股股东；公司创始人曾芳勤女士持有领胜投资 100% 股权，通过领胜投资间接持有公司股份，并直接持有上市公司 2.06% 股份，合计持有公司 61.13% 股份，为公司实际控制人。2022 年公司通过了新一轮员工持股计划，2023 年 12 月，公司 2022 年员工持股计划第一个锁定期满并达成解锁条件，截至 2023 年底，2022 年员工持股计划合计持有上市公司 0.46% 股份。其余股东则主要包括陆股通、机构投资者和个人股东，合计持有约 38.41% 股份。公司股权结构整体上较为集中，多期员工持股计划实现了核心人才利益共享，有利于公司长期健康发展。

图 3：领益智造公司组织架构



资料来源：公司 2023 年社会责任报告，德邦研究所

**组织架构清晰完善，业务板块高效协同。**目前公司按照主营业务类型将众多子公司和经营实体划分为多个 BG 和 BU：消费电子板块，国内精密功能件/结构件业务主要由模切 BG、冲压 BG、华南 CNC BG、华东 CNC BG、注塑 BG、Softgoods BG 承担，充电器 ODM 业务主要由赛尔康 BG 负责，模组类业务主要由东台模组 BU、TM BU 承接，材料业务则由磁材 BG 统筹，Top Module 等模组类业务、智能穿戴产品、散热车载产品分别设置相应 BU 开展，海外业务主要依托越南 BU、印度小件 BU、印度 Enphase 等业务部门运行。公司整体按照业务板块划分，组织架构清晰合理，能够确保决策流程及时高效执行，并促进跨部门间沟通与协作，有助于快速响应客户需求，保持业务高效运作。

**董监高团队经验丰富、成熟稳定，具备长远战略眼光。**目前，公司董监高共有 12 人，年龄跨度从 35 岁到 69 岁，平均年龄 48 岁。公司创始人曾芳勤担任董事长、总经理，年富力强，颇具战略眼光，2006 年创办领益智造后，一直掌舵公司发展方向。其余董监高成员履历涵盖技术研发、投融资、财务审计、管理等专业背景，能够对公司战略发展与决策提供有力支持：副董事长贾双谊曾在 AMA 担任要职；监事会主席王之斌曾任职应用材料、苹果等公司；财务总监王涛曾任职中兴通讯；副总经理兼董事会秘书郭瑞曾任职东方基金、欧菲光等公司，具有丰富

的二级市场投资和资本运作经验。

表 1: 领益智造董事会、监事会与高管团队简介

姓名	性别	出生年份	现任职务	简历
曾芳勤	女	1965 (59岁)	董事长 总经理	2006年5月创立领胜电子科技(深圳)有限公司,2012年7月创立领益科技(深圳)有限公司。现任领胜投资执行董事、公司董事长兼总经理。
贾双谊	男	1978 (46岁)	副董事长	中国国籍,本科学历。2001年11月至2004年1月,担任AMA上海客户经理;2004年2月至2017年12月,担任AMA南中国区总经理;2018年1月至2020年11月,担任AMA中国区副总裁。2020年12月进入公司担任人力资源副总裁。现任公司副董事长、人力资源高级副总裁。
李波	男	1972 (52岁)	董事	中国国籍,硕士学历。曾在捷普电子(广州)有限公司担任事业部总经理及全球业务总监等职务、深圳艾科泰电子有限公司担任事业部总监及运营总监等职务。2021年3月加入公司,现任公司董事、赛尔康事业部高级副总裁。
黄金荣	女	1980 (44岁)	董事	中国国籍,本科学历。2016年10月加入公司,曾任公司注塑事业部和赛尔康事业部财务副总监,现任公司董事、财经部高级总监。
刘健成	男	1955 (69岁)	独立董事	中国香港籍,香港注册会计师,澳大利亚注册会计师,加拿大注册会计师,澳大利亚纽卡素大学工商管理博士学位。2000年2月至2010年3月任华润创业有限公司副总经理、内审总监;2010年4月至2012年11月任美丽华集团首席财务官、公司秘书;2012年12月至2014年3月任中国公共采购有限公司首席投资总监、执行董事;2013年12月至2015年8月任俊思有限公司首席营运官;2015年8月至2020年9月任时代集团控股有限公司首席财务官、公司秘书;现任时代集团控股有限公司非执行董事、中国金融租赁集团有限公司独立董事、Nature Wood Group Limited 独立董事、高奥士国际控股有限公司独立董事、公司独立董事。
李东方	男	1963 (61岁)	独立董事	中国国籍,法学博士、博士后,无境外永久居留权。曾担任立讯精密工业股份有限公司独立董事、北京房地集团外部董事、北京市政路桥集团有限公司外部董事、中国北京同仁堂有限责任公司董事。现任中国政法大学教授、博士生导师,中国证券法学会副会长,中国经济法学会常务理事、北京公共交通控股(集团)有限公司董事、北京瑞风协同股份公司独立董事、东北证券独立董事、公司独立董事。
蔡元庆	男	1969 (55岁)	独立董事	中国国籍,无境外永久居留权,博士学历,毕业于日本广岛大学法学专业。曾于1991年-1993年担任山东省济南市税务局税务专管员,于2001年至今担任深圳大学法学院教师,2007年晋升法学教授。曾担任深圳市纺织(集团)股份有限公司、欧菲光集团股份有限公司独立董事,现任招商局蛇口工业区控股股份有限公司、深圳中电港技术股份有限公司及公司独立董事。
王之斌	男	1987 (37岁)	监事会主席	中国国籍,博士学历,无境外永久居留权。曾在美国应用材料公司高级制程研发工程师,美国苹果公司担任高级硬件工程师职务。2021年8月加入公司,先后担任华东模组事业部工程总监、高级总监,现任公司监事会主席、华东模组事业部副总裁。
刘井成	男	1983 (41岁)	监事	中国国籍,本科学历,无境外永久居留权。曾在富士康科技集团担任质量主管,在中兴通讯股份有限公司担任备件交付总监。2013年4月加入公司,先后任职质量管理、运营管理工作,现任公司监事、模切事业部副总裁。
马雷	男	1989 (35岁)	监事	中国国籍,硕士研究生学历,无境外永久居留权。曾在富泰华精密电子有限公司担任产品开发管理。2018年7月加入公司,先后担任冲压事业部工程经理、开发中心副总监、运营总监,现任公司监事、冲压事业部运营高级总监。
王涛	男	1984 (40岁)	财务总监	中国国籍,无境外永久居留权,硕士研究生学历,毕业于东北大学管理学学士,中山大学MBA。2011年11月起加入中兴通讯股份有限公司,先后担任海外事业部财务部长,集团供应链财务部部长。2019年6月份加入高新兴科技集团,先后担任财务总监及执行副总裁岗位,在全面预算管理、绩效管理、核算、税务遵从及规划、资金管理、外汇管理、法人治理方面有丰富的一线经验和总部经验。2022年5月加入公司,现任公司财务总监。
郭瑞	男	1983 (41岁)	副总经理 董事会秘书	中国国籍,无境外永久居留权,硕士研究生学历,毕业于中国科学院研究生院,已获得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。2015年以来先后任职于东方基金管理股份有限公司、青岛悦海盈和基金投资管理有限公司及欧菲光集团股份有限公司。2022年7月加入公司,现任公司副总经理兼董事会秘书。

资料来源:公司关于向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书、Wind,德邦研究所

## 1.2. 主营业务:以精密功能件/结构件为核心的智能制造平台型企业

公司自2006年成立以来,持续深耕消费电子精密功能件/结构件领域,同时积极拓展模组、ODM等业务类型,和新能源汽车、光伏储能、通讯、物联网、医疗等多个领域,围绕精密结构件领域积累的技术经验和自动化能力,打造综合型智能制造平台型企业,为客户提供一站式服务和解决方案。

**1、消费电子领域**,公司业务包括精密功能件/结构件、材料、模组和充电器等业务,客户覆盖苹果、华为、荣耀、OPPO、vivo、小米、传音、三星、联想等主要消费电子品牌厂商及其整体组装厂商。其中,精密功能件/结构件又可按照工艺不同分为模切件、冲压件、CNC加工件、注塑件等种类。

图 4：领益智造主营业务及产品概览



资料来源：公司 2023 年年报，德邦研究所

**1) 精密功能件：**主要是智能终端中实现特定功能的器件，例如单双面胶、保护膜、电磁屏蔽器件、导热器件、防尘网、绝缘片、标识产品、紧固件、功能按键等器件，可实现通讯设备、计算机、手机、汽车电子等产品各功能模块或部件之间粘接、保护、防干扰、导热、防尘、绝缘、标识等功能。领益智造目前提供的典型功能器件包括：采用模切工艺的石墨片、电池胶、防水透气膜；采用冲压工艺的屏蔽罩、声学线网、金属支架；采用 CNC 工艺的平板电脑指纹按键的加劲肋、消费电子设备摄像头框架等。

**2) 精密结构件：**结构件是指在设备中传递运动或提供支撑作用的组件，其中精密结构件是满足高尺寸精度、高表面质量、高性能要求的起支撑作用的金属、塑料或其它非金属结构件。结构件的生产涵盖从研发、模具制造、注塑、喷涂、CNC 加工，到组装等整个流程。生产设备皆互相连接，具有关键制造流程智能化及整体制造过程自动化等特点。领益智造目前提供的精密结构件包括传感器精密金属件、CNC 笔电外壳、手机金属中框、玻纤结构外观件等产品。

**3) 模组类业务：**模组泛指专用功能件，由一个以上零件（如精密功能件和结构件）组成，经多种工艺加工组合而成，功能全面，可嵌装到多种终端产品。借助在精密功能件及结构件业务上长期累积的技术与经验等优势，公司模组业务得以快速发展并逐步提升垂直整合的能力。公司拥有散热模组、背光模组、射频模组、马达模组、转轴模组、声学模组、键盘模组、触控板模组及无线充电模组等多个产品线，广泛应用于各类产品。

**4) 产品方案及 ODM 业务：**在消费电子终端设备方面，领益基于其综合研发能力及在精益制造方面的经验积累，可向客户提供 ODM 服务及产品解决方案，例如热管理产品方案、防水产品方案、键盘组件方案、硅胶组件方案、工业控制器一体化解决方案、CSV 减速器等。公司 2019 年收购芬兰充电器 ODM 厂商赛尔康，引入精品组装能力。

**5) 材料类业务:** 公司提供的主要材料类产品包括电磁屏蔽材料、导热类材料、微波介质陶瓷材料、陶瓷纤维材料等。磁材业务主要来自 2018 年借壳上市时反向收购的江粉磁材业务。

**2、汽车领域,** 公司在新能源汽车领域主要提供动力电池结构件产品, 目前已经成为北美新能源大客户的重要供应商。2023 年 8 月公司子公司与德国某整车厂商旗下动力电池子公司签订了《提名协议》, 为其供应动力电池盖板、模切件以及相关注塑、冲压件等产品。

**3、光伏储能领域,** 公司从 2019 年开始内部立项研发光伏产品, 2020 年实现量产, 2022 年开始在美国建设产能, 目前主要给 Enphase 等微型逆变器头部企业提供 ODM 整机代工服务。

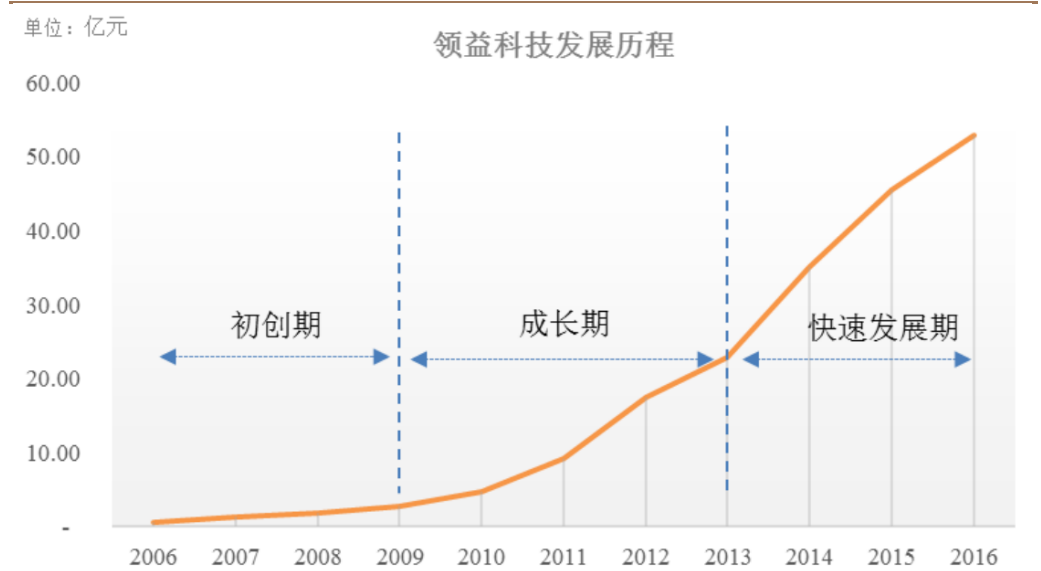
**4、通讯领域,** 公司凭借在精密功能件及结构件业务上长期累积的技术与经验等优势, 在新型通讯领域持续研发, 向重要客户提供通信设备核心组件。目前产品已覆盖基站滤波器、双工器、主干网回传双工器、可调双工器、极化正交转换器 (OMT)、室外合分路单元 (OCU) 等 5G 基站器件、组件及子系统。

**5、机器人领域,** 子公司领鹏智能目前可提供工业控制器、CSV 减速器等产品, 用于工业机器人和人形机器人领域。2023 年, 领鹏与汉森机器人签署谅解备忘录, 双方将就人形机器人的设计优化升级、量产测试等方面展开合作。

### 1.3. 财务表现: 盈利能力企稳, 现金流充沛, 海外收入比重渐增

**1、成长能力: 初创期、成长期、快速发展期三阶段, 收入规模实现快速增长。重组上市后进入成熟扩张期, 原壳公司业务造成利润端出现波动, 近两年逐步企稳, 未来成长可期。**

图 5: 2006 至 2016 上市前领益智造收入快速增长



资料来源: 领益智造-江粉磁材: 发行股份购买资产暨关联交易报告书, 德邦研究所

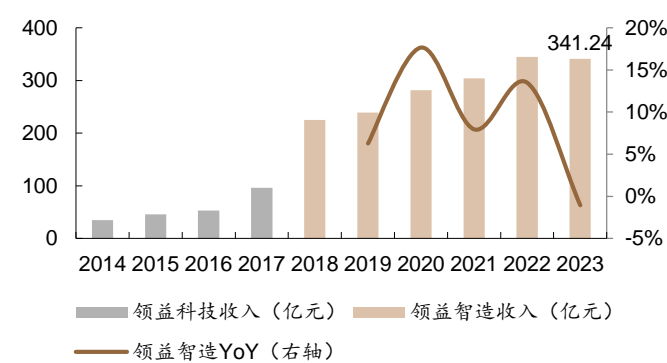
**1) 收入方面,** 领益智造自 2006 年成立以来, 通过不断拓展业务类型和客户数量实现了快速增长。公司在 2018 年重组上市前经历了初创期、成长期、快速发展期三个阶段, 2017 年领益智造实现收入 96.37 亿元, 同比增长 82.7%。2018



年 1 月 31 日，领益科技通过反向收购已上市公司江粉磁材完成重大资产重组，实现借壳上市，并将上市公司主体更名为领益智造。重组后，上市公司领益智造包含了领益科技所有业务和江粉磁材原有业务，收入跨上新台阶，2018 年上市公司合并报表收入约 225 亿元，此后营业收入以 8.69% 的年均复合增速增长到 2023 年的约 341 亿元。

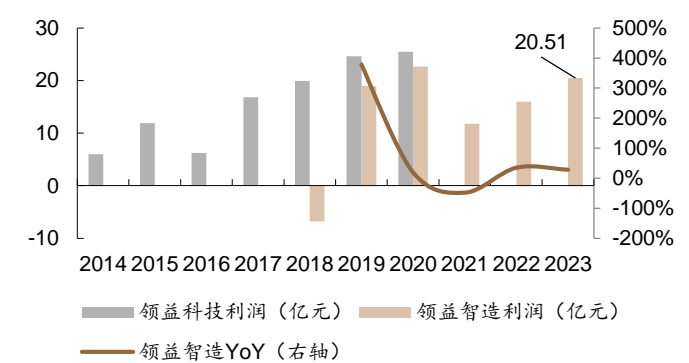
**2) 利润方面**，重组上市前，领益科技 2014 至 2017 年归母净利润虽有波动，但整体保持上升趋势。2017 年归母净利润约 16.83 亿元，同比增长 169%。2018 年，重组后的上市公司主体归母净利润亏损约 6.8 亿元，主要系原上市公司江粉磁材体系产生大幅亏损所致（金立事件、大宗商品贸易预付款等事件导致），2018 年领益科技板块实现归母净利润约 19.96 亿元，同比增长 18.60%。2019 年上市公司实现扭亏，归母净利润约 18.94 亿元。2020 年，上市公司归母净利润同比增长 19.6% 至 22.66 亿元。2021 年，由于行业原因导致公司毛利率水平出现较大下滑，且当年计提较多存货跌价准备，上市公司归母净利润同比下滑 47.9% 至 11.80 亿元。此后，公司利润端逐年修复，2023 年增长至 20.51 亿元。

图 6：2014 至 2023 年领益智造上市前后收入及增速



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所  
注：领益科技为借壳上市前数据，领益智造为重组后上市公司数据，2018 年合并报表数据核算范围为领益科技 1-12 月业务和原上市公司 2-12 月业务

图 7：2014 至 2023 年领益智造上市前后归母净利润及增速



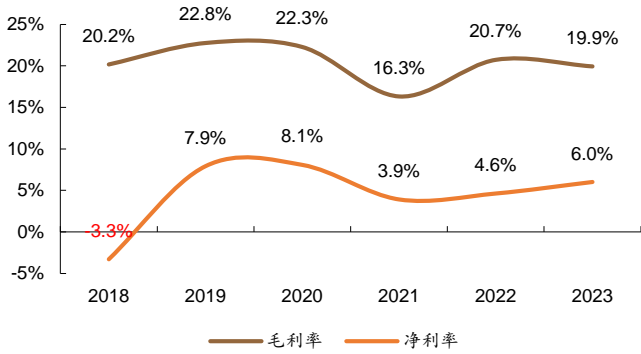
资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所  
注：领益科技为借壳上市前数据，领益智造为重组后上市公司数据，2018 年合并报表数据核算范围为领益科技 1-12 月业务和原上市公司 2-12 月业务

## 2、盈利能力：重组上市之初壳公司业务和非经常损益等因素造成毛利率、净利率出现较大波动，21 年至今已逐步企稳，23 年 ROE 修复至 11.6%，达到行业中等水平。

**1) 毛利率**：2018 年重组上市以来，公司毛利率先升后降，整体保持在 20% 左右。2021 年，由于收入占比较高的精密功能件/结构件业务毛利率出现了较大下滑，导致公司整体毛利率从 2020 年的 22.3% 下降至 2021 年的 16.3%。精密功能件/结构件业务 2021 年毛利率约 19.84%，同比下降 5.64 个百分点，主要系 2021 年智能手机芯片短缺和市场需求放缓导致固定成本分摊较大以及原材料价格上涨所致。此后公司整体毛利率水平呈现恢复趋势，2023 年约为 19.9%。**2) 净利率**：公司净利率变化趋势与毛利率整体比较一致，部分年份由于非经常性损益等因素的影响，造成了部分偏离。2019 年公司非经常损益约 9.87 亿元，主要系原壳公司的子公司东方亮彩业绩补偿股票计入公允价值变动损益的金额较大所致。2021 年受毛利率下滑影响，公司净利率降至 3.9%，2023 年恢复至 6% 左右。**3) ROE**：公司 ROE 近 3 年逐渐修复，2023 年恢复至 11.6%，与消费电子行业相比，处于中等水平。

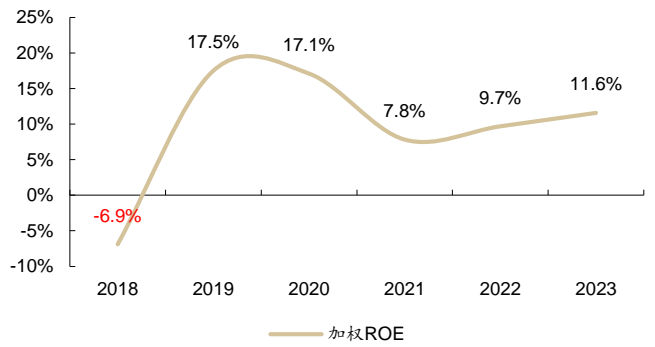


图 8：2018 至 2023 年领益智造毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 9：2018 至 2023 年领益智造 ROE 变化

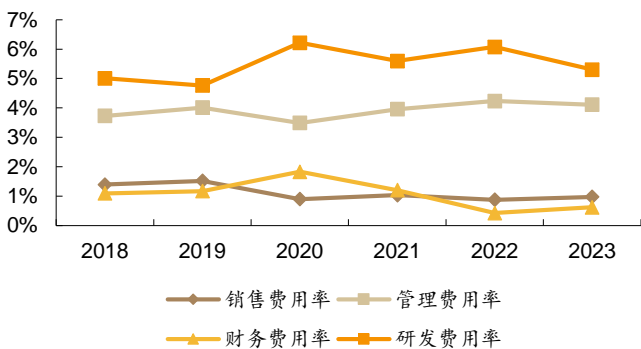


资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

**3、费用率：2018 年重组上市以来，研发费用率和管理费用率整体保持稳定，财务费用率和销售费用率稳中有降。2023 年研发费用率约为 5.3%，管理费用率约为 4.1%，财务费用率为 0.6%，销售费用率为 1.0%。2022 年管理费用率约为 4.2%，较往年略高，主要系结构件业务深圳厂区搬迁导致部分设备、装修费等待摊费用一次性计入折旧摊销费用所致。**

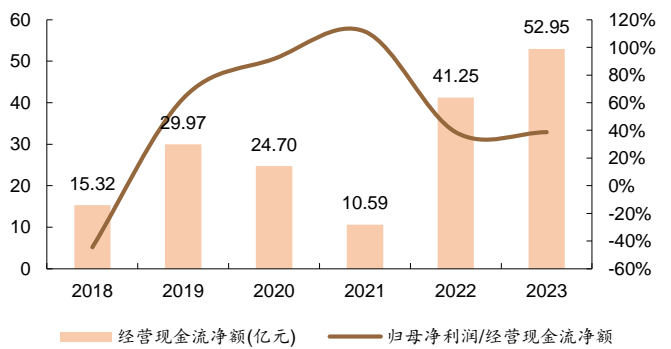
**4、现金流：经营性现金流整体上较为充沛，23 年备货策略短暂导致净利润/经营现金流比重低于合理区间。2023 年末，公司经营性现金流净额约为 52.95 亿元，归母净利润占经营现金流净额的比重约为 38.7%，主要系公司存货规模有所上升，备货策略影响了经营活动产生的现金流量净额。2022 年占比较低，主要原因包括：(1) 2022 年度当期计提了金额较大的资产减值损失，主要为固定资产减值损失、商誉减值损失及存货跌价损失；(2) 2022 年度公司加强了应收账款管理，当期应收账款回款情况较好；(3) 公司 2021 年存在较大金额的长期资产投入，导致 2022 年度资产的折旧金额较大，影响了当期净利润水平。**

图 10：2018 至 2023 年领益智造期间费用率变化



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 11：2018 至 2023 年领益智造经营性现金流变化

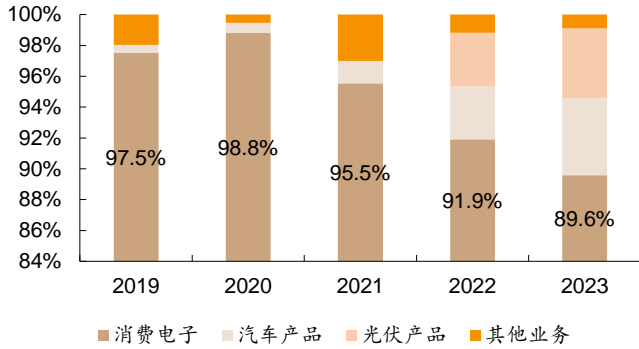


资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

**5、分业务：汽车和新能源等新业务收入占比持续提升，消费电子精密功能件及结构件盈利能力最强。结合公司财报披露口径，综合考虑，公司主营业务可分为消费电子、汽车、光伏储能和其他业务四大板块，其中消费电子又可划分为精密功能件及结构件、充电器、材料业务。1) 从收入上看，随着近几年公司相继拓展新能源汽车、光伏储能等领域，新业务收入占比持续提升。2023 年消费电子类业务占比降至 89.6%，其中精密功能及结构件业务占总收入约 67.9%，充电器业务占总收入约 19.6%，材料类业务占总收入约 2.1%。新业务中，2023 年汽车领域占总收入约 5.0%，光伏产品占总收入约 4.6%。2) 从毛利率上看，消费电子**

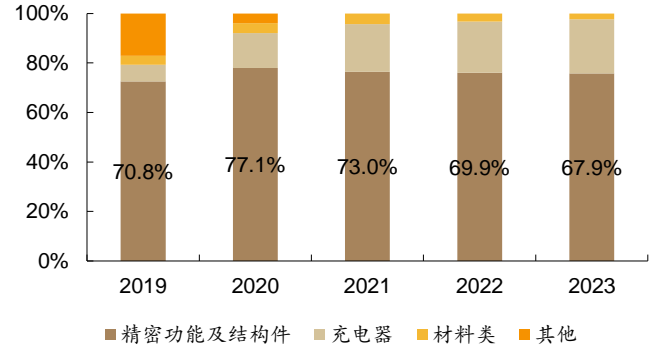
2023 年约为 21.6%，汽车等新业务毛利率仍有待提升。消费电子板块，精密功能及结构件业务 2023 年毛利率约为 26.8%，盈利能力最强。2021 年公司精密功能及结构件毛利率同比下降 5.64 个百分点，主要原因是：（1）2021 年受智能手机芯片短缺及消费者理性增长的影响，相关精密制造组件的市场需求也有所放缓，单位产品分摊的固定成本较大。（2）上游主要原材料价格有所上升，导致直接材料成本有所上涨。

图 12：2018 至 2023 年领益智造分业务收入占比



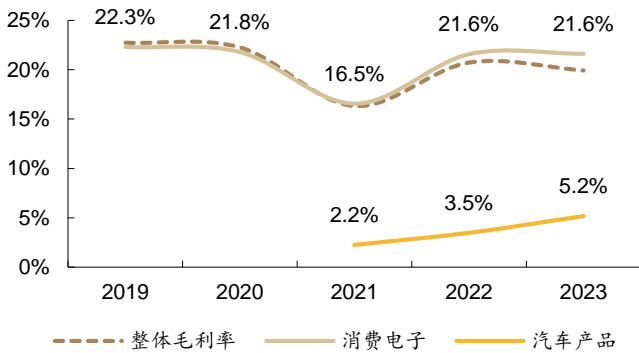
资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 13：2018 至 2023 年领益智造消费电子业务收入占比



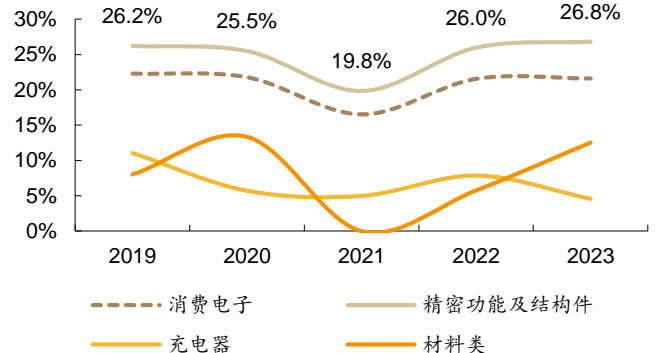
资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 14：2018 至 2023 年领益智造分业务毛利率



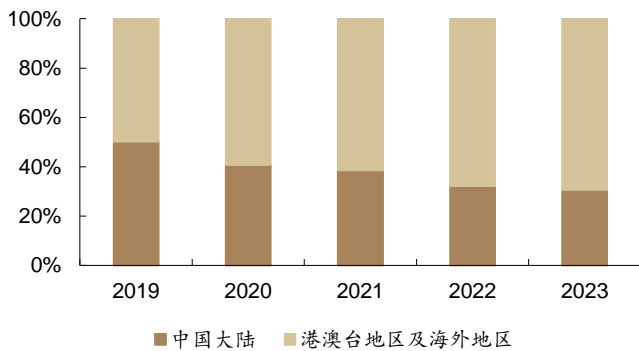
资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所；  
注：光伏等其他业务未披露毛利率数据

图 15：2018 至 2023 年领益智造消费电子业务细分板块毛利率



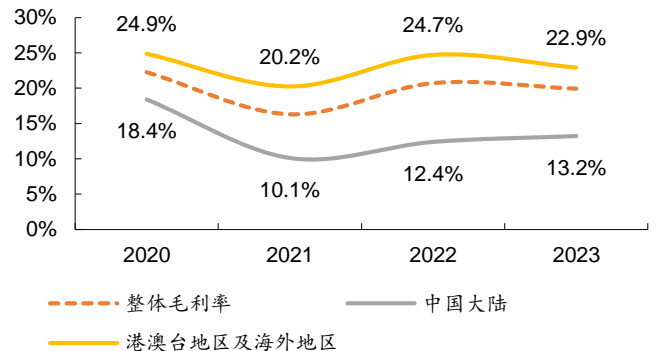
资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 16：2018 至 2023 年领益智造分地区收入占比



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 17：2018 至 2023 年领益智造分地区毛利率



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

**6、分地区：海外地区收入占比持续提升，毛利率水平高于中国大陆。**2023 年公司港澳台及海外地区收入占比约为 69.4%，且近几年保持提升趋势，中国大陆

地区收入占比则呈现下降趋势。公司海外地区收入占比较高，一方面与公司全球化业务布局有关，另一方面则与公司业务模式有关。为配合境外客户需求，公司在中国香港、新加坡均设立了接单中心。公司生产主体根据接单中心收到的客户订单进行生产，接单中心再将产品销售给下游组装厂商或品牌厂商。接单中心结算货币主要为外币，公司将需要进行报关并将以外币结算的收入划分为外销收入，故海外地区收入占比较高。从毛利率上看，海外地区盈利能力更强，2023年港澳台及海外地区毛利率约为 22.9%，而中国大陆地区销售毛利率约为 13.2%。

#### 1.4. 竞争优势：全球化布局，重视技术研发，股权激励焕发长期潜力

##### 1、研产销全球化布局，有效分散供应链地缘风险

公司坚持多品类、多地区协同发展的国际化发展战略，通过生产及服务据点、研发中心、销售办事处的全球化网络成功构建了快速响应客户需求的全球化多中心体系。**1) 国内地区方面**，目前公司已经在珠三角、长三角、云贵川等地区建立生产基地，产品品类涵盖材料、精密功能件及结构件、模组等。赛尔康国内生产基地则主要位于深圳、贵港。**2) 国外地区方面**，近几年下游消费电子客户逐渐将生产基地向海外转移以分散供应链地缘风险，上游精密功能件和结构件产业链也在向全球各地扩张。公司紧跟客户步伐，开始在海外市场布局生产基地，在印度、越南建立了生产基地以提供精密结构件和模组产品，在中国台湾设立了研发中心，在欧洲、美国、巴西等地区也建立了生产基地或设立研发中心、办公室。通过将部分供应链分散到海外，公司消费电子精密功能件和结构件业务有望进一步扩大布局，强化全球资源协调能力，提高抵御潜在风险的能力。

图 18：领益智造全球化市场布局



资料来源：公司 2021 至 2022 社会责任报告、2023 年报等公告，德邦研究所绘制

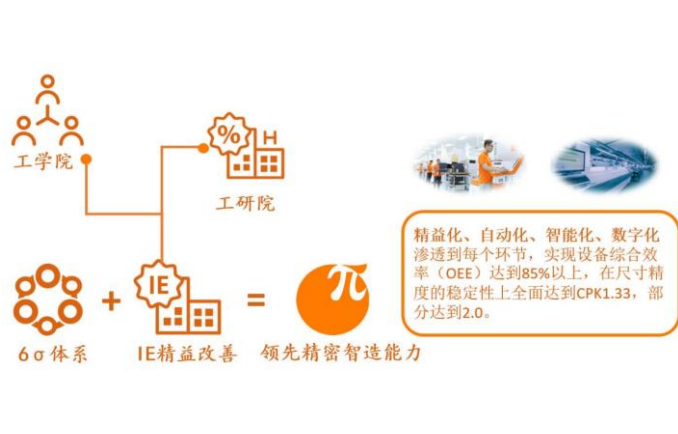
##### 2、内部培养加外部引进汇聚技术人才，打造三级研发体系平台

1) 在人才引进和培养上，公司与高等院校、科研院所保持合作，推行产学研

相结合，构建多学科、高素质的综合研发体系。同时公司重视技术人员的培养，设立“领益 IE 学院”、“质量学院”及“工程学院”，对研发技术人员进行持续线上、线下培训。

2) 在研发平台方面，公司打造了系统化的三级研发体系平台，即工研院、BG 研发中心和 BU 研发中心，其中工研院着重于行业前沿技术趋势研究，BG 研发中心和 BU 研发中心分别专注于行业最前沿的产品和工艺研发。系统化平台下设六大子平台，分别是散热模组研发中心、机械工程研发中心、先进材料研发中心、精品组装中心、电磁研发中心以及建模仿真中心。

图 19：领益智造技术竞争力与制造理念



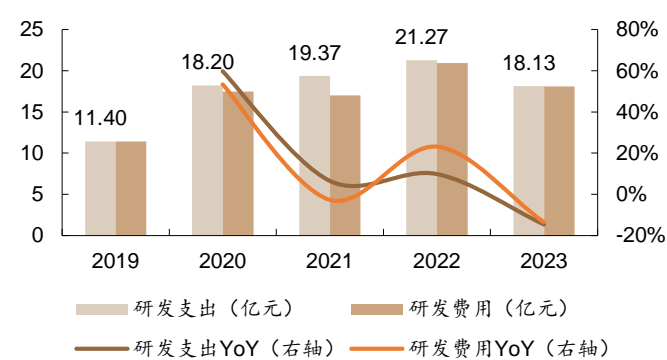
资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

图 20：领益智造系统化三级研发体系平台



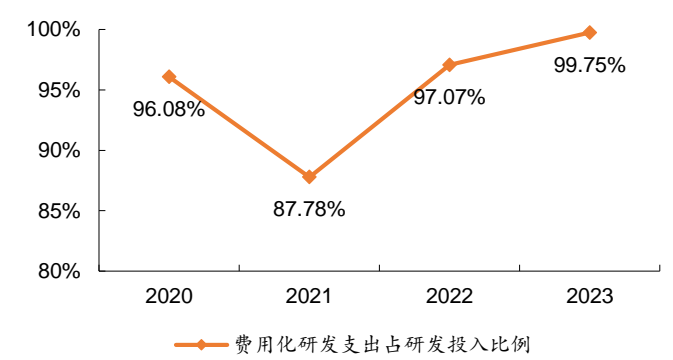
资料来源：公司公众号，德邦研究所

图 21：2019 至 2023 年领益智造研发支出与研发费用及增速



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 22：2020 至 2023 年领益智造费用化研发支出占比



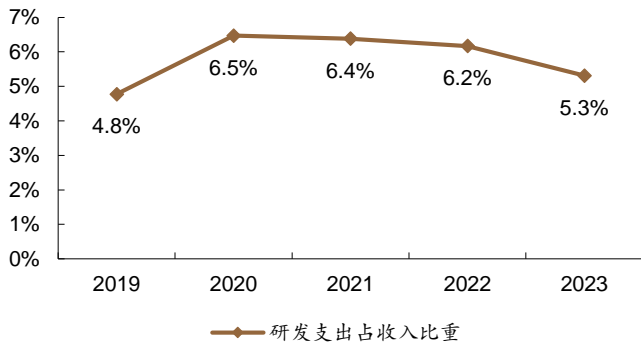
资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

### 3、研发投入持续加码，专利布局不断完善

公司注重产品和技术创新，研发投入持续加强。2023 年研发费用约为 18.08 亿元，研发支出约为 18.13 亿元，较 2022 年有所下降，主要系在研项目的研究方向及进度有所不同，相关物料消耗有所下降所致。研发投入强度上，公司研发支出占收入比重整体保持在 6% 左右，2023 年约为 5.3%。截至 2023 年末，公司研发人员数量约 5902 人，占公司总人数约 7.48%。专利方面，截至 2023 年末，公司累计获得各项专利 2094 项，其中发明专利 240 项，实用新型专利 1796 项，外观专利 58 项。

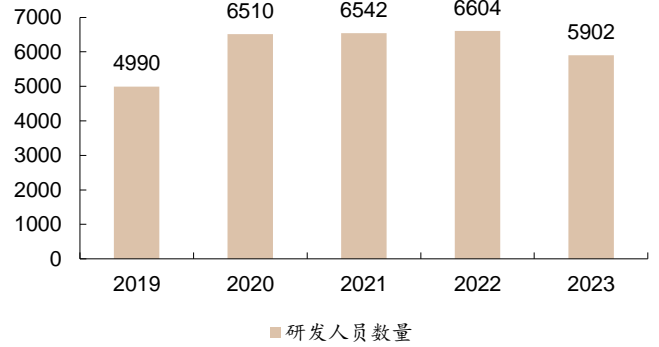


图 23：2019 至 2023 年领益智造研发支出占收入比重



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

图 24：2019 至 2023 年领益智造研发人员数量



资料来源：公司公告、Wind，德邦研究所

**4、多种股权激励绑定核心员工利益，激活公司长期发展潜力。**2024 年 6 月起，公司开启了新一轮股权激励措施，相继发布了 2024 年股票期权激励计划和 2024 年员工持股计划，激励对象超过 1400 人，将有效激发员工积极性，提高公司经营效率和长期发展潜力。

1) 2024 年 6 月 20 日，公司宣布为了建立健全公司长效激励约束机制、完善薪酬考核体系、调动激励对象积极性，同时稳定和吸引优秀人才，拟实施 2024 年股票期权激励计划。根据 7 月 27 日发布的草案修订稿，本次激励计划股票来源为向激励对象定向发行的公司 A 股普通股，拟向激励对象授予的股票期权数量总计为 2.38 亿股，占当前公司股份总额的 3.396%。其中，首次授予预计为 1.904 亿股，占公司股本总额的 2.7168%，占本次计划总量的 80%，首次授予的激励对象为公司 1447 名核心骨干。预留 4760 万股，占本次计划的 20%。首次授予的股票期权行权价为 4.46 元/股，根据公司考核和个人考核结果，分三个行权期按照 40%、30%、30%比例依次解锁，公司层面考核要求为 2024/2025/2026 年营收或归母净利润增长率不低于 10%、20%、30%。费用方面，公司按照 6 月 19 日 5.57 元的收盘价测算，假设 2024 年 9 月底完成全部授予，本次 2.38 亿股期权需摊销总费用约为 3.2 亿元，2024 至 2027 年分别为 5006 万元、1.7 亿元、7179 万元、2665 万元，我们认为对各年净利润影响或相对有限。

表 2：领益智造 2024 年股票期权激励计划行权安排

授予行权安排	行权时间	行权比例
第一个行权期	自首次授予/预留授予之日起 12 个月后的首个交易日起至授予之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个行权期	自首次授予/预留授予之日起 24 个月后的首个交易日起至授予之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自首次授予/预留授予之日起 36 个月后的首个交易日起至授予之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司 2024 年股票期权激励计划（草案修订稿）摘要，德邦研究所；截至 2024-07-27

表 3：领益智造 2024 年股票期权激励计划公司层面考核目标

行权期	对应考核年度	考核要求
第一个行权期	2024 年	相比 2023 年，2024 年营收增长率不低于 10%或归母净利润增长率不低于 10%
第二个行权期	2025 年	相比 2023 年，2025 年营收增长率不低于 20%或归母净利润增长率不低于 20%
第三个行权期	2026 年	相比 2023 年，2026 年营收增长率不低于 30%或归母净利润增长率不低于 30%

资料来源：公司 2024 年股票期权激励计划（草案修订稿）摘要，德邦研究所；截至 2024-07-27

2) 2024 年 7 月 27 日，公司再次发布 2024 员工持股计划，拟对包括公司董监高和核心骨干在内的不超过 40 人实施不超过 3003.49 万股激励，股票来源为公司回购的 A 股普通股票。本计划受让公司回购股票价格为 3.48 元/股，所获标的股票的锁定期为 12 个月，锁定期满后按照公司业绩目标考核结果分三期分配至



持有着急, 每期解锁比例分别为 40%、30%、30%, 公司层面考核要求与前述 2024 年股票期权激励计划基本一致。费用方面, 公司按照 7 月 26 日收盘价测算, 假设 2024 年 9 月全部完成标的股票过户, 总费用预计为 9341 万元, 2024 至 2027 年分别为 1518 万元、5137 万元、1985 万元、701 万元, 我们认为对各年利润端影响或相对有限。

表 4: 领益智造 2024 员工持股计划锁定期与解锁安排

解锁期	解锁时间	员工解锁比例
第一个解锁期	自本员工持股计划草案经公司股东大会审议通过且公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起的 12 个月后	40%
第二个解锁期	自本员工持股计划草案经公司股东大会审议通过且公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起的 24 个月后	30%
第三个解锁期	自本员工持股计划草案经公司股东大会审议通过且公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起的 36 个月后	30%

资料来源: 公司 2024 年员工持股计划 (草案) 摘要, 德邦研究所; 截至 2024-07-27

表 5: 领益智造 2024 员工持股计划公司层面业绩考核目标

解锁期	对应考核年度	考核要求
第一个解锁期	2024 年	相比 2023 年, 2024 年营收增长率不低于 10% 或归母净利润增长率不低于 10%
第二个解锁期	2025 年	相比 2023 年, 2025 年营收增长率不低于 20% 或归母净利润增长率不低于 20%
第三个解锁期	2026 年	相比 2023 年, 2026 年营收增长率不低于 30% 或归母净利润增长率不低于 30%

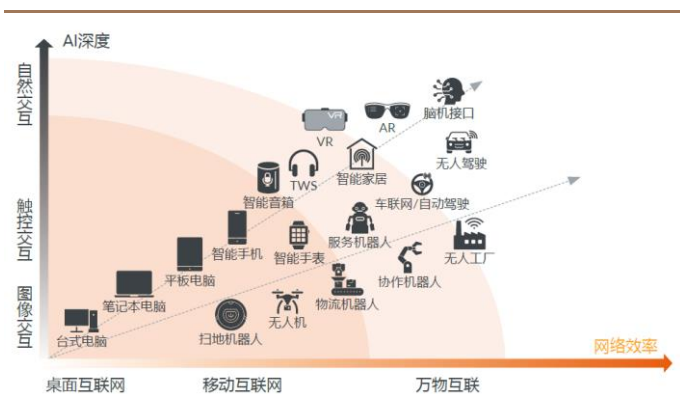
资料来源: 公司 2024 年员工持股计划 (草案) 摘要, 德邦研究所; 截至 2024-07-27

## 2. 消费电子: 生成式 AI 推动终端创新, 量价齐升充分受益

### 2.1. AI 终端快速渗透, 消费电子行业开启新一轮创新周期

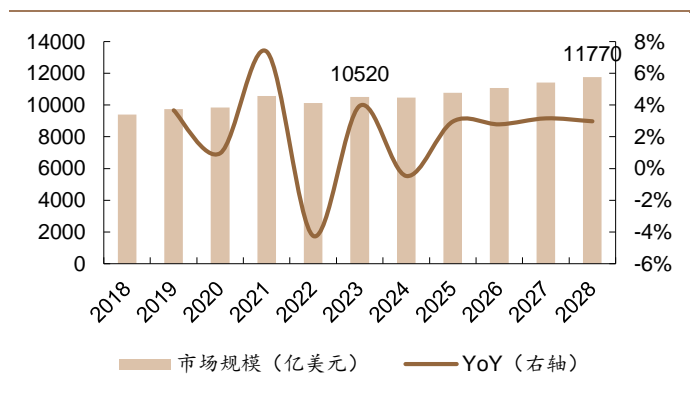
消费电子总量进入弱复苏上行周期, AI 创新驱动结构性增长。消费电子行业以交互方式和网络技术的技术迭代为基础不断革新, 基本呈现 10 年左右的技术与产品迭代周期。2017 年后, 以智能手机为代表的消费电子行业逐渐成熟并进入平台期, 主要终端销量增速放缓甚至出现下行。2020 年疫情爆发导致消费电子需求先高后低, 2022 年以后, 主要消费电子硬件均出现需求低迷、销量负增长的现象。2023 年下半年开始, 端侧 AI 在消费电子终端开始持续渗透, AI 手机、折叠屏手机、AI PC、XR 等硬件创新不断, 消费电子行业迎来新一轮创新周期, 整体表现为总量持续弱复苏, 高端品类和创新产品结构性增长。根据 Statista 数据, 预计 2023 年全球消费电子行业市场规模约为 10520 亿美元, 未来几年将缓慢复苏, 保持在低个位数增速水平, 2028 年有望增长至 11770 亿美元。

图 25: 消费电子行业硬件迭代路径



资料来源: GfK, 德邦研究所

图 26: 2018 至 2028 年全球消费电子市场规模及预测

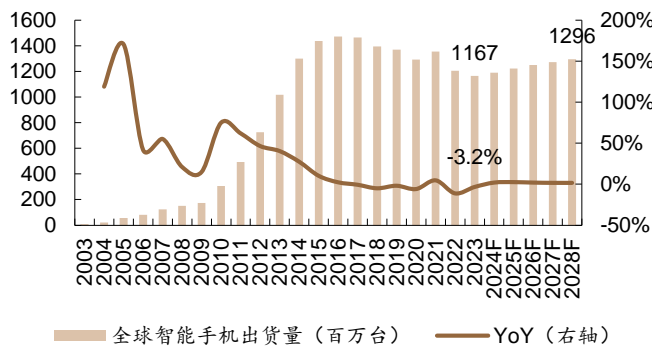


资料来源: Statista, 德邦研究所; 注: 2023 年 11 月预测数据

### 2.1.1. 手机：AI 手机或将加速换机周期，折叠屏带动高端机型销量提升

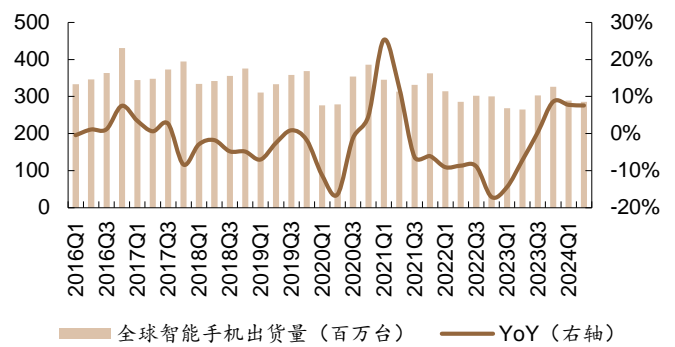
智能手机销量触底反弹，AI 和折叠屏预计将持续渗透。根据 IDC 统计数据，2023 年全球智能手机销量约为 11.67 亿台，同比下滑约 3.2%，为 2014 年以来最低点，但相比 2022 年的下滑幅度有所收窄。2024 年开始，IDC 预计智能手机行业进入上行周期，销量将缓慢提升，2024Q1 和 Q2 全球智能手机出货量分别为 2.89 亿台/2.85 亿台，同比增长 7.7%/7.6%，预计到 2028 年有望增加至 12.96 亿台。虽然总量增速较低，但 AI 手机和折叠屏预计将持续渗透，给高端品类带来较大增长。

图 27：2003 至 2028 年全球智能手机年度出货量及预测



资料来源：IDC、Wind，德邦研究所；注：预测数据日期为 2024-02-23

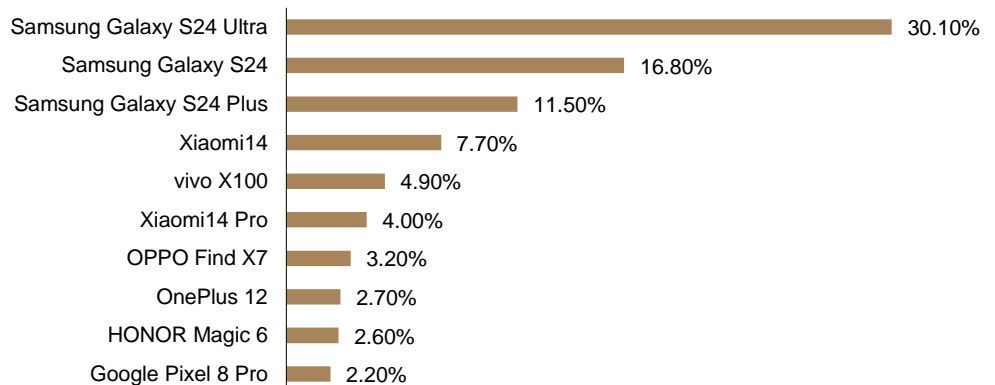
图 28：2016Q1 至 2024Q2 全球智能手机季度出货量及增速



资料来源：IDC、Wind，德邦研究所

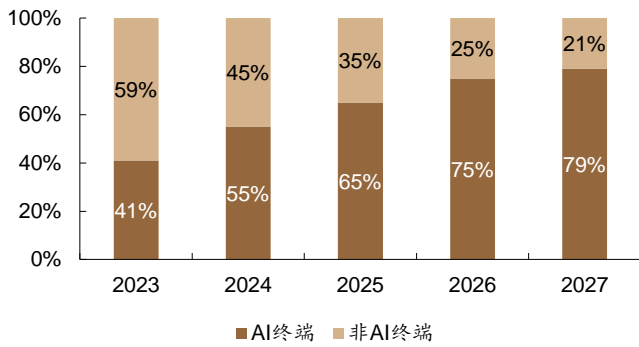
系统级 AI 快速推进，2024 年 AI 手机全球市场渗透率预计将达 15%。根据 IDC 定义，新一代 AI 手机 NPU 算力需大于 30 TOPS，搭载能够支持更快速、高效端侧 Gen AI 模型的 SoC，支持包括 Stable Diffusion 和各种大语言模型在内的 Gen AI 模型在端侧运行。AI OS 是系统级 AI 的重要特征，苹果已于 6 月 WWDC 大会宣布将推出 Apple Intelligence，打造系统级 AI 和基于大模型的个人智能助理 Siri，谷歌也在 5 月时宣布将于今年把 Gemini 接入到安卓系统底层。我们认为 AI 手机将首先在旗舰机型中快速应用，而后向中高端手机渗透。IDC 数据预计中国市场新一代 AI 手机出货量将从 2024 年的约 4000 万台增长到 2027 年的约 1.5 亿台，全球市场 AI 手机 2024 年出货量将达到 1.7 亿部，在智能手机中渗透率约 15%。

图 29：2024Q1 全球生成式 AI 手机销量 Top10 份额



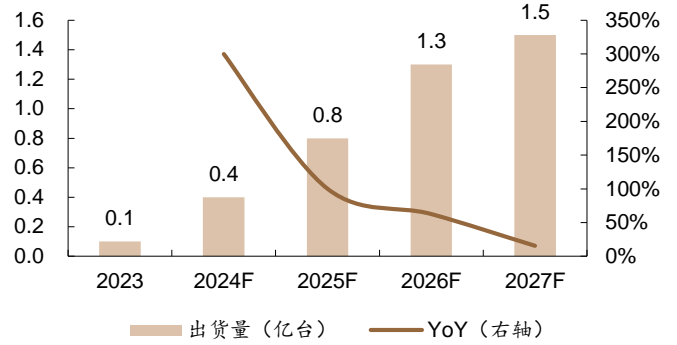
资料来源：Counterpoint，德邦研究所

图 30: 2023 至 2027 年中国市场 AI 终端渗透率及预测



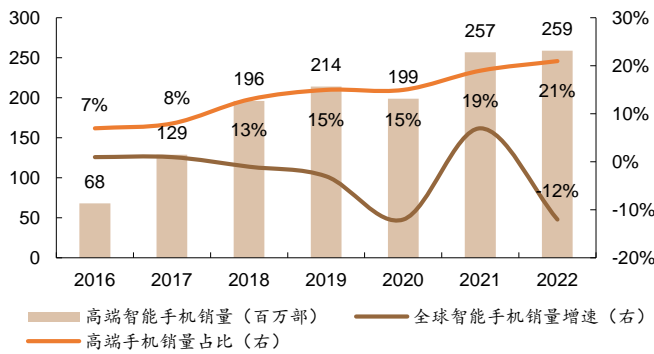
资料来源: IDC, 德邦研究所  
注: AI 终端, 即具有 AI 处理功能芯片的终端设备

图 31: 2023 至 2027 年中国新一代 AI 手机出货量预测



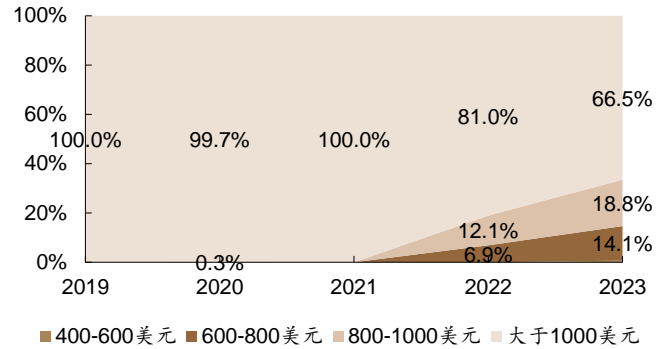
资料来源: IDC, 德邦研究所  
注: IDC 定义, 新一代 AI 手机指 Next-gen AI Smartphone, 特征是 NPU 算力大于 30TOPS, 搭载了能够支持更快速高效端侧 Gen AI 模型的 SoC, 支持包括 Stable Diffusion 和各种大语言模型在内的 Gen AI 模型在端侧运行

图 32: 2016 至 2022 年全球智能手机市场中高端手机渗透率



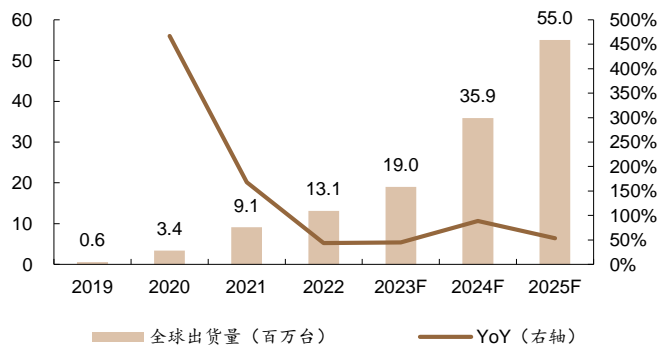
资料来源: Counterpoint, 德邦研究所; 注: 高端手机是指 OEM 给分销商的批发价格在 600 美元及以上的机型

图 33: 2019 至 2023 年中国折叠屏智能手机分价格段市场份额



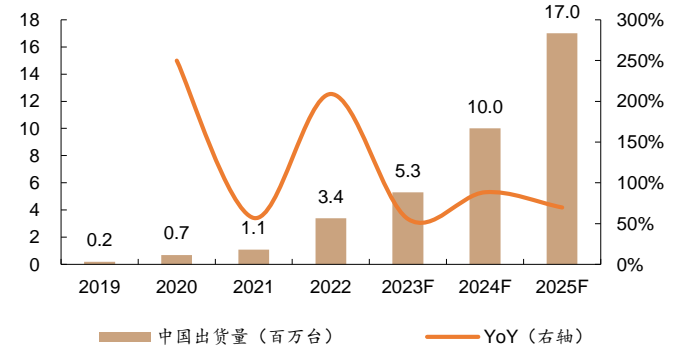
资料来源: IDC, 德邦研究所

图 34: 2019 至 2025 年全球折叠智能手机出货量及预测



资料来源: Counterpoint, 德邦研究所

图 35: 2019 至 2025 年中国折叠智能手机出货量及预测



资料来源: Counterpoint, 德邦研究所

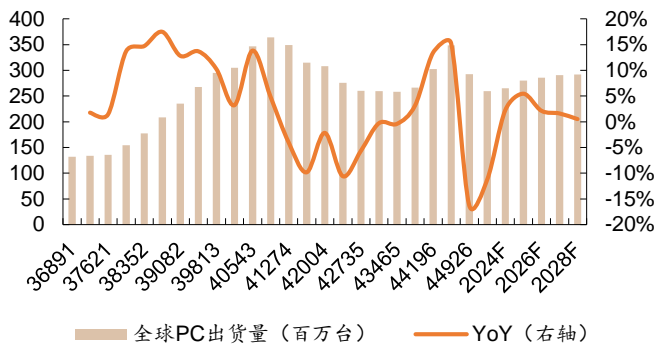
**高端机型占比持续提升, 折叠屏价格下探带动销量增长。**根据研究机构 Counterpoint 统计数据, 由于需求不足, 2022 年全球智能手机总出货量同比下降了 12%, 但是批发价在 600 美元以上的高端机型出货量增长到 2.59 亿部, 在智能手机总出货量的占比也进一步提升至 21%。另一方面, 折叠屏手机售价却在持续下探。IDC 数据显示, 2023 年中国市场折叠屏手机价格段持续下探, 600-800 美元机型占比提升至 14.1%, 已降至主流旗舰直板手机区间。我们认为 AI 大模型入驻手机后, 将带动交互方式变革和刺激大屏、分屏需求, 折叠屏手机有望于 AI

手机深度耦合，折叠屏手机的价格下探、持续轻量化有望推动出货量高速增长。Counterpoint 预计到 2025 年全球折叠屏手机出货量将增长至 5500 万部，中国市场有望增长至 1700 万部。

### 2.1.2. PC: AI PC 革新生产力场景，推动整机和上游产业链持续复苏

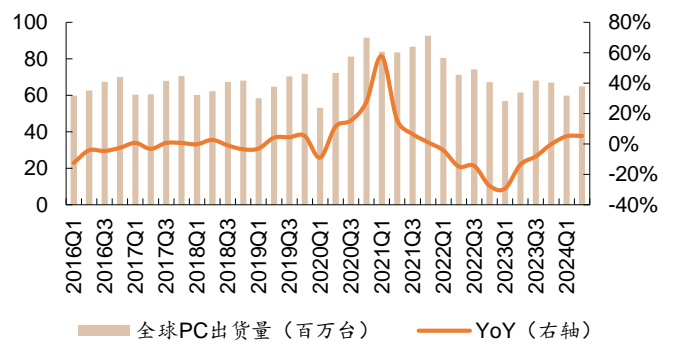
**AI 智能体革新生产力场景，2024 成为 AI PC 元年。**AI PC 是人工智能技术走向实际应用阶段的重要载体。个人电脑 (PC) 作为生产力工具，在人类信息化时代扮演着重要角色。过去几十年中，PC 依次经历了大型机、台式机、笔记本电脑时代，普及程度不断提升，每一次产品升级也都伴随着重大的技术创新。2023 年 10 月 25 日，联想在其年度全球创新盛会上宣布推出其首款 AI PC (人工智能电脑)，PC 再一次成为重大技术变革的载体。根据 IDC 定义，AI PC 核心特征包括内嵌个人大模型、标配 CPU+GPU+NPU 的本地混合 AI 算力，具有开放的 AI 应用生态、设备级个人数据和隐私安全保护和支持自然语言交互的个人智能体。目前主要的 PC 芯片厂商、OEM 厂商均已开始布局 AI PC。随着 PC 生态厂商的加速布局，2024 年将会出现更多 AI Ready 的 PC 设备和终端，有望成为 AI PC 元年。

图 36: 2000 至 2028 年全球 PC 年度出货量及预测



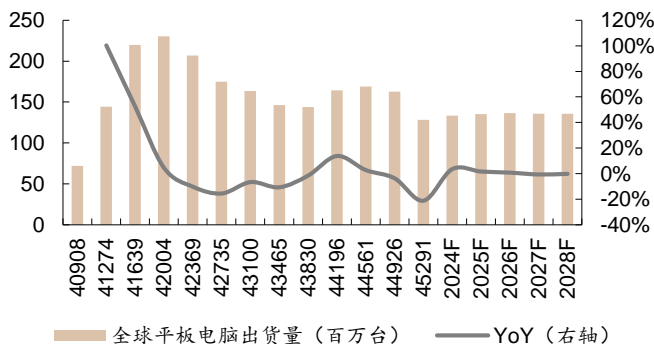
资料来源: IDC、Wind, 德邦研究所; 注: 预测数据日期为 2024-03-15

图 37: 2016Q1 至 2024Q2 全球 PC 季度出货量及增速



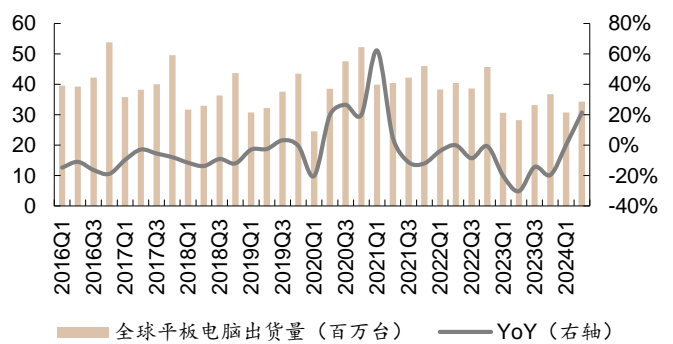
资料来源: IDC、Wind, 德邦研究所

图 38: 2011 至 2028 年全球平板电脑年度出货量及预测



资料来源: IDC、Wind, 德邦研究所; 注: 预测数据日期为 2024-03-15

图 39: 2016Q1 至 2024Q2 全球平板电脑季度出货量及增速



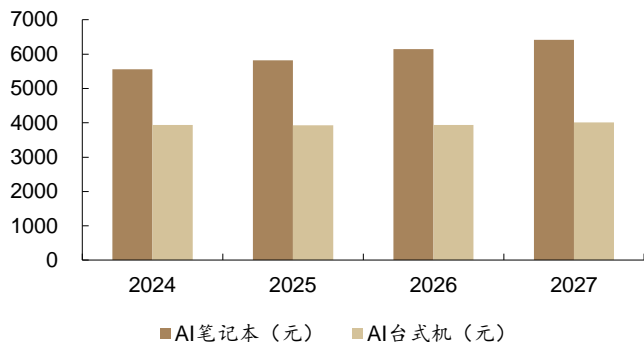
资料来源: IDC、Wind, 德邦研究所

**AI PC 快速渗透，带动 PC 市场复苏和上游产业链量价齐升。**全球层面，据 Canalsy 预测，2024 年全球 PC 出货量有望同比增长 8% 至 2.67 亿台，其中 AI PC 占比达 19%，出货量超 5000 万台，到 2027 年 60% 的 PC 将具备 AI 功能。



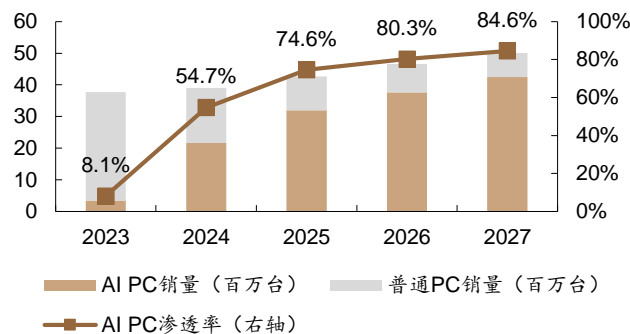
根据 IDC 报告数据，2023 年中国 PC 市场中 AI PC 渗透率约为 8.1%，2024 年有望快速攀升至 54.7%，未来几年 AI PC 在新机装配中的比例将快速攀升，2027 年有望达到 85%。定价方面，IDC 预测，随着需求增长和 AI 性能提升，未来五年 AI PC 价格会稳步上涨，其中 AI 笔记本电脑平均单价将从 5500 上涨到 6500 元，对应的 2027 年的国内市场规模将超过千亿元。

图 40：2024 至 2027 年中国消费市场 AI PC 平均单价预测



资料来源：IDC，德邦研究所

图 41：2023 至 2027 年中国市场 AI PC 出货量及渗透率预测



资料来源：IDC，德邦研究所；注：图中 AI PC 数据仅包含 AI 笔记本电脑和 AI 台式机，不含 AI 平板电脑。2023 年 AI PC 数据均为 AI Ready 设备

**AI PC 定位偏向中高端，有望带动存储、机身、屏幕等环节全面升级。**在硬件配置方面，一方面为了配合 AI PC 的高性能表现，另外一方面由于产品定位的差异，AI PC 产品具有高端化趋势。1) 处理器：从搭载机型来看，酷睿 Ultra 系列处理器为目前最主流的 AI PC 处理器。2) 机身材料：镁合金、碳纤维等轻量化材料在高端机型上得到了应用，如 ThinkPad X1 Carbon 使用了碳纤维和镁合金，华为 MateBook X Pro 2024 则使用了镁合金。3) 屏幕：OLED 屏幕在 AI PC 中得到了广泛的使用，如华硕多个 AI PC 机型均采用了 OLED 屏，万元及以上价位机型亦大多选用了 OLED 屏。4) 存储：AI PC 大多内存在 16GB 以上，配合 512G 以上的固态硬盘。5) 散热：AI PC 本地大模型的运行需要更大的算力密度，更高的算力带来更大功耗问题，散热是 AI PC 性能释放的保障，对 PC 性能的稳定性及可靠性起到直接决定性的作用。以惠普 AI PC 星 Book Pro 14 2024 拆机为例，为保证 AI 工作效率，背面直触处理器核心的部分以及散热鳍片均采用铜合金材质，通过热管形状、材料、散热扇等设计，多重保障处理器在高负载工作时，将热量高效导出机身外，确保处理工作与 AI 任务时，效率始终如一。

### 2.1.3. 可穿戴：苹果 Vision Pro 引领 XR 行业新征程，AI 终端创新层出不穷

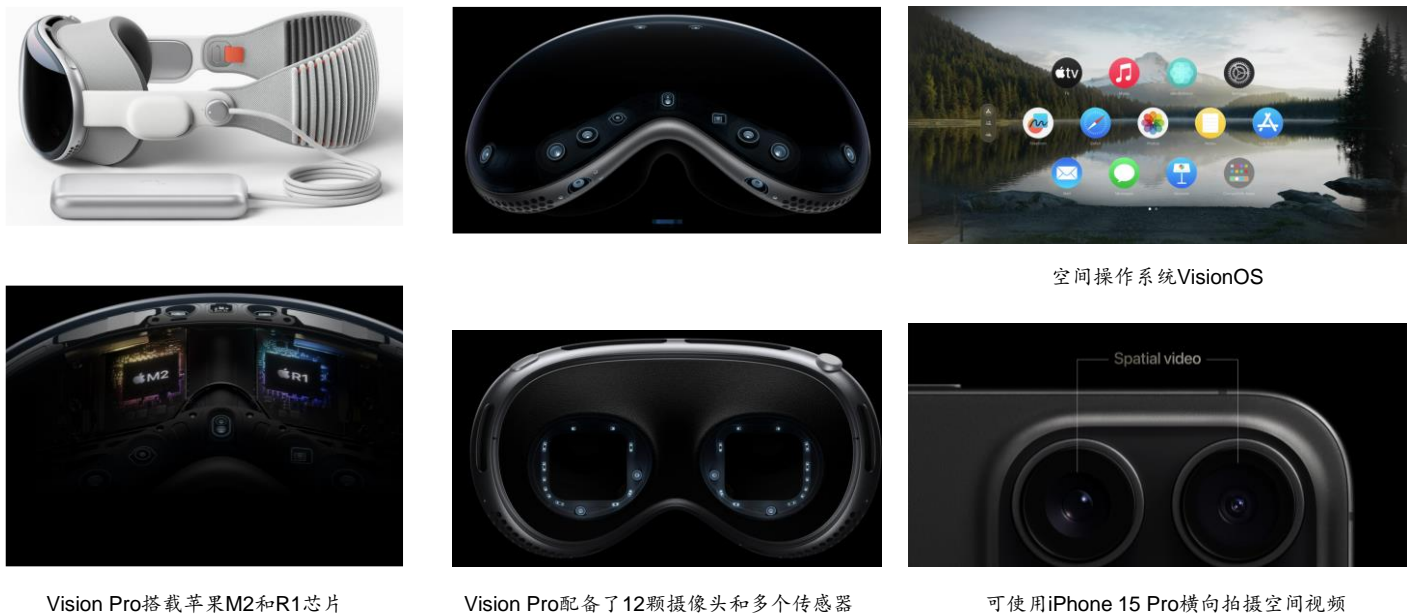
继 AI 手机、AI PC 之后，生成式 AI 也将有望逐步应用于 XR 设备中。我们认为，XR 是 AI 最佳应用载体之一，其具备的多种视觉、听觉交互能力和手势、眼动追踪功能有望极大释放多模态 AI 大模型潜力，或将催生更多 C 端爆款应用。

**苹果推出 Vision Pro，普及空间视频，推动 XR 行业生态构建。**2023 年 6 月 5 日，苹果正式发布首台 MR 产品 Apple Vision Pro，并称其为一台“革命性的空间计算设备”。Vision Pro 使用眼睛、双手与语音作为输入方式，搭载苹果首创的空间操作系统 VisionOS，打造无边际画布，让 app 突破传统显示屏的限制，为用户带来全新的 3D 交互体验。6 月 21 日，苹果发布 Vision Pro 的开发者工具，并于 7 月份开始在全球各地开设开发者实验室，以帮助开发者在 Vision Pro 硬件上



构建、迭代、测试 app。12月11日，苹果正式推出空间视频，用户可以在 iPhone 15 Pro 或 Vision Pro 上录制空间视频 (Spatial Video)，然后在 Vision Pro 上观看。iPhone 15 Pro 和 Pro Max 机型在更新到 iOS 17.2 之后，可以利用主摄和超广角摄像头横向拍摄空间视频。作为全球消费电子龙头，苹果正式入局 XR 行业，有望发挥行业标杆作用，加速行业生态构建与迭代，进而推动整个消费电子行业不断革新。

图 42：2023 年苹果推出首款 MR 设备 Vision Pro 和空间视频



空间操作系统 VisionOS

Vision Pro 搭载苹果 M2 和 R1 芯片

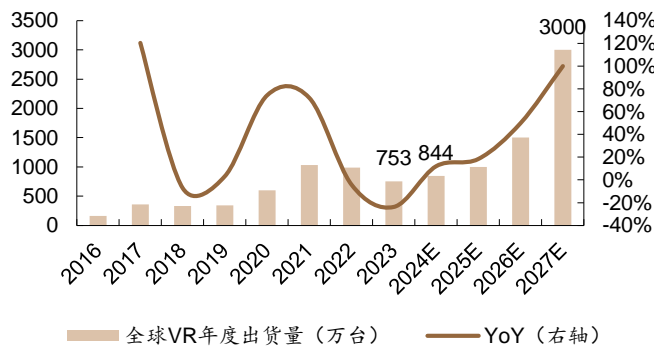
Vision Pro 配备了 12 颗摄像头和多个传感器

可使用 iPhone 15 Pro 横向拍摄空间视频

资料来源：Apple 官网，德邦研究所

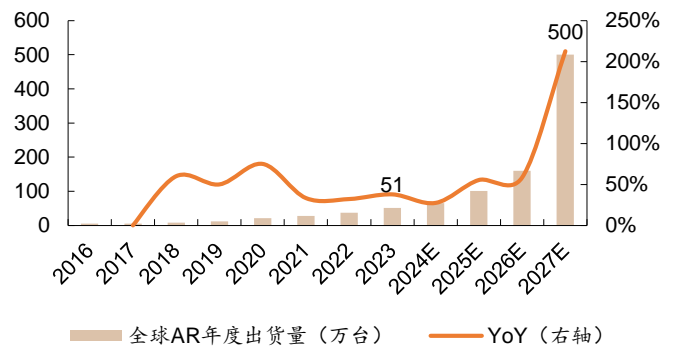
全球 VR/AR 出货量 2023 年疲软，苹果入局有望带动行业迎来第二轮增长。根据 Wellsenn XR 发布的 VR/AR 销量跟踪报告，2023 年全球 VR 销量为 753 万台，较前两年有所下降，主要与全球经济增长放缓和需求低迷等因素有关，预计苹果 Vision Pro 的发布有望提振 2024 年行业销量至 844 万台左右，2027 年全球 VR 设备年销量有望增长至 3000 万台。AR 市场规模相对 VR 较小，2023 年全球 AR 设备销量预计约为 51 万台左右，远期看 2027 年将增长到 500 万台左右。

图 43：2016 至 2027 年全球 VR 设备年度出货量及预测



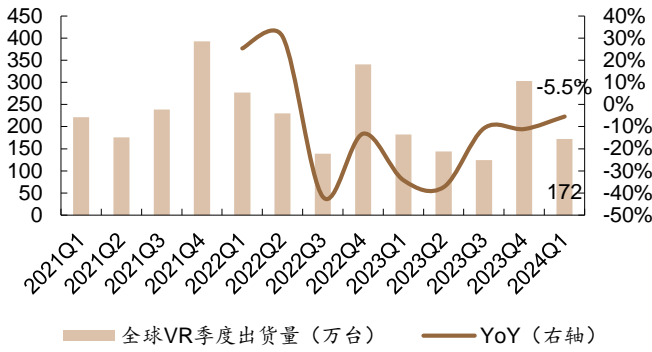
资料来源：维深信息 Wellsenn XR，德邦研究所  
注：Sell out 口径统计，含 VST 形式 MR，不含 VR 盒子

图 44：2016 至 2027 年全球 AR 设备年度出货量及预测



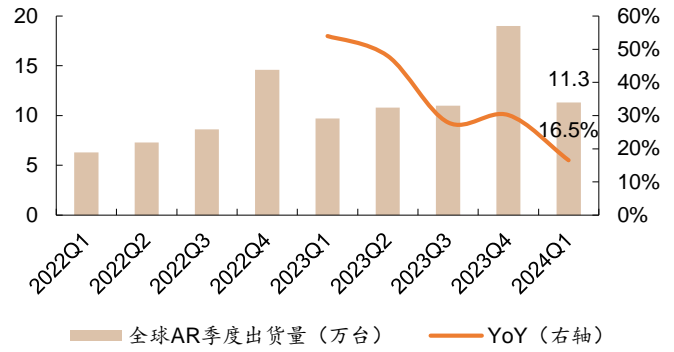
资料来源：维深信息 Wellsenn XR，德邦研究所  
注：Sell out 口径统计，不含无屏 AR

图 45: 2021Q1 至 2024Q1 全球 VR 设备季度出货量及增速



资料来源: 维深信息 Wellsenn XR, 德邦研究所  
注: Sell out 口径统计, 含 VST 形式 MR, 不含 VR 盒子

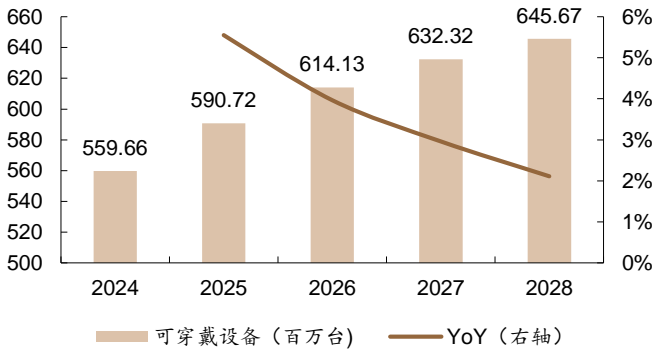
图 46: 2022Q1 至 2024Q1 全球 AR 设备季度出货量及增速



资料来源: 维深信息 Wellsenn XR, 德邦研究所  
注: Sell out 口径统计, 不含无屏 AR

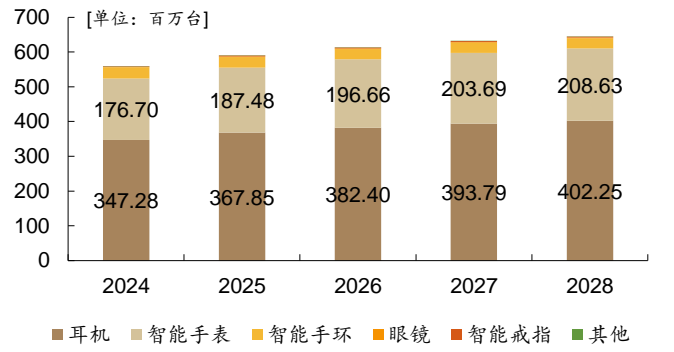
**可穿戴与 IoT: AI 终端广泛落地, “新物种” 不断涌现。**除了手机、PC/平板和 XR 设备之外, 此轮 AI 大模型浪潮也有望在 TWS 耳机、智能手表/手环、智能眼镜等可穿戴设备方面, 和智能家居、智能安防等 AIoT 领域逐步落地, 尤其是可穿戴领域更是涌现了更多新的 AI 终端产品。IDC 预计, 全球可穿戴设备年出货量有望从 2024 年的约 5.6 亿台增长至 2028 年的 6.46 亿台。

图 47: 2024 至 2028 全球可穿戴设备年度出货量预测



资料来源: IDC, 德邦研究所; 注: 预测数据日期为 2024-04-02

图 48: 2024 至 2028 全球可穿戴设备分类型出货量预测



资料来源: IDC, 德邦研究所; 注: 预测数据日期为 2024-04-02

## 2.2. 苹果开启 AI iPhone 时代, 硬件创新推动产业链量价齐升

**苹果发布 Apple Intelligence, 全面开启 AI iPhone 时代。**6 月 10 日, 苹果在 WWDC 大会上发布了其 iOS18、iPadOS 18 等系统软件版本, 同时宣布推出 Apple Intelligence (苹果智能)。Apple Intelligence 定位苹果生态的系统级 GenAI 套件, 通过自然语言交互, 具备屏幕理解能力, 覆盖主要原生应用 (相机、照片、备忘录、语音备忘录、提醒事项、邮件、Safari、Keynote 等), 并向提供 App Intents API 供第三方软件调用, 可实现优先置顶推送、文本摘要 (Writing Tools)、图片生成 (Image Playground)、音频转录与摘要等功能。Apple Intelligence 或将使 Siri 的用户体验得到较大改善, 同时苹果与 OpenAI 达成合作, 用户可要求 Siri 调用外部 ChatGPT 进行回应, 苹果表示未来也将引入更多 AI 模型。7 月 29 日, 苹果发布苹果发布 iOS 18.1/iPadOS 18.1/macOS Sequoia 15.1 Beta 版, 并向开发者开放了 Apple Intelligence 功能以进行测试, 首批推出的 AI 功能包括全局写作工具 Writing Tools, 以及此前预告的邮件/照片/语音转录/通话录音/通知中心专注模式等功能, 其余功能将在后续版本中推出。苹果官网显示, Apple Intelligence 将

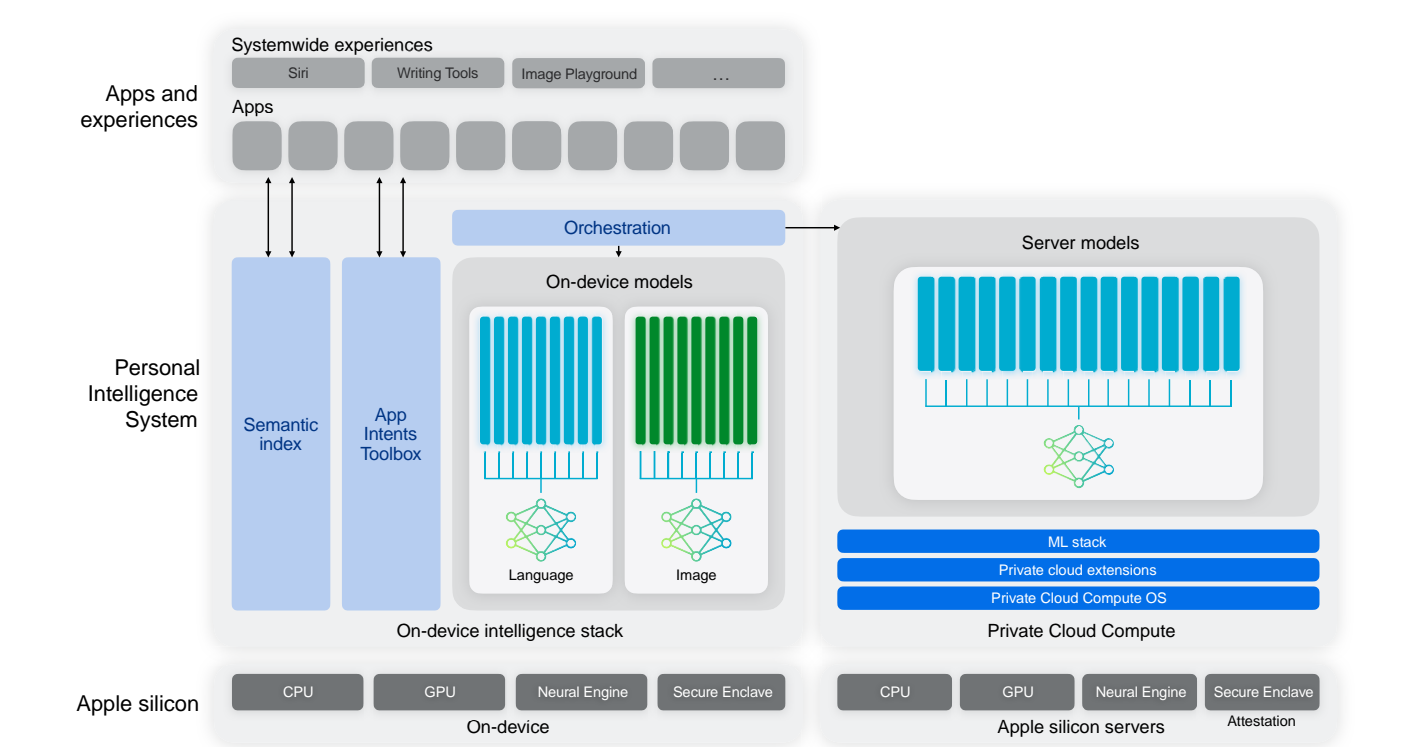
在将于 24 年秋季首发在美国地区的英语版本中，25 年预计将推出更多功能并支持多种语言和全球其他地区。

图 49: 苹果推出的 Apple Intelligence 主要功能



资料来源: Apple 官网, 德邦研究所

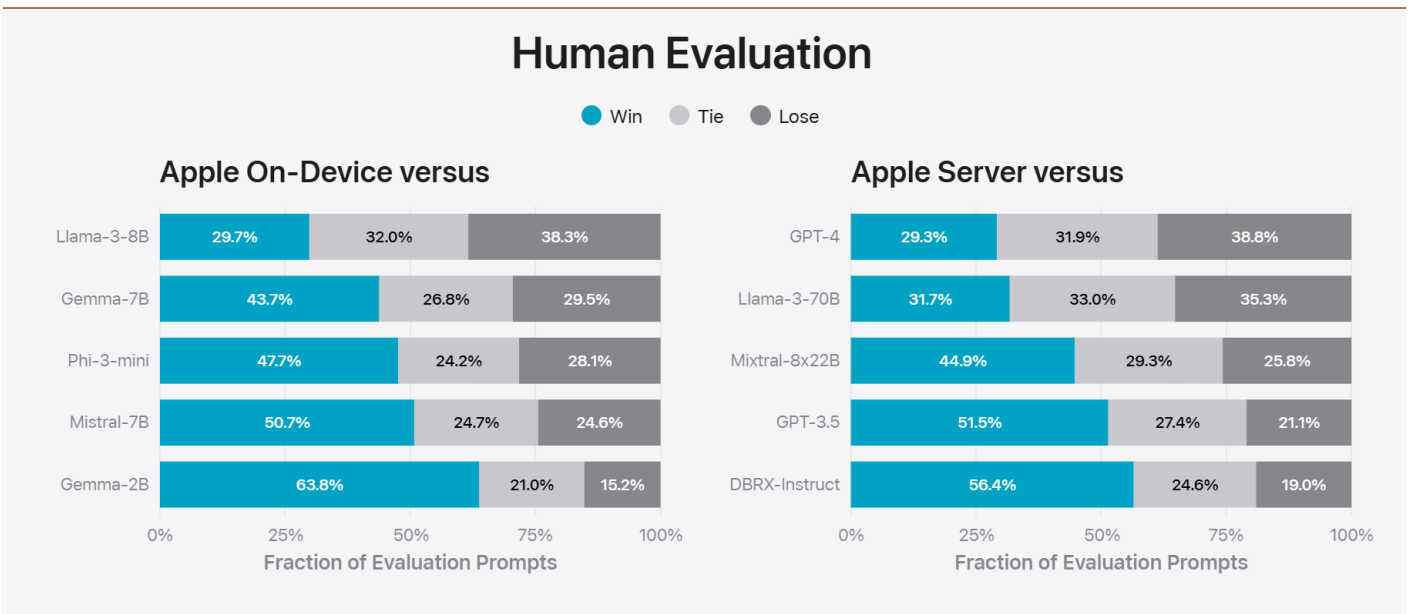
图 50: Apple Intelligence 原理架构图



资料来源: Apple 官网、《Apple Intelligence Foundation Language Models》, 德邦研究所

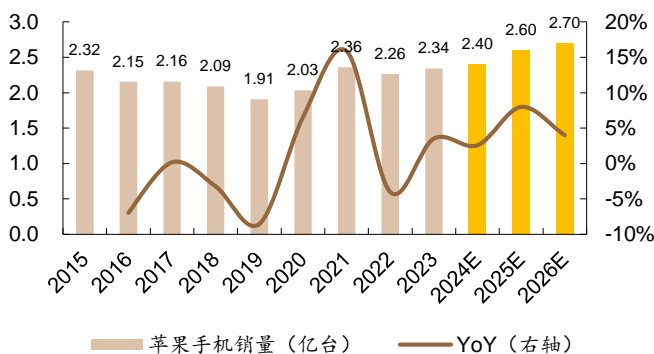
苹果 Apple Intelligence 采用三层端云混合架构，人类评分结果接近 GPT-4 表现。Apple Intelligence 是一款深度集成到 iOS 18、iPadOS 18 和 macOS Sequoia 中的个人智能系统，由多个生成式 AI 模型组成，内置的基础模型针对用户体验进行了微调，例如编写和优化文本、确定通知的优先级和摘要、图像&表情生成等，以及执行 App 内操作以简化跨 App 的交互。模型配置上，本地模型约 30 亿参数，云上模型参数量级更大且通过私有云方式部署在 Apple 芯片服务器。Apple Intelligence 遵循苹果核心价值观，注重保护用户隐私，同时苹果创建了一套“负责任的 AI 原则”，以指导苹果和开发者如何开发 AI 工具和模型。从评测结果来看，苹果基础模型通用能力评分均超过或接近主流商业模型：苹果 30 亿参数的设备端小模型在性能上优于包括 Phi-3-mini、Mistral-7B 和 Gemma-7B 在内的更大模型，而服务器模型与 DBRX-Instruct、Mixtral-8x22B 和 GPT-3.5 的性能相当，接近 GPT-4 表现，同时运行效率更高。

图 51: Apple Intelligence 基础模型与主流模型的人类评分对比



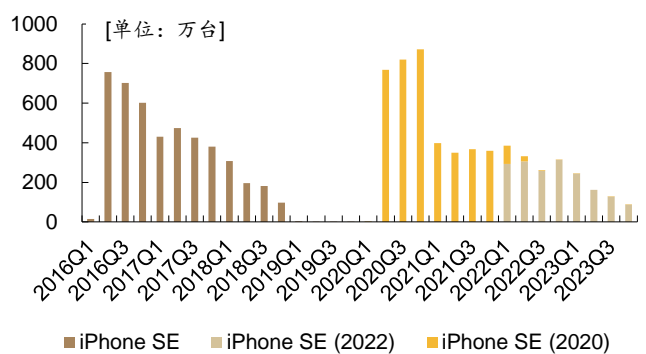
资料来源: Apple 官网、《Apple Intelligence Foundation Language Models》, 德邦研究所

图 52: 2015 至 2026E 苹果手机全球销量及预测



资料来源: IDC, 德邦研究所预测

图 53: 2016 至 2023 苹果 iPhone SE 系列机型销量



资料来源: IDC, 德邦研究所

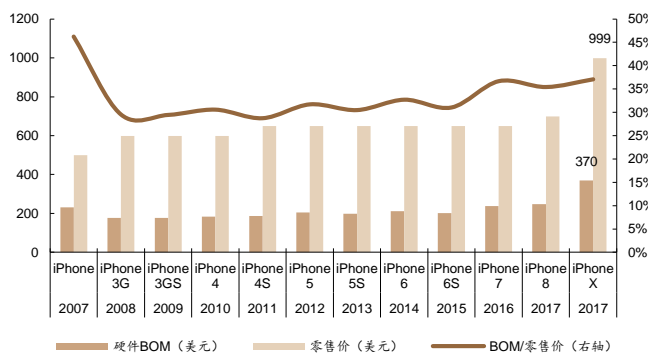
AI 功能或将持续提振苹果用户换机需求，叠加 SE4/折叠屏产品线更新，未来 3 年 iPhone 销量有望持续攀升。我们认为，苹果 Apple Intelligence 在架构层次、功能定义等方面相较安卓更加完善，有望成为 AI 手机的引领者。AI 有望成为未来几年拉动苹果用户换机的主要因素。结合 Omdia 等机构分析预测，我们认为



苹果 SE 系列机型有望在 2025 年更新至第四代，2026 年后苹果有望进一步推出折叠 iPad 和折叠 iPhone 等产品。综合考虑 AI、SE 机型和折叠屏手机带来的增量，我们预计未来几年苹果手机销量将在 2023 年 2.34 亿台基础上持续增长，2024 至 2026 年预计全球销量分别为 2.4 亿台、2.6 亿台和 2.7 亿台。

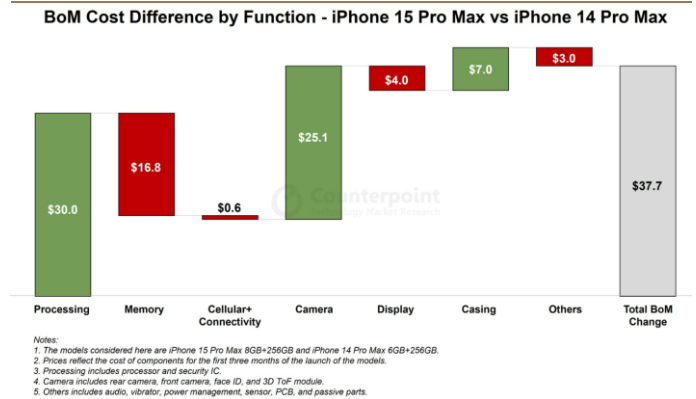
**iPhone 历代成本持续提升，AI 或将给多个硬件环节带来价值增量。**与传统智能手机相比，AI 手机硬件升级主要体现在 SoC、存储、散热、电池等方面，显示、光学、声学、PCB、结构件等方面也有相应升级。端侧模型在本地运行时，需要借助 SoC 的 NPU 算力，对存储、内存容量与性能提出了更高的要求。与此同时，更高的算力带来更大功耗问题，散热能力与电池续航是 AI 手机性能释放的保障，对用户体​​验尤其重要。我们认为，为了保证 AI 软件流畅运行并提供良好的用户体验，除了 SoC 性能和存储容量外，iPhone 后续机型或将在散热、电池、快充、声学等多个硬件模块持续升级。根据 Counterpoint 数据，历代 iPhone 在新机发布之初，BOM 一般会有小幅提升，例如 iPhone 15 相比 iPhone 14 同版本机型物料成本提升了约 38 美金。我们认为，后续 iPhone 16-17 物料成本仍将有一定程度的提升，且 iPhone 17 机型成本提升幅度或将更高。

图 54：2007 至 2017 年 iPhone 历代机型 BOM 变化



资料来源：IHS Markit, 德邦研究所

图 55：iPhone 15 较 iPhone 14 BOM 进一步提升



资料来源：Counterpoint, 德邦研究所

图 56：iPhone 12 Pro Max 成本表

序号	类别	组件	成本(美元)	占比	序号	类别	组件	成本(美元)	占比
1	处理器	AP	67.0	15.5%	26	显示	盖板玻璃	6.0	1.4%
2	存储	NAND闪存	15.0	3.5%	27	显示	显示触控模组	80.0	18.5%
3	存储	DRAM内存	21.0	4.9%	28	显示	其他	4.2	1.0%
4	蜂窝通信	基带处理器	28.0	6.5%	29	PCB	PCB+被动元件	15.1	3.5%
5	蜂窝通信	基带收发器	4.2	1.0%	30	外壳	外壳结构件	42.0	9.7%
6	蜂窝通信	其他	25.1	5.8%	31	电池	电池	5.7	1.3%
7	电源管理	PMIC	5.6	1.3%	32	电池	其他	4.7	1.1%
8	无线连接	Wi-Fi, 蓝牙, 定位, NFC, eSIM, USB驱动	12.4	2.9%	33	防水	防水组件	5.5	1.3%
9	音频	音频编解码器, 扬声器, 麦克风	5.5	1.3%	34	其他	其他	11.0	2.6%
10	传感器	传感器	2.4	0.6%	35	<b>组件BOM成本</b>		<b>431.5</b>	<b>100.0%</b>
11	摄像头	后摄CIS-1	9.5	2.2%	36	组装&测试		17.3	
12	摄像头	LENS	3.3	0.8%	37	IPR&软件	批发价(上限为500美元的)5%	25.0	
13	摄像头	其他(OIS, 执行器, 组装)	7.0	1.6%	38	充电&线缆		1.0	
14	摄像头	后摄CIS-2	4.2	1.0%	39	包装盒		1.0	
15	摄像头	LENS	2.5	0.6%	40	<b>总BOM成本</b>		<b>475.8</b>	
16	摄像头	其他(OIS, 执行器, 组装)	6.5	1.5%	41	保修		2.4	
17	摄像头	后摄CIS-3	4.2	1.0%	42	<b>设备成本</b>		<b>478.2</b>	
18	摄像头	LENS	2.0	0.5%	43	毛利		660.8	58.0%
19	摄像头	其他(OIS, 执行器, 组装)	2.8	0.6%	44	研发费用		57.0	
20	摄像头	ToF	9.0	2.1%	45	销售管理费用		68.3	
21	摄像头	FLASH	0.2	0.0%	46	其他费用		47.8	
22	摄像头	前摄CIS	4.0	0.9%	47	营业利润		487.7	42.8%
23	摄像头	LENS	1.7	0.4%	48	<b>批发价格</b>		<b>1139.0</b>	
24	摄像头	其他(执行器, 组装)	2.3	0.5%	49	渠道利润		160.0	12.3%
25	摄像头	结构光	12.0	2.8%	50	<b>零售价格</b>		<b>1299.0</b>	

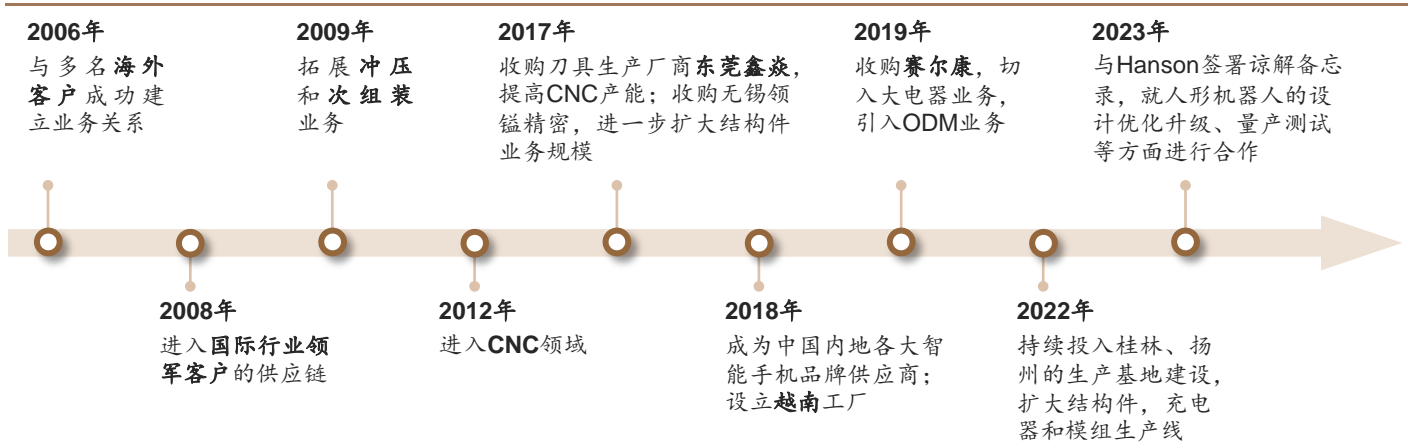
资料来源：Counterpoint, 德邦研究所；注：Sub-6GHz 128GB 机型；价格反映新机发布后三个月内的组件成本



### 2.3. 领益智造：终端客户关系稳固，充分受益 AI 手机和折叠屏机遇

深耕消费电子领域，主流消费电子品牌核心供应商地位稳固。在消费电子领域，公司目前具备模切、冲压、CNC 和注塑等工艺流程的技术，客户涵盖苹果、华为、荣耀、OPPO、vivo、小米、三星、传音、联想等主要消费电子品牌厂商，为客户提供精密功能件、结构件、模组等业务的产业链一站式智能制造服务及解决方案，制造工艺和自动化能力是公司的核心技术，自 2006 年成立以来，公司从模切逐渐扩展了 CNC、冲压、组装、注塑等工艺，持续推进精密功能件、结构件等核心产品的技术创新，并在模具、自动化水平等方面持续优化。在客户关系上，随着领益智造自动化水平的提升，其在下游客户核心供应商的地位有望进一步稳固。4 月 1 日，公司荣获 2023 年小米全球核心供应商大会“最佳合作伙伴”，下属公司赛尔康获 2023 年小米手机供应链“最佳交付奖”。7 月 26 日，苹果 COO 杰夫·威廉姆斯和苹果大中华区董事总经理葛越拜访领益智造表示公司为苹果全线产品提供数千种零组件，且在制造技术上实现了高度自动化。

图 57：领益智造 AI 终端设备及通讯业务发展历程



资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

图 58：领益智造消费电子领域主要产品示意图



资料来源：公司公众号，德邦研究所

与下游客户积极广泛合作，打造 AI 终端硬件制造平台。公司在消费电子领域的产品覆盖精密功能件/结构件、模组等类型业务，按照工艺类型，又包括模切件、

冲压件、CNC 加工件、紧固件等品类，下游产品覆盖智能手机、笔记本电脑、可穿戴设备、XR 等 AI 终端设备领域。AI 手机和折叠屏手机的持续渗透，打开了消费电子行业天花板，为公司带来了更多的发展机遇。与传统智能终端相比，AI 设备对芯片、存储、散热、电池、充电等硬件的性能要求更高。公司积极打造 AI 终端硬件制造平台，与海外主流客户就 AI 相关终端产品保持良好合作关系，为下游 AI 手机、AI PC、智能可穿戴设备、XR 眼镜等 AI 终端设备提供精密结构件、功能件、Softgoods（非耐用品零件、配件及包装）、散热模组、充电插头、无线充、充电仓等硬件。

### 1、折叠屏手机：顺应轻量化趋势，提供 OLED 屏幕碳纤维支撑载体

在折叠屏手机精密/功能件结构件方面，公司顺应高端折叠屏手机轻量化及性能优化的主要发展趋势，积极尝试使用新材料碳纤维进行折叠屏结构件设计、研发及生产，优化铰链及屏幕结构，延长使用寿命，降低折痕影响及整体机身重量。目前，下游智能手机头部客户的相关折叠屏及其他中高端手机机型已采用公司碳纤维结构件，并实现量产出货。碳纤维结构件采用多层单向超薄碳纤维热压成型、激光微孔冷加工等精密加工工艺，可在延长产品使用寿命、减少折痕影响的同时实现折叠屏手机轻量化及折叠屏性能优化。

图 59：领益智造可提供折叠屏手机 OLED 屏幕支撑载体

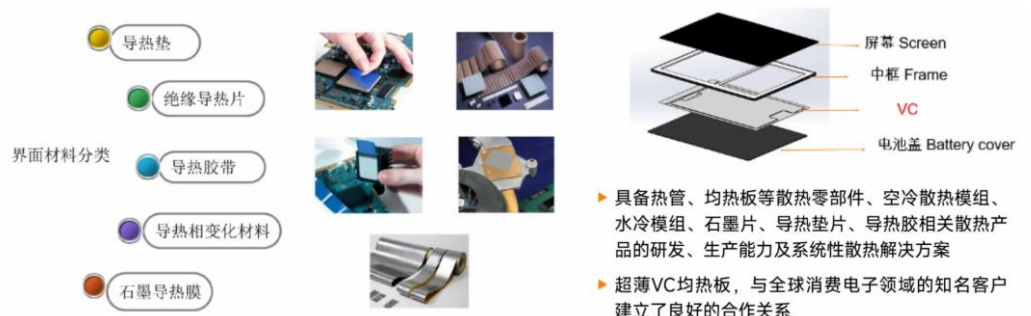


资料来源：公司公众号，德邦研究所

### 2、AI 散热：系统性布局消费电子终端散热方案，VC 均热板竞争优势明显

在消费电子终端热管理方面，领益已经具备热管、均热板等散热零部件、空冷散热模组、水冷模组、石墨片、导热垫片、导热胶相关产品的研发、生产能力及系统性散热解决方案，可应用于智能手机、智能穿戴、XR、光伏逆变器、储能系统、AI 相关应用服务器等各类终端电子产品。公司超薄 VC 均热板的产业化配套布局及下游客户拓展较为顺利，已经通过了产品及客户认证，与全球消费电子领域的知名客户建立了良好的合作关系。

图 60：领益智造可提供 VC 均热板等 AI 终端散热所需的多种产品类型



资料来源：公司公众号，德邦研究所

### 3、智能穿戴：供应全球 XR 头部客户多种核心零部件

在可穿戴设备领域，除智能耳机、智能手表等设备外，公司还为全球 XR 领域头部客户提供软质功能件、注塑件、散热解决方案、充电器等核心零部件，与大客户共同推动了其 XR 第一代产品的交付，并持续提升人体工学等改善性设计相关的研发课题及应用技术。除了大客户之外，公司也服务于其他 XR 领域头部客户，Nreal Air AR 眼镜的整机组装、注塑结构件和声学件制造由领益独家承接，2022 年底已突破 10 万台量产。

图 61：领益智造可为 XR 客户提供多种功能件/结构件/散热等产品



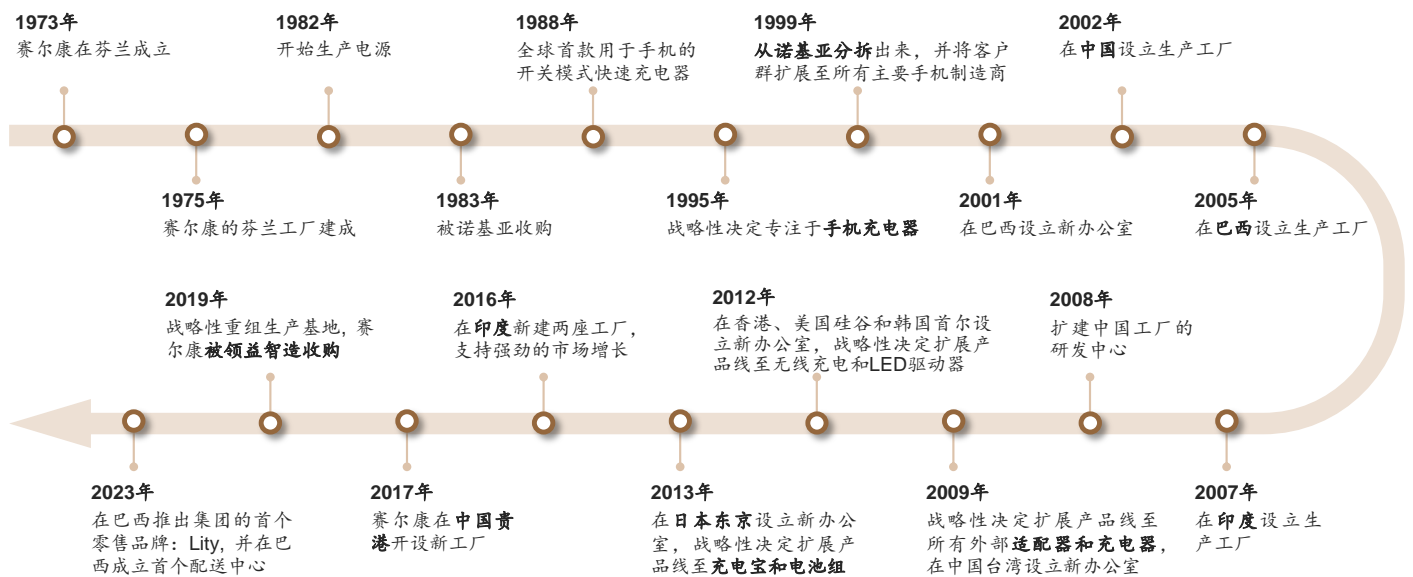
▶ 为全球XR领域头部客户提供软质功能件、注塑件、散热解决方案、充电器等核心零部件

资料来源：公司公众号，德邦研究所

### 4、ODM：充电器业务有望充分受益苹果等 AI 手机快充需求

收购芬兰老牌电源厂商赛尔康，扩展充电器 ODM 和精品组装业务。1973 年赛尔康于芬兰成立，此后于 1982 年开始从事电源生产业务，并于 1983 年被诺基亚收购。1988 年，赛尔康生产了全球首款手机开关模式快速充电器。1999 年，赛尔康从诺基亚分拆出来，并将客户群体拓展至所有主要手机品牌。2002 年赛尔康开始在中国开设工厂，此后又分别于 2005 年、2007 年分别在巴西和印度开设工厂，2017 年在中国贵港开设新工厂，于 2019 年被领益智造收购。

图 62：赛尔康 (Salcomp) 发展历程

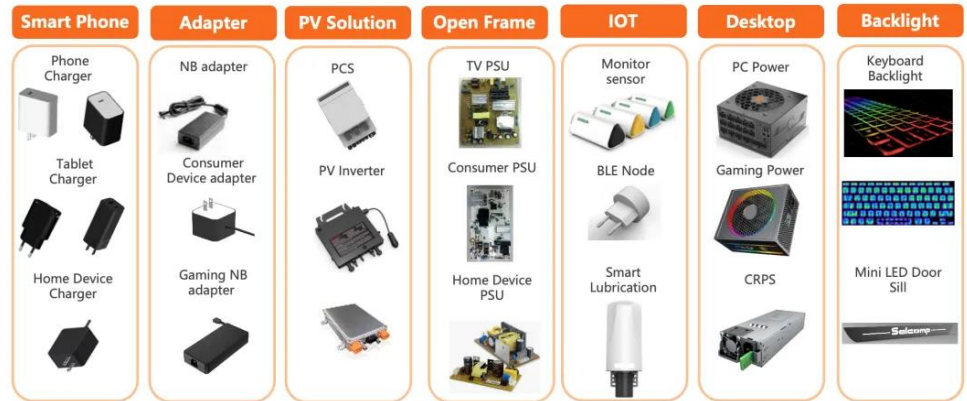


资料来源：赛尔康官网，德邦研究所

2019 年完成收购后，领益持续拓展赛尔康 ODM 产品组合，目前布局了智能手机、适配器、光伏解决方案、开放式框架模组、IOT 物联网、电脑终端、键盘

背光模组等及其细分垂直领域，涉及到电源供应器、个人电脑电源、手机充电器、消费类电源供应器、消费类设备适配器及家用设备充电器、电源等多项电子产品。

图 63：领益智造子公司赛尔康 ODM 产品布局



资料来源：公司公众号，德邦研究所

赛尔康作为苹果充电器供应商之一，有望充分受益 AI 手机带来的快充需求。作为一家拥有 50 余年历史的电源生产商，赛尔康客户覆盖过苹果、谷歌、华为、小米等多家消费电子品牌厂商。目前，赛尔康为苹果终端设备充电器的重要供应商之一，为苹果手机提供 20W 充电器、35W 双 USB-C 口小型充电器，同时也为苹果 Mac 电脑 70W 充电器提供代工。随着苹果开启 AI 终端时代，未来 iPhone 快充功率或将不断提升，原装手机充电器产品线的更新有望带动赛尔康收入规模和盈利能力持续改善。

图 64：赛尔康为苹果、华为、小米等品牌厂代工的部分充电器/电源适配器产品



资料来源：充电头网公众号、Apple 官网，德邦研究所整理

### 3. 新领域：新能源行业大有可为，打开长期增长空间

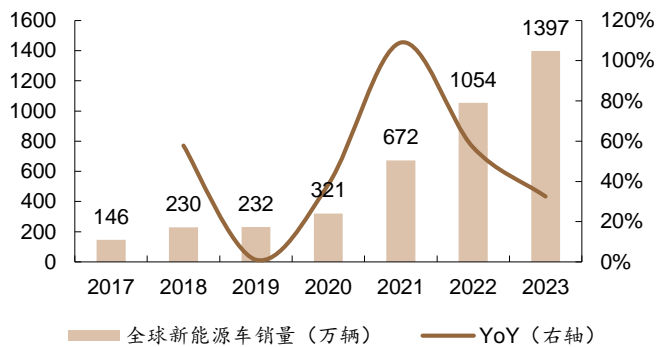
#### 3.1. 汽车领域：动力电池行业持续增长，结构件业务逐渐起量

全球新能源汽车销量高速增长，新能源渗透率持续提升。根据韩国市场研究



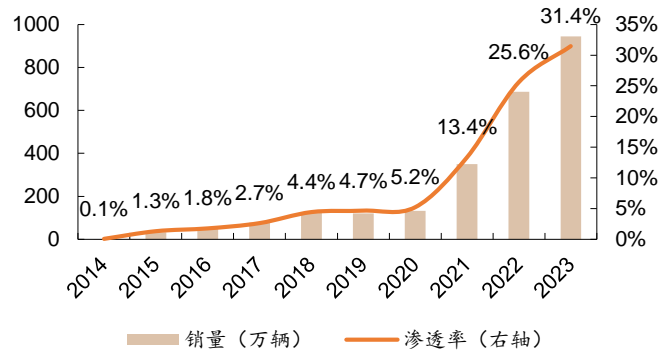
机构 SNE Research 数据, 2023 年全球新能源汽车销量增长 32.5%至 1397 万辆。国内市场上, 中汽协数据显示 2023 年我国新能源汽车销量达到 945 万辆, 渗透率提升至 31.4%, 2024 年 7 月中汽协公布的新能源汽车销量达到 99.1 万辆, 同比增长 27%, 占新车总销量的 43.8%, 新能源车渗透率仍然保持提升趋势。2023 至 2024 年, 我国相继发布了若干相关政策, 有望进一步稳定和促进新能源汽车消费。中汽协预计, 2024 年中国新能源汽车销量有望同比增长 20%至 1150 万辆。

图 65: 2017 至 2023 年全球新能源汽车销量及增速



资料来源: SNE Research, 德邦研究所

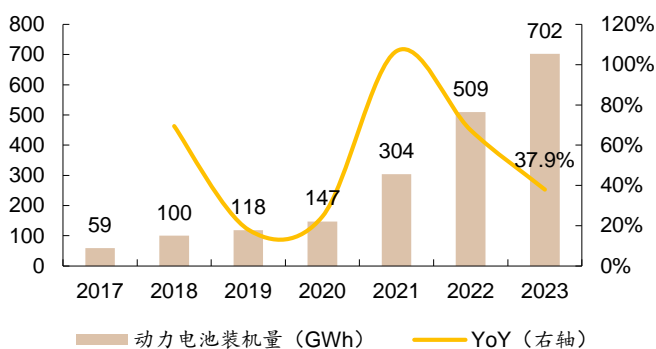
图 66: 2014 至 2023 年中国新能源车销量及渗透率



资料来源: 中汽协、Wind, 德邦研究所

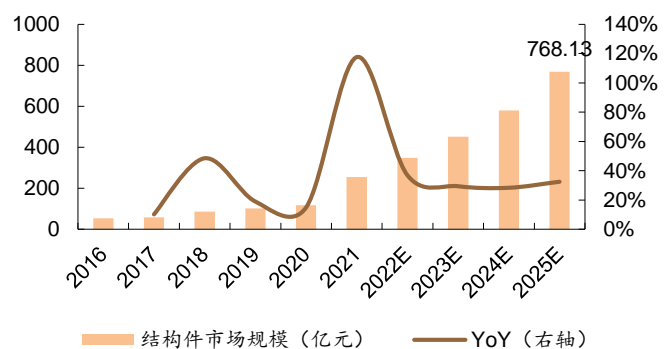
**动力电池需求装机量, 结构件市场规模稳步扩张。**新能源汽车产销量的持续提升有效的拉动动力电池的需求, 根据韩国市场研究机构 SNE Research 数据, 2023 年全球动力电池总装车量约为 702GWh, 同比增长 37.9%。动力电池主要由正极材料、负极材料、电解液、隔膜、结构件等部分组成, 其中结构件主要为铝/钢壳、盖板和连接片等, 对电池安全性能、防爆性能、密封性能有着非常重要的作用。作为动力电池的重要组成部分, 动力电池结构件的市场规模逐年扩大。根据新能源市场研究机构 EV Tank 数据, 2025 年全球动力电池结构件市场规模将达到 768.13 亿元。

图 67: 2017 至 2023 全球新能源汽车动力电池装机量及增速



资料来源: SNE Research, 德邦研究所

图 68: 2016 至 2025E 全球动力电池结构件市场规模及预测



资料来源: EVTank 公众号, 德邦研究所

**领益 2021 年切入新能源赛道, 已成为多家新能源大客户重要供应商。**公司凭借领先的精密制造、研发设计和商务拓展能力, 在动力电池结构件细分领域中迅速崛起, 以高标准产品成为北美新能源大客户的重要供应商。2023 年 8 月公司子公司与德国某整车厂商旗下动力电池子公司签订了《提名协议》, 为其供应动力电池盖板、模切件以及相关注塑、冲压件等产品, 协议的顺利履行预计将累计增加公司 2025 年至 2029 年收入约人民币 22 亿元。

图 69: 领益智造汽车业务发展里程碑



资料来源: 公司 2023 年报, 德邦研究所

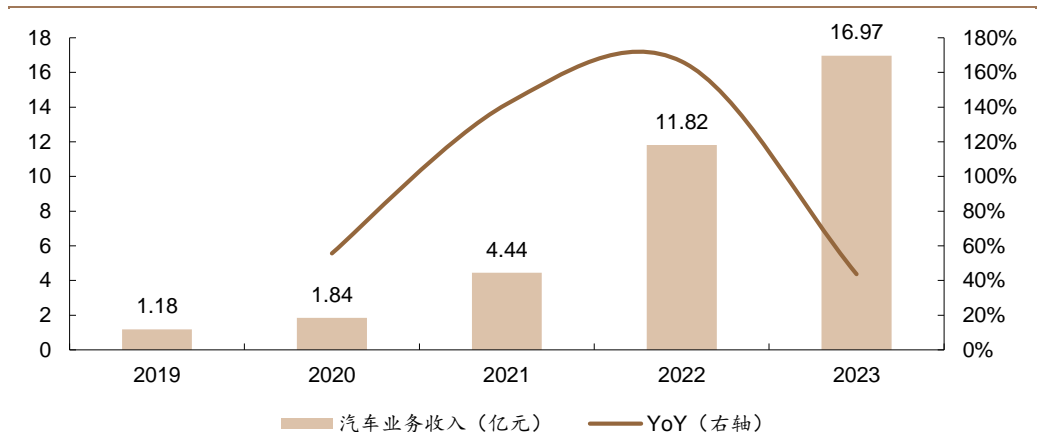
围绕汽车动力电池精密结构件不断拓展, 2023 年汽车收入增速超过 40%。公司目前已布局动力电池电芯铝壳、盖板、转接片等电池结构件产品及柔性软连接、注塑件等其他汽车相关精密结构件, 在精密制造、研发设计能力等方面具备竞争优势。此外, 公司也在积极拓展汽车其他相关产品线, 如汽车散热模组、充电产品和车载充电机等。2023 年公司汽车业务实现收入约 16.97 亿元, 同比增长 43.6%, 2019 至 2023 年复合增速达到 94.8%。未来, 新能源汽车销量有望持续提升, 公司有望凭借在汽车领域产品类型的拓展和精密结构件领域制造优势, 维持收入快速增长趋势。

图 70: 领益智造汽车业务精密功能件/结构件产品

产品名称	示意图	说明	技术亮点
电池铜/铝转接片		新能源汽车电池铜/铝转接片, 用于连接电池顶盖极柱及电池内部电芯极耳, 形成电流导通	实现全自动化一线流无人化生产、突破无油冲压技术, 减少生产工序; 开发双料带供料技术, 生产效率翻倍、突破模具关键技术, 凸包质量稳定性行业领先
动力电池顶盖		新能源汽车电池顶盖是电池上面顶端的一个零部件, 是电池重要的组成部分, 起到导电端子及密封的作用, 并能够保护电池使用的安全性, 具有防过压, 防爆, 防过流的特点	实现全自动化一线流无人化生产、领益专利结构, 实现简单的结构设计避免细微的铝金属丝产生、视觉检测技术应用
动力电池铝壳		新能源汽车电池壳起到电池内部电化学系统固定和全密封作用, 主要使用的是拉伸工艺	实现全自动化一线流生产, 品质稳定, 效率行业领先、通过仿真和设计的不断修正, 快速换代, 铝卷母卷落片及收料自动化

资料来源: 公司 2023 年报, 德邦研究所

图 71: 领益智造 2019 至 2023 年汽车业务收入及增速

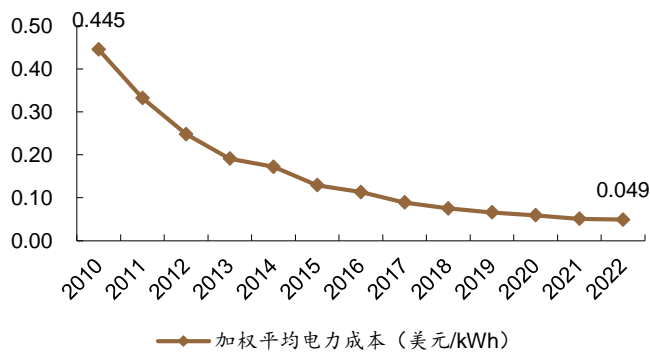


资料来源: 公司投关记录等公告、Wind, 德邦研究所; 2019 年收入数据为根据公司投关记录中披露的 2019-2021 该业务复合增速推算得出, 其余来自公司年报

### 3.2. 光伏储能：深耕微型逆变器代工，服务美国大客户

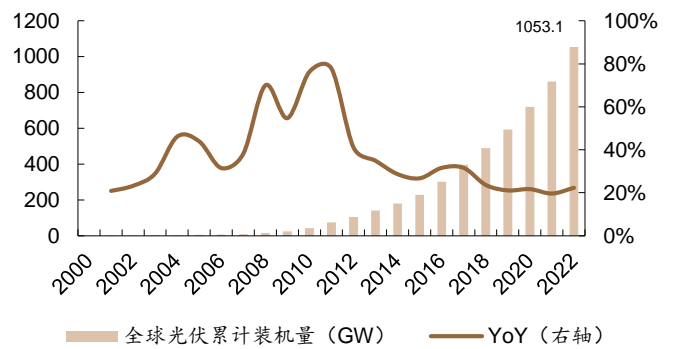
光伏行业空间广阔，成本降低推动新增装机容量持续增长。随着全球各国对可再生能源发展的大力支持，光伏行业得到了快速发展，全球多个国家已将光伏发电作为中长期能源发展战略和规划的主要任务。与此同时，随着光伏电池技术进步和行业规模扩张，光伏平均发电成本呈现持续下降趋势，进一步增强了光伏较其他可再生能源的竞争力。IRENA 数据显示，全球光伏平均发电成本已经从 2010 年的 0.445 美元/kWh 降至 2022 年的 0.049 美元/kWh。CPIA 预测，2024 年全球光伏新增装机容量预计为 390GW 至 430GW，未来有望持续增长，2030 年全球光伏每年新增装机容量有望提升至 512-587GW，中国光伏市场新增装机容量将提升至 252-317GW。

图 72：2010 至 2022 年全球光伏平均发电成本持续下降



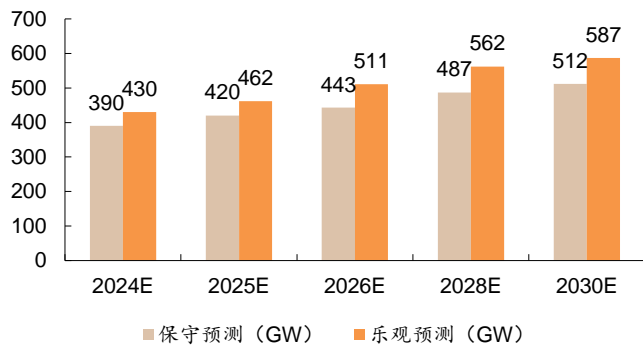
资料来源：IRENA，德邦研究所

图 73：2000 至 2022 年全球光伏累计装机容量及增速



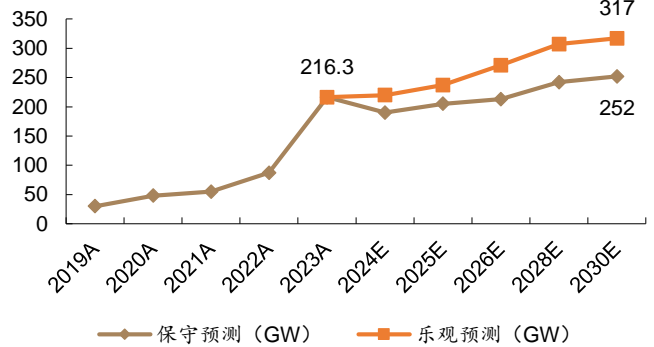
资料来源：IRENA、Our World in Data，德邦研究所

图 74：2024 至 2030 年全球市场光伏新增装机容量预测



资料来源：CPIA，德邦研究所；注：数据预测发布日期为 2024 年 7 月

图 75：2019 至 2030 年中国光伏新增装机容量及预测

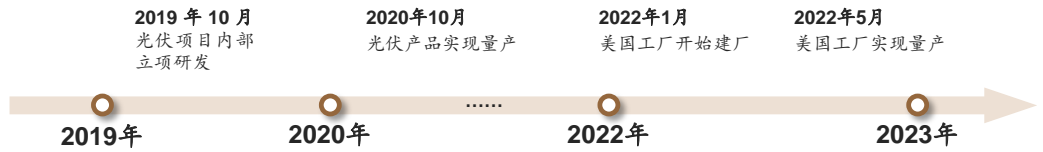


资料来源：CPIA，德邦研究所；注：数据预测发布日期为 2024 年 7 月

以赛尔康 ODM 能力为基础，拓展光伏储能微型逆变器代工。微型逆变器适用于小功率太阳能电池，主要作用是将太阳能电池发电转换成交流电。根据市场调研机构 Mordor Intelligence 报告显示，2024 年微型逆变器市场规模预计为 31.5 亿美元，预计到 2029 年将达到 77.4 亿美元，在预测期内（2024-2029 年）复合年增长率为 19.70%。领益从 2019 年涉足光伏领域，开始内部研发，2020 年实现光伏产品的量产，2022 年开始在美国建厂以更好地服务好美国大客户。目前，公司在光伏储能领域主要产品为微型逆变器、户外储能电源等，旗下赛尔康 (Salcomp) 为包括 Enphase、固德威在内的微逆/储能厂商提供 ODM 整机代工

服务。截至 2024 年 1 月，公司已取得阿特斯认证，光伏逆变器产品正在进行认证。

图 76：领益智造光伏业务发展里程碑



资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

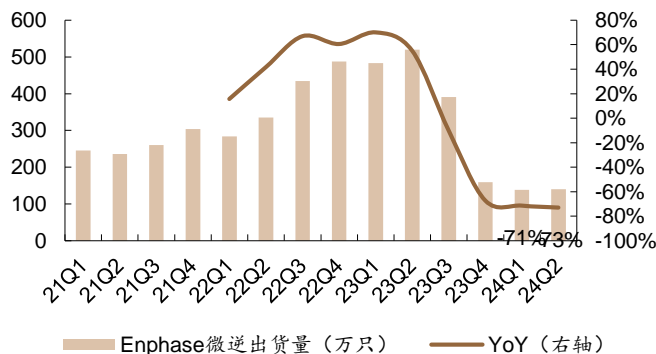
图 77：领益智造光伏业务代表产品

产品名称	示意图	说明	技术亮点
700W 微型 光伏逆变器		全数字控制，能按规格需求灵活快速调整设计满足交期，相较组串式，微型光伏逆变器输入小于60V，dc满足欧洲安全要求，更为安全	数字化设计及数字控制技术；电力线路通讯技术。两级架构，后续往高功率发展更具弹性；IP67防水设计采用压铸模+铝冲压上盖，以灌密封胶注入壳内达成防水功能
便携式户外 储能电源		便携式户外储能电源是当下储能产品的一个热门分支，它由BMS电池组、PCS（双向变流器）、光伏发电模组和智能主控板组成	实现超快充电技术；双向变流器可极大的提升产品的便捷性和竞争力；明显提高产品功率密度；自主设计的结构组件成本可控

资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

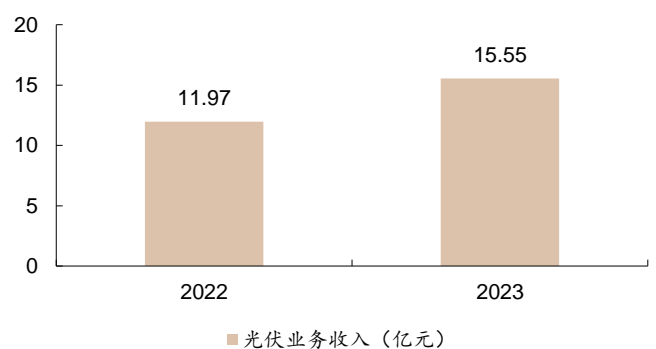
2023 年公司光伏业务收入超过 15 亿元，微逆代工业务规模有望持续扩大。根据市场调研机构 Mordor Intelligence 报告显示，2024 年微型逆变器市场规模预计为 31.5 亿美元，预计到 2029 年将达到 77.4 亿美元，2024-2029 年复合年增长率约为 19.70%。Enphase 是公司主要客户之一，也是全球微逆行业头部品牌厂商。2023 年 Q2 开始，由于美国经济增长放缓、渠道库存增加等因素，Enphase 开始主动减少出货量以降低渠道库存。尽管如此，2023 年领益光伏业务仍然实现 15.55 亿元收入，同比增长约 30%。未来随着 Enphase 等微逆厂商进入补库存阶段，以及光伏行业回暖，赛尔康的清洁能源精品组装业务有望打开公司长期增长天花板。

图 78：Enphase 微型逆变器出货量及增速



资料来源：Enphase supplemental operating performance information 等公告，德邦研究所

图 79：领益智造光伏业务收入规模及增速



资料来源：公司公告、公司公众号、Wind，德邦研究所



### 3.3. 以精密制造技术为根基，拓展通讯设备和机器人零部件业务

公司凭借精密功能件及结构件业务上的长期技术与经验积累，将制造能力拓展至新型通信领域，向客户提供通信设备所需的核心零部件、结构件产品，目前已覆盖基站滤波器、双工器、主干网回传双工器、可调双工器、极化正交转换器（OMT）、室外合分路单元（OCU）等 5G 基站器件、组件及子系统。

图 80：领益智造通讯业务发展里程碑



资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

图 81：领益智造通讯业务主要产品

产品名称	示意图	说明	技术亮点
射频腔体滤波器		应用于RRU中，一端连接收发信模块，一端连接天线，主要的作用是过滤杂散信号	局部采用介质三模结构，提高Q值、改善插损、一系列改善互调水平的结构规范应用，使得互调直调率稳定在85%以上、计算机辅助调试和自动调试技术全线应用，降低人力成本30%
微波定频双工		微波定频双工内置在ODU里，集成了低通和隔离器，用于过滤杂散信号	环回采用双窗口结构，提高了环回波动的平坦度、殷钢版本采用粉末冶金工艺制作腔体，降低了50%的成本，长期静置变形量<0.2mm
多频OMT组件		传统OMT应用的一种变形，原理是在宽频OMT的极化端口分别级联一个双工或多工器组件，实现在同一极化端口不同的频率分离	OMT和多工器宽带设计，组合适配多频段ODU和宽带通信天线、通过仿真和设计的不断修正，快速迭代，OMT做到免调试，缩短其他频段产品开发周期
OCUG-室外微波合分路单元		是分体式长距干线微波系统的重要天馈部件，主要原理是利用环形器的单向传输特性和滤波器带外反射特性完成不同波道信号的合路、分路、隔离和滤波	低通滤波器和环形器组件集成化设计，减小了物料种类、提高了互调稳定性、关键芯体采用半固态压铸，6G-11G三个频段共模设计、接触面扼流槽设计，通过减小电流密度强的区域接触，改善互调水平
微波可调谐双工器		一种可远程控制马达带动介质移动片进行自适应调谐的模组结构，该技术可替代十几种传统定频双工，种类少、节约维护成本和仓储成本，是内置双工未来的发展趋势	采用了低介电常数的介质材料作为调节移动片，使得温漂由业界的50MHz减小到25MHz；通过控制合理的开缝位置和大小，减小了电磁波辐射能量对插损的影响

资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

公司旗下全资子公司领鹏智能（深圳市领鹏智能科技有限公司）拥有自主知识产权机器人系列产品、掌握精密数控设备和先进制造领域核心技术。目前主要产品包括工业控制器、CSV 减速器等。领鹏智能控制器具有伺服驱动性能、运动规划算法等方面具有优势，同时软件支持功能、PLC 控制器等具备自主知识产权，可应用于 Scara、Delta，4 关节、6 关节、直角坐标等各型机器人的驱动控制。领鹏 CSV 减速器属于 RV 减速器的进化类型，在传统的摆线针轮减速器基础上进一步发展，具有结构紧凑、体积轻巧、小型高效等特点，在 Delta 机器人、Scara 机

器人、六轴机器人、无人机云台等领域具有关键应用体现。2023年，领鹏与汉森机器人签署谅解备忘录，双方将就人形机器人的设计优化升级、量产测试等方面展开合作。

图 82：领益智造工业控制与机器人领域主要产品

产品名称	示意图	说明	技术亮点
工业控制器一体化解决方案		智能工业控制器具备驱控一体高度集成，图形化编程，适用广可驱控各型工业机器人，且具备较强扩展性，在Scara、Delta、六轴工业机器人及高端数控机床领域有广泛应用	智能控制器具有卓越的伺服驱动性能，具备全闭环精密定位，超低轴间指令同步时间，灵活的运动规划算法，提供电子齿轮、电子凸轮、多轴线性插补、运动缓存IO输出功能。集成自主知识产权的PLC控制器，实现大型复杂逻辑控制、伺服/步进电机控制，满足非标自动化、机器人、数控机床等应用；基于TCP/IP的设备间通讯软硬件接口，可轻易实现设备间组网，实现复杂系统分解功能区分组分布控制。集成六轴电机的驱控一体解决方案，电控箱综合体积缩小至约1/10以下。系统上具备自主知识产权的软件支持功能，基于开源Linux系统深度优化，提供包括伺服调试模块、PLC模块、运动控制模块、总线设备扩展模块等软件控制功能
CSV 减速器		CSV减速器属于RV减速器的进化类型，在传统的摆线针轮减速器基础上进一步发展，具有结构紧凑、高刚性、高精度、低噪音、速比范围大、体积轻巧、小型高效等特点，在Delta机器人、Scara机器人、六轴机器人等领域具有关键应用体现	体积小：体积可以做到手指一般大小高刚性：针与摆线齿轮全部啮合，故具有高刚性；速比范围大：动比大，其范围10-1000，优选的速比是30-150之间的偶数；高精度：输入端单轴与摆线齿轮之间采用了含内外圈的高精度球轴承，精度达到1弧分以内；高效率：单级摆线针轮传动，效率明显高于同类产品；低噪音：噪音在70db以下

资料来源：公司 2023 年报，德邦研究所

## 4. 盈利预测与估值评级

### 4.1. 关键建设与盈利预测

#### 一、分业务收入与毛利率预测

领益智造目前主要业务分为消费电子、汽车业务、光伏储能业务三个板块，其中消费电子是公司传统主业，是主要收入与利润来源，以汽车动力电池精密结构件和光伏储能逆变器为代表的新能源业务则是公司第二成长曲线，为中长期发展打开天花板。我们预计，2024 / 2025 / 2026 年公司整体收入预计实现 409.95 亿元/500.86 亿元/582.10 亿元，整体毛利率预计为 17.0%/18.2%/19.1%。各板块业务关键建设、收入与毛利率预测如下。

**1、消费电子：**预计公司消费电子板块 2024 / 2025 / 2026 年收入为 373.80 亿元/456.27 亿元/526.84 亿元，整体毛利率为 18.2%/19.2%/19.8%。

**1) 精密功能件、结构件和模组：**该部分业务主要为苹果、华为、小米等消费电子客户的手机、平板、PC、XR、可穿戴等产品中的精密功能件、结构件。我们认为，随着生成式 AI (GenAI) 从云端走向设备端，AI 手机、AI PC 和可穿戴设备将迎来新一轮创新周期，终端设备销量有望在总量弱复苏基础上实现结构性成长，智能手机作为主要品类将率先受益 GenAI。公司作为苹果核心供应商之一和安卓客户重要供应商，将充分受益 AI 手机带来的零部件量价齐升机遇。我们认为，2024 至 2026 年，预计随着公司在大客户核心供应商地位稳固、AI 手机单机零部件价值量提升和新机型的推出等因素，公司在下游客户的料号供应种类、份额有望持续提升，从而带动收入增长。毛利率方面，模组类业务毛利率较低，预计将降低该板块业务毛利率中枢。我们认为 2024 上半年大客户智能手机销量同比下滑、

降价促销等因素也进一步加剧了上游零部件供应商竞争压力，公司该板块业务毛利率或将有所下滑，25至26年有望逐渐修复。综上，预计2024/2025/2026年精密功能件/结构件和模组类业务收入为298.88亿元/363.14亿元/415.79亿元，毛利率为21.9%/22.6%/23.1%。

**2) 充电器业务：**目前苹果手机充电器功率主要为20-35W，随着苹果开启AI iPhone时代，手机耗电速度增加或将迫使苹果升级电池容量和快充功率。公司旗下赛尔康作为苹果充电器主要供应商之一，有望充分受益原装充电头更新换代周期，预计2024/2025/2026年公司充电器业务收入67.61亿元/85.53亿元/103.06亿元，毛利率为3.0%/5.5%/7.1%。

**3) 材料类业务：**该部分业务产品主要为磁性材料、电磁屏蔽材料、导热类材料、微波介质陶瓷材料、陶瓷纤维材料等，预计未来3年保持较为稳定，2024至2026年收入预计为7.30亿元/7.59亿元/7.97亿元，毛利率预计为8.0%/9.5%/11.0%。

表6：领益智造2024至2026年分业务收入及毛利率预测

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	239.16	281.43	303.84	344.85	341.24	409.95	500.86	582.10
营业收入 YoY	6.3%	17.7%	8.0%	13.5%	-1.1%	20.1%	22.2%	16.2%
营业成本 (亿元)	184.74	218.74	254.21	273.35	273.19	340.28	409.50	471.05
毛利润 (亿元)	54.42	62.69	49.63	71.50	68.05	69.66	91.36	111.05
毛利率	22.8%	22.3%	16.3%	20.7%	19.9%	17.0%	18.2%	19.1%
归母净利润 (亿元)	18.94	22.66	11.80	15.96	20.51	19.03	30.03	40.22
归母净利润 YoY	378.6%	19.6%	-47.9%	35.3%	28.5%	-7.2%	57.8%	33.9%
归母净利率	7.9%	8.1%	3.9%	4.6%	6.0%	4.6%	6.0%	6.9%
<b>1、消费电子</b>								
营业收入 (亿元)	233.27	278.10	290.27	316.97	305.73	373.80	456.27	526.84
营业收入 YoY		19.2%	4.4%	9.2%	-3.5%	22.3%	22.1%	15.5%
毛利率	22.3%	21.8%	16.5%	21.6%	21.6%	18.2%	19.2%	19.8%
<b>1.1、精密功能件、结构件及模组</b>								
营业收入 (亿元)	169.32	216.95	221.68	241.13	231.69	298.88	363.14	415.79
营业收入 YoY		28.1%	2.2%	8.8%	-3.9%	29.0%	21.5%	14.5%
毛利率	26.2%	25.5%	19.8%	26.0%	26.8%	21.9%	22.6%	23.1%
<b>1.2、充电器</b>								
营业收入 (亿元)	15.57	38.97	56.05	65.44	66.94	67.61	85.53	103.06
营业收入 YoY		150.3%	43.8%	16.8%	2.3%	1.0%	26.5%	20.5%
毛利率	11.1%	5.7%	5.0%	7.9%	4.6%	3.0%	5.5%	7.1%
<b>1.3、材料</b>								
营业收入 (亿元)	8.46	11.16	12.54	10.39	7.09	7.30	7.59	7.97
营业收入 YoY		31.9%	12.4%	-17.1%	-31.8%	3.0%	4.0%	5.0%
毛利率	8.1%	13.3%	9.9%	5.7%	12.5%	8.0%	9.5%	11.0%
<b>1.4、消费电子其他业务收入 (亿元)</b>								
	39.92	11.02	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
<b>2、汽车业务</b>								
营业收入 (亿元)	1.18	1.84	4.44	11.82	16.97	17.82	21.74	26.52
营业收入 YoY		55.5%	141.7%	166.2%	43.6%	5.0%	22.0%	22.0%
毛利率			2.2%	3.5%	5.2%	3.0%	8.0%	12.0%
<b>3、光伏储能业务</b>								
营业收入 (亿元)				11.97	15.55	15.39	20.01	26.02
营业收入 YoY					29.9%	-1.0%	30.0%	30.0%
毛利率						5.0%	9.5%	13.0%
<b>4、其他业务</b>								
营业收入 (亿元)	4.71	1.49	9.13	4.09	2.99	2.93	2.84	2.73
毛利率		139.3%	16.4%	25.3%	-21.6%	10.0%	8.0%	9.0%

资料来源：公司公众号、公司公告、Wind，德邦研究所预测

**2、汽车业务：**2021 年公司收购浙江锦泰切入新能源赛道，已成为北美新能源大客户重要供应商。2023 年 8 月公司子公司与德国某整车厂商旗下动力电池子公司签订了《提名协议》，为其供应动力电池盖板、模切件以及相关注塑、冲压件等产品，协议的顺利履行预计将累计增加公司 2025 年至 2029 年收入约人民币 22 亿元。2024 至 2026 年，我们认为公司汽车业务规模有望持续增长，规模效应也将逐步改善汽车产品盈利能力，预计将实现收入 17.82 亿元/21.74 亿元/26.52 亿元，毛利率预计为 3.0% / 8.0% / 12.0%。

**3、光伏储能：**公司主要为 Enphase 等客户提供微型逆变器代工，2023 年 Q2 之后，由于美国经济增长放缓、渠道库存增加等因素，Enphase 开始主动减少出货量以降低渠道库存，对公司该板块业务造成了一定程度的影响。我们认为，未来随着 Enphase 进入补库存阶段以及公司持续拓展固德威、阿特斯等新客户，光伏储能逆变器业务规模有望持续扩大，盈利能力也将随之改善。我们预计 2024 至 2026 年汽车业务将实现收入 15.39 亿元/20.01 亿元/26.02 亿元，毛利率预计为 5.0% / 9.5% / 13.0%。

## 二、期间费用率预测

管理费用和销售费用方面，公司过往费用率整体上较为稳定。2022 年度管理费用率 4.2%，较 2021、2023 年略高，主要系结构件业务深圳厂区搬迁导致部分设备、装修费等待摊费用一次性计入折旧摊销等因素所致。预计 2024 / 2025 / 2026 年管理费用率为 4.20% / 4.18% / 4.16%，销售费用率为 0.93% / 0.93% / 0.94%。研发费用方面，预计 2024 至 2026 年分别为 5.66% / 5.68% / 5.54%。

**三、综合以上对公司分业务收入、毛利率和期间费用率分析预测，我们预计公司 2024 / 2025 / 2026 年归母净利润为 19.03 亿元/30.03 亿元/40.22 亿元。**

## 4.2. 估值评级与投资建议

估值方面，我们采用相对估值法，针对公司不同业务分别选取相应的可比公司作为参考。1) **精密结构件/功能件和模组业务**，选取立讯精密、歌尔股份、蓝思科技、长盈精密、恒铭达和安洁科技作为可比公司，按照 Wind 一致预期和 8 月 22 日收盘价计算，以上可比公司 2024 至 2026 年平均 PE 分别为 21.26、16.34、13.14。2) **充电器 ODM 业务**，选取奥海科技、安克创新作为可比公司，2024 至 2026 年平均 PE 分别为 13.19、10.65、9.11。3) **汽车动力电池精密结构件业务**，选取科达利、长盈精密、震裕科技作为可比公司，2024 至 2026 年平均 PE 分别为 15.52、12.26、9.66。4) **光储微逆代工业务**，选取禾迈股份、昱能科技作为可比公司，2024 至 2026 年平均 PE 分别为 21.45、16.03、12.41。

我们预计公司 2024 / 2025 / 2026 年收入分别为 409.95 亿元/500.86 亿元 / 582.10 亿元，归母净利润分别为 19.03 亿元/30.03 亿元/40.22 亿元，按照 8 月 22 日收盘价 7.08 元计算，对应 2024 至 2026 年 PE 分别为 26.07 倍/16.52 倍 / 12.34 倍。参考以上分部可比公司平均 PE 水平，我们认为公司作为全球精密制造龙头企业，2025 年 16.52 倍 PE 仍有较大提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。



表 7: 领益智造各部分业务可比公司估值水平

公司名称	证券代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			P/E (X)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
<b>精密功能件、结构件及模组业务(均值)</b>							<b>21.26</b>	<b>16.34</b>	<b>13.14</b>
立讯精密	002475.SZ	37.80	2722.9	1.91	2.39	2.89	19.83	15.81	13.09
歌尔股份	002241.SZ	20.38	696.4	0.74	1.02	1.26	27.57	19.95	16.19
蓝思科技	300433.SZ	17.21	857.6	0.79	1.01	1.21	21.87	17.06	14.17
长盈精密	300115.SZ	10.63	143.7	0.54	0.64	0.79	19.80	16.73	13.50
恒铭达	002947.SZ	31.33	80.3	1.82	2.92	3.58	17.20	10.74	8.75
安洁科技	002635.SZ	12.71	83.8	0.60	0.72		21.31	17.77	
<b>充电器 ODM 业务(均值)</b>							<b>13.19</b>	<b>10.65</b>	<b>9.11</b>
奥海科技	002993.SZ	24.62	68.0	2.22	2.93	3.44	11.08	8.41	7.16
安克创新	300866.SZ	55.06	292.6	3.60	4.27	4.98	15.29	12.89	11.05
<b>汽车动力电池结构件业务(均值)</b>							<b>15.52</b>	<b>12.26</b>	<b>9.66</b>
科达利	002850.SZ	70.14	189.9	5.19	6.30	7.54	13.53	11.13	9.31
长盈精密	300115.SZ	10.63	143.7	0.54	0.64	0.79	19.80	16.73	13.50
震裕科技	300953.SZ	47.70	49.0	3.60	5.34	7.72	13.23	8.93	6.18
<b>光储微逆代工业务(均值)</b>							<b>21.45</b>	<b>16.03</b>	<b>12.41</b>
禾迈股份	688032.SH	129.35	160.1	5.36	7.18	9.42	24.14	18.03	13.73
昱能科技	688348.SH	39.98	62.5	2.13	2.85	3.61	18.76	14.03	11.09

资料来源: 公司公告、iFind、Wind, 德邦研究所; 注: 预测数据来自 Wind 一致预期, 截至 2024-08-22

## 5. 风险因素

**1、下游需求不及预期风险:** 公司大部分产品及服务主要应用于消费电子产品。由于消费电子产品具有时尚性强、产品性能更新速度快、品牌众多等特点, 消费者对不同品牌不同产品的偏好变化速度快, 导致市场占有率结构变化周期短于其他传统行业。未来, 如果消费类电子行业的技术及产品性能出现重大革新, 市场格局发生重大变化, 公司在市场竞争中处于不利地位, 或者公司不能适应市场需求变化适当调整产品结构, 可能出现市场份额萎缩、产品价格和销售量下降的风险, 导致经营业绩下降。

**2、国际贸易政策不确定性带来的风险:** 近年来, 国际贸易摩擦有所加剧, 政策不确定性风险影响加大, 如事态进一步扩大, 全球市场都不可避免地受此系统性风险的影响。由于使用公司产品的部分终端产品最终会出口或销售到国内外品牌客户, 上述风险可能会影响市场对消费电子产品的需求或价格, 进而影响公司产品价格, 也可能导致消费电子产业链供应商地域分布发生变化, 终端品牌客户可能加大对境外供应商的采购份额, 对发行人生产经营将产生一定影响。

**3、市场竞争加剧风险:** 公司目前是全球领先的智能制造平台, 致力于实现在全球范围内为客户提供一站式智能制造服务及解决方案, 产品和服务广泛应用于消费电子、新能源汽车、清洁能源、通讯、物联网及医疗领域, 市场空间广阔, 但同时也面临着激烈的行业竞争。近年来国内也有部分企业快速成长, 未来随着各企业的投资布局完成, 竞争程度将进一步提升, 产品价格下降压力较大, 公司后续发展将面临更大的市场竞争风险。

**4、原材料价格波动的风险:** 公司采购的原材料主要包括不锈钢、铜、铝、铜箔及其他金属材料以及各种型号的胶带、塑胶、泡棉、包材、保护膜及电子元器件

等。如果未来因经济周期的波动、市场供需不平衡、客户指定的供应商产能不足、地缘政治等导致原材料价格大幅波动，将对公司的原材料采购产生较大影响，从而对公司的盈利能力产生一定不利影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.27	0.43	0.57
每股净资产	2.60	2.79	3.14	3.62
每股经营现金流	0.76	0.43	0.54	0.71
每股股利	0.06	0.07	0.08	0.09
价值评估(倍)				
P/E	23.31	26.07	16.52	12.34
P/B	2.60	2.53	2.26	1.95
P/S	0.36	0.30	0.25	0.21
EV/EBITDA	9.75	12.86	9.49	7.28
股息率%	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.9%	17.0%	18.2%	19.1%
净利润率	6.0%	4.6%	6.0%	6.9%
净资产收益率	11.2%	9.7%	13.6%	15.8%
资产回报率	5.5%	4.7%	6.9%	8.4%
投资回报率	9.7%	7.4%	10.8%	13.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-1.0%	20.1%	22.2%	16.2%
EBIT 增长率	7.9%	-25.6%	53.9%	33.9%
净利润增长率	28.5%	-7.2%	57.8%	33.9%
偿债能力指标				
资产负债率	50.8%	51.0%	49.6%	46.8%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	94.3	85.3	85.1	87.3
存货周转天数	71.3	65.6	64.6	65.4
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.3
固定资产周转率	3.4	3.9	4.7	5.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,051	1,903	3,003	4,022
少数股东损益	-4	-2	-6	-6
非现金支出	2,715	2,258	2,293	2,465
非经营收益	583	152	51	-5
营运资金变动	-50	-1,270	-1,552	-1,466
经营活动现金流	5,295	3,042	3,788	5,010
资产	-2,201	-1,947	-1,996	-1,967
投资	12	-110	14	-67
其他	95	126	272	254
投资活动现金流	-2,094	-1,930	-1,710	-1,779
债权募资	-743	-245	-1,211	-1,219
股权募资	20	-52	0	0
其他	-2,194	-755	-793	-866
融资活动现金流	-2,917	-1,052	-2,004	-2,085
现金净流量	380	75	73	1,146

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 22 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	34,124	40,995	50,086	58,210
营业成本	27,319	34,028	40,950	47,105
毛利率%	19.9%	17.0%	18.2%	19.1%
营业税金及附加	204	205	285	323
营业税金率%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
营业费用	332	381	464	549
营业费用率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	1,402	1,722	2,094	2,423
管理费用率%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	1,808	2,319	2,843	3,227
研发费用率%	5.3%	5.7%	5.7%	5.5%
EBIT	3,151	2,344	3,608	4,832
财务费用	212	146	124	83
财务费用率%	0.6%	0.4%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-707	-403	-348	-378
投资收益	102	132	196	196
营业利润	2,553	2,227	3,522	4,781
营业外收支	-31	-28	-38	-33
利润总额	2,521	2,199	3,484	4,749
EBITDA	5,386	4,231	5,598	6,975
所得税	474	297	488	733
有效所得税率%	18.8%	13.5%	14.0%	15.4%
少数股东损益	-4	-2	-6	-6
归属母公司所有者净利润	2,051	1,903	3,003	4,022

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,018	3,093	3,166	4,312
应收账款及应收票据	8,896	10,806	13,205	15,404
存货	5,727	6,670	8,016	9,111
其它流动资产	1,516	1,661	1,825	1,923
流动资产合计	19,157	22,230	26,212	30,750
长期股权投资	525	509	449	404
固定资产	10,420	10,561	10,611	10,503
在建工程	1,051	1,027	1,035	1,032
无形资产	1,099	1,080	1,029	989
非流动资产合计	18,031	17,861	17,528	17,097
资产总计	37,188	40,091	43,741	47,847
短期借款	1,487	1,843	1,189	871
应付票据及应付账款	8,027	9,553	11,675	13,362
预收账款	0	1	1	1
其它流动负债	3,723	3,700	4,019	4,274
流动负债合计	13,237	15,097	16,884	18,508
长期借款	3,986	3,751	3,284	2,463
其它长期负债	1,653	1,607	1,516	1,436
非流动负债合计	5,640	5,358	4,801	3,899
负债总计	18,877	20,455	21,685	22,408
实收资本	1,756	1,756	1,756	1,756
普通股股东权益	18,251	19,576	22,003	25,393
少数股东权益	61	59	53	47
负债和所有者权益合计	37,188	40,091	43,741	47,847

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈蓉芳，电子组长，南开大学本科，香港中文大学硕士，电子板块全覆盖，对于汽车电子、消费电子等板块跟踪紧密，个股动态反馈迅速，推票脉络清晰。曾任职于民生证券、国金证券，2022年5月加入德邦证券。

张威震，电子研究员，清华大学核工程与核技术学士，中国原子能科学研究院核能科学与工程硕士。曾任职于欧菲光证券部、安永战略咨询部门，4年行业研究经验，2022年10月加入德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。