

季度营收创新高，利润拐点已现

核心观点

- 季度营收创新高，利润拐点已现。**公司前三季度取得营收 315 亿元，同比增长 28%，归母净利润 14.1 亿元，同比下滑 25%。其中 Q3 单季度取得营收 124 亿元，同比增长 32%，环比增长 33%，季度营收创历史新高；单季度归母净利润同比增长 15%至 7.1 亿元，环比大幅改善；扣非归母净利润 6.1 亿元，同比微增，环比同样大幅改善。营收端北美大客户备货旺季及新业务的带动下持续显著增长。利润端，在汇率波动财务费用上升（Q3 单季度财务费用 2.1 亿元，同比增长 74%）、资产减值计提同比上升等情况下，公司三季度利润仍呈现明显改善，利润拐点已至。毛利率也伴随北美大客户进入新品周期量价向好而改善，Q3 毛利率 17.2%，环比提升 2.2pct。
- 全面布局消费电子散热功能件，受益 AI 终端散热升级趋势。**随着 AI 的持续渗透，各类 AI 终端功能日益复杂、性能和集成度不断提高，发热量也随之增加。在高端智能手机中，以石墨膜等散热材料和 VC 均热板为主的散热设计系统逐渐成为主流趋势。公司为客户提供包括石墨散热片、VC 均热板、中板、中框等多种复合结构散热产品组合。VC 均热板方面，公司可以为客户提供铜、不锈钢、纯钛等不同材质的 VC 均热板散热方案，公司各类超薄 VC 均热板及散热解决方案被多款中高端手机机型搭载并实现量产出货。
- 卡位 AI 智能终端硬件创新核心环节，消费电子长期成长空间足。**长期看，公司是北美大客户主要精密功能件供应商之一，深度参与北美大客户机型硬件功能创新，单机价值量&料号数量持续提升，未来伴随北美客户 AI 边缘端大模型应用趋势，其手机在散热、电池、快充、材料等领域均有望迎来创新升级，从而显著拉动公司单机价值量。同时公司已具备提供“一站式”智能制造服务及解决方案的能力，业务已纵深拓展至充电模组、笔记本键盘模组等范畴。按终端品类划分，当前公司手机产品营收占比约 60%，按客户结构划分，公司北美客户营收占比约 60%，北美客户业务营收占比高且参与度广泛，有望深度受益其全品类创新周期开启。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.30/0.46/0.56 元，（原 24-26 年预测分别为 0.30/0.46/0.55 元，小幅上调营收预测，下调毛利率预测），根据可比公司 25 年 27 倍 PE 估值水平，对应目标价为 12.42 元，维持给予买入评级。

风险提示

- 北美大客户出货量不及预期风险；新业务整合与拓展不及预期风险；汇兑损失风险；资产减值风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	34,485	34,124	41,287	50,973	58,945
同比增长(%)	13.5%	-1.0%	21.0%	23.5%	15.6%
营业利润(百万元)	2,054	2,553	2,601	4,008	4,902
同比增长(%)	89.5%	24.3%	1.9%	54.1%	22.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,596	2,051	2,083	3,226	3,952
同比增长(%)	35.2%	28.5%	1.6%	54.9%	22.5%
每股收益(元)	0.23	0.29	0.30	0.46	0.56
毛利率(%)	20.7%	19.9%	17.7%	18.5%	18.5%
净利率(%)	4.6%	6.0%	5.0%	6.3%	6.7%
净资产收益率(%)	9.7%	11.6%	10.7%	14.5%	15.3%
市盈率	40.1	31.2	30.7	19.9	16.2
市净率	3.7	3.5	3.1	2.7	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024 年 10 月 30 日）	9.14 元
目标价格	12.42 元
52 周最高价/最低价	9.53/4.23 元
总股本/流通 A 股（万股）	700,818/689,354
A 股市值（百万元）	64,055
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024 年 10 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.35	21.7	34.41	52.05
相对表现%	4.46	24.9	18.97	43.52
沪深 300%	-2.11	-3.2	15.44	8.53



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004

联系人

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

相关报告

业绩拐点将至，卡位 AI 终端精密功能件创 新升级	2024-08-31
一季度营收快速增长，深度受益 AI 赋能智 慧硬件	2024-05-12
23H1 业绩符合预期，二季度扣非环比高增	2023-08-27

盈利预测与投资建议

我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.30/0.46/0.56 元，（原 24-26 年预测分别为 0.30/0.46/0.55 元，小幅上调营收预测，下调毛利率预测），根据可比公司 25 年 27 倍 PE 估值水平，对应目标价为 12.42 元，维持给予买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
安洁科技	002635	15.76	0.47	0.59	0.72	0.87	33.80	26.65	21.75	18.10
福蓉科技	603327	15.53	0.37	0.46	0.59	0.72	41.58	33.46	26.19	21.64
飞荣达	300602	21.80	0.18	0.43	0.65	0.83	122.47	50.17	33.59	26.35
中石科技	300684	21.51	0.25	0.54	0.80	1.04	87.33	39.89	27.00	20.77
长盈精密	300115	17.92	0.06	0.56	0.64	0.80	282.65	31.89	27.84	22.36
	最大值						282.65	50.17	33.59	26.35
	最小值						33.80	26.65	21.75	18.10
	平均数						113.57	36.41	27.28	21.84
	调整后平均						83.79	35.08	27.01	21.59

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

北美大客户出货量不及预期风险；新业务整合与拓展不及预期风险；汇兑损失风险；资产减值风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,731	3,018	3,652	4,508	6,285
应收票据、账款及款项融资	9,440	9,135	11,052	13,646	15,780
预付账款	115	94	114	141	163
存货	5,101	5,727	7,119	8,711	10,076
其他	2,021	1,182	1,247	1,334	1,406
流动资产合计	19,407	19,157	23,184	28,340	33,710
长期股权投资	673	525	525	525	525
固定资产	9,818	10,420	10,671	10,980	11,298
在建工程	980	1,051	1,989	2,274	2,460
无形资产	1,212	1,099	989	879	769
其他	4,101	4,936	4,338	4,046	4,046
非流动资产合计	16,785	18,031	18,513	18,705	19,098
资产总计	36,192	37,188	41,697	47,045	52,808
短期借款	2,027	1,487	1,706	1,593	1,487
应付票据及应付账款	6,960	8,027	9,978	12,209	14,123
其他	4,252	3,723	3,726	3,730	3,733
流动负债合计	13,238	13,237	15,410	17,532	19,343
长期借款	3,825	3,986	3,986	3,986	3,986
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,871	1,653	1,653	1,653	1,653
非流动负债合计	5,697	5,640	5,640	5,640	5,640
负债合计	18,935	18,877	21,050	23,172	24,982
少数股东权益	90	61	61	61	61
实收资本（或股本）	1,764	1,756	1,756	1,756	1,756
资本公积	8,439	8,540	8,770	8,770	8,770
留存收益	6,933	7,976	10,060	13,286	17,238
其他	30	(22)	0	0	0
股东权益合计	17,257	18,312	20,647	23,874	27,826
负债和股东权益总计	36,192	37,188	41,697	47,045	52,808

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,590	2,047	2,083	3,226	3,952
折旧摊销	1,716	1,714	1,300	1,302	1,102
财务费用	148	212	245	282	251
投资损失	(190)	(102)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(682)	(738)	(1,967)	(2,627)	(2,235)
其它	1,542	2,162	928	728	723
经营活动现金流	4,125	5,295	2,538	2,862	3,744
资本支出	(1,924)	(1,818)	(2,010)	(1,510)	(1,510)
长期投资	(270)	146	0	0	0
其他	(1,075)	(422)	(100)	(100)	(100)
投资活动现金流	(3,268)	(2,094)	(2,110)	(1,610)	(1,610)
债权融资	1,178	(700)	0	0	0
股权融资	(340)	93	230	0	0
其他	(1,997)	(2,311)	(25)	(395)	(357)
筹资活动现金流	(1,159)	(2,917)	205	(395)	(357)
汇率变动影响	55	96	-0	-0	-0
现金净增加额	(247)	380	634	857	1,777

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	34,485	34,124	41,287	50,973	58,945
营业成本	27,335	27,319	33,959	41,553	48,065
营业税金及附加	210	204	206	255	295
营业费用	302	332	335	388	420
管理费用及研发费用	3,555	3,210	3,640	4,287	4,833
财务费用	148	212	245	282	251
资产、信用减值损失	1,038	481	450	350	330
公允价值变动收益	(144)	(200)	(150)	(150)	(150)
投资净收益	190	102	50	50	50
其他	111	285	250	250	250
营业利润	2,054	2,553	2,601	4,008	4,902
营业外收入	10	9	0	0	0
营业外支出	65	40	35	35	35
利润总额	1,999	2,521	2,566	3,973	4,867
所得税	408	474	482	747	915
净利润	1,590	2,047	2,083	3,226	3,952
少数股东损益	(6)	(4)	0	0	0
归属于母公司净利润	1,596	2,051	2,083	3,226	3,952
每股收益（元）	0.23	0.29	0.30	0.46	0.56

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	13.5%	-1.0%	21.0%	23.5%	15.6%
营业利润	89.5%	24.3%	1.9%	54.1%	22.3%
归属于母公司净利润	35.2%	28.5%	1.6%	54.9%	22.5%
获利能力					
毛利率	20.7%	19.9%	17.7%	18.5%	18.5%
净利率	4.6%	6.0%	5.0%	6.3%	6.7%
ROE	9.7%	11.6%	10.7%	14.5%	15.3%
ROIC	6.9%	8.7%	8.5%	11.6%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	52.3%	50.8%	50.5%	49.3%	47.3%
净负债率	34.2%	25.3%	20.4%	13.6%	4.9%
流动比率	1.47	1.45	1.50	1.62	1.74
速动比率	1.05	0.98	1.00	1.07	1.16
营运能力					
应收账款周转率	3.8	3.7	4.0	4.1	3.9
存货周转率	5.0	4.7	4.9	4.8	4.6
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
每股指标（元）					
每股收益	0.23	0.29	0.30	0.46	0.56
每股经营现金流	2.34	3.02	1.45	1.63	2.13
每股净资产	2.45	2.60	2.94	3.40	3.96
估值比率					
市盈率	40.1	31.2	30.7	19.9	16.2
市净率	3.7	3.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	16.8	14.7	15.9	11.8	10.5
EV/EBIT	29.9	23.8	23.1	15.3	12.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。