

## 精密制造领军企业，AI 引领成长新周期

### ——领益智造（002600）首次覆盖报告

## 买入|首次评级

#### 报告要点

- AI 变革是长期趋势，25 年苹果创新大年有望带动供应链景气度显著提升。**大客户轻薄款 iPhone17、折叠屏手机、SE 升级版等都有望于明年推出，出货量的增加及硬件升级需求的提升，有望带动公司产品稼动率及单机配套价值的提高。我们预计 25 年 iPhone 出货量 2.55 亿部，有望实现 10% 以上的增长。同时公司海外产能布局全面，目前在印度、越南、美国、巴西、土耳其等地具有产能储备，并逐步稳健扩张，在大客户海外产能布局趋势中也具备本地化配套优势和产品交付能力，未来有机会承接更多海外项目。
- AI 带来端侧部件升级创新，公司将受益于散热、电池、快充等环节。**公司布局了 iPhone、Mac、可穿戴等全产品系列，也是大客户最主要的原装充电器供应商。在 AI 催化硬件端升级的背景下，公司有能力在散热、电池和快充方面抓住机遇，带动份额和 ASP 的提升。目前公司的不锈钢超薄 VC 均热板及散热解决方案已被多款中高端手机机型搭载并已实现量产出货；随钢壳电池凭借可拆卸、小尺寸、提升带电量等优势，或成为部分消费锂电池的进化方向，公司的钢壳结构件业务也有望凭借与下游客户的紧密绑定，获取更多份额；公司作为原装充电器模组供应商，ASP 也会不断受益于充电功率的持续升级。
- 精密结构件向模组配套升级，下游终端广泛布局。**公司上市以来从原材料逐步向功能件、结构件、核心器件、模组件、组装等方向延伸。一方面，我们认为传统内部结构件有望在 AI 催化下不断释放升级需求；一方面，零部件向模组和组装的延伸也将带动公司产品价值量显著提升。同时公司选择紧密绑定全球优势客户，目前也对折叠屏、XR 等方向进行广泛布局，新项目的布局和落地或不断为公司注入新的增长动能。

#### 投资建议与盈利预测

我们预测公司 24/25 年归母净利润分别为 21.1/29.7 亿元，在 20/23/26X 的 PE 估值下，25 年对应目标价区间为 8.29-10.78 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 财务数据和估值（百万元）

	2023A	2024E		2025E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业总收入	34,124	40,171	41,030	49,144	49,543
增长率 (%)	-1.05%	17.72%	20.24%	22.34%	20.75%
归母净利润	2,051	2,111	2,020	2,969	2,969
增长率 (%)	28.50%	2.92%	-1.49%	40.67%	46.95%
EPS (元/股)	0.29	0.30	0.29	0.42	0.42
市盈率 (P/E)	23.31	29.12	30.42	20.70	20.70
市净率 (P/B)	34,124	40,171	41,030	49,144	49,543

资料来源：Choice，国元证券研究所（采用 2024 年 12 月 20 日收盘价，Choice 一致预期）

#### 风险提示

**上行风险：**核心客户合作进展超预期，下游客户电子产品销量超预期。**下行风险：**汽车、光伏业务拓展不及预期，核心客户合作进展较缓，下游客户相关产品销售情况不及预期

当前价：8.98 元

目标期限：6 个月

#### 基本数据

52 周最高/最低价（元）：9.59 / 4.41

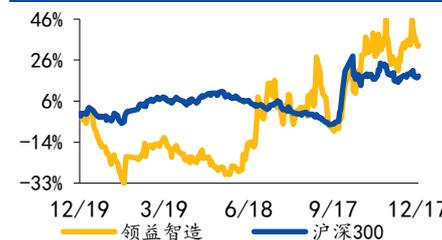
A 股流通股（百万股）：6893.54

A 股总股本（百万股）：7008.18

流通市值（百万元）：60456.32

总市值（百万元）：61461.72

#### 过去一年股价走势



#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 021-51097188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

分析师 沈晓涵

执业证书编号 S0020524010002

电话 021-51097188

邮箱 shenxiaohan@gyzq.com.cn

## 目 录

核心逻辑变化 .....	3
公司情况.....	4
公司看点.....	5
投资建议.....	12
风险提示.....	13

## 图表目录

图 1: 公司发展及历年收入及毛利率变动 .....	4
图 2: AI 终端业务占公司收入 90%以上份额 (24H1) .....	5
图 3: 公司海外客户收入占比 .....	5
图 4: 公司分产品收入变动 (亿元) .....	5
图 5: 公司分产品毛利率.....	5
图 6: 不同散热方式优劣势对比.....	6
图 7: 石墨烯导热膜+VC 均热板散热方案 .....	6
图 8: 不同壳板 VC 散热膜 .....	6
图 9: 国内主要导热散热产品供应商 .....	7
图 10: 历代 iPhone 充电功率及电池容量变化 .....	8
图 11: 赛尔康 ODM 布局.....	9
图 12: 充电器及精品组装产品单价及毛利率 .....	9
图 13: 充电器及精品组装产能及收入 .....	9
图 14: 公司实现从材料、零部件、模组到组装的全覆盖 .....	10
图 15: 全球折叠屏手机市场规模预测 .....	10
图 16: 公司碳纤维产品-Hinge 零件 .....	10
图 17: 公司汽车业务收入及毛利率 .....	11
图 18: 公司汽车业务主要产品 .....	11
图 19: 公司光伏主要产品及主要客户 (截至 2023 年 10 月) .....	12
图 20: 公司目标价区间 .....	12

## 核心逻辑变化

### ● AI 变革是长期趋势，25 年或迎来创新大年

尽管 iPhone16 在硬件端升级相对有限，且受到 Apple Intelligence 延迟发布的影响，但随 AI 功能 12 月份在澳洲、加拿大、新西兰、南非、英国等地区，以及明年在中国、法国等地的上线，整体销量预期或打破以往销售节奏。iPhone16 尤其高端系列有望凭借更高性价比及促销活动，保持出货量的稳定同比增长。

25 年 iPhone 新品储备丰富，有望带动供应链景气度显著提升。25 年或为苹果创新大年，轻薄款 iPhone17、折叠屏手机、SE 升级版本等都有望于明年推出，出货量的增加及硬件升级需求的提升，有望带动公司产品稼动率及单机配套价值的提高。在报告《iPhone16 全系配备 AI，中国于明年上线该功能》中，我们从换机周期的角度对 25 年 iPhone 出货量加以测算，对应全年 2.55 亿部的出货预期，有望实现 10% 以上的同比增长。

公司海外产能布局全面，有望承接更多新项目机会。9 月份印度塔塔的工厂失火导致的停工，或对客户造成备货影响，在本地具备产能布局能力和产品交付能力的供应商有承接的天然优势。公司目前在印度、越南、美国、巴西、土耳其等地具有产能储备，并逐步稳健扩张，在大客户海外产能布局中也具备本地化配套能力。

### ● AI 带来端侧部件升级创新，公司受益于散热、电池、快充等环节

公司作为大客户供应商，主要从事功能件、结构件、模组类产品，布局了 iPhone、Mac、可穿戴等全产品系列，也是大客户最主要的原装充电器供应商。公司有望凭借核心供应商优势，以及在模切、冲压、CNC 等领域的先进工艺，延伸至更多新项目和新产品。

在 AI 催化硬件端不断升级的背景下，公司有能力和快充方面抓住机遇，带动份额和 ASP 的提升。目前公司在 VC 散热板方面可提供铜、不锈钢、纯钛等不同材质方案，不锈钢超薄 VC 均热板及散热解决方案已被多款中高端手机机型搭载并已实现量产出货；随钢壳电池凭借可拆卸、小尺寸、提升带电量等优势，或成为部分消费锂电池的进化方向，公司的钢壳结构件业务也有望凭借与下游客户的紧密绑定，获取更多份额；公司作为原装充电器模组供应商，ASP 也会不断受益于充电功率的持续升级。

### ● 精密结构件向模组配套升级，下游终端广泛布局

公司上市以来从原材料着手，逐步向功能件、结构件、核心器件、模组件、组装等方向扩展与延伸。公司利用在精密功能件及结构件业务上长期累积的技术与经验优势，带动模组业务的发展并增强其垂直整合的能力。一方面，我们认为传统内部结构件有望在 AI 催化下不断释放升级需求；一方面，公司目前已经

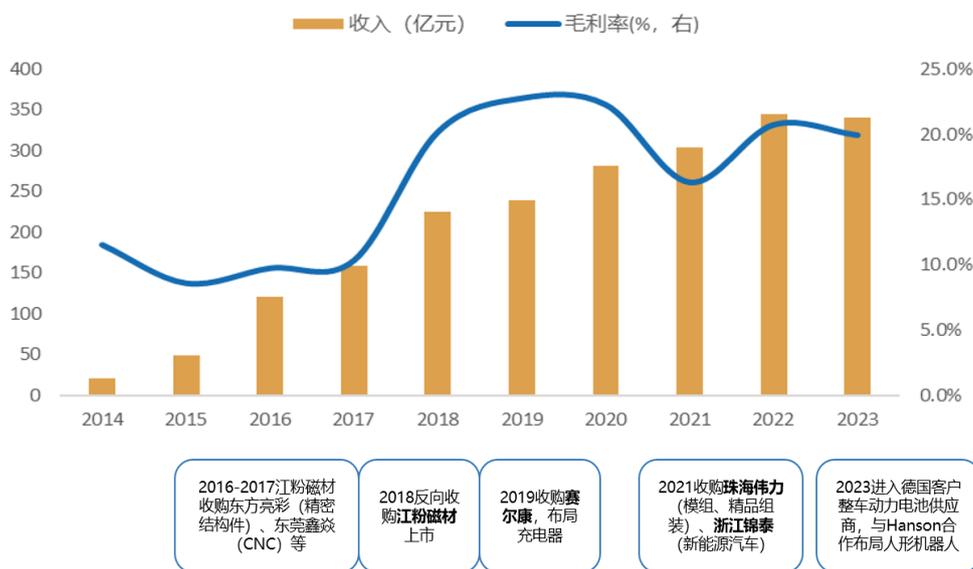
具备全产业链制造能力，零部件向模组、和组装的延伸也将带动公司产品价值量显著提升。

公司对下游电子终端布局广度也在不断提升。公司选择紧密绑定全球优势客户，不断丰富所覆盖的产品线，目前也对折叠屏、可穿戴、XR 等方向进行广泛布局，新项目的布局和落地或不断为公司注入新的增长动能。

## 公司情况

公司是全球最大的精密功能件制造商之一，业务覆盖了上游原材料、中游精密功能件和结构件，并积极向模组、ODM 等业务进行延伸，形成了一站式智能制造能力，目前下游覆盖了消费电子、新能源汽车、光伏储能、通讯等多个领域。

图 1：公司发展及历年收入及毛利率变动



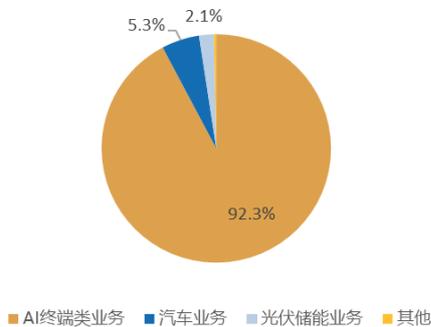
资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

公司前身为 2006 年成立的领胜电子，成立以来公司通过模切业务进入消费电子行业。2018 年公司通过反向收购江粉磁材实现上市，并设立越南工厂。2019 年公司收购赛尔康涉足充电器业务。2020 年公司的光伏产品量产，并以 ODM 的形式与光储客户进行合作。2021 年公司收购珠海伟力、浙江锦泰，拓展至新能源汽车领域。

从公司收入结构来看，下游应用主要以消费电子类为主，2019 年来公司海外客户的收入占比逐年呈攀升趋势，24H1 公司海外收入占比为 72%。公司对大客户的供应从 2009 年的 Mac 产品开始切入，目前已覆盖了 iPhone、iPad、Apple Watch、Airpods 等众多产品线，可为大客户提供上千种模组件和零部件。

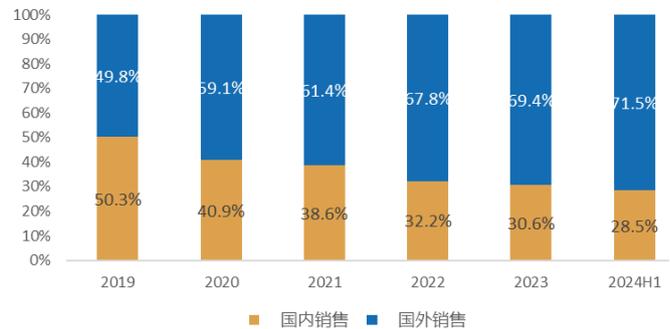
公司主要产品为精密结构件、功能件及模组，23 年收入占比约 68%；充电器及模组业务主要由子公司赛尔康运营，近年来产品收入占比呈上升态势，23 年占比约 20%。公司客户覆盖了苹果、华为、荣耀、小米、OPPO、vivo、三星、传音等主要消费电子品牌厂。

图 2：AI 终端业务占公司收入 90%以上份额（24H1）



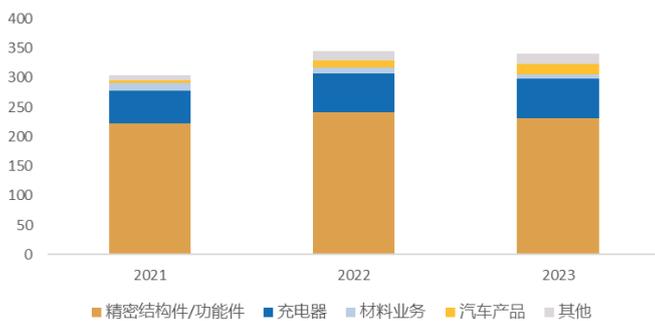
资料来源：Choice，国元证券研究所

图 3：公司海外客户收入占比



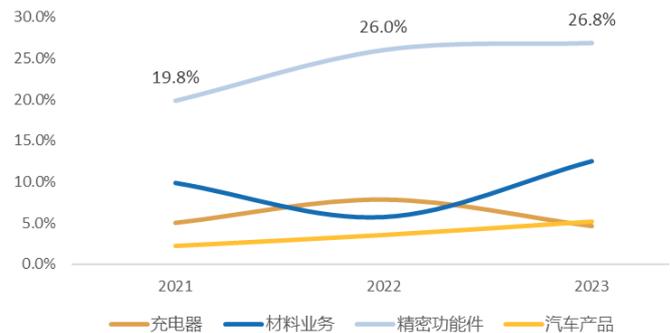
资料来源：Choice，国元证券研究所

图 4：公司分产品收入变动（亿元）



资料来源：Choice，国元证券研究所

图 5：公司分产品毛利率



资料来源：Choice，国元证券研究所

## 公司看点

- 公司有望充分受益于 AI 硬件端升级在散热、电池和快充方面带来的价值量提升机会。

### 1) 散热

散热方面，当前 AI 终端领域快速发展，高强度、高精度的运算需求对散热也提出了更高的要求。当前均热板（VC）、导热硅脂、导热凝胶、石墨导热片和热管等技术相继出现，根据散热场景和要求的不同，各类散热产品被单独或搭配组合使用。其中 VC 均热板在散热效率上具备优势，有望逐步成为 AI 手机和 PC 散热的主流方案，并加速向超薄化、结构简单化和低成本方向发展。

图 6：不同散热方式优劣势对比

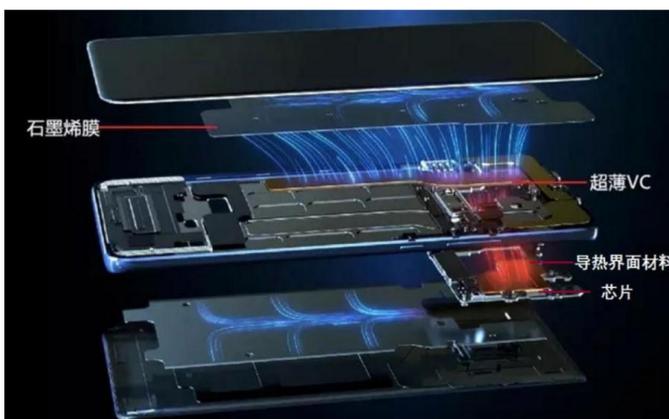
散热方式	优点	缺点
石墨膜	导热系数高、比热容大、占用空间小、可塑性强	生产工艺要求较高，且需要根据设备情况进行模切
导热凝胶	优异导热性和电绝缘性，同时具备低游离度、耐低温、耐水、耐气候老化等性能特点；不需要模切，填充好，产品适应性强	多用于CPU、内存模块
热管	具有极高的导热性、优良的均温性、热流密度可变性、热流方向可逆性、环境的适应性等特点，可以满足散热装置紧凑、可靠控制灵活、高散热效率、不需要维修等要求	价格一般比较高，技术有待提高，仍然需要配合其他冷却方式带走热量，产品耐老化及耐振动性能仍有待提升
均热板	热扩散系数高，内部热阻极低、热通量高、重量轻	结构相对复杂，工艺难度大
散热片	一般以铜制和铝制为主，产品成熟可靠，导热性能较好	体积较大

资料来源：思泉新材公告，国元证券研究所

传统的散热方案一般采用石墨片、金属散热板和热界面材料的组合，随 AI 对于端侧硬件要求的提升，越来越高的功耗对散热要求不断提升，进而部分手机厂开始引用热管、VC 均热板等装置，以进一步提升散热能力。VC 均热板大致原理是让冷却液吸收热源的能量，然后经过蒸发（吸热）、冷凝（放热）的相变过程，将热量分散导向外部。

VC 均热板的金属壳板根据需求可使用铜、不锈钢、钛等材质。高端产品中不锈钢均热板与铜材质均热板相比在减轻重量的同时保证散热效率，有助于提升散热性能，纯钛材质 VC 应用在高端折叠屏手机中，可以实现更轻、更薄的效果。

图 7：石墨烯导热膜+VC 均热板散热方案



资料来源：富瑞科技公告，国元证券研究所

图 8：不同壳板 VC 散热膜



资料来源：公司公众号，国元证券研究所

根据 Yano Research 数据，2022 年全球 VC 均热板市场规模为 3.12 亿美元，测算 2025 年将达 5.87 亿美元，年内复合增长率可达 23.5%。在热管和均热板领域，古河电工、尼得科超众、双鸿科技、奇铨科技等日本、中国台湾厂商进入较早，在传统笔记本电脑、服务器上占据了较高的市场份额，在智能手机、5G 基站等领域也具备较强的先发优势。

**图 9：国内主要导热散热产品供应商**

公司	主要散热产品	主要客户	主要应用领域	23年导热散热产品收入（亿元）
中石科技	高导热人工合成石墨材料、热管/均热板、导热界面材料	谷歌、亚马逊、微软、三星等	智能手机、通信设备、消费电子、智能家居、汽车电子、电力电子、医疗设备、高端装备制造等领域	11.7
飞荣达	导热界面器件、石墨片、导热石墨膜、散热模组、吹胀板、热管、VC、散热风扇、半固态压铸、特种散热器、汽车液冷板、汽车	华为、中兴、诺基亚、思科、联想等	通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器等	17.3
碳元科技	高导热石墨膜、超薄热管和超薄均热板等	三星、华为、vivo、OPPO等	智能手机、平板电脑、笔记本电脑等电子产品领域	8
深圳垒石	石墨散热膜、热管、均温板等	vivo、华为、Google、小米、OPPO等	智能手机、笔记本电脑、智能家居、智能手表等消费电子领域	-
思泉新材	人工合成石墨散热片、人工合成石墨散热膜以及其他热管理材料等	小米、vivo、三星、谷歌等	智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴设备等消费电子应用领域	4.1
苏州天脉	导热界面材料、石墨膜、超薄热管、超薄均温板等导热散热产品	三星、华为、vivo、OPPO等	智能手机、笔记本电脑等消费电子以及安防监控设备、汽车电子、通信设备等	9.1
领益智造	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、导热胶等	苹果、华为、OPPO、荣耀等	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	-

资料来源：各公司公告，国元证券研究所

2019年VC散热板开始更广泛地应用于智能手机，2020年主流安卓品牌的旗舰5G手机多采用了以VC均热板+石墨及石墨烯的散热组合。例如2020年华为发布的P40 pro、小米10系列等均采用了VC均热板+石墨烯的散热方案，Vivo NEX 3s、OPPO Find X2系列等机型也采用了VC均热板技术。随苹果在端侧性能在AI的催化下不断升级，预计iPhone 17将全系标配石墨片散热，pro max系列有望进一步采用VC均热板+石墨片的散热方案。

未来公司有望充分受益于下游客户产品中的散热方案升级。公司可为下游消费电子终端提供热管、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、导热胶等不同散热方案。在VC散热板方面，公司可提供铜、不锈钢、纯钛等不同材质。2021年，公司针对铜均热板力学性能差、轻薄度难以突破的问题，通过自主研发首创了不锈钢超薄均热板，将厚度从0.4mm突破到了0.2mm，目前不锈钢超薄VC均热板及散热解决方案被多款中高端手机机型搭载并已实现量产出货。2024年公司拟发行可转债进行新项目建设，并拟向“碳纤维及散热精密件项目”合计投资3.5亿元，其中新散热项目的研发生产主要围绕超薄均热板等产品进行。公司有望切入下游客户新散热模组产品，并带动单机价值量显著提高。

## 2) 钢壳电池结构件

苹果秋季发布的iPhone16系列手机全系具备AI功能，同时也对电池的续航能力和能量密度有了更高的要求。iPhone16标准版电池容量提升至3561mAh(15标准版3349mAh)，pro max版本提升至4747mAh(15pro max版4422mAh)，且iPhone 16 Pro上先行采用了钢壳电池。

iPhone16 pro从之前的软包电池更换为钢壳材质的电池，一方面因为钢壳电池的设计提升了电池的密封性和稳定性，有助于提高能量密度、延长电池寿命；一方面，16 pro机身相对pro max更小，对散热要求更紧迫，而钢壳材质的导热性能可

以帮助电池加强散热；另一方面，金属壳电池有方便拆卸和回收再利用率高特点，顺应了欧盟的新电池法规。

目前市场上消费锂电池多采用软包方案，未来在 AI 的催化下，为配合终端设备部件升级，钢壳电池满足了可拆卸、小尺寸、提升带电量等优势，有望成为部分消费锂电池的进化方向。公司作为钢壳结构件供应商，凭借与重要客户的紧密绑定，有望获取新料号，实现单机配套价值提升，并远期充分受益于钢壳电池的创新趋势。

### 3) 高功率充电器

随 AI 手机性能提升带来的能耗增大，一方面手机厂通过提升电池容量增加电能储备，但受制于空间限制提升空间有限；另一方面，通过快充技术提高充电效率逐步成为了可行方式，并逐步演变为用户刚需。当前安卓机在快充领域布局明显领先于苹果，小米、OPPO、VIVO 等品牌已有 200W 及以上的快充技术在中端机型上搭载。未来苹果在快充技术短板上的提升，也将带来更多高功率配套充电装备的需求。iPhone16 理论可支持 45W 的充电功率，预计 iPhone17 有望继续升级。

图 10：历代 iPhone 充电功率及电池容量变化

发布年份	设备系列	标配充电线	标配充电器功率	电池容量 (mAh)	充满电时长(标配充电器)	
2010-2011	iPhone4		USB-A to 30针Dock	5W	1420-1432	
2012-2013	iPhone5		USB-A to Lightning	5W	1440-1560	
2014-2015	iPhone6		USB-A to Lightning	5W	1810-2750	
2016/2020/2022	iPhone SE		USB-A to Lightning	5W	1624-2018	
2016	iPhone7		USB-A to Lightning	5W	1960-2900	约195min
2017	iPhone8		USB-A to Lightning	5W	1821-2691	120-180min
2017-2018	iPhoneX		USB-A to Lightning	5W	2716-3174	185-224min
2019	iPhone11		11 : USB-A to Lightning 11pro/promax : USB-C to Lightning	11 : 5W 11pro/promax : 18W	3110-3969	95-261min
2020	iPhone12		USB-C to Lightning	无标配	2227-3687	95-112min(20W)
2021	iPhone13		USB-C to Lightning	无标配	2406-4352	约92min(20W)
2022	iPhone14		USB-C to Lightning	无标配	3279-4323	约90min(20W)
2023	iPhone15		USB-C to USB-C	无标配	3349-4422	约95min(20W)
2024	iPhone16		USB-C to USB-C	无标配	3561-4685	约107min(70W)

资料来源：充电头网，国元证券研究所

子公司赛尔康为大客户充电器主力供应商。2019 年公司通过收购芬兰历史悠久的电源厂商赛尔康，切入了充电 ODM 和精品组装业务，同时不断拓展赛尔康的 ODM 产品范围，目前公司 ODM 产品已覆盖电源供应器、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 11：赛尔康 ODM 布局

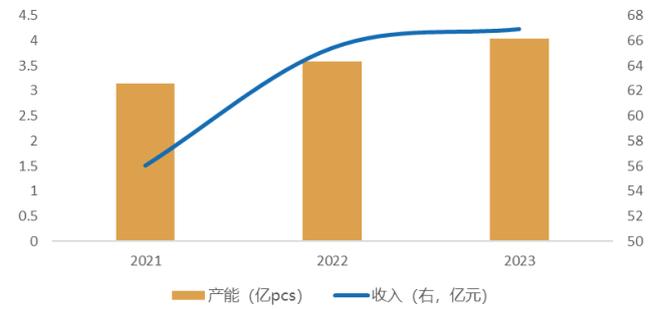
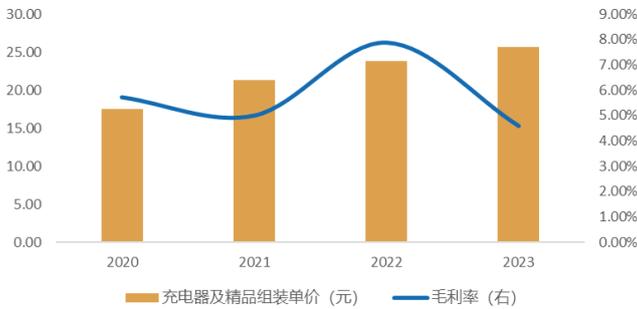


资料来源：公司官网，国元证券研究所

目前赛尔康在国内拥有深圳与贵港两大生产基地。2020 年深圳赛尔康通过了大客户的产品认证，并加大了对应的产线投资，并于 2021 年开始大规模量产，新产品结构的变化带动公司 21 年充电器产品毛利率大幅提升。2024 年公司为满足客户迭代需求，拟通过发行可转债支持深圳赛尔康整体搬迁和新增配套的高功率适配器生产线。赛尔康作为大客户原装充电器的供应商，随大客户在快充功率方面的不断升级，新产品的更新迭代需求有望带动公司充电器业务盈利能力的持续提升。

图 12：充电器及精品组装产品单价及毛利率

图 13：充电器及精品组装产能及收入



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

● 零部件向模组延伸，下游电子终端广泛布局

公司上市以来充分实行纵向的深度垂直整合，从原材料着手，逐步向功能件、结构件、核心器件、模组件、组装等方向扩展与延伸。公司利用在精密功能件及结构件业务上长期累积的技术与经验优势，带动产品种类向垂直整合、复合工艺、模块化发展。目前公司拥有散热模组、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。同时公司不断提高自动化技术，将材料平台、精密功能件平台、结构件平台及模组平台进行集成，向客户提供手机、充电器、智能穿戴、智能家居产品等成品组装，帮助客户简化供应链，提高客户粘性。

一方面,我们认为传统内部结构件有望在 AI 催化下不断释放升级需求;一方面,公司目前已经具备全产业链制造能力,零部件向模组和组装的延伸也将带动公司产品价值量显著提升。

图 14: 公司实现从材料、零部件、模组到组装的全覆盖



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

公司对下游电子终端布局广度也在不断提升。公司选择紧密绑定全球优势客户,不断丰富所覆盖的产品线,带动新料号数量和份额不断增长。目前公司也对折叠屏、可穿戴、XR 等进行广泛布局。

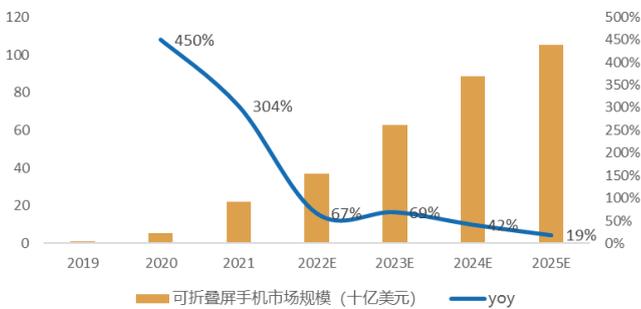
智能穿戴方面,公司可配套智能耳机、手表等电子设备,同时参与推动了全球头部客户第一代 XR 产品的交付,为客户提供软质功能件、注塑件、散热解决方案、充电器等核心零部件。

折叠屏方面,近年来主流安卓手机厂商推出折叠屏产品加快。根据中国信通院发布报告,2023 年我国折叠屏手机市场出货量约 701 万台,同比增长 115%,2023 年华为、OPPO 和荣耀占据超七成市场份额,其中华为占据折叠屏手机市场份额的 37.4%。折叠屏手机凭借创新性的形态和沉浸式大屏体验,更大程度上满足了用户需求,成为行业发展新的机会点。根据 DSCC 预测,预计 2025 年全球折叠屏手机市场有望达 1053 亿美元,对应 2019-2025 年复合增长速率达 117%。

公司积极布局碳纤维折叠屏结构件,以满足折叠屏手机轻量化及结构优化的需求,延长使用寿命,降低折痕影响及整体机身重量。公司的碳纤维结构件通过热固性碳纤维材料的热压实现 0.15~0.2mm 厚的产品,具备高强度、低密度、模量好,兼具导电及散热佳的特性,并目前实现量产出货,已被行业头部客户及其他中高端手机机型采用。

图 15: 全球折叠屏手机市场规模预测

图 16: 公司碳纤维产品-Hinge 零件



资料来源: DSCC, 国元证券研究所



Ole屏幕支撑载体

技术高点: 叠层热压公差控制 $\pm 0.02\text{mm}$ 、通过治具粗糙度映射到产品表面实现,亮面 $Ra < 0.15$ ; 哑面 $Ra 0.5 < X < 0.7$ ; 哑面半有光90GU、实现小孔激光切割

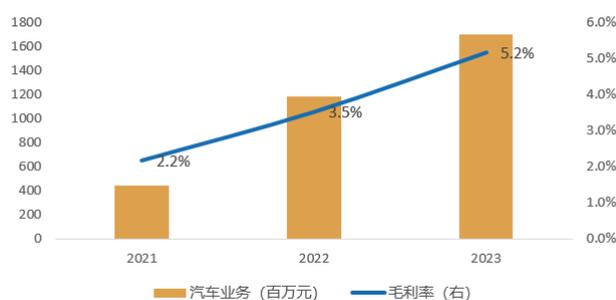
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

● 汽车和光伏领域长期有望打开新成长空间

2021 年公司通过收购浙江锦泰切入新能源汽车领域，后逐步通过全球多家头部汽车厂商供应商认证，并在动力电池结构件细分领域中快速崛起，成为北美新能源大客户的重要供应商。2023 年从事汽车业务的越南工厂开始量产，并在同年与德国整车厂旗下动力电池子公司签订协议，为其提供动力电池盖板、模切件及相关注塑、冲压件，预计该合作可为公司 25-29 年提供 22 亿元的收入增量（23 年汽车业务收入 17 亿元）。2024 年 12 月公司公告拟收购江苏科达 66.46% 股权，江苏科达深耕汽车饰件总成产品，且具有丰富的质量客户资源，公司通过此次并购有助于进一步完善在汽车产品矩阵和客户方面的布局。

随全球新能源汽车渗透率的持续提升，动力电池的装机量需求规模有望不断扩大，公司面临广阔的市场空间。作为动力电池结构件供应商，公司有望充分借鉴消费电子领域的工艺和经验，随新客户、新项目的不断开拓，以及汽车业务内部管理的逐步完善，预计 24 年下半年公司汽车业务的良率和市占率迎来改善。

图 17：公司汽车业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 18：公司汽车业务主要产品

产品	说明
 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
 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
 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

资料来源：公司公告，国元证券研究所

在光伏储能领域，公司主要产品为微型逆变器，用于将太阳能模组的直流电源转换为交流电源，市场主要分布在北美、欧洲部分国家，主要应用场景是住宅用电和商户用电。公司主要以 ODM 的合作方式与国际客户共同开发并为其提供代工服务，同时具备户外储能电源等产品的整体生产能力。

公司最早从 2019 年开始布局光伏储能赛道，2023 年美国工厂光伏产品实现了量产，公司在微型逆变器等产品领域的快速布局，带动光伏储能业务 23 年收入达 15.6 亿元，同比增长 30%。2024 年公司受主要客户 Enphase 订单阶段性下滑和行业竞争加剧的影响，收入和利润端同比明显下滑。未来随光伏行业逐步走出回暖趋势，以及下游客户迎来补库拐点，公司光伏业务有望重回增长。

图 19: 公司光伏主要产品及主要客户 (截至 2023 年 10 月)

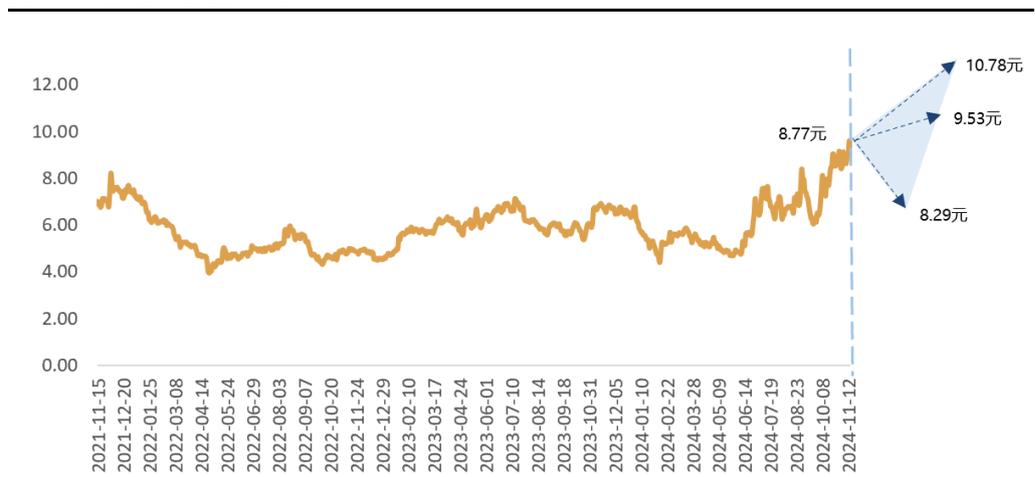
产品名称	产品用途	主要客户	产品进度 (截至2023.10)
光伏逆变器及其零部件	光伏系统的组成部分, 用于将太阳能板产生的可变直流电压转换为市电频率交流电	阿特斯	已取得客户认证
		Enphase	已实现销售
		固德威	已实现销售
储能电池水冷板	电池储能系统中电池包的组成部分, 用于电池冷却	固德威	已取得客户认证

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

## 投资建议

公司积极布局 AI 终端硬件创新领域, 深度绑定北美大客户, 有望充分受益于下游客户硬件创新带来的单机价值量和料号数量的提升。我们预测公司 24/25 年归母净利润分别为 21.1/29.7 亿元, 对应 EPS 分别为 0.30/0.42 元。在 20/23/26X 的 PE 估值下, 25 年对应目标价区间为 8.29-10.78 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图 20: 公司目标价区间



资料来源: Choice, 国元证券研究所

## 风险提示

### 上行风险：

**核心客户合作进展超预期：**公司在大客户上配套的新产品料号数量快速增长，单机价值快速提升，带动公司业绩超预期增长。

**下游客户电子产品销量超预期：**AI 催化下客户新品销量激增，带动公司订单大涨。

**新业务拓展速度超预期：**汽车业务拓展新客户、新项目不断加速落地，光伏行业回暖和下游客户补库带动公司新业务收入大幅增长。

### 下行风险：

**汽车、光伏业务拓展不及预期：**公司受下游客户订单情况影响，叠加行业竞争激烈，收入及盈利能力增长放缓或下滑，拖累公司整体业绩。

**核心客户合作进展不及预期：**结构件等新产品合作进展较慢，份额提升不及预期。

**下游客户相关产品销售情况不及预期：**下游客户在手机新品、可穿戴设备、MR 等电子产品上销量不及预期，影响公司的订单情况。

**财务报表预测**
**利润表 (百万元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>34,124</b>	<b>40,171</b>	<b>49,144</b>	<b>59,525</b>
%同比增速	-1%	18%	22%	21%
营业成本	27,319	32,752	39,226	46,896
毛利	6,805	7,419	9,918	12,629
%营业收入	20%	18%	20%	21%
税金及附加	204	241	295	357
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	332	362	491	595
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	1,402	1,406	2,211	2,976
%营业收入	4%	4%	5%	5%
研发费用	1,808	1,888	2,506	3,036
%营业收入	5%	5%	5%	5%
财务费用	212	178	163	135
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-707	-925	-825	-925
信用减值损失	226	-50	-50	-50
其他收益	274	177	216	262
投资收益	102	60	74	89
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-200	0	0	0
资产处置收益	11	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,553</b>	<b>2,606</b>	<b>3,666</b>	<b>4,905</b>
%营业收入	7%	6%	7%	8%
营业外收支	-31	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>2,521</b>	<b>2,606</b>	<b>3,666</b>	<b>4,905</b>
%营业收入	7%	6%	7%	8%
所得税费用	474	495	696	932
净利润	2,047	2,111	2,969	3,973
%营业收入	6%	5%	6%	7%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,051</b>	<b>2,111</b>	<b>2,969</b>	<b>3,973</b>
%同比增速	28%	3%	41%	34%
少数股东损益	-4	0	0	0
EPS (元/股)	0.29	0.30	0.42	0.57

**基本指标**

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.29	0.30	0.42	0.57
BVPS	2.60	2.92	3.39	4.00
PE	23.31	29.12	20.70	15.47
PEG	0.82	9.98	0.51	0.46
PB	2.60	3.00	2.59	2.19
EV/EBITDA	9.75	14.69	11.22	8.69
ROE	11%	10%	12%	14%
ROIC	10%	8%	10%	11%

**资产负债表 (百万元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,018	4,057	6,004	8,326
交易性金融资产	74	164	164	164
应收账款及应收票据	8,896	10,104	12,050	14,566
存货	5,727	6,150	6,282	6,516
预付账款	94	115	137	164
其他流动资产	1,347	1,417	1,555	1,714
流动资产合计	19,157	22,008	26,192	31,450
长期股权投资	525	555	555	555
投资性房地产	48	48	48	48
固定资产合计	10,420	10,622	10,659	10,532
无形资产	1,099	1,099	1,099	1,099
商誉	1,303	1,303	1,303	1,303
递延所得税资产	630	617	617	617
其他非流动资产	4,007	3,976	3,898	3,827
<b>资产总计</b>	<b>37,188</b>	<b>40,228</b>	<b>44,372</b>	<b>49,431</b>
短期借款	1,487	1,487	1,487	1,487
应付票据及应付账款	8,027	8,870	9,425	9,835
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	434	491	588	703
应交税费	364	402	491	595
其他流动负债	2,924	2,751	2,884	3,042
流动负债合计	13,237	14,001	14,876	15,662
长期借款	3,986	3,986	3,986	3,986
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	389	406	406	406
其他非流动负债	1,264	1,277	1,277	1,277
<b>负债合计</b>	<b>18,877</b>	<b>19,671</b>	<b>20,545</b>	<b>21,332</b>
归属于母公司的所有者权益	18,251	20,496	23,765	28,039
少数股东权益	61	61	61	61
<b>股东权益</b>	<b>18,312</b>	<b>20,557</b>	<b>23,826</b>	<b>28,100</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>37,188</b>	<b>40,228</b>	<b>44,372</b>	<b>49,431</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>5,295</b>	<b>3,817</b>	<b>3,995</b>	<b>4,355</b>
投资	12	-120	0	0
资本性支出	-2,201	-1,902	-1,900	-1,900
其他	95	9	74	89
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2,094</b>	<b>-2,013</b>	<b>-1,826</b>	<b>-1,811</b>
债权融资	-743	-290	0	0
股权融资	20	-52	0	0
支付股利及利息	-1,367	-432	-222	-222
其他	-827	-6	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2,917</b>	<b>-779</b>	<b>-222</b>	<b>-222</b>
<b>现金净流量</b>	<b>380</b>	<b>1,039</b>	<b>1,947</b>	<b>2,322</b>

资料来源: Choice, 国元证券研究所

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 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 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：[www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
邮编：100027