

移动终端稳健增长，新能源汽车和散热带动业绩弹性

持有|首次评级

——强瑞技术(301128.SZ)首次覆盖报告

报告要点

现阶段我们主要看到公司有以下投资逻辑变化：

**1) 手机客户销量边际改善及新机型上市带动业绩稳健增长。**公司产品需求取决于智能手机销量和新机型发布。销量方面，公司通过立讯精密、富士康、捷普绿点等客户切入苹果产业链客户，端侧 AI 在苹果手机的应用将引起新一轮的换机潮，叠加公司覆盖华为、OPPO、vivo 等主流手机厂商，公司产品将受益消费电子稳健复苏和 AI 赋能带动的销量增长。新机型发布方面，中国每年上市大量的新机型，新机型的外观改变则需要更新替换相关治具和设备。在销量增长和新机型外观变动的驱动下，公司治具和设备需求将有望持续提升。

**2) 深度绑定比亚迪、赛力斯，受益核心客户销量提升。**公司 2022 年下半年切入新能源汽车赛道，通过与华为车 BU、比亚迪及其子公司合作，直接或间接供货赛力斯、比亚迪、广汽、理想、小鹏等主流车厂。公司的核心客户比亚迪新能源汽车销量已居于全球首位，且市占率持续提升，赛力斯在与华为合作后市占率也呈增长趋势。未来新能源汽车销量和渗透率的提升，及公司核心客户的市占率的稳步提升，公司汽车产品将有望迎来放量期。

**3) 液冷有望扩产，持续导入新客户带来业绩弹性。**数据中心机架密度超过 20kW 则需要液冷散热，预计 2025 年全球数据中心单机架平均功率可达 25kW，液冷将有望成为市场主流。公司在 2023 年通过收购三烨科技和维玺温控切入散热领域。目前已进入华为、超聚变、中兴通讯产业链，目前积极拓展浪潮集团、中航光电等客户，且已送样给北美 N 客户，有望切入其产业链，叠加公司规划扩产散热器生产规模，将给公司带来较大的业绩弹性和估值空间。

投资建议与盈利预测

我们预计 2024-2025 年公司归母净利润为 1.10/1.72 亿元，EPS 为 1.48/2.32 元/股，对应 PE 为 37/24 倍。在中性/上行的情况下，给予公司 26x/30x 估值，分别对应目标价 60/70 元/股。

财务数据和估值

	2023A	2024E		2025E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入(百万元)	4519	1,080	1102	1,634	1630
增长率(%)	2.0%	60.2%	63.5%	51.3%	47.8%
归母净利润(百万元)	496	110	129	172	194
增长率(%)	14.2%	96.8%	131.9%	56.6%	49.9%
EPS(元/股)	0.93	1.48	1.75	2.32	2.62
市盈率(P/E)	20	37	31	24	21
市净率(P/B)	3.00	4.90	4.76	4.83	4.62

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：股价为 2024 年 12 月 20 日收盘价，市场预期采用 Wind 一致预期

风险提示

**上行风险：**下游景气度提速；公司产能项目加速落地；产品导入客户顺利

**下行风险：**下游需求不及预期；产品导入不及预期；其他系统性风险

当前价：55.30 元

基本数据

52 周最高/最低价(元)：63.94 / 23.86

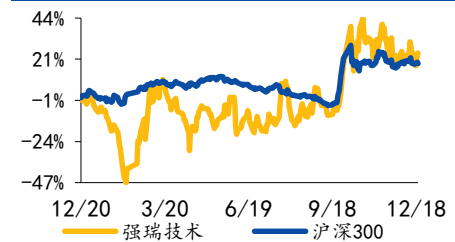
A 股流通股(百万股)：28.62

A 股总股本(百万股)：73.89

流通市值(百万元)：1582.70

总市值(百万元)：4085.93

过去一年股价走势



资料来源：Wind

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

## 目 录

总体观点.....	4
当前时点对公司股价和估值的判断.....	5
核心逻辑变化.....	7
公司情况介绍.....	12
业绩拆分及估值.....	15
风险提示.....	17

## 图表目录

图 1: 相关公司对比.....	5
图 2: 相关公司营收增速.....	5
图 3: 当年动态 P/E-Band 测算.....	5
图 4: NTM P/E-Band 测算.....	5
图 5: 公司未来 6 个月股价上下行风险.....	6
图 6: 全球智能手机销量 (百万部).....	7
图 7: 中国智能手机销量 (百万部).....	7
图 8: 中国上市新机型数量 (款).....	8
图 9: 全球高端智能手机品牌份额.....	8
图 10: 全球苹果智能手机销量 (百万部).....	8
图 11: 全球 OPPO 和 vivo 智能手机销量 (百万部).....	8
图 12: 华为主要机型外观更新.....	9
图 13: OPPO 及 vivo 主要机型外观更新.....	9
图 14: 全球新能源汽车销量 (百万辆).....	9
图 15: 中国新能源汽车销量 (百万辆).....	9
图 16: 全球新能源汽车品牌市场份额.....	10
图 17: 比亚迪新能源新车销量 (万辆).....	10
图 18: 赛力斯新能源新车销量 (万辆).....	10
图 19: 全球 AI 服务器出货量 (百万台).....	11
图 20: AI 算力持续提升.....	11
图 21: 主流 CPU/GPU TDP 变化趋势.....	11
图 22: 不同功率密度所采用的散热方式.....	11
图 23: IDC 液冷系统渗透情况 (万台).....	12
图 24: 中国液冷服务器市场规模 (亿元).....	12
图 25: 公司主要产品.....	13
图 26: 公司主要客户.....	13
图 27: 公司季度营收及变动 (百万元).....	14
图 28: 公司季度归母净利及变动 (百万元).....	14
图 29: 公司毛利率及净利率.....	14
图 30: 公司分产品毛利率.....	14

---

图 31: 公司期间费用率 .....	15
图 32: 公司存货及 DOI (百万元&天) .....	15
表 1: 公司业绩拆分 (百万元) .....	16
表 2: 可比公司估值 .....	16

## 总体观点

我们认为公司未来 6 个月的中性目标价为 60 元，上行目标股价为 70 元。

我们认为未来 6 个月内按 25 年动态 PEB 给予 26x 估值，合理目标价为 60 元/股。主要基于以下几点：

1、公司产品通过导入立讯精密、富士康、捷普绿点等客户切入苹果产业链，端侧 AI 在苹果手机应用的确定性明显，将带动新一轮换机潮，公司业绩将有望受益。公司同时也切入华为、OPPO 和 vivo 等主流手机厂商，充分受益消费电子稳健复苏及 AI 应用所带动的换机潮。公司产品需求增加除了手机销量增加之外，中国每年也上市大量的新机型，新机型往往伴随外观改变，需要更新替换相关治具和设备，较快的手机机型迭代速度将有望推动相关治具和设备需求的持续增长。

2、公司在 2022 年下半年切入新能源汽车赛道，通过与华为车 BU、比亚迪及其子公司合作，直接或间接供货赛力斯、比亚迪、广汽、理想、小鹏等主流车厂。公司的主要客户比亚迪已居于全球新能源汽车首位，预计 2024 年占据全球 25% 的市场份额，且逐步扩大趋势明显。公司另一主要客户赛力斯在与华为合作后，市场份额也处于上升态势，预计 2024 年市占率达到 2.5%。公司切入新能源汽车赛道较晚，但已基本覆盖主流新能源车厂，未来随着新能源汽车销量和渗透率持续攀高，公司汽车产品将有望进入快速放量期。

3、AI 算力增加，带动主流 CPU/GPU TDP 提升，给散热带来较大压力，英伟达的 B100 和 B200 功率达到 800W 和 1000W，已达到风冷的极限。此外，数据中心机架密度超过 20kW 以上时，风冷将失去有效性，只有液冷才能满足散热需求，预计 2025 年全球数据中心单机架平均功率可到 25kW，预计液冷将成为市场主流。公司在 2023 年通过收购三烨科技和维玺温控进入散热器赛道，目前已切入华为、超聚变、中兴通讯产业链，目前积极拓展浪潮集团、中航光电等客户，且已送样给北美 N 客户，将有望切入北美大客户产业链，叠加公司规划扩产扩大散热器生产规模，将给公司带来较大业绩的业绩弹性和估值空间。

## 当前时点对公司股价和估值的判断

在当前这个时间点，我们首次覆盖强瑞技术并给予“持有”评级，是基于消费电子稳健复苏下，公司切入华为、苹果、OPPO、vivo 等主流手机厂商产业链，随着端侧 AI 应用逐步落地，手机销量将有望持续回暖，叠加大量新机型上市对相关治具和设备的替换需求，公司移动终端业务将有望稳健提升。公司切入比亚迪和赛力斯产业链，受益新能源汽车销量和渗透率提升及主要客户的市场份额提升。液冷需求确定性明显，公司积极导入客户中，有望进入北美大客户产业链，且规划通过扩产扩大生产规模。公司兼具成长性和稀缺性，未来业绩增长和市场空间明显。

图 1：相关公司对比

2024/12/20						销售增速		PE 倍数		P/B		ROE (%)		
单位: RMB	股票代码	国元评级	目标股价 (元)	当前股价 (元)	市值 (亿元)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	
	强瑞技术	301128.SZ	持有	60.00	55.30	40.86	60.2%	51.3%	37.3	23.8	4.90	4.83	20.3	25.8
	赛腾股份	603283.SH	-	77.85	71.79	143.81	19.2%	23.2%	17.4	14.3	4.70	3.60	27.4	25.4
	博杰股份	002975.SZ	-	-	35.09	49.90	50.0%	16.7%	128.0	39.0	3.07	2.94	2.3	7.3
	科瑞技术	002957.SZ	-	15.84	16.82	69.09	4.6%	13.5%	25.6	21.2	2.25	2.07	9.4	10.3
	中位数				59.50	34.6%	20.0%	31.4	22.5	3.89	3.27	14.8	17.9	

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 赛腾股份、博杰股份、科瑞技术数据均来自 Wind 一致预期

图 2：相关公司营收增速

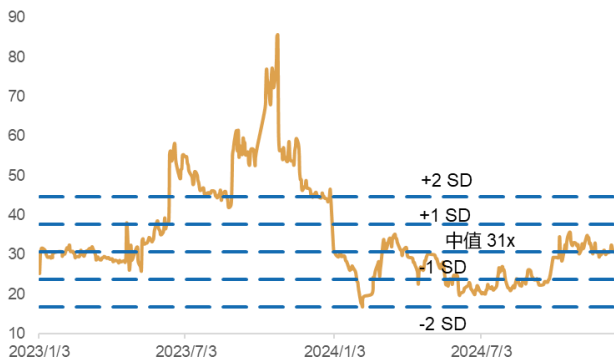
	营收增速	2021	2022	2023	2024E	2025E	21-23CAGR%	24-25CAGR%
301128.SZ	强瑞技术	0.5%	8.1%	47.7%	60.2%	51.3%	17.1%	55.7%
603283.SH	赛腾股份	14.3%	26.4%	51.8%	19.2%	23.2%	29.9%	21.2%
002975.SZ	博杰股份	-11.8%	0.2%	-25.6%	50.0%	16.7%	-13.0%	32.3%
002957.SZ	科瑞技术	7.3%	50.2%	-12.0%	4.6%	13.5%	12.4%	9.0%

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 赛腾股份、博杰股份、科瑞技术数据均来自 Wind 一致预期

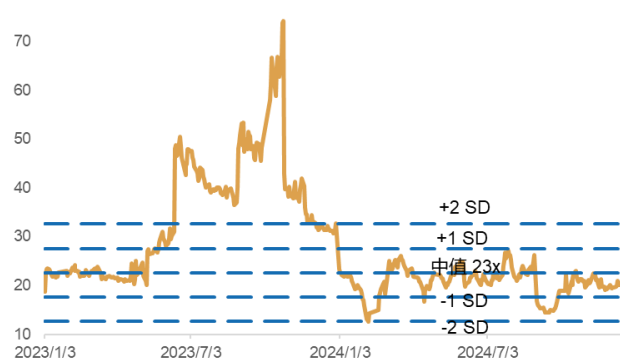
我们考虑公司三大领域持续发力，公司产品积极导入客户，下游需求和业绩增长确定性明显，给予公司 25 年动态 PEB 26x 估值，目标股价为 60 元/股。

图 3：当年动态 P/E-Band 测算



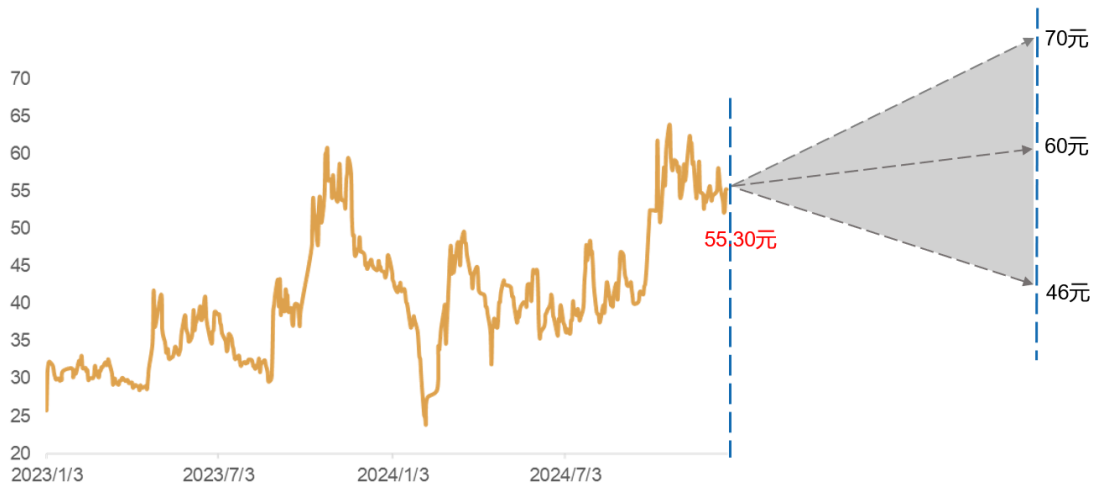
资料来源: Wind, 国元证券研究所预测

图 4：NTM P/E-Band 测算



资料来源: Wind, 国元证券研究所预测

图 5：公司未来 6 个月股价上下行风险



**目标股价**            60 元/股

基于 1) 公司产品各领域放量，公司 2024 年收入端实现 60% 以上增长。2) 公司新业务开始起量，公司整体毛利率稳定在 32% 左右。3) 公司散热业务发力，产品导入新客户顺利，2024 年有望实现 2 亿收入。给予 26x 2025e EPS 为合理估值。

**上行风险场景**        70 元/股

基于 1) 核心客户手机销量回暖显著，新能源汽车客户市场份额加速提升，公司 2024 年收入端实现 80% 以上增长。2) 下游需求回暖加速，行业竞争趋缓，公司整体毛利率达到 35% 以上。3) 公司顺利导入北美大客户，散热业务实现较大幅度增长。给予 30x 2025e EPS 为合理估值。

**下行风险场景**        46 元/股

基于 1) 下游需求回暖动力不足，相关治具和设备需求下降，公司 2024 年收入端增速低于 40%。2) 行业竞争加剧，下游需求复苏缓慢，影响产品毛利率低于 32%。3) 散热产品客户导入受阻。给予 20x 2025e EPS 为合理估值。

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

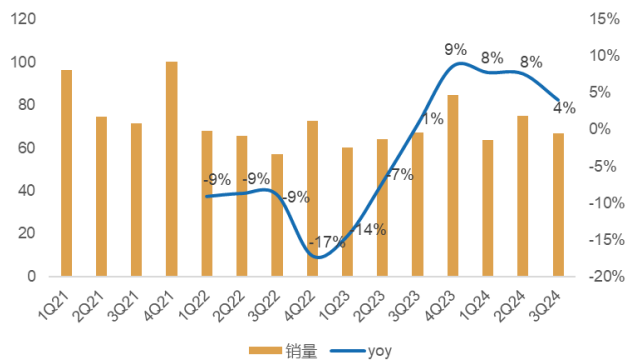
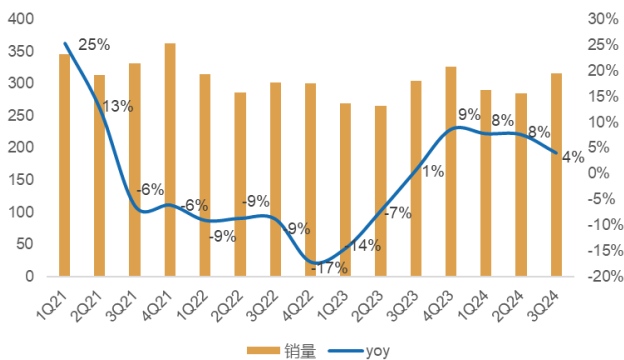
## 核心逻辑变化

### ● 手机客户销量边际改善及新机型上市带动业绩稳健增长

全球智能手机销量受疫情影响自 21 年下半年开始进入下行周期，随着逐步走出疫情影响，宏观经济边际改善，叠加 AI 赋能手机端，端侧 AI 加速手机换机潮，全球及中国手机销量自 23Q3 开始进入回暖阶段，在 2024 年进入较为明显的复苏阶段。未来随着 AI 手机的定义逐步清晰，将有望带动换机潮持续进行，进一步提振手机治具和相关设备需求。

图 6：全球智能手机销量（百万部）

图 7：中国智能手机销量（百万部）



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

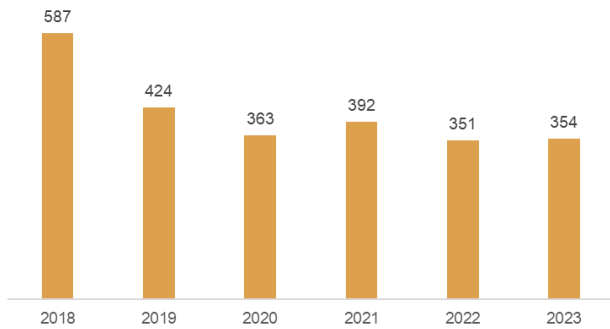
公司治理和设备的主要应用领域为移动终端，主要为智能手机。治具产品需要和智能手机等产品严格匹配，具有高度定制化的特征，随着新机型的推出，相关治具产品通常需要予以替换，所以公司治理产品的更换周期主要取决于手机厂商新机型的更新换代速度。

设备产品具有一定兼容性，可通过更换治具来兼容不同机型，但若新机型的变化幅度超过设备的兼容范围，下游厂商需要更换设备。通常平台类小设备的更换周期通常为 3 年，中大型设备的更换周期通常为 3-5 年。

下游厂商对相关治具等产品的需求主要取决于手机的机型数量和出货量。从中国新机型发布数量来看，头部厂商集中度有所提高，导致 2019-2023 年新机数量略微下滑，但在 2022-2023 年仍保持在 350 款左右，快速的手机机型迭代速度将有望持续推动相关治具和设备需求的持续增长。

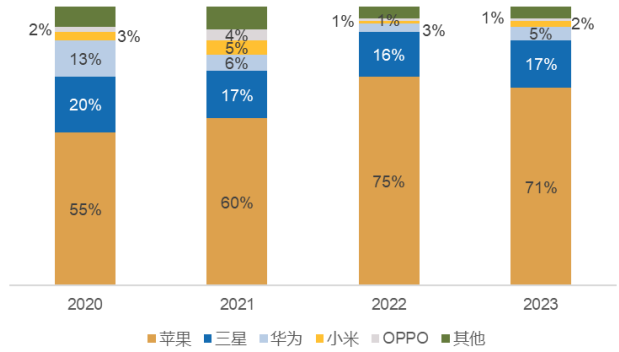


图 8：中国上市新机型数量（款）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：全球高端智能手机品牌份额



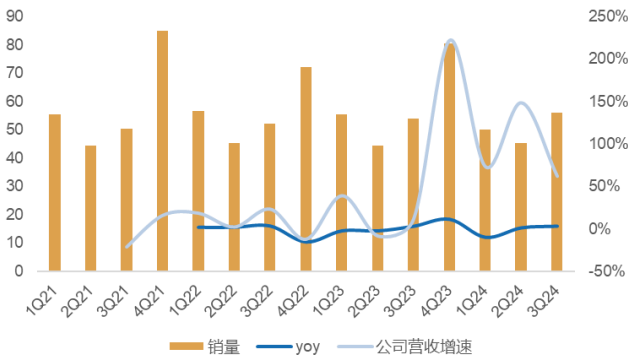
资料来源：Counterpoint，199it，动点科技，国元证券研究所

公司的主要客户为华为、荣耀、OPPO、vivo 等安卓手机厂商及苹果产业链客户，2013 年公司成为华为的直接供应商，2019 年开始向立讯精密等苹果产业链客户供货。2021 年上半年华为为销售额比重下滑至 18%，但荣耀、富士康等其他手机或产业链厂商营收比重出现较大提升。

下游厂商的需求也取决于手机的出货量。公司业绩变动与苹果手机销量也具有有一定拟合性，公司在 2019 年通过富士康、捷普绿点、智信仪器等客户切入苹果产业链，并在 2020 年对苹果产业链客户销售收入达到 1.27 亿元，占 2020 年公司总营收比重的 29%。随着苹果在端侧布局 AI，将有望进一步带动苹果手机销量，对治具和设备的需求也将进一步提升，公司将通过切入苹果产业链客户受益苹果手机销量增长。

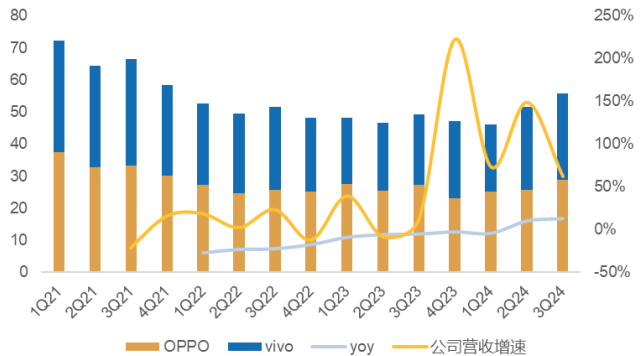
公司分别在 2015 年和 2020 年开始向 vivo、OPPO 手机厂商供货，OPPO 和 vivo 手机的全球销量从 23Q3 开始稳步提升，到 24Q3 销量合计达到 5580 万台。未来随着消费电子稳健复苏，及端侧 AI 在手机领域的应用，有望带动销量的进一步增长，将带动公司相关治具和设备需求稳健增长。

图 10：全球苹果智能手机销量（百万部）



资料来源：IDC，C114，199it 等，国元证券研究所

图 11：全球 OPPO 和 vivo 智能手机销量（百万部）



资料来源：IDC，Fonarena，eet-china 等国元证券研究所

从智能手机的机型更迭情况来看，安卓机型每年的机型都有所改变，尤其是华为，2022-2024 年所发布的 Mate 系列、P 系列和 Nova 系列都有较大改变，相关治具替



换和更新量较大。

OPPO 和 vivo 每年的新机型也有较大变化,公司作为其治具和设备主要供应商,也将带动公司的治具和设备产品持续出货。

虽然苹果手机外观相较安卓阵营变化不大,改变主要集中于尺寸、边框等细节部分,但仍需替换部分治具和设备,公司将有望通过苹果产业链客户,带动出货量稳定提升。

图 12: 华为主要机型外观更新



资料来源: 华为官网, 国元证券研究所

图 13: OPPO 及 vivo 主要机型外观更新



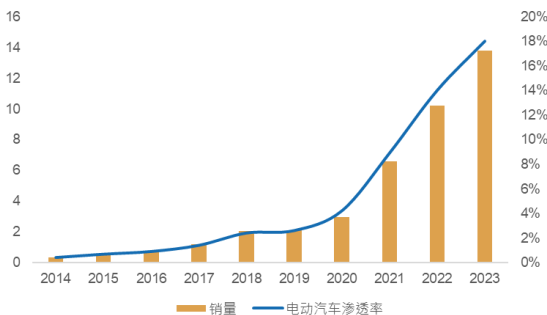
资料来源: OPPO 官网, vivo 官网, 国元证券研究所

● 深度绑定比亚迪、赛力斯, 受益核心客户销量提升

公司在 2022 年下半年正式切入新能源汽车赛道, 主要涉及电机、电池、电控相关核心模块, 也包括为各类域控模组及组件、液冷充电枪等提供气密性治具和测试设备, 通过与华为车 BU、比亚迪及子公司等客户合作, 直接或间接供货赛力斯、比亚迪、广汽、理想、小鹏、北汽、长安等主要车厂。

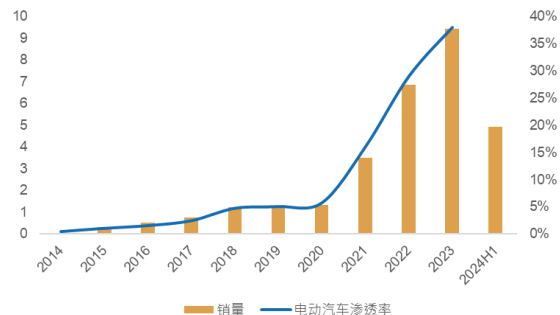
新能源汽车销量和渗透率提升将带动治具和测试设备需求增长。据 Wind 数据, 全球和中国新能源汽车自 2021 年开始进入爆发期, 2023 年全球新能源汽车渗透率达到 18%, 而中国渗透率则近 40%。未来在国家政策和市场趋势推动下, 及智能驾驶等级提升所带动的换车需求, 全球及中国新能源汽车销量将有望持续攀高。中国作为新能源汽车的主要出口国, 将充分受益治具和相关设备等国内相关产业链。

图 14: 全球新能源汽车销量 (百万辆)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

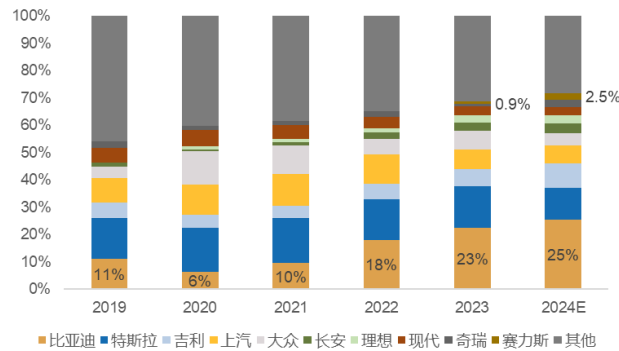
图 15: 中国新能源汽车销量 (百万辆)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

公司已切入全球主流车厂，其中比亚迪和赛力斯为公司主要客户。从全球新能源汽车品牌市场份额来看，比亚迪从 2022 年开始成为全球第一，且市占率持续提升，预计在 2024 年市占率达到 25%。赛力斯市占率相对较低，但也处于逐步提升阶段，从 2023 年的不足 1% 预计提升至 2024 年的 2.5%。随着公司产品导入更多新能源车厂及车企客户市占率逐步提升，将提振公司产品需求。

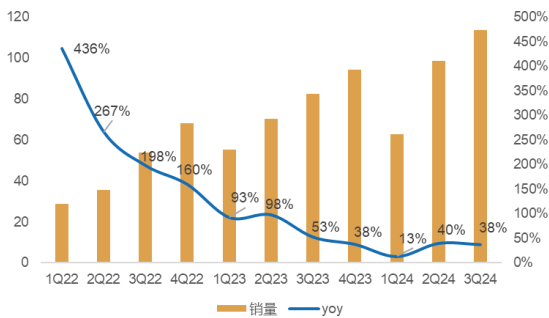
图 16：全球新能源汽车品牌市场份额



资料来源：崔东树公众号，国元证券研究所

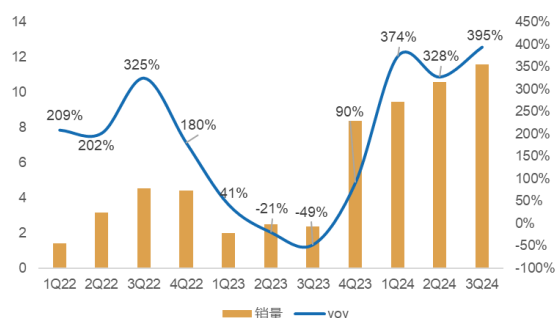
比亚迪新能源汽车销量从 2021 年开始进入增长期，季度销量整体连续走高，24Q3 销量达到 113 万辆，呈现出较强的上升趋势。赛力斯也从 23Q4 进入快速增长期，销量达到 8.36 万辆，同比增加 90%，24Q3 销量达到 11.58 万辆。在新能源的大趋势下，公司核心客户比亚迪和赛力斯的汽车销量将有望持续提升，公司将充分受益。

图 17：比亚迪新能源新车销量（万辆）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 18：赛力斯新能源新车销量（万辆）



资料来源：Wind，国元证券研究所

● 液冷有望扩产，持续导入新客户带来业绩弹性

公司在 23 年上半年通过纵向拓展，在服务器领域实现部分订单，与华为在也冷服务器检测设备展开合作，并获得中兴通讯等其他客户的中标订单。随后公司通过横向收购三焯科技和维玺温控，2023 年 8 月-12 月为公司营收贡献 4749 万元。公司已经切入华为、超聚变、中兴通讯产业链，目前积极拓展浪潮集团、中航光电等客户。

三焯科技主要产品为定制化特种散热设计及配套散热器，主要包括风冷和液冷，

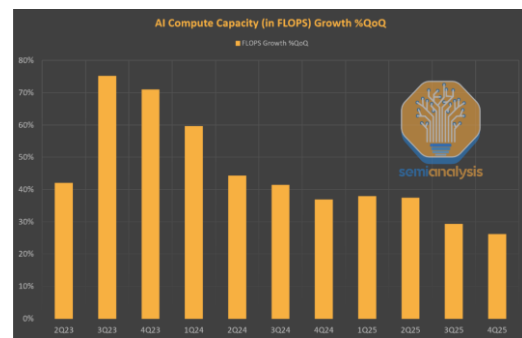
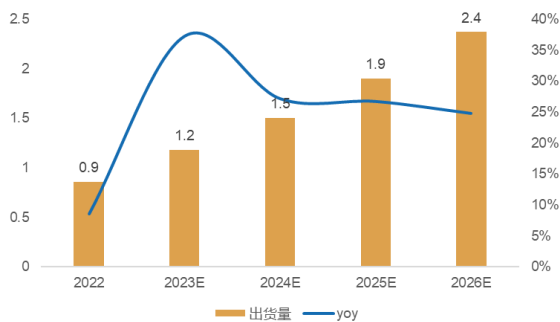
维玺温控主要为三烨科技提供散热器所需的 VC、热管等零部件，形成公司产品应用液冷服务器产线测试环节及子公司提供服务器配套散热产品的服务矩阵。

AI 需求带动 AI 服务器出货持续增长。据 Trendforce 数据，2023 年全球 AI 服务器出货量约 120 万台，占服务器总量的比重约 9%，预计 2026 年出货量达到 240 万台，占服务器总量的比重提升至 15%，未来 AI 服务器的比重将有望持续提升。

AI 服务器带动算力持续提升。据 SemiAnalysis 数据，全球 AI 算力增长在 23 年下半年达到峰值，预计 2024 年虽有所下滑，但仍维持在 40%-60% 的环比增长，2025 年预计将保持 30%-40% 的环比增速。

图 19：全球 AI 服务器出货量（百万台）

图 20：AI 算力持续提升



资料来源：Trendforce，国元证券研究所

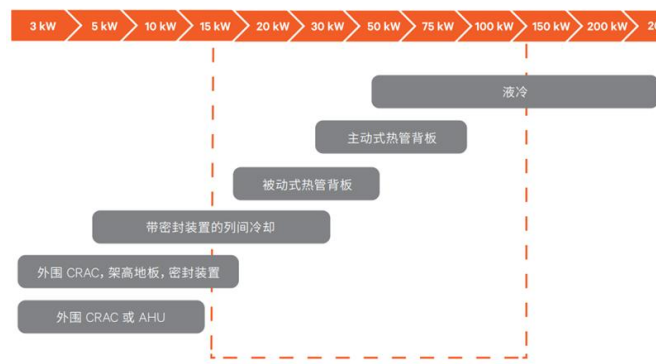
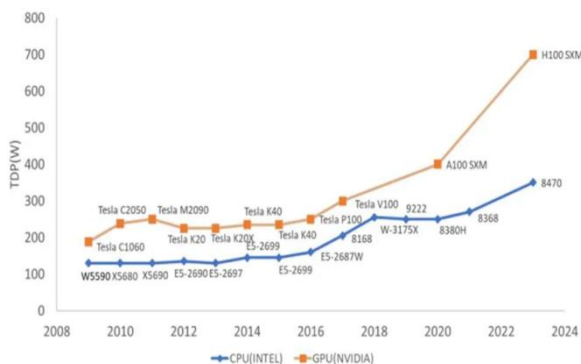
资料来源：SemiAnalysis，国元证券研究所

主流 CPU/GPU 的 TDP 持续提升给散热带来较大压力。CPU/GPU 等计算芯片向高算力和高集成方向发展，导致单颗计算芯片的功耗显著提升。目前 Intel 的多款 CPU 芯片的 TDP 已经超过 350W，Nvidia 的 H100 系列 GPU 芯片的 TDP 达到 700W，而 B100 与 B200 的 TDP 更是提升到 800W 和 1000W，已经达到风冷的极限，接下来只有液冷才能解决散热问题。

据维谛技术数据，当数据中心机架密度超过 20kW 以上时，风冷系统将会失去有效性，液冷将用于满足高热密度机架的散热需求。据中国信通院数据，2020 年全球有 16% 的数据中心单机架功率在 20kW 以上。据储能热管理研究院数据，预计 2025 年全球数据中心单机架平均功率有望达到 25kW，仅有液冷才能满足其散热需求。

图 21：主流 CPU/GPU TDP 变化趋势

图 22：不同功率密度所采用的散热方式



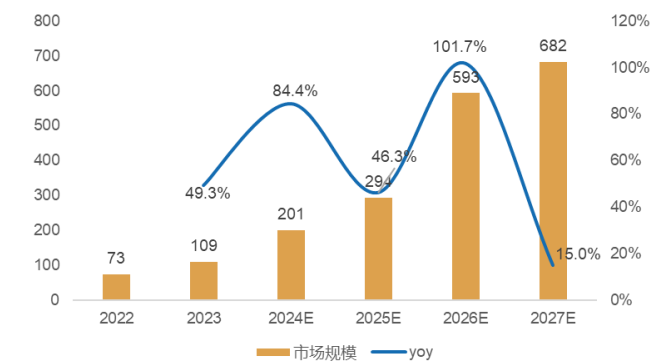
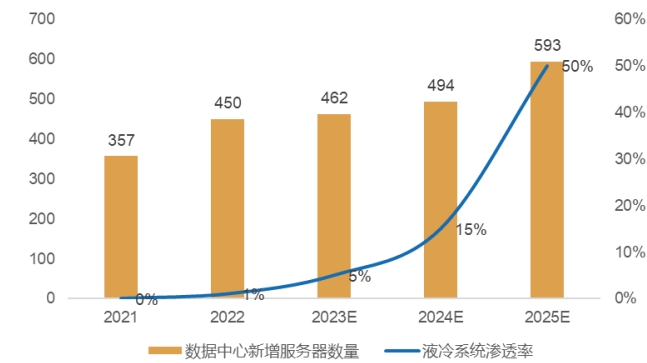
资料来源：阿里云，国元证券研究所

资料来源：《维谛技术数据中心液冷解决方案》，国元证券研究所

据万创研究院数据，随着算力需求的提升，数据中心新增服务器数量也在持续增加，更高的机架功率密度催生更高的液冷需求，预计 2025 年液冷系统渗透率有望达到 50%。据 IDC 数据，2024 年中国液冷服务器市场规模有望达到 201 亿元，预计 2027 年将提升至 682 亿元，2024-2027 年市场规模 CAGR 为 50%。散热业务作为公司新开拓的业务，将有望给公司业绩带来估值弹性。

图 23: IDC 液冷系统渗透情况 (万台)

图 24: 中国液冷服务器市场规模 (亿元)



资料来源：万创研究院，国元证券研究所

资料来源：IDC，中商产业研究院，国元证券研究所

公司通过为三焯科技提供资金支持，使其在 2024 年实现较大出货量提升。目前公司规划扩大散热器业务，已有新场所用于扩大散热器产品的生产规模。此外，子公司三焯科技正在积极拓展北美 N 客户的相关业务，目前处于产品验证阶段，将有望切入北美大客户产业链。未来公司将根据客户需求，持续稳步投资扩建，提高公司产能，将给公司业绩带来较大的增量空间。

## 公司情况介绍

强瑞技术成立于 2005 年，起初从事功能手机工装治具和检测治具，后切入智能手机领域，并于 2015 年进入检测设备和工装设备领域，随后切入汽车和散热赛道，开启新的增量空间。

公司产品主要包括治具和设备两大类。治具又可分为工装治具和检测治具，工装治具中的保压治具为公司的主力产品，其销量占比超过 70%，其主要用于辅助完成产品组装、拆卸货加工等工序；检测治具用于辅助完成移动终端电子产品电性能、光学性能、气密性、射频等方面的检测。

设备也可分为工装设备和检测设备，工装设备用于完成工件的组装、拆卸或加工，检测设备用于完成对工件性能的检测。公司的设备主要出货为平台类小设备，其结构较为简单，功能相对单一，外形较小且单价较低。

图 25：公司主要产品



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司深耕治具和设备领域多年，目前已切入众多知名客户产业链。在移动终端领域，公司成立之初与富士康达成合作，后于 2013 年成为华为的核心供应商，于 2019 年切入捷普绿点、富士康、智信仪器等多家苹果供应商产业链，2020 年进入小米代工厂和 OPPO 供应链体系，且荣耀从华为剥离，开始向公司独立采购。公司基本上直接或间接进入全球主流智能手机厂商供应链。

新能源汽车业务是公司近年来新增的应用领域，公司可为新能源汽车各类模块电源、车载电源等产品提供测试治具和设备，为华为、比亚迪提供新能源汽车组装线体上各类组装、加工及性能测试产品。公司通过华为、比亚迪及其子公司等客户，直接或间接应用于比亚迪、赛力斯、广汽、理想、小鹏、北汽、长安及金康等客户。

公司近年来开始自主研发液冷测试设备，主要配备在客户数据中心设备产品的生产线上，包括液冷检测设备和气液检测及介质自动切换相关的设备及配套治具产品等，目前已切入华为、中兴通讯、超聚变等公司，积极拓展浪潮集团、中航光电等客户。

图 26：公司主要客户

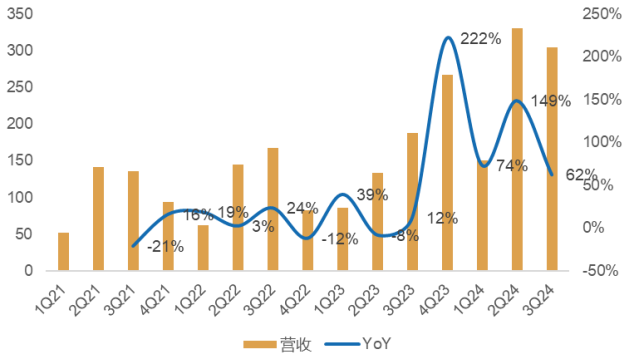


资料来源：公司公告，国元证券研究所



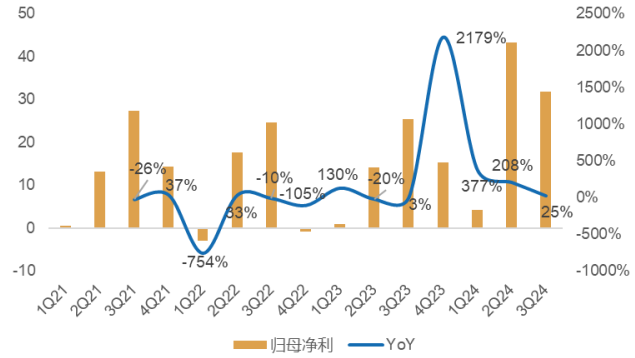
公司业绩与智能手机销量波动基本一致，2023年下半年消费电子开始回暖，叠加公司开拓散热新业务及在汽车等其他领域有所进展，公司业绩开始修复。随着智能手机销量稳健复苏，叠加汽车、散热等领域规模不断扩大，公司业绩整体呈上涨趋势。

图 27：公司季度营收及变动（百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 28：公司季度归母净利润及变动（百万元）

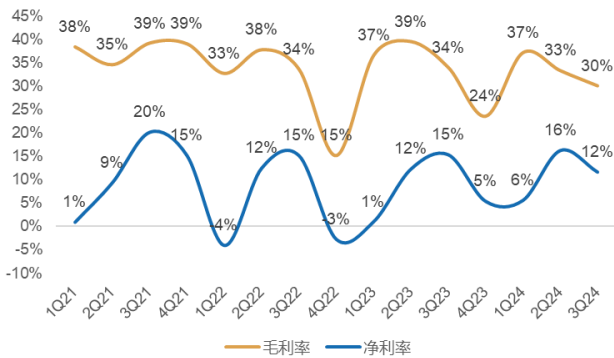


资料来源：Wind，国元证券研究所

公司毛利率水平整体较为稳定，公司综合毛利率受季节波动影响较大，治具等产品的需求旺季在 Q2，导致公司历年 Q2 的毛利率水平处于较高水平，Q4 的毛利率处于较低水平。

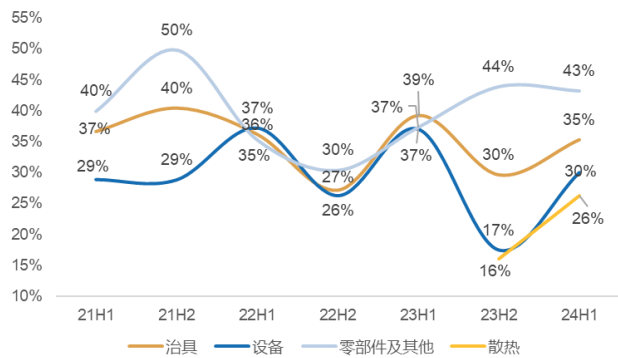
分产品来看，公司受 22H2 消费电子需求萎靡影响较大，各产品毛利率出现下滑，23H2 公司开始开拓其他新领域，拉低公司各产品线毛利率。24H1，新领域拓展顺利，毛利率有所修复，未来公司毛利率将有望稳健提升。

图 29：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

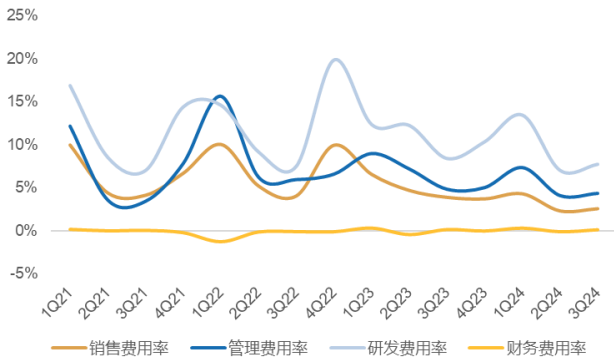
图 30：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究所

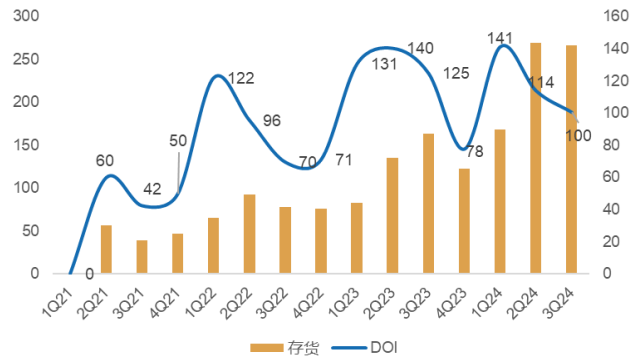
公司降本效果明显，销售费用率从 21Q1 的 10% 下降至 24Q3 的 2.6%，管理费用率从 12% 下降至 4%，期间费用率从 22% 下降至 7%，下滑 15 pct。从公司 DOI 数据来看，公司备货主要集中在 Q1 和 Q2，主要用于下半年的消费电子旺季。公司在 24Q2 和 24Q3 准备较高的存货，用以满足逐步回暖的下游需求。

图 31：公司期间费用率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 32：公司存货及 DOI (百万元&天)



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 业绩拆分及估值

随着消费电子稳健复苏，且 AI 赋能手机终端，将带动智能手机销量持续回暖，叠加每年有大量新机上市，相关治具和部分设备需要更换。目前公司已切入主流手机厂商产业链，公司治具和设备将充分受益。

新能源主旋律不变，新能源汽车销量和渗透率连年攀高，公司已供货主流新能源车厂，其中主要客户比亚迪和赛力斯新能源汽车销量和市占率逐步提升，公司出货将持续增加。

AI 算力提升带动液冷需求增加，公司通过收购三焯科技和维玺温控切入液冷黄金赛道，公司规划扩大散热器产能，用于满足日益增长的市场需求。公司已切入华为、超聚变、中兴通信产业链，目前积极拓展浪潮集团、中航光电等客户，且已送样给北美 N 客户，有望切入北美大客户产业链，打开公司增量空间。

我们预计 2024-2026 年公司治具业务营收实现 6.10/9.03/10.64 亿元，同比增加 48.3%/48.0%/17.9%，毛利率为 32.9%/32.6%/33.5%。设备业务营收实现 1.68/2.71/3.31 亿元，同比增加 32.6%/61.7%/22.1%，毛利率为 27.4%/27.5%/28.5%。散热业务营收实现 1.89/3.00/4.80 亿元，同比增加 338.8%/59.0%/60%，毛利率为 26.2%/26.0%/27.0%。零部件及其他业务营收实现 1.14/1.60/1.60 亿元，同比增加 21.6%/40%/0%，毛利率为 42.6%/41.5%/42.5%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 10.80/16.34/20.36 亿元，同比增加 60.2%/51.3%/24.6%，毛利率为 31.84%/31.39%/31.87%。



**表 1: 公司业绩拆分 (百万元)**

		2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收	674.22	1,080.17	1,633.86	2,035.51
	yoy		60.2%	51.3%	24.6%
	毛利率	31.25%	31.84%	31.39%	31.87%
	毛利	210.67	343.93	512.88	648.66
治具	营收	411.13	609.86	902.56	1,064.13
	yoy		48.3%	48.0%	17.9%
	毛利率	32.6%	32.9%	32.6%	33.5%
	毛利	133.95	200.44	293.82	356.61
设备	营收	126.57	167.79	271.30	331.38
	yoy		32.6%	61.7%	22.1%
	毛利率	25.1%	27.4%	27.5%	28.5%
	毛利	31.73	45.90	74.66	94.44
散热	营收	43.00	188.70	300.00	480.00
	yoy		338.8%	59.0%	60.0%
	毛利率	16.0%	26.2%	26.0%	27.0%
	毛利	6.88	49.38	78.00	129.60
零部件及其他	营收	94.00	114.32	160.00	160.00
	yoy		21.6%	40.0%	0.0%
	毛利率	40.4%	42.6%	41.5%	42.5%
	毛利	38.01	48.71	66.40	68.00

资料来源: Wind, 国元证券研究所预测

强瑞技术是国内领先的治具和相关设备供应商,我们选取赛腾股份、博杰股份、科瑞技术具有相似业务的 A 股上市公司作为可比公司, 2024-2026 年平均 PE 为 57/25/21 倍, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.10/1.72/2.23 亿元, 对应 EPS 为 1.48/2.32/3.01 元/股, 对应 PE 为 37/24/18 倍, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

**表 2: 可比公司估值**

股票代码	公司名称	收盘价 (元/股)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603283.SH	赛腾股份	71.79	4.13	5.03	5.87	17.38	14.29	12.24
002975.SZ	博杰股份	35.09	0.27	0.90	1.05	127.97	38.98	33.49
002957.SZ	科瑞技术	16.82	0.66	0.79	1.00	25.57	21.18	16.79
	平均					56.97	24.82	20.84
301128.SZ	强瑞技术	55.30	1.48	2.32	3.01	37.25	23.79	18.35

资料来源: Wind, 国元证券研究所预测

注: 可比公司数据均采用 Wind 一致预期, 股价为 2024 年 12 月 20 日收盘价。

## 风险提示

### 上行风险：

**下游景气度加速提升：**目前全球宏观经济持续改善，将带动下游需求提升，宏观环境进一步改善将对公司业绩产生利好。

**公司产能项目加速落地：**公司规划扩大散热产能，若扩产计划加速落地，将更好的满足下游需求，打开公司增量空间。

**产品导入客户顺利：**目前公司散热业务积极拓展浪潮集团、中航光电等客户，且已送样北美 N 客户，若公司产品导入顺利，将带来较大的业绩弹性。

### 下行风险：

**下游需求不及预期：**公司主要领域为移动终端领域，若消费电子回暖不及预期，则会影响智能手机销量，进一步影响公司产品出货。

**产品导入不及预期：**若公司散热产品导入客户受阻或验证不及预期，则对公司的销量产生不利影响。

**其他系统性风险：**中美贸易摩擦、边缘政治摩擦等。

**财务预测表**

资产负债表				
	单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	107	107	86	90
交易性金融资产	308	258	208	158
应收账款及应收票据	340	476	671	833
存货	122	169	255	312
预付账款	3	4	7	8
其他流动资产	14	15	23	29
流动资产合计	894	1,029	1,250	1,429
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	156	168	178	187
无形资产	13	13	13	13
商誉	30	40	40	40
递延所得税资产	24	22	22	22
其他非流动资产	72	68	59	49
<b>资产总计</b>	<b>1,188</b>	<b>1,340</b>	<b>1,562</b>	<b>1,740</b>
短期借款	8	33	58	83
应付票据及应付账款	142	245	374	462
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	28	44	67	83
应交税费	9	16	25	31
其他流动负债	53	71	96	114
流动负债合计	239	409	619	773
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	18	14	14	14
其他非流动负债	56	40	25	15
<b>负债合计</b>	<b>313</b>	<b>463</b>	<b>658</b>	<b>801</b>
归属于母公司的所有者权益	840	834	847	863
少数股东权益	35	44	58	76
<b>股东权益</b>	<b>875</b>	<b>878</b>	<b>904</b>	<b>939</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>1,188</b>	<b>1,340</b>	<b>1,562</b>	<b>1,740</b>

现金流量表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>11</b>	<b>96</b>	<b>97</b>	<b>159</b>
投资	-23	50	50	50
资本性支出	-34	-42	-32	-31
其他	-166	5	15	18
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-223</b>	<b>12</b>	<b>33</b>	<b>37</b>
债权融资	-5	9	10	15
股权融资	0	-14	0	0
支付股利及利息	-37	-102	-160	-208
其他	-18	-1	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-61</b>	<b>-109</b>	<b>-150</b>	<b>-193</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-273</b>	<b>0</b>	<b>-20</b>	<b>4</b>

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>674</b>	<b>1,080</b>	<b>1,634</b>	<b>2,036</b>
%同比增速	48%	60%	51%	25%
营业成本	464	736	1,121	1,387
毛利	211	344	513	649
%营业收入	31%	32%	31%	32%
税金及附加	4	6	10	12
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	29	47	71	89
%营业收入	4%	4%	4%	4%
管理费用	40	65	98	122
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	71	113	173	218
%营业收入	10%	11%	11%	11%
财务费用	0	-1	-1	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-24	-15	-10	-10
信用减值损失	-7	-7	-7	-7
其他收益	10	17	25	28
投资收益	6	10	15	18
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	2
<b>营业利润</b>	<b>60</b>	<b>119</b>	<b>185</b>	<b>240</b>
%营业收入	9%	11%	11%	12%
营业外收支	-1	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>60</b>	<b>118</b>	<b>184</b>	<b>239</b>
%营业收入	9%	11%	11%	12%
所得税费用	-1	-1	-2	-2
净利润	60	119	186	241
%营业收入	9%	11%	11%	12%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>56</b>	<b>110</b>	<b>172</b>	<b>223</b>
%同比增速	45%	97%	57%	30%
少数股东损益	5	9	14	18
EPS (元/股)	0.75	1.48	2.32	3.01

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.75	1.48	2.32	3.01
BVPS	11.37	11.29	11.46	11.67
PE	61.64	37.25	23.79	18.35
PEG	1.37	0.39	0.42	0.62
PB	4.09	4.90	4.83	4.74
EV/EBITDA	38.77	27.85	19.05	15.08
ROE	7%	13%	20.29%	25.81%
ROIC	5%	12%	19%	23%

## 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