

领益智造 (002600.SZ)

平台化制造领导者，机器人+眼镜+折叠屏+服务器探索新机遇

积极打造 AI 终端硬件制造平台，加速在 AI 硬件领域的探索。2006 年，深圳领胜电子成立，主要从事模切业务，与富士康、比亚迪和诺基亚等大客户合作。2018 年公司上市并更名为领益智造。在 2017-2021 年公司多次收购以拓展业务，2017 年收购东莞鑫焱及领益智精密扩大结构件业务规模，2019 年收购赛尔康切入充电器业务，2020 年收购苏州一道并成立苏州益道，2021 年收购浙江锦泰开拓新能源业务。2024 年，公司成立人工智能研发中心，搭建 AI 运算平台，为公司精益制造赋能，围绕包含 XR、机器人等 AI 终端的硬件产品探索在自身业务领域的具体应用和协同。

AI 端侧落地开启新一轮换机潮，公司各大业务板块迎来新机遇。根据 Counterpoint Research 的预测，2024 年全球生成式人工智能 (AI) 手机渗透率将达到 11%，并随着更多次旗舰以及中高端机型将配备更强大的端侧 AI 能力，进一步增长到 43%，届时出货量将超过 5.5 亿台，增长近 4 倍。公司在消费电子精密结构件和模组领域有着广泛的布局和深厚的技术积累，在全球范围内拥有生产服务据点、研发中心和销售办事处，覆盖全球主要市场。其产品广泛应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑等消费电子终端设备。

服务器空间广阔，公司进军显卡市场。随着数据中心设备及 AI 服务器功耗日益提升，GPU、CPU 等算力芯片朝着更高性能升级，进一步推动供电系统、散热系统升级与需求提升，核心组件中电源管理系统及散热系统的价值量显著提升。公司凭借多年在散热领域的深耕研究，已具备超薄均热板、散热零部件、散热模组、散热板、液冷系统、石墨片、导热垫片、导热胶及 VC 热管等散热相关产品的研发与生产能力，现已进军显卡市场，进入 AMD 供应链核心，实现全球化布局。

AI 眼镜大势已至，AI 赋能 XR 新发展。公司为全球 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。深度绑定 XREAL 大客户，为其提供关键零组件和组装服务。2025 年 2 月 25 日，XREAL 与海信视像的 AR/AI 眼镜签约战略合作，双方联合研发的首款 AR 高端观影产品将于今年下半年发布，AI 技术的深度赋能成为关键支点。公司作为 XREAL 的长期战略伙伴，为其 AR 眼镜提供关键零组件和组装服务，XREAL 与多方的合作也为公司在新兴领域开辟了全新的增长空间。

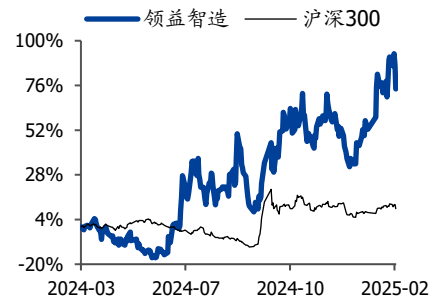
人形机器人迈入发展快车道。公司自 2009 年开始在机器人研发领域积累技术。公司拥有伺服电机、减速器、驱动器、运动控制器等人形机器人执行层的核心技术，已为人形机器人客户提供头部总成、灵巧手总成、四肢总成、高功率充电和散热解决方案等核心硬件。公司重视人形机器人市场机遇的开拓，以特种机器人技术的不断打磨和迭代为基础，人形机器人业务快速成长。纵观公司机器人业务发展路线，可以看到，公司从 2009 年起，凭借自研自动化技术开始服务于主要客户的产线，2018 年手工线变为十几米长的全自动巧手线；2020 参与开发 Hanson 人形机器人“Sophia”并持续迭代出货；2023 年与 Hanson Robotics Limited 签署谅解备忘录，就人形机器人的优化升级、量产测试等方面展开合作。到 2025 年年初，公司拥有百台自研机器人，实现与 Hanson、智元等机器人企业合作研发，并不断拓展机器人新客户。

买入 (首次)

股票信息

行业	消费电子
02 月 28 日收盘价 (元)	9.72
总市值 (百万元)	68,119.49
总股本 (百万股)	7,008.18
其中自由流通股 (%)	98.36
30 日日均成交量 (百万股)	296.29

股价走势



作者

分析师 郑震湘
执业证书编号: S0680524120005
邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星
执业证书编号: S0680525010004
邮箱: shelingxing1@gszq.com

分析师 钟琳
执业证书编号: S0680525010003
邮箱: zhonglin1@gszq.com

相关研究

折叠屏手机增长空间大，碳纤维结构件助力轻薄化。中国折叠屏手机出货量增速远超大盘，仍有较大的增长空间。根据 IDC，2024 年中国折叠屏手机出货量约 917 万台，同比增长 30.8%，远超 2024 年中国智能手机出货量增速 5.6%，预计 2025 年中国折叠屏手机出货量将达到 1000 万台左右，同比增长 9.1%。公司的碳纤维结构件具有高强度、散热佳等特性，已在高端折叠屏手机上实现量产出货。

盈利预测与投资建议：预计公司在 2025/2026 年分别实现营业收入 490/591 亿元，同比增长 22%/21%，实现归母净利润 22.8/29.7 亿元，同比增长 30%/30%。当前股价对应 2025/2026 年 PE 分别为 30/23X，具有估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新品研发进展不及预期，原材料价格波动，行业竞争加剧，关键假设有误差风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	34,485	34,124	40,184	48,990	59,111
增长率 yoy（%）	13.5	-1.0	17.8	21.9	20.7
归母净利润（百万元）	1,596	2,051	1,753	2,283	2,970
增长率 yoy（%）	35.2	28.5	-14.5	30.2	30.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.23	0.29	0.25	0.33	0.42
净资产收益率（%）	9.3	11.2	8.7	10.2	11.9
P/E（倍）	42.7	33.2	38.9	29.8	22.9
P/B（倍）	4.0	3.7	3.4	3.1	2.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 02 月 28 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	19407	19157	19481	21660	24587
现金	2731	3018	1253	1128	2682
应收票据及应收账款	9210	8896	10288	11902	12834
其他应收款	195	307	435	416	558
预付账款	115	94	117	149	171
存货	5101	5727	6467	7210	7966
其他流动资产	2056	1115	921	854	376
非流动资产	16785	18031	19270	19224	19105
长期投资	673	525	637	708	720
固定资产	9818	10420	11482	11821	12003
无形资产	1212	1099	1114	1099	1042
其他非流动资产	5082	5987	6036	5596	5341
资产总计	36192	37188	38751	40884	43691
流动负债	13238	13237	13079	13051	13192
短期借款	2027	1487	982	532	132
应付票据及应付账款	6960	8027	7946	8098	8232
其他流动负债	4252	3723	4152	4421	4828
非流动负债	5697	5640	5493	5493	5502
长期借款	3825	3986	3886	3936	3995
其他非流动负债	1871	1653	1607	1557	1507
负债合计	18935	18877	18573	18544	18694
少数股东权益	90	61	59	55	50
股本	1764	1756	1756	1756	1756
资本公积	8831	8770	8770	8770	8770
留存收益	6933	7976	9931	12097	14759
归属母公司股东权益	17167	18251	20119	22285	24947
负债和股东权益	36192	37188	38751	40884	43691

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4125	5295	2808	3728	5243
净利润	1590	2047	1752	2278	2965
折旧摊销	2190	2235	2549	2859	3062
财务费用	384	346	319	342	337
投资损失	-190	-102	-121	-147	-177
营运资金变动	-1235	-50	-2282	-1927	-1229
其他经营现金流	1386	819	591	324	286
投资活动现金流	-3268	-2094	-3478	-2588	-2348
资本支出	-2210	-2201	-3201	-2254	-2500
长期投资	-1	12	87	-77	355
其他投资现金流	-1057	95	-363	-258	-203
筹资活动现金流	-1159	-2917	-1156	-1264	-1342
短期借款	-1317	-540	-505	-450	-400
长期借款	-100	161	-100	50	59
普通股增加	-8	-8	0	0	0
资本公积增加	-118	-61	0	0	0
其他筹资现金流	384	-2470	-551	-864	-1001
现金净增加额	-247	380	-1765	-125	1553

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	34485	34124	40184	48990	59111
营业成本	27335	27319	33261	39934	47798
营业税金及附加	210	204	224	294	355
营业费用	302	332	321	490	591
管理费用	1460	1402	1607	2205	2660
研发费用	2094	1808	2339	3179	3960
财务费用	148	212	286	304	296
资产减值损失	-1055	-707	-506	-358	-305
其他收益	152	274	289	318	296
公允价值变动收益	-144	-200	-86	-85	-85
投资净收益	190	102	121	147	177
资产处置收益	-41	11	-40	59	10
营业利润	2054	2553	1976	2764	3670
营业外收入	10	9	11	10	10
营业外支出	65	40	40	48	43
利润总额	1999	2521	1948	2726	3638
所得税	408	474	196	448	673
净利润	1590	2047	1752	2278	2965
少数股东损益	-6	-4	-1	-5	-5
归属母公司净利润	1596	2051	1753	2283	2970
EBITDA	5111	5386	4783	5888	6995
EPS (元/股)	0.23	0.29	0.25	0.33	0.42

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.5	-1.0	17.8	21.9	20.7
营业利润(%)	89.5	24.3	-22.6	39.9	32.8
归属母公司净利润(%)	35.2	28.5	-14.5	30.2	30.1
获利能力					
毛利率(%)	20.7	19.9	17.2	18.5	19.1
净利率(%)	4.6	6.0	4.4	4.7	5.0
ROE(%)	9.3	11.2	8.7	10.2	11.9
ROIC(%)	8.8	9.7	7.2	8.5	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	52.3	50.8	47.9	45.4	42.8
净负债比率(%)	37.3	27.9	32.2	27.6	16.9
流动比率	1.5	1.4	1.5	1.7	1.9
速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.1	1.2	1.4
应收账款周转率	3.8	3.8	4.3	4.5	4.9
应付账款周转率	3.9	3.9	4.5	5.3	6.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.29	0.25	0.33	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.76	0.40	0.53	0.75
每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.60	2.87	3.18	3.56
估值比率					
P/E	42.7	33.2	38.9	29.8	22.9
P/B	4.0	3.7	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	7.5	9.7	15.6	12.6	10.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 02 月 28 日收盘价

内容目录

一、AI 终端硬件核心供应商，渗透新能源汽车等新兴市场	6
1.1 从模切起步，构建全球化精密制造一体化平台	6
1.2 公司股权集中，股权激励助力公司长远发展	7
1.3 收入稳步增长，大力投入研发推动技术创新	8
二、受益端侧 AI 浪潮，打造 AI 硬件制造平台，	12
2.1 AI 持续渗透，驱动换机周期	12
2.2 服务器空间广阔，公司进军显卡市场	17
2.3 AI 眼镜大势已至，AI 赋能 XR 新发展	19
2.4 精密功能件专家，打造 AI 终端硬件制造平台	20
三、不断拓宽产品矩阵，全面拥抱高成长赛道	22
3.1 新能源汽车持续渗透，打开动力电池结构件市场	22
3.2 以特种机器人技术为基础，人形机器人业务快速成长	24
3.3 折叠屏手机增长空间大，碳纤维结构件助力轻薄化	27
3.4 光伏市场增长迅速，绑定大客户提升份额	28
四、盈利预测与投资建议	32
4.1 盈利预测	32
4.2 投资建议	33
风险提示	34

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司业务布局	7
图表 3: 公司股权结构（截至 2024 三季报）	8
图表 4: 公司部分管理层背景	8
图表 5: 公司营收及同比增速	9
图表 6: 公司归母净利润及同比增速	9
图表 7: 公司销售毛利率及销售净利率（%）	9
图表 8: 公司期间费用率（%）	9
图表 9: 公司分产品收入情况（亿元）	10
图表 10: 公司主营分产品毛利率（%）	10
图表 11: 公司研发费用情况	10
图表 12: 公司研发人员数量与占比	10
图表 13: 公司募投项目	11
图表 14: 2014-2024 年全球智能手机出货量及增速	12
图表 15: 中国 23Q4-24Q4 智能智能手机出货量及增速	12
图表 16: 全球生成式 AI 智能手机出货量与渗透率预测	13
图表 17: 全球 AI PC 出货量与渗透率	13
图表 18: 中国 AI PC 出货量与渗透率	13
图表 19: 均热板与热管	14
图表 20: VC 均热板内部结构	14
图表 21: iPhone 15 Pro 系列采用最早的石墨片散热设计	14
图表 22: iPhone 16 加入新设计的金属屏蔽罩覆盖芯片来散热	14
图表 23: 小米 MIX Fold 3 配备不锈钢 VC	15
图表 24: 全球热管理市场规模及预测（亿美元）	15
图表 25: 全球热管、均热板市场规模及预测（亿美元）	15
图表 26: 历代 iPhone 电池容量（mAh）	16
图表 27: 2024 年智能手机电池容量情况（mAh）	16
图表 28: 快充手机分品牌平均充电功率	17
图表 29: 2024 年 142 款手机快充功率占比情况	17

图表 30:	历代 iPhone 最大快充功率 (W)	17
图表 31:	全球整体服务器产值及 AI 服务器占比情况及预测	18
图表 32:	全球 VR/AR 季度销量 (万台)	19
图表 33:	全球 VR/AR 年度销量及预测 (万台)	19
图表 34:	全球 AI 智能眼镜季度销量 (万副)	19
图表 35:	全球 AI 智能眼镜年度销量及预测 (万副)	19
图表 36:	公司的智能终端精密功能件与结构件	20
图表 37:	公司散热产品	21
图表 38:	2019-01 至 2025-01 中国新能源汽车销量及渗透率	22
图表 39:	动力电池电芯结构	23
图表 40:	2015-2023 年中国锂电池精密结构件市场规模	23
图表 41:	中国新能源汽车动力锂电池结构件市场规模及预测 (亿元)	23
图表 42:	公司汽车业务发展历程	24
图表 43:	公司汽车业务的主要产品	24
图表 44:	人形机器人成本拆分及零组件全球潜在供应商	25
图表 45:	Optimus 在特斯拉工厂	25
图表 46:	Figure 02 手部具有 16 个自由度	25
图表 47:	领鹏智能产品布局	26
图表 48:	公司机器人发展历程	26
图表 49:	中国 23Q4-24Q4 折叠屏手机出货量及增速	27
图表 50:	2024 年中国折叠屏手机出货量市场份额	27
图表 51:	折叠屏类型与发展趋势	27
图表 52:	公司的碳纤维结构件——Hinge 零件	28
图表 53:	光伏发电系统的运作原理	29
图表 54:	光伏逆变器分类	29
图表 55:	全球光伏年度新增装机规模以及新增规模预测 (单位: GW)	30
图表 56:	中国光伏年度新增装机规模以及新增规模预测 (单位: GW)	30
图表 57:	全球四大区域市场光伏新增装机量 (单位: GW)	30
图表 58:	公司光伏业务主要产品	31
图表 59:	公司光伏业务发展历程	31
图表 60:	领益智造分业务收入毛利拆分	33
图表 61:	可比公司估值分析	34

一、AI 终端硬件核心供应商，渗透新能源汽车等新兴市场

1.1 从模切起步，构建全球化精密制造一体化平台

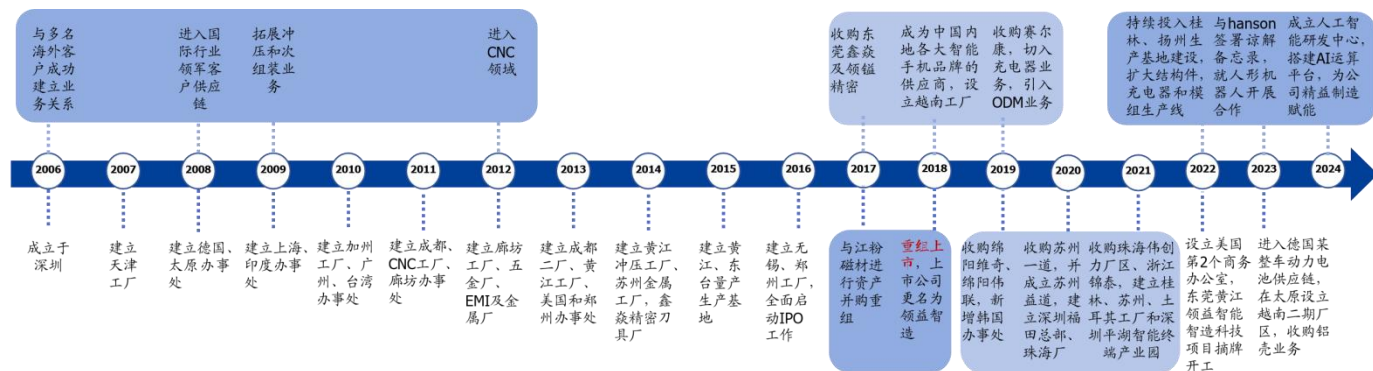
公司经历了三段式突破，积极打造 **AI** 终端硬件制造平台，加速在 **AI** 硬件领域的探索。

(1) 2006-2016 年飞速发展, 2006 年, 深圳领胜电子成立, 主要从事模切业务, 与富士康、比亚迪和诺基亚等大客户合作。在此阶段公司持续拓展产品线, 从设备制造厂商起家到各大产品线的进驻, 成为排名靠前的供应商, 在 2016 年底达到 100 亿销售额。

(2) 2017-2021 年收购拓展, 2017 年公司与江粉磁材进行资产并购重组, 于 2018 年成功上市更名为领益智造。在此阶段公司进行了多次收购以拓展业务, 2017 年收购东莞鑫焱及领镒精密扩大结构件业务规模, 2019 年收购赛尔康切入充电器业务, 2020 年收购苏州一道并成立苏州益道, 2021 年收购浙江锦泰开拓新能源业务。

(3) 2022 至今，乘 AI 之东风，开拓新领域。2023 年，公司与 hanson 签署谅解备忘录，就人形机器人的设计、量产方面展开合作，并进入德国某整车动力电池供应链；2024 年，公司成立人工智能研发中心，搭建 AI 运算平台，为公司精益制造赋能，围绕包含 XR、机器人等 AI 终端的硬件产品探索在自身业务领域的具体应用和协同。

图表1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

公司主要从事精密功能件、结构件、模组及充电器等业务，产品主要应用于 AI 终端设备及通讯、汽车、光伏储能等行业。

1) AI 终端设备及通讯: 公司为世界领先的 AI 终端硬件领域的核心供应厂商, 提供 AI 终端设备所需的精密功能件、结构件、模组等, 具备模切、冲压、CNC 和注塑等工艺流程的技术, 下游应用涵盖智能手机、笔记本电脑、可穿戴设备等领域, 并围绕包含 XR、机器人探索在自身业务领域的具体应用和协同。

2) 汽车：截至 2024 年半年报，公司已布局动力电池方壳电芯钢/铝外壳、圆柱电芯铝壳、顶盖/盖板、防爆阀、正负极软连接、转接片等电池结构件产品，及柔性软连接母排、注塑件等其他汽车相关精密结构件；逐步切入车用的刹车系统解决方案一线品牌；在车内电子电气件也布局无线快充，并自研快充线圈（Coils），更好地适配品牌方充电协议，满足不同设备间的同时充电。此外，公司正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。

3) 光伏储能：公司光伏储能板块主要产品为微型逆变器、功率优化器、储能 PCS 及光伏无线网络通讯模块，提供光伏储能关键产品方案，用于将太阳能模组的直流电源转换为交流电源。公司与国际领先的光伏储能领域客户在合作开发、生产等方面建立了深入

合作，为其提供微型光伏逆变器等产品的代工服务。公司光伏储能业务与原有业务协同性强，凭借在消费电子领域的深厚积累迅速提升市场份额。

图表2：公司业务布局

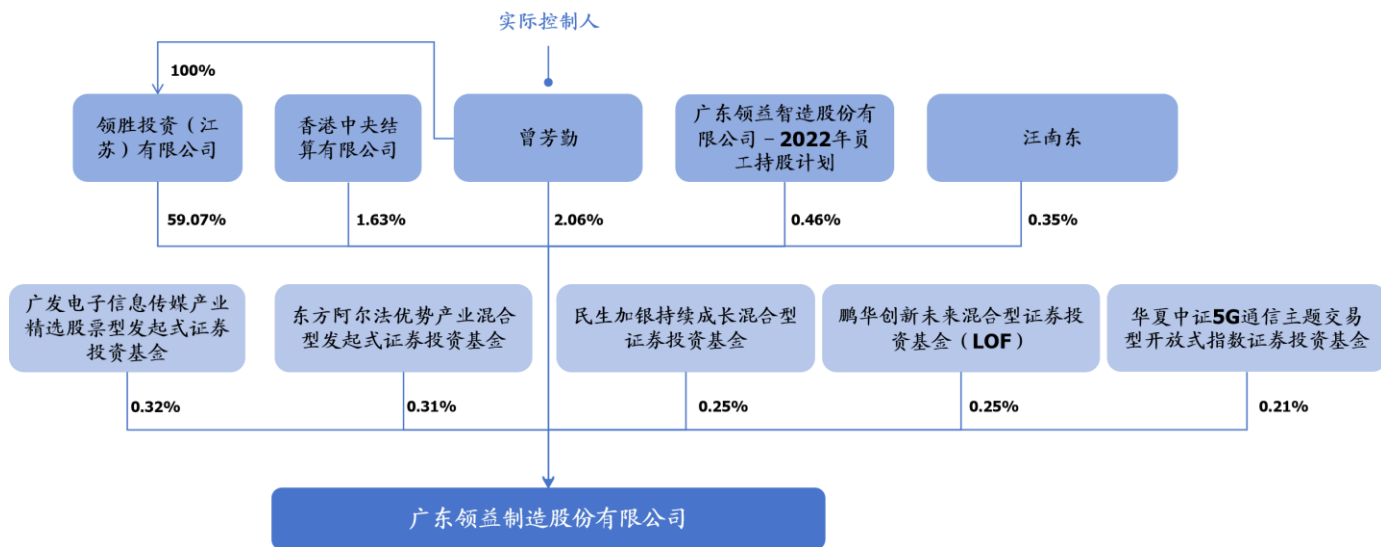


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 公司股权集中，股权激励助力公司长远发展

公司股权集中，公司董事长曾芳勤女士为实际控制人。截至 2024 年三季报，公司实际控制人为董事长兼董事曾芳勤，直接持有公司 2.06%股份，通过 100%持股领胜投资（江苏）有限公司，间接持有公司 59.07%股份，合计持有公司股份 61.13%。公司设有股权激励计划，考核年度为 2024-2026 三个会计年度，考核目标为 24/25/26 年度营业收入增长率或归母净利润增长率相比 2023 年分别不低于 10%/20%/30%。2024 年 9 月 26 日，公司股票期权激励计划首次授予完成，首次授予激励对象共有 1410 人，首次授予数量达 18861 万份。

图表3: 公司股权结构 (截至 2024 三季报)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 公司部分管理层背景

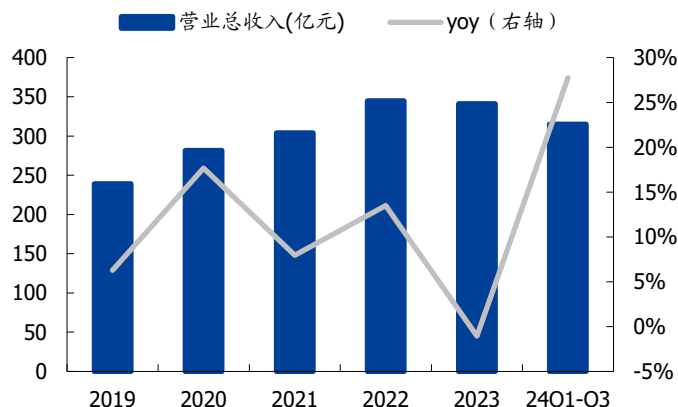
姓名	性别	职位	履历
曾芳勤	女	董事长、董事	1965年生, 中国国籍 (香港)。2006年5月创立领胜电子科技 (深圳) 有限公司, 2012年7月创立领益科技 (深圳) 有限公司。现任公司董事长兼总经理。
贾双焯	男	副董事长、董事	1978年生, 中国国籍, 无境外居留权, 本科学历。2004年2月至2020年11月, 担任AMA南中国区总经理、中国区副总裁。2020年12月加入公司, 现任公司副董事长、集团人力资源高级副总裁。
黄金荣	女	董事	1980年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2016年10月加入公司, 现任公司董事、财经部高级总监。
李波	男	董事	1972年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 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, 现任赛尔康事业部高级副总裁。
刘健成	男	独立董事	1955年生, 中国国籍 (香港), 香港注册会计师, 澳大利亚注册会计师, 加拿大注册会计师, 澳大利亚纽卡索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运营官; 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、NatureWoodGroupLimited独立董事、高奥士国际控股有限公司独立非执行董事以及公司独立董事。
蔡元庆	男	独立董事	1969年生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 博士学位, 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、广东领益智造股份有限公司独立董事。
阮超	男	独立董事	1984年生, 中国国籍, 无境外居留权, 硕士研究生学历。历任华泰联合证券并购部、投资银行部等部门担任项目经理、部门负责人等职务; 现任文艺鑫欣 (杭州) 财务顾问有限公司执行董事兼总经理、物产中大金轮蓝海股份有限公司独立董事。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 收入稳步增长, 大力投入研发推动技术创新

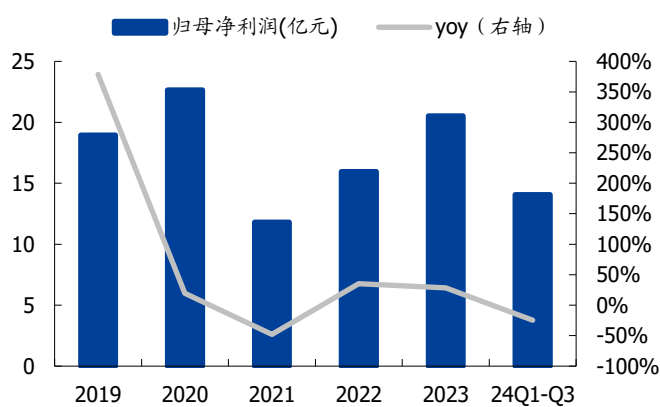
24 年前三季度营收增速回升。2019-2023 年, 受益于公司多元化业务布局、技术创新、精益化生产管理和全球化战略, 公司营收稳步增长, 从 2019 年的 239 亿元增长至 2023 年的 341 亿元, 期间复合增长率为 9.3%; 公司归母净利润从 2021 年的 11.8 亿元增长至 2023 年的 20.5 亿元。得益于公司在 AI 终端的领先布局, 和全球新能源汽车市场的持续增长, 公司 2024 年前三季度营收增速重回正增长趋势, 同比增长 28%至 315 亿元。

图表5: 公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

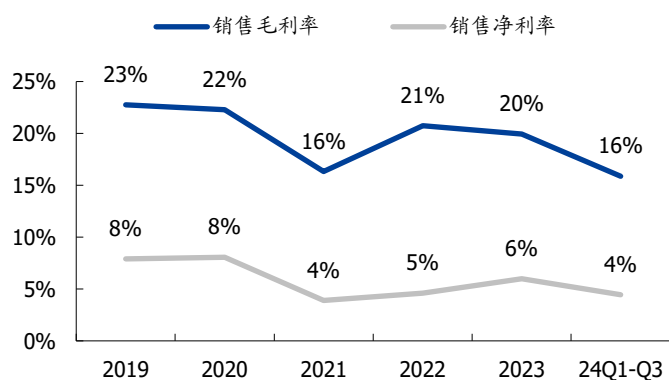
图表6: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

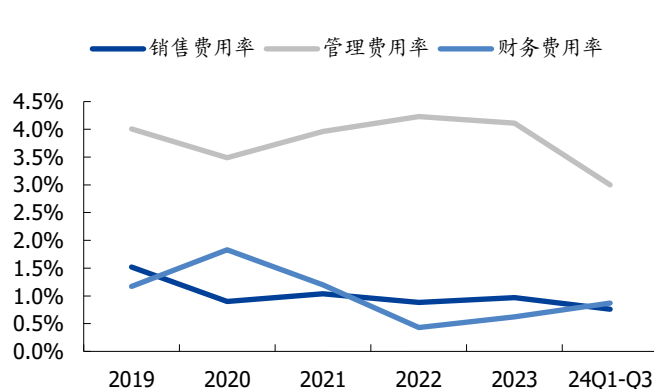
利润率短期波动, 费用率稳中有降。2019-2023 年, 公司毛利率基本维持在 21%左右, 除了 2021 年毛利率下降至 16%, 由于收入占比较高的精密功能件、结构件的毛利率同比下降 5.6pcts。24Q1-Q3 毛利率同比下降 5.0pcts 至 16%, 主因新产品业务收入规模大幅度提升, 但盈利能力与原有业务相比仍有一定的差距。费用率稳中有降, 销售费用率从 2019 年的 1.52%下降到 2024Q1-Q3 的 0.76%。

图表7: 公司销售毛利率及销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

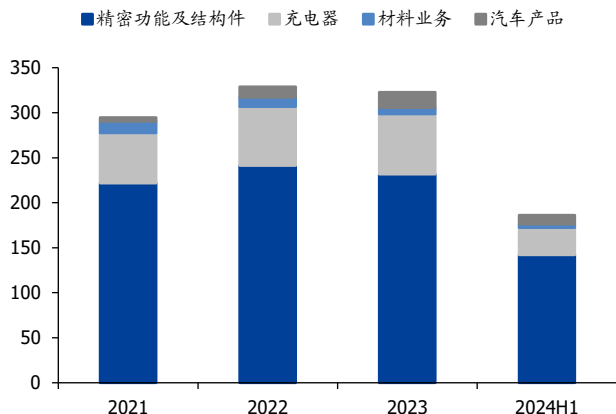
图表8: 公司期间费用率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

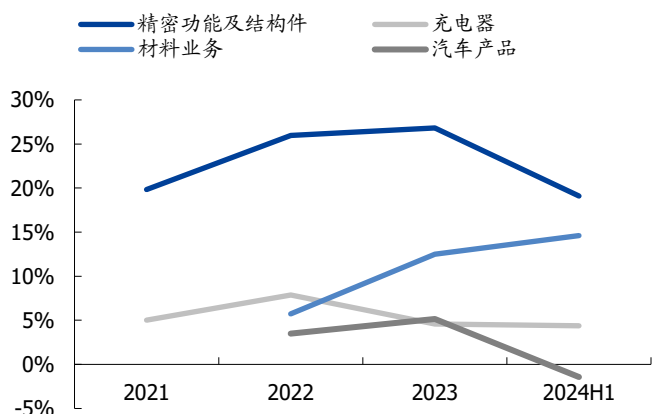
分业务来看, 1) AI 终端及通讯类业务: 24H1 实现收入 176 亿元, 同比增长 29.8%, 毛利率 16.5%, 同比下降 5.2 个百分点, 其中碳纤维产品、散热模组、电池模组等在收入快速提升的同时保持了较高的毛利水平; 2) 汽车业务: 随着全球新能源汽车市场的持续增长及市场份额的不断提升, 24H1 汽车业务收入增长显著, 同比增长 42.9%至 10 亿元; 3) 光伏储能业务: 受客户订单阶段性下降等因素影响, 24H1 光伏储能业务收入 4 亿元, 同比下降 56.4%。

图表9: 公司分产品收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

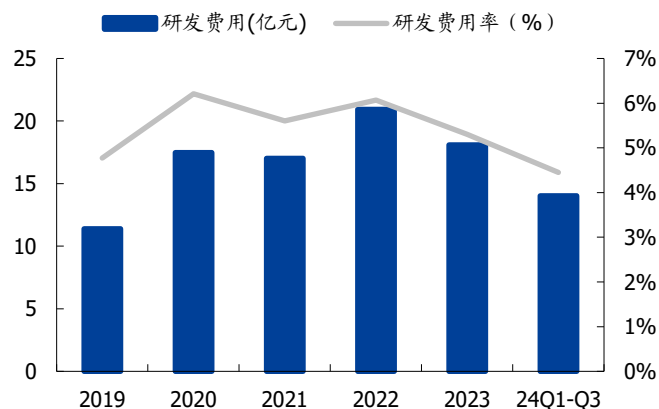
图表10: 公司主营分产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

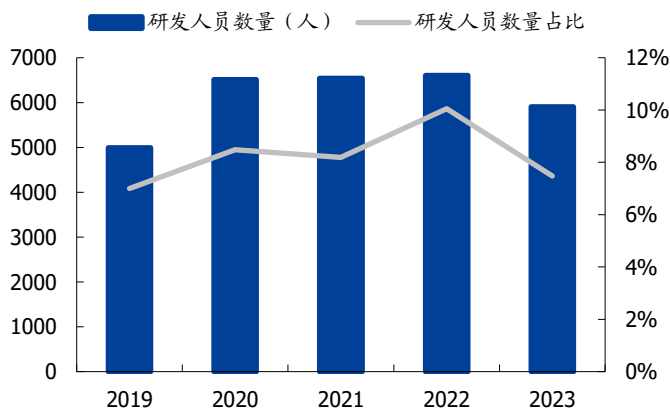
持续加大投入研发, 支撑新质生产力。公司具备系统化的三级研发平台, 即工研院、工学院、BG/BU 研发中心。其中, 工研院专注于行业未来发展趋势, BG/BU 研发中心分别专注于行业最前沿的产品和工艺研发。系统化平台下设六大子平台, 分别是散热模组、机械工程、先进材料、ODM、电磁研发中心及建模仿真中心。24Q1-Q3, 公司研发费用为 14.0 亿元, 同比增长 2.1%。

图表11: 公司研发费用情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 公司研发人员数量与占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司拟募集资金 21.16 亿元, 大力投入研发并扩充产能。1) 投入 4.72 亿元于田心制造中心建设项目, 主要用于塑胶结构件的扩产并新增金属结构件的生产; 2) 投入 8.62 亿元于平湖制造中心建设项目, 生产充电器、适配器及适配器配件产品; 3) 投入 2.66 亿元于碳纤维及散热精密件研发生产项目, 提出更高效的散热解决方案, 生产碳纤维折叠屏结构件及超薄均热板产品; 4) 投入 1.78 亿元于智能穿戴设备生产线建设项目, 进行新一代智能穿戴设备产品的生产; 5) 投入 2.68 亿元于精密件制程智能化升级项目, 为现有厂区增设先进的智能化系统装备; 6) 投入 0.70 亿元于智能信息化平台升级建设项目, 以升级完善集团整体的 IT 基础设施, 构建集团整体的工业互联网体系。

图表13: 公司募投项目

序号	项目名称	投资总金额 (亿元)	调整前募集资金拟投入 金额 (亿元)	调整后募集资金拟投入 金额 (亿元)
1	田心制造中心建设项目	6.22	4.72	4.72
2	平湖制造中心建设项目	10.98	8.62	8.62
3	碳纤维及散热精密件研发生产项目	3.49	2.66	2.66
4	智能穿戴设备生产线建设项目	2.58	1.99	1.78
5	精密件制程智能化升级项目	3.42	2.68	2.68
6	智能信息化平台升级建设项目	1.22	0.70	0.70
合计		27.90	21.37	21.16

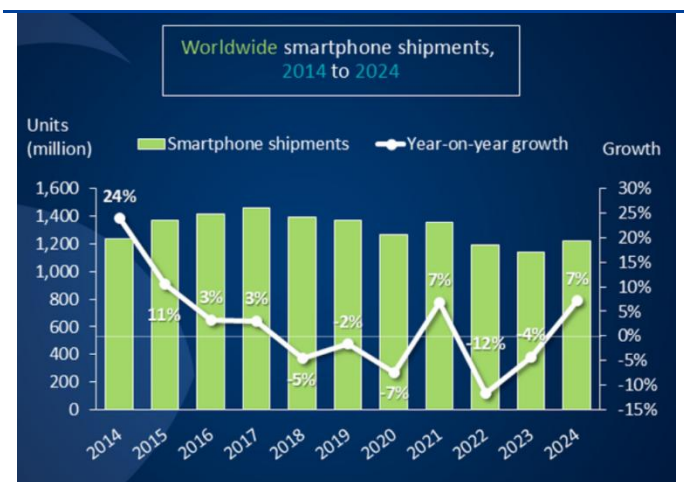
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、受益端侧 AI 浪潮，打造 AI 硬件制造平台，

2.1 AI 持续渗透，驱动换机周期

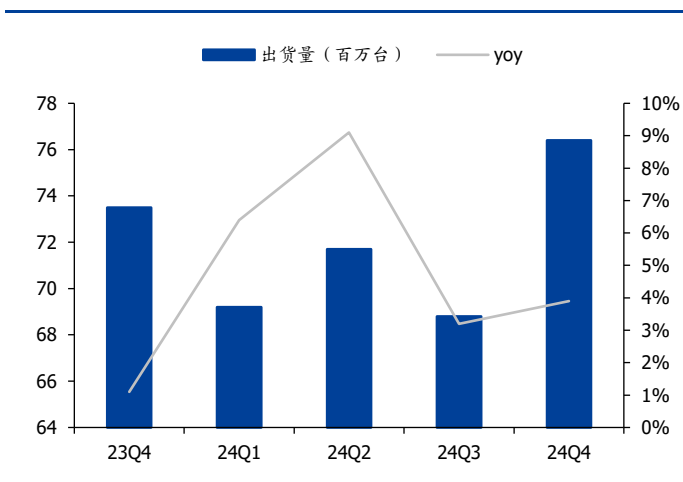
智能手机市场景气度回升，换机需求逐渐释放。根据 Canalys，2024 年全球智能手机出货量为 12.2 亿部，同比增长了 7%，实现连续两年下滑后的反弹。在中国智能手机市场，根据 IDC，24Q4 由于各价位段新品的集中上市，以及部分省市开始的新机购买补贴政策推动整体市场延续了之前 4 个季度的增长趋势，出货量约 7643 万台，同比增长 3.9%；2024 全年中国智能手机出货量约 2.86 亿台，同比增长 5.6%。我们认为，随着 AI 端侧落地开启新一轮换机周期，以及在 2025 年全国性政府消费补贴政策的刺激下，智能手机市场需求将进一步提升。

图表14: 2014-2024 年全球智能手机出货量及增速



资料来源: Canalys, 国盛证券研究所

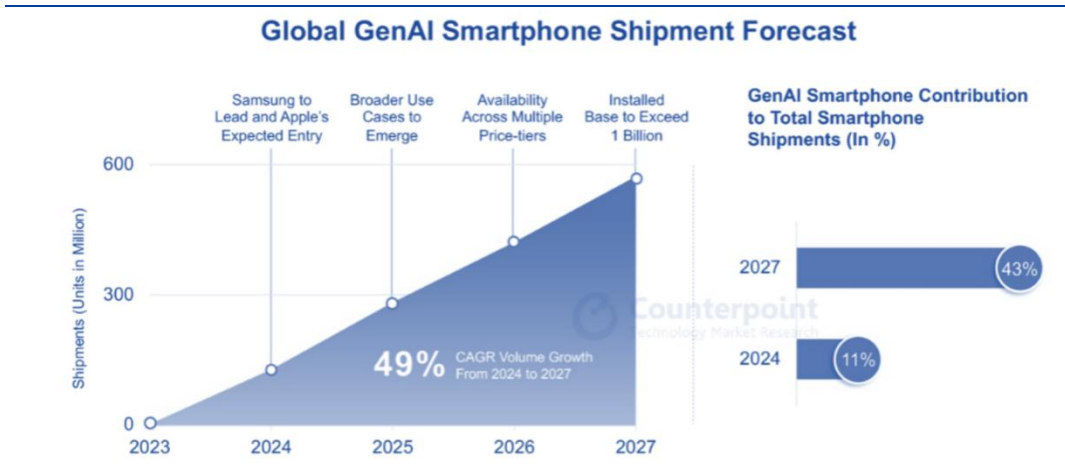
图表15: 中国 23Q4-24Q4 智能手机出货量及增速



资料来源: IDC, 国盛证券研究所

AI 端侧落地开启新一轮换机潮，预计 2027 年全球 AI 手机渗透率达 43%。2024 年下半年以来，随着安卓厂商第二代 AI 旗舰手机陆续推出和模型算法的迭代，端侧小模型的运行效果已有长足进步，构建开放的 AI 服务生态体系已成为众多安卓厂商下一阶段 AI 战略重心。随着行业领头玩家的相继入局，将说服并吸引更多开发者为移动端开发更多 AI 应用与服务，进一步完善目前初具雏形的手机 AI Agent 应用场景。根据 Counterpoint Research 的预测，2024 年全球生成式人工智能（AI）手机渗透率将达到 11%，并随着更多次旗舰以及中高端机型将配备更强大的端侧 AI 能力，进一步增长到 43%，届时出货量将超过 5.5 亿台，增长近 4 倍。根据 IDC 的预测，2027 年中国 AI 手机出货量将达到 1.5 亿台，渗透率超过 50%。

图表16: 全球生成式 AI 智能手机出货量与渗透率预测



资料来源: 电子工程专辑, 国盛证券研究所

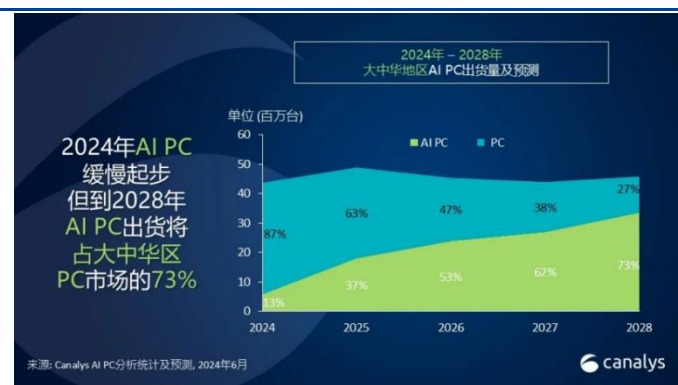
AI PC 加速渗透, 在 2028 年占据 PC 市场主导地位。AI PC 市场需求持续扩大, 进入快速发展阶段。根据 Canalys, 2024 年第三季度全球 AI PC 出货量达到 1330 万台, 占本季度 PC 总出货量的 20%, 环比增长 49%, 表现十分强劲。AI PC 的发展还处于起步阶段, 根据 Canalys, 2024 年 AI PC 在大中华地区渗透率为 13%。但随着 AI 技术的普及和用户需求的增长, AI PC 的市场份额将逐年攀升, 预计 2025 年占比达到 37%, 2026 年过半达到 53%, 2027 年进一步升至 62%, 并在 2028 年达到 73%。AI 技术的落地和功能扩展将在未来几年彻底改变 PC 市场格局, 为 PC 厂商带来了新的增长机遇。

图表17: 全球 AI PC 出货量与渗透率



资料来源: Canalys, 国盛证券研究所

图表18: 中国 AI PC 出货量与渗透率



资料来源: Canalys, 国盛证券研究所

AI 终端应用场景的多样化和大模型交互形式的创新, 将推动各类 AI 终端产品需求的增长, AI 终端与传统智能终端相比, 对芯片、存储、散热、电池、充电等硬件的性能提出更高的技术要求。

1) 散热: 从热管到 VC 均热板, 从铜材质到不锈钢 VC。

VC 均热板逐渐成为 AI 手机散热的主流方案, 更加轻薄适应手机集成化发展趋势。AI 大模型需要强大的算力支撑才能有效地实施, 而高强度、高精度的运算需求产生各种发热、散热问题。为避免过热带来的器件失效, AI 终端的电子器件的散热管理持续升级。VC 均热板通常由铜或不锈钢制成, 是一个内壁具有细微结构的真空腔体。相较于热管, 首先均热板与热源以及散热介质的接触面积更大, 为二维的面的传导方式; 其次使用均热板可以使热源和设备直接接触降低热阻, 而热管则在热源和热管间需要嵌入基板; 最后均热板更加轻薄, 更能够适应手机集成化、轻量化的趋势。随着散热技术的发展, 很多厂商会在关键部分加入石墨烯、导热凝胶、铜箔、导热硅脂等材料来达到散热的作用, 因

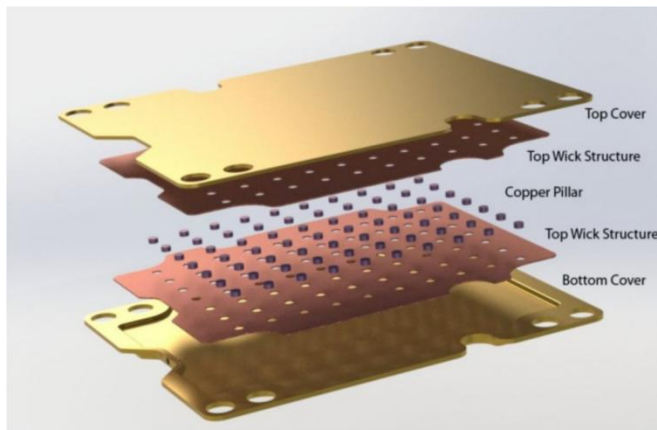
而在当前手机散热系统中，VC 均热板、散热管往往与石墨烯、铜箔等散热材料以组合的形式出现。

图表19: 均热板与热管



资料来源: 雷科技, 国盛证券研究所

图表20: VC 均热板内部结构



资料来源: 爱范儿, 国盛证券研究所

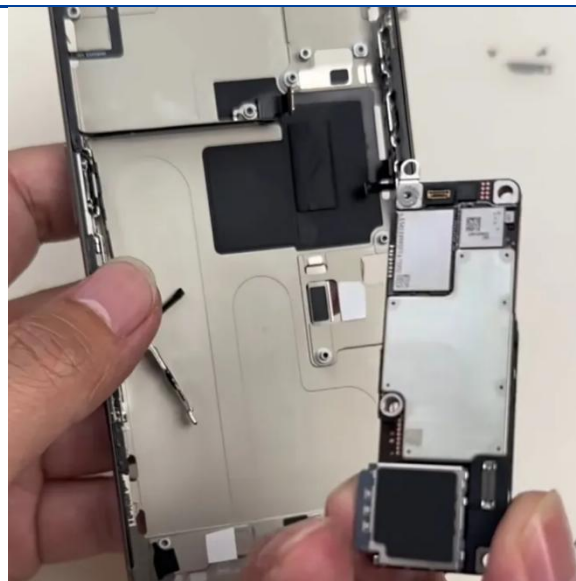
在安卓手机端，VC 均热板的使用较为普遍。而在苹果手机端，根据 iFixit 的拆解图，苹果在 iPhone 15 Pro 系列上未采用其他厂商已经普遍使用的 VC 均热板、液冷等设计，而采用了最早的石墨片散热设计；在 iPhone 16 系列中，则用一个新设计的金属屏蔽罩覆盖芯片，通过导热贴将热量传递到金属中框，再将热量引导到外界。随着苹果 A 系列芯片性能不断增强，并且增大 NPU 面积后，苹果将加强散热系统。

图表21: iPhone 15 Pro 系列采用最早的石墨片散热设计



资料来源: 雷科技, 国盛证券研究所

图表22: iPhone 16 加入新设计的金属屏蔽罩覆盖芯片来散热



资料来源: 雷科技, 国盛证券研究所

不锈钢 VC 均热板相比铜 VC 均热板还有进步空间。不锈钢比铜的强度更高，在更薄的情况下能有更好的强度，更能适应智能手机高度集成化的趋势；在结构强度前提下，VC 均热板的面积可以做得更大，覆盖更多热源和散热介质，进一步提高整机的散热效率；不锈钢还具有成本优势，价格远低于铜。手机厂商越来越普遍地在产品上采用不锈钢 VC 均热板，OPPO、vivo、小米自 2020 年起导入不锈钢 VC 均热板，随后三星、华为也陆续跟进。具体机型来看，小米在 MIX Fold 3 上配备了 1850mm² 不锈钢 VC 均热板，搭配高密度石墨；荣耀 100 系列创新采用广域不锈钢 VC 散热，使用行业领先的不锈钢冲压钝化工艺，相比行业不锈钢 VC 提升至少 9%，同时重量相比同构架铜 VC 降低 30%，厚度薄至 0.35mm。

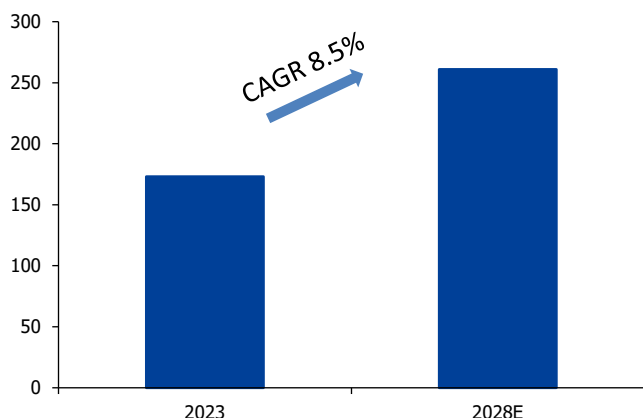
图表23: 小米 MIX Fold 3 配备不锈钢 VC



资料来源：雷科技，国盛证券研究所

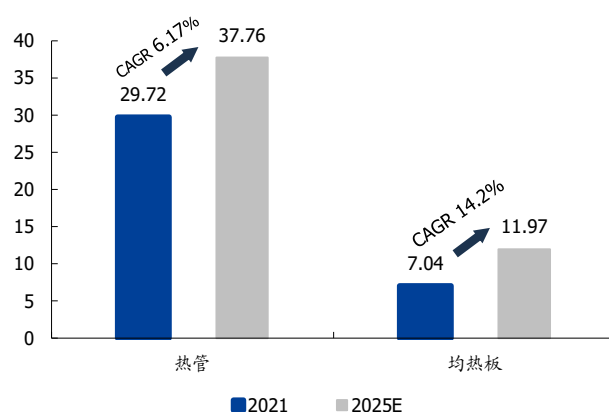
在高功率和高集成设备的需求推动下，热管理市场持续扩展。消费电子设备对热管理的需求不断增加：一方面，随着消费电子产品制造技术的进步，对具有更高功率密度的小型化设备的需求不断增加；另一方面，5G 普及率不断提高，在更小的空间内包含更高密度的高功率组件，从而产生更多的热量。根据研精毕智的数据，2023-2028 年，全球热管理市场规模将从 2023 年的 173 亿美元增加至 2028 年的 261 亿美元，期间复合增长率为 8.5%；全球均热板市场预计将在 2025 年达到 11.97 亿美元，2021-2025E 期间 CAGR 达 14.2%。

图表24: 全球热管理市场规模及预测（亿美元）



资料来源：研精毕智，国盛证券研究所

图表25: 全球热管、均热板市场规模及预测（亿美元）



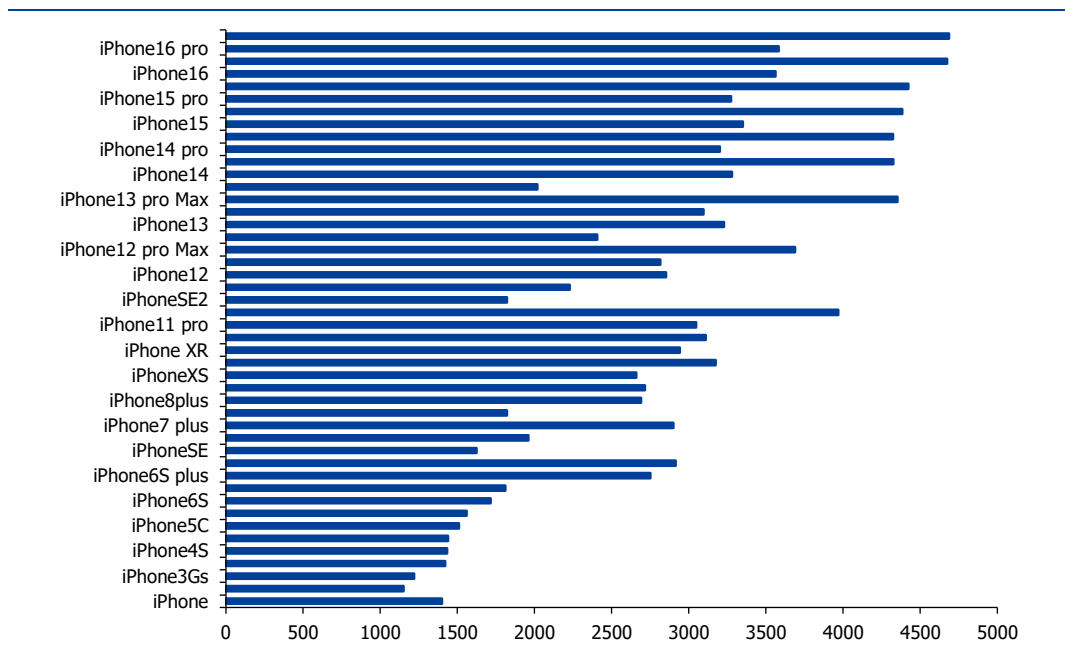
资料来源：研精毕智，国盛证券研究所

2) AI 驱动电池容量进一步加大

iPhone 系列自发行以来，电池容量不断增大，iPhone16 pro Max 的电池容量约为 4685mAh。随着 Apple Intelligence 的引入，对续航提出更高要求，苹果手机电池容量需得到进一步提升。据充电头网，2024 年，智能手机电池容量普遍已经达到 5000mAh 以上，更有 32 款手机已经达到 6000mAh 以上。相较于以往采用双电芯设计、小容量单元以及 200W 级别超高速快充的模式，采用硅负电极技术的高能量密度电池搭配 100W 快充方案，带来更为显著的续航增强。然而，2024 年仅是高能量密度硅负电极电池技术的

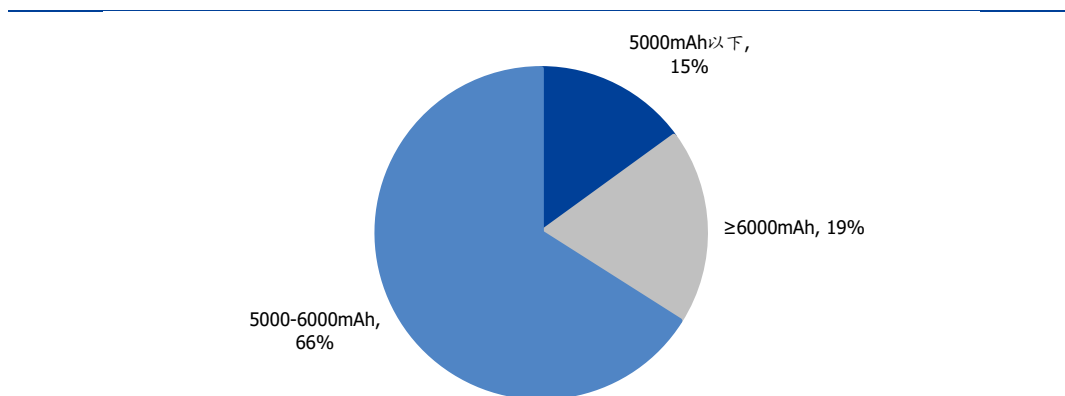
初步探索阶段，其电池容量主要维持在 6000mAh-6500mAh 的区间内。展望 2025 年，随着众多国内手机制造商的技术创新，手机电池容量有望突破 8000mAh，迎来质的飞跃。

图表26: 历代 iPhone 电池容量 (mAh)



资料来源: 充电头网, 国盛证券研究所

图表27: 2024 年智能手机电池容量情况 (mAh)

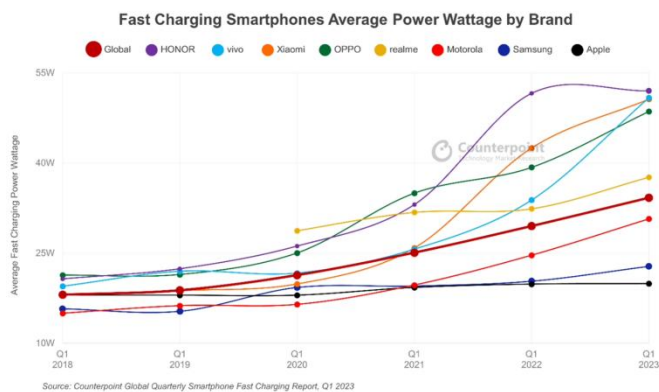


资料来源: 充电头网, 国盛证券研究所

3) 快充需求激增

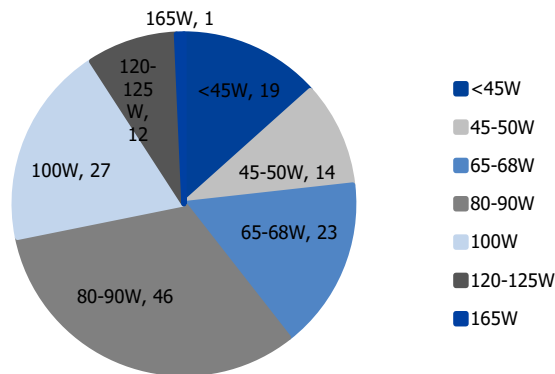
面对用户对于续航方面不断提升的需求，厂商通过提高充电效率来实现变相增强续航的目的。根据 Counterpoint Research，具备 10W 以上快充功能的智能手机销售额占比从 18Q1 的 29% 提升至 23Q1 的将近 80%，23Q1 全球智能手机平均快充功率为 34W。截止 2024 年 12 月，ChargerLAB POWER-Z 统计了 142 款 2000 元及以上价位的快充手机，涵盖 10W-165W 充电功率范围，努比亚 红魔 9S Pro+ 的 165W 是其中最高充电功率，其次是 125W 的 MOTO X50 Ultra AI，最低是支持 10W 的中兴的远航 60。可以看到，采用 80W 充电功率档位的机型最多，共有 35 款，占比为 24.65%；支持 120W 的共有 11 款机型，占比为 7.75%。

图表28: 快充手机分品牌平均充电功率



资料来源: Counterpoint, IT之家, 国盛证券研究所

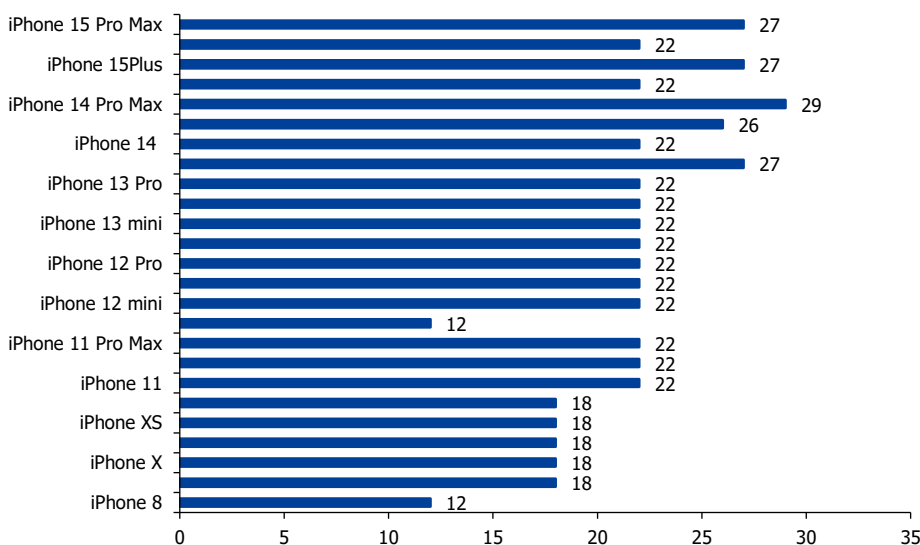
图表29: 2024 年 142 款手机快充功率占比情况



资料来源: POWER-Z 泡尔, 国盛证券研究所

iPhone 充电功率仍有较大提升空间。苹果早期推出的 2.4A 快充协议, 主要应用于 iPhone 6 至 iPhone 7 系列机型, 支持最高 12W 的充电功率, 这种协议需要搭配支持 2.4A 快充的充电头和 USB-A 转 Lightning 的数据线。从 iPhone 8 开始, 苹果逐渐引入了 USB PD (Power Delivery) 快充协议, 这一协议具备更高的充电效率和更广泛的兼容性。可以看到, 目前 iPhone 充电功率基本在 30W 以下, iPhone 14Pro/Pro Max 分别支持 26W/29W 的充电功率, iPhone15 Pro/Pro Max 则分别支持 22W/27W 的充电功率, 对比安卓机型仍有较大提升空间。

图表30: 历代 iPhone 最大快充功率 (W)



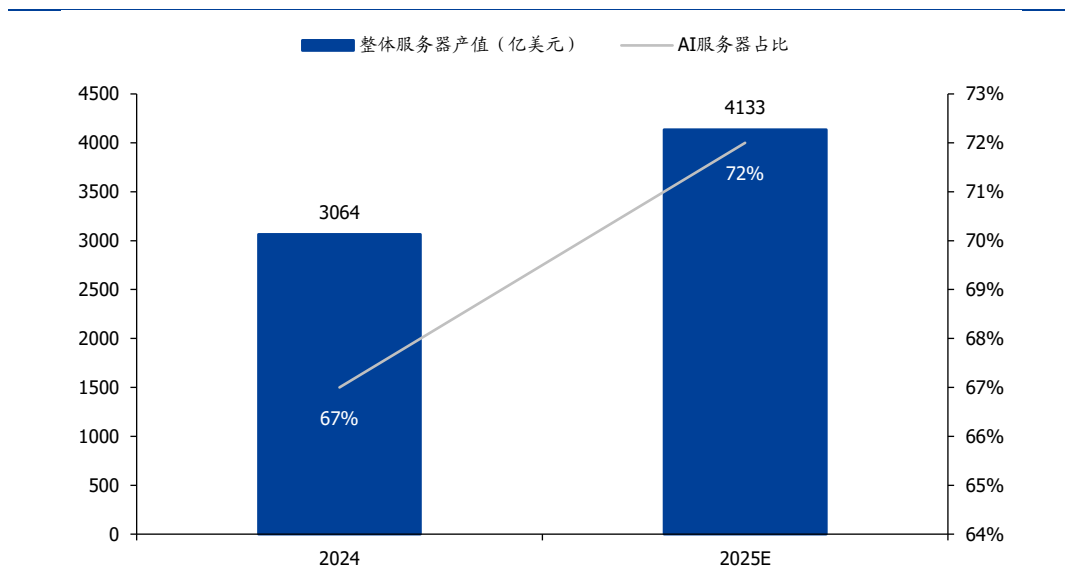
资料来源: ifanr, 国盛证券研究所

2.2 服务器空间广阔, 公司进军显卡市场

AI 服务器未来发展空间广阔, 预计 2025 年产值接近 2980 亿美元, 出货量将同比增长 28%。随着 AI 技术、云计算、物联网技术的飞速发展, 全球计算设备、数据中心、AI 服务器等关键基础设施规模迅速提升。根据 TrendForce, 在产值上, 2024 年整体服务器产值约达 3060 亿美元, 其中, AI 服务器占比为 67%, 产值约为 2050 亿美元, 预计 2025 年其产值有望增长至近 2980 亿美元, 占比进一步提升至 72%; 在出货量上,

由于中美系 CSP、服务器 OEM 客户对搭载 Hopper 系列机种拉货动能增强，2024 年 AI 服务器出货量同比增长 46%，预计 2025 年其出货量将同比增长近 28%，占整体服务器出货比例进一步提升至 15% 以上。

图表31: 全球整体服务器产值及 AI 服务器占比情况及预测



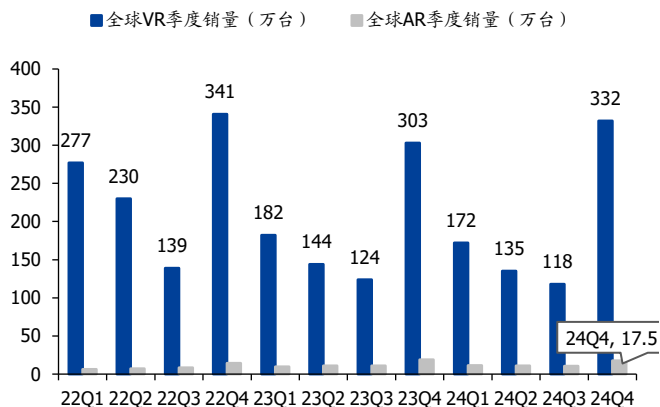
资料来源: TrendForce, 国盛证券研究所

公司散热产品布局广泛，进入 AMD 供应链。GPT-4 等大模型出现后带来新的算力增长趋势，算力翻倍时间明显缩短。算力芯片更高的性能及功率，计算中心进一步提升机架功率密度，随着数据中心设备及 AI 服务器功耗日益提升，GPU、CPU 等算力芯片朝着更高性能升级，进一步推动供电系统、散热系统升级与需求提升，核心组件中电源管理系统及散热系统的价值量显著提升。公司凭借多年在散热领域的深耕研究，已具备超薄均热板、散热零部件、散热模组、散热板、液冷系统、石墨片、导热垫片、导热胶及 VC 热管等散热相关产品的研发与生产能力，现已进军显卡市场，进入 AMD 供应链核心，实现全球化布局。

2.3AI 眼镜大势已至，AI 赋能 XR 新发展

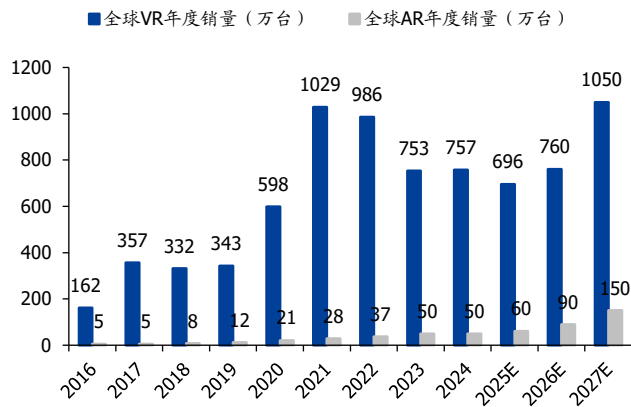
消费级 AR 成为新增长点，AI+AR 为下一潜在爆款。根据 Wellsenn XR 的数据，24Q4 受到 Quest 3S 发布以及 Quest 3 降价促销的影响，全球 VR 销量同比增长 10%至 332 万台；24 年全球 VR 销量为 757 万台，同比略有增长。24Q4 全球 AR 销量为 17.5 万台，同比下降 8%。然而不带显示的 AI 智能眼镜崛起，24Q4 国内外厂商不断发布新品，全球 AI 智能眼镜在四季度销量达 140 万台，环比增长 175%；24 年全年累计销量达 234 万台，预计 2025 年将达到 550 万副。

图表32: 全球 VR/AR 季度销量 (万台)



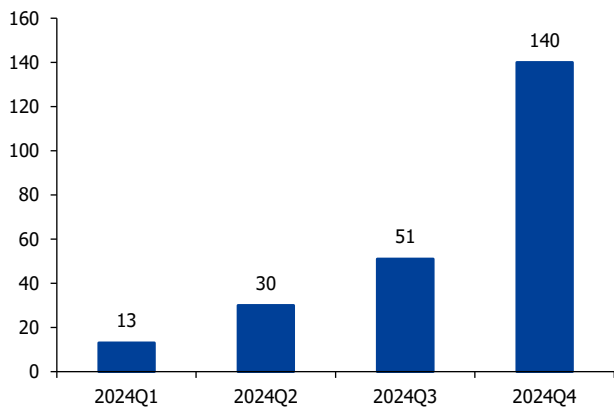
资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

图表33: 全球 VR/AR 年度销量及预测 (万台)



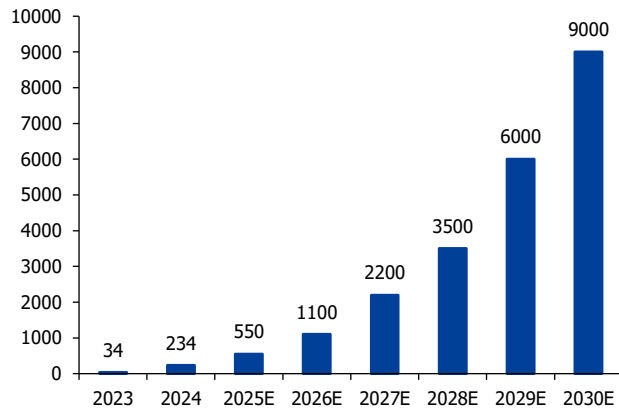
资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

图表34: 全球 AI 智能眼镜季度销量 (万副)



资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

图表35: 全球 AI 智能眼镜年度销量及预测 (万副)



资料来源: Wellsenn XR, 国盛证券研究所

AI 创新促进 XR 蓬勃发展，公司提供核心零部件。公司为全球 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。公司的 XR 无线充电技术通过电磁感应原理实现电源和用电设备/电池之间的无接触充电，基于该技术的 XR 无线充电模组可以满足智能穿戴类设备的无孔化/无触点设计需求，使设备实现防水防尘，使用者可以即放即充，即拿即用，大大提高了用户体验。

深度绑定 XREAL 大客户，为其提供关键零组件和组装服务。XREAL 是全球最大的 AR 眼镜商，2024 年 12 月 13 日，在纽约举办的 Android XR 发布会上，Google 正式官宣与 XREAL 达成战略合作，共同打造 Android XR 生态，标志着 XR 产业迈入加速普及的新阶段，将带动整个产业链的活力提升；2025 年 2 月 25 日，XREAL 与海信视像的 AR/AI 眼镜签约战略合作

作，双方联合研发的首款 AR 高端观影产品将于今年下半年发布，AI 技术的深度赋能成为关键支点。公司作为 XREAL 的长期战略伙伴，为其 AR 眼镜提供关键零组件和组装服务，XREAL 与多方的合作也为公司在新兴领域开辟了全新的增长空间。

2.4 精密功能件专家，打造 AI 终端硬件制造平台

公司在消费电子精密结构件领域有着广泛的布局 and 深厚的技术积累。作为全球领先的智能制造平台，公司在全球范围内为客户提供一站式 AI 终端硬件智能制造服务及解决方案，业务覆盖精密功能件、结构件、模组及充电器业务的产业链，在消费电子领域处于行业领先地位。公司具备模切、冲压、CNC 和注塑等工艺流程的技术，电子相关产品下游应用涵盖智能手机、笔记本电脑、可穿戴设备、XR 等 AI 终端设备领域。

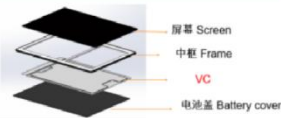
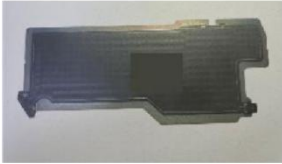
图表36: 公司的智能终端精密功能件与结构件



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

散热产品布局广泛，VC 均热板量产出货。公司为客户提供铜、不锈钢、纯钛等不同材质的 VC 均热板散热方案：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。公司的各类超薄 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。此外，公司具备先进的热模拟能力，结合内部在冲压工艺上积累的优势，成功应用冲压工艺代替了传统蚀刻工艺，在成本上降低 10%以上。

图表37: 公司散热产品

代表产品示意图	说明	技术亮点
散热产品-不锈钢 VC  散热产品-钛合金 VC 	VC作为高端手机中主要的散热元件，公司开发的不锈钢已替代铜 VC 作为主力产品被众多客户所使用。不锈钢 VC 作为芯片散热产品，通过工质中的水循环，有效降低芯片发热引起的效能降低	解决了焊接，材质选择等技术难题，替代了高单价传统铜 VC；实现了全过程自动化封装及测试

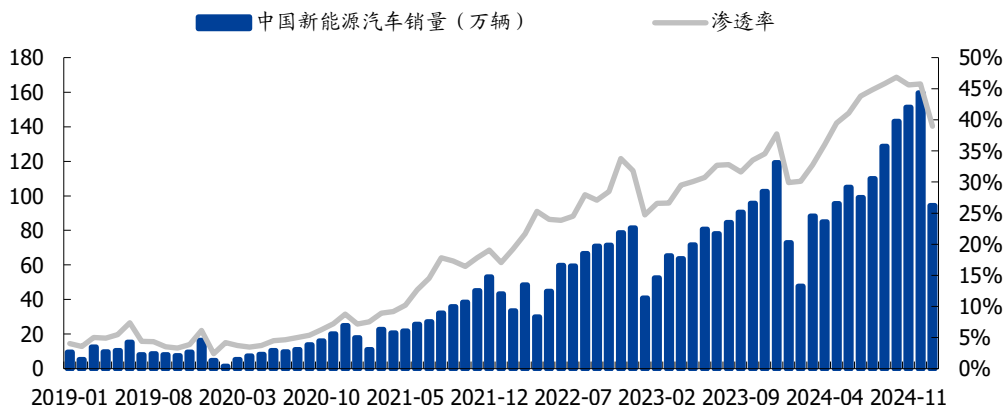
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

三、不断拓宽产品矩阵，全面拥抱高成长赛道

3.1 新能源汽车持续渗透，打开动力电池结构件市场

中国新能源汽车销量持续增长，推动动力锂电池出货量提升。根据中国汽车工业协会的数据，2025 年 1 月中国新能源汽车销量为 94.40 万辆，同比增长 29.4%，渗透率达 38.9%，同比增长 9.0pcts。我国新能源汽车销量从 2012 年的 1.28 万辆到 2024 年的 1285.8 万辆，实现了跨越式发展，可以看出我国消费者对新能源汽车的消费需求逐年攀升。据前瞻产业研究院，在 2015 年 11 月，我国新能源汽车产销量在整体汽车行业里的占比首次突破 1% 关卡，我国也在这一年成为全球最大的新能源汽车市场。2024 年我国新能源汽车市场渗透率达到 40.9%，新能源汽车渗透率持续上升。根据中研网的数据，2022 年国内紧凑型乘用车中汽车电子占成本的比重约为 15%，中高端乘用车中汽车电子占成本的比重约为 28%，而新能源汽车电子占成本的比重高 47%-65%，预计未来高端配置逐步向低端车渗透将是趋势，推动了动力锂电池出货量的增长。

图表38: 2019-01 至 2025-01 中国新能源汽车销量及渗透率

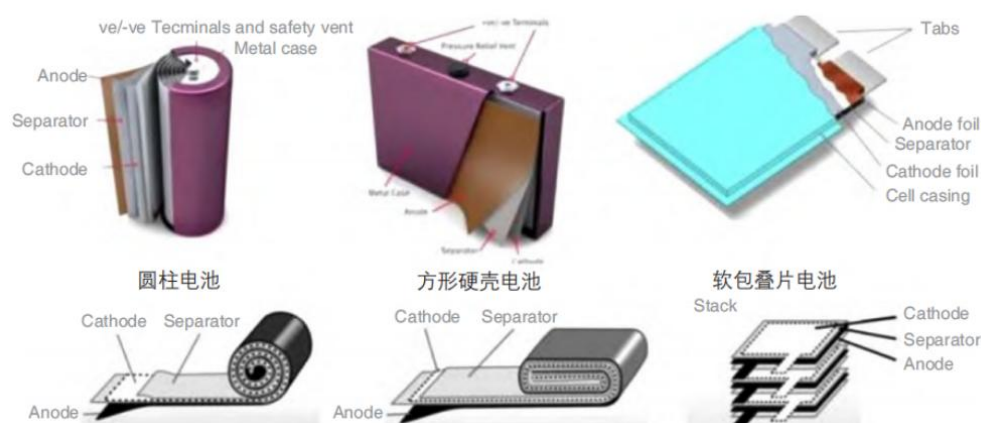


资料来源：中国汽车工业协会，Wind，国盛证券研究所

据一览众车，新能源汽车动力锂电池除四大材料（正极材料、负极材料、隔膜、电解液）外，还有精密结构件，精密结构件是锂电池及锂电池组的主要构成材料。动力电池结构件主要为铝/钢壳、盖板、连接片等，作为动力锂电池重要的原材料，精密结构件起到传输能量、承载电解液、保护安全性、固定支承电池、外观装饰等作用，这些部件要求根据应用环境的不同，具备可连接性、抗震性、散热性、防腐性、防干扰性、抗静电性等特定功能。目前锂电池精密结构件主要应用于方形、圆柱锂电池，软包电池多以铝塑膜作为外部包裹，无壳体 and 防爆阀，软包电池主要由铝塑膜和极耳来实现结构件的功能。

图表39: 动力电池电芯结构

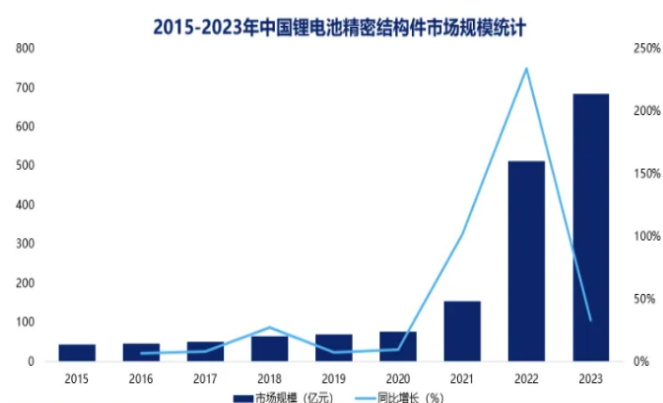
锂离子电池三种封装结构



资料来源: 锂电联盟会长公众号, 国盛证券研究所

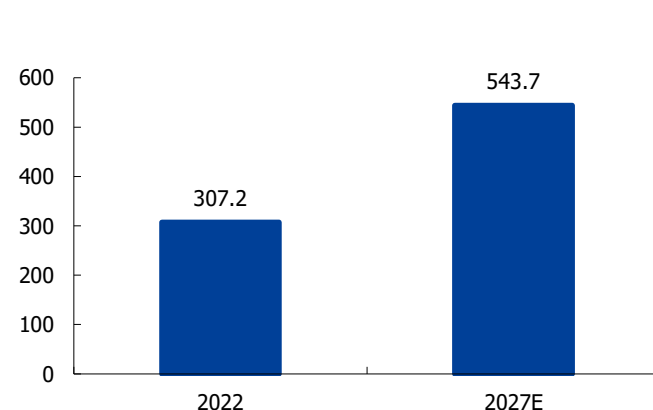
我国锂电池精密结构件市场规模随着新能源汽车的发展持续增长。根据智研产业研究院的数据, 我国锂电池精密结构件市场规模从 2016 年的 47.2 亿元增长到了 2023 年的 683.7 亿元, 平均年增长率为 46.5%。在新能源汽车市场快速发展的大背景下, 动力电池及结构件行业也迎来了飞速发展的机遇, 市场规模也呈现快速增长的势头。根据一览众咨询的数据, 2022 年中国新能源汽车动力锂电池结构件市场规模为 307.2 亿元, 预计到 2027 年, 这一规模将达到 543.7 亿元, 预计 2022-2027 年的平均增长率约为 12.1%。

图表40: 2015-2023 年中国锂电池精密结构件市场规模



资料来源: 智研产业研究院, 国盛证券研究所

图表41: 中国新能源汽车动力锂电池结构件市场规模及预测 (亿元)



资料来源: 一览众车, 国盛证券研究所

21 年收购浙江锦泰开拓新能源业务, 在动力电池结构件领域快速发展。2021 年, 公司通过收购浙江锦泰切入新能源赛道; 2023 年 8 月, 公司子公司与德国某整车厂旗下动力电池子公司签订《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, 若协议顺利履行, 预计将累计增加公司 2025 年-2029 年收入约 22 亿元。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, 成为北美新能源大客户的重要供应商。公司积极布局新能源汽车动力电池结构件领域, 主要生产动力电池电芯铝壳、盖板、转接片等电池结构件产品, 以及柔性软连接、注塑件等其他汽车相关精密结构件, 精密结构件在动力锂电池的材料成本构成中占比为 10%-16%; 公司还正积极拓展汽车充电产品和车载充电机等, 在车内电子电气件布局无线快充, 并自研自制快充线圈 (Coils), 更好地适配品牌方充电协议, 满足不同设备间的同时充电; 此外, 公司逐步切入车用的刹车系统解决方案一线品牌, 积极推动与 Brembo 的全方位合作, 双方将共同拓展制动系统的未来发展路径。

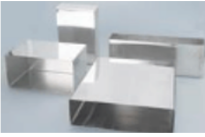
图表42: 公司汽车业务发展历程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

拟并购江苏科达, 快速切入新细分领域, 深化汽车零部件业务布局。2024 年 12 月 7 日, 公司拟通过发行可转换公司债券及支付现金的方式, 购买江苏科达斯特恩汽车 66.46% 股权。江苏科达专业生产汽车仪表板、副仪表板、门护板、立柱等饰件, 拥有多家整车厂商一级供应商的资质。通过此次并购重组, 公司将获得汽车饰件系统零部件及模具的设计制造能力, 快速切入具备广阔市场前景的汽车饰件行业, 打造新增成长曲线, 继续提升公司的收入规模和盈利能力,

图表43: 公司汽车业务的主要产品

代表产品示意图	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。	产品具有优异的导电性能以及更高的强度和硬度, 能够承受更大的机械应力和振动冲击, 确保电池连接的稳定性; 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。	持续优化生产工艺, 在减少顶盖厚度的同时提升其结构强度, 从而提高电池内部空间的利用率, 增强电池使用的安全性和稳定性; 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。	产品具有较高的使用强度、较强的耐腐蚀性以及良好的传热性与导电性, 此外, 公司持续开发轻薄化铝壳结构件, 以减轻电池整体重量; 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, 快速迭代, 铝卷母卷落片及收料自动化。

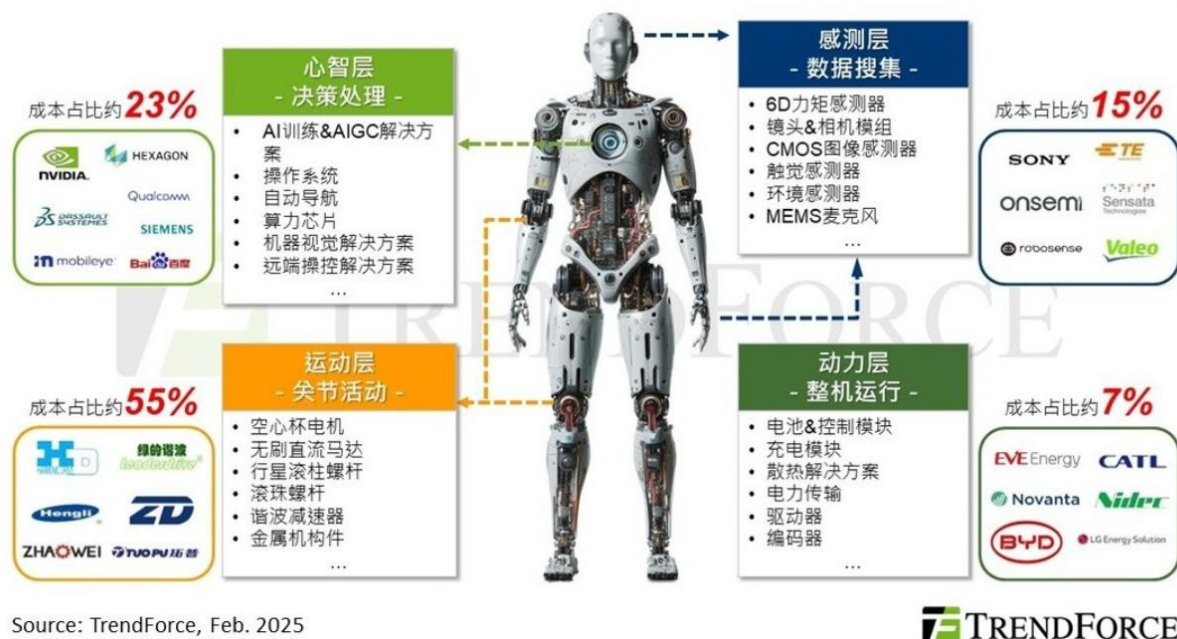
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 以特种机器人技术为基础, 人形机器人业务快速成长

人形机器人迈入发展快车道。人形机器人正向轻量化、实用化、高可靠性和低成本化演变, 尤其要攻克关节功率密度和扭矩密度、电源能量密度等核心硬件指标。大模型的发展不断赋能人形机器人, 首先带来交互能力提升, 大模型能够为人形机器人提供更强大的自然语言处理和多模态交互能力; 其次, 智能化加速, 大模型的赋能将使人形机器人在复杂场景下的决策和学习能力显著提升; 第三, 应用场景拓展, 大模型将推动人形机器人在更多行业, 如教育、医疗和工业的应用。特斯拉 Optimus 机器人在手部拥有 11 个自由度, 提高了操作的灵活性和精准度, 同时它使用远程操作软件减少了人机交互的延迟, 增加了 FSD 控制器使机器人在执行任务时更加独立和有效, 目前 Optimus 机器人已

经在特斯拉工厂承担部分电池分拣、搬运的工作。Figure 02 的机载计算和 AI 推理能力相较上一代翻了 3 倍，手部具有 16 个自由度，在未正式发布前已进入宝马车厂工作。

图表44: 人形机器人成本拆分及零组件全球潜在供应商



资料来源: TrendForce, 国盛证券研究所

图表45: Optimus 在特斯拉工厂



资料来源: 机器之心, 国盛证券研究所

图表46: Figure 02 手部具有 16 个自由度



资料来源: 新智元, 国盛证券研究所

人形机器人属于公司产品应用下游, 公司自 2009 年开始在机器人研发领域积累技术。公司拥有伺服电机、减速器、驱动器、运动控制器等人形机器人执行层的核心技术, 已为人形机器人客户提供头部总成、灵巧手总成、四肢总成、高功率充电和散热解决方案等核心硬件。自 2006 年起。公司旗下全资子公司领鹏智能开始从事消费电子领域自动化设备的研发和制造; 2009 年, 领鹏开始研发工业机器人, 逐步开发 RV 减速器、运动控制器、伺服驱动器和 PLC 等核心部件, 并将自研的核心部件及技术应用于自研机器人。目前领鹏在技术研发与创新领域共累积了 400 多项专利, 并实现产品化, 形成了 5 个系列 10 款机器人 (内含 6 个型号的自研减速器)、2 个系列 6 款自研控制器的布局。领鹏的自研机器人尤其适合消费电子工业制造场景下快节奏、长寿命的需求。

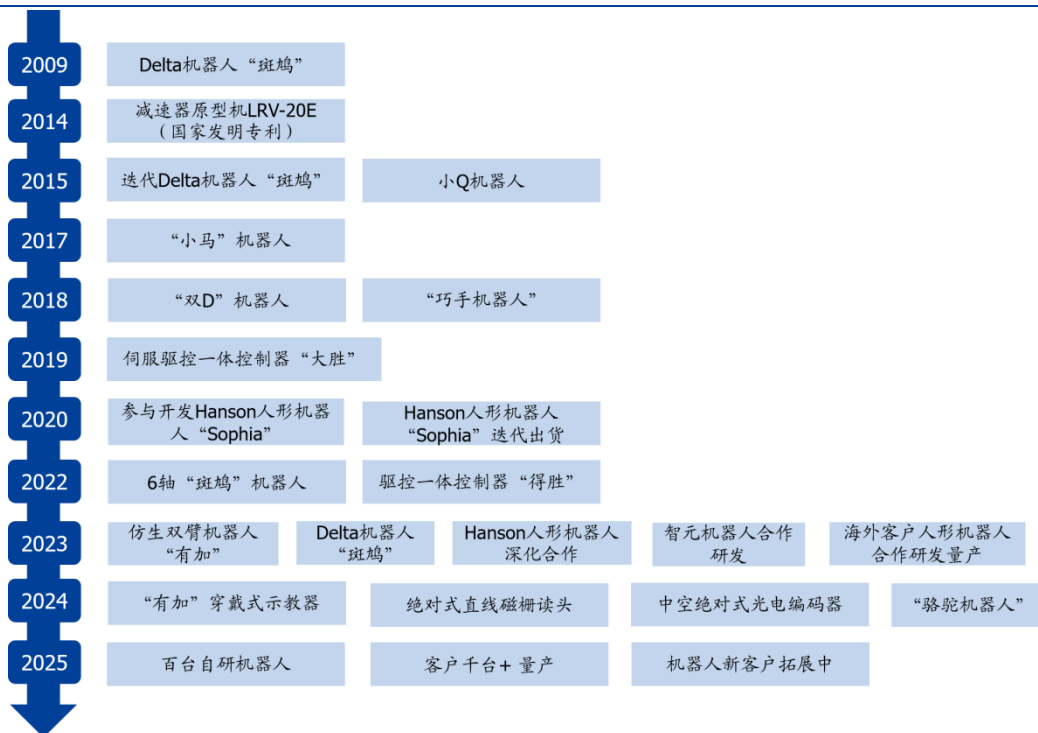
图表47: 领鹏智能产品布局



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

公司重视人形机器人市场机遇的开拓, 以特种机器人技术的不断打磨和迭代为基础, 人形机器人业务快速成长。纵观公司机器人业务发展路线, 可以看到, 公司从 2009 年起, 凭借自主研发自动化技术开始服务于主要客户的产线, 2018 年手工线变为十几米长的全自动巧手线; 2020 参与开发 Hanson 人形机器人“Sophia”并持续迭代出货; 2023 年与 Hanson Robotics Limited 签署谅解备忘录, 就人形机器人的优化升级、量产测试等方面展开合作。到 2025 年年初, 公司拥有百台自研机器人, 并不断拓展机器人新客户。

图表48: 公司机器人发展历程

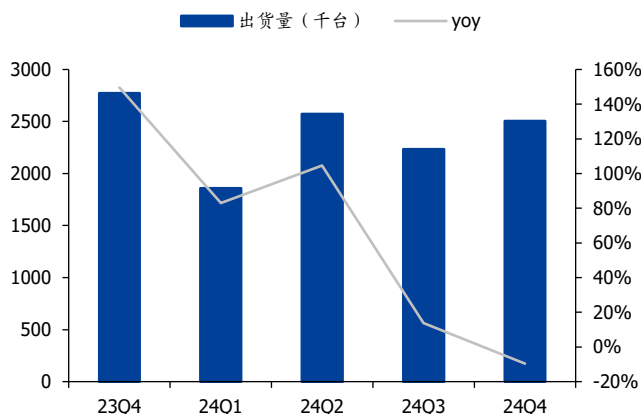


资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

3.3 折叠屏手机增长空间大，碳纤维结构件助力轻薄化

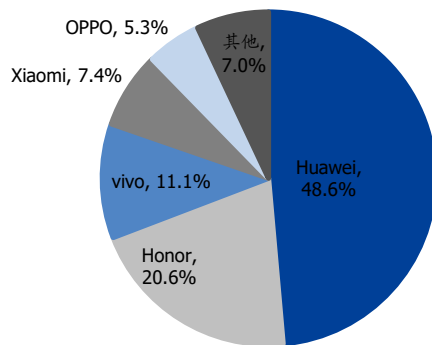
中国折叠屏手机出货量增速远超大盘，仍有较大的增长空间。自 2019 年折叠屏手机问世以来，各安卓厂商均打造差异化折叠屏产品，实现“横折+竖折”的多形态产品布局，消费者对于折叠屏的接受度在不断提高。根据 IDC，2024 年超过 60% 的中国消费者更青睐屏幕更大的 Fold 机型，Flip 机型凭借漂亮外观和便捷性也受到欢迎。在出货量方面，根据 IDC，2024 年中国折叠屏手机出货量约 917 万台，同比增长 30.8%，远超 2024 年中国智能手机出货量增速 5.6%，预计 2025 年中国折叠屏手机出货量将达到 1000 万台左右，同比增长 9.1%。在 2024 年中国折叠屏手机市场份额上，可以看到，华为以接近 50% 的市场份额保持优势；荣耀稳居第二位，份额 20.6%；vivo 凭借 X Fold3 系列位居第三位，市场份额 11.1%。

图表49：中国 23Q4-24Q4 折叠屏手机出货量及增速



资料来源：IDC，国盛证券研究所

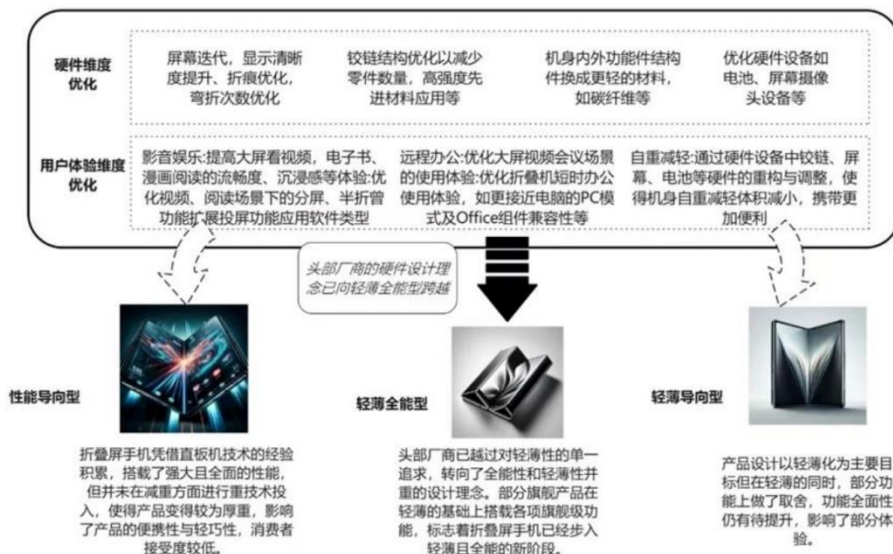
图表50：2024 年中国折叠屏手机出货量市场份额



资料来源：IDC，国盛证券研究所

为满足折叠屏手机轻薄要求，碳纤维结构件的需求提升。折叠屏手机的设计已经从最初的性能导向型、轻薄导向型，发展到了轻薄全能型。消费者对折叠屏轻薄和性能的要求，让厂商不断研发特殊材料，于是碳纤维复合材料脱颖而出。碳纤维复合材料具有高强度、低密度、高模量等的优异性能，能较好解决当前折叠屏手机面临的折叠厚度、铰链耐用度和折痕等问题。

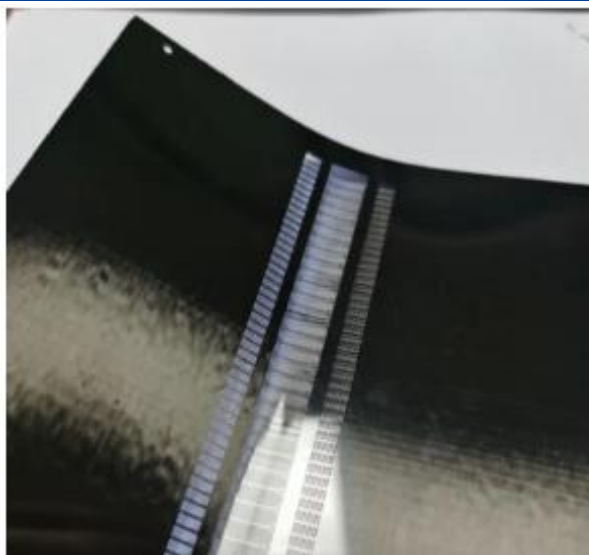
图表51：折叠屏类型与发展趋势



资料来源：公司公众号，国盛证券研究所

公司的碳纤维结构件具有高强度、散热佳等特性，已在高端折叠屏手机上实现量产出货。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的设计，采用多层单向超薄碳纤维热压成型和激光微孔冷加工等精密加工工艺，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。公司的碳纤维结构件——Hinge 零件，作为屏幕支撑板的关键零件，具备高强度、低密度、模量好，兼具导电及散热佳的特性，逐步替代不锈钢材料进入折叠手机行业，通过热固性碳纤维材料的热压实现 0.15~0.2mm 厚的产品。目前，公司的碳纤维结构件已经陆续被行业高端折叠屏手机采纳，并实现量产出货。

图表52: 公司的碳纤维结构件——Hinge 零件



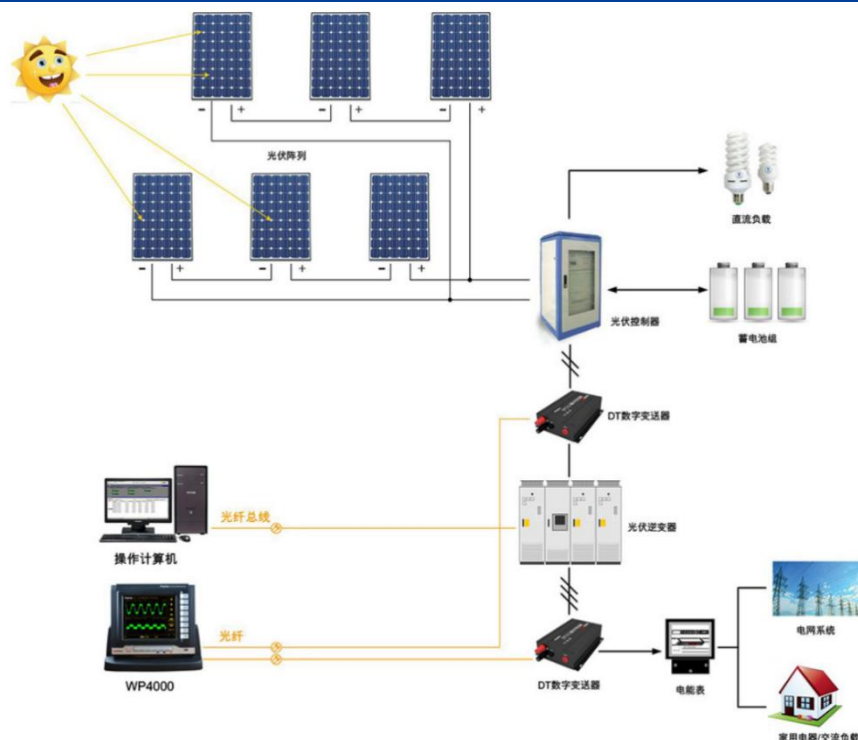
资料来源：公司公众号，国盛证券研究所

募集资金投资碳纤维及散热精密件研发生产项目，提升冲压件等产品生产能力。公司发行可转债募集资金，拟使用募集资金投入 2.66 亿元用于碳纤维及散热精密件研发生产项目。公司将在东莞市黄江厂区新建生产线，新增消费电子冲压件产能规模，通过该项目的实施，公司将寻求更高效的导热技术，解决现有散热效率低等问题，并生产碳纤维折叠屏结构件及超薄均热板产品。项目达产后，公司预计实现年营业收入为 5.4 亿元，实现年净利润 6177 万元，达产毛利率为 20.11%。

3.4 光伏市场增长迅速，绑定大客户提升份额

光伏逆变器是光伏发电系统设备的重要组成部分之一，可直接影响太阳能光伏系统的发电效率。光伏逆变器是可将太阳能电池组件产生的直流电转换成频率可调节的交流电的电子设备，可以反馈回商用输电系统，或是供离网的电网使用。光伏逆变器不仅具有直流变换功能，还具有最大限度地发挥太阳能电池性能的功能和系统故障保护功能。光伏逆变器根据功率不同可分为：集中式逆变器、组串式逆变器、其他逆变器，三者主要区别在于逆变器的单体容量以及直接与逆变器连接的光伏组件数量不同，由此具有不同的下游应用场景；根据用途不同可分为：并网逆变器、离网逆变器和储能逆变器。

图表53: 光伏发电系统的运作原理



资料来源: 莱科斯公司官网, 国盛证券研究所

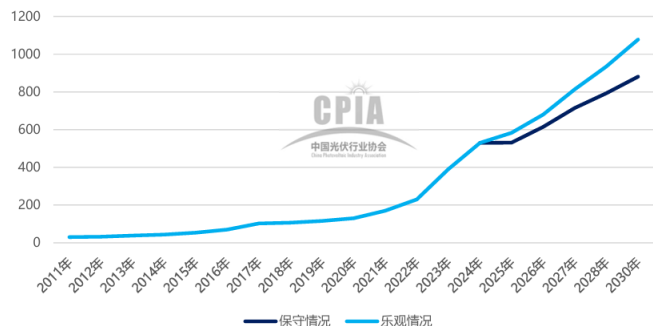
图表54: 光伏逆变器分类

分类方式	具体类型	产品简析
按功率分	集中型逆变器	500-2500kW, 可应用于大型厂房、电站等
	组串型逆变器	3-60KW, 可应用于各类光伏电站
	其他逆变器	微型逆变器:功率通常在1KW以下(户用);集散式逆变器:功率通常介于集中式和组串式之间
按用途分	集中型逆变器	逆变器的输出电压可以回送到商用交流电源, 因此输出弦波需要和电源的相位、频率及电压相同。
	离网逆变器	用在独立系统, 光伏阵列为电池充电, 逆变器以电池的直流电压为能量来源。许多独立逆变器也整合了电池充电器, 可以用交流电源为电池充电。一般这种逆变器不会接触到电网, 因此也不需要孤岛效应保护机能。
	储能逆变器	储能逆变器是一种特殊的逆变器, 由电池作为其电源, 配合其中的电池充电器为电池充电, 若有过多的电力, 会回到交流电源端。这种逆变器在电网电源跳电时, 可以提供交流电源给指定的负载, 因此需要有孤岛效应保护机能。

资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

全球光伏市场将持续高速增长，中国集中式增长动能尤为强劲。全球已有多个国家提出了“碳中和”或“气候中和”的气候目标，发展以光伏为代表的可再生能源已成为全球共识。根据国际可再生能源机构（IRENA）在《全球能源转型展望》中提出的 1.5°C 情景，到 2030 年，可再生能源装机将达到 11000GW 以上，其中光伏装机将超过 5400GW。据中国光伏行业协会，2024 年，全球光伏新增装机约 530GW。2024 年，我国国内光伏新增装机 277.57GW，同比增加 28.3%。其中集中式增量更加显著，新增装机 159.39GW，同比增长 32.8%；分布式光伏电站新增装机 118.18GW，同比增长 22.7%。

图表55: 全球光伏年度新增装机规模以及新增规模预测 (单位: GW)



资料来源:《中国光伏产业发展路线图(2024-2025年)》,国盛证券研究所

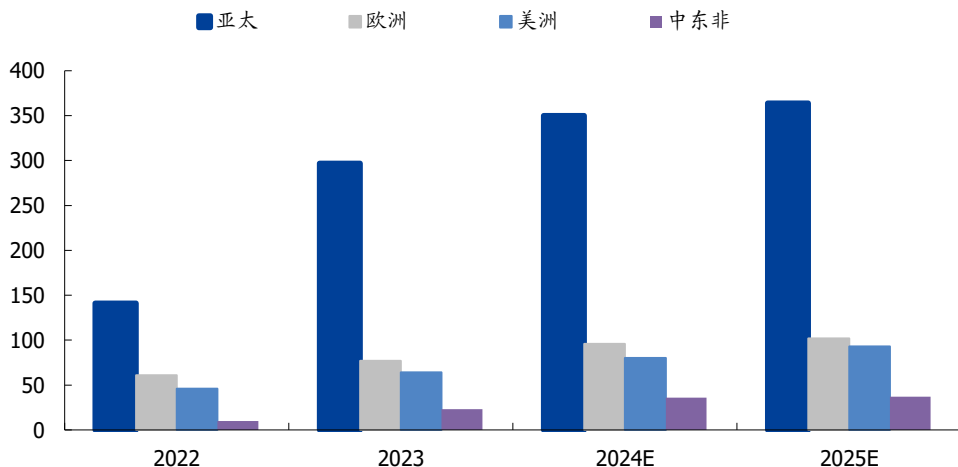
图表56: 中国光伏年度新增装机规模以及新增规模预测 (单位: GW)



资料来源:《中国光伏产业发展路线图(2024-2025年)》,国盛证券研究所

亚太地区在光伏市场已趋成熟,领跑全球光伏市场。据集邦新能源网,从四大区域市场2025年光伏新增装机数据来看,美洲增速小幅领先,增量仍以亚太为首。2025年美洲在美国、巴西两大市场带动下,增速保持领先状态;中东非新兴增量国家仍有待开发,增速大幅放缓;亚太增量领跑全球光伏市场,然高基数下,装机增速放缓;欧洲在退煤和可再生能源总目标下,增量稳步增长。据集邦咨询,中国、欧洲、美国依旧是全球光伏的主流增量市场,2025年光伏新增装机占全球的71.6%,然在高基数效应下,增速逐步放缓,装机占比呈现下滑态势,而非中欧美地区在电力刚性需求、能源转型需求迫切、能源战略目标等的驱动下,光伏需求增长迅速,装机占比呈现上涨趋势。在中国市场,集中式光伏依旧是需求大宗,增量市场转向工商业光伏。TrendForce 集邦咨询预测,2025年中国光伏新增装机达265GW,同比增长约1%,整体增速大幅放缓。

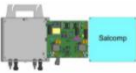
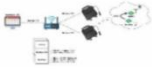
图表57: 全球四大区域市场光伏新增装机量 (单位: GW)



资料来源:集邦新能源,国盛证券研究所

公司主要以 ODM 合作方式,与国际领先的光伏储能领域客户共同开发新型微型光伏逆变器等产品,并为其提供代工服务。公司光伏储能板块主要产品为微型逆变器、功率优化器、储能 PCS 及光伏无线网络通讯模块,提供光伏储能关键产品方案,用于将太阳能模组的直流电源转换为交流电源。700W 微型光伏逆变器采用两级架构,后续往高功率发展更具弹性;同时采用 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。2024 年,公司微逆及数据采集器开始批量出货欧洲某核心客户。公司光伏储能业务与原有业务协同性强,凭借在消费电子领域的精益智造、自动化、智能化、规模化供应及配套能力等方面的深厚积累迅速提升市场份额。2024 年上半年公司户用储能产品打样成功,未来光伏储能产品矩阵有望持续丰富。

图表58: 公司光伏业务主要产品

代表产品	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；无线网络通讯 (Wi-Fi)。两级架构，后续往高功率发展更具弹性；IP67 防水设计采用铸模+铝冲压上盖，以灌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。
光伏无线通讯模块		无线网络通讯模块，能套用至各类光伏产品，透过 Wi-Fi 实现远程监控，是智能化产品必备功能。	模块化设计，快速套用至新产品；已开发专用 GUI，具人性化的监控界面；符合光伏产业国际联盟协议，与其他光伏系统产品兼容性高。
22KW储能 PCS		PCS(双向变流器)是便携式户外储能电源的核心部件，实现交流和电池之间的能量的双向变换。	采用 PFM/PSM 双重调制技术；前馈控制 AC/DC 实现弱电网稳定性；器件优化设计实现高效率(96%)及小型化。
600功率优化器		功率优化器是介于光伏板组件和组串式逆变器之间，实现单台光伏组件的最大功率追踪，解决了分布式光伏发电系统中组件老化、不匹配及遮挡问题并实现快速关断功能。	实现组件级别的 MPPT，解决因部分遮挡及组件不匹配造成的功率损失；组件级关断，消除高压危险，提高光伏系统的安全性；IP68 防护等级，25年寿命设计。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表59: 公司光伏业务发展历程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

基于以上分析，我们分业务对公司营收及毛利率做出如下预测：

1. 精密功能及结构件业务：公司积极打造 AI 终端硬件制造平台，加速在 AI 硬件领域的探索，在散热管理方面，公司为客户提供铜、不锈钢、纯钛等不同材质的 VC 均热板散热方案，被多款中高端手机机型搭载并实现量产出货。公司持续关注 XR、机器人等 AI 终端的硬件产品在自身业务领域的应用和协同，人形机器人方面，公司旗下全资子公司领鹏智能已与 Hanson 签署谅解备忘录，就人形机器人的设计优化升级、量产测试等方面展开合作，研发出 CSV 减速器；XR 方面，公司为全球 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。此外，在折叠机方面，公司尝试使用新材料碳纤维进行折叠屏结构件设计研发，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，公司碳纤维结构件已实现量产出货，进入行业头部客户的相关折叠屏及其他中高端手机机型。预计该业务在 2024-2026 年实现营收 290/348/410 亿元，毛利率分别达到 22.1%/23.0%/23.8%。

2. 充电器业务：公司 2019 年收购赛尔康，拥有丰富的 ODM 产品组合，包括电源供应器、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，通过技术优势刷新充电速度上限，公司的适配器具备覆盖 30W~330w 的能力，PD3.0/3.1 可生产超过 240W 的产品。随着 AI 的渗透，对充电等硬件的性能提出更高要求，预计该业务在 2024-2026 年实现营收 68/85/102 亿元，毛利率分别达到 4.6%/8.0%/8.1%。

3. 汽车产品：公司在动力电池结构件细分领域快速发展，成为北美新能源大客户的重要供应商。2023 年 8 月公司与德国重要客户签订《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，若顺利履行将累计增加公司 2025 年至 2029 年约 22 亿元收入。随着全球新能源汽车市场的持续增长及市场份额的不断提升，公司 24H1 汽车业务实现收入 10.18 亿，yoy+42.90%。预计该业务在 2024-2026 年实现营收 24/33/44 亿元，毛利率分别达到 2.1%/5.0%/7.9%。

4. 其他：公司积极布局光伏储能高增速行业业务，深度绑定 Enphase，为其提供微型光伏逆变器等产品的代工服务。受客户订单阶段性下降等因素影响，24H1 公司光伏储能业务收入 3.99 亿元，同比下降 56.35%。但随着 Enphase 渠道库存恢复到正常水平，以及公司在其份额的不断提升，公司该业务有望实现修复，盈利能力有望逐步改善。预计该业务在 2024-2026 年实现营收 13/17/27 亿元，毛利率分别达到 3.1%/5.3%/10.3%。

图表60: 领益智造分业务收入毛利拆分

(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	341.24	401.84	489.90	591.11
yoy	-1.05%	17.76%	21.91%	20.66%
营业成本	273.19	332.61	399.34	477.98
yoy	1.00%	21.75%	20.06%	19.69%
综合毛利率	19.9%	17.23%	18.48%	19.14%
yoy	-0.8%	-2.7%	1.3%	0.7%
归母净利	20.51	17.53	22.83	29.70
净利率	6.0%	4.4%	4.7%	5.0%
yoy	28.5%	-14.5%	30.2%	30.1%
分业务				
精密功能及结构件				
营收	231.69	289.61	347.54	410.09
yoy	-3.9%	25.0%	20.0%	18.0%
占比	67.9%	72.1%	70.9%	69.4%
毛利率	26.8%	22.1%	23.0%	23.8%
充电器				
营收	66.94	67.95	84.94	101.92
yoy	2.3%	1.5%	25.0%	20.0%
占比	19.6%	16.9%	17.3%	17.2%
毛利率	4.6%	4.6%	8.0%	8.1%
汽车产品				
营收	16.97	23.76	32.54	43.94
yoy	43.6%	40.0%	37.0%	35.0%
占比	5.0%	5.9%	6.6%	7.4%
毛利率	5.2%	2.1%	5.0%	7.9%
材料类产品				
营收	7.09	7.45	7.82	8.21
yoy	-31.8%	5.0%	5.0%	5.0%
占比	2.1%	1.9%	1.6%	1.4%
毛利率	12.5%	14.2%	14.3%	14.4%
其他				
营收	18.54	13.07	17.06	26.95
yoy	15.4%	-29.5%	30.5%	58.0%
占比	5.4%	3.3%	3.5%	4.6%
毛利率	5.7%	3.1%	5.3%	10.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.2 投资建议

综上所述,我们预计公司在 2024/2025/2026 年分别实现营业收入 402/490/591 亿元,同比增长 18%/22%/21%,实现归母净利润 17.5/22.8/29.7 亿元,同比-15%/+30%/+30%,当前股价对应 2024/2025/2026 年 PE 分别为 39/30/23X。

我们选取歌尔股份、蓝思科技、长盈精密、飞荣达、思泉新材为可比公司，其中歌尔股份主营业务包括精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务，蓝思科技业务涉及智能手机与电脑、智能头显与智能穿戴、智能汽车及智能座舱等智能终端的结构件、模组等，长盈精密也主营消费类电子精密结构件及模组并布局人形机器人，飞荣达产品包括热管理材料及器件，思泉新材为散热方案解决提供商，均与公司的业务有重叠。我们计算出 2024/2025/2026 年可比公司平均 PE 分别为 44/32/24X。可以看到，领益智造在 2025/2026 年具备估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表61: 可比公司估值分析

代码	证券简称	总市值 (亿元人民币)	归母净利 (亿元人民币)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002241.SZ	歌尔股份	987.52	27.65	36.40	45.39	35.20	26.74	21.44
300115.SZ	长盈精密	342.04	7.69	8.72	10.85	44.49	40.23	32.33
300433.SZ	蓝思科技	1,335.91	39.81	55.07	68.88	33.72	24.37	19.49
300602.SZ	飞荣达	128.70	2.30	3.72	5.08	55.12	34.03	24.93
301489.SZ	思泉新材	35.90	0.77	1.09	1.54	49.26	33.29	23.52
平均值		566.01	15.64	21.00	26.35	43.56	31.73	24.34
002600.SZ	领益智造	681.19	17.53	22.83	29.70	38.86	29.84	22.94

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 总市值选取 2025/2/28 收盘价, 可比公司归母净利及 PE 选取 Wind 一致预测, 其中长盈精密已公告 2024 年归母净利, 其归母净利为实际值, 24 年 PE 为计算所得

风险提示

新品研发进展不及预期: 若公司相应储备的升级不能满足相关募投项目拟生产新产品的生产需要, 相关新产品存在研发失败、研发进程受阻、新产品不能满足客户需求、新产品不能顺利量产等新产品开发风险, 或对公司业绩产生负面影响。

原材料价格波动: 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。

行业竞争加剧: AI 终端是公司主要的下游应用领域, 若未来市场竞争激烈程度进一步提升, 产品价格下降压力较大, 或对公司后续发展产生不利影响。

关键假设有误差风险: 若关键假设不准确, 可能导致测算结果不准确产生测算误差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com