

雅葆轩 870357.BJ

电子行业

PCBA 电子制造服务商，下游应用广泛

——首次覆盖

分析师：张婧

执业证书编号：S1410525010001

联系人：刘瑜

执业证书编号：S1410123110011

投资评级： 增持（首次）

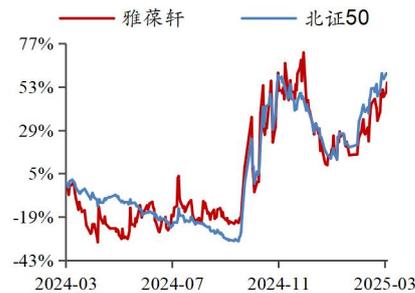
当前价格： 26.37元

市场数据

总股本(百万股)	80.08
A股股本(百万股)	80.08
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	55.59
12个月最高/最低(元)	31.00/11.36
第一大股东	胡啸宇
第一大股东持股比例(%)	32.17
上证综指/沪深300	3379.83/3941.42

数据来源：聚源 注：2025年3月11日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	4.92	-3.91	-10.08
绝对收益	20.69	8.07	53.10

数据来源：聚源 注：相对收益与北证50相比

相关研究报告

投资要点：

- ◆**公司为PCBA电子制造服务商。**公司主营业务为电子产品研究开发、生产、销售，主要为客户提供PCBA（印制电路板组件）电子制造服务，致力于成为高质量电子产品嵌入式硬件创新服务商。公司下游客户主要处于消费电子、汽车电子及工业控制领域，产品广泛应用于家电、工控显示、汽车、电子信息、安防等场景。
- ◆**公司收入与净利润保持增长。**雅葆轩营业总收入从2018年的0.68亿元稳健增长至2023年的3.54亿元，5年CAGR达到39.09%，并且每年收入均保持增长，归母净利润从2018年的0.15亿元增长至2023年的0.43亿元，5年CAGR达到23.45%，2024年前三季度归母净利润达0.36亿元，同比增长11.79%。
- ◆**全球电子制造服务市场规模保持增长。**全球电子制造服务（EMS）是一种为品牌客户提供产品设计、研究开发、原材料供应链管理、生产制造、产品测试及售后等一系列全方位服务的业务模式。由于消费电子对EMS业务需求增加，预计全球EMS市场将从2024年的5737.5亿美元增长到2032年的10178.5亿美元，2024-2032年CAGR为7.4%。
- ◆**公司下游应用广泛。**公司产品下游应用广泛，主要应用于消费电子（笔记本电脑屏幕显示控制板与平板电脑屏幕显示控制板等）、汽车电子（车载仪表盘屏幕显示驱动与车载中控屏幕显示驱动）、工业控制（工业液晶屏幕显示控制板、医疗器材屏幕显示控制板、银行ATM屏幕显示控制板等）。
- ◆**估值和投资建议：**预计公司2024-2026年收入分别为3.77、4.18、4.66亿元，同比增速分别为6.66%、10.78%、11.44%，归母净利润分别为0.47、0.53、0.56亿元，同比增速为10.23%、12.44%、4.89%。截至2024年3月11日，根据iFinD机构一致预期，相关同业公司2024-2026年平均PE分别为97.23、78.89和42.52倍。结合行业平均估值，首次覆盖并给予公司“增持”评级。
- ◆**风险提示：**汽车出货量增长不及预期的风险；PC出货量增长不及预期的风险；毛利率持续下滑的风险；单一大客户的风险；行业竞争加剧的风险。

财务预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	236.77	353.68	377.22	417.89	465.69
增长率（%）	23.19%	49.38%	6.66%	10.78%	11.44%
归母净利润（百万元）	58.48	43.06	47.46	53.37	55.97
增长率（%）	25.01%	-26.37%	10.23%	12.44%	4.89%
ROE（%）	16.46%	11.92%	12.60%	13.68%	13.65%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.73	0.54	0.59	0.67	0.70
P/E（倍）	31.24	42.42	38.49	34.23	32.63
P/B（倍）	5.14	5.06	4.85	4.68	4.46

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

正文目录

1 公司为 PCBA 控制板电子制造服务商	1
1.1 提供 PCBA 电子制造服务	1
1.2 历年来不断发展	1
1.3 实际控制人持股比例较高	2
1.4 公司管理层介绍	3
2 公司财务数据稳健增长	3
2.1 收入与净利润保持增长	3
2.2 消费电子业务收入占比不断提升	5
3 专注于 PCBA 电子制造服务	6
3.1 PCBA 电子制造服务	6
3.1.1 从小批量产品到中大批量产品	7
3.1.2 公司 PCBA 电子制造服务业务流程	7
3.1.3 全球电子制造服务市场规模保持增长	9
3.2 公司下游应用广泛	10
3.2.1 消费电子业务景气度上行	10
3.2.2 汽车电子业务受益于智能座舱市场增长	11
3.2.3 工业控制下游应用较广	13
4 公司大客户收入占比较高	15
4.1 公司大客户为天马微电子	15
4.2 壁垒与竞争优势	16
5 盈利预测及估值	16
5.1 盈利预测	16
5.2 估值及建议	17
6 风险提示	17

图表目录

图 1、芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司	1
图 2、公司发展历程	2
图 3、公司股权架构	2
图 4、公司营业总收入（亿元）与同比增长率	3
图 5、公司归母净利润（亿元）与同比增长率	4
图 6、公司毛利率与净利率	5
图 7、公司各项费用率	5
图 8、公司分业务收入（亿元）	6
图 9、公司各业务占比	6
图 10、公司各业务毛利率	6
图 11、公司 PCBA 电子制造服务业务流程	7
图 12、EMS 电子制造服务行业产业链	8
图 13、全球 EMS 市场规模（亿美元）	9
图 14、国内台式机与笔记本销量（千台）与增长率	11
图 15、国内智能座舱市场规模（亿元）	12

图 16、1950-2030 年汽车电子占整车比例	13
图 17、全球汽车电子市场规模（亿美元）	13
图 18、全球工业自动化市场规模（亿美元）	14
图 19、公司前五大客户	15
表 1、公司管理层介绍	3
表 2、小批量与中大批量 PCBA 电子制造产品特点	7
表 3、消费电子主要产品及应用场景	10
表 4、汽车电子主要产品及应用场景	11
表 5、工业控制主要产品及应用场景	14
表 6、公司收入结构及毛利预测	17
表 7、可比公司估值	17

1 公司为 PCBA 控制板电子制造服务商

1.1 提供 PCBA 电子制造服务

芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司，成立于 2011 年 7 月，主营业务为电子产品研究开发、生产、销售，主要为客户提供 PCBA（印制电路板组件）电子制造服务，致力于成为高质量电子产品嵌入式硬件创新服务商。公司下游客户主要处于消费电子、汽车电子及工业控制领域，产品广泛应用于家电、工控显示、汽车、电子信息、安防等场景。公司的 PCBA 制造流程包含 BOM 优化、技术支持、电子装联和检验测试等，具备完整的业务链条和一体化的服务能力，为客户提供优质的电子制造服务。芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司目前是高新技术企业、安徽省专精特新冠军企业、安徽省专精特新中小企业、芜湖市科技小巨人企业，在 PCBA 制造领域具备丰富的经验。

图 1、芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司



资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.2 历年来不断发展

芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司的前身为上海雅葆轩，成立于 2003 年 9 月，从事元器件贸易业务，并于 2008 年升级为元器件生产制造企业。2011 年芜湖雅葆轩电子科技有限公司成立，并于 2015 年与上海雅葆轩合并为芜湖雅葆轩电子科技有限公司。2017 年公司万级无尘车间正式投入使用，并挂牌新三板。2022 年公司荣获“安徽省专精特新冠军企业”，并成功上市北交所，代码为 870357。

图 2、公司发展历程

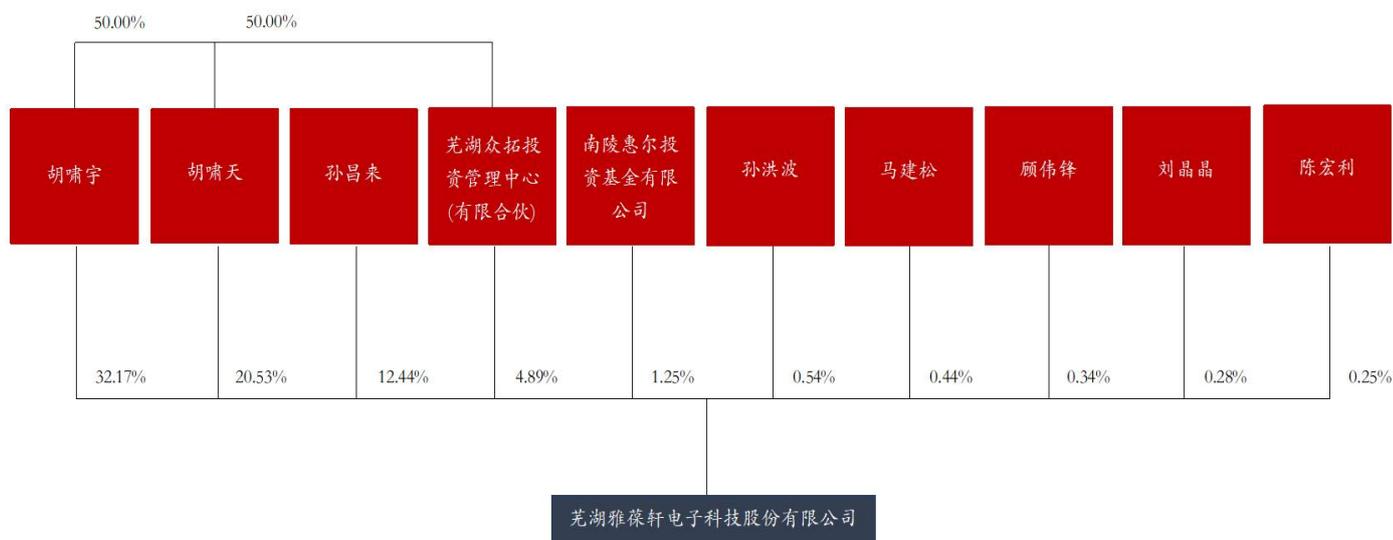


资料来源：公司官网，江海证券研究发展部

1.3 实际控制人持股比例较高

雅葆轩的股权结构较为集中，第一大股东胡啸宇持股比例达 32.17%。公司实际控制人和一致行动人为胡啸宇和胡啸天，两人为兄弟关系，合计直接持股比例达 52.7%。并且芜湖众拓投资管理中心（有限合伙）为胡啸宇与胡啸天直接控股公司。公司前十大股东持股比例合计达 73.13%，股权较为集中。

图 3、公司股权架构



资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

1.4 公司管理层介绍

公司管理层资历深厚，并具备一线工作经验。董事长胡啸宇曾任安徽省南陵县城建局规划员、众志(新加坡)集团公司部门经理、上海雅葆轩电子科技有限公司业务经理，并在 2015 年任芜湖雅葆轩董事长。总经理胡啸天于 2005 年任上海雅葆轩总经理，并在 2011 年任芜湖雅葆轩总经理。

表 1、公司管理层介绍

公司管理层		
胡啸宇	董事长	1991 年 8 月至 1993 年 12 月,任安徽省南陵县城建局规划员;1994 年 10 月至 2005 年 8 月,任众志(新加坡)集团公司部门经理、北京办事处销售负责人;2006 年 1 月至 2016 年 9 月,任上海融典实业有限公司监事;2005 年 9 月至 2016 年 2 月,历任上海雅葆轩电子科技有限公司业务经理、监事;2011 年 7 月至 2015 年 9 月,任芜湖雅葆轩电子科技有限公司执行董事、法定代表人;2015 年 10 月至今,任芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司董事长、法定代表人。
胡啸天	总经理	1995 年 9 月至 1997 年 6 月,任上海奂鑫电子科技有限公司物流专员;1997 年 7 月至 2000 年 1 月,任上海新维电子科技有限公司采购员;2000 年 3 月至 2003 年 8 月,任上海神翔电子科技有限公司采购经理;2003 年 9 月至 2006 年 6 月,任安臣数码科技有限公司采购经理;2005 年 9 月至 2016 年 2 月,任上海雅葆轩电子科技有限公司执行董事兼总经理;2011 年 7 月至 2015 年 9 月,任芜湖雅葆轩电子科技有限公司总经理;2015 年 10 月至 2021 年 12 月,任芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司董事、总经理、董事会秘书;2021 年 12 月至今,任芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司董事、总经理。
何维明	财务负责人	2018 年 2 月至 2021 年 8 月,任芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司会计;2021 年 9 月至 2023 年 6 月,任芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司财务主管;2023 年 7 月至今,任芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司财务经理。
张娟娟	董事会秘书	2008 年 1 月至 2011 年 10 月,任上海雅葆轩电子科技有限公司采购员;2011 年 11 月至 2015 年 9 月,任芜湖雅葆轩电子科技有限公司采购主管;2015 年 10 月至今,历任芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司采购经理、监事、董事、董事会秘书,现任采购经理、董事、董事会秘书。

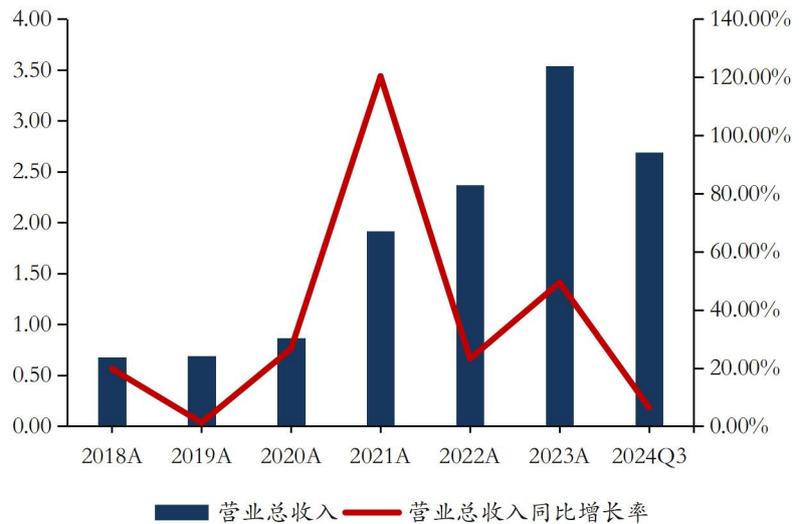
资料来源: iFinD, 江海证券研究发展部

2 公司财务数据稳健增长

2.1 收入与净利润保持增长

雅葆轩营业总收入从 2018 年的 0.68 亿元稳健增长至 2023 年的 3.54 亿元, 5 年 CAGR 达到 39.09%, 并且每年收入均保持增长。公司 2024 年前三季度营业收入达 2.69 亿元, 同比增长 6.39%。

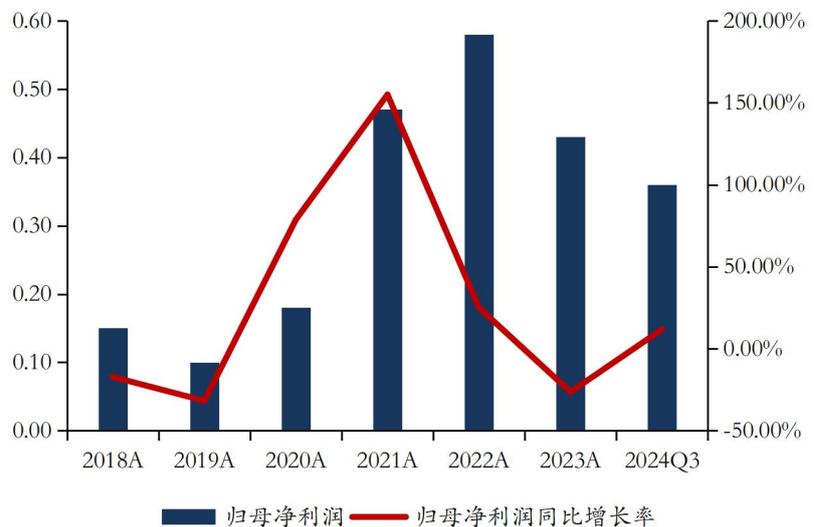
图 4、公司营业总收入(亿元)与同比增长率



资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

公司归母净利润历年来也保持稳健增长，从2018年的0.15亿元增长至2023年的0.43亿元，5年CAGR达到23.45%。2023年公司归母净利润同比有所下降，原因为2023年全球经济复苏缓慢，消费电子市场需求持续低迷，并且下游客户端将销售价格的持续下降并向上游传导导致。2024年前三季度归母净利润达0.36亿元，同比增长11.79%。

图 5、公司归母净利润（亿元）与同比增长率



资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

雅葆轩整体毛利率近年来波动较大，2018年至2023年，公司整体毛利率分别为40.46%/37.43%/36.28%/39.28%/33.83%/17.52%。2023年毛利率下降的主要原因为下游客户降价向上游传导以及原材料成本增加导致。2024年前三季度公司毛利率为20.6%，有所回升。

2018年至2023年雅葆轩净利率波动较大，分别为22.10%/14.89%/21.03%/24.34%/24.70%/12.17%。2024年前三季度，公司净利率为13.27%。

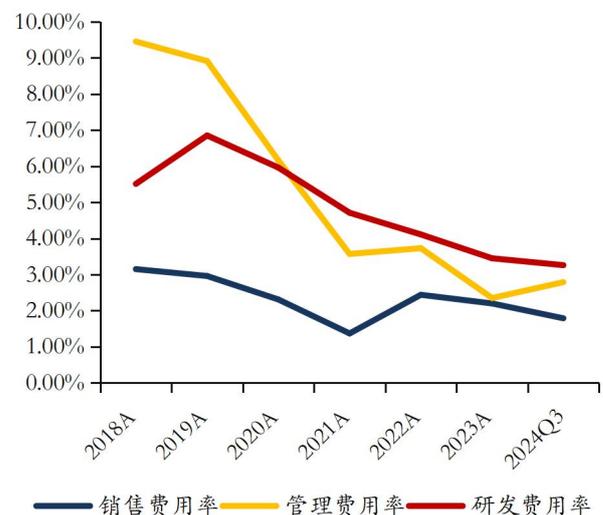
公司期间费用率水平控制较好，整体呈下降态势。雅葆轩2018年至2023年销售费用率分别为3.15%/2.96%/2.31%/1.37%/2.44%/2.20%，2024年前三季度销售费用率为1.79%。雅葆轩2018年至2023年管理费用率也呈现下降态势，分别为9.45%/8.91%/6.16%/3.57%/3.73%/2.35%，并且2024年前三季度管理费用率为2.79%。公司研发费用率2018年至2023年分别为5.51%/6.85%/5.96%/4.71%/4.11%/3.45%，2024年前三季度研发费用率为3.26%。

图 6、公司毛利率与净利率



资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

图 7、公司各项费用率



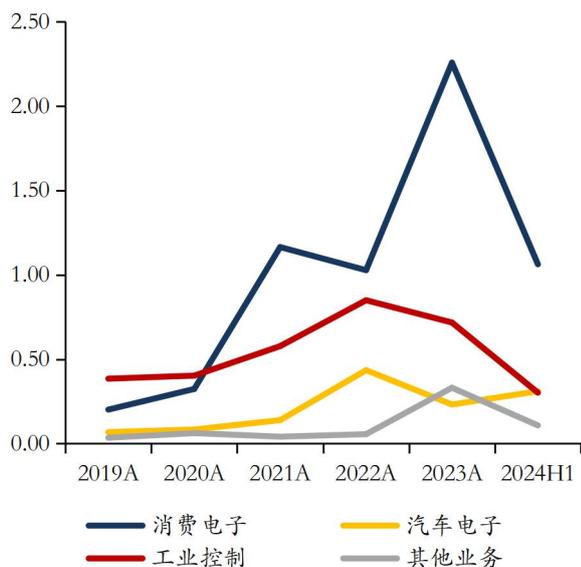
资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

2.2 消费电子业务收入占比不断提升

公司的主营业务按下游行业分类可分为消费电子、汽车电子、工业控制及其他。近年来，消费电子业务收入占比有所增加，但工业控制占比则有所下降。2023年公司下游收入占比最大为消费电子，其次为工业控制。

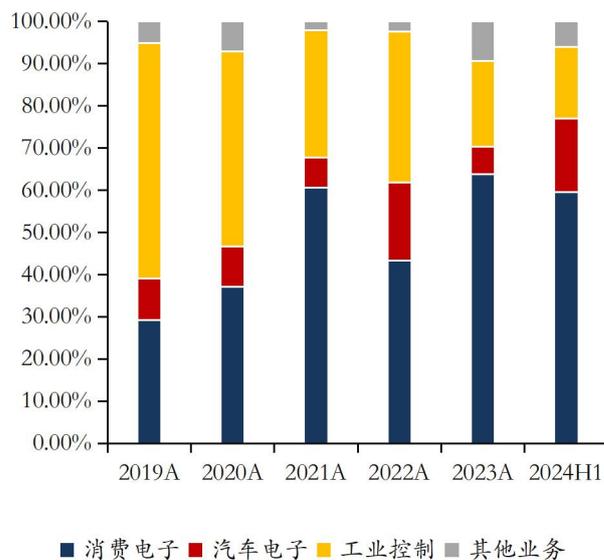
2024年上半年消费电子业务收入为1.06亿元，同比增长10.80%，收入占比达59.60%。2024年上半年汽车电子收入为0.31亿元，同比增长398.20%，原因为公司重点发力汽车电子领域，并且新客户的产品已经初步迈入量产阶段。

图 8、公司分业务收入（亿元）



资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

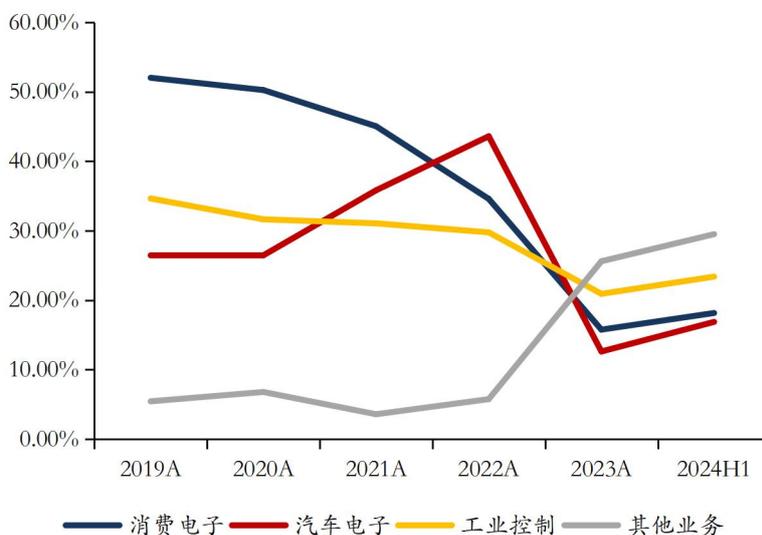
图 9、公司各业务占比



资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

公司分业务毛利率来看，2024 年上半年消费电子、汽车电子、工业控制业务毛利率分别为 18.15%/16.87%/23.39%。

图 10、公司各业务毛利率



资料来源：iFinD，江海证券研究发展部

3 专注于 PCBA 电子制造服务

3.1 PCBA 电子制造服务

公司专注于消费电子、汽车电子及工业控制领域的 PCBA 电子制造服务，业务涵盖 BOM 优化、技术支持、电子装联与检验测试等环节。公司提供从研

发阶段制样到小批量与中大批量生产的全流程服务，其中制样及小批量产品具备多品种、个性化、快速交付的特点，而中大批量生产则以品质稳定、高良率和大规模出货见长。

3.1.1 从小批量产品到中大批量产品

公司自成立以来，先深耕制样与小批量领域，通过多年经验积累，形成了快速响应客户需求、高效换线生产及多产品稳定交付的核心优势，并与多家下游客户建立了长期稳定的合作伙伴关系。凭借着多年的经验积累，公司已将业务范围进一步拓展至大批量 PCBA 电子制造领域，并已形成稳定的大批量生产能力。

表 2、小批量与中大批量 PCBA 电子制造产品特点

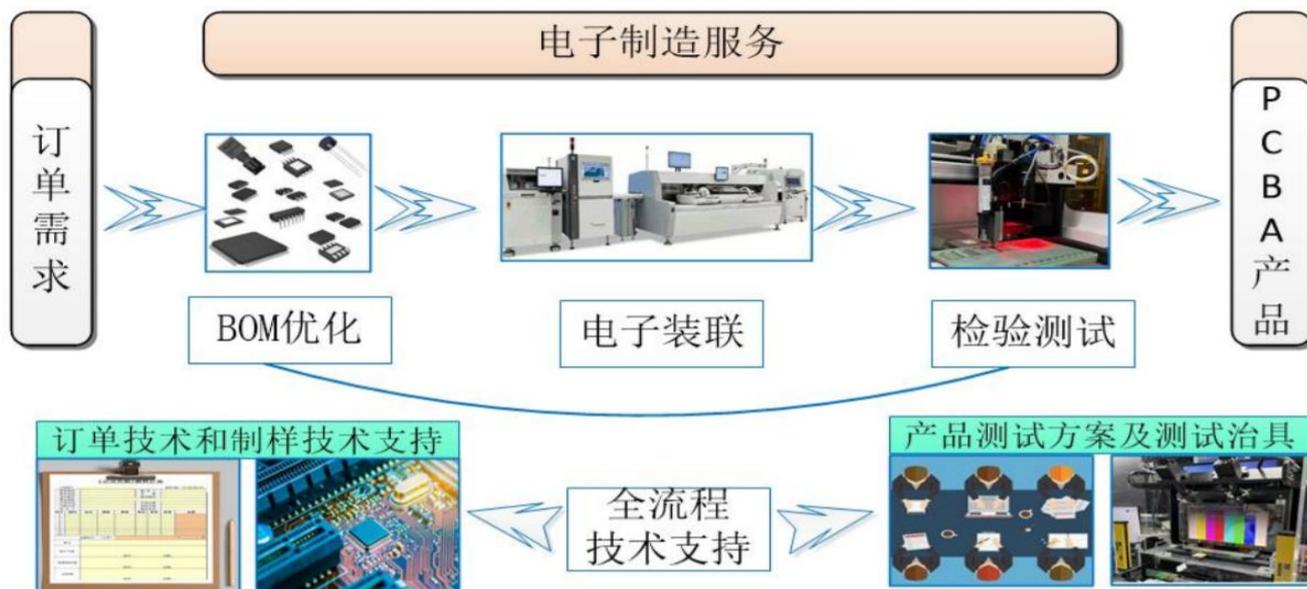
项目	制样和小批量产品	中大批量产品
客户需求	需求快速、多样	品质稳定、良率高
订单情况	订单和产品种类多、单个订单数量较少	订单和产品种类相对较少、单个订单数量较多
议价能力	数量较少，客户对价格不敏感，议价能力较强	数量较多，客户对价格较为敏感，议价能力较弱
技术支持	产品种类较多，技术支持要求快速响应	产品种类较少，技术支持能力要求高
交货期限	期限短	期限相对较长
毛利率	相对较高	相对较低

资料来源：雅葆轩招股说明书，江海证券研究发展部

3.1.2 公司 PCBA 电子制造服务业务流程

传统电子装联厂通常仅提供代工服务，由客户供应 PCB 及元器件等原材料。然而，随着电子行业快速发展，下游终端产品需求日益个性化、多样化，行业专业化分工不断深化，单纯的电子装联服务已难以满足客户需求。公司 PCBA 电子制造服务流程涵盖了前端 BOM 优化、中端电子装联、后端检验检测及全流程的技术支持的一体化服务，能够为客户提供高品质的 PCBA 控制板产品，更好地适应市场要求。

图 11、公司 PCBA 电子制造服务业务流程



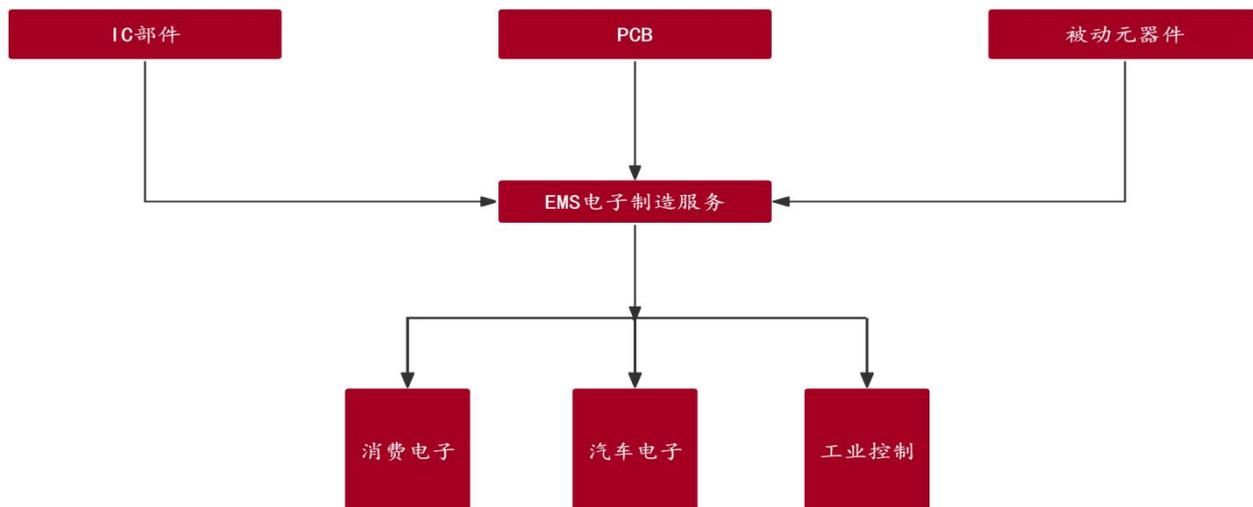
资料来源：雅葆轩招股说明书，江海证券研究发展部

公司具体的电子制造服务流程包括：1) Bom (Bill of Materials, 即物料清单)优化,指公司通过元器件选型、供应管理和结构优化等为客户提供 BOM 优化服务,主要包括元器件选型、供应管理、结构优化; 2) 技术支持, 包括对客户 提供订单和制样技术支持, 并提供产品测试方案及测试治具系统的开发; 3) 电子装联, 指根据设定的 LAYOUT 组件布局图, 将 PCB、IC、电容电阻、连接器等材料进行装联和电气连通的制造过程; 4) 检验测试服务, 指对经过装联后的产成品进行多维度检测, 具体包括可靠性测试、环境适应性测试、电性测试 (ICT)、功能测试 (FCT)、SUM 值回读检测 (IC 程序检测)、画面检测等。

雅葆轩深耕小批量 PCBA 电子制造服务领域多年, 具有快速响应、反应灵活、贴近客户的优势。随着下游应用领域的不断创新和发展, 下游客户对“多品种、小批量”的高品质快件的需求将逐步增加, 制样和小批量 PCBA 电子制造服务的企业具备较大的成长空间。同时, 随着公司生产规模的持续扩大和生产工艺的不断改进, 也逐步具备了中大批量制造的交付能力, 并积极参与中大批量 PCBA 电子制造服务的市场竞争。

公司所属 EMS 电子制造服务行业处于产业链中游环节, 上游为 IC 部件、PCB、被动元器件等, 下游为消费电子、汽车电子、工业控制。

图 12、EMS 电子制造服务行业产业链



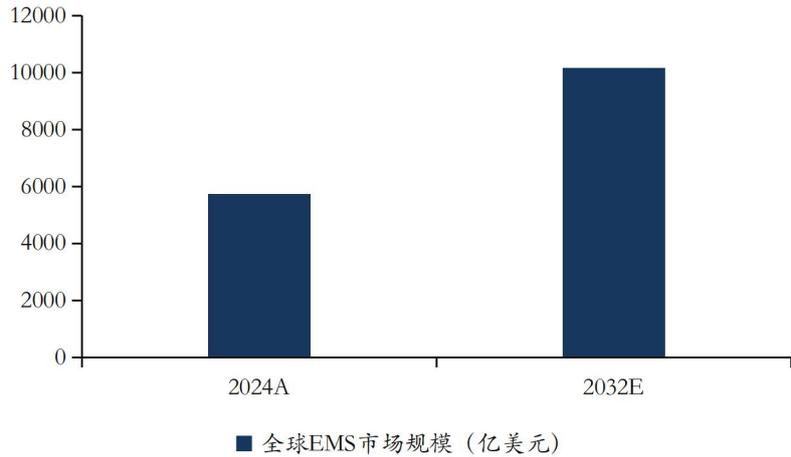
资料来源：雅葆轩招股说明书，江海证券研究发展部

3.1.3 全球电子制造服务市场规模保持增长

电子制造服务（EMS，Electronics Manufacturing Services）是一种为品牌客户提供产品设计、研究开发、原材料供应链管理、生产制造、产品测试及售后等一系列全方位服务的业务模式。作为目前全球电子制造业中最主流的业务模式，EMS 是电子产业链专业化分工的产物，其发展得益于全球电子产品制造外包的推动。随着 EMS 模式的不断成熟以及行业企业服务能力的增强，全球 EMS 行业呈现出服务领域持续拓展和业务总量稳步增长的发展态势。

EMS 电子制造服务按下游行业包括消费电子、汽车、重工业制造、航空航天和国防、医疗保健、IT 和电信等。EMS 下游行业中消费电子占比最高，消费电子的产品周期的更新与技术进步会促进 EMS 市场的增长。消费电子对电子制造服务（EMS）的需求持续增加，已成为推动 EMS 市场增长的核心驱动力。原因主要为：1) 消费电子产品技术复杂度升级，涉及精密电子组件加工、高密度 PCB 设计及大规模量产等环节，EMS 供应商凭借专业化制造能力满足行业需求；2) 消费电子行业产品迭代周期缩短，EMS 企业通过灵活产能配置和快速响应机制，使 OEM 厂商能够适应动态市场变化；3) EMS 模式通过规模经济效益和集约化生产显著降低制造成本，OEM 厂商得以将资源聚焦于产品研发与品牌运营，形成“专业分工-效率提升”的良性循环。2023 年全球 EMS 电子制造服务市场规模为 5382.4 亿美元。预计全球 EMS 市场将从 2024 年的 5737.5 亿美元增长到 2032 年的 10178.5 亿美元，2024-2032 年 CAGR 为 7.4%。

图 13、全球 EMS 市场规模（亿美元）



资料来源：Fortune Business Insights，江海证券研究发展部

3.2 公司下游应用广泛

3.2.1 消费电子业务景气度上行

公司在消费电子领域主要的产品为笔记本电脑屏幕显示控制板、平板电脑屏幕显示控制板、电力保护装置控制板、电力切换装置控制板，分别应用于笔记本电脑、平板电脑、电力保护装置等。公司消费电子产品终端客户涵盖了联想、小米、华硕、德力西电气。

表 3、消费电子主要产品及应用场景

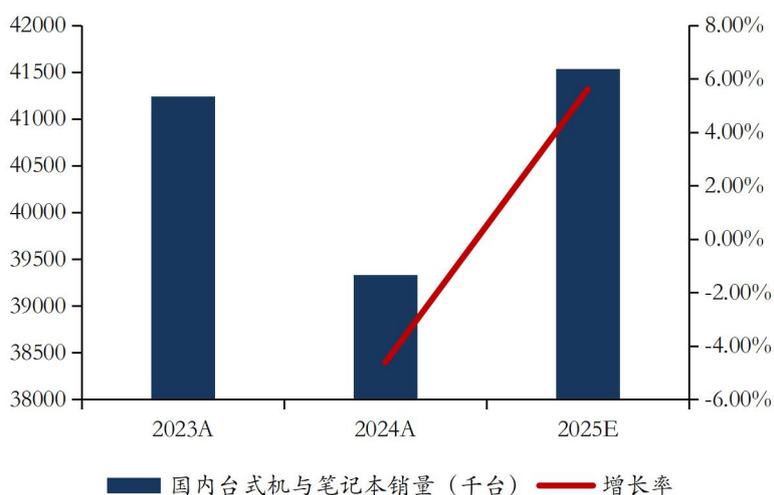
产品系列	产品图示	终端产品图示	产品应用场景与功能
笔记本电脑屏幕显示控制板			应用于笔记本电脑屏幕，可驱动电脑屏幕显示视窗、应用程序和软件
平板电脑屏幕显示控制板			应用于平板电脑 (PAD) 屏幕，可驱动 PAD 屏幕显示视窗、应用程序和软件
电力保护装置控制板			应用于电力保护装置，当发生漏电、过载、短路时，驱动装置断开电路，保护电力安全

<p>电力切换装置控制板</p>			<p>应用于供电系统，将负载电路从一个电源自动换接至另一个(备用)电源，以确保负荷连续、可靠运行</p>
------------------	---	--	--

资料来源：雅葆轩招股说明书，江海证券研究发展部

随着 AI 功能在商用 PC 市场中的逐渐渗透以及在 G 端 PC 的逐渐国产替代，预计未来国内 PC 市场向好。根据 Canalys 预计，2025 年国内 PC 市场（包括台式机与笔记本）出货量将达到 4153.7 万台，同比增长 6%。Canalys 预计 2024 年全球 PC 市场趋于稳定后，将于 2025 年全盘复苏，进入商用市场更新周期。原因为微软将会在 10 月终止 Windows 10 的系统支持，导致数亿 PC 用户必须更新设备。国内外 PC 出货量的增长将给公司的消费电子业务带来增长。

图 14、国内台式机与笔记本销量（千台）与增长率



资料来源：Canalys，江海证券研究发展部

3.2.2 汽车电子业务受益于智能座舱市场增长

汽车电子是指汽车车体电子控制装置和车载电子控制装置的统称，按其应用领域可划分为汽车电子控制系统和车载电子电器两大类。公司汽车电子业务的主要产品为车载仪表盘屏幕显示驱动、车载中控屏幕显示驱动、吸顶娱乐屏控制板等，应用于汽车仪表盘与汽车中控显示屏幕。公司汽车电子业务主要客户为比亚迪、福特、小鹏、丰田、吉利、零跑、江铃、长安一系列知名汽车品牌。汽车电子业务为公司近期重点发力领域，2024 年上半年该业务增速较快。

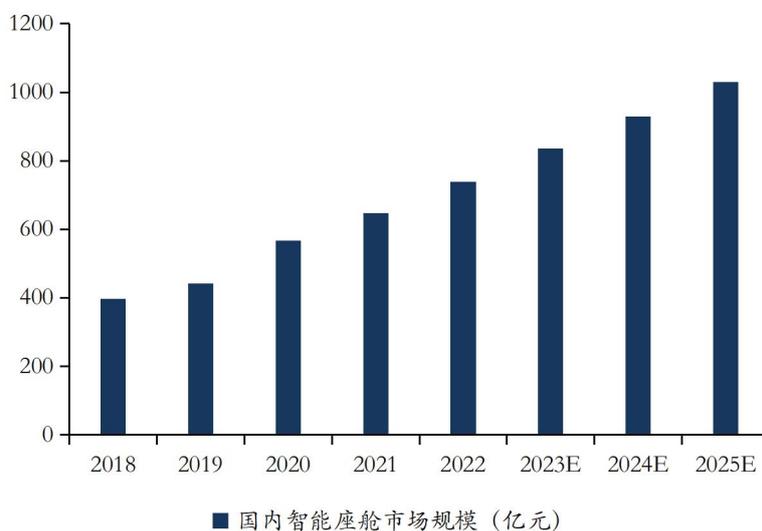
表 4、汽车电子主要产品及应用场景

产品系列	产品图示	终端产品图示	产品应用场景与功能
车载仪表盘屏幕显示驱动			应用于汽车仪表盘，可驱动仪表盘显示车辆的各种信息，协助驾驶人员掌握车辆状态，提高驾驶人员的舒适性和安全
车载中控屏幕显示驱动			应用于汽车中控显示屏，可驱动中控屏幕显示车辆的导航、娱乐等信息，增加驾乘人员的乘坐体验

资料来源：雅葆轩招股说明书，江海证券研究发展部

智能座舱产业链上游主要包括 PCB、显示面板、功率器件、车载地图、操作系统等硬件和软件。中游主要为智能座舱软硬件系统集成，包括车载信息显示系统、车载信息娱乐系统、车载通讯系统、HUD、OTA 和安全模块等。根据观研天下，我国智能座舱市场规模从 2018 年的 397 亿元上升至 2022 年的 739 亿元，且增速高于全球水平，预计 2025 年市场规模将达到 1030 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 11.7%。公司相关汽车电子业务产品主要为车载仪表盘与中控屏幕显示驱动，或将受益于智能座舱市场规模的扩张。

图 15、国内智能座舱市场规模（亿元）

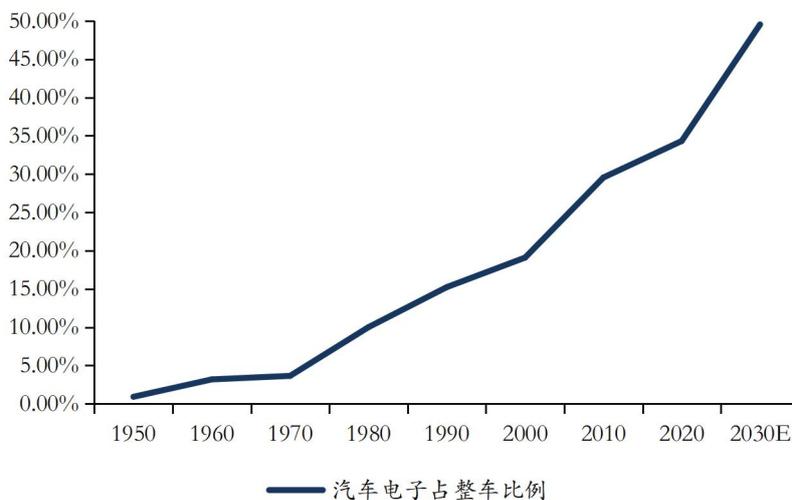


资料来源：观研天下，江海证券研究发展部

随着技术的快速发展，汽车行业与互联网行业的融合不断深化，汽车正从功能型产品向智能化方向演进，并逐步由单纯的机械产品转变为机电一体化产品，汽车电子在整车制造成本的占比不断提升。在互联网、娱乐、节能、安全四大趋势的驱动下，汽车电子化水平日益提高。1950 年汽车电子占整车成本仅为 0.91%，而 2020 年汽车电子占整车成本达 34.32%，预计到 2030

年这一比例将达到 49.55%。汽车电子占整车成本比例逐渐提高，雅葆轩相关汽车电子业务将持续受益。

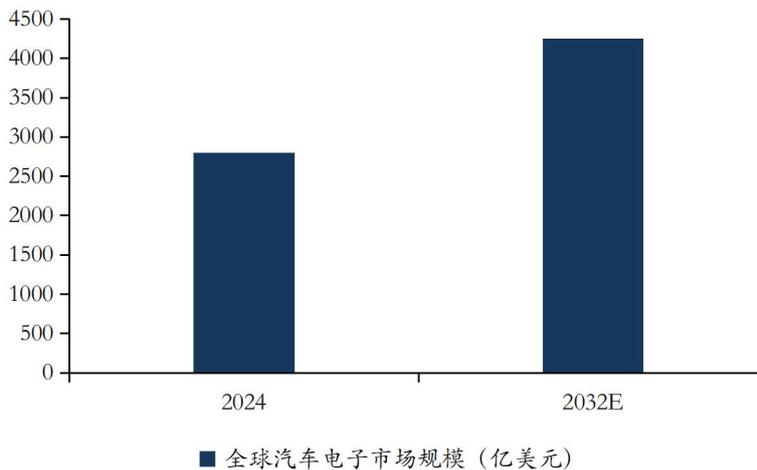
图 16、1950-2030 年汽车电子占整车比例



资料来源：雅葆轩招股说明书，江海证券研究发展部

全球汽车电子市场规模预计从 2024 年的 2799.3 亿美元增长到 2032 年的 4251.9 亿美元，2024-2032 年 CAGR 为 5.4%，主要由安全功能、高级驾驶辅助系统 (ADAS)、连接解决方案和电动化的需求不断增长所推动。

图 17、全球汽车电子市场规模（亿美元）



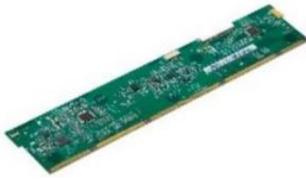
资料来源：FortuneBusinessInsights，江海证券研究发展部

3.2.3 工业控制下游应用较广

公司在工业控制领域主要的产品为工业液晶屏幕显示控制板、医疗器材屏幕显示控制板、银行 ATM 屏幕显示控制板、航海导航仪显示控制板、接触

器控制板、框架控制器核心控制板，分别应用于工业生产线中的设备屏幕、医疗器械屏幕、银行 ATM 机、航海导航仪、控制工厂设备及电力保护装置等。公司工业控制业务下游客户同样为一系列知名企业，包括松下、飞利浦、三菱、EIZO、佳明、迈瑞医疗、通用电器、Zebra。

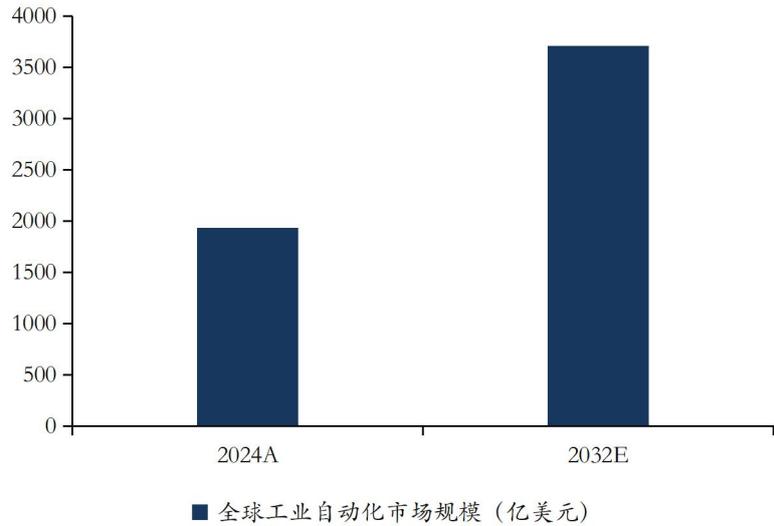
表 5、工业控制主要产品及应用场景

产品系列	产品图示	终端产品图示	产品应用场景与功能
工业液晶屏幕显示控制板			应用于工业生产线中的设备屏幕，可驱动屏幕显示生产产品相关信息，协助工业企业高质量、高效率的生产
医疗器材屏幕显示控制板			应用于医疗器械屏幕显示，可根据需求显示相关医疗信息
银行 ATM 屏幕显示控制板			应用于银行 ATM 机，驱动 ATM 机显示银行相关业务界面
航海导航仪显示控制板			应用于航海导航仪，驱动导航仪显示导航信息
接触器控制板			应用于控制工厂设备、电热器、工作母机和各种电力机组等电力负载以及自动控制系统，控制电力负载，保护用电安全
框架控制器核心控制板			应用于电力保护装置，配电并保护线路及电源设备免受过载、欠电压、短路和接地等故障的危害，为用电提供智能保护功能

资料来源：雅葆轩招股说明书，江海证券研究发展部

由于人工智能和 IoT 物联网的快速发展，对于生产力和效率的需求也大大增加，全球工业自动化市场规模预计从 2024 年的 1934.6 亿美元增长至 2032 年的 3715 亿美元，2024-2032 年 CAGR 为 8.5%。

图 18、全球工业自动化市场规模（亿美元）



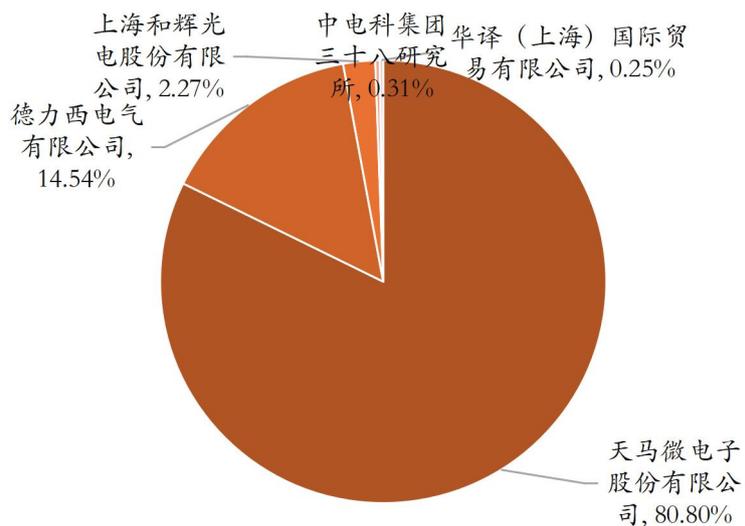
资料来源：BusinessResearchInsights，江海证券研究发展部

4 公司大客户收入占比较高

4.1 公司大客户为天马微电子

公司与大客户天马微电子绑定较深，2022 年上半年天马微电子股份有限公司及其下属企业收入占比达 80.80%，为第一大客户。2022 年上半年前五大客户占比达 98.18%。

图 19、公司前五大客户



资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

4.2 壁垒与竞争优势

公司所处电子制造服务行业存在技术壁垒、供应链管理壁垒、客户壁垒与生产管理壁垒。技术壁垒体现在电子制造服务行业对工艺技术、质量控制和生产技术要求高，需要长时间实践积累，市场新进入者难以短期内达到先进技术水平，形成较高技术壁垒。供应链管理壁垒涉及多领域、多品种需求，企业须具备多维度、多渠道、多品种采购整合能力以满足下游品牌商差异化需求，形成了较高的供应链管理壁垒。同时下游品牌商对供应商有严格考核制度，通过考核后建立长期稳定合作关系，客户粘性强，新进入者难以快速获得认可，形成较高的客户认可壁垒。生产管理壁垒体现在行业需满足多样化需求，要求企业具备多产线、多工艺生产能力及严格品质管控。

5 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

预计公司 2024-2026 年收入分别为 3.77、4.18、4.66 亿元，同比增速分别为 6.66%、10.78%、11.44%，归母净利润分别为 0.47、0.53、0.56 亿元，同比增速为 10.23%、12.44%、4.89%。

核心假设：

1) 消费电子业务：公司的消费电子业务产品主要为各类控制板，随着未来国内外 PC 出货量的增长，假设 2024-2026 年消费电子业务营收同比增速分别为 10%、12%、12%。假设伴随着生产规模效应并且原材料成本不发生大变动，预计 2024-2026 年消费电子业务毛利率分别为 18.15%、18.5%、18.5%。

2) 汽车电子业务：预计随着智能座舱市场规模的增长以及汽车电子占整车成本比例的上升，并且公司 2024 年重点发力汽车电子业务，假设 2024-2026 年汽车电子业务营收同比增速分别为 180%、20%、18%。假设随着行业景气度的上行，产品单价略微提升，预计 2024-2026 年汽车电子业务毛利率分别为 17%、17.5%、17.5%。

3) 工业控制业务：公司工业控制业务属于较为平稳的业务模块，但近期收入有所下滑，预计在 2024 年与 2025 年分别下降-30%与-5%，并在 2026 年停止下滑，并假设工业控制业务 2024 年-2026 年毛利率为 23%。

4) 其他业务：其他业务收入体量较小，假设 2024 年同比下降 58%后 2025-2026 年每年保持 3%的增长，并假设 2024 年-2026 年毛利率稳定在 30%。

表 6、公司收入结构及毛利预测

产品类别		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
消费电子	营业收入 (亿元)	1.16	1.03	2.26	2.48	2.78	3.11
	增长率 (%)	259.48%	-11.75%	119.65%	10%	12%	12%
	毛利率 (%)	45.04%	34.58%	15.76%	18.15%	18.50%	18.50%
汽车电子	营业收入 (亿元)	0.14	0.44	0.23	0.65	0.78	0.92
	增长率 (%)	66.51%	212.71%	-46.75%	180%	20%	18%
	毛利率 (%)	35.82%	43.60%	12.61%	17.00%	17.50%	17.50%
工业控制	营业收入 (亿元)	0.58	0.85	0.72	0.50	0.48	0.48
	增长率 (%)	43.39%	47.07%	-15.54%	-30%	-5%	0%
	毛利率 (%)	31.06%	29.76%	20.91%	23.00%	23.00%	23.00%
其他业务	营业收入 (亿元)	0.04	0.06	0.33	0.14	0.14	0.15
	增长率 (%)	-33.74%	35.79%	492.39%	-58%	3%	3%
	毛利率 (%)	3.57%	5.75%	25.60%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	营业收入 (亿元)	1.92	2.37	3.54	3.77	4.18	4.66
	增长率 (%)	23.19%	23.19%	49.38%	6.66%	10.78%	11.44%
	营业成本 (亿元)	1.16	1.57	2.92	3.05	3.38	3.77
	毛利 (亿元)	0.76	0.80	0.62	0.72	0.80	0.89

资料来源：公司公告，江海证券研究发展部

5.2 估值及建议

我们选取市场同类公司光弘科技与一博科技两家 PCBA 制造服务商作为参照。截至 2024 年 3 月 11 日，根据 iFinD 机构一致预期，相关同行业公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 97.23、78.89 和 42.52 倍。

预计雅葆轩 2024-2026 年归母净利润分别为 0.47、0.53、0.56 亿元，对应 PE 分别为 38.49、34.23、32.63 倍。结合行业平均估值，首次覆盖并给予公司“增持”评级。

表 7、可比公司估值

证券代码	证券简称	EPS (元)				PE (倍)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300735.SZ	光弘科技	0.52	0.30	0.37	0.89	65.56	112.97	92.42	37.97
301366.SZ	一博科技	0.66	0.77	0.96	0.00	95.23	81.49	65.36	47.06
	算术平均值					80.39	97.23	78.89	42.52
870357.BJ	雅葆轩	0.54	0.59	0.67	0.70	42.42	38.49	34.23	32.63

资料来源：iFinD，江海证券研究发展部（注：可比公司数据来自于iFinD一致预期）

6 风险提示

汽车出货量增长不及预期的风险。若未来汽车出货量增长不及预期，或将影响公司相关汽车电子产品销售。

PC 出货量增长不及预期的风险。若 PC 出货量增长不及预期，公司相关消费电子业务或将受到影响。

毛利率持续下滑的风险。若公司持续受到上游与下游的价格传导挤压，或将影响公司毛利率水平。

单一大客户的风险。公司较为依赖单一大客户，若大客户业务出现一定波动，或将影响公司相关业务。

行业竞争加剧的风险。若行业内各玩家竞争加剧，或将对公司经营产生不利影响。

附录:

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	376	408	422	480	504
现金	118	94	116	136	144
应收票据及应收账款	96	132	131	159	160
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	1
存货	59	75	87	89	104
其他流动资产	102	107	88	97	95
非流动资产	47	56	58	64	69
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	34	44	48	55	60
无形资产	2	2	2	2	2
其他非流动资产	10	10	7	8	8
资产总计	422	465	479	544	573
流动负债	64	98	99	150	159
短期借款	20	20	27	63	74
应付票据及应付账款	30	66	58	73	71
其他流动负债	14	13	14	14	14
非流动负债	3	5	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	5	4	4	4
负债合计	67	103	103	154	163
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	62	80	80	80	80
资本公积	187	168	168	168	168
留存收益	107	113	128	143	159
归属母公司股东权益	355	361	377	390	410
负债和股东权益	422	465	479	544	573

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	19	25	35	41	41
净利润	58	43	47	53	56
折旧摊销	5	4	4	5	6
财务费用	0	0	-1	-1	0
投资损失	0	-2	-1	-2	-1
营运资金变动	-46	-22	-17	-18	-22
其他经营现金流	1	2	2	2	2
投资活动现金流	-103	-12	12	-18	-8
资本支出	3	14	8	11	11
长期投资	-100	0	0	0	0
其他投资现金流	0	2	20	-7	3
筹资活动现金流	194	-38	-31	-40	-36
短期借款	-5	-0	7	37	11
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	17	18	0	0	0
资本公积增加	185	-18	0	0	0
其他筹资现金流	-3	-38	-38	-76	-47
现金净增加额	110	-25	16	-17	-3

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	237	354	377	418	466
营业成本	157	292	305	338	377
营业税金及附加	2	2	2	2	3
销售费用	6	8	8	8	9
管理费用	9	8	10	10	11
研发费用	10	12	14	15	17
财务费用	0	0	-1	-1	0
资产和信用减值损失	-1	-2	-2	-2	-3
其他收益	8	4	6	5	5
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	2	1	2	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	60	36	44	49	53
营业外收入	7	13	10	11	11
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	67	49	54	61	64
所得税	9	6	7	7	8
净利润	58	43	47	53	56
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	58	43	47	53	56
EBITDA	73	53	57	65	70
EPS (元)	0.73	0.54	0.59	0.67	0.70

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	23.2	49.4	6.7	10.8	11.4
营业利润(%)	16.4	-40.1	22.8	11.5	7.7
归属于母公司净利润(%)	25.0	-26.4	10.2	12.4	4.9
获利能力					
毛利率(%)	33.8	17.5	19.0	19.2	19.1
净利率(%)	24.7	12.2	12.6	12.8	12.0
ROE(%)	16.5	11.9	12.6	13.7	13.7
ROIC(%)	15.6	11.2	11.3	11.5	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	15.9	22.2	21.4	28.4	28.5
净负债比率(%)	-26.9	-19.1	-22.5	-17.5	-15.9
流动比率	5.8	4.2	4.3	3.2	3.2
速动比率	4.9	3.3	3.3	2.6	2.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.5	3.1	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.9	6.1	4.9	5.1	5.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.54	0.59	0.67	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.31	0.43	0.51	0.52
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.51	4.70	4.87	5.12
估值比率					
P/E	31.2	42.4	38.5	34.2	32.6
P/B	5.1	5.1	4.8	4.7	4.5
EV/EBITDA	22.5	31.2	29.1	25.6	23.8

资料来源: 公司财报, 江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的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。其中沪深市场以沪深300为基准；北交所以北证50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	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%到15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%到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%到10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。