

雅葆轩(920357.BJ)

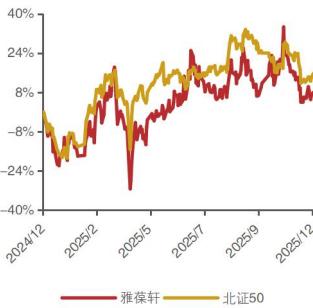
投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanqiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年12月11日	
收盘价 (元)	25.11
一年内最高 / 最低 (元)	31.57/16.24
总市值 (百万元)	2,010.81
流通市值 (百万元)	1,117.76
总股本 (百万股)	80.08
资产负债率 (%)	39.26
每股净资产 (元/股)	4.82

资料来源：聚源数据

——PCBA 电子制造服务“小巨人”，受益于汽车电子智驾需求和工控数字化转型

投资要点：

- **电子制造服务行业发展势头强劲，小批量 PCBA 下游应用领域广阔。**电子制造服务 (EMS) 行业上游为电子元器件制造业（包括芯片、PCB 等），其技术水平、成本和规模直接影响 EMS 发展；下游涵盖汽车电子、消费电子、工控电子等电子产品品牌商，市场需求变化决定行业空间和盈利水平。EMS 业务是为品牌客户提供设计、原材料供应链管理、生产制造及售后等服务的全球主流模式，得益于中国劳动力资源、产业链和市场优势，鸿海精密、和硕等知名企业在大陆设基地，推动产业规模扩大。2023 年我国 EMS 市场规模达 19687 亿元，同比增长 4.9%。PCBA 电子制造服务需求源于下游品牌商，分为中大批量和小批量两类。小批量需求稳步增长，源于消费电子、汽车电子等应用领域广、产品迭代快及个性化需求提升。消费电子：2024 年市场规模 19772 亿元，受“以旧换新”政策和技术融合（如 AI、5G）推动，向智能化、场景化及绿色方向升级，带动 PCBA 需求向高性能、小型化转变；汽车电子：2024 年市场规模约 1.22 万亿元（同比增长 10.95%），新能源汽车与自动驾驶加速技术迭代，智能座舱和传感器需求提升 PCBA 规格，中商产业研究院预测 2025 年达 1.28 万亿元；工控自动化：2022 年市场规模 2909 亿元，工业智能化推动数字化转型，对 PCBA 可靠性、稳定性要求提高，观研天下预计 2026 年超 3700 亿元。公司同行业可比公司包括光弘科技、易德龙、一博科技、金百泽；公司具备制样、小批量及中大批量 PCBA 服务能力，技术与同行先进水平无显著差异。
- **PCBA 电子制造服务“小巨人”配套天马微电子，2025Q1-Q3 营收 yoy+55.90%。**雅葆轩是一家专注于电子产品研发、生产和销售的企业，主要从事消费电子、汽车电子、工业控制领域的 PCBA 电子制造服务，制造流程包含 BOM 优化、技术支持、电子装联和检验测试等，完整的业务链条和一体化的服务能力可为客户提供优质的电子制造服务。2020-2024 年，公司汽车电子业务营收从 835.50 万元升至 7,705.28 万元，消费电子业务营收从 3,238.61 万元升至 21,160.46 万元，工业控制业务营收从 4,027.60 万元升至 6,614.47 万元。从前五大客户结构来看，2019-2021 年，天马微电子股份有限公司及其下属企业持续为公司第一大客户，公司对其销售收入占总营收比例持续高于 70%。2025Q1-Q3 公司实现营收 4.19 亿元（yoy+55.90%）、归母净利润 4871.88 万元（yoy+36.59%）。
- **领域延伸、上下游拓展提供发展动能，募投迁建项目预计 2026 年投产。**公司核心竞争力显著，作为高新技术企业及国家级专精特新“小巨人”企业，截至 2025 年 6 月，拥有 51 项专利（含 14 项发明专利），自主研发“多功能 SMT 模板组装技术”等多项核心技术并均已量产，具备全流程追溯管理能力。业务模式独特，同时掌握制样小批量与中大批量生产，拓展消费电子、汽车电子等领域，通过 BOM 优化、检验测试等上下游服务提升综合竞争力，客户覆盖深天马、德力西等企业。募投项目方面，原“高端电子制造扩产项目”调整为迁建项目子项目，计划 2026 年 6 月达产，设计产能为消费电子 124910 万点/年、汽车电子 49050 万点/年、工业控制 36040 万点/年。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.64、0.75 和 0.90 亿元，对应 PE 为 31.3、26.7、22.4 倍。我们选取易德龙、生益电子、鹏鼎控股作为可比公司，可比公司最新 2025PE 均值为 41.1X。公司未来增长点聚焦汽车电子多屏化趋势和工业控制智能化需求，技术优势有望支撑高附加值订单拓展。此外，FPC 软板新业务潜在机遇是公司长期发展的看点，有望依赖于屏显客户对硬板、软板的双重需求从而打开订单空间。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料供应及价格波动风险、下游产品需求变化风险、技术替代的风险

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	354	377	541	632	725
同比增长率 (%)	49.38%	6.55%	43.57%	16.85%	14.61%
归母净利润 (百万元)	43	48	64	75	90
同比增长率 (%)	-26.37%	12.10%	33.22%	17.03%	19.07%
每股收益 (元/股)	0.54	0.60	0.80	0.94	1.12
ROE (%)	11.92%	12.79%	16.30%	18.16%	20.45%
市盈率 (P/E)	46.70	41.66	31.27	26.72	22.44

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 0.64、0.75 和 0.90 亿元，对应 PE 为 31.3、26.7、22.4 倍。首次覆盖给予“增持”评级。我们选取易德龙、生益电子、鹏鼎控股作为可比公司，可比公司最新 2025PE 均值为 41.1X。

关键假设

结合公司主营业务产能逐步释放以及下游行业高景气带来的积极预期，我们假设如下：

(1) 汽车电子：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +155%/+20%/+18%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 1.96/2.36/2.78 亿元；

(2) 消费电子：产品结构逐步优化，预计后续收入有望维持，假设 2025–2027 年营业收入同比-20%/+3%/+3%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 1.69/1.74/1.80 亿元；

(3) 工业控制：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 +130%/+30%/+22%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 1.52/1.98/2.41 亿元。

投资逻辑要点

业务发展：雅葆轩专注于 PCBA 电子制造服务，覆盖消费电子、汽车电子和工业控制领域。2025 年上半年业务发展提速，汽车电子业务营收同比增长 194.96% (达 9,157.62 万元)，工业控制业务营收增长 111.72% (达 6,391.44 万元)，消费电子毛利率回升至 28.71%，得益于产品结构优化。公司具备制样、小批量和中大批量生产能力，技术领先 (如贴装精度达 $\pm 40\text{um}/3\text{sigma}$)，服务灵活性强。

行业景气度：下游需求旺盛，消费电子智能化升级、汽车电子自动驾驶需求、工业控制数字化转型有望推动 PCBA 需求持续增长，应用领域广阔。2024 年中国消费电子市场规模达 19,772 亿元，汽车电子市场约 1.22 万亿元 (同比增长 10.95%)，工业控制自动化市场规模预计 2026 年超 3,700 亿元 (2022–2026 年复合增长率 6.3%)。

未来看点：雅葆轩客户集中度高 (前五大客户销售占比持续超 85%)，深度绑定天马微电子等核心客户，且正不断开拓智行科技、视涯科技等新客户。未来增长点聚焦汽车电子多屏化趋势和工业控制智能化需求，技术优势支撑高附加值订单拓展。此外，FPC 软板新业务潜在机遇是公司长期发展的看点，有望依赖于屏显客户对硬板、软板的双重需求从而打开订单空间。

核心风险提示

原材料供应及价格波动风险、下游产品需求变化风险、技术替代的风险

内容目录

1. 行业：电子制造服务行业发展势头强劲，小批量 PCBA 下游应用领域广阔	6
2. 业务：PCBA 电子制造服务“小巨人”配套天马微电子，2025Q1–Q3 营收 yoy+56% 1C	
3. 看点：领域延伸、上下游拓展提供发展动能，募投迁建项目预计 2026 年年中投产 .	15
4. 盈利预测与评级	18
5. 风险提示	19

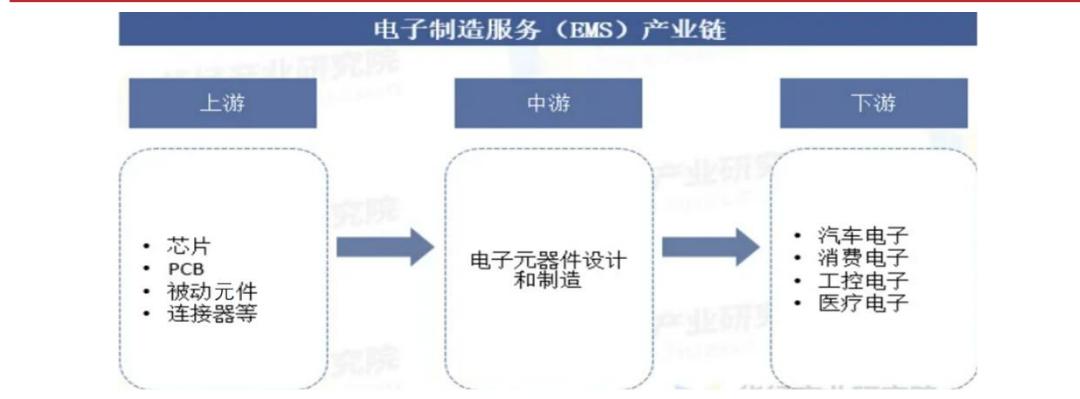
图表目录

图表 1: 上游电子元器件制造业是 EMS 行业的基础支持产业	6
图表 2: 2023 年我国 EMS 产业市场规模达到 19687 亿元, 同比增长 4.9%	6
图表 3: 2024 年我国消费电子市场规模为 19772 亿元	7
图表 4: 2024 年中国汽车电子市场规模约为 1.22 万亿元 (yoY+10.95%)	8
图表 5: 预计 2026 年我国工控自动化市场规模超 3700 亿元 (亿元)	8
图表 6: 公司同行业可比公司包括光弘科技、易德龙、一博科技、金百泽	9
图表 7: 芜湖雅葆轩电子科技有限公司成立于 2011 年	10
图表 8: 公司的控股股东、实际控制人为胡啸宇、胡啸天	10
图表 9: 公司产品覆盖消费电子、汽车电子、工业控制领域	11
图表 10: 2025H1 汽车电子业务营收同比增长 195% (万元)	12
图表 11: 2025H1 消费电子业务毛利率回升至 28.71%	12
图表 12: 公司主要直接客户包括天马微电子集团、和辉光电等	12
图表 13: 2019-2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比持续高于 85%	13
图表 14: 2025Q1-Q3 公司实现归母净利润 4871.88 万元 (yoY+36.59%)	14
图表 15: 公司已掌握和生产相关的“多功能 SMT 模板组装技术”等核心技术	15
图表 16: 制样和小批量、中大批量的 PCBA 电子制造系列产品特点具体情形	16
图表 17: 公司向业务环节的上下游拓展了服务内容	16
图表 18: 智行新能产品示意图	17
图表 19: 视涯科技产品主要应用场景图例	17
图表 20: 募投迁建项目预计 2026 年年中达预定可使用状态 (数据截至 2025H1)	17
图表 21: 雅葆轩可比公司估值表 (截至 20251211)	18

1. 行业：电子制造服务行业发展势头强劲，小批量PCBA下游应用领域广阔

参考华经产业研究院信息，EMS 行业的上游为电子元器件制造业，主要电子元器件包括芯片、PCB、被动元件、连接器等。上游电子元器件制造业是 EMS 行业的基础支持产业，其技术水平、生产规模、制造成本都直接影响着 EMS 行业的发展。EMS 行业的下游为汽车电子、消费电子、工控电子、医疗电子等多领域的电子产品品牌商，下游领域的市场需求变化直接影响制造服务行业的发展空间和盈利水平。

图表 1：上游电子元器件制造业是 EMS 行业的基础支持产业



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

电子制造服务 (EMS) 是指为品牌客户提供包括产品设计、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服务。EMS 业务模式是全球电子制造业目前最盛行的业务模式，是全球电子产业链专业化分工的结果，其产生和发展得益于全球电子产品制造外包业务的推动。参考华经产业研究院信息，受优质丰富的劳动力资源、完善的产业链配套及前景较大的消费市场吸引，多家 EMS 国际巨头将业务开展至中国大陆，我国已成为亚太地区乃至全球重要的 EMS 生产基地。全球 EMS 业务排名前列的鸿海精密、和硕、纬创、捷普和伟创力等公司均已在中国大陆设立了生产基地或运营机构，这些企业的进入扩大了我国 EMS 产业规模，为国内 EMS 产业带来了新的产业协作模式。2023 年我国 EMS 产业市场规模达到 19687 亿元，同比增长 4.9%。

图表 2：2023 年我国 EMS 产业市场规模达到 19687 亿元，同比增长 4.9%

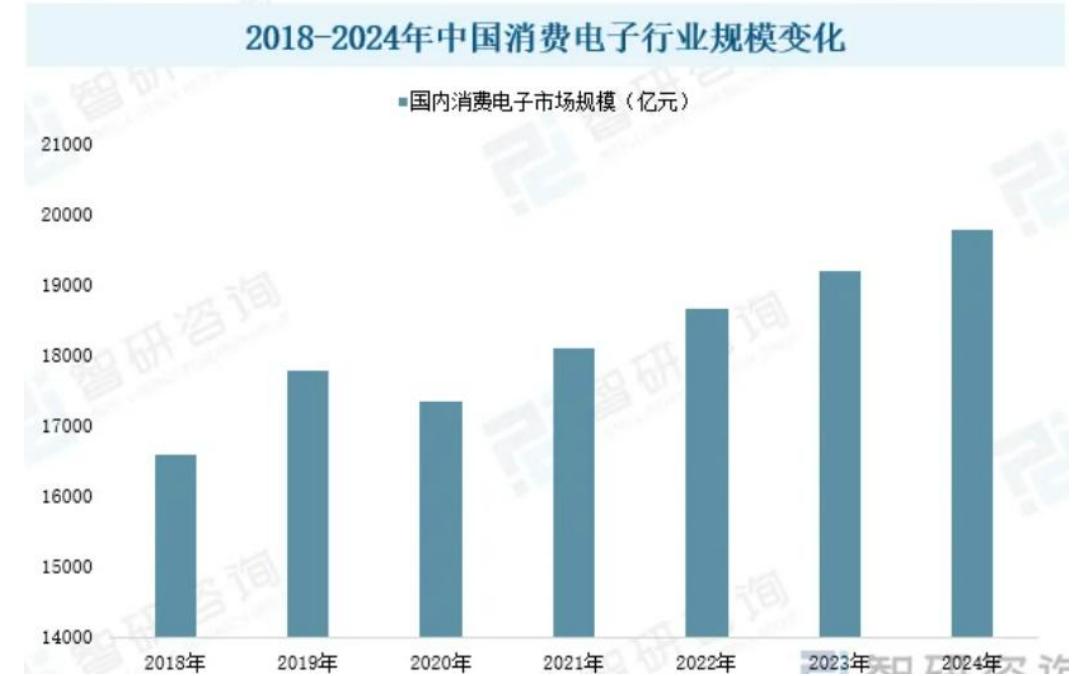


资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

PCBA 电子制造服务的需求主要来源于下游品牌商，具体需求大致分为两部分：第一部分是中大批量 PCBA 需求，第二部分是小批量 PCBA 需求，包含为下游客户提供制样和小批量生产的需求。由于小批量 PCBA 下游应用领域广阔，包括消费电子、汽车电子、工业控制等诸多领域，产品类型丰富，产品迭代速度日益加快，消费者个性化需求日益增长，小批量 PCBA 市场需求得以稳步增长。

消费电子产品是用于个人和家庭日常使用的电子产品。随着“以旧换新”等提振消费政策的推动，消费电子市场迎来结构性复苏，伴随着 AI、5G、物联网、新能源等技术的融合，消费电子正呈现智能化、场景化融合、绿色与可持续三大方向发展升级，产品更新换代的节奏持续加快，市场对 PCBA 的需求持续攀升，从追求基础功能逐渐向高性能、小型化、智能化转变。根据智研咨询数据，2024 年我国消费电子市场规模已从 2018 年的 16587 亿元增长至 19772 亿元。

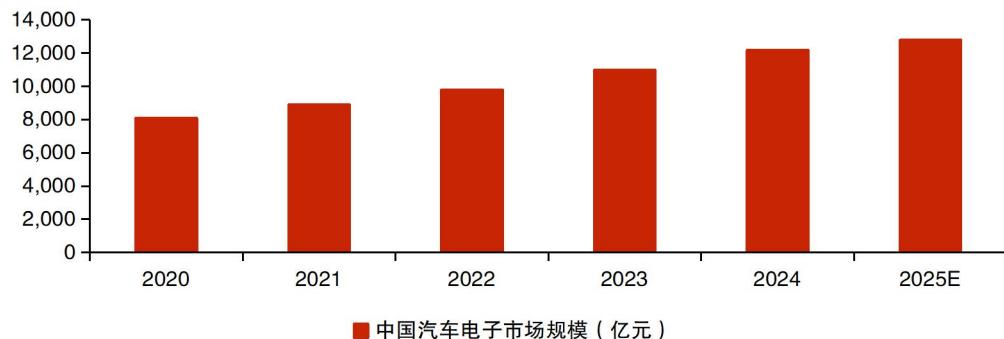
图表 3：2024 年我国消费电子市场规模为 19772 亿元



资料来源：智研咨询、华源证券研究所

汽车电子是汽车车体电子控制装置和车载电子控制装置的总称，按应用领域可以分为汽车电子控制系统和车载电子电器等。汽车电子在新能源汽车与自动驾驶需求驱动下加速技术迭代，一方面，自动驾驶技术发展使汽车对各类传感器、控制器的 PCBA 需求大幅增加；另一方面，智能座舱的升级促使显示、交互等系统的 PCBA 规格不断提高，汽车正加速向智能移动空间转变，有力推动了汽车电子 PCBA 的市场需求。根据中商产业研究院数据，2024 年中国汽车电子市场规模约为 1.22 万亿元，同比增长 10.95%。中商产业研究院预测，2025 年中国汽车电子市场规模或将达到 1.28 万亿元。

图表 4: 2024 年中国汽车电子市场规模约为 1.22 万亿元 (yoY+10.95%)



资料来源：中商产业研究院、华源证券研究所

工控自动化产品是工业制造业的核心基础零部件，工控产品和技术的发展是中国制造业自动化进程的重要推动力。随着工业智能化进程的持续推进，制造业正加速向数字化、智能化转型。对 PCBA 的可靠性、稳定性以及数据处理能力提出了更高要求。从智能工厂的自动化生产线，到工业物联网的各类终端设备，作为核心控制单元的 PCBA，其市场需求随着工业智能化的深入推进而不断扩大。根据观研天下数据，2022 年我国工控自动化市场规模达 2909 亿元，其中 OEM 占比 50.35%，项目型工控自动化占比 49.65%；预计 2026 年我国工控自动化市场规模超 3700 亿元，2022-2026 年年复合增长率达 6.3%。

图表 5：预计 2026 年我国工控自动化市场规模超 3700 亿元 (亿元)



资料来源：观研天下、华源证券研究所

公司同行业可比公司包括光弘科技、易德龙、一博科技、金百泽。公司与同行业可比公司具体的业务范围存在一定差异，在各自侧重的领域内，公司和同行业可比公司均有一定的知名度，并积累了一定的客户资源。光弘科技、易德龙专注于包含 PCBA 在内更为综合的电子制造服务；金百泽电子制造服务业务为 PCB 业务的延伸，一博科技 PCBA 制造服务为 PCB 设计服务的延伸，其 PCBA 相关业务专注于研发打样或中小批量；公司具有制样和小批量、

中大批量 PCBA 电子制造服务能力，根据公司招股书，公司的技术水平和同行业先进水平不存在明显差异。

图表 6：公司同行业可比公司包括光弘科技、易德龙、一博科技、金百泽

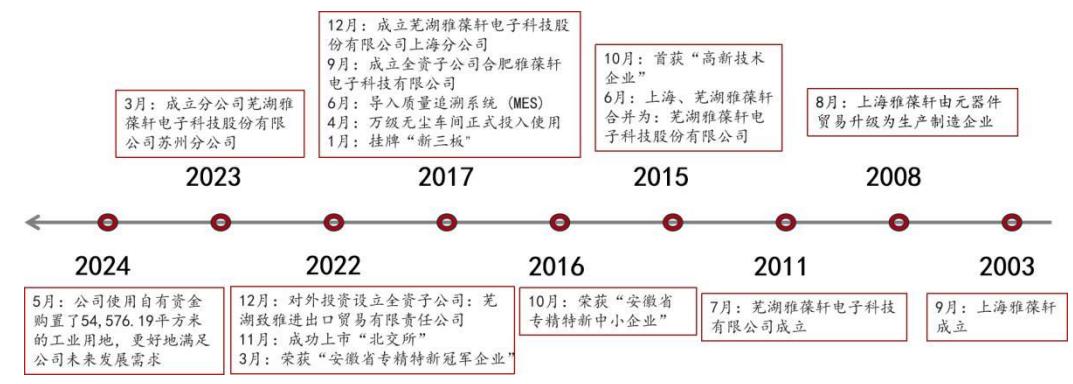
公司名称	市场地位	技术实力
光弘科技	行业领先的电子制造服务商，获得了国内外知名企业的认可	掌握了较为领先的 PCBA 制程技术，能够根据不同客户的订单需求对生产线进行定制化配置；在点胶技术、电子产品制造执行系统、焊接系统自动化技术等领域形成了核心技术
易德龙	一家能够为全球客户提供服务的中国本土公司，拥有超过 270 家国内外客户	目前拥有的先进的 SMT 生产能线能适应不同尺寸、规格、材质的贴装需求。在实际生产过程中，公司根据不同产品类别和客户要求灵活的组合、调配产线，安排相应的工艺流程和参数来满足生产；利用可行性评估系统 (DFM) 对研发方案进行评估；制程优势：具有行业领先的制程能力，如 贴装精度:小的片式电阻电容: $\pm 40\mu\text{m}/3\sigma$ 、 贴片零件最小尺寸 0.25mm*0.127mm、 最小元件脚间距:0.3mm、 四方扁平封装尺寸:0.4mm*0.2mm-44mm*44mm
金百泽	已为全球超过 16000 家客户的产品研发与硬件创新提供了一站式电子制造服务，凭借优良的产品品质和技术服务，获得了客户的广泛认可	基于研发打样及中小批量业务多品种、小批量、短交期的特点，建立了高度柔性的生产管理制度及完善的品质管控体系，可实现快速、高质量的交付；客户产品处于研发阶段，变更频率大，个性化程度高，工程技术人员多，快速处理能力要求高
一博科技	市场上较为稀缺的高品质 PCBA 快件服务商，累计服务客户约 5,000 家，与郑煤机、中联重科、名硕电脑等国内、国际知名企建立了长期的合作关系	专注于研发打样、中小批量的细分领域，具有快速响应、反应灵活、贴近客户、技术服务能力、品质管控能力强的服务优势
雅葆轩	已与下游深天马、德力西电气、和辉光电等优质客户建立了长期良好的合作关系；同时，公司还参与了下游客户相关标准的制定	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等，在各类印制电路板电子制造的工艺技术和生产制造等方面积累了丰富的经验。公司具备制样和小批量、中大批量的 PCBA 电子制造服务能力；公司可对客户需求提供可行性评估系统 (DFM) 研究，同时具有行业领先的制程能力，如 贴装精度:小的片式电阻电容: $\pm 40\mu\text{m}/3\sigma$ 、 贴片零件最小尺寸 0.3mm*0.15mm、 最小元件脚间距:0.3mm、 四方扁平封装尺寸: 0.4mm*0.2mm-56mm*56mm

资料来源：公司招股书、华源证券研究所 注：数据可能存在滞后性

2. 业务：PCBA 电子制造服务“小巨人”配套天马微电子，2025Q1-Q3 营收 yoy+56%

芜湖雅葆轩电子科技有限公司成立于 2011 年，是一家专注于电子产品研发、生产和销售的企业，主要为客户提供专业的 PCBA 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。公司具备高质量制造和快速交付能力，可提供灵活多样的电子制造服务，通过 BOM 优化、电子装联、检验测试及全流程技术支持服务等业务环节为客户提供优质的 PCBA 控制板产品。公司的产品涵盖消费电子、工业控制、汽车电子三大系列多个品种，广泛应用于家电、工控显示、汽车、电子信息、安防等领域。

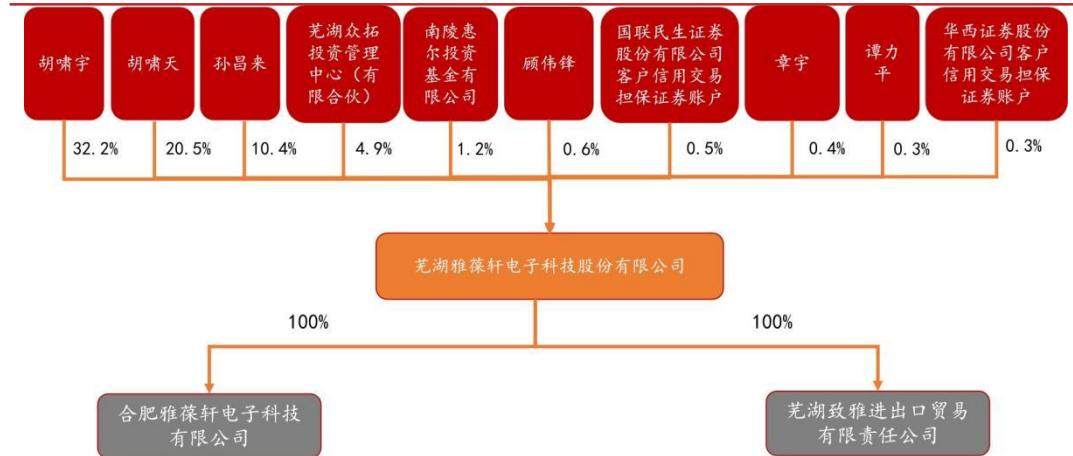
图表 7：芜湖雅葆轩电子科技有限公司成立于 2011 年



资料来源：公司官网、公司公告、华源证券研究所

截至 2025 年 9 月 30 日，胡啸宇直接持有雅葆轩 25,759,500 股股份，直接持股比例为 32.2%。芜湖众拓投资管理中心(有限合伙)系胡啸宇、胡啸天控制的企业，持有公司 3,913,000 股股份，持股比例为 4.8864%。公司控股合肥雅葆轩电子科技有限公司、芜湖致雅进出口贸易有限责任公司两家全资子公司。公司的控股股东、实际控制人为胡啸宇、胡啸天。

图表 8：公司的控股股东、实际控制人为胡啸宇、胡啸天



资料来源：公司 2025 年第三季度报告、华源证券研究所

公司主要从事消费电子、汽车电子、工业控制领域的PCBA电子制造服务，制造流程包含BOM优化、技术支持、电子装联和检验测试等，完整的业务链条和一体化的服务能力可为客户提供优质的电子制造服务。公司可为客户提供针对其研发阶段制样和量产阶段小批量、量产阶段中大批量的PCBA电子制造服务，制样产品和量产小批量产品具有多品种、小批量、个性化、快速交付的特点，中大批量具有品质稳定、良率高、出货量大等特点，多维度、多类型、多品种的电子制造服务能力可有效提升公司的核心竞争力。公司设立后，主要专注于为客户提供制样和小批量领域的PCBA电子制造服务，经过不断的实践摸索和多年的经验积累，逐渐形成及时响应客户需求、产品生产快速换线、多产品稳定交付能力等竞争优势，并与多家下游客户建立互惠互赢的长期合作关系。凭借质量稳定的电子制造交付能力、全天候响应的专业化经营团队、制样和小批量成熟的运营经验，公司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。

图表9：公司产品覆盖消费电子、汽车电子、工业控制领域

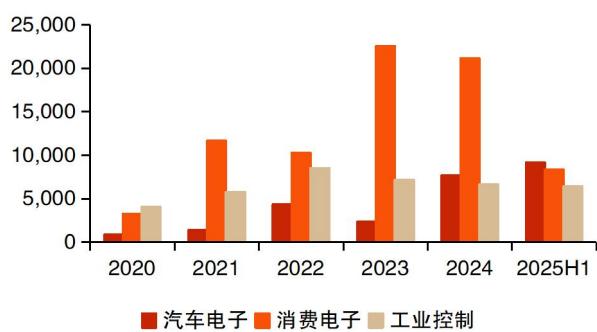


资料来源：公司2025年半年度报告、公司招股书、华源证券研究所

2020-2024年，公司汽车电子业务营收从835.50万元升至7,705.28万元，消费电子业务营收从3,238.61万元升至21,160.46万元，工业控制业务营收从4,027.60万元升至6,614.47万元。2025年上半年，面对复杂多变的国际经济形势和日益激烈的行业竞争态势，公司通过优化生产技术工艺，提升核心竞争力，加大市场开拓力度等多种措施，积极抢占以高附加值产品制造领域为主的细分领域市场先机，并取得一定成效。2025年上半年，公司汽车电子业务实现营业收入9,157.62万元(yoy+194.96%)，主要随着车载多屏化、大屏化趋势加速，下游车载需求增加，新客户的订单业务进入批量生产；工业控制业务实现营业收入6,391.44万元(yoy+111.72%)，主要下游市场回暖及公司在工业控制领域的不断实践摸索和多年技术沉淀，订单需求稳定并增长。毛利率方面，2024年公司汽车电子、消费电子、工业控制三大业务毛利率分别为12.33%、24.66%、18.71%，业务毛利率具有差异性的主要原

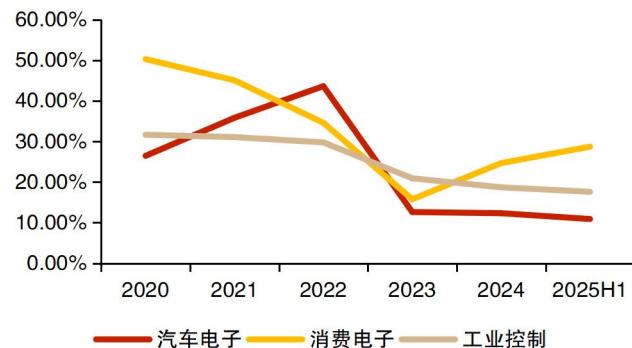
因为不同领域的市场竞争程度不同，同时公司为应对市场环境采取了不同的定价策略；
2025H1 消费电子业务毛利率回升至 28.71%，主要系公司积极进行战略性调整，主动优化产品与客户结构，在维护发展技术门槛更高、附加值更高的高端消费电子产品的研发与生产基础上，逐步缩减毛利率偏低的产品订单。

图表 10：2025H1 汽车电子业务营收同比增长 195%(万元)



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 11：2025H1 消费电子业务毛利率回升至 28.71%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

销售模式：公司采取直销模式进行销售，主要通过市场开拓、向客户推介、客户主动联系、客户介绍等方式获取客户及业务资源，通过商业谈判、招投标、询价等方式获取客户订单。公司与客户达成合作意向后，公司的业务部门将客户需求产品的技术资料、预测数量规划等信息发送至公司相关部门，根据核算成本制定产品报价并与客户确认，待业务合同正式签订、产成品合格入库后，由业务部门根据客户的需求计划通知仓库发货，完成产品交付。

雅葆轩的客户结构主要分为两大类：**主要直接客户**和**主要终端客户**，覆盖了多个高科技和工业领域。**主要直接客户**是直接向雅葆轩采购产品的企业，代表性客户包括天马微电子集团、和辉光电、华星光电等显示面板/半导体企业，以及德力西电气和视涯科技等。**主要终端客户**是使用雅葆轩产品制造最终产品的企业，客户群体知名度高且分布广泛。例如，消费电子领域的华为、小米、华硕；汽车制造领域的比亚迪汽车、福特、丰田；工业和通信领域的西门子、三菱、思科。

图表 12：公司主要直接客户包括天马微电子集团、和辉光电等



资料来源：公司官网、华源证券研究所

从前五大客户结构来看，根据公司招股书披露信息，2019–2021 年，天马微电子股份有限公司及其下属企业持续为公司第一大客户，公司对其销售收入占总营收比例持续高于 70%。2019–2024 年，公司对前五大客户合计销售收入占比持续高于 85%，客户集中度较高。

图表 13：2019–2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比持续高于 85%

年份	序号	客户名称	销售金额 (万元)	占营业收入比 (%)
2024 年度	1	客户 1	24,470	64.94
	2	客户 2	5,945	15.78
	3	客户 3	3,292	8.74
	4	客户 4	1,876	4.98
	5	客户 5	698	1.85
	合计		36,281	96.29
2023 年度	1	客户 1	23,938	67.68
	2	客户 2	6,517	18.43
	3	客户 3	3,270	9.25
	4	客户 4	632	1.79
	5	客户 5	197	0.56
	合计		34,554	97.71
2022 年度	1	客户 1	18,314	77.35
	2	客户 2	4,030	17.02
	3	客户 3	542	2.29
	4	客户 4	67	0.28
	5	客户 5	66	0.28
	合计		23,020	97.22
2021 年度	1	天马微电子股份有限公司及其下属企业	15,862	82.53%
	2	德力西电气有限公司及其下属企业	1,646	8.57%
	3	上海和辉光电股份有限公司	361	1.88%
	4	上海精骊电子技术有限公司	253	1.32%
	5	华译（上海）国际贸易有限公司	235	1.22%
	合计		18,357	95.52%
2020 年度	1	天马微电子股份有限公司及其下属企业	6,792	77.86%
	2	华译（上海）国际贸易有限公司	780	8.94%
	3	上海和辉光电股份有限公司	119	1.36%
	4	南京诺尔曼生物技术股份有限公司	111	1.27%
	5	上海精骊电子技术有限公司	107	1.22%
	合计		7,908	90.65%
2019 年度	1	天马微电子股份有限公司及其下属企业	4,909	71.24%
	2	上海精骊电子技术有限公司	452	6.56%
	3	苏州雷格特智能设备股份有限公司	285	4.14%
	4	华译（上海）国际贸易有限公司	206	2.98%
	5	芜湖安瑞光电有限公司	178	2.58%
	合计		6,030	87.50%

资料来源：公司招股书、Wind、华源证券研究所

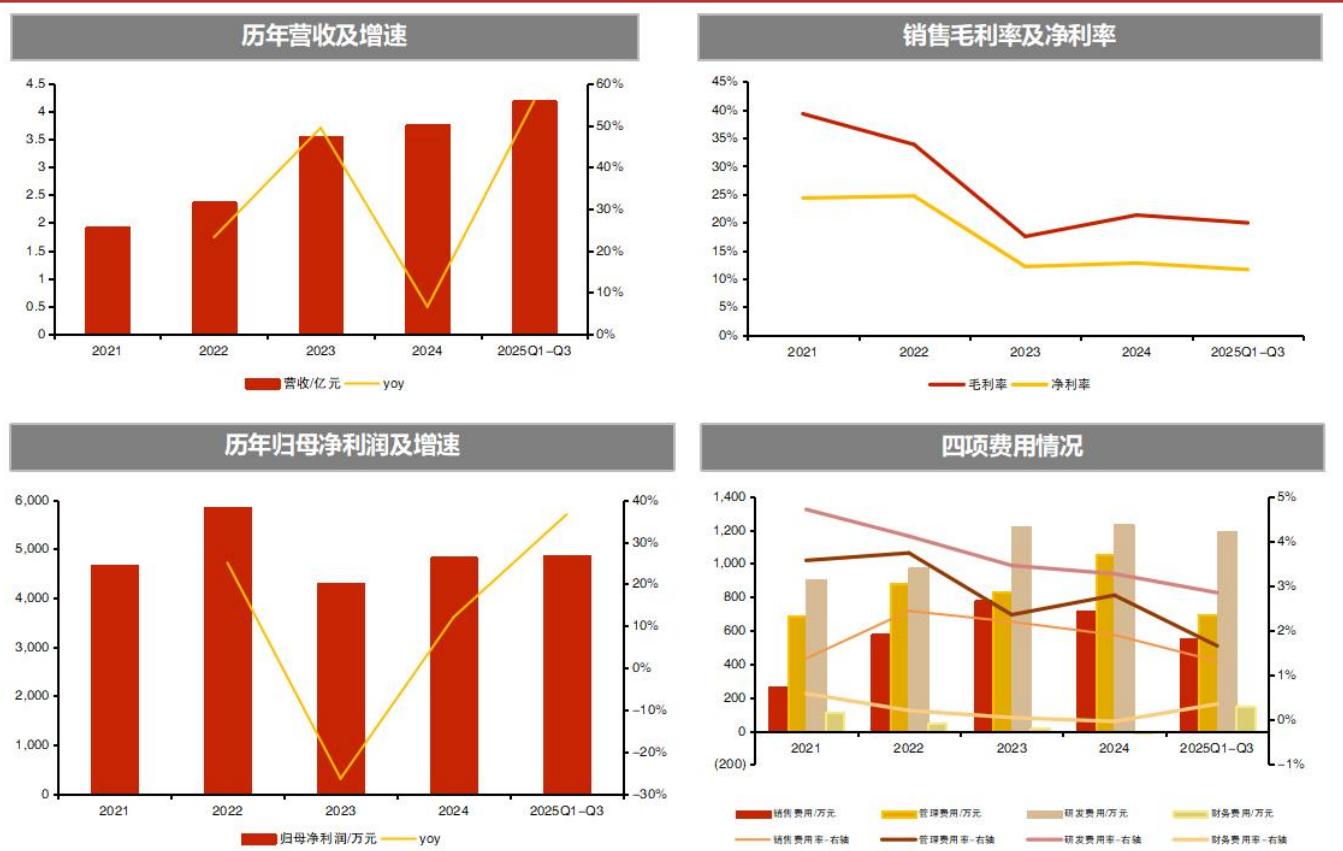
规模：2021–2024 年，公司营收逐年增长，从 1.92 亿元增至 3.77 亿元，3 年营收 CAGR 达 25.16%；2021–2024 年，公司归母净利润维持稳定，自 2023 年下滑后，2024 年有所回升，2024 年归母净利润达 4826.57 万元 (yoy+12.10%) 。

盈利：2021–2024 年公司毛利率分别为 39.28%、33.83%、17.52%、21.32%，净利率分别为 24.34%、24.70%、12.17%、12.81%。

费用：2021–2024 年公司期间费用率分别为 10.24%、10.49%、8.05%、7.92%，整体呈现出下降趋势。

2025Q1–Q3 公司实现营收 4.19 亿元 (yoy+55.90%)、归母净利润 4871.88 万元 (yoy+36.59%)。

图表 14：2025Q1–Q3 公司实现归母净利润 4871.88 万元 (yoy+36.59%)



资料来源：Wind、华源证券研究所

3. 看点：领域延伸、上下游拓展提供发展动能，募投迁建项目预计 2026 年年中投产

公司是高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业、安徽省专精特新冠军企业，在各类印制电路板电子制造产品的工艺技术和生产制造等方面积累了丰富的经验，通过持续的研发投入和技术积累，围绕印制电路板电子制造服务，获得了一系列拥有自主知识产权的核心技术专利。截至 2025 年 6 月末，公司共拥有各类专利 51 项，其中发明专利 14 项、实用新型专利 37 项。公司已掌握和生产相关的“多功能 SMT 模板组装技术”、“多功能自动化元器件、PCB 供料系统”等核心技术，为现有业务的持续发展和继续开拓奠定了坚实的技术基础。此外，公司仍在持续加大研发投入，推进技术创新，进行新技术和新工艺的研发，以保持公司的技术领先优势。公司可通过二维码追溯系统对产品的生产、物流、销售环节进行全流程跟踪管理。

图表 15：公司已掌握和生产相关的“多功能 SMT 模板组装技术”等核心技术

序号	技术名称	技术构成与描述	技术来源	是否量产
1	多功能 SMT 模板组装技术	该技术通过多功能 SMT 模板组装加工装置，结合 SMT 模板组装加工工装组件，能够辅助组装和去除 PCB 工艺边，提升工艺的稳定性，提高生产效率。	独立研发	是
2	多功能自动化元器件、PCB 供料系统	在换线备料区域，设置多功能元器件及 PCB 上料系统，该系统可预先将待生产物料及贴片机送料器放入其中，能够有序排列多个贴片盘，换线时，能够快速将贴片盘中的贴片料带顺畅地依次进入到贴片机中进行贴片操作，拓展了上料空间，加快了换料速度，提高了生产加工效率。	独立研发	是
3	防氧化 PCB 板传送系统	采用一种具有润滑机构的 PCB 板传送机构，能够方便快捷地在贴片机与焊机之间传递 PCB 板半成品，可以及时准确地向与 PCB 板传送系统两端相连接的贴片机和焊机的链条上添加润滑油，保证整个传送过程快捷顺畅，缩短生产时间，提高工作效率。	独立研发	是
4	PCB 热应力试验方法	该 PCB 热应力试验方法能够准确地反映金属化孔以及基材的品质以及两者之间的互相协调性。	独立研发	是
5	可调节电路板半成品板放置技术	使用新型电路板半成品板放置架，可按照待放置电路板尺寸，调整滑动杆往复滑动调整夹持片之间的距离，将待放置电路板放入其中。能够快速收集、有序存放、便捷运输生产过程中形成的电路板半成品，提高生产效率。	独立研发	是
6	多功能电路板焊接的除尘器	该除尘器能够提高在电路板焊接过程中，对所产生的烟尘的吸收效果。	独立研发	是
7	多层 PCB 板自动上板铆合技术	该多层 PCB 板自动上板铆合装置实现对多层 PCB 板自动上料和铆合，提升生产效率。	独立研发	是
8	回流焊炉温检测优化技术	针对不同种类的客户产品，选用相对应炉具测量炉温，根据测量结果、炉温设定依据及标准，调整优化炉温参数，实现更稳定的炉温曲线，满足产品焊接要求。对即时生产数据采集，达到对生产现场的实时控制，及为管理层提供精细的决策支持。通过对实时生产数据的采集和分析，实现上换料信息与系统的自动匹配，做到主动防错；对生产数据的即时查询、历史查询和精细化数据分析；准确追溯到不合格供应商，减少不必要的损失；合理调配生产资源：人员、物料、生产线等；为降低成本提供有力的数据来源；实现零库存管理，提高企业资金流的运转。	独立研发	是
9	LitWiseMES 制造执行系统		引进消化	是

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

产品应用领域不断拓展，具备多层次的服务能力。公司设立初期，主要从事工业控制类制样和小批量业务，业务规模整体较小。通过持续的技术创新投入、提升 PCBA 控制板制程能力，公司不断开发产品应用领域，扩大整体业务规模。公司于 2014 年 6 月开拓消费电子、汽车电子测试治具应用领域，2019 年 7 月、2019 年 10 月分别通过深天马汽车电子、消费电

子量产的审核，2020年4月通过德力西消费电子量产的审核，2022年6月通过和辉光电消费电子量产审核。制样和小批量、中大批量业务在客户需求、响应速度、订单分布、技术服务要求、交货期限等方面均具有较大差异，生产管理组织能力的要求各不相同，对同时掌握两种类型业务的企业要求较高。一博科技、金百泽主要专注于制样和中小批量，易德龙、光弘科技则主要专注于中大批量，而公司立足于制样和小批量业务，在初步建立小型“护城河”后进一步将业务板块拓展至中大批量的PCBA电子制造服务业务，并于2019年、2020年、2022年先后通过深天马、德力西、和辉光电的量产审核。同时拥有制样和小批量、中大批量两种业务体现了公司多维度、多类型、多品种的立体化电子制造服务能力，有效体现了公司的核心竞争力。

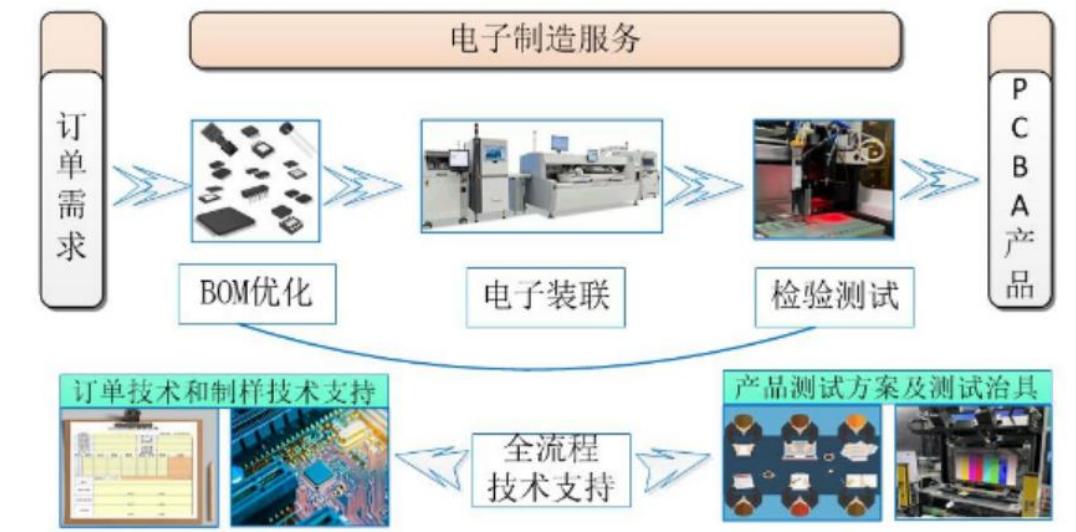
图表 16：制样和小批量、中大批量的PCBA电子制造系列产品特点具体情形

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：公司招股书、华源证券研究所

为扩大市场份额、增加客户黏性和提升整体盈利能力，公司向业务环节的上下游拓展了服务内容，业务前端开发了BOM优化服务，业务后端拓展了检验测试服务，还对整体业务流程提供技术支持服务。前端BOM优化服务目前已经深入到客户产品的开发环节，公司凭借丰富的原材料信息储备和工艺技术经验向客户推荐符合其要求的元器件，辅助客户顺利的进行PCBA控制板以及整个产品的开发；后端成品的检验测试已涵盖行业主流的测试内容，除此之外还开发了画质信号检测仪等测试治具，以高于客户的测试标准向其提供公司的产品；全流程技术支持则是公司凭借多年的技术积累和工艺优化能力，对从业务开始的制造可行性、组件布局、PCB工程确认，到生产制造过程的产品测试方案设计和测试治具开发等方面，提供全流程的技术支持。

图表 17：公司向业务环节的上下游拓展了服务内容

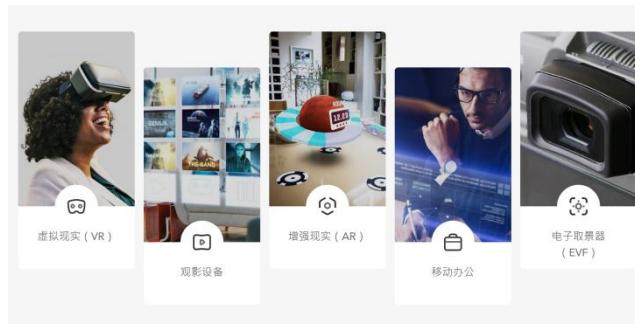


资料来源：公司招股书、华源证券研究所

客户群不断扩张，探索新兴领域业务机遇。公司于2024年度开发新的主要客户包括智行科技等。智行新能科技（安徽）有限公司主要从事智能充换电设备、锂电池等产品的研发制造与销售，为末端配送领域提供车辆租售、能源补给、IOT云管理平台和线上大数据运营等服务，并涵盖相关技术研发、供应链管理及物业管理等业务。公司与智行科技主要是在汽车电子方面建立合作，承接BMS业务，已从样品试制阶段进入批量生产阶段。此外，视涯科技是公司的合作客户，公司密切关注国家政策导向，当前，机器人、AI产业正处于高速发展期，市场空间广阔。公司已结合自身技术和产品优势，积极探索公司产品在机器人、AI等领域的应用，开拓了如视涯科技此类AI领域客户。

图表 18：智行新能产品示意图


资料来源：智行新能科技（安徽）有限公司官网、华源证券研究所

图表 19：视涯科技产品主要应用场景图例


资料来源：视涯科技官网、华源证券研究所

2022年11月18日，芜湖雅葆轩电子科技股份有限公司发行普通股13,600,000股，发行价格为14.00元/股，募集资金总额为190,400,000.00元，实际募集资金净额为172,199,241.31元，到账时间为2022年11月11日。2024年5月27日，公司召开第三届董事会第二十八次会议、第三届监事会第十八次会议，并于2024年6月14日召开2024年第一次临时股东大会，审议通过了《关于变更募集资金用途和实施地点及募投项目延期的议案》，同意将“高端电子制造（PCBA产品）扩产项目”从原有生产场地进行迁建并进行优化升级，作为“高端电子制造（PCBA产品）迁建项目”的子项目“新生产线扩建项目”进行实施，计划达到预定可使用状态时间由2024年12月调整到变更后的2026年6月。

根据公司2024年年报信息，高端电子制造（PCBA产品）迁建项目设计产能为年产消费电子124,910万点、汽车电子49,050万点、工业控制36,040万点。

图表 20：募投迁建项目预计2026年年中达预定可使用状态（数据截至2025H1）

募集资金用途	调整后投资总额（元）	累计投入金额（元）	累计投入进度	项目达到预定可使用状态日期
高端电子制造（PCBA产品）扩产项目	5,322,276.85	5,172,276.85	97.18%	
高端电子制造（PCBA产品）迁建项目之子项目“新生产线扩建项目”	153,630,000.00	72,472,429.88	47.17%	2026年6月30日
补充流动资金	18,569,241.31	18,569,241.31	100.00%	不适用
合计	177,521,518.16	96,213,948.04	-	-

资料来源：公司公告、Wind、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司主营业务产能逐步释放以及下游行业高景气带来的积极预期，我们假设如下：

(1) 汽车电子：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比+155%/+20%/+18%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 1.96/2.36/2.78 亿元；

(2) 消费电子：产品结构逐步优化，预计后续收入有望维持，假设 2025–2027 年营业收入同比-20%/+3%/+3%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 1.69/1.74/1.80 亿元；

(3) 工业控制：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比+130%/+30%/+22%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 1.52/1.98/2.41 亿元。

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 0.64、0.75 和 0.90 亿元，对应 PE 为 31.3、26.7、22.4 倍。我们选取易德龙、生益电子、鹏鼎控股作为可比公司，可比公司最新 2025PE 均值为 41.1X。公司未来增长点聚焦汽车电子多屏化趋势和工业控制智能化需求，技术优势有望支撑高附加值订单拓展。此外，FPC 软板新业务潜在机遇是公司长期发展的看点，有望依赖于屏显客户对硬板、软板的双重需求从而打开订单空间。首次覆盖给予“增持”评级。

图表 21：雅葆轩可比公司估值表（截至 20251211）

公司名称	股票代码	最新收盘价（元）	最新总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
易德龙	603380.SH	35.89	57.58	1.51	1.85	2.22	23.8	19.4	16.2
生益电子	688183.SH	98.39	818.43	1.35	2.15	2.88	72.7	45.9	34.2
鹏鼎控股	002938.SZ	50.75	1,176.41	1.88	2.33	2.75	26.9	21.8	18.5
均值							41.1	29.0	22.9
雅葆轩	920357.BJ	25.11	20.11	0.80	0.94	1.12	31.3	26.7	22.4

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；雅葆轩盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

原材料供应及价格波动风险：公司生产经营所需的原材料主要包括 IC、PCB、电阻电容、连接器及其他辅材等。如未来主要原材料价格大幅上涨或原材料短缺，而公司不能及时地将原材料价格上涨传导至下游或有效降低生产成本，公司的相关业务及经营业绩可能会受到不利影响。

下游产品需求变化风险：公司所属行业的发展与下游应用领域市场的发展息息相关。行业下游应用领域广泛，主要包含消费电子、汽车电子、工业控制等领域，近年来随着终端应用市场需求的持续增长，行业整体发展情况良好。未来，如果下游应用领域市场的需求增长放缓或产品需求发生结构性变化，致使需求降低，将会对公司的业绩增长带来不利的影响。

技术替代的风险：随着下游终端应用领域产品不断的更新换代，行业整体研发设计能力和生产技术水平也在持续发展。拥有较强研发能力并对生产制造工艺进行持续的研发创新是公司长期发展的基础和重要保障。若公司的技术研发成果不能紧跟行业技术发展趋势，或在技术更新、新工艺研发过程中出现研究方向偏差、无法逾越的技术问题、产业化转化不力等情况，将对公司的经营业绩带来不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	121	40	49	68
应收票据及账款	148	165	176	181
预付账款	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0
存货	86	118	129	142
其他流动资产	62	65	66	67
流动资产总计	418	389	420	460
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	54	117	181	191
在建工程	50	88	41	26
无形资产	14	15	17	18
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	8	13	13	14
非流动资产合计	126	232	251	249
资产总计	543	621	670	708
短期借款	39	70	80	86
应付票据及账款	105	124	138	142
其他流动负债	17	27	32	37
流动负债合计	161	222	251	265
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	5	5
非流动负债合计	5	5	5	5
负债合计	166	227	256	270
股本	80	80	80	80
资本公积	168	168	168	168
留存收益	129	146	166	190
归属母公司权益	378	395	414	438
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	378	395	414	438
负债和股东权益合计	543	621	670	708

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	48	58	68	83
折旧与摊销	6	9	14	15
财务费用	0	1	1	1
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	3	-23	-3	-12
其他经营现金流	3	7	8	7
经营性现金净流量	59	50	86	93
投资性现金净流量	-18	-114	-30	-12
筹资性现金净流量	-14	-17	-46	-62
现金流量净额	27	-81	9	19

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	377	541	632	725
营业成本	296	432	505	577
税金及附加	2	3	4	4
销售费用	7	9	10	11
管理费用	11	12	14	14
研发费用	12	15	16	18
财务费用	0	1	1	1
资产减值损失	-3	-3	-3	-4
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	2	2	2	2
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	7	5	6	5
营业利润	55	73	86	102
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	55	73	86	102
所得税	6	9	10	12
净利润	48	64	75	90
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	48	64	75	90
EPS(元)	0.60	0.80	0.94	1.12

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	6.55%	43.57%	16.85%	14.61%
营业利润增长率	51.68%	34.09%	16.91%	19.06%
归母净利润增长率	12.10%	33.22%	17.03%	19.07%
经营现金流增长率	137.51%	-15.01%	71.19%	8.06%
盈利能力				
毛利率	21.32%	20.22%	20.08%	20.41%
净利率	12.81%	11.88%	11.90%	12.36%
ROE	12.79%	16.30%	18.16%	20.45%
ROA	8.88%	10.35%	11.22%	12.65%

	2024	2025E	2026E	2027E
估值倍数				
P/E	41.66	31.27	26.72	22.44
P/S	5.34	3.72	3.18	2.78
P/B	5.33	5.10	4.85	4.59
股息率	1.99%	2.35%	2.75%	3.28%
EV/EBITDA	23	24	20	17

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存 在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。