

智动力 (300686): 复合板材为盾, 散热组件为矛, 随优质客户再起航

2020年11月27日

强烈推荐/维持

智动力 公司报告

公司主要产品为消费电子功能件、复合板材盖板、可穿戴组件以及散热组件等，处于消费电子产业链的中上游。该行业竞争格局相对分散，但下游集中度高（智能手机厂商 CR6=77.1%），每种产品通常只会选择 2-3 家供应商。因此各厂商在生产优质产品的同时，绑定优质客户提前卡位也显得尤为重要。

基于以下三点，我们认为智动力是具有投资价值的标的：

(1) 构筑客户壁垒，公司与三星、OPPO、vivo 等大客户进行绑定，这些是目前为数不多的具备增长潜力且风险较小的客户。上述大客户在各自细分领域均具备市占率提升的可能性，公司也有望跟随大客户享受 5G 时代的红利。

(2) 复合板材作为中低端手机后盖的市占率仍有较大的提升空间。复合板材的生产虽在技术壁垒上不及芯片等消费电子零部件高，但想要在市场上获得竞争力则非常依赖厂商的经验积累和团队的熟练程度。公司在复合板材领域发力较早从而占得先机，未来仍具备提升良品率、降低成本并提升市占率的能力。复合板材业务将成为公司业绩的基本盘。

(3) 散热组件业务将是公司的主要增长点。5G 时代智能终端和基站对散热组件的需求都很旺盛，公司适时介入散热业务并扩产，将充分受益于市场空间增长。大客户三星是全球领先的智能手机和 5G 基站生产商，大量的散热组件需求为公司带来了巨大的潜在空间。

公司盈利预测及投资评级：预计 2020-2022 年，公司实现营业总收入 23.19 亿元、29.47 亿元和 35.93 亿元，归母净利润分别为 1.41 亿元、2.48 亿元和 3.25 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.93 元、1.22 元，PE 分别为 30.86 倍、22.91 倍、17.49 倍。可比公司在 2021 年 PE 一致预期为 25.95 倍。基于公司核心客户三星、OPPO 等明年的高成长性，我们给予公司 2021 年 30 倍 PE，对应目标价 27.9 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情再度爆发导致全球经济恢复不及预期；5G 基础设施建设进度不及预期；公司募投产线产能爬坡进度不及预期等。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	650.93	1742.52	2319.00	2946.90	3593.27
增长率(%)	14.59%	167.70%	33.08%	27.08%	21.93%
归母净利润(百万元)	6.83	129.27	141.79	248.27	325.29
增长率(%)	-83.75%	1793.08%	9.68%	75.10%	31.02%
净资产收益率(%)	1.10%	19.49%	19.60%	10.40%	12.19%
每股收益(元)	0.03	0.63	0.69	0.93	1.22
PE	640.62	33.84	30.86	22.91	17.49
PB	7.04	5.78	5.03	2.20	1.98

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

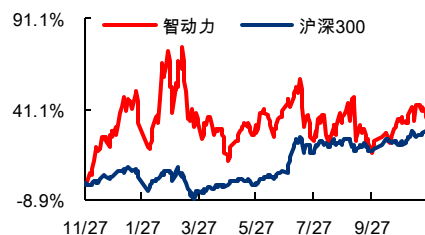
公司简介：

智动力是国内知名的消费电子结构件与功能件生产商，公司致力于为智能手机、平板电脑、智能穿戴、智能家居等中高端消费电子产品及新能源汽车提供精密器件平台型一体化解决方案。

交易数据

52 周股价区间(元)	28.71-16.18
总市值(亿元)	44.05
流通市值(亿元)	29.15
总股本/流通 A 股(万股)	20,442/13,525
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	8.48

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：沈繁星

010-66554013 shenfan@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480520050004

研究助理：吴昊

010-66554130 wuhao_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480119040019

研究助理：吴天元

010-66554130 wuty@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480119070053

目 录

1. 拥抱核心客户，享受 5G 时代红利.....	4
1.1 5G 换机潮 2021 年仍将延续，三星和 OPPO、vivo 份额有望提升	4
1.2 核心客户之三星：海外疫情逐步缓和，领头羊仍有不可忽视的力量	5
1.3 核心客户之 OPPO、vivo：低端市场成国内 5G 换机重点	7
1.4 智动力拥抱核心客户，在客户的发展中享受红利	8
2. 复合板材后盖空间广阔，智动力占得先机	10
2.1 5G 时代复合板材将是金属的良好替代	10
2.2 智动力在复合板材领域占得先机	12
3. 散热是新的增长点.....	12
4. 盈利预测与估值.....	13
5. 风险提示.....	14
相关报告汇总.....	16

插图目录

图 1： 全球智能手机销量预测（单位：10 亿台）	4
图 2： 全球智能手机 CR6 不断提升.....	4
图 3： 华为市场份额将在 2021 年迅速下滑，OPPO 和 vivo 有望迅速填补.....	5
图 4： 三星稳坐全球智能手机出货量榜首	6
图 5： 印度智能手机出货量（百万部）	6
图 6： 印度是仅次于中国的智能手机市场	6
图 7： 印度智能手机渗透率仍然较低.....	7
图 8： 印度智能手机渗透率仍有较大提升空间	7
图 9： 2020Q3 印度智能手机出货量排名	7
图 10： 5G 手机平均单价趋势（美元）	8
图 11： OPPO、vivo 国内销量紧随华为之后	8
图 12： OPPO 已发布多款可穿戴智能终端.....	8
图 13： 公司生产的智能手表心率盖板、表壳、表带和散热 VC 等产品	10
图 14： 各种材质后盖的占比	11
图 15： 智能手机外壳市场空间（亿元）	11
图 16： 复合板材后盖外观不断创新	11
图 17： 智能手机散热行业市场规模（单位：十亿美元）	12

表格目录

表 1： 2020 年 Q3 手机销量仅华为出现了环比下滑，其余主要厂商环比恢复明显.....	5
表 2： 公司本次定增募投项目及资金使用情况	9
表 3： 复合板材与玻璃后盖性能对比	10

表 4： 各种散热方案对比.....	13
表 5： 公司盈利预测拆分.....	14
表 6： 可比公司估值（单位：元）	14

智动力是国内知名的消费电子结构件与功能件生产商, 主要产品包括消费电子功能件、复合板材后盖、可穿戴结构件及散热组件。主要客户为三星、OPPO、vivo 和小米等国内外知名智能终端厂商。

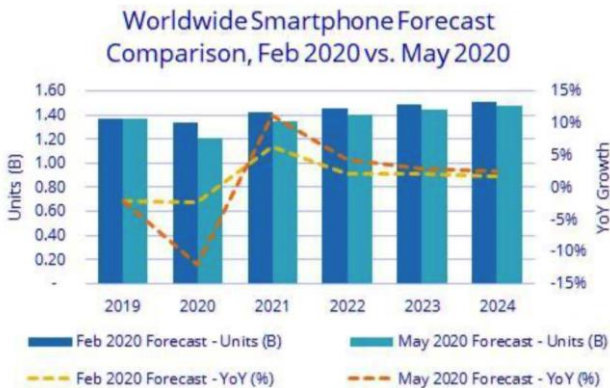
我们认为智动力具备投资价值, 主要是基于 2021 年核心客户在 5G 手机等终端上的销量将有大幅增长, 且公司在客户中份额提升的“双击”逻辑。

1. 拥抱核心客户, 享受 5G 时代红利

1.1 5G 换机潮 2021 年仍将延续, 三星和 OPPO、vivo 份额有望提升

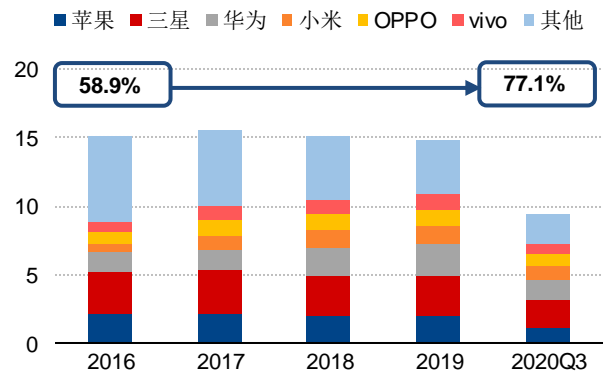
受新冠疫情影响, 全球手机换机潮尚未释放出足够的动能, 2021 年智能手机销量有望同比增长 10%, 换机高峰即将到来。2019 年底新冠疫情前, 市场预测 2020 年在 5G 技术的带动下, 全球智能手机销量有望触底反弹, 结束全球智能手机出货量连续三年下滑的态势。然而新冠疫情的出现对智能手机的供给和需求端均带来了巨大的冲击, 2020 年 6 月 IDC 预测全年全球智能手机出货量将下降 11.9%。而随着疫情的逐步好转与可控, 全球被抑制的换机需求将逐步释放, 参考 IDC 的预测我们认为 2021 年全球智能手机销量有望同比增长 10%, 换机高峰即将到来。

图1: 全球智能手机销量预测 (单位: 10 亿台)



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

图2: 全球智能手机 CR6 不断提升



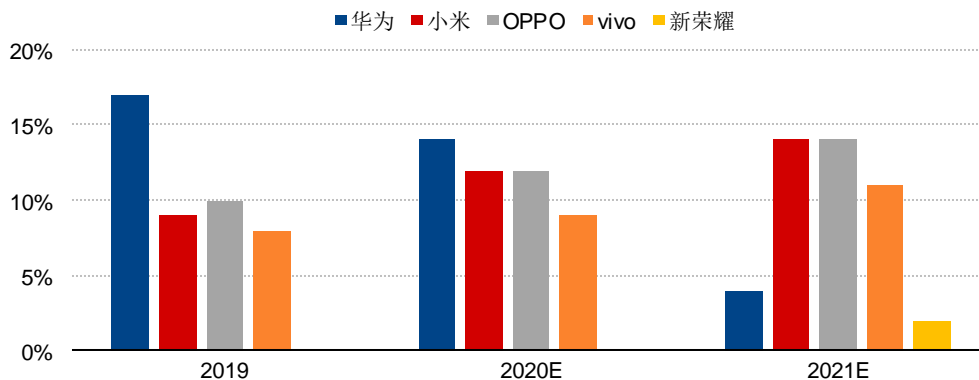
资料来源: Counterpoint, 东兴证券研究所

中美贸易摩擦导致华为手机出货受阻, 三星、OPPO 和 vivo 等厂商有望填补华为的空缺, 快速提高市占率。华为受美国制裁, 高端智能手机业务受阻已成定局。根据 Counterpoint 公布的 2020 年第三季度全球手机销量排名, 前十名的手机厂商, 仅华为一家出现了环比下滑的情况, 市场也对华为手机 2021 年的市场份额给出了较为悲观的预期。TrendForce 预计华为 2021 年全球智能手机市场份额将下降至 4%, 仅为 2020Q3 份额的三分之一, 而新荣耀品牌的替代将极为有限。因此我们认为同为安卓阵营的三星以及小米、OPPO、vivo 以及 realme 的市场份额有望进一步提升。

表1: 2020年Q3手机销量仅华为出现了环比下滑, 其余主要厂商环比恢复明显

品牌	出货量 (百万台)		市场份额		增长率	
	2019Q3	2020Q3	2019Q3	2020Q3	YOY	QOQ
三星	78.2	79.8	21%	22%	2%	47%
华为	66.8	50.9	18%	14%	-24%	-7%
小米	31.7	46.2	8%	13%	46%	75%
苹果	44.8	41.7	12%	11%	-7%	11%
OPPO	32.3	31	9%	8%	-4%	26%
vivo	31.3	31	8%	8%	-1%	38%
realme	10.2	14.8	3%	4%	45%	132%
其他	84.7	70.3	21%	20%	-17%	39%

资料来源: Counterpoint, 东兴证券研究所

图3: 华为市场份额将在2021年迅速下滑, OPPO和vivo有望迅速填补


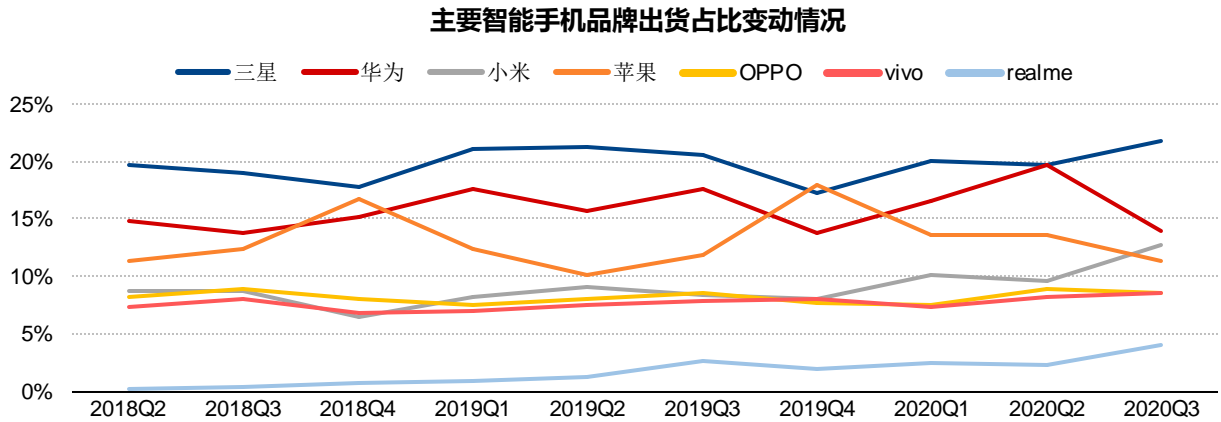
资料来源: TrendForce, 东兴证券研究所

1.2 核心客户之三星: 海外疫情逐步缓和, 领头羊仍有不可忽视的力量

三星仍然是全球智能手机市场份额最高的品牌, 韧性较强, 海外疫情好转后三星手机销量有望迅速回复。根据 Counterpoint 的数据, 受疫情影响 2020Q2 全球智能手机出货量暴跌 23%, 创有史以来最大跌幅。且因海外疫情恢复速度慢于国内, 海外销售占比高的三星受影响更为严重, Q2 出货量下降近 30%。然而 Q3 以来海外疫情逐步得到控制, 三星手机 Q3 也迅速反弹, 显示出极强韧性。

三星将最大程度享受 5G 及华为退出的红利, 预计 2021 年三星智能手机出货量有望突破 3 亿台。2020Q3 三星全球智能手机出货约 8000 万台, 环比增长 47%, 继续稳坐手机出货量榜首。虽然三星在国内的市占率偏低, 但在海外市场上仍是最为强劲的力量。三星 Galaxy S 系列和 Note 系列依旧是安卓旗舰机标杆, 在欧美享有极高的市占率。短期来看, 三星凭借其在欧美的高市场份额和品牌认可度, 将很大程度上占有华为留下的空缺而充分受益。

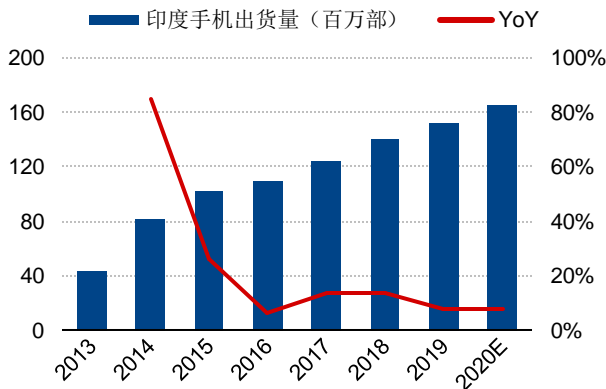
图4: 三星稳坐全球智能手机出货量榜首



资料来源: Counterpoint, 东兴证券研究所

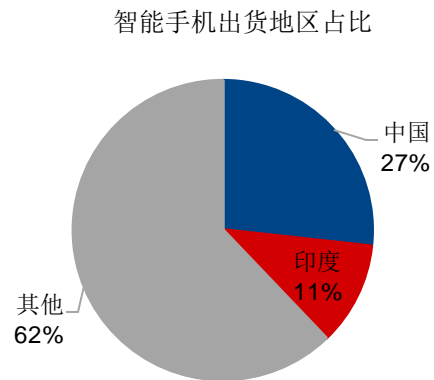
印度智能手机市场 19 年实现逆势增长, 是全球第二大智能手机市场。据 IDC 统计报告, 2019 年印度市场的智能手机出货总量达到 1.525 亿部, 同比 2018 年整体的 1.411 亿部出货量增长了 8%, 在全球手机市场呈下滑状态的当下, 印度智能手机市场实现逆势增长。印度也再次超越美国, 成为 2019 年仅次于中国的全球第二大智能手机市场。印度智能手机市场已被众多知名手机厂商视为战略要地。

图5: 印度智能手机出货量 (百万部)



资料来源: IDC, Counterpoint, 东兴证券研究所

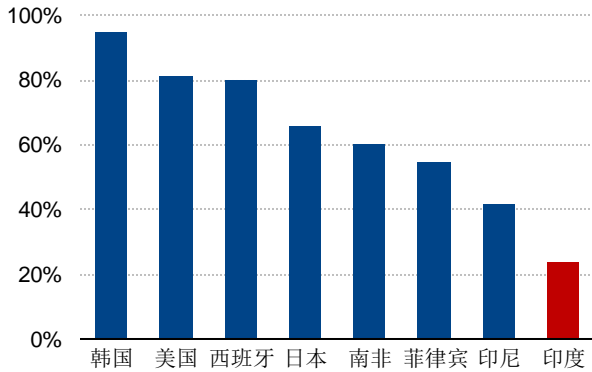
图6: 印度是仅次于中国的智能手机市场



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

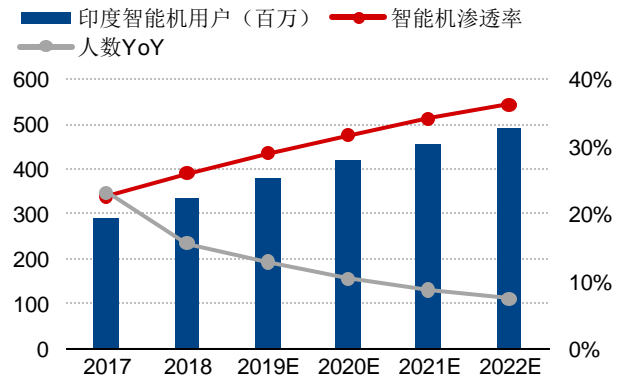
印度智能手机市场增长潜力不容忽视。从经济水平的角度看, 印度自 1991 年市场经济改革至 2018 年, 人均 GDP 增速为 7.26%, 虽然远慢于中国, 但我们不能忽视印度本身正在高速发展的现实。从用户数量角度来看, 根据全球移动通信系统协会 (GSMA) 数据, 印度移动上网人数每年平均以 6% 速度成长, 预计在 2020 年将成长至 6.7 亿人规模, 同时也将成为最快从 2G、3G 网络服务全面转入 4G 网络服务的国家, 同时也将成为全球最多人使用移动上网国家。这意味着印度智能手机市场仍有很大的发展空间, 未来印度智能手机渗透率仍将逐步提升, 预计印度智能手机出货量将在 2020 年增长 10%, 达到 1.68 亿部。

图7: 印度智能手机渗透率仍然较低



资料来源: Pew, 东兴证券研究所

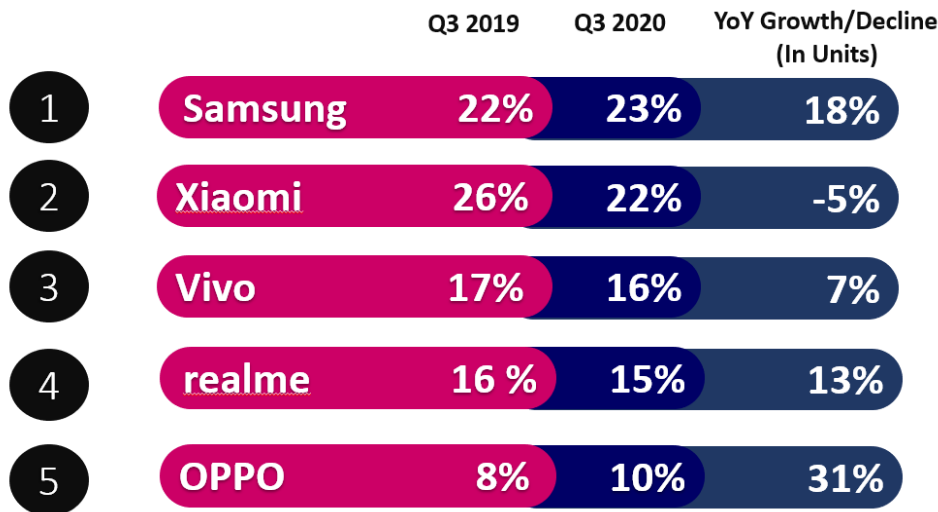
图8: 印度智能手机渗透率仍有较大提升空间



资料来源: eMarketer, 东兴证券研究所

2020Q3 印度智能手机出货量同比增长 14%，中印政治摩擦导致部分国产手机在印度份额下降，三星取代小米成为印度第一大智能手机品牌。根据 CMR 的数据，印度智能手机出货量反弹，并在 2020 年第三季度达到历史最高水平，同比增长 14%。CMR 也预计 2020Q4 印度智能手机市场将维持 14% 的高增长。从各品牌的市占率角度来看，三星取代了小米，成为印度第一大智能手机品牌。深耕印度市场的三星有望未来继续占据引领地位。

图9: 2020Q3 印度智能手机出货量排名

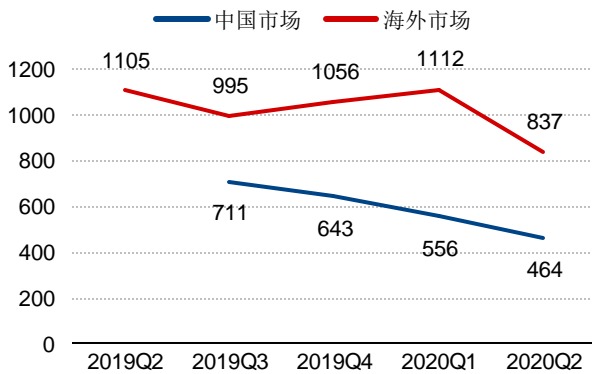


资料来源: CMR India Mobile Handset Market Review Report, 东兴证券研究所

1.3 核心客户之 OPPO、vivo: 低端市场成国内 5G 换机重点

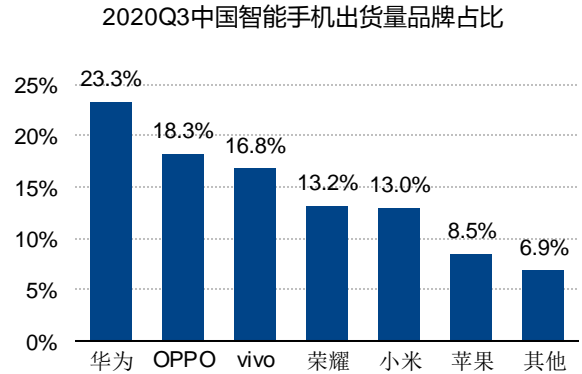
5G 手机价格正不断降低，刺激低端市场的 5G 换机需求。随着 5G 芯片等技术的不断成熟，5G 功能不再是旗舰机型独占，而是逐渐下探到中低端机型中。根据 IDC 的数据，中国市场 5G 手机平均单价从 2019Q3 的 711 美元 (约 4700 元) / 每台下降至 2020Q2 的 464 美元 (约 3000 元) / 每台。我们认为 3000 元价位的 5G 手机已经颇具性价比，将成为学生和工薪阶层换机的首选。

图10: 5G手机平均单价趋势(美元)



资料来源: IDC, 东兴证券研究所

图11: OPPO、vivo国内销量紧随华为之后



资料来源: Trustdata, 东兴证券研究所

OPPO 和 vivo 凭借渠道优势扎根三四线城市, 将在 5G 向中低端手机的渗透的过程中扮演重要角色。根据 Trustdata 的数据, 2020 年第三季度 OPPO 和 vivo 在全国智能手机销量排名 2、3 位, 合计占比达到了 35.1%。OPPO 和 vivo 能取得仅次于华为的手机销量, 线下中低端消费者的贡献功不可没。两家公司在三四线城市线下深耕多年, 精准定位中低端用户需求, 依靠“线下价格低于线上”、“购机送礼品”和“支持线下维修”等特色宣传手段与售后服务, 树立出了独特的高性价比品牌形象, 深受线下消费者认可。在 5G 手机渗透的过程中, OPPO 和 vivo 有望充分利用渠道优势继续提高市场份额。

发力智能可穿戴, 积极打造自身生态圈, 带来智能终端新增量。在智能手机创新陷入瓶颈得今天, 以智能手表、手环、耳机为代表的可穿戴产品已经成为智能终端生态圈的重要组成部分, 也是各厂商着力发展的方向。2020 年 3 月 OPPO 通过智能手表 OPPO Watch 进入可穿戴赛道, 6 月继续发布一款智能手环, 让 OPPO 在可穿戴领域占据了一席之地。vivo 也在 9 月发布了首款智能手表产品。我们认为在生态圈的带动下, 智能可穿戴终端有望在未来形成价值量和渗透率的双重提升。

图12: OPPO 已发布多款可穿戴智能终端



资料来源: OPPO 官网, 东兴证券研究所

1.4 智动力拥抱核心客户, 在客户的发展中享受红利

智动力始终跟随三星步伐, 与大客户深度绑定。根据公司招股说明书披露, 2014-2016 年三星电子均为公司最大的客户, 占公司销售额比例分别为 25.45%、44.97%和 70.51%, 呈现出与三星深度绑定的趋势。智动

力陪着三星在越南研发，迅速配套，有望获取更多份额。2015 年公司也紧跟三星布局东南亚的步伐，成立了智动力精密技术（越南）有限公司并达成量产。募投项目建设可穿戴精密组件生产基地，提高产能配套客户。募投项目中公司计划将募集资金 1.19 亿元用于散热组件越南生产基地建设项目，继续跟随大客户的需求，增强为三星进行散热部件供应的能力。

表2：公司本次定增募投项目及资金使用情况

序号	募集资金投资项目	投资金额	使用募集资金金额
1	智动力精密技术（越南）工厂建设项目	84,507.00	59,700.00
1-1	消费电子结构件越南生产基地建设项目	68,986.00	47,800.00
1-2	散热组件越南生产基地建设项目	15,521.00	11,900.00
2	智动力消费电子结构件生产基地改建项目	25,625.00	18,751.00
3	收购阿特斯 49.00% 股权项目	34,300.00	34,300.00
4	智动力信息化升级建设项目	1,889.21	1,692.60
5	补充流动资金	35,556.40	35,556.40
	合计	181,877.61	150,000.00

资料来源：募集说明书，东兴证券研究所

三星作为全球市场占有率最高的智能手机厂商，产品涵盖从低端机型到旗舰机型多种定位，客户结构多样。同时三星也是全球排名前三的半导体厂商，具备手机处理器、存储器、显示面板等高价值量零部件研发生产能力，在智能手机竞争中具备技术优势和成本优势。而且考虑到三星手机在中国市场份额较小，受中美贸易摩擦影响也较小，因此我们认为三星在智能手机领域的领先地位有望继续保持。与三星深度绑定的智动力，来自三星业务的确定性和成长性也更强。

同时，智动力与国内厂商 **OPPO**、**vivo** 也进行了深度的合作，减少对三星的过度依赖，开拓新的增长点。智动力通过先后收购广东阿特斯 51% 的股权的方式进入了 **OPPO**、**vivo** 等客户手机盖板的供应体系。在手机外观设计领域，主打年轻人定位的 **OPPO** 有着比其他厂商更为丰富的经验。2019 年公司与 **OPPO** 设立复合板材联合实验室，从产品前端设计开始紧跟客户需求，进一步增强客户粘性。

智动力紧跟 **OPPO**、**vivo** 等可穿戴领域的布局，后续有望承接结构件一体化组装业务。在 **OPPO**、**vivo** 等布局可穿戴设备后，智动力也为其供应智能手表心率盖板、表壳、表带、散热 VC、智能手环底壳等多种结构和功能件。公司具备为智能手表、手环等产品提供结构件一体化解决方案的能力，产品后续价值量仍有提升空间。本次募投项目也规划对可穿戴组件产能进行扩充，解决产能不足的问题。高单价的可穿戴产品有助于公司迅速提升业绩规模，并优化产品结构，进一步提升公司的竞争力。

图13：公司生产的智能手表心率盖板、表壳、表带和散热 VC 等产品



资料来源：智动力，东兴证券研究所

2. 复合板材后盖空间广阔，智动力占得先机

2.1 5G 时代复合板材将是金属的良好替代

5G 及无线充电要求手机后盖必须为非金属材料，复合板材迎来机遇。5G 通信的趋势下，终端天线数量增多、功能增强且电磁波穿透能力变弱，具有屏蔽电磁波特性的金属机身已不再适合高频通信时代，复合板材、玻璃及陶瓷后盖是去金属化时代的替代方案。而陶瓷因成本过高，只能用于部分旗舰机型上，玻璃和复合板材成为了手机后盖的主流选择。

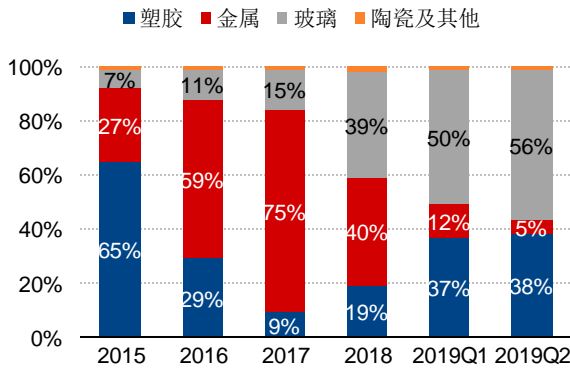
表3：复合板材与玻璃后盖性能对比

类别	玻璃盖板	复合板材盖板
原料成本	中等	较低
加工成本	较高	较低
工艺复杂度	中等	较小
着色性能	中等	中等
抗弯强度	较大	较小
耐冲击性能	较差	较好
价格区间	45-80 元	20-30 元

资料来源：公司公告，陶瓷零距离，东兴证券研究所

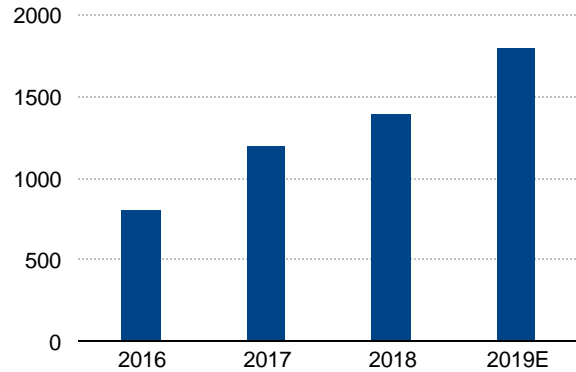
根据 CINNO Research 统计，2015 年塑料后盖的市占率高达 65%，随后迅速被金属挤压至 2017 的仅剩 9%，此时金属占比则高达 75%。之后塑料后盖在 5G 的带动下快速反弹，2019 年占比以恢复至 38%。2020 年预计随着 5G 手机渗透率的提升，以复合板材为代表的塑胶后盖的市占率有望达到 50%。

图14: 各种材质后盖的占比



资料来源: CINNO Research, 东兴证券研究所

图15: 智能手机外壳市场空间 (亿元)



资料来源: 新材料在线, 赛瑞研究, 东兴证券研究所

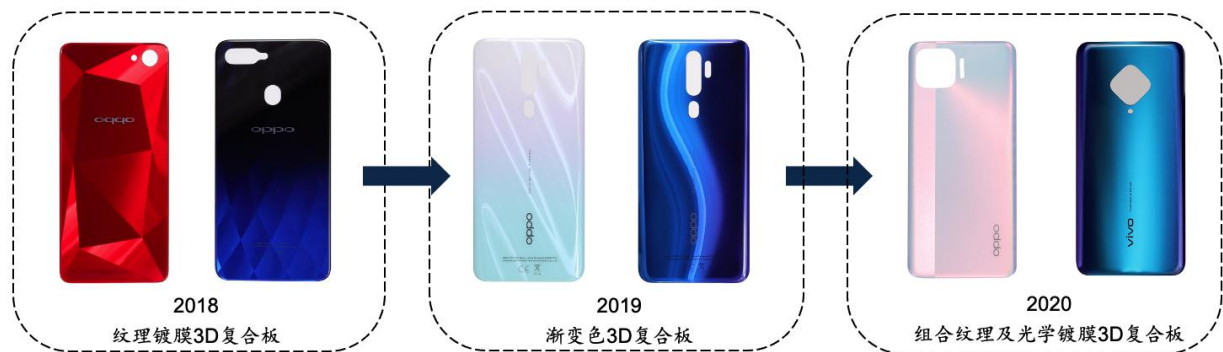
我们认为, 复合板材未来将成为 5G 手机后盖的主流材质之一, 主要原因是:

(1) 复合板材产品的质感和外观正在不断提升, 而消费者对外观要求有所降低。不同材料最直观的区别就是手感和外观, 这也是玻璃和陶瓷作为传统后盖材质主流选择的重要原因。然而在手机轻薄化的趋势中, 手机的握持感和耐摔性能是在逐渐变差的, 大多数消费者有使用手机壳的习惯, 对后盖手感和外观的要求正在降低。同时随着复合板材制造技术的不断创新与突破, 目前的复合板材可以获得与玻璃接近的外观和触感, 这为复合板材市占率的提升打下了基础。

(2) 相比于玻璃, 复合板材后盖降本三分之二, 符合手机竞争激烈带来的降本需求。智能手机行业早已是红海市场, 手机的外观和功能趋于同质化, 各厂商在追求技术进步的同时, 更需要考虑如何降低成本。行业龙头苹果公司也在 iPhone 系列中不再附赠的充电器来降低成本, 可见厂商降本诉求的迫切。后盖材质由玻璃向复合板材的转变, 有望可以解决厂商降本的痛点。根据行业调研得到的数据, 同样面积的 3D 玻璃价格约为 45-80 元, 复合板材价格为 20-30 元, 复合板材的替换有望节省三分之二的成本。

各大手机厂商确实在尝试越来越多地使用复合板材产品。三星首次将复合板材后盖用在了旗舰系列手机 Note 20 上, 标志着厂商是有将手机后盖换为复合板材的动力。如果说消费者对后盖质感仍有一定要求, 导致复合板材渗透速度无法一蹴而就, 那么听筒网、闪光灯罩等消费者感知不强的小型结构件的板材化之路则会相对顺利。未来复合板材替代将是手机厂商最主要的降成本手段, 手机上使用复合板材的部件将越来越多。

图16: 复合板材后盖外观不断创新



资料来源: OPPO 和 vivo 等品牌官网, 东兴证券研究所

2.2 智动力在复合板材领域占得先机

公司较早进入复合板材研发领域，确立技术优势。公司作为智能手机复合板材盖板的龙头企业之一，通过在研发中的大力投入，引入国内外优秀人才，在纹理结构及模具研发、制造方面形成了强大的竞争力，近年来公司产品 CMF（颜色-材料-表面处理）各方面获得下游智能手机终端厂商的高度认可，同时伴随着产能的释放，公司在供应链体系中逐步形成一定的话语权，订单质量得到了坚实的保障。

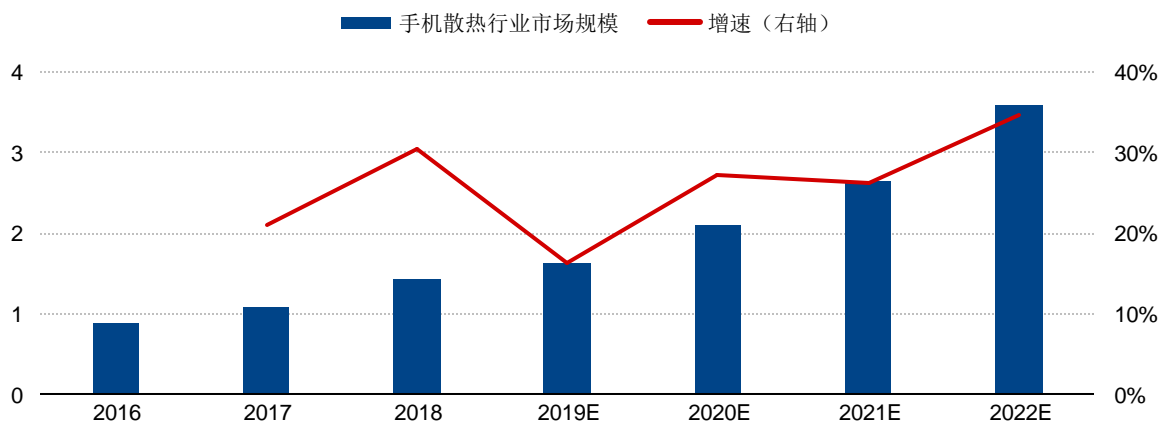
公司在越南建厂扩产复合板材，确立成本优势。目前公司复合板材产品销售旺盛，根据公司《向特定对象发行 A 股股票的审核问询函的回复》披露，公司 2019 年复合板材产能利用率已达 83.55%，急需进行扩产来满足大客户进一步的需求。根据公司募投项目，公司计划使用募集资金 4.78 亿元用于进行越南复合板材工厂扩产，达产后预计至少提供 9600 万片新增产能，实现产能的翻倍。同时基于越南较低的劳动力成本，公司越南工厂产品的毛利率将有所提升，帮助公司确立成本优势，进一步提升产品的市场竞争力。

在贴近客户和成本优势的加持下，公司有望在三星和 OPPO 拿到更大份额。目前公司已经成功为三星、OPPO 和 vivo 等供应复合板材后盖。三星方面，目前看来智动力在越南建厂确立的贴近客户的优势和成本优势是其他竞争对手不具备的，这也显示出了公司希望与三星进行强绑定的决心。依靠越南工厂，公司有望在三星供应体系中占得先机，抢占其他竞争对手的份额。OPPO 方面，公司已经与 OPPO 成立复合板材实验室，两者的绑定也将更加紧密，客户粘性进一步增强。

3. 散热是新的增长点

5G 时代散热需求增加，市场空间大。进入 5G 时代，智能终端和基站的性能都进行了大幅度升级，随之而来的便是发热量的大幅增加，对散热组件的功效和用量提出了更高的要求。随着石墨烯、热管和 VC 在智能手机中渗透率的提升，5G 时代单机 ASP 有望达到 5-10 美金，实现 3-4 倍的价值量增长。预计 2022 年智能手机散热器组件市场规模将达到 36 亿美元，2016 年-2022 年复合增长率将达 26.1%。

图17：智能手机散热行业市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：Yole, 东兴证券研究所

同时为保持其性能的稳定发挥及使用安全，散热方案亦需不断革新，厂商也在不断研发新型高效的散热器件。传统 4G 智能手机采用的散热器件主要包括金属背板、导热凝胶、石墨烯热辐射贴片以及热管等。由于 5G 对手机后盖板材质有去金属化的要求，金属背板散热方案已无法运用。石墨材料与热管、均热板 VC 相结合

新的方案应运而生。2019年发布的华为 Mate 20 X 便率先使用了石墨烯+VC 的散热技术，2020 年的小米 10 采用 3000mm² 超大面积的 VC，还内置了 6 层石墨片作为补充散热。

表4：各种散热方案对比

散热材料	性能	优势	缺点
天然石墨片	导热系数 800~1200w/m.k	容易获得，生产成本较低	厚度只能达 0.1mm
石墨烯贴片	导热系数 1500~2000w/m.k	厚度可以达到 um 级	价格较昂贵
金属背板	导热面积大，导热系数较高，能迅速散热	质感好，散热效果好	金属强度低，表面易磕损
导热凝胶	柔软且具有更好的表面亲和性	几乎没有硬度，对设备不会产生内应力	结合力较弱，不能用于固定散热装置
冰巢	相变材料能传导、吸收热量	满足 4.85mm 厚度的机身处理器热耗	成本较高
热管	液体吸收热量气化后到达手机顶端散热	散热效果好	直径比普通热管直径小
均热板	内壁面具有微结构的封闭真空腔体	满足 5G 时代的高功耗散热需求、外形限制小	技术含量高

资料来源：金山电池医生，东兴证券研究所

5G 时代当前主流的散热组件为超薄热管及均热板，公司已经具备充足的人才、技术储备，并将利用本次定增募集资金投建超薄热管及均热板产线，旨在配套三星等核心客户的供给需求。公司也积极推进新散热材料的研发，目前基于公司研发的新型材料 GHP 的散热产品已经通过主要客户的认证。未来有望形成对当前主流散热产品的替代，持续提升公司的盈利空间。

借助国产终端生态，公司散热模组产品在扶持显示面板国产替代的趋势下也能分得一杯羹。目前公司在屏幕散热模组产品上积累了一定的技术优势，随着海外面板产能不断向大陆转移，面板国产替代的趋势已经非常明朗。公司已经率先与国内面板厂商进行适配与合作，未来国产面板有望大规模替代进口面板，公司也有望搭上国产替代的浪潮而受益。

4. 盈利预测与估值

关键假设：

- （1）公司功能性电子器件销量受三星等大客户充分带动，预计 2020-2022 年销量分别为约 500、600 和 750 万平方米；
- （2）5G 时代公司布局的复合板材后盖成为主流，预计 2020-2022 年公司结构性电子器件销量分别为约 3700、4470 和 5057 万片；
- （3）公司光学件产品 2020-2022 年营收分别为 2.5 亿元、3.5 亿元和 5.0 亿元，毛利率稳定在 30%。

表5: 公司盈利预测拆分

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
功能性电子器件	营业收入	726.0	1074.0	1430.4	1777.9
	YoY	15.9%	47.9%	33.2%	24.3%
	毛利率	26.1%	26.6%	27.1%	26.6%
结构性电子器件	营业收入	853.0	995.0	1166.5	1315.4
	YoY	4794.1%	16.6%	17.2%	12.8%
	毛利率	17.6%	20.6%	21.2%	21.7%
光学件	营业收入	163.5	250.0	350.0	500.0
	YoY	-	52.9%	40.0%	42.9%
	毛利率	30.6%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	营业收入	1742.5	2319.0	2946.9	3593.3
	YoY	167.7%	33.1%	27.1%	21.9%
	毛利率	22.4%	24.4%	25.1%	25.3%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所预测

预计 2020-2022 年, 公司实现营业总收入 23.19 亿元、29.47 亿元和 35.93 亿元, 归母净利润分别为 1.41 亿元、2.48 亿元和 3.25 亿元, EPS 分别为 0.69 元、0.93 元、1.22 元, PE 分别为 30.86 倍、22.91 倍、17.49 倍。可比公司在 2021 年 PE 一致预期为 25.95 倍。基于公司核心客户三星、OPPO 等明年的高成长性, 我们给予公司 2021 年 30 倍 PE, 对应目标价 27.9 元, 维持“强烈推荐”评级。

表6: 可比公司估值 (单位: 元)

股票代码	公司简称	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E
300602.SZ	飞荣达	0.81	1.16	26.65	18.62
300115.SZ	长盈精密	0.55	0.80	46.51	32.41
002600.SZ	领益智造	0.34	0.49	38.27	26.82
平均值				37.14	25.95

资料来源: Wind 一致预期, 东兴证券研究所

5. 风险提示

疫情再度爆发导致全球经济恢复不及预期; 5G 基础设施建设进度不及预期; 公司募投产线产能爬坡进度不及预期等。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	471	852	1369	2287	2527	营业收入	651	1743	2319	2947	3593
货币资金	121	161	232	922	857	营业成本	526	1353	1753	2207	2685
应收账款	173	416	696	807	995	营业税金及附加	1	6	5	6	7
其他应收款	3	3	23	19	24	营业费用	19	42	81	88	108
预付款项	4	6	10	12	15	管理费用	59	87	116	147	180
存货	146	245	351	441	537	财务费用	10	21	25	21	8
其他流动资产	26	16	22	28	34	研发费用	27	86	116	147	180
非流动资产合计	635	941	1291	1618	1921	资产减值损失	15	-6	-15	-10	-5
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	366	540	862	1182	1482	投资净收益	0.00	33.79	1.20	0.00	0.00
无形资产	23	39	34	30	26	加:其他收益	7.09	3.11	8.00	8.00	8.00
其他非流动资产	11	133	143	153	163	营业利润	2	175	208	324	424
资产总计	1106	1793	2660	3905	4448	营业外收入	0.35	5.38	3.00	3.00	3.00
流动负债合计	444	849	1591	1039	1220	营业外支出	0.36	2.32	2.00	2.00	2.00
短期借款	176	308	865	100	100	利润总额	2	178	209	325	425
应付账款	225	420	575	748	888	所得税	-4	16	31	49	64
预收款项	1	1	1	1	2	净利润	7	162	178	276	361
一年内到期的非流动负债	0	3	3	3	3	少数股东损益	0	33	36	28	36
非流动负债合计	40	113	163	213	263	归属母公司净利润	7	129	142	248	325
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	484	962	1754	1251	1483	成长能力					
少数股东权益	0	74	36	63	99	营业收入增长	14.59%	167.70	33.08%	27.08%	21.93%
实收资本(或股本)	207	204	204	266	266	营业利润增长	-94.39%	7350.95%	19.00%	55.64%	31.12%
资本公积	200	190	190	1629	1629	归属于母公司净利润增长	-83.75%	1793.08%	9.68%	75.10%	31.02%
未分配利润	233	358	470	685	955	获利能力					
归属母公司股东权益合计	621	757	870	2590	2866	毛利率(%)	19.22%	22.37%	24.40%	25.12%	25.27%
负债和所有者权益	1106	1793	2660	3905	4448	净利率(%)	1.05%	9.29%	7.66%	9.36%	10.06%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)					
经营活动现金流	30	149	-1	364	353	偿债能力					
净利润	7	162	178	276	361	资产负债率(%)	44%	54%	66%	32%	33%
折旧摊销	33.92	72.86	60.12	83.18	106.99	流动比率	1.06	1.00	0.86	2.20	2.07
财务费用	10	21	25	21	8	速动比率	0.75	0.74	0.65	1.78	1.64
应收账款减少	-66	-243	-279	-112	-187	营运能力					
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.68	1.20	1.04	0.90	0.86
投资活动现金流	-302	-220	-483	-410	-410	应收账款周转率	4.65	5.91	4.17	3.92	3.99
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.47	4.19	3.52	3.33	3.28
长期投资减少	-133	11	-10	-10	-10	每股指标(元)					
投资收益	0	34	1	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.63	0.69	0.93	1.22
筹资活动现金流	111	102	554	736	-7	每股净现金流(最新摊薄)	-0.87	0.20	0.35	2.60	-0.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.70	4.26	9.74	10.78
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	82	-2	0	61	0	P/E	640.62	33.84	30.86	22.91	17.49
资本公积增加	-29	-10	0	1439	0	P/B	7.04	5.78	5.03	2.20	1.98
现金净增加额	-180	40	71	690	-65	EV/EBITDA	94.07	16.36	16.64	11.03	8.85

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	智动力（300686）：越南工厂进展顺利，精密器件平台已成	2020-03-22
行业深度报告	模拟芯片产业报告：龙头如何崛起？	2020-05-06
行业普通报告	卫健委发布疫情防控相关防控技术指南的通知，红外测温行业持续受益	2020-04-13
行业普通报告	OPPO 与华为相继发布手表新品，持续看好全年智能手表销量	2020-03-27
行业深度报告	疫情导致全球股市回调，有哪些优质海外科技资产超跌？	2020-03-27
行业深度报告	半导体设备：刻蚀机走在国产替代前列	2020-03-27
行业深度报告	5G 智能机加速渗透，塑胶结构件重获新生	2020-03-06
行业普通报告	红外测温仪供不应求，测温需求预计贯穿全年	2020-02-23
行业事件点评报告	从苹果财报看可穿戴设备：明星产品供不应求，健康监测将成为卖点	2020-02-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

沈繁星

北京航空航天大学硕士，CIIA，4年证券从业经验，2020年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

吴昊

北京航空航天大学材料工程硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事电子行业研究。

吴天元

金融硕士，本科毕业于哈尔滨工业大学，获工学学士，曾就职于中广核集团担任核电工程师，2019年加入东兴证券从事电子行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526