

智动力 (300686.SZ)

内生+外延全面开拓消费电子领域

精密器件平台型一体化解决方案提供者。公司在消费电子领域的全面开拓，通过内生+外延方式积极往上下游拓展，现已在手机智能终端、可穿戴设备、散热组件、车载电子器件以及精密光学器件等产品领域全面发力、多点开花。产品广泛应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备、智能家居等消费电子产品、5G 基站及新能源汽车等领域，应用品牌包括三星、OPPO、vivo、小米、3M、华星光电、天马、维信诺、联想、夏普、Google、Facebook、富士通、富士康、比亚迪、广达、光宝等全球知名品牌。公司在深圳、惠州、东莞、韩国、越南等地区和国家均建有生产研发基地，在全球深入布局，以便为客户提供更完善的服务。

5G 欣然而至，行业迎来发展红利。随着 5G 时代来临，我国消费电子产品行业也将迎来新的产业发展机会和整合机遇，智能手机出货量受 5G 换机潮的驱动会保持几年的持续增长。公司作为消费电子行业领先企业，凭借多年的技术储备和优质的客户资源，也将受益于行业发展带来的巨大红利。

5G 时代复合板材盖板或将成为趋势。PC/PMMA 复合板材是一种光学级板材，自带通透的仿玻璃效果，兼具 PMMA 高硬度耐磨和 PC 较强韧性、成型性优点，工艺可实现性较高，在成本上相对于玻璃有一定的优势。从 5G 的通讯要求来看，复合板材具备 5G 信号传输无屏蔽的要求，同时兼具无线充电的需求，复合板材机身已凭借工艺炫彩效果及高性价比等亮点脱颖而出。而公司凭借多年在技术储备、销售渠道、客户资源、生产管理、人员团队等积累快速打开复合板材盖板市场，占据先发优势，进一步优化了公司的产品结构，增强公司的核心竞争力，提升公司的盈利能力。

盈利预测与投资建议：公司以优质的产品和优良的服务与上下游客户端建立了长期、稳固的合作关系。公司未来将抓住 5G、复合板材、散热组件、可穿戴设备以及车载电子器件等领域的爆发机会，形成以消费电子器件为基本盘，可穿戴设备、精密光学器件、车载电子器件等重点突破的多元化全方位的业务结构。因此我们预计智动力 2020E/2021E/2022E 实现营业收入 23.88/31.64/41.32 亿元，同比增长 37.0%/32.5%/30.6%，预计 2020E/2021E/2022E 实现归母净利润 1.60/2.09/2.72 亿元，同比增长 23.9%/30.4%/30.2%，目前股价对应的 PE 为 27.3/21.0/16.1x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，国际形势的影响。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	651	1,743	2,388	3,164	4,132
增长率 yoy (%)	14.6	167.7	37.0	32.5	30.6
归母净利润 (百万元)	7	129	160	209	272
增长率 yoy (%)	-83.7	1793.1	23.9	30.4	30.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.03	0.63	0.78	1.02	1.33
净资产收益率 (%)	1.1	19.5	19.7	20.6	21.3
P/E (倍)	640.6	33.8	27.3	21.0	16.1
P/B (倍)	7.0	5.8	4.8	4.0	3.2

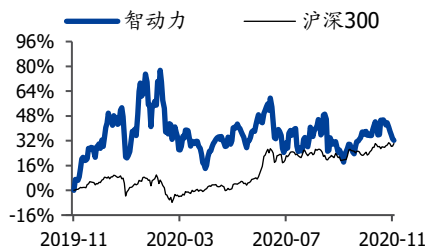
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	电子制造
前次评级	买入
最新收盘价	21.40
总市值(百万元)	4,374.69
总股本(百万股)	204.42
其中自由流通股(%)	66.16
30 日日均成交量(百万股)	3.80

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 钟琳

执业证书编号: S0680520070004

邮箱: zhonglin@gszq.com

相关研究

1、《智动力 (300686.SZ): 一季度指引大超预期，新业务进展顺利》2020-03-09



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	471	852	1037	1554	1823
现金	121	161	318	421	550
应收票据及应收账款	180	436	408	710	750
其他应收款	3	3	5	6	8
预付账款	4	6	8	11	14
存货	137	227	280	388	483
其他流动资产	26	18	18	18	18
非流动资产	635	941	1140	1394	1725
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	366	540	704	921	1214
无形资产	23	39	43	45	49
其他非流动资产	246	362	394	427	463
资产总计	1106	1793	2177	2948	3548
流动负债	444	849	1046	1564	1835
短期借款	176	308	457	694	829
应付票据及应付账款	225	431	484	721	850
其他流动负债	43	110	105	148	156
非流动负债	40	113	113	113	113
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	40	113	113	113	113
负债合计	484	962	1158	1677	1948
少数股东权益	0	74	114	167	235
股本	207	204	204	204	204
资本公积	200	190	190	190	190
留存收益	262	389	555	759	1031
归属母公司股东权益	621	757	904	1104	1365
负债和股东权益	1106	1793	2177	2948	3548

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	30	149	293	239	485
净利润	7	162	201	261	340
折旧摊销	34	73	70	94	125
财务费用	10	21	34	50	57
投资损失	0	-34	-34	-34	-34
营运资金变动	-37	-85	22	-133	-4
其他经营现金流	16	12	0	0	0
投资活动现金流	-322	-209	-236	-314	-423
资本支出	188	183	199	254	332
长期投资	-133	0	0	0	0
其他投资现金流	-267	-27	-37	-60	-91
筹资活动现金流	111	102	-50	-59	-68
短期借款	67	132	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	82	-2	0	0	0
资本公积增加	-29	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-10	-19	-50	-59	-68
现金净增加额	-180	40	7	-134	-6

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	651	1743	2388	3164	4132
营业成本	526	1353	1886	2485	3239
营业税金及附加	1	6	5	8	10
营业费用	19	42	64	80	108
管理费用	59	87	115	155	201
研发费用	27	86	84	111	145
财务费用	10	21	34	50	57
资产减值损失	15	-6	15	24	35
其他收益	7	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	34	34	34	34
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2	175	219	285	372
营业外收入	0	5	3	4	3
营业外支出	0	2	1	2	2
利润总额	2	178	220	287	374
所得税	-4	16	20	26	33
净利润	7	162	201	261	340
少数股东损益	0	33	40	53	69
归属母公司净利润	7	129	160	209	272
EBITDA	43	264	307	405	530
EPS (元)	0.03	0.63	0.78	1.02	1.33

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.6	167.7	37.0	32.5	30.6
营业利润(%)	-94.4	7350.9	25.2	30.2	30.5
归属于母公司净利润(%)	-83.7	1793.1	23.9	30.4	30.2
获利能力					
毛利率(%)	19.2	22.4	21.0	21.5	21.6
净利率(%)	1.0	7.4	6.7	6.6	6.6
ROE(%)	1.1	19.5	19.7	20.6	21.3
ROIC(%)	3.3	14.8	14.6	14.8	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	43.8	53.7	53.2	56.9	54.9
净负债比率(%)	15.2	31.1	24.4	30.1	24.3
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.2	1.2	1.2	1.3
应收账款周转率	4.5	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	3.4	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.63	0.78	1.02	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.73	1.43	1.17	2.37
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.70	4.42	5.40	6.68
估值比率					
P/E	640.6	33.8	27.3	21.0	16.1
P/B	7.0	5.8	4.8	4.0	3.2
EV/EBITDA	103.3	17.8	15.5	12.2	9.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、深耕手机功能性与结构性器件，深度布局消费电子	5
1.1 精密器件平台型一体化解决方案提供者	5
1.2 积极收购，扩大业务布局	5
1.3 三季度营收高速增长，增加研发力度开拓新业务	9
二、5G 推进步伐加快，公司多点开花深入布局	12
2.1 受益于消费电子产品行业发展带来的巨大红利	12
2.2 5G 时代复合板材机身将成为趋势	13
2.3 进军汽车电子显示模组	18
2.4 与知名厂商深度合作，客户资源优质	18
2.5 切入客户前端设计，研发实力强大	19
2.6 积极扩产，增厚利润空间	20
三、盈利预测与投资建议	22
风险提示	22

图表目录

图表 1: 产能布局情况	5
图表 2: 阿特斯发展历程	6
图表 3: 阿特斯集团分布情况	6
图表 4: 阿特斯集团主要产品	6
图表 5: 公司部分产品展示	6
图表 6: 光电产品事业部产品	7
图表 7: 阿特斯新产品与市场方向	7
图表 8: 阿特斯营业收入预测 (收益法)	7
图表 9: 阿特斯毛利率及期间费用率预测 (收益法)	7
图表 10: 阿特斯集团手机终端客户	8
图表 11: 集团主要车载用户	8
图表 12: 公司季度营业收入情况	9
图表 13: 公司季度归母净利润情况	9
图表 14: 公司研发人员及研发投入情况	10
图表 15: 公司单季毛利率变化	10
图表 16: 2019 年公司收入结构	10
图表 17: 公司季度三费情况	10
图表 18: 5G 智能手机出货量	12
图表 19: 中国 5G 手机月出货量 (万部)	13
图表 20: 复合板材后盖	14
图表 21: 全球可穿戴市场按产品出货量预测	15
图表 22: 2018-2023 年智能手表出货量 (百万台) 及 CAGR	15
图表 23: 全球智能手机散热组件市场规模预测	16
图表 24: 不同通信制式下基站耗电量对比	17
图表 25: 5G 基站数量预测 (万站)	17
图表 26: 公司已取得散热组件相关的实用新型专利 2 项	17
图表 27: 越南散热组件项目营收测算	17

图表 28: 全球及中国汽车电子市场规模及增速预测情况 (亿美元)	18
图表 29: 中国占全球汽车电子比重情况.....	18
图表 30: 公司主要供应商.....	19
图表 31: 公司主要客户	19
图表 32: 公司技术 CDL 奖.....	19
图表 33: 公司获得的技术证书.....	19
图表 34: 公司近年研发费用及占比	20
图表 35: 公司定增募集资金用途.....	20
图表 36: 募投项目具体支出情况 (万元)	21
图表 37: 公司产品产能利用率, 单位: 万元.....	22

一、深耕手机功能性与结构性器件，深度布局消费电子

1.1 精密器件平台型一体化解决方案提供者

公司在消费电子领域的全面开拓，通过内生+外延方式积极往上下游拓展，现已在手机智能终端、车载电子器件、散热组件以及精密光学器件等产品领域全面发力、多点开花。产品广泛应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备、智能家居等消费电子产品、5G基站及新能源汽车等领域，应用品牌包括三星、OPPO、vivo、小米、3M、华星光电、天马、维信诺、联想、夏普、Google、Facebook、富士通、富士康、比亚迪、广达、光宝等全球知名品牌。公司在深圳、惠州、东莞、韩国、越南等地区和国家均建有生产研发基地，在全球深入布局，以便为客户提供更完善的服务。

图表 1: 产能布局情况

Factory	Land Area /m ²	Building Area /m ²	Clean Room Area /m ²	Class of Cleanliness	Die Cut	Back Cover	RD Center
SZ CDL	12,000	10,000	2,000	1000&10,000	●		●
DG CDL	15,000	40,000	A: 10,000 B: 15,000	A: 1000&10000 B: 100&1000&10000	●	●	●
VN CDL	45,000	10,000	6,000	100&1000&10000	●		●
SK CDL		462	300	1000	●		●
HZ CDL	28,500	45,000	Built but not equipped, waiting for specific projects				

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

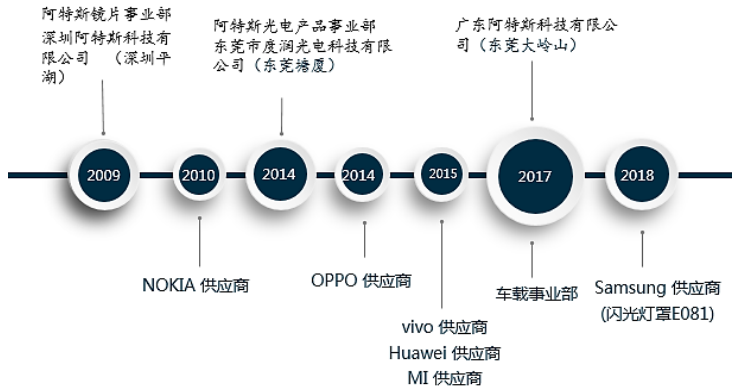
1.2 积极收购，扩大业务布局

公司通过整合上下游企业，收购广东阿特斯科技有限公司，积极开发手机后盖板复合板材等新产品新技术，强化自身竞争力。利用内生+外延增长方式扩大消费电子领域的布局，进一步提升市场地位。

深圳市智动力精密技术股份有限公司于 2018 年 12 月使用自有资金 1.26 亿元人民币收购广东阿特斯科技有限公司 36% 的股权。收购完成后公司共持有阿特斯 51% 的股权，阿特斯原实际控制人周桂克持有 49% 的股权，阿特斯成为公司的控股子公司。

目前公司已持有阿特斯 51.00% 的股权，为进一步夯实公司在 5G 消费电子结构件领域的核心竞争力，2020 年 3 月，公司定增拟用 3.43 亿元，收购阿特斯剩余 49% 股份，收购完成后，阿特斯将成为公司的全资子公司，从而进一步加强与阿特斯的协同效应，巩固市场地位；阿特斯各项财务数据 100% 纳入公司合并报表，增厚公司业绩。有利于公司加强对核心资源的控制，提升企业核心价值。

图表 2: 阿特斯发展历程



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 3: 阿特斯集团分布情况



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

阿特斯主营产品为 **PMMA/PC 复合板材手机背板**, 阿特斯目前手机背板的主要客户为 **OPPO、vivo、小米** 等品牌厂商, 以 **OPPO** 为例: 目前主要应用于 **OPPO Reno 系列、A 系列** 手机, 作为上述手机品牌厂商各热门机型的背板供应商, 阿特斯未来发展前景可观。

阿特斯营收净利润快速增长。受益 5G 换机潮, 阿特斯 2019 年订单数量大幅增加, 实现营收 10.32 亿元, 同比大幅增长 106.03%, 实现净利润 6,654.39 万元, 同比大幅增长 129.49%。扣非净利润达到 6,728.24 万元, 业绩的大幅增长体现了阿特斯对市场方向的准确把握, 以及客户对公司产品的认可。

图表 4: 阿特斯集团主要产品



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 5: 公司部分产品展示



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表6: 光电产品事业部产品



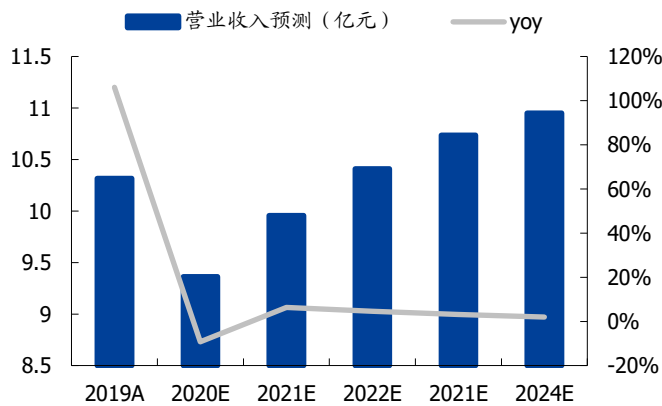
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表7: 阿特斯新产品与市场方向



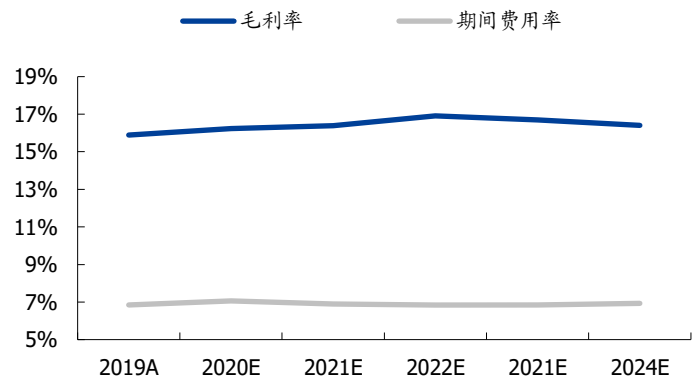
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表8: 阿特斯营业收入预测 (收益法)



资料来源: 定增问询函回复、国盛证券研究所

图表9: 阿特斯毛利率及期间费用率预测 (收益法)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所测算

毛利率方面,阿特斯 2019 年毛利率略低,主要是因为阿特斯产能不足,部分产品委托加工。2020 年起,公司新建厂房扩充产能,自产产品比例上升,同时随着复合板材盖板新的产能扩充及市场不断成熟,公司毛利率、期间费用率均趋于稳定。

客户结构持续优化。对比阿特斯 2019 年与 2018 年订单,2019 年 OPPO 下属公司订单占比达 55.94%,公司与 OPPO 的关系进一步深化,订单量大幅增长,直供比例提升,阿特斯还与 OPPO 合作建立研发实验室,共同研发研发新产品。此外,自 2018 年以来公司不断开发新的客户资源,引进了如华星、天马、Google、3M、Facebook、维信诺、联想、夏普、富士通等优质客户,客户结构进一步优化。

此次收购有利于进一步提升公司在 5G 消费电子结构件领域的核心竞争力,加强与阿特斯的协同效应,提升公司核心价值,巩固市场地位。主要依据如下:

1、阿特斯所处行业处于高速扩张阶段

阿特斯所处的消费电子产品复合板材结构件行业市场前景广阔。

(1) 国家出台系列政策支持电子行业的发展

2016 国务院《关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》,推动智能传感器、电力电子、印刷电子、半导体照明、惯性导航等领域关键技术研发和产业化,提升新型片式元件、光通信器件、专用电子材料供给保障能力。

(2) 消费电子持续稳定发展，孕育结构性器件长期生命力

根据德勤发布的《AI 趋势报告》中预计，到 2023 年底，全球发达国家成年人智能手机普及率将达到 90%，而 2018 年这一数字为 85%。2023 年，全球智能手机销量将达 18.5 亿部，较 2018 年增长 19%。智能手机平均价格将达到 350 美元，较 2017 年底增长 8%。另外智能手机更新换代的需求更加旺盛，单就国内市场而言，2017 年国内市场 3000-4000 元的品牌智能手机出货量同比增长 74.9%。根据消费电子产品特定功能的需求，未来消费电子结构性器件行业依托技术、工艺的创新，将高性能材料、新型材料加工成为实现特定功能需求的结构性器件产品，实现其特定的功能以满足市场需求。

(3) 复合板材替代金属用于手机后盖板呈加速趋势

5G 时代逐步到来，为满足更轻薄、更便携的发展方向及 5G 通信对信号传输更高的要求，复合材料（如 PC+PMMA）已经和陶瓷、玻璃等成为替代传统金属后盖的手机背板新方案。PC/PMMA 复合板是将 PC 和 PMMA 通过共挤的方法制得的，由于 PMMA 具有较好的硬度和耐磨性，一般用于外部，而 PC 具有良好的韧性，所以作为内层。而 PC/PMMA 复合板兼具 PC 和 PMMA 的优点，既能满足刚性及装饰的要求，同时又可以满足无线充电的需求，并且较 3D 玻璃和陶瓷成本低。

2、阿特斯具有若干核心竞争力

(1) 客户资源优势

阿特斯以提供消费电子复合板材结构件及光学器件全面解决方案的业务模式为依托，通过参与客户新产品的研发和批量稳定供货，与国内外包含 **OPPO、vivo、三星、努比亚、传音、比亚迪、闻泰、龙旗、华勤** 在内的各大智能消费电子品牌商和制造商建立了稳固的客户关系，拥有一批稳定的核心客户群。

图表 10: 阿特斯集团手机终端客户

集团主要手机终端客户：



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表 11: 集团主要车载用户



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

针对 OPPO、vivo 等知名品牌手机厂商对 2.5D 及 3D 复合板材结构件及光学器件的需求，阿特斯通过成功导入的 2.5D 及 3D 类产品及新研发的光学器件产品逐步建立了较强的市场品牌及质量优势，并持续保证了充足的在手订单。

(2) 研发技术优势

经过不断的研发和生产实践，阿特斯掌握了消费电子产品复合板材结构件各生产环节的核心技术，如 CNC、高压成型、真空镀膜等工艺技术，使得阿特斯产品的制造精度、产品良率和产品各主要参数不断提升。

在研发方面，阿特斯具备丰富的行业经验、配备了先进的研发设备、拥有相当实力的研发团队和研发实力，根据客户的需求，深度参与客户各类手机复合板材结构件的开发及评估。目前阿特斯拥有 3 项发明专利、44 项实用新型专利和 2 项外观设计专利。

3、阿特斯市场占有率

消费电子产品复合板材结构件行业中，阿特斯目前同行企业主要包括通达、仲辰、兆奕、威博、维达力等，该行业目前为新兴热门行业，尚缺乏权威的第三方市场份额报告。根据 Counterpoint 的统计数据，2019 年全球智能手机出货 14.86 亿部，阿特斯全年复合板材盖板的销量为 3,475.69 万片，假设智能手机出货量等于盖板出货量，2019 年阿特斯复合板材手机盖板销量约占全球手机盖板出货量的 2.34%。

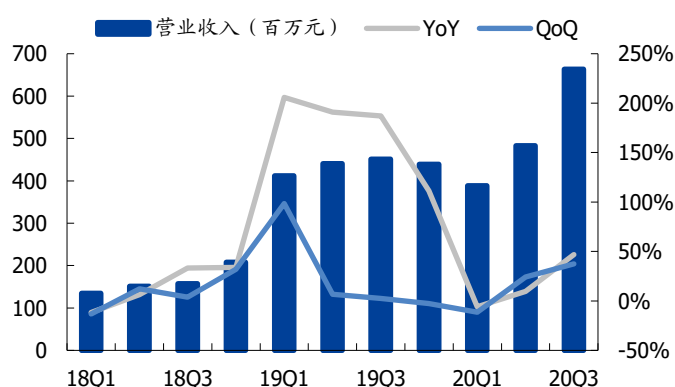
智能手机目前正在经历 4G 向 5G 转换的重要时期，市场存在庞大的更新迭代需求，阿特斯凭借其出色的研发能力、充足的产能以及高效的交付能力，目前已经成为 OPPO、vivo 等全球级智能手机终端厂商的重要供应商，与华为、小米等知名厂商亦形成了合作关系，近年来发展势头良好，体现出了较强的竞争力。

1.3 三季度营收高速增长，增加研发力度开拓新业务

三季度营收恢复增长。2020 年一季度，受疫情影响，公司营收下降。二季度开始，公司营收恢复增长，2020Q3 实现单季度营收 6.63 亿元，同比增长 47.03%，环比提升 37.43%。公司与主要客户继续保持密切的合作关系，并积极开发国内外客户。同时，积极布局手机复合板材市场并快速取得突破，为公司培育新的业务增长点。

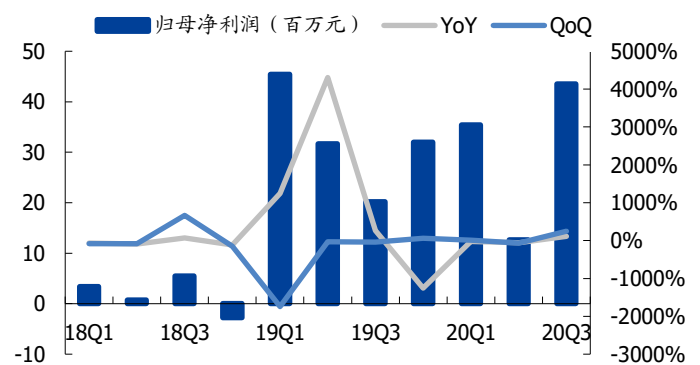
5G 推动行业内生需求复苏，消费电子行业将迎来良好的发展时机。公司凭借长期在消费电子领域的勤耕细作，能继续稳固该领域的市场份额，除消费电子功能件外，公司提前在手机复合板材后盖板项目上的布局，也为公司创造了广阔的发展空间。5G 时代来临，市场上即将迎来新的换机潮，公司也将迎来更好的发展势头。

图表 12: 公司季度营业收入情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 公司季度归母净利润情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司重视研发投入，近几年研发人员数量占比持续提升。持续、稳定的研发投入，不仅稳固了公司行业领先的优势和地位，也能不断提高公司面对多变宏观环境的抗风险能力，为公司未来持续快速发展奠定了坚实基础。

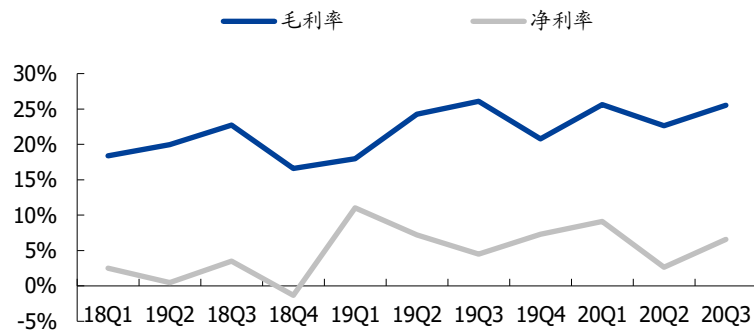
图表 14: 公司研发人员及研发投入情况

	2019	2018	2017	2016
研发人员数量(人)	410	135	83	78
研发人员数量占比	10.72%	6.16%	5.86%	5.75%
研发投入金额(百万元)	86.33	26.79	21.61	31.61
研发投入占营业收入比例	4.95%	4.12%	3.80%	4.78%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利能力有提升趋势。公司 2020 年三季度毛利率为 25.5%，环比提升 2.9%。2020Q3 净利率 6.6%，净利率的提升一方面来源于毛利率提升，另一方面公司加强成本管控，三费费用率略降。

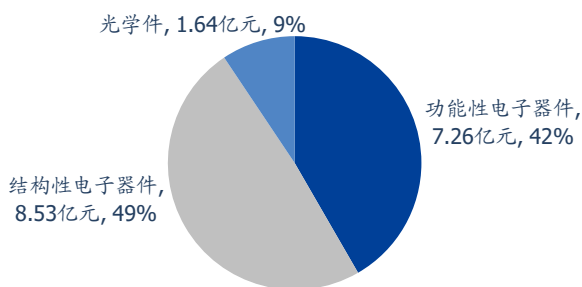
图表 15: 公司单季毛利率变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

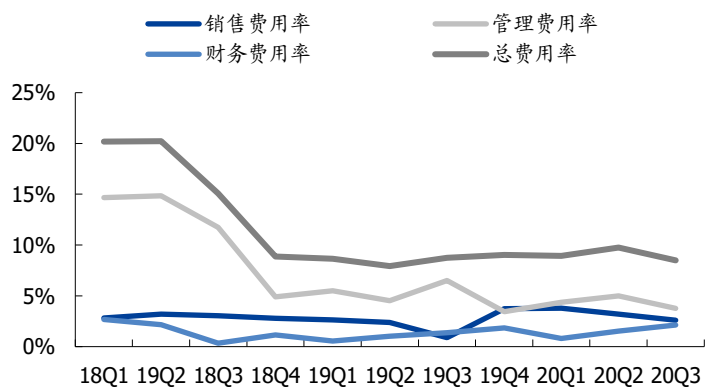
积极拓展新的业务增长点, 丰富利润来源。2018 年收购广东阿特斯科技有限公司后, 公司介入结构型电子器件, 该项业务 2018 年在总营收中占比 2.7%。除手机功能性器件以外, 公司旗下子公司正逐渐扩大汽车电子领域中车载显示模组镜片的市场份额, 主要产品为车载中控视窗镜片、车载感应器镜片等器件, 未来将积极开拓车载电子领域的其他电子器件。目前公司基本形成了以消费电子功能性器件、结构性器件和光学件为主的产品结构。2019 年三者占营收比分别为 42%、49%、9%。

图表 16: 2019 年公司收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 公司季度三费情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

智能制造，精益生产。为进一步提升公司管理运营效率，公司开展了多项改革举措。如进行组织架构改革，强化了公司整体管控职能，实现了多子公司、多业务中心在人员管理、业务订单、批量采购等方面的资源整合和协同。同时，公司升级改造 ERP 系统，强化了数字化管理。公司除研发费用外的三费费用率近两年来保持稳定，2020 年三季度综合费用率为 8.5%。

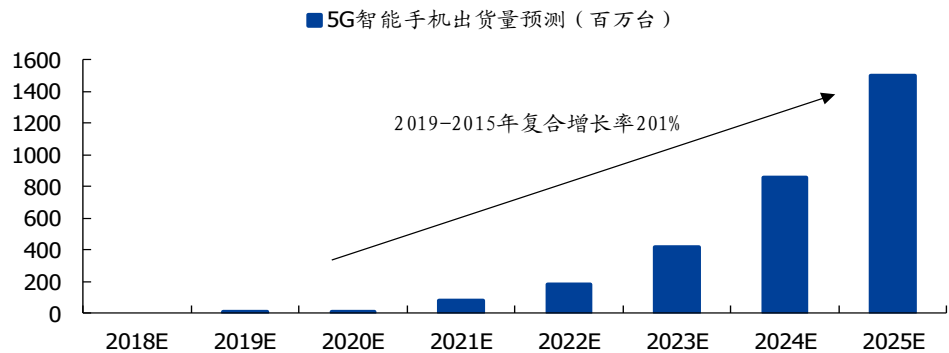
二、5G 推进步伐加快，公司多点开花深入布局

下游消费电子行业的发展很大程度上决定了消费电子功能性器件产品的市场容量、利润水平和技术发展方向。在移动互联新时代，消费电子产品更加强调智能化、便携性、互联互通等特性，更新换代速度加快，智能手机和平板电脑作为消费电子快速发展的排头兵，以及可穿戴设备等子行业的崛起，将成为消费电子功能性器件行业发展的驱动力，有利于本行业规模的扩大，盈利能力的提升。

2.1 受益于消费电子产品行业发展带来的巨大红利

5G 网络作为第五代移动通信网络，其峰值理论传输速度可达每秒数十 Gb，这比 4G 网络的传输速度快了数百倍，这意味着一部完整的超高画质电影可在 1 秒之内下载完成。Strategy Analytics 预测 5G 智能手机出货量将从 2019 年的 200 万增加到 2025 年的 15 亿，年复合增长率为 201%。中国 4G 智能手机出货量市场份额 2014 年初为 10%，仅仅用了两年左右市场份额就达到了 90%，我们认为 5G 采用率也将和 4G 类似，在中国会迅速提升。

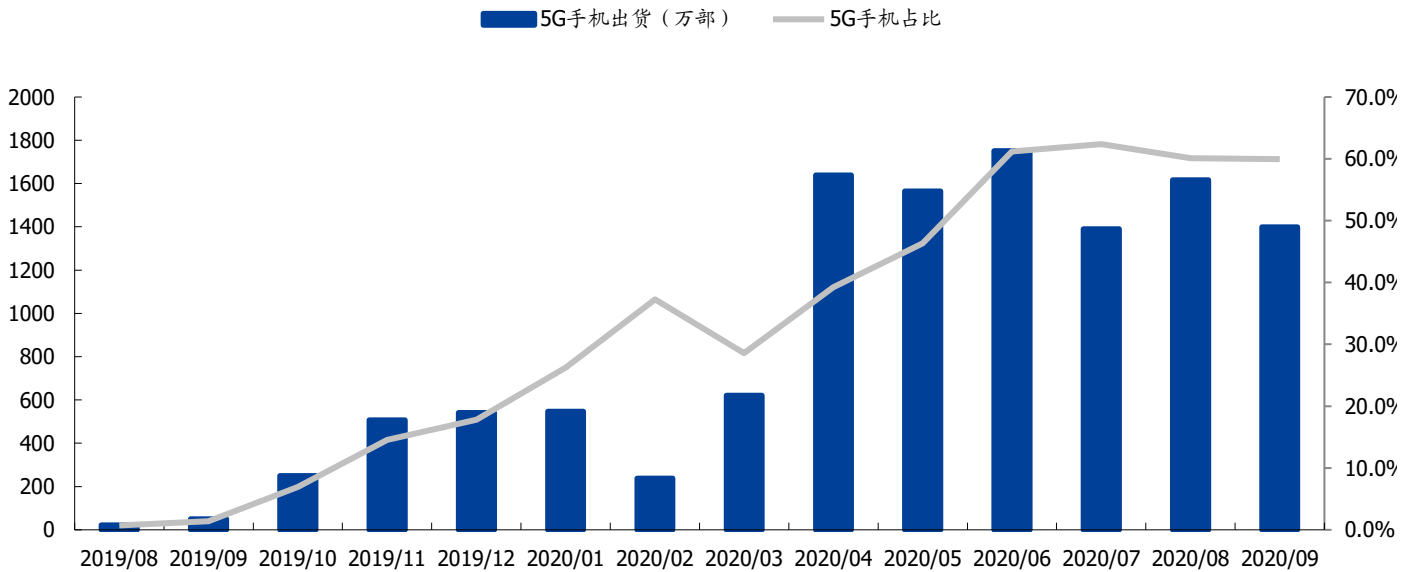
图表 18: 5G 智能手机出货量



资料来源: Strategy Analytics, 国盛证券研究所

中国信通院发布的数据显示，2020年9月国内手机市场总体出货量 2333.4 万部，同比下降 35.6%；1-9 月，国内手机市场总体出货量累计 2.26 亿部，同比下降 21.5%。2020年9月，国内市场 5G 手机出货量 1399.0 万部，占同期手机出货量的 60.0%；近 3 个月来，市场上发布的手机新品几乎都是 5G 手机，并且覆盖了各个价格段。我国 5G 网络建设全球领先，预计 2020 年全国主要城市都将完成 5G 网络覆盖。目前产业链整体已回归正常，各大手机厂商产能恢复。随着疫情逐步缓和，国内消费者的消费热情也将逐步提升，随着 5G 新机型集中发布，可能会迎来一波消费热潮。

图表 19: 中国 5G 手机月出货量 (万部)



资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所

2.2 5G 时代复合板材机身将成为趋势

随着 5G 时代来临, 我国消费电子产品行业也将迎来新的产业发展机会和整合机遇, 公司作为消费电子行业领先企业, 凭借多年的技术储备和优质的客户资源, 也将受益于行业发展带来的巨大红利。

目前手机轻薄化以及全面屏的形态趋势对手机的材料提出了更高要求, 由于 5G 具有 6 赫兹以上的高频频段, 信号传输容易受到干扰, 此外一些新的功能例如无线充电功能需要 3D 玻璃/陶瓷等非金属材料才能更好地实现传输。

PC/PMMA 复合板材是一种光学级板材, 自带通透的仿玻璃效果, 包括 PMMA 层和 PC 层。其表面硬度可达亚克力加硬后的表面硬度, 比较适合作为手机外壳的材质, 在成本上来说相对于玻璃有一定的优势。

图表 20: 复合板材后盖



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

从 5G 的通讯要求来看, 机身的非金属趋势在 5G 时代是确定性较强的产业趋势。目前手机行业中, 高端机使用玻璃机身或陶瓷机身、中低端机使用塑料机身是现下的普遍选择, 而原来的金属机身将随着 5G 的出现以及无线充电的广泛运用而逐渐被淘汰, 在中低端手机, 复合板材机身凭借无屏蔽、高性价比和精美度等亮点脱颖而出, 公司凭借在复合板材领域的前瞻性布局迅速的打开了市场, 成为公司业绩新的增长点。

2.3 可穿戴精密组件业务扩产匹配客户需求

随着 5G 的快速发展, 以及以蓝牙 5.0 等为代表的无线技术快速发展, 可穿戴设备正处于发展快速通道。可穿戴设备的形态更加丰富, TWS、智能手表、智能眼镜等潜力巨大, 在娱乐、运动、医疗等领域应用越来越广泛。

TWS 耳机是可穿戴设备出货量占比最大、未来 5 年保持高速增长类别。苹果 2016 年推出的 iPhone7 取消了 3.5mm 耳机接口, 2017 年底推出 AirPods, 取得极大成功, 随后华为、三星、小米也都推出了 TWS 耳机, 2018 年至今, TWS 耳机出货量保持高速增长。2019 年底, 降噪功能带来又一波换机风潮。

未来随着应用场景不断增加可穿戴生态更加丰富, TWS 作为可穿戴设备的声音入口, 必将保持高速增长。IDC 预计 2020 年全球智能耳机出货量 2.34 亿部, 约占全球可穿戴设备出货总量的 59.2%, 预计 2024 年出货量将达到接近 4 亿, 5 年 CAGR 14.1%。

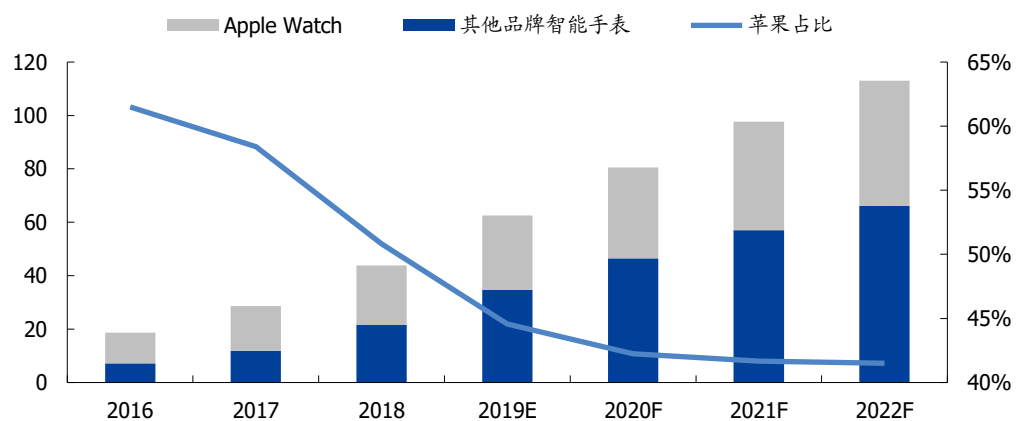
图表 21: 全球可穿戴市场按产品出货量预测

产品类别	2020 出货量 (百万台)	2020 市占率	2024 出货量	2024 市占率	2020-2024 CAGR
智能耳机	234.3	59.2%	396.6	62.8%	14.1%
智能手表	91.4	23.1%	156	24.7%	14.3%
手环	67.7	17.1%	74.4	11.8%	2.4%
其他	2.6	0.6%	4.8	0.8%	16.7%
总计	396	100.0%	631.7	100.0%	12.4%

资料来源: IDC(2020.9), 国盛证券研究所

随着应用生态丰富, 智能手表出货快速增长。自 2014 年三星首次推出智能手表以来, 智能手表的出货量迅速增加。根据 Trendforce, 2019 年全球智能手表出货量为 6263 万块, 同比增长 43%。随着 Apple Watch 以及其他品牌的各种智能手表出货量快速提升, 智能手表在整个可穿戴设备市场的份额有望从 2020 年的 23.1% 增长到 2024 年的 24.7%。智能手表出货量的提升得益于应用生态的不断完善, 例如苹果将血压、血糖、血氧及睡眠监测功能、心电图功能集成到 Apple Watch 中。

图表 22: 2018-2023 年智能手表出货量 (百万台) 及 CAGR



资料来源: TrendForce, 国盛证券研究所

国产品牌快速扩张, 市场份额有望提升。随着小米、OPPO、VIVO 等厂商进入可穿戴领域, 并凭借技术和性价比优势快速扩大市场, 国产品牌以及其他非苹果品牌的可穿戴产品市场份额有望提升。以智能手表为例, 根据 TrendForce, 2018 年苹果市场份额超过 50%, 2019 年开始虽然出货量仍保持快速增长, 但市场份额逐渐下降。这一方面说明市场空间广阔, 另一方面, 非苹果品牌市占率将提升。

定增扩产满足客户可穿戴产品需求。智动力可穿戴精密组件产品主要包括智能手表心率盖板、表壳、表带、散热 VC、智能手环底壳、表带等, 下游应用于小米、OPPO、vivo、乐心等优质终端品牌。公司定增募集资金用于扩产, 其中越南消费电子结构件项目, 即扩产智能手表心率镜片盖板等产品, 主要为加强对南亚、东南亚等新兴市场覆盖力度, 预计达产后未来 3-10 年智能手表心率镜片盖板将带来年营收 9600 万元。惠州消费电子结构件改造项目, 也将增加智能手表心率镜片盖板产能, 产品主要面对目前国内核心客户群。

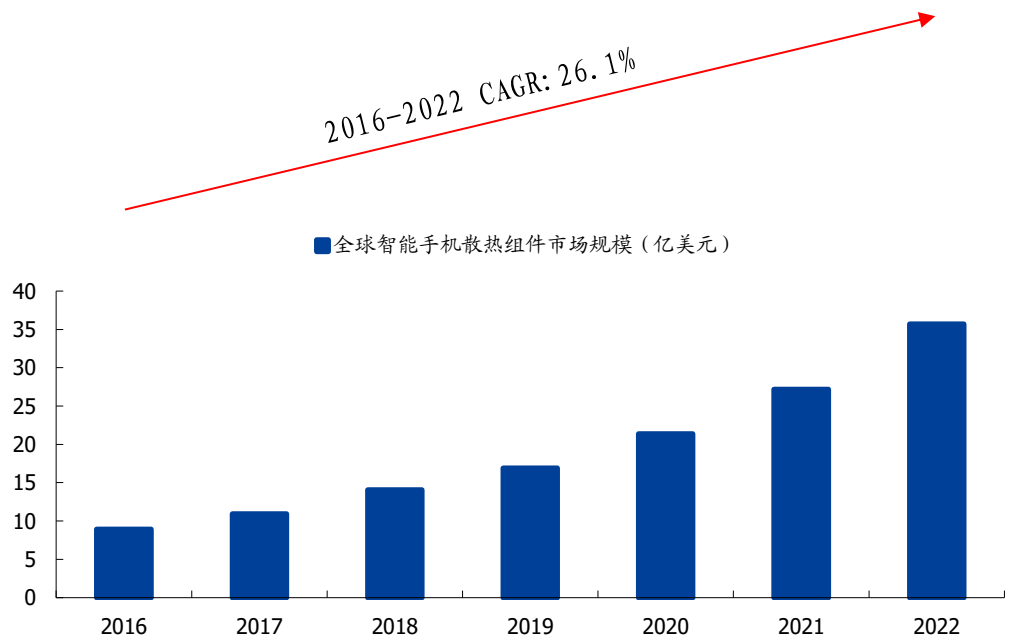
随着公司客户在终端市场出货量的快速增长以及份额的逐步提升, 可穿戴精密结构件将成为公司未来一个重要的营收来源。

2.4 散热组件业务带来营收增量

随着手机、电脑等消费电子产品以及基础设施如 5G 基站等的性能提升，对散热组件的要求也越来越高。传统散热材料面临挑战，对新型材料具有广阔的市场需求，进而推动复合板材盖板、散热组件等材料的发展。

5G 手机内部集成度更高，散热要求高。5G 手机数据传输量增加，且功能更复杂，对芯片、模组等集成度要求更高，使得设备功耗和发热密度不断提升，从而增加了对散热组件的需求。根据 Yole，2020 年全球智能手机散热组件市场规模超过 20 亿美元。

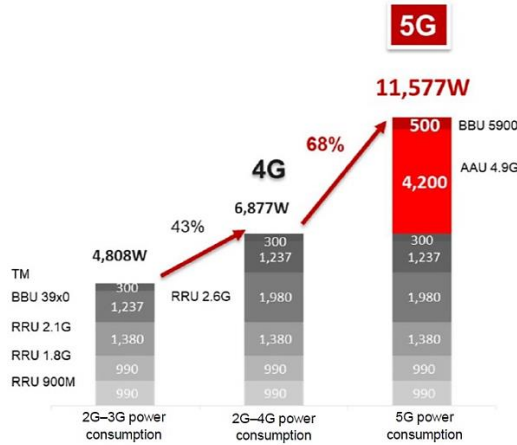
图表 23: 全球智能手机散热组件市场规模预测



资料来源: Yole, 国盛证券研究所

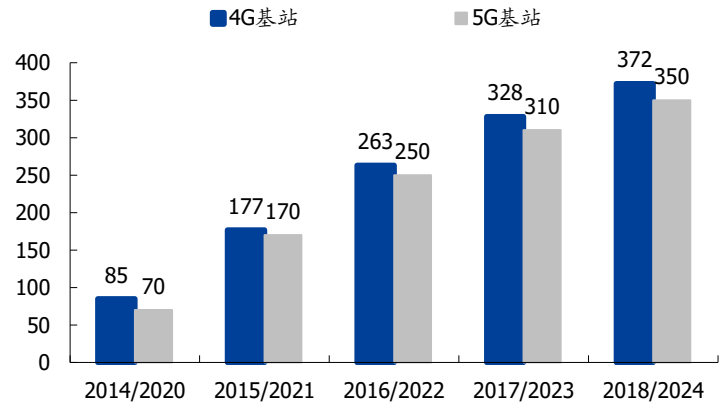
基站输出功率提高对散热组件提出更多需求。由于 5G 通信采用 Massive MIMO 等技术，5G 基站的 AAU 单扇区输出功率提高，同时由于数据量大幅增加，CU (集中单元) 和 DU (分布单元) 的功率也大幅增加。根据华为，5G 基站电源功率较 4G 提升了 68%，因此基站对散热也有更多需求。此外，由于 5G 频率高，基站覆盖面积变小，因此基站数量也更多，2020 年三大运营商 5G 宏基站建设目标 50 万站，根据 4G 基站的建设进度，保守估计 2021/2022/2023/2024 年分别新增 5G 基站 100/80/60/40 万站。我们认为 5G 宏基站数量至少与 4G 基站接近，在 2024 年底达到约 350 万站。此外还将有配套的小基站也将产生散热组件需求。

图表 24: 不同通信制式下基站耗电量对比



资料来源: 华为, 国盛证券研究所

图表 25: 5G 基站数量预测 (万站)



资料来源: 工信部, 国盛电子测算, 国盛证券研究所

积极研发散热新材料, 扩产满足市场需求。作为智动力的优势产品, 其多层复合散热组件已广泛应用于三星、华星、天马等 **OLED** 产品, 智动力不断提高研发实力, 积极布局新型散热产品的研发, 目前已具有领先的技术储备, 公司研发的新型散热产品已通过主要客户产品测试, 并开始小批量供应。定增募集资金投资中的越南散热组件项目, 产品包括均热板、VC、新型散热产品等散热组件, 主要用于 5G 智能手机、平板电脑、笔记本电脑及 5G 基站等, 满足越南三星、印度 OPPO 等核心客户对散热组件的需求。项目达产后将带来 5.62 亿元收入, 净利润 4376.7 万元。

图表 26: 公司已取得散热组件相关的实用新型专利 2 项

序号	专利名称	专利类型	权利有效期限
1	一种复合型石墨散热片	实用新型	2017/07/06-2027/07/05
2	一种手机用散热铜箔石墨片复合组件	实用新型	2018/12/20-2028/12/19

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 越南散热组件项目营收测算

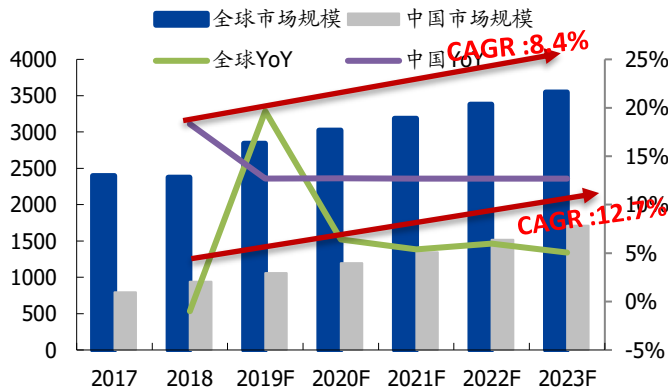
项目	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5 至 T+10
超薄热管收入 (万元)		2,448	4,896	7,344	8,160
数量 (万件)		720	1,440	2,160	2,400
单价 (元)		3.4	3.4	3.4	3.4
超薄 VC 收入 (万元)		11,880	23,760	35,640	39,600
数量 (万件)		1,080	2,160	3,240	3,600
单价 (元)		11	11	11	11
VC 收入 (万元)		2,520	5,040	7,560	8,400
数量 (万件)		72	144	216	240
单价 (元)		35	35	35	35
合计		16,848	33,696	50,544	56,160

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.5 进军汽车电子显示模组

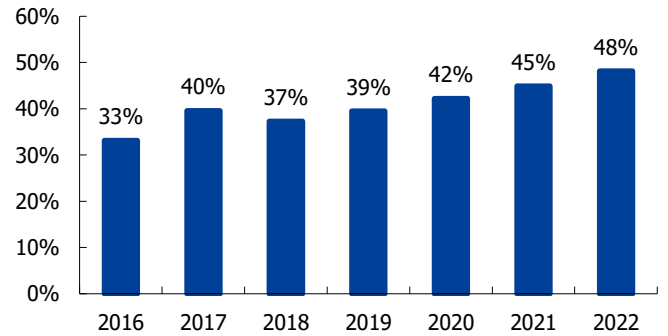
2020年全球汽车电子市场规模为2400亿美元，中国汽车电子市场规模达795亿美元，2018-2023年复合增长率分别为8.4%和12.7%。中国汽车电子市场占全球比重已达33%，预计2021年突破40%，2023年接近50%，伴随着汽车车体电子化、智能化、互联化的必然发展趋势，我国作为新能源汽车、智能驾驶等新兴市场的主力，我国汽车电子市场开拓空间潜力巨大，在全球市场地位将日趋重要。

图表 28: 全球及中国汽车电子市场规模及增速预测情况 (亿美元)



资料来源: 中国产业信息网, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 29: 中国占全球汽车电子比重情况



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

公司旗下子公司逐渐扩大汽车电子领域中车载显示模组镜片的市场份额，主要产品为车载中控视窗镜片、车载感应器镜片等器件，未来将积极开拓车载电子领域的其他电子器件。随着汽车电子市场规模的迅速增加，智动力在汽车领域也将迎来广阔的成长空间。

2.6 与知名厂商深度合作，客户资源优质

经过多年发展，公司已经与三星、OPPO、vivo、小米、3M、华星光电、天马、维信诺、联想、夏普、Google、Facebook、富士通、富士康、比亚迪、广达、光宝等全球知名品牌建立了良好的合作关系，市场的知名度不断提高。公司将进一步加强销售团队的建设，吸收和引进优秀的销售人才，加快建立与国内外其他知名消费电子及组件生产商的合作关系，为公司业务规模的扩大奠定坚实的基础。同时，利用本次向特定对象发行股票的机会，进一步提高公司在行业内的知名度和影响力，积极推进市场与业务的拓展。

图表 30: 公司主要供应商



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 31: 公司主要客户



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

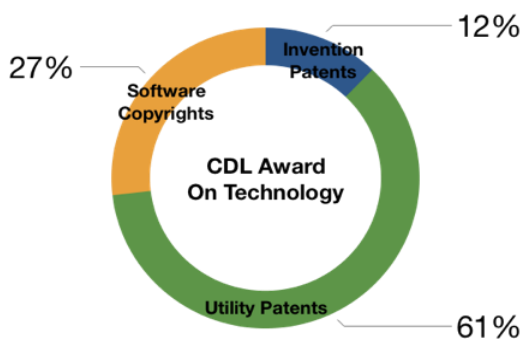
2.7 切入客户前端设计，研发实力强大

1、核心技术

公司一直注重研发投入，研发实力不断提升。自 2004 年成立以来，一直专注消费电子领域，公司历来重视技术研发并已形成深厚的技术积累。公司通过持续不断的技术创新，陆续推出高附加值的新产品，同时通过工艺改进，提升产品效能等，增强公司产品的综合竞争能力，巩固消费电子领域的行业地位。公司不断加强研发投入，持续推动产品技术创新，2018 年共取得了若干项实用新型专利。截止 2020 年中，公司拥有的知识产权总数达 93 项，其中实用新型专利 71 件、发明专利 9 件、外观专利 2 项、软件著作权 11 件。公司不断通过产品技术创新、生产工艺改进等措施，实现了公司产品朝着精细化、精密化方向发展。

目前，公司拥有的核心技术涵盖了粘贴、固定、缓冲、屏蔽、防尘、绝缘、散热、防护、标识、宣传、引导类等消费电子功能性器件的设计、生产实施（设备改善、生产工艺创新等）、产品质量检测等各个环节，核心技术均由公司研发团队自主研发获得。

图表 32: 公司技术 CDL 类



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 33: 公司获得的技术证书



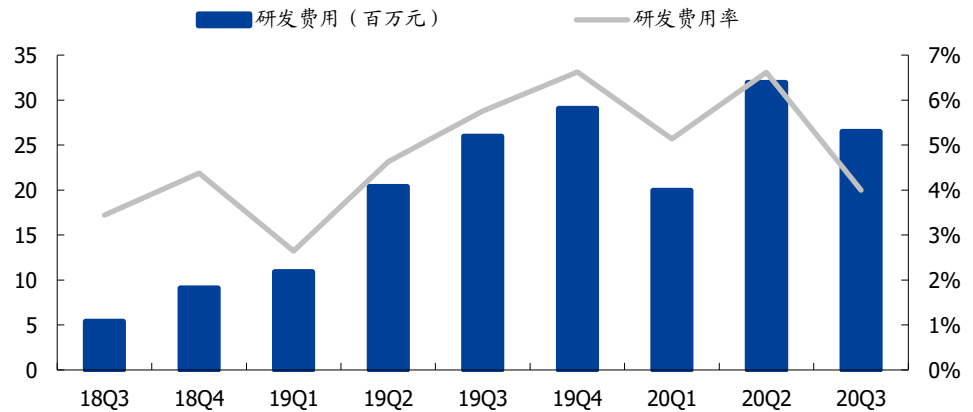
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2、研发投入情况

公司的研发主要围绕消费电子器件及其周边器件等项目进行。通过加大研发投入，为公司的持续发展提供强有力的技术支撑和产品支撑，并为公司未来的发展培育新的增长点。

2019年研发投入8,632.85万元，占营业收入的4.95%。2020年前三季度，公司研发费用达7840.40万元，同比增长36.95%，研发费用率提升至5.11%。公司不断加大研发投入，通过自主开发、行业合作等方式快速积累核心技术，迅速推出、完善和升级自主产品，巩固和保持公司在行业中的技术优势。

图表 34: 公司近年研发费用及占比



资料来源: Wind、国盛证券研究所

2.8 积极扩产，增厚利润空间

智动力精密技术(越南)工厂建设项目。定增拟投入8.45亿元用于越南工厂消费电子结构件和散热组件的生产基地建设，预计达产后复合板材盖板业务年均营收达24亿元，光学组件营收达1.21亿元，散热组件达产后5-10年成熟状态下预计年均营收5.62亿元。

图表 35: 公司定增募集资金用途

单位: 万元

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	84,507.0	59,700.0
1-1	消费电子结构件越南生产基地建设项目	68,986.0	47,800.0
1-2	散热组件越南生产基地建设项目	15,521.0	11,900.0
2	智动力消费电子结构件生产基地改建项目	25,625.0	18,751.0
3	收购阿特斯49.00%股权项目	34,300.0	34,300.0
4	智动力信息化升级建设项目	1,889.2	1,692.6
5	补充流动资金	35,556.4	35,556.4
	合计	181,877.6	150,000.0

资料来源: 定增说明书、国盛证券研究所

智动力消费电子结构件生产基地改建项目。定增拟投入 2.56 亿元用于惠州建设生产基地，通过引进生产设备以及配套设施，建成智能手机灯罩、听筒网及智能手表心率镜片盖板等消费电子结构件产品的生产车间及 SMT、整机组装加工线。达产后 5-10 年成熟状态下预计年均营收 8.02 亿元。

从募投项目具体资金支出情况来看，募集资金主要用于项目的资本性支出，其中建设投资用于生产车间装修，设备投资购买的国内外先进设备形成公司固定资产。公司人员储备方面丰富，截至 2020 年 6 月，消费电子结构件生产人员 2400 多人，其中研发人员 238 名，占比接近 10%。

图表 36: 募投项目具体支出情况 (万元)

募投项目	投资类别	投资金额	使用募集资金金额
越南结构件项目	建设投资	9,121	6,100
	设备投资	43,792	41,700
	预备费	2,646	
	铺底流动资金	13,427	
	小计	68,986	47,800
越南散热组件项目	建设投资	1,100	1,100
	设备投资	10,872	10,800
	预备费	599	
	铺底流动资金	2,950	
	小计	15,521	11,900
惠州结构件项目	建设投资	3,696	3,696
	设备投资	15,055	15,055
	预备费	938	
	铺底流动资金	5,936	
	小计	25,625	18,751

资料来源: 定增问询函回复, 国盛证券研究所

公司目前产能利用率较高。公司从 2018 年开始投资复合板材手机盖板业务，并于同年 10 月投产，投产初期产能利用率较低。自公司收购阿特斯后，复合板材盖板的产能大幅增加。2019 年，公司复合板材盖板的订单较为充足，结合良率以及消费电子行业季节性因素分析，产能利用已接近饱和。2020 年上半年，阿特斯复合板材盖板产能凭借工艺的成熟及新产线的落地得到继续扩充，通过积极的客户开拓，获得了新增客户的订单，抵消了新冠疫情对订单量造成的部分负面影响，产能利用率与 2019 年的水平较相近。

图表 37: 公司产品产能利用率, 单位: 万元

产品种类	项目	2020年1-6月	2019年	2018年
复合板材盖板	产能	3750.00	6920.00	1200.00
	产量	2459.42	4789.11	183.34
	销售量	2058.60	4013.46	168.77
	产能利用率	65.58%	69.21%	15.28%
	产销率	83.70%	83.80%	92.05%
光学件	产能	24068.30	56016.45	
	产量	23410.60	53558.02	
	销售量	24962.20	55813.79	
	产能利用率	97.27%	95.61%	
	产销率	106.63%	104.21%	

资料来源: 定增问询函回复, 国盛证券研究所

三、盈利预测与投资建议

公司以优质的产品和优良的服务与上下游客户端建立了长期、稳固的合作关系。公司未来将抓住 5G、复合板材、散热组件、可穿戴设备以及车载电子器件等领域的爆发机会, 形成以消费电子器件为基本盘, 可穿戴设备、精密光学器件、车载电子器件等重点突破的多元化全方位的业务结构。因此我们预计智动力 2020E/2021E/2022E 实现营业收入 23.88/31.64/41.32 亿元, 同比增长 37.0%/32.5%/30.6%, 预计 2020E/2021E/2022E 实现归母净利润 1.60/2.09/2.72 亿元, 同比增长 23.9%/30.4%/30.2%, 目前股价对应的 PE 为 27.3/21.0/16.1x, 维持“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期: 如果未来宏观经济形势发生剧烈波动, 下游消费类电子产品的需求量减少。

国际形势的影响: 如果未来中美贸易摩擦升级, 涉及加征关税的产品范围扩大。

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

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

】