

## 证券研究报告—动态报告/公司快评/公司快评

信息技术

电子元器件

**传艺科技 (002866)**

重大事件快评

**买入**

(首次评级)

2020年04月28日

## 笔记本电脑零组件隐形冠军业绩超预期，深度受益国产化替代

证券分析师： 欧阳仕华 0755-81981821 ouyangsh1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080002

### 事项：

传艺科技公告 2019 年年报及 2020 年一季报。

#### 国信电子观点：

传艺科技作为国内笔记本电脑键盘领域的龙头受益于下游品牌的国产化需求，产品线公司从笔记本键盘零部件进入键盘整机领域，单台电脑公司供货价值从 20 元左右提升至 100 元左右。国产化替代带动旺盛需求，产品升级推动单价提升，公司业务将量价齐升。

我们预计公司 2020-2021 年净利润 1.98/3.30 亿元，同比增长 166%/67%，对应 EPS 分别为 0.76/1.28 元/股，目前股价对应动态 PE 18/11 倍。公司业绩高增长，估值相对较低，长期成长逻辑较顺，首次覆盖给予“买入”评级。

### 评论：

#### ■ 2020 年一季度业绩超预期，目前公司订单饱满业绩有望持续超预期

2019 年公司收入 15.34 亿元，同比增长 34.20%，归属上市公司股东净利润 0.74 亿元，同比下滑 22.86%。净利润下滑主要是公司计提了东莞崇康 3000 万左右的商誉减值损失以及存货跌价准备，符合此前公司的业绩预告。2019 年公司综合毛利率为 21.34%，同比下降 1.65 个百分点；净利润率为 4.84%，同比下降 3.6 个百分点。

2019 年分业务来看，公司键盘业务收入 6.51 亿元，同比增长 165%；柔性电路板收入 1.46 亿元，同比增长 6%；触控板及按键业务收入 4.46 亿元，同比增长 33.31%；键盘薄膜开关线路板业务收入 1.12 亿元，同比下滑 49%。

2020 年一季度公司收入 3.17 亿元，同比下滑 15.33%；净利润为 0.263 亿元，同比增长 2.56%，一季度净利润超出市场预期。一季度经营性现金流为 4628 万，同比大幅增长。毛利率为 22.10%，净利润率为 8.30%。一季度收入下滑主要是因为疫情影响 2 月份营业收入。公司 3 月份以来订单饱满，一季度净利润基本为 3 月份贡献。在疫情背景下，公司净利润同比实现正增长，超出市场预期！

展望 2 季度，目前公司下游需求旺盛，疫情带动笔记本电脑、平板等需求旺盛。公司去年下半年高邮基地键盘产能投产带动公司收入高增长，2020 年公司进入联想国际、华为等品牌后开始放量，业绩有望持续高增长。2020 年键盘业务将会放量，同时带动公司 MTS、FPC、Button 等键盘零组件业务配套增长，是带动公司快速成长的核心关键。

#### ■ 笔记本电脑零组件的国内隐形冠军

公司上市时核心产品系列包括笔记本电脑键盘薄膜开关线路板(MTS)、笔记本电脑触控板(TouchPad)及按键(Button)、以及笔记本电脑等消费电子产品所用柔性印刷线路板(FPC)。上述零组件产品供货给三星、东芝、联想、华为等知名笔电品牌厂商，并且与仁宝、英业达、纬创等国际知名 ODM 达成形成紧密的供应关系。

上市后公司持续进行产业链延伸，形成全产业链体系。2017 年公司收购日系键盘企业日冲电子(后改为传艺昆山)进入笔记本电脑键盘领域，与三星、东芝等日韩品牌形成配套。2018 年 7 月公司收购东莞美泰(后改为传艺东莞)，进入台式机、

平板电脑等键盘领域。同时公司在高邮基地继续进行笔记本电脑键盘产能扩充，持续开拓了联想国际、华为等国内一流电脑品牌客户。公司为三星、东芝、联想、华为等知名电脑终端品牌直接供货，是国内笔电相关零部件领域的隐形冠军。

图 1：公司笔记本键盘零部件产品



薄膜开关 MTS



触控板按键 Button



触控板 Touch Pad



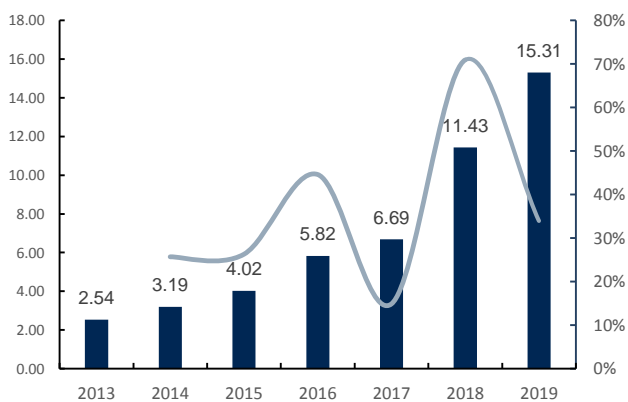
柔性电路板 FPC

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 收入规模持续增长，2020 年公司进入前期投入后的产出期

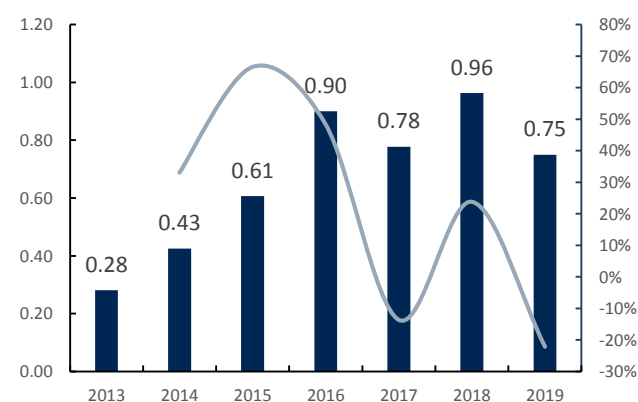
2013 年-2019 年公司收入从 2.54 亿元增长至 15.31 亿元，复合增速为 34.94%。净利润 2013 年-2016 年从 0.28 亿元增长至 0.9 亿元，复合增速为 47.34%。2017 年-2019 年公司进入新一轮增长的投入期储备期，例如固定资产从 2016 年的 1.34 亿元增长至目前的 3.40 亿元，公司整体费用从 2016 年的 0.57 亿元，增长至 2018 年 1.39 亿元，整体在此期间公司利润基本维持在 0.8 亿元左右。2019 年净利润有所下滑，主要原因是公司计提了东莞崇康 2500 万的商誉减值，正常情况下公司 2019 年净利润在 1 亿元左右，仍旧保持增长。

图 2：公司营业收入变化趋势(单位：亿元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润变化趋势(单位：亿元)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 国内键盘龙头受益于供应链国产化趋势，迎来快速成长期

公司电脑键盘零部件包括薄膜开关线路板、触控板、按键等产品，在键盘核心零部件薄膜开关线路板（MTS）公司年出货量在 3500 万套左右，2018 年笔电全球出货量在 1.6 亿台左右，占全球市场占有率 20%左右，为国内龙头。2017 年通过收购日冲电子（OKI）公司进入笔记本键盘整体产品领域。OKI 拥有国际发明专利 51 项，并拥有国际先进的键盘设计结构，具有更轻、更薄，更适用于自动化生产等特点。

键盘业务起步阶段公司主要以日冲电子原有的日韩系品牌客户为基础，2019 年上半年进入联想国际 Thinkpad 供应链，2020 年预计进入华为电脑供应链，逐步拓展联想国际、华为电脑等国内知名品牌。依靠日冲电子专利技术及产能基础，公司利用 IPO 募投项目资金在高邮基地的扩产，目前公司笔记本键盘年化出货量 1000 万套左右，占全球市占率仅在 5%左右。原有东芝、三星、LG 等品牌客户笔电出货量占全球市占率 5%，联想电脑目前全球市占率超过 20%，华为预计 2020 年出货量 1000 万套左右，市占率 6%左右。随着联想电脑品牌供应链国产化，以及华为电脑品牌的崛起，公司笔记本键盘业务将迎来高速发展期。同时，笔记本键盘整机业务也将推动公司 MTS、Button 及触控板等零部件业务的增长。

**表 1：全球笔记本电脑年出货量以及主要品牌市场占有率**

公司	2014	2015	2016	2017	2018
惠普	20.10%	20.50%	20.70%	24.30%	25.25%
联想	17.50%	19.90%	20.00%	20.20%	20.17%
戴尔	12.30%	13.70%	14.00%	15.20%	17.46%
华硕	11.00%	10.30%	10.70%	9.50%	8.26%
苹果	9.30%	10.30%	10.30%	9.60%	7.88%
宏碁	10.00%	8.90%	9.00%	8.00%	7.41%
其他	19.80%	16.40%	15.30%	13.20%	13.57%
Total(亿台)	1.75	1.64	1.57	1.65	1.64

资料来源：Trendforce，国信证券经济研究所整理

#### ■ 公司股权激励方案落地，推动管理层与公司利益一致

2018 年 11 月，公司发布股票期权及限制性股票激励计划公告，计划向公司及全资子公司的董事、中高级管理人员、核心技术（业务）人员共计 171 人实施限制性股票激励计划和股票期权激励计划，授予权益合计 1165 万股。具体内容如下：

公司以每股 5.62 元的价格向激励对象授予限制性股票 466 万股。其中，首次授予的限制性股票计划自完成登记日起满 12 个月且达到规定的解除限售条件后，激励对象可在未来按 40%、30%、30%的比例分三期解除限售；预留限制性股票自完成登记日起满 12 个月且达到规定的解除限售条件后，可在未来按 50%、50%的比例分两期解除限售。

公司以每股 11.14 元的行权价格向激励对象授予股票期权 699 万股。其中，首次授予的股票期权自授权日满 12 个月且满足行权条件后，激励对象可在未来按 30%、30%、40%的行权比例分三期行权；预留期权自授权日起满 12 个月且满足行权条件后，可在未来 24 个月内，按 50%、50%的比例分两期行权。

**表 2：股票期权及限制性股票激励计划细节**

	激励计划标的股票数量 (万股)	首次授予数量 (万股)	预留数量(万 股)	授予价格/行权价格(元/每股)
限制性股票激励	466	372.8	93.2	5.62
股票期权激励	699	559.2	139.8	11.14
合计	1,165	932	233	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年 3 月 27 日，公司中层管理人员及核心技术（业务）人员共计 124 人，在此次股票期权与限制性股票激励计划首次授予股票期权的第一个行权期进行第一次行权，合计行权数量 93 万股，占激励计划首次授予股票期权总数的 17.16%，占行权前公司总股本的比例为 0.37%。

#### ■ 2020 年 4 月定增审核通过，定增项目扩充产能及推动公司产品升级

2019 年 8 月公司发布非公开发行股票预案，拟发行不超过发行前公司股本总数 30%的股票，募集不超 6 亿元资金，用

于扩充 HDI 线路板等中高端 FPC 产能，并新增可应用于 5G 智能手机的 LCP 基材线路板产品，深化 5G 消费电子产业链的布局，培育公司新的利润增长点，强化公司在电子信息制造行业的领先优势和核心竞争力。此次定向增发可以改善公司资本结构，降低公司资产负债率和财务风险。2020 年 4 月 17 日，中国证券监督管理委员会审核通过公司此次非公开发行股票申请。

**表 3：募集资金总额及用途(单位：万元)**

项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
年产 18 万平方米中高端印制电路板建设项目	50,435.68	42,044.28
补充流动资金	17,955.72	17,955.72
合计	68,391.40	60,000.00

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### ■ 看好公司在国产化替代过程中的成长性，目前估值较低，首次覆盖给予“买入”评级

短期因为疫情影响，分散办公及居家办公推动笔记本、平板电脑出货量快速增长。产业链信息显示，芯片晶圆制造厂台积电 2020 年一季度电脑等消费电子业务收入同比增长 5%，环比增长 44%，呈现淡季不淡状况；华为 2020 年一季度笔记本电脑增长 3 倍以上，广达、仁宝等电脑 ODM 厂商 3 月份电脑出货量环比增长 3 倍。

中期来看，传艺科技作为国内笔记本电脑键盘领域的龙头受益于下游品牌的国产化需求，产品线公司从笔记本键盘零部件进入整机领域，需求旺盛叠加产品升级，公司业务将量价齐升。

我们预计公司 2020-2021 年净利润 1.98/3.30 亿元，同比增长 166%/67%；2020-2021 年 EPS 分别为 0.76/1.28 元/股，目前股价对应动态 PE 18/11 倍。公司业绩高增长，估值相对较低，长期成长逻辑较顺，首次覆盖给予“买入”评级。

### ■ 风险提示

- 一，下游品牌联想、华为等客户出货量不达预期；
- 二，公司产能建设释放进度不达预期，导致收入利润增长不及预期；
- 三，管理等内部问题导致利润率不及预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	265	300	300	300
应收款项	508	680	1025	1410
存货净额	220	291	430	578
其他流动资产	30	40	61	83
<b>流动资产合计</b>	<b>1023</b>	<b>1312</b>	<b>1816</b>	<b>2371</b>
固定资产	414	550	675	687
无形资产及其他	25	22	20	17
投资性房地产	142	142	142	142
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1603</b>	<b>2026</b>	<b>2653</b>	<b>3217</b>
短期借款及交易性金融负债	215	474	698	711
应付款项	297	393	581	780
其他流动负债	62	88	128	171
<b>流动负债合计</b>	<b>574</b>	<b>955</b>	<b>1406</b>	<b>1662</b>
长期借款及应付债券	58	58	58	58
其他长期负债	1	3	5	7
<b>长期负债合计</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	<b>63</b>	<b>65</b>
<b>负债合计</b>	<b>633</b>	<b>1016</b>	<b>1469</b>	<b>1726</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	971	1010	1184	1491
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1603</b>	<b>2026</b>	<b>2653</b>	<b>3217</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.38	0.29	0.76	1.34
每股红利	0.09	0.14	0.08	0.13
每股净资产	3.80	3.96	4.64	5.84
ROIC	12%	6%	12%	17%
ROE	10%	7%	16%	23%
毛利率	23%	22%	24%	26%
EBIT Margin	13%	7%	11%	13%
EBITDA Margin	15%	10%	14%	16%
收入增长	71%	34%	51%	38%
净利润增长率	24%	-22%	158%	76%
资产负债率	39%	50%	55%	54%
息率	0.6%	0.9%	0.5%	0.9%
P/E	40.0	51.3	19.9	11.3
P/B	4.0	3.8	3.3	2.6
EV/EBITDA	25.6	30.6	16.7	10.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1143</b>	<b>1531</b>	<b>2307</b>	<b>3174</b>
营业成本	879	1193	1751	2341
营业税金及附加	9	12	18	25
销售费用	51	68	103	141
管理费用	51	157	189	244
财务费用	(9)	12	22	27
投资收益	2	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(20)	(3)	0	0
其他收入	(31)	0	0	0
营业利润	113	88	226	398
营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	<b>112</b>	<b>87</b>	<b>225</b>	<b>396</b>
所得税费用	16	12	31	55
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>96</b>	<b>75</b>	<b>194</b>	<b>341</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>96</b>	<b>75</b>	<b>194</b>	<b>341</b>
资产减值准备	11	4	5	3
折旧摊销	22	59	72	87
公允价值变动损失	20	3	0	0
财务费用	(9)	12	22	27
营运资本变动	(95)	(125)	(270)	(307)
其它	(11)	(4)	(5)	(3)
<b>经营活动现金流</b>	<b>43</b>	<b>11</b>	<b>(4)</b>	<b>121</b>
资本开支	(216)	(200)	(200)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(216)</b>	<b>(200)</b>	<b>(200)</b>	<b>(100)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	58	0	0	0
支付股利、利息	(22)	(36)	(19)	(34)
其它融资现金流	140	259	223	13
<b>融资活动现金流</b>	<b>213</b>	<b>223</b>	<b>204</b>	<b>(21)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>40</b>	<b>35</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	226	265	300	300
货币资金的期末余额	265	300	300	300
企业自由现金流	(158)	(180)	(186)	43
权益自由现金流	41	69	18	33



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032