



2020-06-22

公司深度报告

买入/维持

春秋电子(603890)

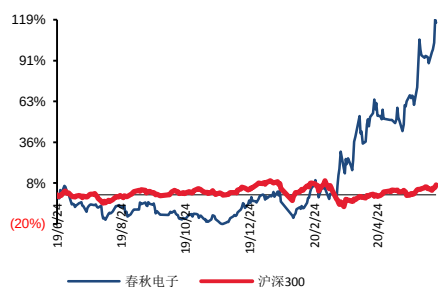
目标价: 20.3

昨收盘: 17.1

信息技术 技术硬件与设备

行业景气叠加结构改善，供应链本土替代拉动持续成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	384/190
总市值/流通(百万元)	6,559/3,244
12 个月最高/最低(元)	18.67/8.94

相关研究报告:

春秋电子(603890)《产能扩增与需求成长共鸣，新一轮景气周期明确开启》--2020/04/22

春秋电子(603890)《疫情助力笔记本需求快速推升，结构件龙头成长弹性明确》--2020/03/18

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

报告摘要

国内笔记本精密结构件龙头。公司的业务聚焦于消费电子相关的结构件模组,主要产品包括笔记本电脑为主的电子消费品结构件模组以及相关精密模组,模具是“工业之母”,尤其是在消费电子产品结构精细化、小型化,工业类产品结构复杂化、材料嵌套多样化的当下,精密模具的设计与制造能力更是成为产品关键结构与外观件的核心门槛。国内很多结构件与外观件的制造厂商规模很大,但短板一般都在模具。春秋电子具备完整的模具自制与配套能力,这是公司有别于其他精密结构件厂的最大优势。

疫情全球蔓延,笔记本供应链景气逆袭。二三月国内的疫情传播以及三四月后海外疫情的蔓延,令在家上班或远距学习的人数大增,“宅经济”已经成为当下最重要的生活与需求形态,笔记本无疑是这种背景下需求最为旺盛的产品。

此次疫情使得企业及个人对线上办公、学习的重要性有了更为全面和清晰的认知,也对基于这种状态的生活模式有所依赖。基于这些应用与条件支撑(成熟的线上会议、视频 APP,扎实的宽带与 4G、5G 通信保障),即使疫情过去后,大部分企业及个人,在工作与生活(包括在线直播等娱乐)上对于笔记本的依赖度仍将比 2019 年高,在这个基础上,笔记本电脑的基础保有量、与后续更替基数,将与过去有明显改变。

天时地利兼备,核心客户份额成长叠加行业地位提升

> 公司过去两年以募集资金进行的精密结构件产能扩增项目正好于 2019-2020 年陆续建成投产。正常情况下,募投新增产能可能需要近一年左右的时间才能逐渐满产并完成客户导入,但是这次疫情的发生大幅减少了新增产能的下游导入时间,快速提升了春秋在核心客户中的市场份额。
> 春秋电子的子公司经纬电子及庐江博大与核心客户的主要生产基地均位于合肥,安徽是劳动力输出大省,疫情初期本地化复工早于外来型用工的长三角与珠三角等地区,在核心客户的交付方面,由于都在合肥,本地化交付能力和物流相对顺畅,几乎不受疫情影响。

易见,春秋电子在本轮疫情带动的行业激增下,倚仗自身产能、地域方面的布局优势,因势利导地完成了自身募投项目新增产能稼动率的提升,也提升了在关键客户联宝中的份额占比,这二者的正面影响并非短期,而将明确持续。

国产笔记本供应链成长依托:智能终端品牌的横向切入。在智能手机发

展进入瓶颈期与贸易战的多重叠加下，不管是为了企业发展壮大，还是从市场赋予的期冀考虑，国内诸如华为与小米等厂商都需要不断自我突破开拓增量产品市场，其中笔记本电脑毫无疑问是本土品牌厂商的第一选择。国产智能终端厂商向笔记本领域的横向切入，将带动整个本土前道供应链，包括 ODM 制造与各类零组件供应商，逐渐侵蚀台系笔记本供应链厂商的市场份额。春秋电子作为目前国内排名前列的笔记本精密结构件供应厂商，将是这轮笔记本供应链本土化份额侵蚀与替代的明确受益方。春秋电子作为国内少数具备从模具设计制造到结构件产品生产一体化能力的公司，显然将是下游本土笔记本品牌厂与 ODM 厂商的第一选择。我们认为未来随着 HMOV 等国内品牌在笔记本领域逐渐渗透、成长，春秋电子有望与上游的品牌厂商实现共同成长。

盈利预测和投资评级：维持买入评级。站在当前维度，在我们日常路演与交流的过程中，感受到很多投资者对公司的理解存在一定的误区：“认为公司今年的业绩成长主要是依托于行业的脉冲式增量（疫情），而且判定下半年随着全球疫情的受控，公司的景气成长将戛然而止”。这是一种非常狭隘的行业理解，春秋电子的成长，确实有行业需求因疫情大增带来的加成，但是不能忽视春秋电子自身在下游客户中占比的提升、新客户导入所带来的结构变化，以及未来本土笔记本电脑供应链对台系的侵蚀替代等真正对公司成长有持续性影响的正面因素。

毕竟春秋电子当前的全球市场份额占比也只有 8% 左右，在前述结构性与趋势性的因素推动下，其自身的常规成长弹性不应被忽视。而且当下公司只是专精于笔记本精密结构件这一条赛道，作为上市公司，作为在模具制造领域有深刻造诣的行业翘楚，春秋电子如未来在汽车、其他智能终端等业务领域有新的开拓和建树的话，可以期冀的成长空间其实很大。

在以上假设的基础上，我们预测公司 2020-2021 年净利润有望达到 2.78、3.42、4.17 亿，当前股价对应 PE 23.62、19.15 和 15.74 倍，维持公司买入评级。

风险提示：（1）笔记本全球供应链因疫情再度抬头导致封禁卡顿出现供给受阻；（2）全球笔记本电脑行业复苏程度低于预期；（3）国内本土品牌华为、小米、Oppo 等品牌在笔记本领域的成长拉动不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2019	2751	3574	4128
(+/-%)	13.75	36.26	29.92	15.50
净利润(百万元)	156	278	342	417
(+/-%)	43.40	78.20	23.30	21.60
摊薄每股收益(元)	0.41	0.72	0.89	1.09
市盈率(PE)	42.09	23.62	19.15	15.74

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

1、春秋电子：国内笔记本精密结构件龙头	5
1.1、募投落地扩增产能，股权激励助推成长	5
1.2、模具为魂结构为躯，伴随核心客户共同成长	7
2、疫情全球蔓延，笔记本供应链景气逆袭	11
2.1、办公、学习线上化催生笔记本电脑需求提升	11
2.2、春秋电子：多重因素决定极佳成长弹性	15
2.2.1 疫情或推动笔记本电脑行业格局变迁	15
2.2.2 天时地利兼备，核心客户份额成长叠加行业地位提升	17
3、国产笔记本供应链成长依托：智能终端品牌的横向切入	18
3.1、智能手机成长趋缓，国产品牌商寻求新的突破口	18
3.2、国产品牌的份额扩增将带动本土供应链前端同步成长	21
4、盈利预测与评级：维持买入评级	24
5、风险提示	24

图表目录

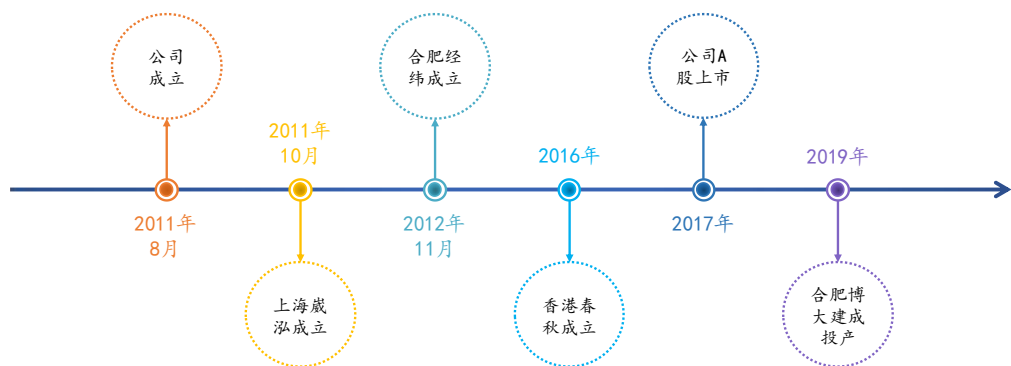
图表 1: 公司历史年鉴	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 公司 2015-2019 年营业收入情况	7
图表 4: 公司 2015-2019 年归母净利润情况	7
图表 5: 公司 2018 年收入结构	7
图表 7: 公司主要业务及客户情况	8
图表 6: 公司主要产品	8
图表 8: 公司 2017H1 客户结构	10
图表 9: 联想占全球笔记本电脑市场份额情况	10
图表 10: 截至 2019 年 9 月 30 日, 公司募投项目的投资进度	11
图表 11: 2020 年春节期间日均活跃用户增量 TOP10	12
图表 12: 2020 年春节后日均活跃用户增量 TOP10	12
图表 13: 海外疫情期间视频相关应用程序下载量的增长	12
图表 14: 2020 年 4 月 7 日华为 PAD 的情况	13
图表 14: 便捷的腾讯会议 APP 应用	14
图表 13: 我们对疫情前后全球笔记本出货量的定性假设与判断	15
图表 15: 全球笔记本电脑出货量统计	16
图表 16: 全球笔记本电脑市场份额变化	16
图表 17: 全球智能手机出货量	19
图表 18: 2019Q4 全球智能手机市场份额情况	19
图表 19: 华为笔记本和手机多屏协同	20
图表 20: 华为笔记本外观	20
图表 21: 华为和小米已发布的笔记本电脑	22
图表 22: 小米在国内轻薄笔记本的市场份额	22
图表 23: 国内笔记本市场品牌销量份额	22
图表 24: 闻泰荣获微软 2019 年度两项大奖	23

1、春秋电子：国内笔记本精密结构件龙头

1.1、募投落地扩增产能，股权激励助推成长

公司成立于 2011 年 8 月，在过去几年笔记本电脑行业自然出清的大环境中，紧紧围绕结构件模组和相关精密模具，以纯内生的方式稳健成长：2011 年 10 月成立上海崑泓，为三星、LG、富士康、德尔福等非笔记本电脑客户提供高质量模具及注塑产品；2012 年 11 月在合肥成立经纬电子，一方面充分活用安徽省充裕的劳动力与土地成本优势，另一方面进一步加强了与合肥联宝集团的本地化供给与合作，公司于 2017 年登陆 A 股，募投资金主要投向是继续扩增产能，但也同时进一步优化产品结构；2018 年投资设立的合肥博大于 2019 年建成投产。经过过去几年的布局以及笔记本供应链整体行业的优胜劣汰，公司已成长为国内笔记本精密结构件的行业龙头。

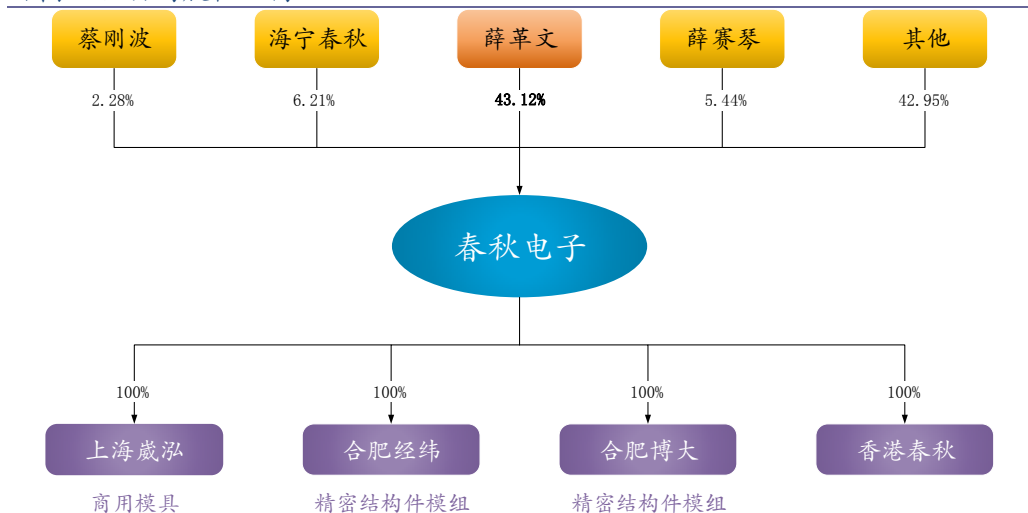
图表 1：公司历史年鉴



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

公司股权结构稳定，创始人兼董事长薛革文先生持有公司 43.12%的股份，是公司的实际控制人，薛董事长具备多年的模具设计与制造经验，对模具行业有非常充足的理解和认知。

图表 2：公司股权结构

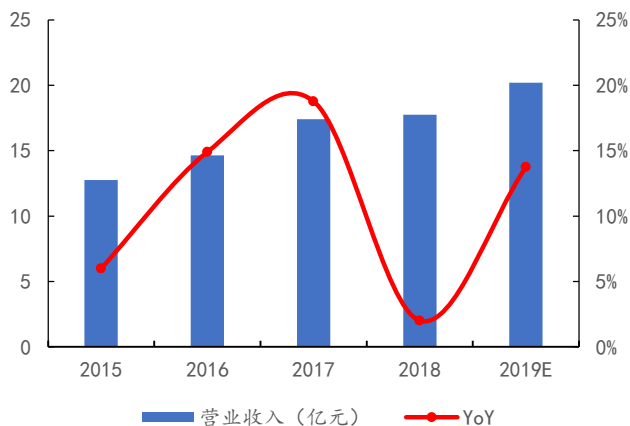


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

从 2015 年到 2019 年，公司的营业收入逐年增长，由 12.75 亿元增长至 20.19 亿元，年复合增长 12.18%。2019 年 7 月，公司向董事、高级管理人员、中层管理人员和核心骨干员工合计授予 546.5 万股限制性激励股票，授予价格为 4.96 元/股。此次股权激励授予的股票解锁条件中，业绩考核目标为以 2018 年为基础，2019-2021 年经审计的归母净利润增长率分别不低于 20%、40%和 60%。

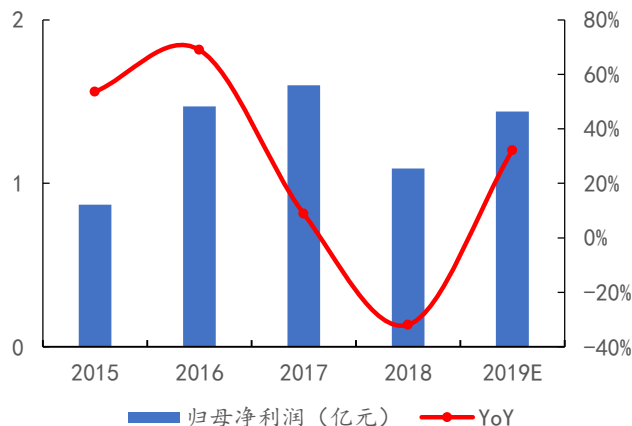
股权激励的实施，有助于公司充分调动员工的积极性，为进一步成长提供助推力，业绩考核目标则为公司考核期内的业绩预期确立了一定的安全边际。从 4 月 22 日发布的 2019 年年报中可以看出，激励计划第一期业绩考核目标已经顺利超额完成，随着 IPO 以及可转债募投资金投向的新增产能陆续达产，公司在下游客户中的供给份额进一步提升以及新客户的导入，后续两期（2020-2021 年）的业绩考核亦有望顺利完成。

图表 3：公司 2015-2019 年营业收入情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：公司 2015-2019 年归母净利润情况

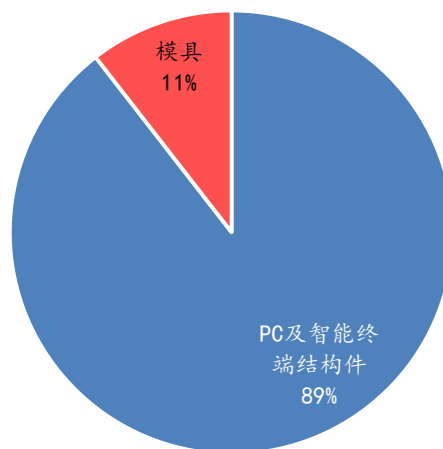


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

1.2、 模具为魂结构为躯，伴随核心客户共同成长

公司的业务聚焦于消费电子相关的结构件模组，主要产品包括笔记本电脑为主的电子消费品结构件模组以及相关精密模组，两者的收入构成在总体营收中约为 9:1。其中，公司精密模具可以分为两类：用于自身生产精密结构件模组的配套模具以及不生产成型产品而直接出售的商用模具。

图表 5：公司 2018 年收入结构

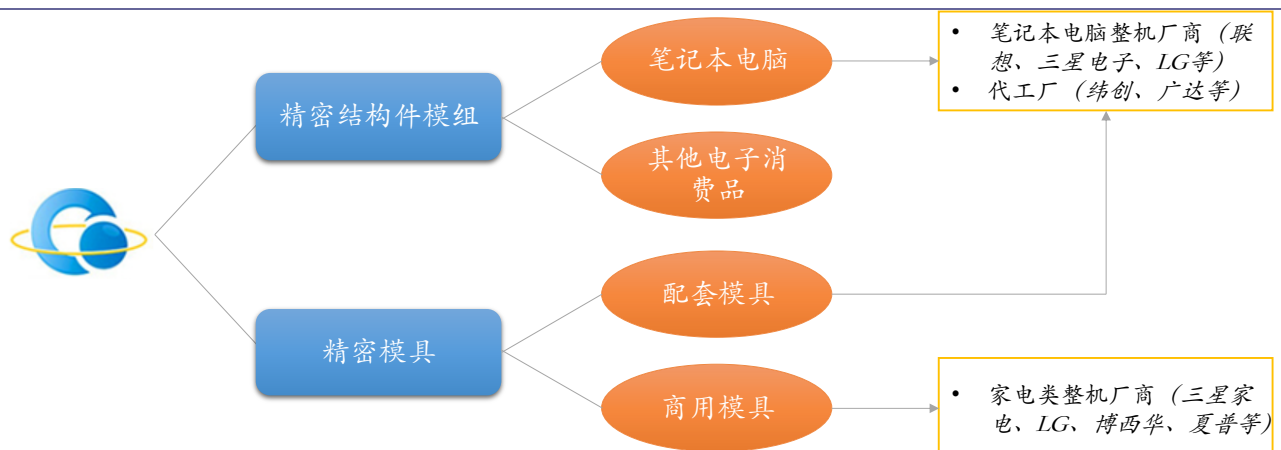


资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

模具是“工业之母”，尤其是在消费电子产品结构精细化、小型化，工业类产品结构复杂化、材料嵌套多样化的当下，精密模具的设计与制造能力更是成为产品关键结构与外观件的核心门槛。古语有谚：“工欲善其事必先利其器”，在现代制造中，很显然

下半句应是：“若欲利其器，必先精其模”。国内很多结构件与外观件的制造厂商规模很大，但短板一般都在模具。春秋电子的精密结构件模具基本自制，这是公司有别于其他精密结构件厂的最大优势。从公司的历年年报所披露的下游客客户结构来看，除了应用于笔记本电脑的外观结构件之外，公司的模具产品一直都有向笔记本，以及各类家电整机厂商销售，而且下游客客户普遍以三星、LG、夏普等一线品牌为主，具备相当水平的实力。

图表 6：公司主要业务及客户情况

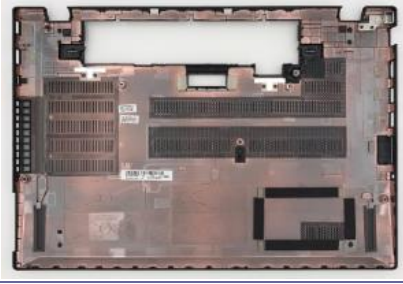


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

公司笔记本电脑结构件模组产品如果从实际产品结构来看，包括背盖（A 面）、前框（B 面）、上盖（C 面）、下盖（D 面）四大件，此类产品主要负责固定支撑、装饰外观、保护内部器件等职责，其品质直接关系到电脑的使用性能和用户体验，这要求生产企业必须具备较强的设计能力和足够的精密制造工艺（模具），公司结构件模组产品已实现对全球一线笔记本电脑整机厂商以及代工厂的批量稳定供应。

图表7：公司主要产品

器件类别	图片示例	主要用途
笔记本背盖 (A 面)		背盖（A 件），主要分为塑胶成型与铝材冲压两类。塑胶件以工程塑料、玻纤、尼龙等为主材，冲压成型以铝为主材。

笔记本前框 (B 面)		前框 (B 件)，用于固定支撑笔记本显示屏，以塑胶成型件为主，选用 ABS 工程塑料、铝材等，外观多采用咬花、喷涂、高光雨点纹等样式。
笔记本上盖 (C 面)		上盖 (C 件)，分为塑胶、铝板和冲压成型三类，塑胶类多以塑料合金为主材，外观以皮革纹、雨点纹为主要式样；铝板类以铝合金为主材，采用 CNC 机床加工或冲压，外观采用喷砂、阳极处理；压铸类以镁铝合金为主材，外观采用进皮膜、烤漆等式样。
笔记本下盖 (D 面)		下盖 (D 件)，以塑胶成型与铝材冲压类为主，塑胶类以 ABS 工程塑料、玻纤、尼龙等为主材，外观以皮纹、喷涂为主，内部进行静电屏蔽、真空减镀等处理；冲压类以铝 AL5052 及镁合金为主材，外观以金属拉丝、阳极氧化、钻切、喷漆等处理，具有质感强、散热性好等特点。

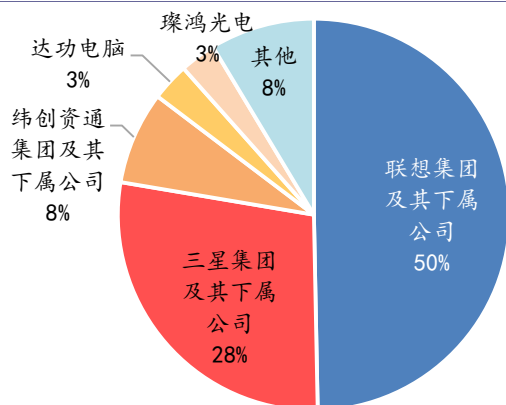
资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

公司客户集中度高，客户资源优势显著。过去 10 年的全球笔记本电脑市场销售量，基本处于一个窄幅震荡的下行整理周期，整个笔记本电脑前道供应链经过这十余年的自然竞争、去化，行业洗牌非常充分；笔记本品牌厂商的市占集中度亦不断提升，第一梯队（惠普、联想和戴尔）基本占据了整个市场近八成的市场份额：前道供应链格局集中，后端客户需求亦非常集中，这导致整个供应链的前后捆绑格局分明。

当下公司的主要客户包括联想、三星电子等全球领先的笔记本电脑品牌厂商以及纬创、广达等一线笔记本代工厂，2018 年，公司对前五大客户的销售额占比高达 89.15%。

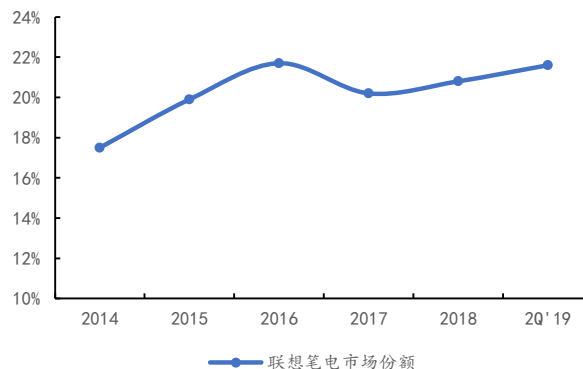
公司的第一大客户联想集团及其下属公司贡献近半数销售额，据 TrendForce 的统计，联想是全球第二大笔记本电脑供应商，出货量仅次于惠普，最近几年以来，在全球笔记本出货量停滞不前的背景下，联想的市占率不断提升，大客户的快速发展显然有利公司结构件产品销售规模的扩大。

图表 8：公司 2017H1 客户结构



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 9：联想占全球笔记本电脑市场份额情况



资料来源：TrendForce，太平洋研究院整理

产能稳步扩增，新冠疫情助益新增产能快速导入核心客户。上市前，公司精密结构件和模具的年产能分别为 4068 万件（折算为 1017 万套）和 763 套，两者的产能利用率均超过 90%，因此，公司通过 IPO 和可转债的方式募集资金积极扩产：

- IPO 项目建成后，公司将新增 665 万套精密结构件以及 660 套精密模具产能，其中 215 万套新增精密结构件的材质为镁铝合金和碳纤维等新材料，IPO 项目不仅是对公司原有产能的有效扩增，更有助于公司产品结构的优化。
- 2019 年，公司通过可转债募集资金，在合肥博大生产基地投资建设 3000 万件消费电子结构件生产线以及 200 套精密模具智能生产线项目，建设完成后将新增 1260 万件（折算为 315 万套）笔记本电脑结构件产能，除此之外，公司还将具备年产 1600 万件消费电子精密结构件以及 140 万件汽车电子精密结构件的能力。

值得注意的是，IPO 项目中合肥经纬产线已于 2019 年 2 月投产运行，合肥经纬是联想最大 PC 研发制造基地合肥联宝的长期战略合作伙伴，受到此轮新冠疫情催生的在线办公教育以及宅家娱乐游戏的影响，全球笔记本电脑销量激增，联想作为笔记本电脑行业三巨头之一，上半年景气度亦出现大幅反转，尤其是在商务笔记本的大举追单背景下，联想合肥联宝的订单相当饱满，这在很大程度上助益合肥经纬新增产能的快速有效导入，进而增厚公司收入和业绩弹性。

图表 10：截至 2019 年 9 月 30 日，公司募投项目的投资进度

募投项目	实施主体	投资进度	达到预定可使用状态日期
IPO 募投项目			
年增 365 万套笔记本电脑 (PC) 精密结构件及 450 套精密模具的生产项目 (昆山)	苏州春秋电子	59.88%	2020 年 8 月
年新增 300 万套笔记本电脑精密结构件智能产线及 210 套精密模具智能产线项目 (合肥)	经纬电子	101.59%	已投产
新建研发中心 (昆山)	苏州春秋电子	30.76%	2020 年 8 月
偿还银行贷款及补充流动资金	--	102.08%	-
可转债募投项目			
年产 3,000 万件消费电子精密结构件生产线及 200 套精密模具智能生产线项目	合肥博大	--	--
补充流动资金	--	--	--

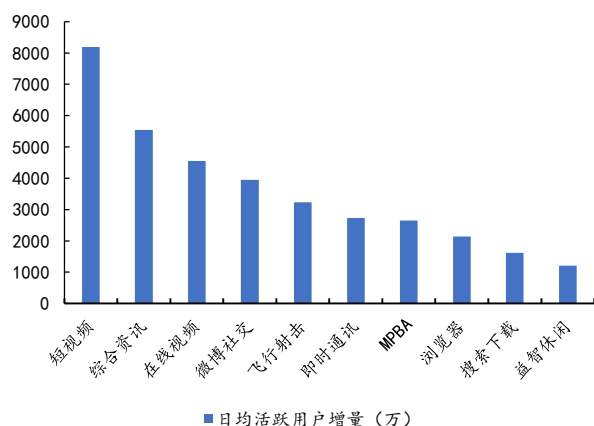
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

2、疫情全球蔓延，笔记本供应链景气逆袭

2.1、办公、学习线上化催生笔记本电脑需求提升

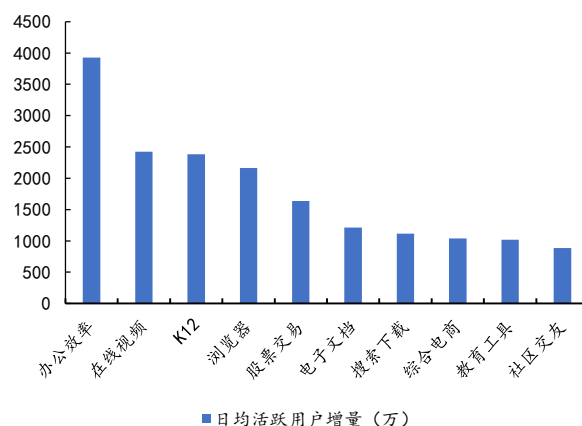
疫情催生娱乐、教学、办公线上化趋势。国内新冠疫情的爆发与农历春节的叠加，使得线上娱乐、社交等需求显著提升，娱乐性质的互联网应用程序的日均活跃用户增量相当明确，而随着春节之后疫情的持续发酵，学校推迟开学时间、企业开工递延成为普遍现象，为了正常推进教学计划及办公任务，线上化需求迎来爆发，远程办公和教学相关的应用软件日均活跃用户数量明显上升。而三月后欧美、东南亚等国家疫情逐渐蔓延恶化，原本坚持“群体免疫”的国家也逐渐开始封城防疫，在家上班或远距学习的人数大增，“宅经济”已经成为当下最重要的生活与需求形态，笔记本无疑是这种背景下需求最为旺盛的产品。

图表 11: 2020 年春节期间日均活跃用户增量 TOP10



注: 春节 (1.24-2.2) 日均 DAU-平日 (1.2-1.8) 日均 DAU
资料来源: QuestMobile, 太平洋研究院整理

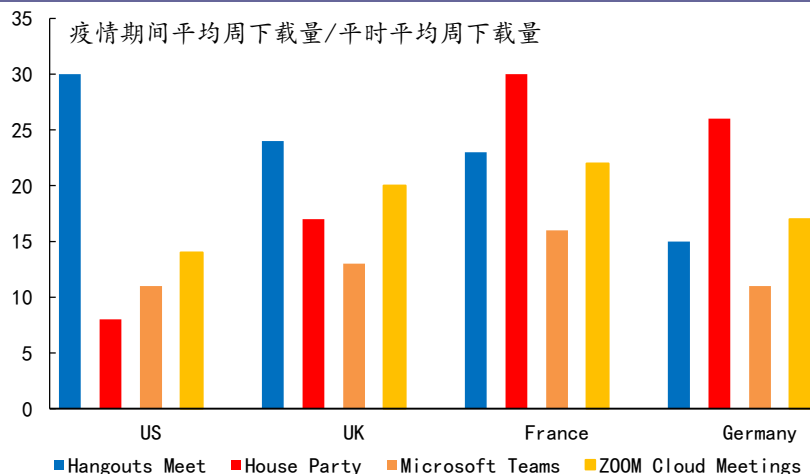
图表 12: 2020 年春节后日均活跃用户增量 TOP10



注: 节后 (2.3-2.9) 日均 DAU-春节 (1.24-2.2) 日均 DAU
资料来源: QuestMobile, 太平洋研究院整理

海外疫情爆发，停工停课潮蔓延，娱乐、在线办公及教学需求爆发。随着海外多个国家疫情的相继爆发，各国政府纷纷出台在家办公和线上教学政策，停工停课潮从中国转移至欧美及东南亚地区，日经中文网的采访显示，半数在美国和欧洲的日企工厂停止生产，这正是当前欧美停工潮的一个缩影，而印度和印尼等东南亚国家甚至采取了“封国”措施。疫情笼罩下的海外亦迎来了娱乐、办公和教学线上化的趋势，包括谷歌 Hangout Meet、Zoom Cloud Meeting 在内的商务视频会议应用程序、House Party 等社交视频应用以及 Google Classroom 和 ABCmouse 等教育相关应用程序的下载量均呈现出爆发式增长。

图表 13: 海外疫情期间视频相关应用程序下载量的增长



资料来源: Sensor Tower, 太平洋研究院整理

娱乐、办公、教学相关硬件载体需求提升。线上娱乐、教学和办公需求的提升，使得平板电脑、笔记本电脑等硬件载体成为“刚需”。在我国，平板电脑由于其屏幕接近笔记本电脑，操作程序简单且贴近普通智能手机用户习惯，较常被用于儿童教学、游戏娱乐及轻度办公，因此国内疫情期间，平板电脑在电商平台上的销量相较往年同期的增长非常明确，部分热门型号产品甚至供不应求，比方说 iPad，今年新款 10.2 寸 iPad 和 iPad Pro 是一季度销售最火爆的产品，安卓系 pad，虽然没有 iPad 占有率那么高，但是一季度也卖得非常好，以华为平板电脑为例，在最主流的线上渠道——华为商城上，MatePad Pro、M5 青春版等产品已出现缺货现象，而用户评价反馈中清一色的“用于孩子上课”，市场的火热程度可见一斑。

图表 14：2020 年 4 月 7 日华为 Pad 的情况

 暂时缺货 HUAWEI MatePad Pro ¥3299 (多款可选) 18583人评价 98%好评	 华为平板 M6 10.8英寸 ¥2699 (多款可选) 25841人评价 99%好评	 华为平板 M6 8.4英寸 ¥2499 (多款可选) 10341人评价 99%好评	 暂时缺货 华为平板 M5 青春版 8.0英寸 ¥1599 (多款可选) 4793人评价 98%好评	 暂时缺货 华为平板 M5 青春版 ¥2199 (多款可选) 14734人评价 98%好评
--	--	---	--	---

资料来源：华为商城，太平洋研究院整理

在线办公以及游戏方面，笔记本的需求总增量则更为汹涌，而且其中应用于在线办公的商务笔记本更是当仁不让的这轮疫情推升的主力。笔记本的整体增量较大是有其内在原因的，与家庭娱乐、在线教育应用硬件有很大的选择空间不同（平板、电脑、甚至于手机都可以），疫情隔离的背景下，在线工作对于商务笔记本的需求增量是完全的刚需。而且从海外市场来看，欧美在线教育和办公的主流硬件载体也更偏向于笔记本电脑，换言之海外市场在疫情快速扩散的影响下对于笔记本需求的带动更大，这直接导致进入三四月后，全球笔记本的需求增速进一步加快。

不少投资者对这一轮疫情对笔记本产品的需求带动的判断是脉冲式的，我们也理解作出这种判断的原委，但并不能狭隘地去理解为“一般”的脉冲。疫情后全球各国、各州都进入过封城检疫的状态，大部分人经历此役后，无论后续疫情何时得以收敛控制，未来的生活习惯都将发生巨大的改变。某种角度来看，疫情相当于让全球人民强制学

习并实践了几个月在线办公和在线教育，线上办公虽然仍有很多不足之处，但是某些领域的便捷以及灵活应用确实可以取代掉一些不必要的出行或聚集，经历过这几个月强制“线上办公”的人们即使在疫情结束后，商务、会议、交流的部分线上新模式依然有望延续，商务笔记本等产品的保有量与基数将与过往呈现出本质的提升。

图表 15：便捷的腾讯会议 APP 应用

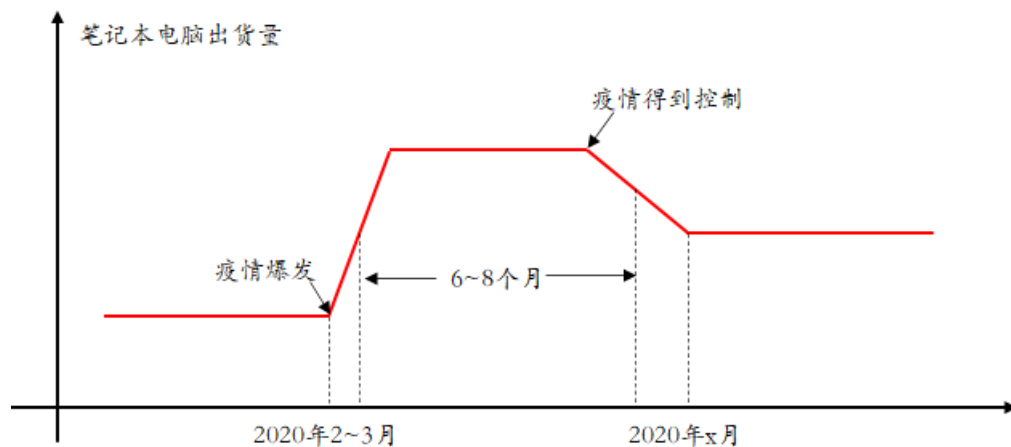


资料来源：网络与 APP 实际操作截图，太平洋研究院整理

在此判断基础上，我们认为疫情后全球笔记本产品的市场需求，在历经 2020 年的初“脉冲式”突增后，会有以下表现：

- 1) 这轮“脉冲”宽度，根据目前欧美、东南亚的疫情蔓延与防疫情况，本轮显然是一波宽脉冲，其上峰宽度预计将持续六至八个月甚至以上。
- 2) 疫情得到控制后，脉冲右侧的回落点，尤其是 2021 年后稳定的市场需求量，仍将高于脉冲伊始的 2019 年左侧起点。

图表 16：我们对疫情前后全球笔记本出货量的定性假设与判断



资料来源：太平洋研究院自行绘制

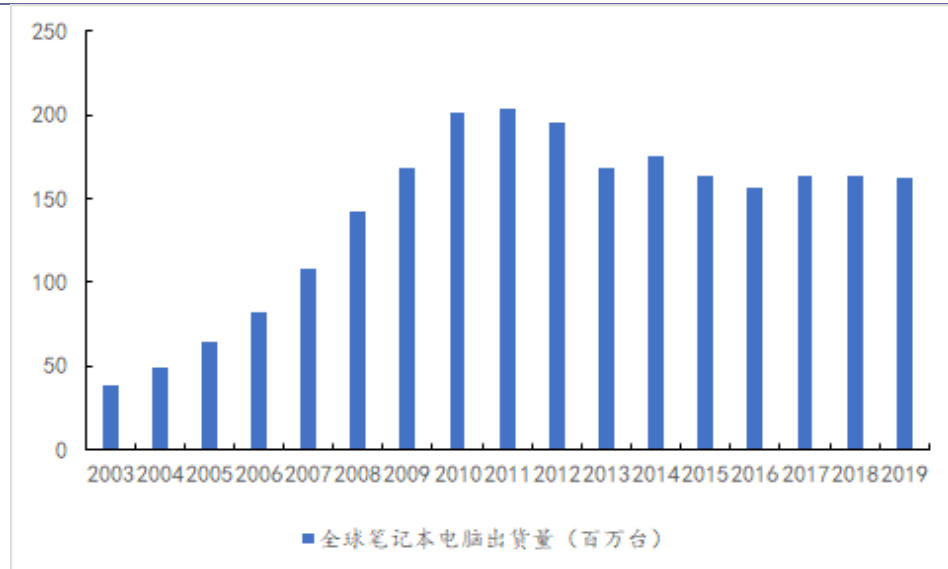
依托以上假设，我们认为疫情对商务笔记本电脑需求的刺激并非是脉冲式的，此次疫情使得企业及个人对线上办公、学习的重要性有了更为全面和清晰的认知，也对基于这种状态的生活模式有所依赖。基于这些应用与条件支撑（成熟的线上会议、视频APP，扎实的宽带与4G、5G通信保障），即使疫情过去后，大部分企业及个人，在工作与生活（包括在线直播等娱乐）上对于笔记本的依赖度仍将比2019年高，在这个基础上，笔记本电脑的基础保有量、与后续更替基数，将与过去有明显改变。

2.2、春秋电子：多重因素决定极佳成长弹性

2.2.1 疫情或推动笔记本电脑行业格局变迁

2012年开始，由于受到智能手机与平板电脑等更具娱乐休闲性能的智能终端产品的冲击，笔记本电脑的属性逐渐往办公方向倾斜，消费者使用时间大幅缩减，加之自身更新换代速度减缓、生命周期延长等特性变化，全球笔记本电脑行业进入调整周期，据Trendforce统计，2013-2019年的出货量基本维持在1.5-1.7亿部之间。

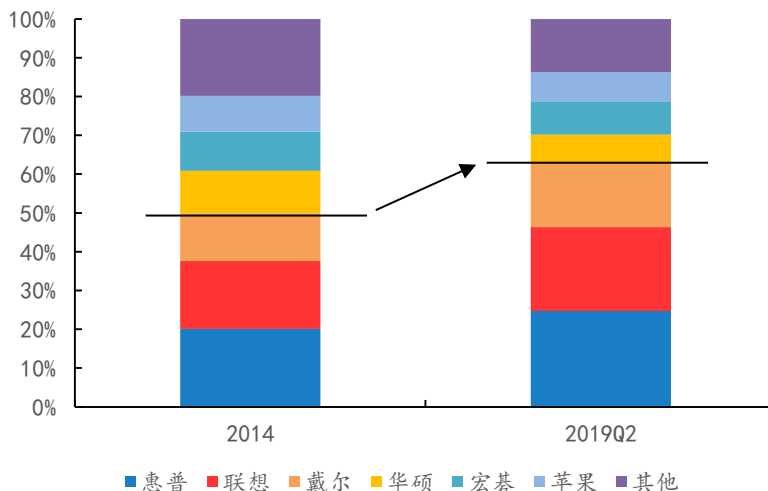
图表 17：全球笔记本电脑出货量统计



资料来源：IDC, Trendforce, 太平洋研究院整理

竞争格局方面，2013 年之后，全球笔记本电脑的市场份额一直被几家主流的品牌厂商牢牢占据，前 8 家品牌厂商的整体份额长期接近甚至超过 90%，其中，第一梯队（惠普、联想和戴尔）的份额优势尤为显著，且近几年该优势得到了进一步强化，合计占比从 2014 年的 49.90% 提升至 2019 年第二季度的 62.98%。

图表 18：全球笔记本电脑市场份额变化



资料来源：Trendforce, 太平洋研究院整理

上述竞争格局是在行业进入成熟期之后，经过长时间优胜劣汰的自然洗牌而形成的，这样的行业供应链格局较为稳定：前道供应链上供应商的份额都相对集中，平均利润

率接近，彼此之间的市场占比较为稳定，利益势力分布相对均衡。供应链新玩家很难切入，既有参与者之间通过恶性竞争相互争夺份额的意愿并不强烈。

一般来说，要打破并重塑这种业已形成的供应链平衡，需要产品端出现大的变化，比如说新的产品需求或新的产品类型的出现，以及天灾人祸带来的局部变化，本次新冠疫情的全球蔓延就是典型的此类变化因子所带来的行业突变：如我们前文所述，在线办公和教学需求的增长大幅提升了笔记本行业今年的市场需求，而头部品牌厂商在过去几年形成的行业话语权以及品牌地位，则使得其在争夺市场需求增量时处于更加有利的地位。春秋电子作为行业头部厂商联想的重要前道外观结构件的供应商，面对本轮疫情，有增量产能储备、有本地化供应优势，准备充分，是行业最佳的弹性标的。

2.2.2 天时地利兼备，核心客户份额成长叠加行业地位提升

新冠疫情的全球蔓延对笔记本电脑的需求和供给两方面均有影响，一方面，疫情拉动线上办公、娱乐的整体需求上涨，这是需求侧的提升；另一方面，在疫情初期的2月的国内，以及3-4月的欧美，笔记本制造的前道零组件供应端受到封城检疫的影响，部分组件供应商受到相当程度限制，无法像疫情前一样顺畅供应下游客户，这是供给侧的变化。需求侧用量大幅提升，但是供给侧不少供应商无法顺利供应，这为其他能够顺利供应的供应商提供了非常好的提升份额的机会，前文我们已经提及过，在行业洗牌充分，竞争格局稳定的笔记本供应链市场，“天灾人祸”往往是非常珍贵的改变行业供应格局的催化因子，值得庆幸的是，我们的深度标的，春秋电子准确地抓住了这次机会。

春秋的主要下游供应客户，是联想旗下的合肥联宝工厂，公司IPO项目在合肥的投建、以及本次疫情前已逐步达产，为春秋电子赢得了难能可贵的天时和地利：

- **天时：**如IPO项目的投资进度所示，公司过去两年以募集资金进行的精密结构件产能扩增项目正好于2019-2020年陆续建成投产。正常情况下，募投新增产能可能需要近一年左右的时间才能逐渐满产并完成客户导入，但是这次疫情的发生大幅减少了新增产能的下游导入时间，快速提升了春秋在核心客户中的市场份额。有一句老话叫“天道酬勤”，如果没有募投产能的增量与不断契合客户产品设计迭代的努力与准备，在大机遇到来时，亦是难有建树的，这是春秋之天时。
- **地利：**新冠疫情导致的封国封城轻则减缓生产与物流速度，重则阻断上下游供应

链物料交付，在此情况下，饱满的复工生产、尽可能顺畅的物流与本地化配套供应、必要的增量供应商，都成为终端品牌厂商非常时期对供应链的重要考量。春秋电子的子公司经纬电子及庐江博大均位于合肥，安徽是劳动力输出大省，本地化复工早于外来型用工的长三角与珠三角等地区，在核心客户的交付方面，由于都在合肥，本地化交付能力和物流相对顺畅，几乎不受疫情影响，而且联宝等重要客户生产季度亦在合肥，在核心客户订单需求量大幅提升时，快速实现了与之匹配的产品供应增长，这是春秋之地利。

综合以上，易见春秋电子在本轮疫情带动的行业激增下，倚仗自身产能、地域方面的布局优势，因势利导地完成了自身募投项目新增产能稼动率的提升，也提升了在关键客户联宝中的份额占比，这二者的正面影响并非短期，而将明确持续。疫情的全球延烧，不仅大幅改变了科技产业的供应模式，也改变了人类的生活方式，保持社交距离已经成为全球人类的普遍共识。

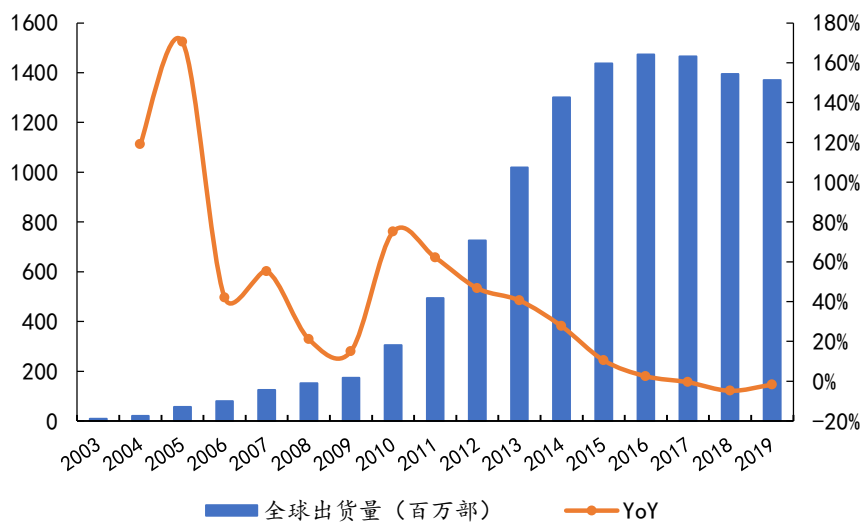
自网络时代开启以来最大的在家上班、远距离教学潮流已经开启，截至本文成文之时，国内虽然大部分企业已经复工，但中小学非毕业班的学生依然未完全复课；欧美情况则比较糟糕，新增确诊数始终无法有效控制。科技企业重地加州允许某些企业有限度复工，包括一些制造业。Tesla 执行长 Elon Musk 等少数企业高层主张重启经济，但大多数科技领导者都更加谨慎，Google 和 Facebook 已告知员工准备好 2020 年底前都待在家里工作。某些观点认为，全球正面临著将永远改变日常工作、沟通和娱乐方式的挑战，全球电子商务与教育的荣景趋势可能比想象的延续的更久，无论如何，这对于笔记本电脑行业的复苏或持续增长显然是有利因素。

3、国产笔记本供应链成长依托：智能终端品牌的横向切入

3.1、智能手机成长趋缓，国产品牌商寻求新的突破口

在经历了 2005-2015 年的快速渗透之后，全球智能手机市场渐趋饱和，加之近年来智能手机产品同质化严重、创新乏力，消费者的换机欲望相当低迷，使得智能手机的生命周期“被动”延长。据统计，自 2016 年起，虽然终端品牌厂商积极导入全面屏、多摄等创新功能应用，但智能手机出货量始终处于低增长甚至负增长状态。

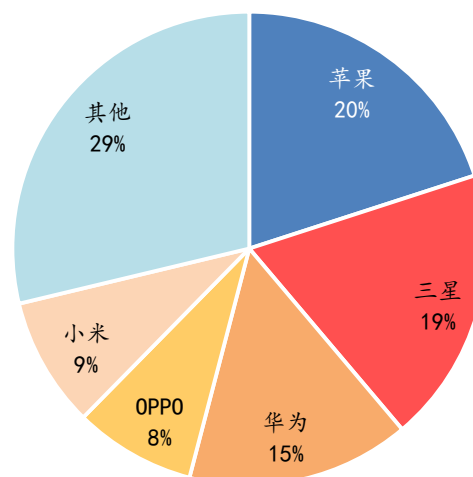
图表 19：全球智能手机出货量



资料来源：IDC，太平洋研究院整理

在智能手机行业进入存量博弈阶段之后，一线品牌厂商通过争夺既有市场份额仍维持了出货量的逐年增长，但存量市场份额的争夺终归存在天花板，从 IDC 统计的 2019 年第四季度手机出货情况可以看出，全球前六品牌厂商的市场份额已经接近 80%，在此基础上进一步扩大份额的难度可想而知。

图表 20：2019Q4 全球智能手机市场份额情况



资料来源：IDC，太平洋研究院整理

华为是我国本土民族品牌的骄傲，同时也是国产消费电子品牌的领头羊；小米作为港股上市公司，自身亦背负着投资者要求的持续成长压力。不管是为了企业发展壮大，还是从市场赋予的期冀考虑，它们都需要不断实现自我突破，在业绩增长的压力驱动

下，开拓增量产品市场成为国产品牌厂商的必然选择。

从当下品牌厂商的选择来看，可能导入的新的增量产品其实有限，包括可穿戴设备（TWS 耳机与 watch 目前较为成熟）、智慧电视、以及笔记本电脑等等，但笔记本电脑目前显然是品牌厂商的第一选择，相比于其他产品，笔记本电脑产品有几大优势：一，单品价值量较高，相较于其他产品，笔记本电脑产品价格区间跨度较大，高端产品价格能达到一万以上甚至更多，与智能手机非常相似。

二，笔记本的供应链体系与智能手机供应链重叠度很高，对于品牌厂与下游 ODM 厂商而言，操控与切入难度较低。

三，笔记本电脑虽然整体市场难见新的大增长，但是存量市场仍然很大，每年出货量无论好坏年景依然能维持在 1.4 亿台以上，作为这些品牌厂商以及 ODM 厂商而言是非常合适的备选切入口，销售额的拉动增量是立竿见影的。

与传统的笔记本电脑厂商相比，小米、华为等智能手机品牌厂商具备更广阔的客户群体和更完善的生态系统，各个产品线之间的销售渠道共享以及功能联动有助于增强客户粘性。另一方面，智能手机品牌厂商在过去几年抢占智能手机市场份额时，将外观创新作为竞争的着力点之一，对年轻消费者的审美喜好有着更为深入的理解，因此其笔记本电脑产品的外观往往更具现代感和科技感，更贴近 2C 市场消费者的需求。

图表 21：华为笔记本和手机多屏协同



资料来源：华为商城，太平洋研究院整理

图表 22：华为笔记本外观



资料来源：华为商城，太平洋研究院整理

除了外观设计，在把握消费者应用习惯与手机的联动功能创新上，华为小米等厂商也显然比传统笔记本更具优势，并且更加了解用户的应用需求与感受。包括多屏协同、跨屏操作、文件图片双向拖拽互传等等，这类跨屏跨系统的协同类软件设计很显然是

华为小米等手机品牌厂商最为轻车熟路的，而且如何结合智能手机使用者的易用习惯与操作模式进行结合，这类需求匹配传统的笔记本电脑厂商并不擅长，这种差异化体验，会成为智能终端厂商横向切入笔记本电脑市场，尤其是注重使用体验的 2C 端的竞争利器。

3.2、国产品牌的份额扩增将带动本土供应链前端同步成长

进军笔记本市场之后，华为、小米以及旗下子品牌荣耀、Redmi 已发布多款轻薄本和游戏本，在国内市场取得了斐然的成绩：（1）2018 年和 2019 年，华为 PC 出货量同比增长超过 330%和 200%，2018 年 5 月到 2019 年 5 月期间，华为和荣耀在国内笔记本市场的销售份额从 1.5%一路攀升至 13.9%；（2）2017 年 5 月，小米在国内轻薄笔记本的市场份额就达到了 14.7%，近两年亦保持了不错的成长，这可以从双十一战报窥见一二，2019 年双十一小米笔记本全平台单日销量突破 7.6 万台，相比 2018 年的 5.5 万台增长了 39%。

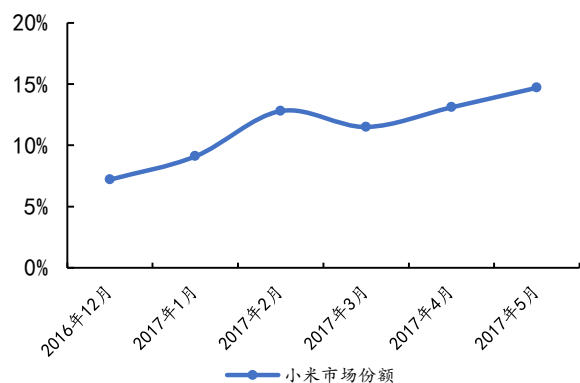
华为小米等新兴品牌虽然在国内笔记本电脑市场取得了喜人的成绩，但整体出货量与传统第一梯队品牌相比仍有差距：以华为为例，去年出货量约为 200-300 万台，而惠普、联想和戴尔等传统品牌厂商的出货量则超过 3000 万台。当下的差距意味着未来的成长空间，华为、小米等智能终端品牌在笔记本电脑端的上行增量非常明确。

图表 23：华为和小米已发布的笔记本电脑

品牌	型号	定位	尺寸	发布时间	价格
华为	MateBook	二合一笔记本	12"	2016年5月26日	¥ 4988起
	MateBook D系列	轻薄本	15.6"	2017年5月23日	¥ 6299起
	MateBook E系列	二合一笔记本	12"	2017年5月23日	¥ 4988起
	MateBook X	轻薄本	13"	2017年5月23日	¥ 7499起
	MateBook X Pro系列	轻薄本	13.9"	2018年2月25日	¥ 7988起
	MateBook 13系列	轻薄本	13"	2018年11月6日	¥ 4999起
	MateBook 14系列	轻薄本	14"	2019年4月11日	¥ 5699起
	MateBook D 14/15	轻薄本	14/15.6"	2019年11月25日	¥ 3999起
荣耀	MagicBook系列	轻薄本	14"	2018年4月19日	¥ 4999起
	MagicBook锐龙版系列	轻薄本	14"	2018年6月6日	¥ 3999起
	MagicBook Pro	轻薄本	16.1"	2019年7月23日	¥ 6199起
	MagicBook 14/15	轻薄本	14/15.6"	2019年11月26日	¥ 3899起
小米	小米笔记本Air系列	轻薄本	12.5/13.3"	2016年7月1日	¥ 3499/4999起
	小米笔记本Pro系列	轻薄本	15.6"	2017年9月11日	¥ 5599起
	小米游戏本	游戏本	15.6"	2018年3月27日	¥ 5999起
	小米游戏本八代增强版	游戏本	15.6"	2018年8月3日	¥ 6699起
	小米笔记本Pro GTX版	轻薄本	15.6"	2018年8月3日	¥ 6299起
	小米笔记本15.6系列	轻薄本	15.6"	2018年8月23日	¥ 3999起
	小米笔记本青春版	轻薄本	15.6"	2018年9月19日	¥ 4599
	小米游戏本2019款	游戏本	15.6"	2019年8月4日	¥ 7499起
Redmi	小米笔记本Pro 15增强版	轻薄本	15.6"	2019年10月21日	¥ 6999
	RedmiBook 14	轻薄本	14"	2019年5月28日	¥ 3999起
	RedmiBook 14 增强版	轻薄本	14"	2019年8月29日	¥ 3999起
	RedmiBook 14 锐龙版系列	轻薄本	14"	2019年10月18日	¥ 3499起
	RedmiBook 13	轻薄本	13.3"	2019年12月10日	¥ 4199起

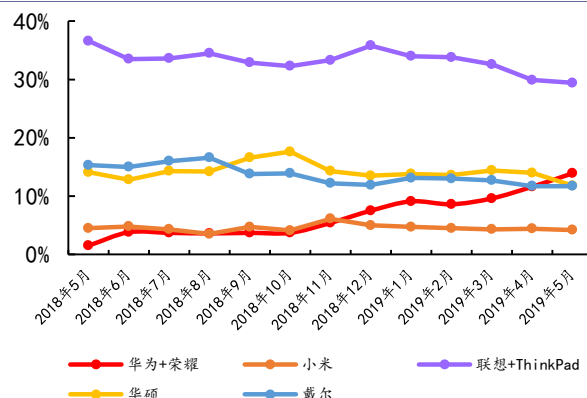
资料来源：太平洋研究院整理

图表 24：小米在国内轻薄笔记本的市场份额



资料来源：GFK，太平洋研究院整理

图表 25：国内笔记本市场品牌销量份额



资料来源：GFK，太平洋研究院整理

智能手机品牌厂商进入笔记本电脑领域的同时，闻泰、华勤等国内智能手机 ODM 龙头企业近几年也在笔记本电脑领域积极布局，已与海外老牌笔记本电脑产业链公司展开合作。如闻泰科技与微软合作推出了基于全新一代 ARM 架构的 Windows 笔记本电脑产品，并获得了微软 2019 年度“Innovative Modern PC”和“Microsoft ODM Partner”两项大奖；华勤则在 2016 年便与英特尔达成了战略合作协议，并在 A 轮融资中获得

了英特尔的入股。

图表 26：闻泰荣获微软 2019 年度两项大奖



资料来源：闻泰科技官网，太平洋研究院整理

与常规笔记本厂商相仿，华为、小米等国产智能手机品牌厂商在笔记本电脑的制造方面一般都采用 ODM 模式，但出于本土供应链的偏向，显然会更加倾向于闻泰、华勤等在手机领域已有多年合作经验、彼此熟悉的 ODM 企业。

而对于国内本土 ODM 厂商而言，类似于我们在章节 3.1 的分析，从智能终端切向笔记本同样是相对施行简易且快速扩大营收规模的极佳途径。从供应链地域归属的角度来看，华为小米等品牌从智能终端、可穿戴等产品向笔记本电脑市场的切入，其本质将影响并带动整个本土前道供应链，包括 ODM 制造与各类零组件供应商，逐渐侵蚀台系笔记本供应链厂商的市场份额。这样的替代过程过去几年在 PCB、连接器等多个领域都在上演。国内本土品牌强大的研发实力与蒸蒸日上的市场影响力是这一替代过程能在笔记本领域得以成功复制的最好背书。

毫无疑问，春秋电子作为目前国内排名前列的笔记本精密结构件供应厂商，将是这轮笔记本供应链本土化份额侵蚀与替代的明确受益方。从当下华为小米等品牌笔记本的外观造型来看，精湛的外观设计与流线的产品造型，对于外观结构件提出了很高的要求，春秋电子作为国内少数具备从模具设计制造到结构件产品生产一体化能力的公司，显然将是下游本土笔记本品牌厂与 ODM 厂商的第一选择。我们认为未来随着 HMOV 等国内品牌在笔记本领域逐渐渗透、成长，春秋电子有望与上游的品牌厂商实现共同成长。

4、盈利预测与评级：维持买入评级

当下的笔记本电脑行业，自去年下半年起，就在 win10 换机的带动下，呈现出明确的行业复苏；在今年初，因新冠疫情的全球蔓延所导致的在线办公、学习与娱乐使笔记本电脑的需求量大增，行业需求与景气度爆棚，一扫过去十年的阴霾。受此影响，春秋电子主营业务笔记本精密结构件在上半年呈现出极佳的成长弹性。

站在当前维度，在我们日常路演与交流的过程中，感受到很多投资者对公司的理解存在一定的误区：“认为公司今年的业绩成长主要是依托于行业的脉冲式增量（疫情），而且判定下半年随着全球疫情的受控，公司的景气成长将戛然而止”。这是一种非常狭隘的行业理解，春秋电子的成长，确实有行业需求因疫情大增带来的加成，但是不能忽视春秋电子自身在下游客户中占比的提升、新客户导入所带来的结构变化，以及未来本土笔记本电脑供应链对台系的侵蚀替代等真正对公司成长有持续性影响的正面因素。

毕竟春秋电子当前的全球市场份额占比也只有 8% 左右，在前述结构性与趋势性的因素推动下，其自身的常规成长弹性不应被忽视。而且当下公司只是专精于笔记本精密结构件这一赛道，作为上市公司，作为在模具制造领域有深刻造诣的行业翘楚，春秋电子如未来在汽车、其他智能终端等业务领域有新的开拓和建树的话，可以期冀的成长空间其实很大。

在以上假设的基础上，我们预测公司 2020-2021 年净利润有望达到 2.78、3.42、4.17 亿，当前股价对应 PE 23.62、19.15 和 15.74 倍，维持公司买入评级。

5、风险提示

（1）笔记本全球供应链因疫情再度抬头导致封禁卡顿出现供给受阻；（2）全球笔记本电脑行业复苏程度低于预期；（3）国内本土品牌华为、小米、Oppo 等在笔记本领域的成长拉动不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	550	474	626	758	1,188	营业收入	1,775	2,019	2,751	3,574	4,128
应收和预付款项	699	819	914	1,229	1,247	营业成本	1,451	1,623	2,195	2,848	3,284
存货	303	449	513	599	619	营业税金及附加	13	7	17	28	28
其他流动资产	206	89	90	102	98	销售费用	32	31	40	63	68
流动资产合计	1,757	1,831	2,144	2,688	3,152	管理费用	67	77	167	223	235
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	(4)	6	15	26	26
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	14	(11)	12	14	14
固定资产	501	804	920	1,033	1,150	投资收益	6	2	0	0	0
在建工程	151	143	157	179	190	公允价值变动	(0)	2	0	0	0
无形资产	46	78	78	78	78	营业利润	135	180	323	395	482
长期待摊费用	5	11	8	2	2	其他非经营损益	4	(5)	4	8	8
其他非流动资产	84	32	45	52	40	利润总额	139	175	326	403	490
资产总计	2,543	2,898	3,352	4,033	4,611	所得税	31	19	49	60	73
短期借款	426	425	468	489	521	净利润	109	156	278	342	416
应付和预收款项	655	895	1,007	1,320	1,461	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	109	156	278	342	417
其他负债	52	52	73	77	67	预测指标					
负债合计	1,132	1,372	1,548	1,887	2,049		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	192	274	274	274	274	毛利率	18.2%	19.6%	20.2%	20.3%	20.5%
资本公积	820	745	745	745	745	销售净利率	6.1%	7.7%	10.1%	9.6%	10.1%
留存收益	399	507	785	1,127	1,544	销售收入增长率	2.0%	13.8%	36.2%	29.9%	15.5%
归母公司股东权益	1,411	1,526	1,804	2,146	2,563	EBIT 增长率	(31.1%)	25.2%	80.7%	22.1%	19.9%
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)	净利润增长率	(32.1%)	43.4%	78.2%	23.3%	21.6%
股东权益合计	1,411	1,526	1,804	2,146	2,562	ROE	0.08	0.10	0.15	0.16	0.16
负债和股东权益	2,543	2,898	3,352	4,033	4,611	ROA	0.06	0.06	0.10	0.10	0.11
现金流量表(百万)						ROIC	0.20	0.13	0.20	0.21	0.22
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	0.28	0.41	0.72	0.89	1.09
经营性现金流	33	168	220	299	588	PE (X)	60.39	42.09	23.62	19.15	15.74
投资性现金流	(684)	(214)	(110)	(179)	(182)	PB (X)	4.65	4.30	3.64	3.06	2.56
融资性现金流	91	62	43	12	24	PS (X)	3.70	3.25	2.38	1.84	1.59
现金增加额	(556)	25	153	132	430	EV/EBITDA (X)	16.92	18.09	12.66	9.86	7.43

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。