

证券研究报告

电子零部件制造



领益智造

002600

审慎增持 (维持)

平台型供应商雏形成，精密龙头上下游延伸再腾飞

2020年10月20日

市场数据

市场数据日期	2020-10-19
收盘价(元)	12.44
总股本(百万股)	7042.00
流通股本(百万股)	1890.75
总市值(百万元)	87602.53
流通市值(百万元)	23453.25
净资产(百万元)	12209.88
总资产(百万元)	29547.9
每股净资产	1.73

主要财务指标(单位:百万元)

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23916	28116	37247	49773
收入同比(%)	6%	18%	32%	34%
归属母公司净利润	1894	2597	3584	4762
净利润同比(%)	379%	37%	38%	33%
毛利率(%)	22.8%	23.8%	23.7%	23.4%
净利率(%)	7.9%	9.2%	9.6%	9.6%
ROE(%)	16.3%	15.5%	17.6%	18.9%
每股收益(合并报表口径, 最新摊薄: 元)	0.93	1.28	1.76	2.34
每股经营现金流(合并报表口径, 最新摊薄: 元)	1.48	0.80	2.04	1.53

相关报告

《产业链布局加速优化,募投助力高增长可期》2020-07-31
《产业结构优化升级,新领益产业链协同优势尽显》2020-04-30
《业务结构加速优化升级,持续高增长可期》2020-02-29

分析师:

谢恒

xieheng@xyzq.com.cn

S0190519060001

姚丹丹

S0190519120001

投资要点

- 公司是全球精密功能和结构件龙头，是 A 客户支柱性供应商。2018 年通过反收购上市，后切入国内安卓客户供应链，公司现原上市公司业务已逐渐梳理清晰，东方亮彩上半年成功扭亏，展现公司优秀的管理和整合能力。
- 品牌终端厂商加大对供应链的管理，公司作为龙头受益显著。精密功能件小而杂，公司作为龙头既能深度参与客户项目开发设计，又能提供平台型解决方案，优势日益显著。5G 手机对防水防尘和散热要求更高，精密功能结构件 ASP 将有 10%+提升，手机换机潮和智能穿戴产品兴起给行业带来的增量红利，加上安卓客户的放量，公司主业未来预计继续保持高增长。
- 公司立足主业开启上下游延伸道路，收购赛尔康模组化布局再下一城。公司沿着产业链上下游布局，向上布局整合磁材等材料业务，向下发展七大模组作为未来营收新支柱，收购赛尔康掌握 SMT 和 FATP 技术，公司模组化之路有望打开新篇章。
- 今年 7 月底领益已经全面接管赛尔康采购&业务，赛尔康各亏损项目逐步止损，协同效应逐渐显现，公司已完成非公开发行，定增资金将用于向上游扩充磁材等材料产能，向下游扩充模组组装产能，加快实现公司智能终端部件平台型解决方案提供商的发展战略，新领益将迎来腾飞。
- 根据公司的经营情况，我们微调盈利预测，预计 2020-2022 年营业收入分别为 281、372、498 亿元，同比增长 18%、32%、34%，归母净利润为 26、36、48 亿元，同比增长 37%、38%、33%，给予“审慎增持”评级。

风险提示：5G 手机销量不及预期，商誉减值幅度超预期，收购赛尔康整合进度低于预期，汇率波动的风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、围绕客户全方位布局，精细化管理盈利能力强.....	- 4 -
1.1、精密功能件龙头借壳上市，产业布局进一步完善.....	- 4 -
1.2、公司主业盈利能力强，轻装上阵业绩迎来反转.....	- 6 -
2、兼具系统组装的平台供应商雏形，深度绑定龙头客户.....	- 8 -
2.1、沿主业布局上下游产业链，平台型供应商雏形已成.....	- 8 -
2.2、深度绑定龙头终端厂商，经营管理优势造就竞争力.....	- 11 -
2.3、5G 时代手机销量迎来拐点，智能穿戴打开零部件厂商天花板.....	- 14 -
3、业务板块持续优化，极大发挥产业链协同优势.....	- 17 -
3.1、收购充电器龙头赛尔康，开启模组器件的发展之路.....	- 17 -
3.2、定增加大投入磁性材料业务，模组化产品之路再下一城.....	- 20 -
4、磁材和亮彩成功扭亏，新领益腾飞在即.....	- 22 -
5、风险提示.....	- 23 -

图目录

图 1、领益智造发展史.....	- 4 -
图 2、领益智造股权结构及主要业务（截至 2020 年 10 月 3 日数据）.....	- 5 -
图 3、领益智造收入保持高速增长.....	- 6 -
图 4、领益智造各板块收入占比.....	- 6 -
图 5、领益科技自身毛利率长期高于 30%.....	- 7 -
图 6、公司精密功能及结构件业务毛利率较高.....	- 7 -
图 7、公司三费占比稳中有降.....	- 7 -
图 8、公司研发费用投入快速增长（百万元）.....	- 7 -
图 9、领益科技盈利能力强（百万元）.....	- 8 -
图 10、智能终端行业分类.....	- 9 -
图 11、领益智造开启上下游延伸之路.....	- 11 -
图 12、领益科技产品研发流程.....	- 12 -
图 13、A 公司严格管理供应商体系.....	- 12 -
图 14、领益智造核心竞争力.....	- 13 -
图 15、5G 推动下 2020 手机销量同比转正.....	- 14 -
图 16、手机市场集中度逐年提高（百万部）.....	- 14 -
图 17、三星 NOTE10 5G 版本采用堆叠主板节约空间.....	- 15 -
图 18、A 客户手机领益科技产品 ASP 涨幅远高于手机单价涨幅.....	- 15 -
图 19、智能穿戴市场分类.....	- 16 -
图 20、智能穿戴市场增速迅猛.....	- 16 -
图 21、AirPods Pro 内部极度精密.....	- 17 -
图 22、2019 年智能穿戴市场发货量占比.....	- 17 -
图 23、赛尔康工厂和办事处分布.....	- 18 -
图 24、赛尔康产品.....	- 18 -
图 25、充电器行业上下游产业链.....	- 18 -
图 26、全球有线/无线充电器市场（亿美元）.....	- 18 -
图 27、赛尔康财报数据（百万欧元）.....	- 19 -
图 28、奥海科技财报数据（百万人民币）.....	- 19 -
图 29、快充发展史.....	- 20 -
图 30、公司实现产业链一体化布局.....	- 22 -

表目录

表 1、领益科技五大类产品生产流程及代表产品.....	- 10 -
表 2、募投的精密金属加工项目产品设计产能占预估的市场容量.....	- 21 -
表 3、各板块盈利预测(百万元).....	- 23 -
附表	- 24 -

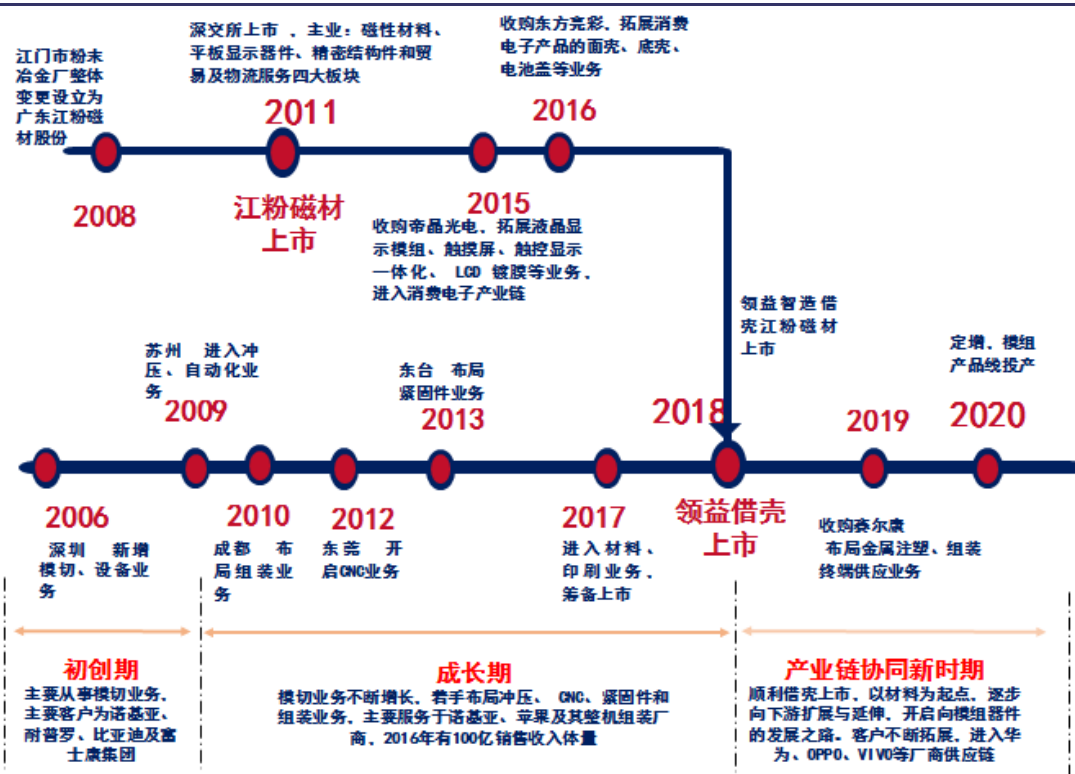
1、围绕客户全方位布局，精细化管理盈利能力强

1.1、精密功能件龙头借壳上市，产业布局进一步完善

领益智造是全球领先的精密功能件及结构件制造企业，公司上市前身为领益科技，后借壳江粉磁材上市。2006 年曾芳勤女士创办领益科技，公司从模切业务着手，通过不断增资加大经营积累和合并整合，陆续布局冲压、CNC、紧固件和组装等业务，公司目前模切、冲压和 CNC 业务全球前三，注塑结构件出货量第一。

原上市公司江粉磁材主业为磁性材料，2015 年收购帝晶光电增加了显示及触控模组业务，进入消费电子产业链，2016 年收购东方亮彩进一步增加了在消费电子零部件产业链的布局。2018 年领益科技借壳江粉磁材上市，并接手了原上市公司的磁材等相关业务，更名为领益智造。2019 年，领益智造收购赛尔康，全球化布局再下一城。

图 1、领益智造发展史



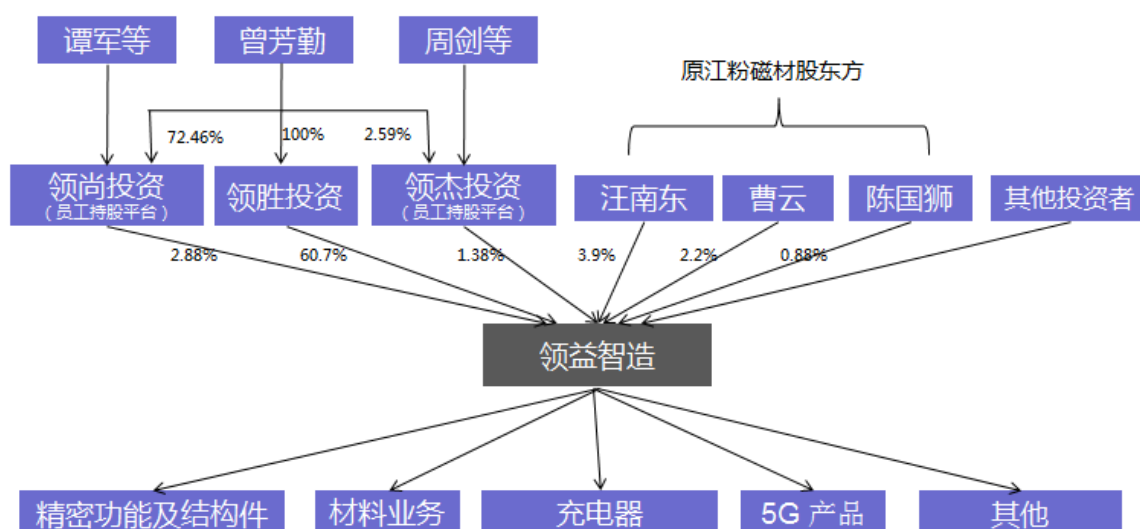
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

领益智造创始人和实际控制人是曾芳勤女士，最大股东是曾芳勤 100% 持股的领胜投资，领胜投资和公司的两个员工持股平台（领尚投资+领杰投资）构成一致行动人关系。通过员工持股计划，深度绑定公司的中高层管理层，激励效果良好。公司

拥有制造业中少有的国际化的管理团队，核心管理人员相对稳定。公司重视研发，重视自动化和信息化体系建设，凭借从自动化设备的设计、开发、制造的全产业链能力，深入布局一线客户供应链。

公司主要客户涵盖 A 客户、三星、华为、OPPO、VIVO 和小米等全球主要手机厂商及亚马逊谷歌等海外知名企业，根据 2019 年年报，公司前五大客户收入占比将近 40%，公司打造以高端装备为基础，整合核心材料、精密结构零组件，为客户提供关键功能模组及整机的系统集成及软件服务的一体化服务平台。

图 2、领益智造股权结构及主要业务（截至 2020 年 10 月 3 日数据）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年 6 月，公司公告收购全球领先的充电器、适配器的开发商和制造商 Salcomp Plc（赛尔康）100% 股权，宣布公司开始正式向产业链下游延伸，进军模组板块。2020 年 1 月，领益公告拟将持有的全资子公司帝晶光电 100% 股权（赛尔康股权除外）和广东江粉高科技产业园 100% 股权转让给安徽帝晶，领益和安徽帝晶及其股东不存在关联关系，公司不再持有帝晶光电及江粉高科股权。

公司一方面转出与精密功能及结构件业务协同较差的触控业务，非核心业务不断瘦身，另一方面，积极往下游模组整机板块布局，收购赛尔康标志着领益逐渐从零件供应商升级成为模组供应商。领益以材料为起点，逐步向功能件、结构件、次组装、模组件、自动化等方向扩展与延伸的产业路径逐渐清晰。

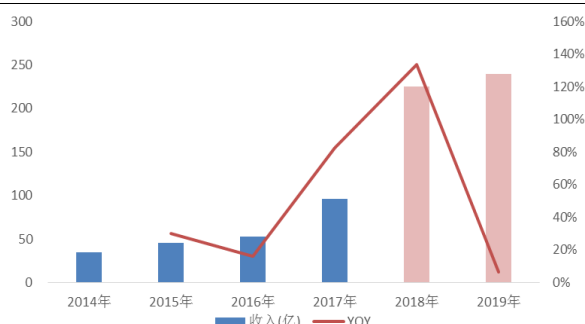
公司全球化布局完善，在印度、巴西和越南等新兴电子制造国家均有工厂布局。通过收购赛尔康的海外工厂，领益智造完成其在印度和巴西的生产基地布局，目前公司全球生产基地有 30 个，其中 25 个生产基地在国内，5 个在海外，公司另有 9 个海外服务中心，就近服务海外客户。

1.2、公司主业盈利能力强，轻装上阵业绩迎来反转

手机和智能穿戴为代表的下游消费电子景气度的持续上升，加上业务条线不断扩充，领益智造收入一直保持高速增长。2019 年公司收入 239 亿元，2014 年-2019 年公司营收复合增速高达 40%，收入规模不断壮大。

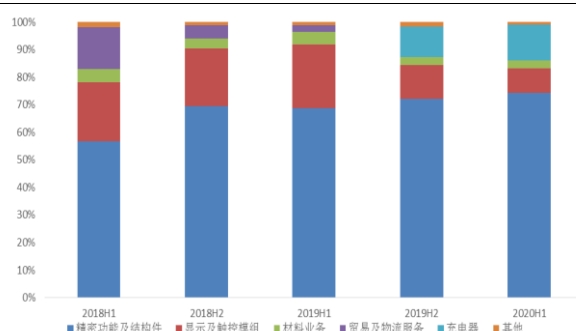
受益于公司不断开拓新客户和借壳后与原上市公司客户群体的相互导入，公司精密功能及结构件业务保持持续高速增长，此外，公司相继剥离协同性较差的触控、贸易和部分磁材业务，制造业主营业务收入份额占比不断上升，2020 年 H1 公司精密功能及结构件业务收入占比达 74%，赛尔康的充电器业务收入占比一跃提升至 13%，成为仅次于公司收入第二大板块。

图 3、领益智造收入保持高速增长



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：2018 年前采用领益科技数据

图 4、领益智造各板块收入占比

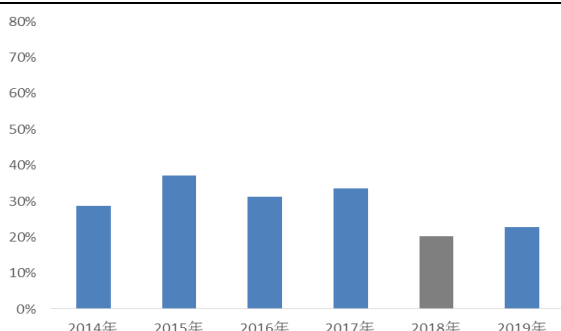


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：2018 年后采用上市公司领益智造数据，故毛利率低于 30%

公司的精密功能及结构件业务以 A 客户占比为主，A 客户产业链毛利率普遍高于行业平均水平，加上公司超强的经营管理水平和高自动化率，公司核心业务板块——精密功能及结构件毛利率保持在 25% 左右，目前拖累毛利率的显示及触控模组业务和材料业务已经逐渐剥落或精简，后续公司整体的毛利率有望继续上升。

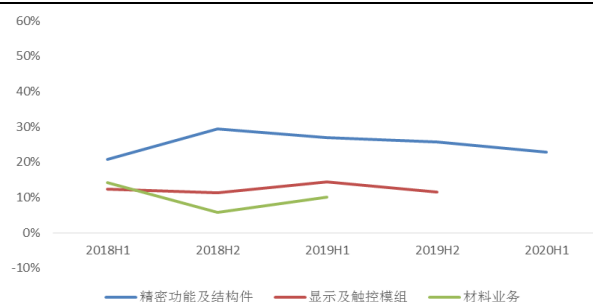
手机等智能终端高端化趋势明显，中高端手机性能上对防水、无线充电、散热等性能的要求越来越高，外观上手机 OLED 屏化、精密化、超薄化也成为手机升级的主要趋势。下游产品升级对功能及结构件的技术升级和精密加工及组装能力提出更高的要求，中小厂商逐渐被边缘化，公司作为精密功能及结构件的龙头厂商之一，毛利率极大地受益于产品升级。

图 5、领益科技自身毛利率长期高于 30%



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司精密功能及结构件业务毛利率较高

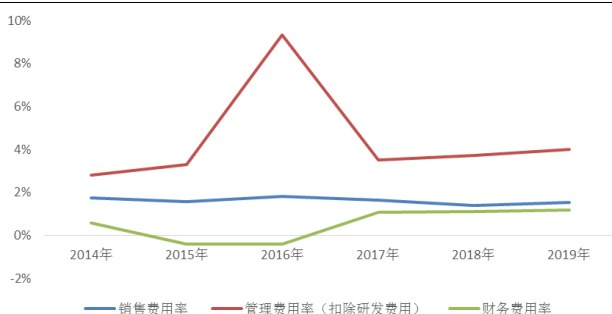


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司注重制造智能化，管理费用率下行推动三费收入占比稳中有降。公司采取事业部制管理制度，统一管理，采购、生产、销售，以客户管理 IT 化，供应链管理信息化，车间智能数字化为原则，推行降本增效、减少报废等管控措施，推行自动化、优化人力，成效显著，管理费用率持续下行（2016 年管理费用率大幅增加主要因为当年股权激励费用 3.2 亿元）。

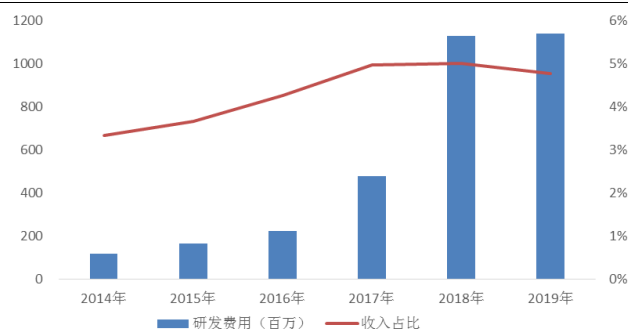
保持研发费用高投入，铸就持久竞争力。公司下设工研院与各个 BG/BU 共同识别研发方向，不断强化模具设计及加工制造能力、产品研究及开发能力、自动化设计及制造能力。公司研发费用从 2014 年的 1.16 亿增长到 2019 年的 11.4 亿元，研发费用收入占比也从之前的 3.3% 提高到 5% 左右。

图 7、公司三费占比稳中有降



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司研发费用投入快速增长（百万元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

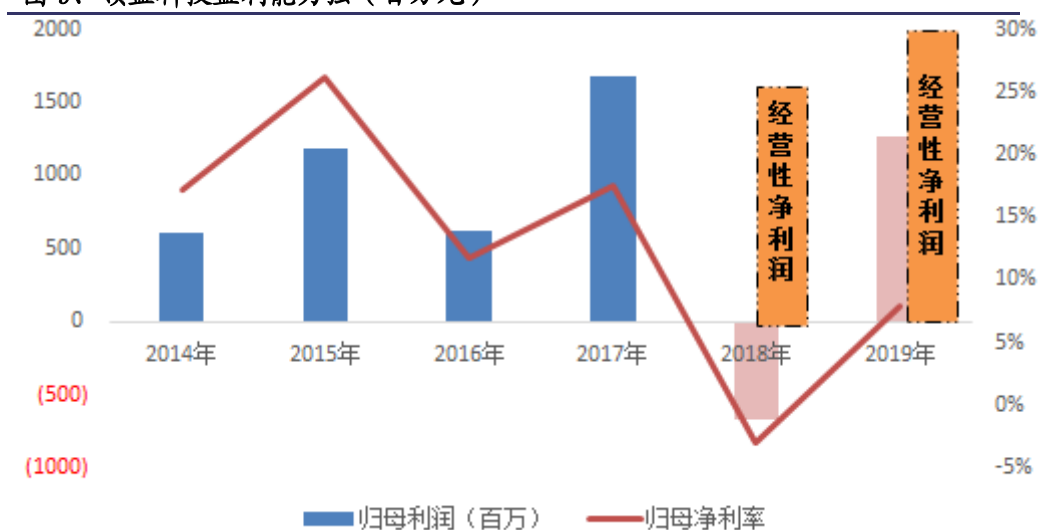
2018 年领益智造公司业绩亏损主要由于原上市公司业务风险拖累。领益智造 2018 年净利润亏损 7.46 亿，主要由于原壳公司体系内的公司先后发生了金立事件和大宗商品贸易预付款事件，带来资产减值损失和公允价值变动损益拖累上市公司净利水平。公司针对问题及时披露了相关信息和细节、加强完善内控制度、协调内部管理，理顺供应链。

2019 年上市公司的业绩出现明显恢复，内部管理改革成效明显。2019 年领益智造归母净利润 19 亿，同比+381%，净利率 7.9%，剔除子公司东方亮彩补偿股票的

回购注销和商誉减值影响，领益智造主业制造业经营净利润 20 亿元，较上期增长 23.15%，经过 2-3 年对队伍的调整，公司反收购后对原上市公司业务梳理成效显著，协同效应逐渐显现。已形成了稳定的领益文化团队。今年 9 月，公司公告注销东方亮彩原股东因业绩承诺未完成应补偿的股份，后续公司业绩将免受非经营性因素拖累。

公司原领益科技业务净利率一直保持较高水平，2019 年公司领益科技板块实现归母净利润 24.64 亿元，较上年同期增长 23.5%，2020 年上半年领益科技板块归母公司净利润 9.2 亿元，较上年同期增长 5.9%，东方亮彩板块成本管控效果突显，实现扭亏为盈，实现经营净利润 3280 万元，较上年同期大幅增长。

图 9、领益科技盈利能力强（百万元）



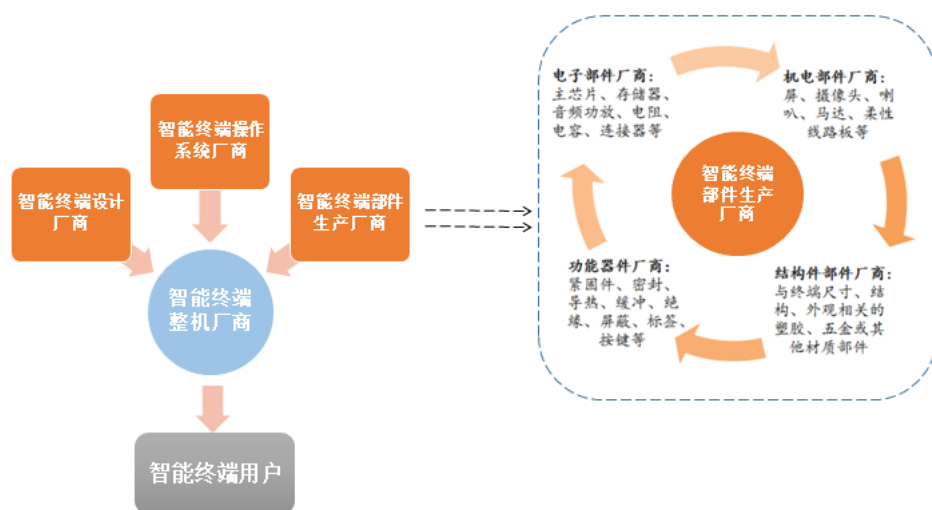
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、兼具系统组装的平台供应商雏形，深度绑定龙头客户

2.1、沿主业布局上下游产业链，平台型供应商雏形已成

智能终端部件厂商是智能终端生产环节重要一环，部件生产厂商主要可以分为电子部件厂商、机电部件厂商、结构件部件厂商及功能器件厂商四大类。精密功能器件厂商主要提供各类实现特定功能的产品，功能器件直接影响智能终端部件的性能、质量。结构件厂商主要提供高尺寸精度、高表面质量、高性能要求的起保护和支承作用的、与终端尺寸、结构、外观相关的塑胶或五金部件。

图 10、智能终端行业分类

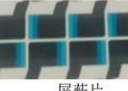
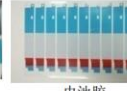
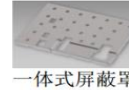


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

精密功能件和结构件业务在智能终端产品的价值链体系中位于产业链条的上游，在整个消费电子产业链条中属于配套加工性质，其制造工艺繁杂，定制生产、更新速度快，是智能终端产品必备的重要构成部件，其品质优劣直接决定了下游产品的性能、质量和使用寿命。

领益作为国内精密功能及结构件企业，主要产品包括模切产品、CNC 产品、冲压件、紧固件和组装产品等五大类，共上万个细分型号，主要代表性产品有光学胶、泡棉、声学丝网、EMI、导热类产品、手机金属外观件、金属屏蔽罩、紧固件等。

表 1、领益科技五大类产品生产流程及代表产品

产品名	生产流程	应用
模切	<pre> 分切 → 复合 → 精密模切 ↓ 包装 ← 检验 </pre>	 屏蔽片  光学胶  泡棉  转轴布  橡胶垫片  屏蔽片  电池胶  声学丝网
CNC	<pre> 原材料 → 胚料 → 清洗 → CNC铣 ↓ 振动研磨 ← 清洗 ← 喷砂 ← 清洗 ↓ 镭射打标 → PVD → 自动外观全检 → 包装出货 </pre>	 按键系列  镜头环系列
冲压	<pre> 原材料 → 冲压 → 清洗 → 焊接 ↓ 包装出货 ← 自动在线检测 </pre>	 焊接工艺屏蔽罩  一体式屏蔽罩  金属手机内置结构件  声学模组五金结构件  金属件与胶、泡棉组合零件
紧固件	<pre> 圆棒 → 拉花 → 车床加工 → 研磨 ↓ 外观全检 ← CCD尺寸全检 ← 烘干 ← 超声清洗 ↓ 包装出货 </pre>	 螺母类  螺丝类  车制件类
组装	<pre> 来料 → 清洗 → 焊接 → 热熔 ↓ 贴合 ← 铆压 ← 固化 ← 点胶 ↓ 自动全检 → 自动包装 </pre>	 指纹环模组  支撑板

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

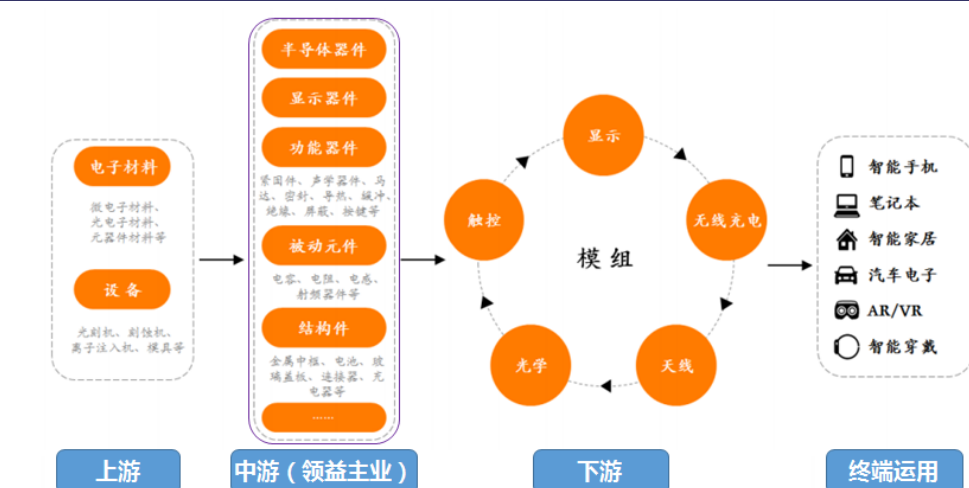
就精密功能器件和结构件而言，其上游包括不锈钢、铜、铝、铜箔等金属材料及双面胶、泡棉、热熔胶、导电布、网纱、石墨、保护膜及离型材料及部分生产制造设备，种类繁多，选择面广，其成本占比稳定。原材料大部分由领益自行采购，部分供应商由终端品牌客户指定或建议的范围内选择。

下游应用主要是消费类电子产品领域、汽车领域和家电领域，公司是向包括零部件供应商和组装厂商（或终端品牌）供应产品，偏定制化需求。消费电子终端品牌集中度较高，其供应链体系内供应商的大规模供货能力、供货稳定性以及订单响应速度要求较高。相对来说，知名终端品牌给供应商的订单比较稳定，为供应商的长期稳定生产奠定基础。

精密功能器件行业解决了以成本为导向的标准化生产上游材料厂商和以多样化、定制化为导向的下游消费电子产品整机代工厂/组件生产商需求之间的矛盾，使整个电子生产产业链运行的效率更高。领益科技作为龙头精密功能及结构件提供商，由于对上游采购体量大，材料商竞争充分，公司与供应商的合作中通常拥有较强的议价能力，此外，公司凭借其高端为主的客户结构，因此在下游端能获得高于行业平均的产品单价。

领益智造以精密功能件为轴心，通过并购开启上下游延伸之路。领益在深耕精密功能件和结构件市场的基础上，一方面利用原江粉的磁材业务向上游材料端和设备端不断延伸布局，另一方面收购充电器龙头赛尔康，往组装产业延伸，进一步整合产业资源，发挥协同效应在增强客户粘性的同时，为客户提供多维度服务。

图 11、领益智造开启上下游延伸之路

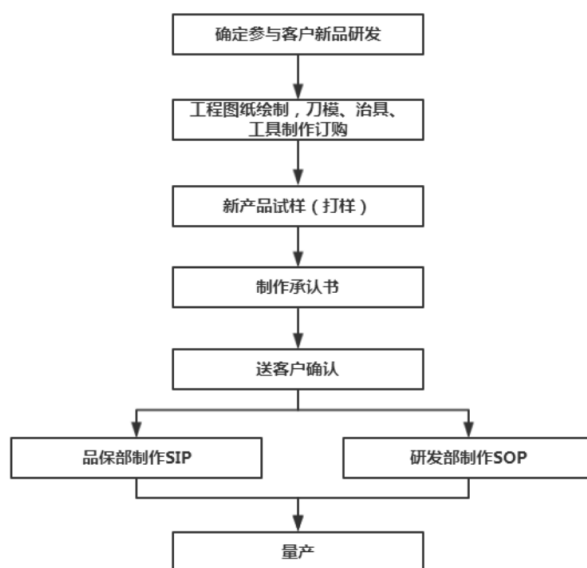


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、深度绑定龙头终端厂商，经营管理优势造就竞争力

精密功能器件订单一般具有批量小、次数多、交货周期短的特点。国内功能件和结构件厂商数量多，拥有全制程生产能力的厂商数量少。不同于纯加工型的标准件加工商，领益科技作为龙头企业，凭借丰富生产设计经验和材料数据库，能深度参与下游知名终端品牌客户的前端设计，与下游厂商相互协同合作，针对终端新产品中提出的功能需求，提供相关产品，再根据客户提供的未来几周的销售预测和生产计划进行生产。

图 12、领益科技产品研发流程

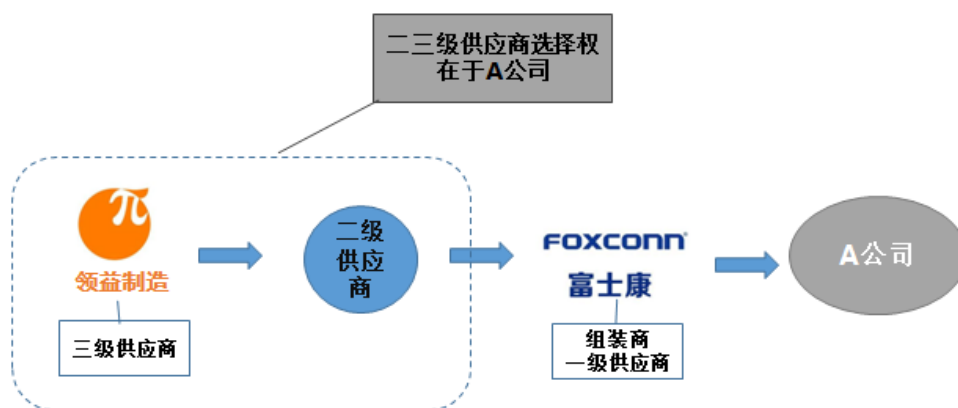


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

领益科技不断的投入和经营积累铸就了其业务、资产、技术、客户资源优势。公司早年就凭借技术优势进入了准入把控最严的 A 客户的供应商产业链，而且近年在 A 客户的来料号品类和份额占比不断上升，这足以证明其产品的强大竞争力。其后续相继进入其他主流安卓系手机厂商，既是主流手机客户选择了领益，也是领益选择了主流手机厂商。

主流厂商选领益科技是必然的选择。下游手机厂商已经进入品牌化时代，品牌手机厂商也仿效 A 品牌，跳过 EMS 组装厂商，加强对零部件供应链的整合管理。终端品牌在对供应商的选择上从单纯的价格因素转为产品质量、及时供货能力、快速反应能力、整体配套能力等综合因素的评估，小供应商逐步被排挤，智能终端品牌集中度的提升最终带来上游零部件行业集中度提升。

图 13、A 公司严格管理供应商体系

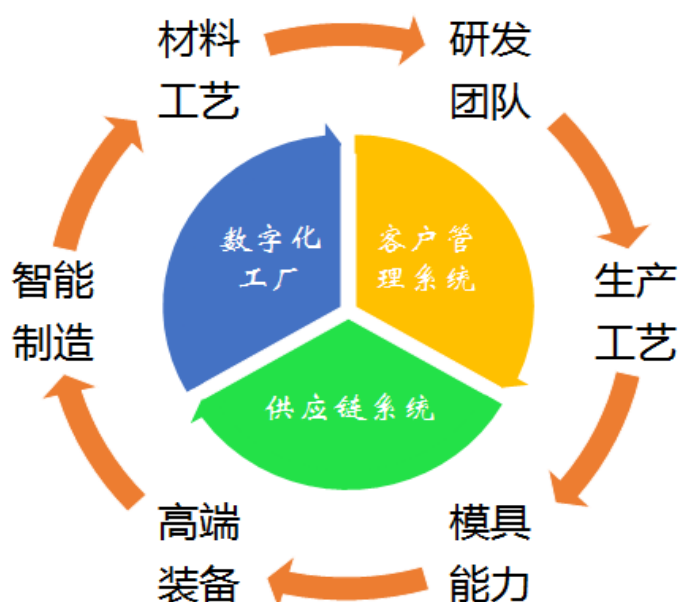


资料来源：百度图库，兴业证券经济与金融研究院整理

领益作为全球领先的精密功能和结构件企业，拥有强大的研发、生产、管理、技术和规模等优势，子公司深圳领略数控具有强大的研发实力，结合客户具体需求、产品特性、生产工序中的难点、新产品更新换代趋势，自主研发了多款先进生产设备，主要包括圆刀模切机、激光圆刀机、CCD 尺寸检测机、摆线针轮减速机等，大大提高了生产的自动化水平，降低成本并提高了良率，使领益智造在自己所处的行业长期并将持续保持较强的竞争力。

主流手机厂商对零部件高性能的要求也对企业的生产技术、精度和快速反应能力提出更高要求。领益在全球多地建立了多个完整的研究生产基地，就近服务客户，设备精良、产品种类丰富，协同效应显著，大的生产规模和持续供货能力优势显著，能保质、高效和及时的满足单个客户对不同型号产品和众多客户的订单需求。

图 14、领益智造核心竞争力



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

领益逐步覆盖主流手机厂商也是必然。以 A 客户为主的领益科技收购接手的帝晶光电、东方亮彩和赛尔康业务，后者的主要客户即包含韩系、OPPO、VIVO 和华为等国内外主流的安卓厂商。业务整合后，领益科技和被收购公司相互切入对方的客户供应链，平滑了 A 客户下半年发布主机型带来生产的季节性生产波动，也摆脱了对单一大客户的依赖。

布局深耕主流客户，领益保持绝对优势的壁垒。大客户一方面能给公司带来大量可持续的订单，主流客户特别是 A 客户也能引导领益更好的投资把握风口，另一方面，同一客户的多品类供应能增加客户黏性，协同效应显著，配合默契程度提高后也能获得更多产品和料号订单。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

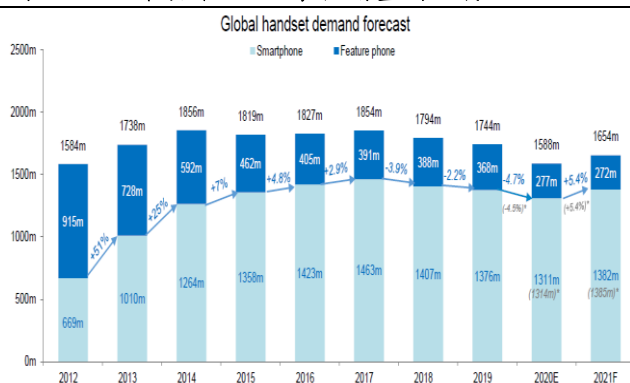
公司对 A 客户从手机的功能件业务切入，后续进入 pad、iwatch、mac 的供应链，此外，公司目前也是 TWS 的金属小件主力供应商名单，这是长期深耕布局核心客户的回馈，也是终端品牌客户优化供应商管理的最佳方案。此外，公司当下的精密功能件业务已经全面进入各大安卓品牌的手机供应链，苹果业务中从手机到穿戴逐个突破的路径在安卓系客户是完全可复制的，未来公司持续增长的天花板会不断被突破。

2.3、5G 时代手机销量迎来拐点，智能穿戴打开零部件厂商天花板

5G 的大容量、高速度、低时延给物联网的全面兴起完善了场景，5G 手机将继续担任先行排头兵。参考 4G 手机两年内国内渗透率从 10% 提高到 60%+，5G 手机将在 2021-2022 年迎来销量的爆发性增长，相关的上游产业链预计会在明年迎来革命性变革。

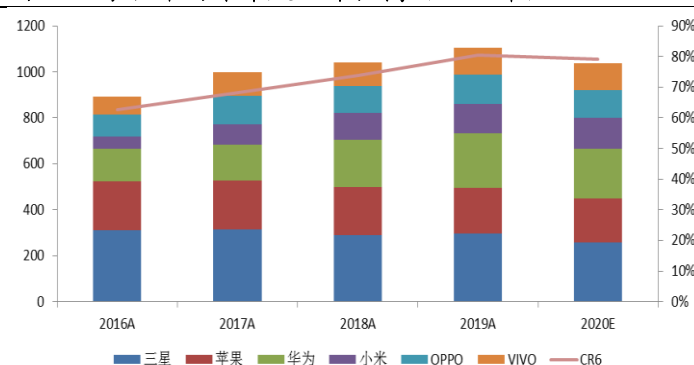
根据 GFK 的报告，2021 年全球智能手机销量将达到 5.1 亿部，同比+37%，全球手机销量近三年来销量同比首次转正。就手机品牌商结构来说，集中度逐年提高，2016 年-2020 年智能手机市场 CR6 从 63% 提高到 80%，供应商进入前六大手机品牌的产业链即覆盖了全球 80% 的手机市场。

图 15、5G 推动下 2020 手机销量同比转正



资料来源：GFK，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、手机市场集中度逐年提高（百万部）

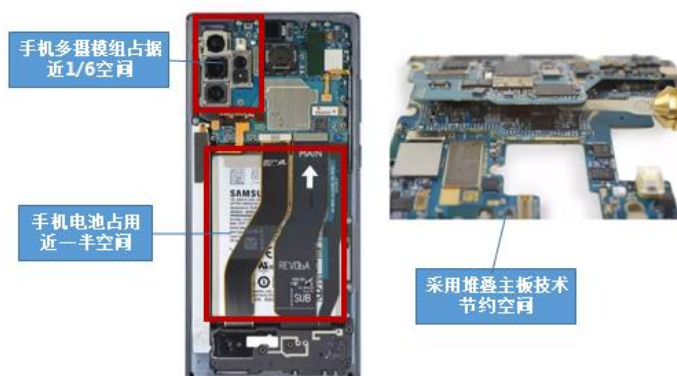


资料来源：GFK，兴业证券经济与金融研究院整理

疫情不影响 5G 手机渗透率的快速提升进程。根据 GFK 的预测，2020 年全球 5G 手机销量将达到 2.18 亿部，占当年智能手机总销量的 17%，2021 年 5G 手机全球销量将达到 5.1 亿部，同比+37%，中国是 2020 年 5G 手机的主要拉动国，2020 年 5G 手机中国销量 1.54 亿，占全球销量的 70.6%，

除了越来越多的摄像头和越来越大的电池挤占手机内部空间外，5G 毫米波将需要比 4G 更多的硬件，而在便携性和易操控性的尺寸极限下，手机尺寸接近极限。而 5G 手机的芯片处理能力将提升至现行的 5 倍，耗电力则会增至 2.5 倍，电池占用空间也会越来越大。手机内部结构将更加紧凑复杂，电磁干扰、散热等问题急需解决。

图 17、三星 NOTE10 5G 版本采用堆叠主板节约空间

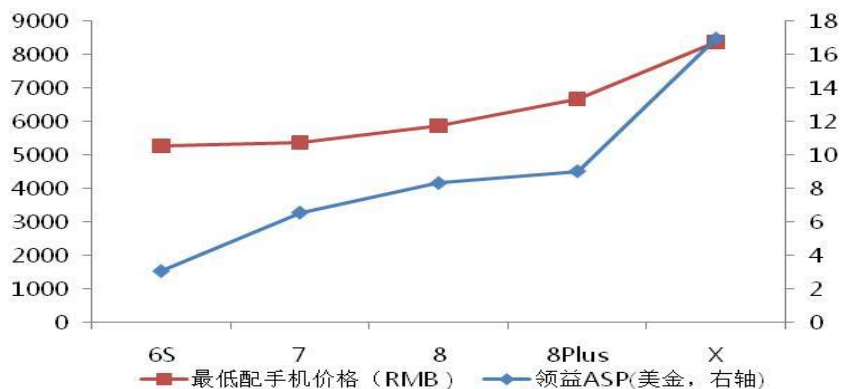


资料来源：百度图库，兴业证券经济与金融研究院整理

紧凑结构趋势下高端品牌手机对空间都是“能省则省”，对零部件也不例外。5G 高端手机零部件会趋向定制化设计，零部件供应商要更深层次的参与终端厂商的设计，这远远超出小的加工厂的能力。领益智造作为龙头零部件供应厂商，一方面可以通过领略数控设计生产设备，另一方面公司凭借多年的生产经验，柔性化生产，可以快速响应订单，实现短时间内交付。除了精密化趋势外，5G 手机散热需求升级、防水防尘升级、OLED 快速渗透和无线充电等趋势都给零组件市场带来单机 ASP 持续提高的新契机。

以 A 客户为例，由于供应料件数量增加、实现新功能（如防水透气、快速散热等）的料件价格较高，导致每部手机应用的领益科技产品的总金额随着机型的更新换代不断增加，从 iPhone 6S 的 3.11 美元增长到 iPhone X 的 16.94 美元。在手机零组件工艺难度和产品结构复杂化的趋势下，高性能的单件产品价格也会较之前的产品有较大的提升，行业强者恒强，公司作为零组件龙头企业将迎来量价齐升。根据产业链调研，同系列 5G 手机的精密功能结构件的 ASP 比 4G 手机增长 10%+。5G 换机潮对领益的精密功能结构件业务的营收拉动将在明后年持续兑现。

图 18、A 客户手机领益科技产品 ASP 涨幅远高于手机单价涨幅



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

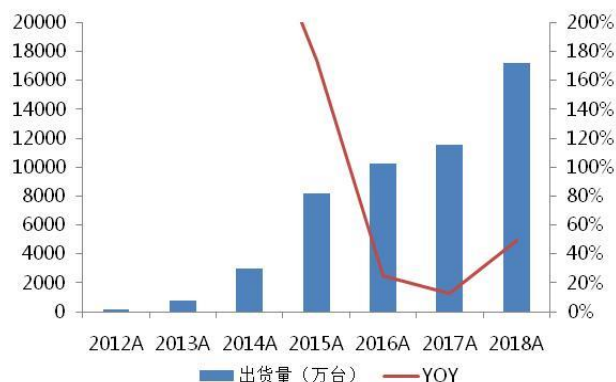
可穿戴设备将在 5G 时代大放异彩，对精密功能和结构件的需求大幅增加。由于可穿戴设备需要通过软件支持以及数据交互、云端交互来实现，5G 网络的加快部署让智能穿戴的多种应用场景的实现成为可能。根据 IDC 的数据，2019 年全球可穿戴设备的出货量达到 3.37 亿部，至 2023 年全球可穿戴设备的出货量将增加至 4.82 亿部，市场空间广阔。

以 TWS 耳机为例，2016 年，全球 TWS 耳机出货量不足千万套，到 2019 年前三季度，全球 TWS 耳机出货量达到 7750 万套，全年同比增速将近 100%。手机厂商出品的 TWS 都支持其语音助手，以出门问问为代表的智能 TWS 蓝牙耳机更是智能交互式智能产品，TWS 耳机作为人机交互的新节点成为 2019 年智能消费终端领域的黑马，未来智能手表和 VRAR 等智能眼镜均有望成为下一个爆品。

图 19、智能穿戴市场分类



图 20、智能穿戴市场增速迅猛



资料来源：前瞻经济研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：前瞻经济研究院，IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

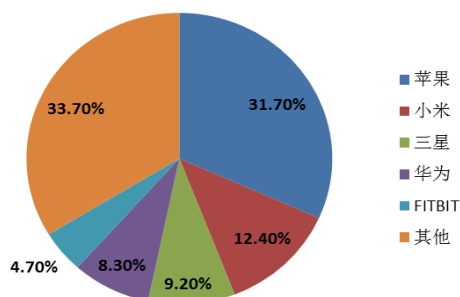
智能穿戴产品对便捷性要求高，小型化、轻便化是基本要求。以 AirPods Pro 耳机为例，耳机+充电盒重量不足 60g，却内含数百个元器件和上千个料号，内部极度精密，其复杂程度远超传统有线耳机，不断推陈出新的智能穿戴产品有望成为零部件厂商的新增长点。

智能穿戴市场目前主要龙头多为智能手机厂商，一方面在手机创新空间收窄背景下快速增长的智能穿戴能给公司发展打开新空间，另一方面两类产品不管从材料、生产工艺、销售渠道和消费群体几方面看都高度重叠，另外，智能穿戴产品大多需要手机才能连上网，注定要与智能手机等设备形成联动生态，手机厂商做智能穿戴有天然的协同优势。智能手环先锋 Fitbit 被后起的小米手环迅速赶超也验证了智能穿戴市场终将是手机厂商主导的市场。根据 IDC 的数据，2019 年可穿戴设备发货量 TOP5 中，4 个皆为主流手机厂商品牌。

图 21、AirPods Pro 内部极度精密



图 22、2019 年智能穿戴市场发货量占比



资料来源：电子发烧友，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

领益科技曾凭借其在 A 客户里多年的积累顺利进入 A 客户的 TWS 产品诸多料号供应商名单，并目前承接的料号还在不断增加，目前公司收入中穿戴收入占比已经超过 10%，随着安卓客户的智能穿戴产品的功能及结构件产品的订单的陆续导入。公司作为深度覆盖大部分主流手机厂商的零部件龙头供应商，会是智能穿戴盛宴中率先受益。

3、业务板块持续优化，极大发挥产业链协同优势

3.1、收购充电器龙头赛尔康，开启模组器件的发展之路

公司重点发力的 7 大核心模组，打造集团营收新支柱。公司立足原有精密功能和结构件的客户，不断的扩大产品线渗透率，加大模组产品的研发和推广力度，公司目前深度布局的模组条线包括软包配件、充电模组、无线充电、马达模组、转轴机构、散热模组和射频器件，公司收购赛尔康，充电模组和无线充电模组业务预计将率先实现突破。

赛尔康成立于 1973 年，1983 年被诺基亚收购，1999 年从诺基亚旗下分拆出去，目前仍是诺基亚的充电器供应商。赛尔康销售、研发和生产分布于全球各地，总部位于芬兰 Salo，生产基地位于中国深圳和贵港、印度钦奈和诺伊达以及巴西马瑙斯。目前深圳是最大的生产基地。2017 年公司产能为 5.4 亿只充电器。

公司目前是全球领先的充电器、适配器的开发商和制造商，主要客户包含现今世界上所有的大型手机及平板电脑品牌及制造商，包括三星、苹果、华为、OPPO、VIVO、小米、SONY、LG、惠普、戴尔等，赛尔康其他类电子设备包含如笔记本电脑、网关、路由器、机顶盒、照明设备等。

赛尔康中国工厂专业生产功能手机、智能手机、平板电脑、笔记本、蓝牙耳机、机顶盒、POS 机、数码摄像机及其它电子设备的适配器和充电器，其中深圳工厂主要生产 A 客户产品，贵港工厂生产非 A 客户产品。印度工厂专业生产功能手机

和智能手机充电器，巴西工厂生产用于功能手机、智能手机、平板电脑，笔记本电脑及其它电子设备的适配器和充电器，以及生产电池和数据连接线。全球分布和三大独立生产基地还可实现高效产量分配，从而降低客户成本。

图 23、赛尔康工厂和办事处分布



资料来源：百度图库，兴业证券经济与金融研究院整理

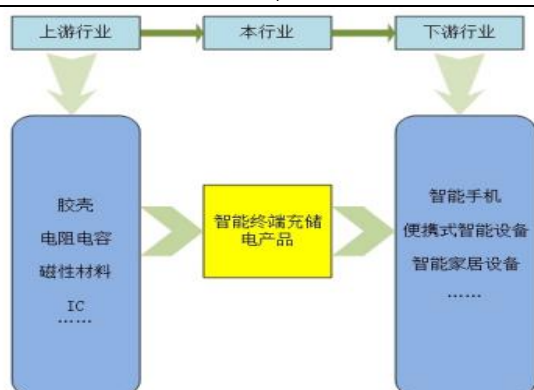
图 24、赛尔康产品



资料来源：官网，兴业证券经济与金融研究院整理

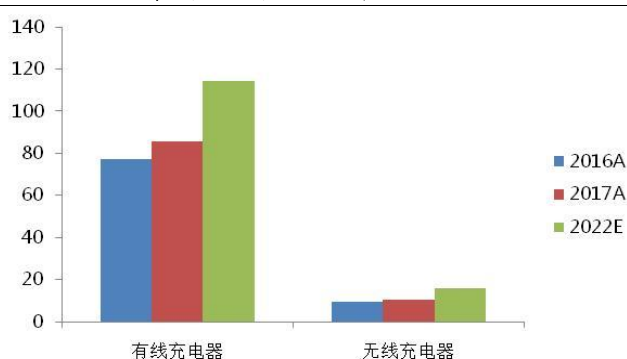
根据 BCC Research 的数据，2017 年全球有线充电器市场规模为 85.49 亿美元，其中，普通充电器市场规模 68.22 亿美元，占比为 79.80%；快速充电器市场规模为 17.27 亿美元，占比为 20.20%。无线充电器市场规模为 10.58 亿美元。到 2022 年有线和无线充电器市场规模分别为 114 亿美元和 15.6 亿美元，CAGR5 分别为 6%和 8.1%，智能终端充储电产业在智能终端消费市场的推动下未来将继续保持快速增长。

图 25、充电器行业上下游产业链



资料来源：奥海科技招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、全球有线/无线充电器市场（亿美元）



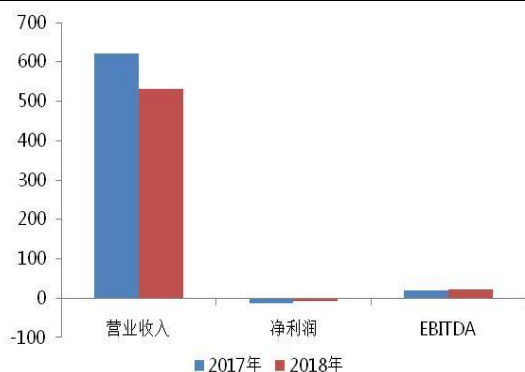
资料来源：BCC Research，兴业证券经济与金融研究院整理

赛尔康近几年连续亏损，一方面由于生产产品所需的主要原材料市场价格上涨影响所致，另一方面，赛尔康原管理团队的管理能力有进一步提升的空间。赛尔康 2017 年和 2018 年 EBITDA/收入分别为 3.1%和 4.3%，同为充电器龙头之一的奥海科技的同期数据分别为 6.9%和 8.1%，奥海科技 2019 年 H1 净利率为 8.1%，相比于奥海科技，赛尔康盈利能力提升的空间很大。

领益智造 2019 年先后宣布收购赛尔康和光宝印度子公司，光宝印度子公司主要业务从事移动电话模具、组装线设计、制造与销售，正好与赛尔康的印度工厂业务一致，收购扩充了赛尔康印度工厂的产能，二者相互协同，方便统一管理。

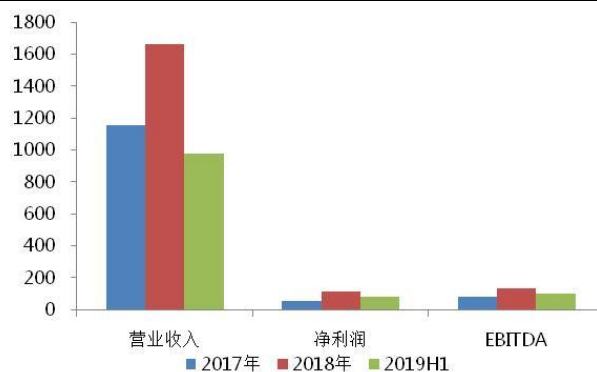
智能终端充储电产品生产厂商上游是胶壳材料、电阻电容材料、磁性材料、IC 材料等各类元器件提供商，除了 IC 材料外其他上游材料大多处于充分竞争的状态，且直接材料成本占比大，规模效应明显，领益科技一直以管理见长，赛尔康与领益主业的协同性明显，赛尔康在领益的统一管理下，有望迅速扭亏实现盈利。而对于领益来说，赛尔康作为充电器全球龙头企业，覆盖的核心消费电子客户超过领益自身，通过本次收购，领益可以完善生产基地全球化的布局，在增强对现有客户服务力度，增加客户黏性的同时，导入更多新的客户。

图 27、赛尔康财报数据（百万欧元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、奥海科技财报数据（百万人民币）

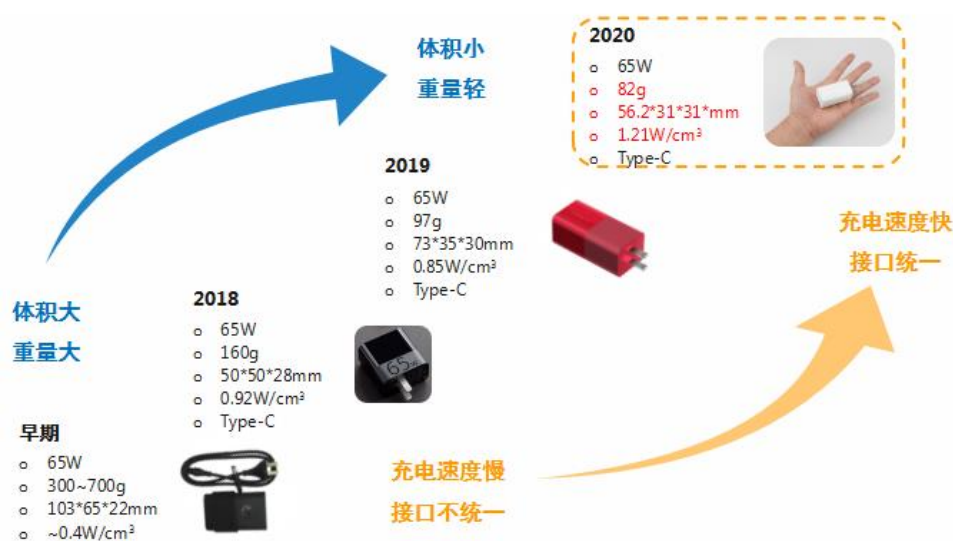


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2015 年 OPPO “充电 5 分钟，通话两小时”，开启手机快充时代。由于 5G 手机内部空间更紧张，电池体积升级已到瓶颈，快充技术让用户在电量不足时可以在很短的时间内充到较大的电量，是对应续航问题的重要解决办法，传统的手机快充采用硅 MOSFET，快充速度越快，充电头体积越来越大，不便于推广，目前主流手机厂商都高度重视快充技术。

氮化镓相比传统硅基半导体能实现低损耗和高开关频率，降低导阻带来的发热的同时减小变压器和电容的体积，氮化镓充电器成为各大品牌推广新机的一大重要看点。赛尔康作为全球充电器龙头，在快充技术的积累上优势显著，根据产业链调研，目前公司的高功率快充交货在即。

图 29、快充发展史



资料来源：电路城，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，收购赛尔康对领益来说意义非凡。目前随着智能终端产品的料号不断增加，终端品牌客户为降低供应链管理难度，趋向于减少零部件采购数量，未来零部件更多的将以组件或模组的形式交货。收购赛尔康使公司全面具备了 SMT 和 FATP 的能力，标志着公司在实现产品线的扩充和延伸的同时，顺利开启模组器件的发展之路，

3.2、定增加大投入磁性材料业务，模组化产品之路再下一城

磁性材料是电子工业的重要基础功能材料，广泛应用于家电、消费电子、汽车电子、工业电源、通信等领域。目前，我国是永磁铁氧体生产第一大国，每年生产世界 70-80% 左右的磁体，但主要生产中低档产品，70% 的高性能永磁铁氧体仍主要依靠从日韩、欧美进口。

近几年随着电动汽车、无线充电、NFC 等新兴领域的发展，磁性材料产业发展两极化，家电和 IT 等传统下游所需的中低端市场竞争激烈，新兴领域高性能磁材占比逐年提高。公司接手江粉磁材业务中铁氧体中低端产品占比较大，盈利能力较差。

2020 年公司成功发行定增募投电磁功能材料项目，项目完成后，公司将形成实现年产 1.24 万吨高性能磁性材料和 5932 万平方米模切材料（包含纳米晶、吸波材、离型膜及双面胶）。此外，公司当下模切原材料主要是外购形式，本项目的模切原材料均用于内部公司模切产品的生产。

采用自产方式能节约采购成本，降低采购风险，提高生产效率和交货速度。而募投的高性能磁性材料的生产与原有的产品技术存在互通性，并且部分产品已经通

过打样，并实现小批量生产。未来公司的磁性材料业务将实现产品升级和应用领域拓展，生产力和产品附加值均能得到提高。

此外，本次募投的部分资金将用于精密金属加工项目，项目完成后公司将形成实现年产 4000 万套汽车马达结构件、2 亿只电源插头配件、5 千万套无线充电模组和 5800 万套电脑及手机散热管。

表 2、募投的精密金属加工项目产品设计产能占预估的市场容量

具体产品名称	下游应用	市场容量	产品设计产能	占比
汽车马达结构件	汽车	300,000.00	4,000.00	1.33%
插头（插PIN）	智能手机	280,000.00	20,000.00	7.14%
无线充电模组	无线充电	80,000.00	5,000.00	6.25%
散热模组	智能手机+PC+平板	180,450.00	5,800.00	3.21%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

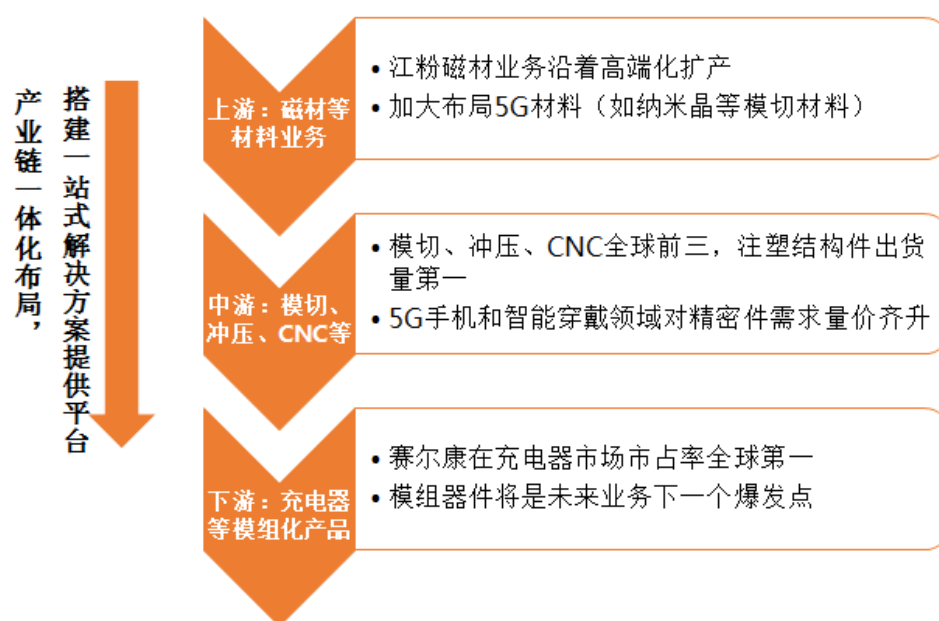
十三五期间驱动电机市场规模达千亿，新能源汽车将为电机行业带来新的机遇。公司的磁材业务一直有为部分电机厂商如德昌电机和万宝至马达等提供磁材，本次扩产新增的汽车马达结构产品可以借原有的磁性材料业务切入汽车产业链，极大的发挥协同效应，丰富了客户群体的多样性，增强上市公司盈利能力。

在手机内部结构紧凑化和防水需求升级的趋势下，无线充电省去充电孔和连接器，装置较易达到完全防水，也能节省手机内部空间。iphone8/X 推出无线充电后，市面上中高端机型争相模仿。除了手机，无线充电也在智能家居和智能穿戴等领域快速发展。本次扩充也能提高赛尔康的产能，抓住无线充电潮流红利。

5G 手机由于金属盖板影响信号，原有的石墨加金属背板散热技术使用受限，华为首款 5G 手机 Mate 20 X 5G 采用石墨烯+超薄均热板组成的新型散热系统，散热材料的单价和用量在 5G 时代均实现翻倍增长，据前瞻产业研究院预估，手机散热市场增速在 2019~2022 年有望提升至年平均复合增长率 26%。公司本次募投散热模组，零部件单机价值量将持续提升。

此次募投的无线充电模组和散热模组是公司从单一的智能终端零部件向模组化产品升级的重要跨越，标志着公司加快实现兼具系统组装能力的平台型供应商的发展战略。此外，公司在键盘、pad 和其他产品的扩充上也成果显著，我们预计未来的 2-3 年公司系统组装业务将逐渐兑现，公司业务新引擎发力在即。

图 30、公司实现产业链一体化布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、磁材和亮彩成功扭亏，新领益腾飞在即

2018 年领益由于相继出现“预付款”事件和大客户金立破产事件，严重拖了当年的业绩。2019 年以曾芳勤女士为代表的管理层迎难而上，积极排查风险，对原江粉磁材模块的部分业务进行关停并转等调整，大力推行降本增效等管控措施，加大自动化力度，降低了成本和费用，提高了生产和管理的效率，构建了良好的业务发展势头和业绩增长前景。

公司顺利转让帝晶光电及江粉高科股权进一步优化业务结构，业务条线进一步理顺，聚焦发展主业，聚焦产业链的一体化协同发展。东方亮彩今年上半年已经实现扭亏为盈，经营净利润 3280 万元，整合效果显著，目前赛尔康印度和巴西工厂受疫情影响，整合进度受一定拖累，今年 7 月底领益已经全面接管赛尔康采购&业务，各亏损项目逐步止损，协同效应逐渐显现，新领益将迎来腾飞。

投资建议：

根据公司的经营情况，我们微调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 281、372、498 亿元，同比增长 17.6%、32.5%、33.6%，归母净利润为 26、36、48 亿元，同比增长 37.1%、38.0%、32.9%，给予“审慎增持”评级。

表 3、各板块盈利预测(百万元)

百万元 RMB	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、精密功能及结构件	14504	17295	22266	29615	37198
<i>YOY</i>		19.2%	28.7%	33.0%	25.6%
<i>毛利率</i>	25.9%	26.5%	26.0%	25.7%	25.5%
二、显示及触控模组	4786	3982	0	0	0
<i>YOY</i>		-16.8%	-100.0%	0	0
<i>毛利率</i>	11.7%	13.2%	0	0	0
三、磁材及贸易	3039	845	945	1305	1650
<i>YOY</i>		-72.2%	11.9%	38.1%	26.4%
<i>毛利率</i>	10.5%	-14.8%	14.0%	15.0%	16.0%
四、充电器	0	4439	4439	5327	6925
<i>YOY</i>		!	0.0%	20.0%	30.0%
<i>毛利率</i>	!	13.0%	14.0%	16.0%	16.0%
五、其他(2021 和 2022 年考虑模组)	318	466	466	1000	4000
<i>YOY</i>		46.5%	0.0%	114.6%	300.0%
<i>毛利率</i>	11.9%	30.9%	30.9%	18.0%	20.0%

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

5G 手机销量不及预期;
 商誉减值幅度超预期;
 收购赛尔康整合进度低于预期;
 汇率波动的风险。

附表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16706	23793	34186	48442	营业收入	23916	28116	37247	49773
现金	3468	8430	15609	22985	营业成本	18474	21436	28412	38133
应收账款	6791	9124	11225	15089	营业税金及附加	177	208	272	363
其他应收款	377	636	639	1087	营业费用	363	422	559	747
预付账款	74	59	85	124	管理费用	959	1209	1490	1991
存货	3626	4435	5140	7424	财务费用	280	271	194	200
其他流动资产	2369	1109	1489	1733	资产减值损失	-1233	200	350	350
非流动资产	10612	10759	9663	8838	公允价值变动收益	955	50	0	0
长期投资	149	101	134	128	投资净收益	-18	40	20	20
固定资产	6345	6153	5456	4718	营业利润	2220	3042	4171	5541
无形资产	807	1009	1134	1298	营业外收入	15	19	18	18
其他非流动资产	3311	3495	2938	2694	营业外支出	34	41	21	21
资产总计	27318	34551	43849	57280	利润总额	2202	3020	4168	5538
流动负债	13331	14115	17670	23469	所得税	311	393	542	720
短期借款	4724	4475	5500	7500	净利润	1891	2627	3626	4818
应付账款	6026	7216	9301	12594	少数股东损益	-3	30	42	55
其他流动负债	2582	2423	2869	3375	归属母公司净利润	1894	2597	3584	4762
非流动负债	2326	3565	5678	8493	EBITDA	3482	4201	5280	6654
长期借款	1161	2661	4661	7361	EPS (合并报表: 元)	1.11	1.28	1.76	2.34
其他非流动负债	1165	904	1017	1131					
负债合计	15658	17680	23348	31961	主要财务比率				
少数股东权益	41	71	112	168	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	1709	2031	2031	2031	成长能力				
资本公积	6800	9185	9185	9185	营业收入	6.3%	17.6%	32.5%	33.6%
留存收益	3306	5561	9145	13908	营业利润	467.7%	37.0%	37.1%	32.8%
归属母公司股东权益	11619	16801	20388	25151	归属于母公司净利润	378.6%	37.1%	38.0%	32.9%
负债和股东权益	27318	34551	43849	57280	获利能力				
					毛利率 (%)	22.8%	23.8%	23.7%	23.4%
					净利率 (%)	7.9%	9.2%	9.6%	9.6%
					ROE (%)	16.3%	15.5%	17.6%	18.9%
					ROIC (%)	17.1%	18.7%	26.0%	30.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	57.3%	51.2%	53.2%	55.8%
					净负债比率 (%)	38.9%	41.5%	44.4%	47.1%
					流动比率	1.25	1.69	1.93	2.06
					速动比率	0.96	1.34	1.61	1.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.97	0.91	0.95	0.98
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	3.23	3.24	3.44	3.48
					每股指标 (最新摊薄: 元)				
					每股收益 (合并报表)	0.93	1.28	1.76	2.34
					每股经营现金流 (合并报表)	1.48	0.80	2.04	1.53
					每股净资产 (合并报表)	5.72	8.27	10.04	12.38
					估值比率				
					P/E	13.34	9.73	7.05	5.31
					P/B	2.17	1.50	1.24	1.00
					EV/EBITDA	25	21	17	13

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2997	1624	4148	3104
净利润	1891	2627	3626	4818
折旧摊销	981	887	914	912
财务费用	280	271	194	200
投资损失	18	-40	-20	-20
营运资金变动	-654	-2387	-957	-3341
其他经营现金流	481	265	392	535
投资活动现金流	-3737	-232	197	-226
资本支出	1547	0	0	0
长期投资	50	-55	40	-8
其他投资现金流	-2141	-288	237	-234
筹资活动现金流	2085	3570	2834	4499
短期借款	1265	-249	1025	2000
长期借款	1118	1500	2000	2700
普通股增加	-1	322	0	0
资本公积增加	-65	2385	0	0
其他筹资现金流	-231	-389	-191	-201
现金净增加额	1386	4962	7179	7376

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn