

# 深科技 (000021.SZ)

## ICT 及安可潜力被低估，业绩拐点在即

**全球排名前列的电子产品研发及制造服务商。**深科技 1985 年成立，控股股东和实际控制人为中国电子。公司成立至今积累了 34 年的生产制造经验，在全球范围拥有国内外 9 个研发制造基地，同时在 10 多个国家或地区设有分支机构。公司为全球客户提供电子产品研发及制造，同时兼具领先的智能手机制造厂商、中国先进的 DRAM/flash 封装测试企业、知名的智能电表及控制系统出口企业和知名的半导体存储模组制造企业于一身，已经连续多年位居 MMI 全球 EMS（电子信息制造服务）行业排名前列。

**业务丰富齐全涵盖多个领域，覆盖完整全产业链服务。**公司的业务范围涵盖了计算机与存储、通讯及消费电子、半导体、商业与工业、医疗器械、计量系统、自动化、汽车电子、物联网等多个领域。此外，公司业务范围还覆盖了制造、供应链、物流、系统解决方案等全产业链服务。

**建立多个产业基地，产能充分释放后带来增量业务。**公司目前的产能情况为：1) 智能手机：深圳彩田产业园年产智能手机 5000 万台；2) 智能电表：累计出口高端智能电表 4400 万台；3) 半导体存储模组制造：年产 3000 万片；4) DRAM/flash 封装测试：月产能 4500 万颗。2017 年以来，公司在各地拓展产业基地，其中，重庆基地预计 2019 年投产，投产 5 年后达产，达产后年收入 33 亿元；东莞基地首期项目建成后将形成年产 18000 万颗 WBGA、3600 万颗 eMCP、1800 万颗 LGA（指纹芯片）封装业务。桂林基地 19 年 8 月投产，预计一期产能 200 万台/月，全部建成后预计形成产能 400-500 万台/月。

**携手华为已久，有望受益于华为手机高增长。**公司与华为的业务合作关系由来已久，目前目前主要集中在手机通讯业务领域的手机生产制造服务。近年来，随着华为手机在全球的市场份额不断攀升，出货量稳定增长，公司作为华为产业链的企业，有望充分受益于华为手机的高增长。

预计公司 2019-2021 年的营收分别为 181.2 亿元、212.5 亿元、259.9 亿元，归母净利润分别为 6.8 亿元、9.0 亿元、11.7 亿元，对应当前的 PE 值分别为 26.6 倍、20.1 倍、15.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**竞争加剧的风险、下游客户增速不及预期、汇率发生波动、人力成本上升、境外经营的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14,210	16,061	18,119	21,254	25,988
增长率 yoy (%)	-5.7	13.0	12.8	17.3	22.3
归母净利润（百万元）	541	530	680	898	1,168
增长率 yoy (%)	152.4	-2.1	28.3	32.1	30.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.37	0.36	0.46	0.61	0.79
净资产收益率 (%)	9.7	8.9	10.4	12.2	13.8
P/E（倍）	33.4	34.1	26.6	20.1	15.5
P/B（倍）	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1

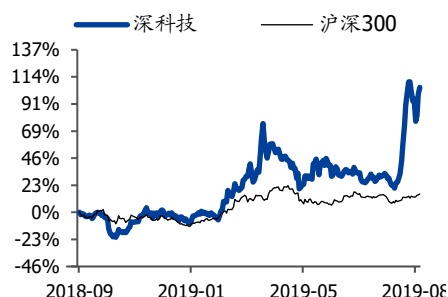
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	电子制造
最新收盘价	12.62
总市值(百万元)	18,567.29
总股本(百万股)	1,471.26
其中自由流通股(%)	99.87
30 日日均成交量(百万股)	78.34

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaocang@gszq.com

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	11,210	10,086	11,307	12,171	13,961
现金	6,805	5,803	6,476	6,503	7,032
应收账款	1,626	1,542	2,082	2,169	3,029
其他应收款	73	0	126	15	148
预付账款	67	59	70	62	86
存货	1,648	2,195	2,083	2,925	3,185
其他流动资产	990	487	470	497	481
<b>非流动资产</b>	5,390	5,453	5,671	5,790	5,918
长期投资	824	1,000	1,120	1,230	1,330
固定投资	2,438	2,567	2,560	2,447	2,394
无形资产	230	573	656	744	850
其他非流动资产	1,897	1,313	1,336	1,370	1,344
<b>资产总计</b>	16,599	15,539	16,978	17,962	19,879
<b>流动负债</b>	10,398	9,010	9,872	9,992	10,764
短期借款	7,838	6,714	7,276	6,995	7,136
应付账款	1,479	1,709	1,840	2,314	2,753
其他流动负债	1,081	586	756	682	875
<b>非流动负债</b>	272	143	143	143	143
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	272	143	143	143	143
<b>负债合计</b>	<b>10,671</b>	<b>9,153</b>	<b>10,015</b>	<b>10,135</b>	<b>10,907</b>
少数股东权益	72	101	144	201	276
股本	1,471	1,471	1,471	1,471	1,471
资本公积	678	775	775	775	775
留存收益	3,347	3,803	4,316	5,022	5,964
归属母公司股东收益	5,857	6,286	6,819	7,625	8,696
<b>负债和股东权益</b>	16,599	15,539	16,978	17,962	19,879

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	720	421	787	811	858
净利润	574	565	724	956	1,242
折旧摊销	509	530	449	504	562
财务费用	24	-170	-103	-173	-291
投资损失	-200	-128	-85	-70	-45
营运资金变动	-134	-320	-248	-436	-629
其他经营现金流	-53	-56	50	30	20
<b>投资活动净现金流</b>	-1,051	-1,208	-631	-584	-665
资本支出	1,215	776	97	9	28
长期投资	14	0	-120	-100	-100
其他投资现金流	177	-431	-654	-674	-737
<b>筹资活动净现金流</b>	964	886	519	-200	335
短期借款	3,885	-1,125	562	-281	141
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	97	0	0	0
其他筹资现金流	-2,922	1,914	-44	81	195
<b>现金净增加额</b>	533	197	674	27	529

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	14,210	16,061	18,119	21,254	25,988
营业成本	13,301	15,306	17,039	19,943	24,328
营业税金及附加	91	65	73	86	105
营业费用	44	59	66	78	95
管理费用	510	414	467	547	669
财务费用	24	-170	-103	-173	-291
资产减值损失	30	37	42	49	60
公允价值变动收益	217	-29	-50	-30	-20
投资净收益	200	128	85	70	45
<b>营业利润</b>	734	699	893	1,180	1,535
营业外收入	2	4	5	7	8
营业外支出	4	5	5	7	9
<b>利润总额</b>	732	699	893	1,180	1,534
所得税	158	134	170	224	291
<b>净利润</b>	574	565	724	956	1,242
少数股东收益	33	35	43	57	75
<b>归属母公司净利润</b>	541	530	680	898	1,168
EBITDA	1,593	1,531	1,656	2,000	2,402
EPS (元/股)	0.37	0.36	0.46	0.61	0.79

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-5.7	13.0	12.8	17.3	22.3
营业利润 (%)	116.6	-4.7	27.7	32.1	30.1
归属母公司净利润 (%)	152.4	-2.1	28.3	32.1	30.0
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	6.4	4.7	6.0	6.2	6.4
净利率 (%)	3.8	3.3	3.8	4.2	4.5
ROE (%)	9.7	8.9	10.4	12.2	13.8
ROIC (%)	6.2	6.2	6.9	8.3	9.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	64.3	58.9	59.0	56.4	54.9
净负债比率 (%)	17.4	14.3	11.5	6.3	1.2
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.00	1.00	1.11	1.22	1.37
应收账款周转率	7.3	10.1	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	9.5	9.6	9.6	9.6	9.6
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.37	0.36	0.46	0.61	0.79
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.31	0.44	0.53	0.55	0.58
每股净资产 (最新摊薄)	3.98	4.27	4.63	5.18	5.91
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	33.4	34.1	26.6	20.1	15.5
P/B	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	12.1	12.5	11.5	9.4	7.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

一、深科技：领先的电子产品研发制造服务商 .....	4
1.1、历史沿革 .....	4
1.2、股权结构 .....	5
1.3、财务概况 .....	6
二、业务线丰富齐全，三十余年经验成就百亿收入体量 .....	6
2.1、OEM 业务：通讯与消费电子是最主要来源 .....	7
2.2、自研产品：计量系统产品遍布世界各国 .....	10
2.3、硬盘产品：呈现趋缓态势，积极引入新业务 .....	11
三、拐点渐现，公司多项业务前景明确 .....	12
3.1、建设多个产业基地，产业布局日益完善 .....	12
3.2、与华为合作由来已久，有望受益于华为手机高增长 .....	12
四、估值及盈利预测 .....	14
4.1、盈利预测 .....	15
4.2、估值建议 .....	16
风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1：深科技发展历程 .....	4
图表 2：深科技研发中心和分支机构在全球均有布局 .....	5
图表 3：深科技公司股权架构 .....	5
图表 4：深科技历年营收及同比（单位：百万元） .....	6
图表 5：深科技历年归母净利润及同比（单位：百万元） .....	6
图表 6：深科技主营业务情况 .....	7
图表 7：近三年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：百万元） .....	7
图表 8：公司 OEM 业务收入及同比（单位：百万元） .....	8
图表 9：公司 OEM 业务毛利及同比（单位：百万元） .....	8
图表 10：电子产品制造服务产品以及最新进展 .....	8
图表 11：集成电路相关产品及其储备技术 .....	9
图表 12：新能源领域产品以及最新进展 .....	10
图表 13：公司自主研发产品收入及同比（单位：百万元） .....	10
图表 14：公司自主研发产品毛利及同比（单位：百万元） .....	10
图表 15：自主研发产品及其储备技术 .....	11
图表 16：公司硬盘相关产品收入及同比（单位：百万元） .....	11
图表 17：公司硬盘相关产品毛利及同比（单位：百万元） .....	11
图表 18：近年来公司加大投入建设多个产业基地 .....	12
图表 19：全球智能手机出货量（单位：百万台） .....	13
图表 20：华为的市占率在不断提升 .....	14
图表 21：中国市场手机出货量以及市占率（单位：百万台） .....	14
图表 22：深科技未来三年营业收入假设（单位：百万元） .....	15
图表 23：深科技未来三年毛利率假设 .....	15

## 一、深科技：领先的电子产品研发制造服务商

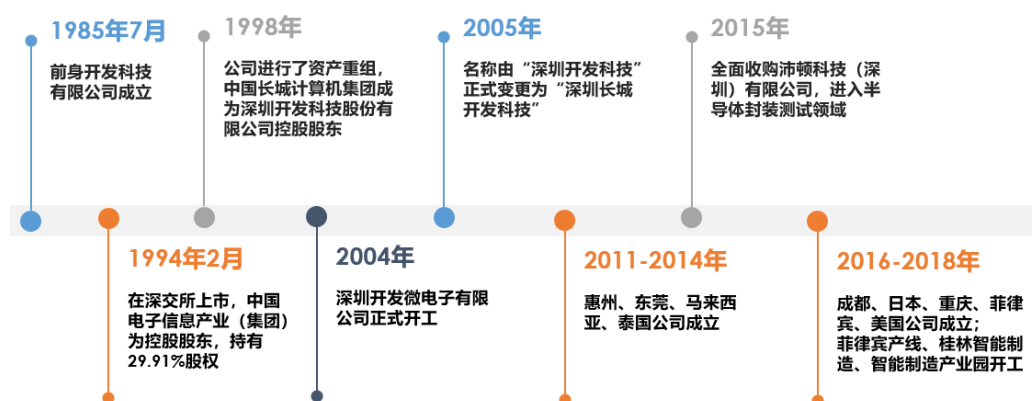
### 1.1、历史沿革

公司主要提供优质的电子产品研发制造服务。深科技于1985年成立，1994年2月于深交所上市，公司拥有34年产业生产制造的经验，公司业务主要涵盖数据存储、半导体存储、通讯及消费电子、医疗设备等各类高端电子产品的先进制造服务以及集成电路半导体封装与测试、计量系统、自动化设备及相关业务的研发生产，同时公司也在积极布局新能源汽车电子等战略性新兴产业。目前，公司目前的产能情况包括：

- **智能手机：**公司的总部深圳彩田园区是深圳政府授予的特色存储产业园，是中国先进的通讯电子产品制造企业之一，为全球多家一线品牌提供技术制造服务，年产智能手机5000万台；
- **智能电表：**公司是中国知名的智能电表及控制系统出口企业，累积出口高端智能电表到欧洲、南亚和东南亚等地4400万台；
- **半导体存储模组制造：**是中国知名的半导体存储模组制造企业，年产3000万片；
- **DRAM/flash封装测试：**公司是中国先进的DRAM/flash封装测试企业，月产能4500万颗。

此外，随着公司产能规模的持续扩展，公司的东莞三期、重庆产业项目、桂林制造基地均在建设中。

图表1：深科技发展历程

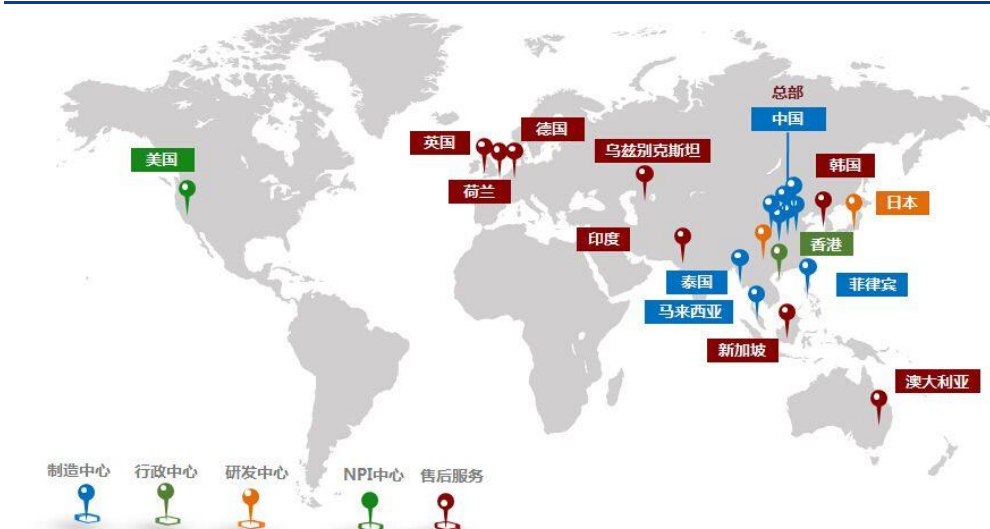


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

总部位于深圳，拥有全球多个研发制造基地和分支机构。公司总部位于中国深圳，拥有深圳、苏州、惠州、东莞、成都、重庆、桂林、马来西亚、菲律宾等九个研发制造基地，总面积超过49万平方米。同时公司在美国、英国、荷兰、印度、新加坡、香港等十多个国家或地区设有分支机构或拥有研发团队，2018年末员工人数约2.2万。公司在全球范围内建立了集合技术研发、工艺设计、生产控制、采购管理、物流支持等不同服务模块的完整电子产品制造服务链，为全球客户提供高端电子产品研发及制造服务，已经连续多年位居MMI全球EMS（电子信息制造服务）行业排名前列。



图表 2: 深科技研发中心和分支机构在全球均有布局

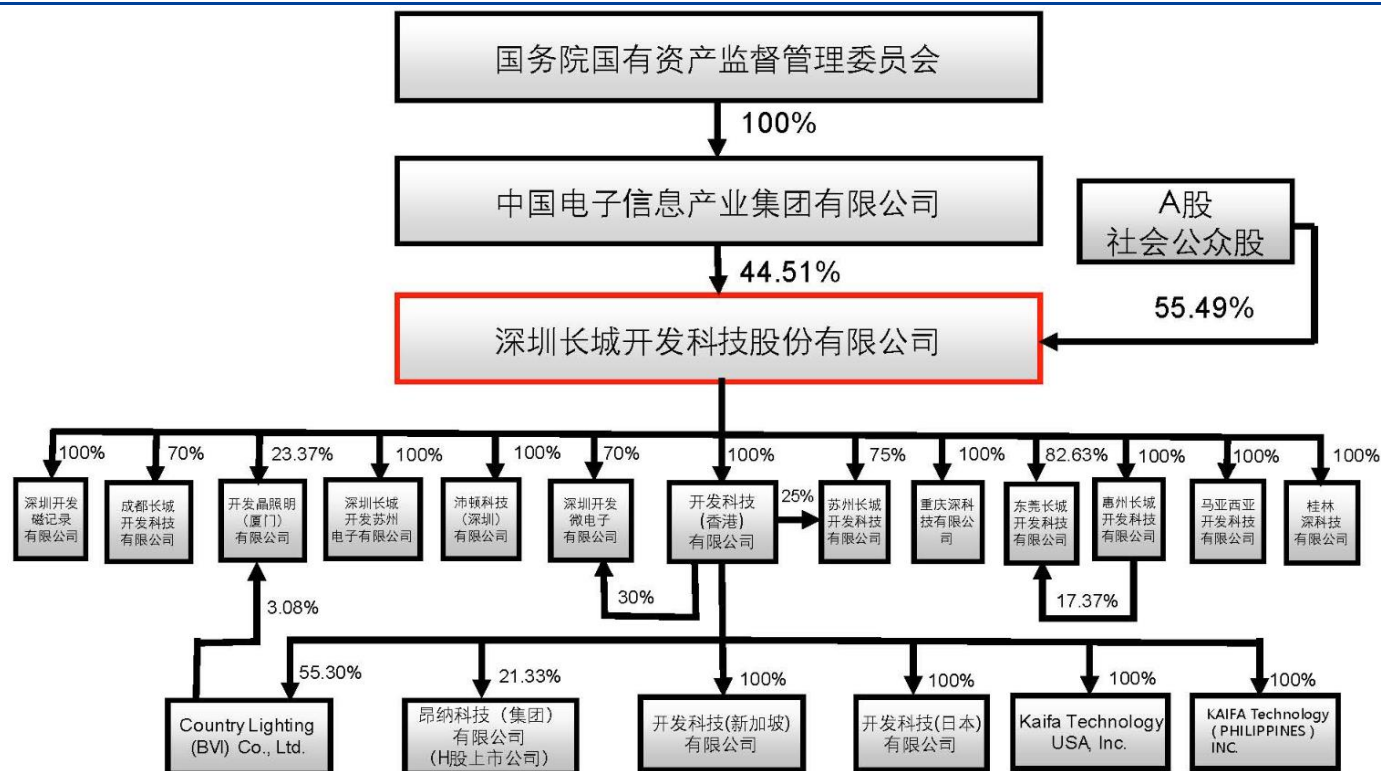


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 1.2、股权结构

中国电子为公司的控股股东和实际控制人。公司是中国电子核心企业之一。中国电子信息产业（集团）公司是深科技的发起人，公司 1994 年上市之后中国电子信息产业（集团）为公司的控股股东，持有 29.91% 股权。目前中国电子信息产业集团有限公司持股深科技 44.51% 股份，为公司的控股股东和实际控制人，公司的最终控制人为国务院国资委。

图表 3: 深科技公司股权架构

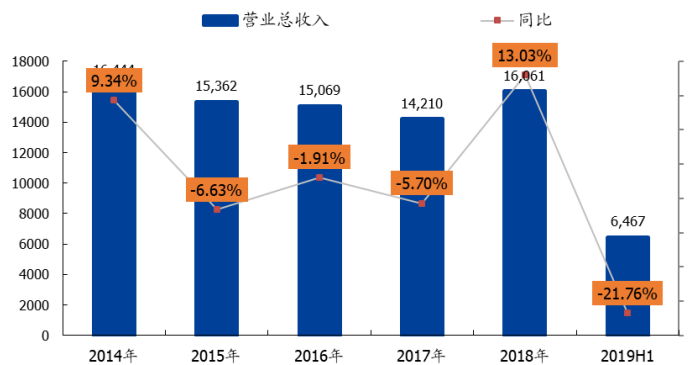


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 1.3、财务概况

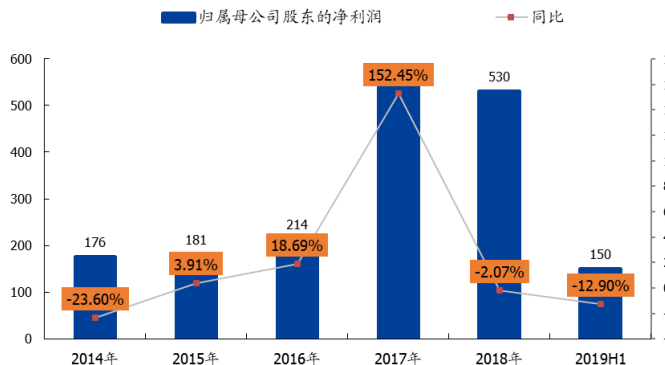
公司主营业务种类较多,受到下游客户等诸多因素的影响,历史波动较大。从收入来看,2015-2017年公司的营业收入初现负增长,2018年开始企稳。从利润端来看,受到硬盘产品业务趋缓,以及手机通讯业务由于人工成本和费用增长以及订单不稳定等因素影响,2018年全年出现大幅亏损,并由此导致公司报告期内归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润出现亏损。

图表 4: 深科技历年营收及同比 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 深科技历年归母净利润及同比 (单位: 百万元)

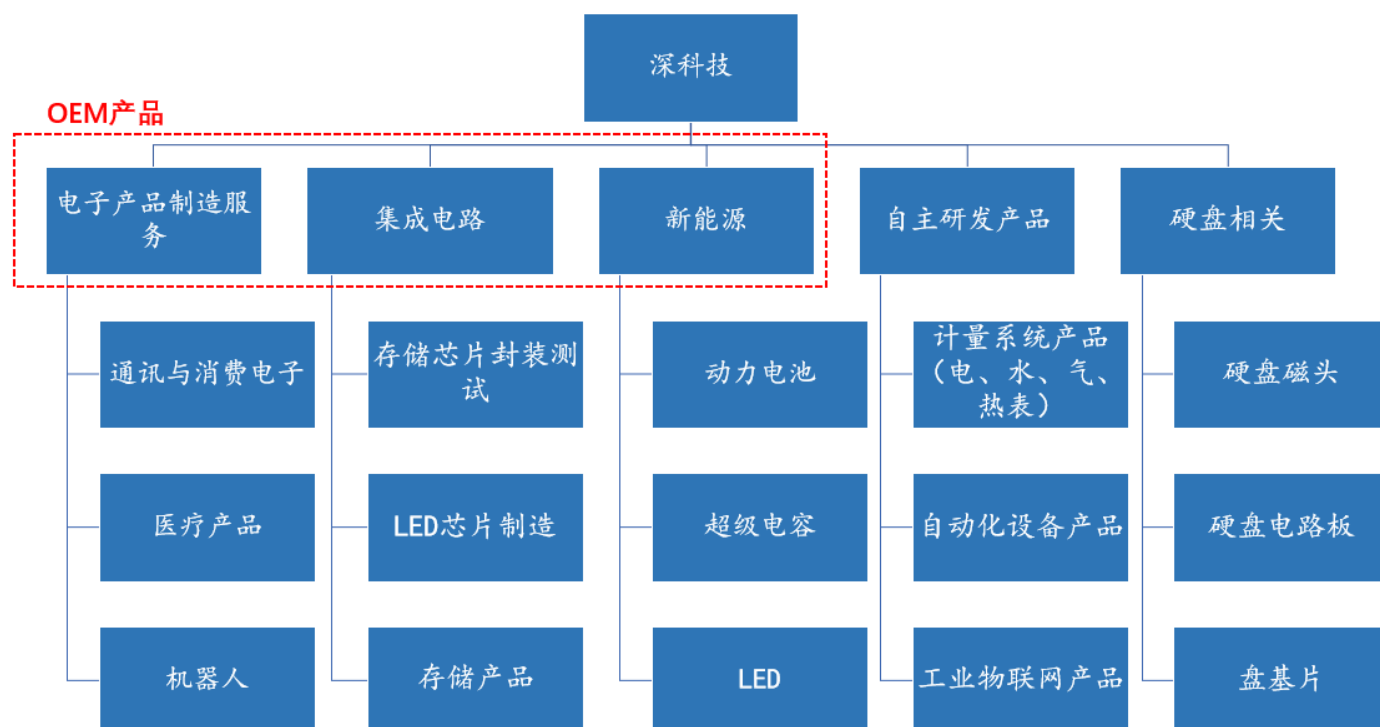


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、业务线丰富齐全, 三十余年经验成就百亿收入体量

公司业务丰富齐全, 涵盖多个行业及完整产品链条。目前主营业务包括 OEM 产品、自主研发产品和硬盘相关三大类。其中电子产品制造服务、集成电路、新能源均为 OEM 产品, 公司的业务范围涵盖了计算机与存储、通讯及消费电子、半导体、商业与工业、医疗器械、计量系统、自动化、汽车电子、物联网等多个领域, 业务涵盖非常齐全且丰富。此外, 公司业务范围还覆盖了制造、供应链、物流、系统解决方案等全产业链服务。

图表 6: 深科技主营业务情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**OEM 业务是公司主要收入来源。**从收入组成来看, OEM 收入占据了公司大部分收入, 2018 年占比 59.6%, 而硬盘相关产品、自有产品分别占比 29.5%、10.5%。但由于 OEM 产品的毛利率较低, 历史毛利率均处于 2%-5.5%之间, 远低于其他两块业务, 所以从毛利组成来看, 三块业务均是公司重要的毛利来源, 2018 年 OEM 产品、硬盘相关产品、自有产品的毛利占比分别为 26.4%、41.3%、28.3%。

图表 7: 近三年公司主营业务收入及毛利率情况 (单位: 百万元)

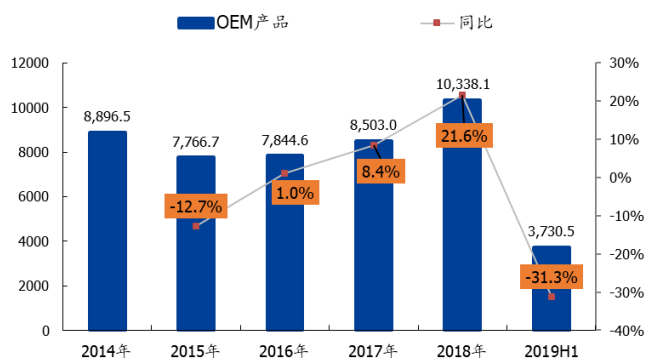
	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入	15,069	14,210	16,061
OEM 产品	7,845	8,503	10,338
硬盘相关产品	6,475	4,498	4,361
自有产品	701	1,169	1,275
毛利率(%)	5.67%	6.40%	4.70%
OEM 产品	5.17%	5.46%	1.93%
硬盘相关产品	3.80%	4.88%	7.15%
自有产品	27.52%	17.56%	16.78%
毛利	854.7	909.1	755.0
OEM 产品	405.4	464.5	199.3
硬盘相关产品	245.8	219.7	311.9
自有产品	192.8	205.2	213.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.1、OEM 业务: 通讯与消费电子是最主要来源

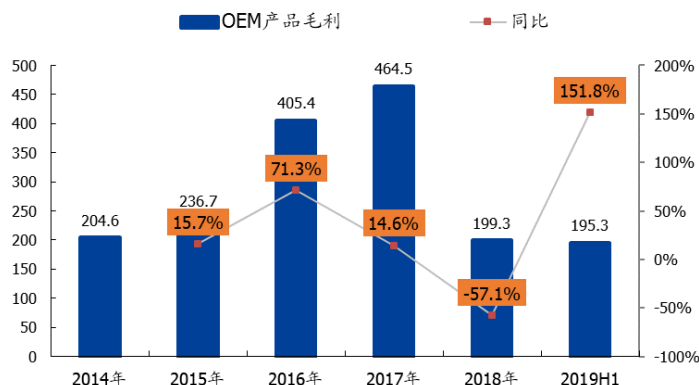
OEM 业务包括电子产品制造服务、集成电路、新能源三块业务板块。其中电子产品制造服务的通讯与消费电子业务是 OEM 业务的最主要的收入来源。2018 年，全球智能手机市场销售连续五个季度下滑，国产智能手机出货量也有一定幅度的下降，手机通讯业务由于人工成本和费用增长以及订单不稳定等因素影响，2018 年全年出现大幅亏损，由此导致公司的扣非后归属于上市公司股东的净利润出现亏损。

图表 8: 公司 OEM 业务收入及同比 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 公司 OEM 业务毛利及同比 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 电子产品制造服务

电子产品制造业务是指公司为客户提供物料采购、SMT 贴片、整机组装、测试、物流配送等环节的电子产品制造服务，主要包括通讯与消费电子、医疗产品、商业与工业等业务：

**1) 通讯与消费电子领域：**主要是智能手机的产品制造业务。公司在桂林设立全资子公司，充分利用当地的人力成本、物流等优势及政策支持，将桂林子公司打造成为智能手机制造服务基地，提升盈利能力。桂林子公司已于 2019 年 8 月正式投产。2019 年公司已导入通信基站板卡业务，该业务工艺复杂利润可期，有望成为公司新的利润增长点。

**2) 医疗产品业务领域：**产品包括呼吸机、腹膜透析加温仪、智能血糖仪等。

**3) 商业与工业电子产品领域：**机器人业务开展顺利，在原先开拓客户基础上成功开拓国内行业领先扫地机器人客户，目前已导入两条组装体线。消费级无人机业务与行业领先的无人机厂商合作多年。2017 年，公司成立重庆分公司建设重庆制造基地，此基地占地约 700 亩，项目规划建设智能终端、无人机、电动汽车等电子产品的研发、生产和销售。

图表 10: 电子产品制造服务产品以及最新进展

领域	产品	最新进展
通讯与消费电子	智能手机的产品制造业务	桂林子公司已于 2019 年 8 月正式投产。2019 年公司已导入通信基站板卡业务，该业务工艺复杂利润可期，有望成为公司新的利润增长点。
医疗产品	产品包括呼吸机、腹膜透析加温仪、智能血糖仪等。	深圳工厂和苏州工厂都顺利获得国家食品药品监督管理总局 (CFDA) 颁发的产品许可证及生产许可证
商业与工业电子产品业务	机器人、消费级无人机	机器人业务开展顺利，在原先开拓客户基础上成功开拓国内行业领先扫地机器人客户，目前已导入两条组装体线。消费级无人机业务与行业领先的无人机厂商合作多年。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所



## 集成电路相关产品

国内唯一具有半导体封装测试到成品生产完整产业链的企业。在集成电路半导体封装测试领域，目前公司旗下的沛顿科技是国内唯一具有从集成电路高端 DRAM/Flash 晶圆封装测试到模组成品生产完整产业链的企业，在封测行业拥有十多年的量产经验。公司作为集成电路零件封装和测试服务制造商，拥有国内最领先的封装和测试生产线和十余年量产经验，是华南地区最大的 DRAM 和 Flash 芯片封装测试企业，尤其在存储器 DRAM 方面具备世界最新一代的产品封测技术，既是国内最大的独立 DRAM 内存芯片封装测试企业，也是国内为数不多的能够实现封装测试技术自主可控的内资企业。随着全球晶圆供货的逐步回暖，2018 年公司集成电路行业相关产品业务收入有所增加。

公司的集成电路相关产品包括存储芯片封测、LED 芯片制造、存储产品制造三个领域：

**1) 存储芯片封测领域：**公司持续积极参与委外封装测试项目，委外封测项目稳步推进，并与行业龙头存储企业开展业务合作。产品方面，目前公司芯片封测产品主要包括 DDR3、DDR4、LPDDR3、LPDDR4、eMCP、USB、eMMC、ePOP、SSD、3D NAND 以及 Fingerprint 指纹芯片等，并具备 wBGA、FBGA、LGA 等封测技术。面对存储芯片向高速、低功耗、大容量发展的趋势，公司的主营产品由 DDR3、LPDDR3、64L 3D NAND 逐步向 DDR4、LPDDR4、96L 3D NAND 升级，同时继续推动 DDR5、GDDR5 等新产品的应用。技术方面，公司已着手研发倒装芯片技术和隐形预切割超薄研磨（SDBG）技术，并致力于发展研发晶圆级封装、系统级封装、硅穿孔等先进封装技术。

**2) LED 芯片制造：**为 LED 芯片厂商提供点测分选的生产能力，产品广泛应用于通用照明、液晶面板背光光源、小间距 LED 显示屏等领域。技术方面，公司持续对 Mini-LED 倒装芯片封测技术开展研发工作，在背光源模组制造方面已储备一定技术基础。

**3) 存储产品领域：**产品主要包括内存模组、USB 存储盘（U 盘）、Flash 存储卡、SSD 等存储产品，公司采用行业领先的生产制造工艺，为客户提供包括 SMT 制造、测试、组装、包装及全球分销服务，提供存储集成电路设计、制造、封测的配套业务。

图表 11：集成电路相关产品及其储备技术

领域	产品或服务	技术
芯片委外封装测试	产品主要包括 DDR3、DDR4、LPDDR3、LPDDR4、eMCP、USB、eMMC、ePOP、SSD、3DNAND 以及 Fingerprint 指纹芯片等，逐步向 DDR4、LPDDR4、96L3DNAND 升级，同时继续推动 DDR5、GDDR5 等新产品的应用。	已着手研发倒装芯片技术和隐形预切割超薄研磨（SDBG）技术，并致力于发展研发晶圆级封装、系统级封装、硅穿孔等先进封装技术。
LED 芯片制造	LED 点测分选，产品广泛应用于通用照明、液晶面板背光光源、小间距 LED 显示屏等领域。	对 Mini-LED 倒装芯片封测技术开展研发工作，在背光源模组制造方面已储备一定技术基础
存储产品	产品主要包括内存模组、USB 存储盘（U 盘）、Flash 存储卡、SSD 等存储产品，为客户提供包括 SMT 制造、测试、组装、包装及全球分销服务，提供存储集成电路设计、制造、封测的配套业务。	行业领先的生产制造工艺

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

设立东莞集成电路封测子公司，扩充封测业务产能。2018 年 8 月 18 日，公司公告设立东莞集成电路封测子公司，将原沛顿科技深圳的封装测试等业务搬迁至东莞，保留沛顿科技作为未来半导体封测业务战略布局的平台公司，项目首期注册资本 2 亿元人民币，主要从事集成电路半导体封装与测试等。首期项目建成后将形成年产 18000 万颗 WBGA、3600 万颗 eMCP、1800 万颗 LGA（指纹芯片）封测业务。

## 新能源业务

公司在积极布局新能源汽车电子等战略性新兴产业，包括动力电池领域、超级电容领域、

和 LED 领域:

**1) 动力电池领域:** 动力电池包是新能源汽车核心能量源, 为整车提供驱动电能, 公司成功开拓新能源汽车动力电池包业务, 与全球知名的汽车动力电池系统企业建立合作关系, 目前已有数款产品进入试产阶段, 预计 2019 年第四季度开始量产。

**2) 超级电容领域:** 公司与国际顶级超级电容厂商形成长期稳定的合作关系, 目前主要客户为 MAXWELL 和 TECATE, 导入的两条单体制造生产线已开始规模量产。

**3) LED 领域:** 开发晶作为 LED 行业的龙头企业之一, 是公司在 LED 产业链的核心平台。业务范围涵盖 LED 外延片、芯片、封装模组、照明应用、汽车照明、小间距显示器件等全产业链环节。

图表 12: 新能源领域产品以及最新进展

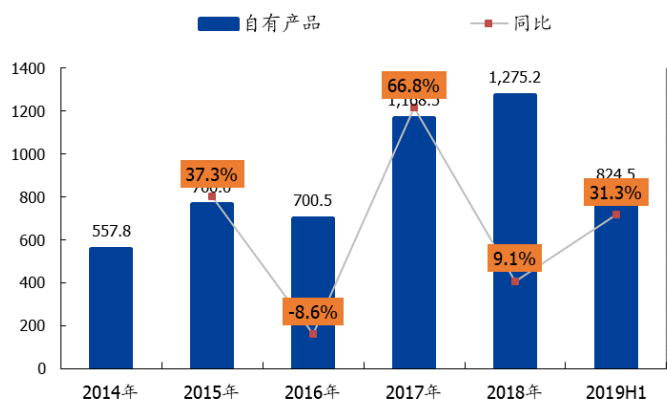
领域	产品	最新进展
动力电池领域	新能源汽车动力电池包	与全球知名的汽车动力电池系统企业建立合作关系, 目前已有数款产品进入试产阶段, 预计 2019 年第四季度开始量产
超级电容领域	拥有多种超级电容整套模组制造解决方案	与国际顶级超级电容厂商形成长期稳定的合作关系, 目前主要客户为 MAXWELL 和 TECATE, 导入的两条单体制造生产线已开始规模量产。
LED 领域	开发晶照明为深科技在 LED 产业链的核心平台	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2、自研产品: 计量系统产品遍布世界各国

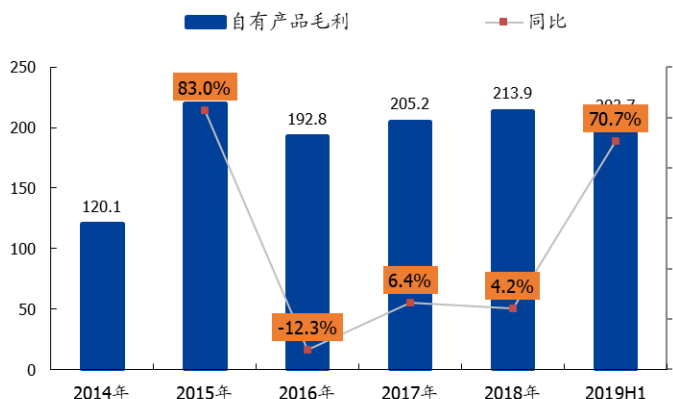
2018 年, 公司自主研发的产品收入 12.75 亿元, 毛利为 2.14 亿元, 同比分别增长了 9.1%、4.2%, 业务处于良性运营中。

图表 13: 公司自主研发产品收入及同比 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 公司自主研发产品毛利及同比 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

自主研发产品主要包括计量系统产品、自动化设备产品、工业物联网产品等业务:

**1) 计量系统业务领域:** 公司主营智能水、电、气等能源计量管理系统的全套解决方案及配套产品和服务, 目前已经拥有 20 多年经验, 业务范围遍布欧洲、南美、亚洲、非洲等地, 已在英国、荷兰、韩国、泰国、成都、香港等地设立了分支机构, 与多个地区国家级能源事业单位客户建立了合作关系。公司推出的 NB-IoT (窄带物联网) 应用模组, 应

用于电、水、气、热表的物联网改造，已在意大利完成 NB-IoT 水表项目试点。公司计量系统经营稳定，2018 年收入同比增长 20.33%，2019H1 收入同比增长 45.03%。

**2) 自动化设备领域：**公司已形成高精密自动装配、自动点胶、自动贴标、自动化线体以及非标自动化五个产品系列。为客户提供智能高效的自动化生产线及自动化解决方案。主要涉足领域包括硬盘磁头生产(SMTBackend 全自动生产线、装配/冲孔/测试/点胶/UV 紫外线/焊接等)、通信消费类生产行业(PCBA 装配全自动生产线/PCB 板点胶/贴条码/分板/自动生产包装线/LOGO 检测等)。

**3) 工业物联网领域：**公司设有专业团队专注于物联网产品的研发和应用，拥有实时静电防护监控系统 (KEDAS)、工业物联网系统 (iDAS) 智能工地管理系统 (iFOS)、智能离子风机等、多项自主研发的工业物联网专利和产品。公司在已有技术基础上，重点研制开发工业物联网核心软硬件产品及平台技术，成功开发出工业物联网云平台，进一步提高了各类智能产品的质量和可靠性。

图表 15: 自主研发产品及其储备技术

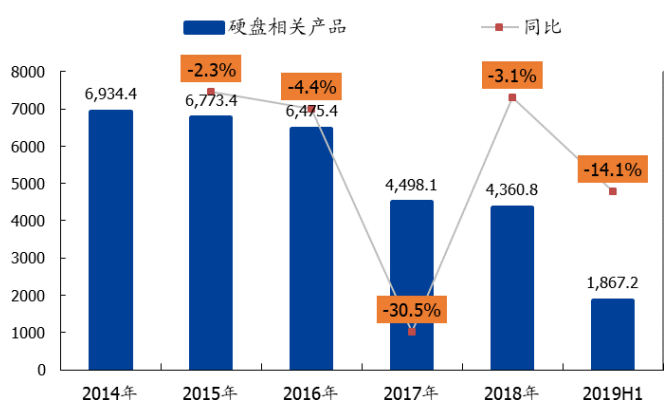
领域	产品或服务	技术
计量系统业务领域	主营智能水、电、气等能源计量管理系统的全套解决方案及配套产品和服务	推出的 NB-IoT (窄带物联网) 应用模组，应用于电、水、气、热表的物联网改造，已在意大利完成 NB-IoT 水表项目试点。
自动化设备领域	高精密自动装配、自动点胶、自动贴标、自动化线体以及非标自动化五个产品系列	
工业物联网领域	实时静电防护监控系统 (KEDAS)、工业物联网系统 (iDAS) 智能工地管理系统 (iFOS)、智能离子风机等工业物联网专利和产品。 工业物联网云平台。	

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

## 2.3、硬盘产品：呈现趋缓态势，积极引入新业务

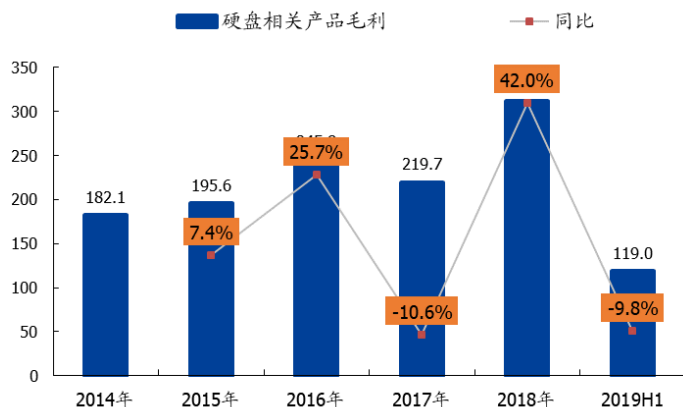
公司的硬盘相关产品包括硬盘磁头、硬盘电路板和盘基片。由于固态硬盘市场份额逐渐扩大，传统硬盘市场出货量继续萎缩，公司的硬盘磁头及相关产品业务均有不同程度的下降，与之相关的硬盘盘基片业务也呈现趋缓的态势。公司目前不断调整产品结构，引入存储服务器、固态硬盘等新业务的生产。

图表 16: 公司硬盘相关产品收入及同比 (单位: 百万元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 17: 公司硬盘相关产品毛利及同比 (单位: 百万元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 三、拐点渐现，公司多项业务前景明确

### 3.1、建设多个产业基地，产业布局日益完善

公司在马来西亚、菲律宾等国家设有产业基地，在日本设有研发基地，在美国设有新产品导入基地。目前公司已建有深圳、苏州、东莞、惠州、成都、马来西亚、菲律宾等产业基地。

从2017年开始，公司不断在各地拓展产业基地，发展相关业务，降低生产成本，其中重庆智能制造基地占比约700亩；桂林智能制造基地占地约700亩；东莞封测产业基地的对应子公司于2018年8月18日设立；成都智能制造产业基地2019年上半年启动建设。多个产业基地所支撑的业务分别为商业与工业电子产品、通讯和消费电子、芯片封装、计量产品。预计未来随着产能的逐渐释放，这些领域将会迎来新一轮的高速增长点。

图表 18: 近年来公司加大投入建设多个产业基地

基地名称	对应子公司	批复时间	占比面积	支持业务
重庆智能制造基地	重庆深科技有限公司	2017-04-27	约 700 亩	智能终端、无人机、电动汽车等电子产品的研发、生产和销售。
桂林智能制造基地	桂林深科技有限公司	2018-09-06	约 700 亩	通讯和消费电子智能制造服务业务
东莞封测产业基地	东莞沛顿科技有限公司	2018-10-29		发展高性能存储芯片及满足未来新增产能持续扩张及存储芯片封测新技术发展
成都智能制造基地	成都长城开发科技有限公司	2019-06-05	38 亩	智能电表等相关电力计量产品的研发、生产和销售。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 3.2、与华为合作由来已久，有望受益于华为手机高增长

与华为在智能手机上的合作由来已久。公司主要代工华为高端智能手机及海外智能手机，根据公司在2015年9月23日投资者关系活动记录表公告，“华为智能手机业务销量增长迅速，公司为满足华为业务攀升的需求，积极调配和扩充产能，并在原有手机业务的基础上，上半年成功导入平板业务和无线路由器业务，下半年将导入可穿戴产品等新兴行业业务，公司与华为的合作得到进一步加深。同时，公司行业领先的制造管理系统以及可靠的产品质量也受到华为公司的表彰，成为华为外协厂的标杆供应商。”2019年8月2日，深科技在深交所的互动易平台透露，公司与华为有业务合作关系，目前主要集中在手机通讯业务领域的手机生产制造服务。

**打造桂林智能制造基地，扩充智能手机制造产能。**2018年9月6日，公司公告独资设立桂林子公司打造“深科技智能制造产业园”，充分利用当地的人力成本、物流等优势及政策支持，提升盈利能力。根据公司战略发展需要，为进一步完善公司产业基地布局，公司在桂林投资2亿元人民币，主要用于开展通讯和消费电子智能制造服务业务，其中1亿元用于建设自动化线边仓及自动化测试设备等，其他SMT及相关设备可利用公司已有资源调配使用。整体计划分两期建设，一期计划于2019年9月竣工投产，并计划2021年全部竣工投产。预计一期产能200万台/月，全部建成后预计形成产能400-500万台/月。**根据公司2019半年报，在桂林设立的子公司智能制造基地占地约700亩，已于2019年8月16日正式投产。**

2019年4月20日，根据桂林日报的《以华为和深科技为龙头打造千亿元电子信息产业》报道<sup>1</sup>：“4月16日，桂林市召开电子信息产业发展座谈会，市委常委、常务副市长张晓武及相关部门负责人，与行业重点企业负责人座谈，共同研究探讨打造以华为、深科技

<sup>1</sup> 桂林日报《以华为和深科技为龙头打造千亿元电子信息产业》[http://gxj.guilin.gov.cn/qyj/201904/t20190430\\_1126387.html](http://gxj.guilin.gov.cn/qyj/201904/t20190430_1126387.html)



为龙头的千亿元电子信息产业发展规划，壮大桂林市电子信息产业。”“尤其是要依托华为及其合作伙伴深科技等龙头企业，重点发展以 5G 智能终端、物联网、云计算等为主要方向的下一代信息网络产业集群，近期实现深科技年产手机 7500 万台目标，打造千亿元电子信息产业”。

在全球市场，华为智能手机市场占有率不断提升。近年来，虽然智能手机的出货量增速已经开始出现下降，但由于华为在全球手机市场的市场份额不断增长，由 2012 年的 4.0% 提升到了 2018 年的 14.7%，市场份额一直在不断增长，更是连续四年保持了高两位数的同比增长率，而苹果和三星的市占率分别由 2012 年的 18.7%/30.3% 分别下滑到了 2018 年的 14.9%/20.8%。

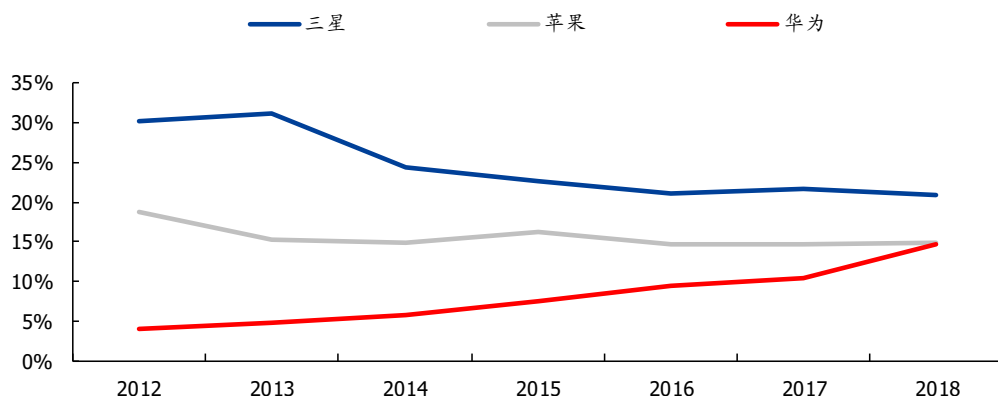
图表 19: 全球智能手机出货量 (单位: 百万台)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
出货量							
三星	219.7	313.9	318.2	324.8	311.4	317.3	292.3
苹果	135.9	153.4	192.7	231.5	215.4	215.8	208.8
华为	29.1	48.8	73.8	106.6	139.3	153.1	206
LG	26.3	47.7	59.4	74	99.8	111.8	122.6
联想	23.7	45.5	57.7	70.8	53	92.4	113.1
其他	290.5	394.9	599.9	625.2	654.5	577.7	462
合计出货	725.2	1004.2	1301.7	1432.9	1473.4	1468.1	1404.8
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
市占率							
三星	30.30%	31.30%	24.40%	22.70%	21.10%	21.60%	20.80%
苹果	18.70%	15.30%	14.80%	16.20%	14.60%	14.70%	14.90%
华为	4.00%	4.90%	5.70%	7.40%	9.50%	10.40%	14.70%
LG	3.60%	4.80%	4.60%	5.20%	6.80%	7.60%	8.70%
联想	3.30%	4.50%	4.40%	4.90%	3.60%	6.30%	8.10%
其他	40.10%	39.30%	46.10%	43.60%	44.40%	39.40%	32.90%
合计出货	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: IDC, 国盛证券研究所



图表 20: 华为的市占率在不断提升



资料来源: IDC、国盛证券研究所

在国内市场,华为市占率从**2016**年开始始终保持第一,并且份额不断上升。根据 IDC 的数据显示,在中国手机市场,华为的市场占有率也正在逐渐提升,由 1Q16 的 16% 提升到了 2Q19 的 37.1%,增长迅速。

图表 21: 中国市场手机出货量以及市占率 (单位: 百万台)

	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
出货量														
华为	16.6	19.1	18	22.9	20.8	23.5	22.3	24.3	21.2	28.5	25.2	30	29.7	36.3
OPPO	15.8	18	20.1	24.5	18.9	20.1	21.6	20	16.5	21.2	21	20.3	14.1	18.2
VIVO	13.6	14.7	19.2	21.7	14.6	16	18.9	18.9	14.2	19.9	22.3	19.4	16	18.3
小米	13.1	10.5	10	10.1	9.6	14.2	15.7	15.9	13.2	14.5	14	9.1	10.6	11.7
苹果	9.2	8.6	8.2	14.9	9.3	8	8.8	14.8	9.8	7	7.6	11.8	5.8	6.6
其他	34.3	40.2	39.6	41.6	30.8	29.6	27.5	20.5	12.6	13.7	12.6	11.1	7.5	6.8
总计	102.6	111.1	115.1	135.7	104	111.4	114.8	114.4	87.5	104.8	102.7	101.7	83.7	97.9
市占率														
华为	16.2%	17.2%	15.6%	16.9%	20.0%	21.1%	19.4%	21.2%	24.2%	27.2%	24.5%	29.5%	35.5%	37.1%
OPPO	15.4%	16.2%	17.5%	18.1%	18.2%	18.0%	18.8%	17.5%	18.9%	20.2%	20.4%	20.0%	16.8%	18.6%
VIVO	13.3%	13.2%	16.7%	16.0%	14.0%	14.4%	16.5%	16.5%	16.2%	19.0%	21.7%	19.1%	19.1%	18.7%
小米	12.8%	9.5%	8.7%	7.4%	9.2%	12.7%	13.7%	13.9%	15.1%	13.8%	13.6%	8.9%	12.7%	12.0%
苹果	9.0%	7.7%	7.1%	11.0%	8.9%	7.2%	7.7%	12.9%	11.2%	6.7%	7.4%	11.6%	6.9%	6.7%
其他	33.4%	36.2%	34.4%	30.7%	29.6%	26.6%	24.0%	17.9%	14.4%	13.1%	12.3%	10.9%	9.0%	6.9%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: IDC、国盛证券研究所

## 四、估值及盈利预测

## 4.1、盈利预测

### 1)、收入假设

**OEM 业务：**包括电子产品制造服务、集成电路、新能源三块业务板块。其中电子产品制造服务的通讯与消费电子业务是 OEM 业务的最主要的收入来源，随着桂林子公司的智能手机制造基地逐渐建成投产，2021 年全部产能释放，以及公司的核心客户华为等在智能手机市场占有率不断提升，以及 5G 手机预计在 2020-2021 年迎来换机潮，预计公司手机业务订单量有望大幅增长。预计 2019-2021 年 OEM 产品收入增长分别为 20%、25%、30%。

**硬盘相关：**传统硬盘市场出货量继续萎缩，公司的硬盘磁头及相关产品业务均有不同程度的下降，与之相关的硬盘盘基片业务也呈现趋缓的态势。预计 2019-2021 年硬盘相关产品收入增长分别为-5%、-5%、-5%。

**自有产品：**相关计量产品的研发、生产和销售一直保持稳健增长，公司的能源计量管理系统已经远销欧美非亚等多个地区，与多个地区国家级能源事业单位客户建立了合作关系。预计 2019-2021 年自有产品的平均增速为 15%。

图表 22：深科技未来三年营业收入假设（单位：百万元）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
营业总收入	15,069	14,210	16,061	18,119	21,254	25,988
OEM 产品	7,845	8,503	10,338	12,406	15,507	20,159
硬盘相关产品	6,475	4,498	4,361	4,143	3,936	3,739
自有产品	701	1,169	1,275	1,466	1,686	1,939
其他业务	49	40	87	104	125	150
收入同比	-1.9%	-5.7%	13.0%	12.8%	17.3%	22.3%
OEM 产品	1.0%	8.4%	21.6%	20%	25%	30%
硬盘相关产品	-4.4%	-30.5%	-3.0%	-5%	-5%	-5%
自有产品	-8.5%	66.8%	9.1%	15%	15%	15%
其他业务	-12.5%	-18.4%	117.5%	20%	20%	20%

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

### 2) 毛利率假设

**OEM 产品：**2018 年毛利率出现较大下滑，原因在于手机通讯业务由于人工成本和费用增长以及订单不稳定等因素影响。公司的桂林子公司逐渐开始投产，公司充分利用当地的人力成本、物流等优势及政策支持，提升盈利能力，预计盈利能力将会有所回升。预计 2019-2021 年 OEM 产品的毛利率为 4.0%、4.5%、5.0%。

**硬盘相关产品：**硬盘业务增长趋缓，假设毛利率未来三年保持稳定。

**自有产品：**产品结构稳定，假设毛利率未来三年保持稳定。

图表 23：深科技未来三年毛利率假设

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
毛利率(%)	5.7%	6.4%	4.7%	6.0%	6.2%	6.4%
OEM 产品	5.2%	5.5%	1.9%	4.0%	4.5%	5.0%
硬盘相关产品	3.8%	4.9%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
自有产品	27.5%	17.6%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%
其他业务	22.1%	49.1%	34.3%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

## 4.2、估值建议

首次覆盖给予“买入”评级。预计公司 2019-2021 年的营收分别为 181.2 亿元、212.5 亿元、259.9 亿元，归母净利润分别为 6.8 亿元、9.0 亿元、11.7 亿元，对应当前的 PE 值分别为 26.6 倍、20.1 倍、15.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

**竞争加剧的风险：**公司处于电子信息制造服务行业，市场化程度高，业务处于多元发展，具有众多知名厂商的激烈竞争。

**下游客户增速不及预期：**公司的下游客户包括华为等手机厂商，如果公司的下游厂商出货量受到宏观环境影响，出货量不及预期，则会影响上游制造业的订单情况。

**汇率发生波动：**2018 年中国内地之外的地区收入贡献占比 83.7%，当前国际贸易摩擦的加剧，如人民币汇率水平发生较大波动，汇兑损益将对公司利润构成一定影响。

**人力成本上升：**公司处于制造行业，成本多数来自于人力成本，如果人力成本上升，则会影响盈利能力。

**境外经营的风险：**国际贸易摩擦存在不确定，公司所在行业出口业务或受到影响，公司在马来西亚、菲律宾等地设有海外工厂，存在贸易摩擦下境外经营存在一定困难的风险。

### 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