

2023年03月07日  
沪光股份(605333.SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

汽车零部件 III

## 优秀的民营汽车线束供应商，行业国产化替代空间广阔

### 客户资源优质：

公司是目前为数不多进入上汽大众、戴姆勒奔驰、通用汽车、奥迪汽车、理想汽车、美国 T 公司、金康新能源等全球整车制造厂商供应商体系的内资汽车线束厂商之一。公司目前为大众汽车集团（中国）Formel Q 最高级别 A 级供应商、大众集团 VW60330 压接过程质量 A 级供应商，与大众、奔驰、奥迪、上汽通用、上汽集团、理想汽车等境内外汽车整车制造商建立了长期合作关系，在汽车线束领域形成了较强的品牌影响力。

### 加码新能源高压线束业务：

2025 年我国新能源乘用车汽车线束市场规模预计将达约 820 亿元，2022-2025 CAGR 达 33.5%。根据公司公告，公司紧跟市场发展趋势，基于智能制造生产管理系统，打造出一套高标准、高效率、可复制性强的全自动高压线束生产线的规划要求，公司的高压线束自动化生产线已陆续在理想汽车、美国 T 公司、大众汽车、上汽通用等高压项目上应用。2021 年公司取得了金康新能源·问界 M5、M5 EV 和 M7 的整车高压、低压线束定点；理想汽车 X02、大众安徽 VW316/8 高压线束项目定点。目前公司陆续实现了上汽大众 MEB 平台中 ID3、ID6X、奥迪 Q5E、奇瑞捷豹路虎·发现运动、北京奔驰 EQA 等高压线束的量产。

### 积极推进智能制造、打造智慧化工厂：

公司与 Komax（库迈思）、ABB、KUKA（库卡）、西门子等全球智能制造设备供应商合作，打造了集仓库管理、数据采集与监视监控、生产执行、工程设计于一体的智能生产制造平台，逐步形成公司自有的、可复制的贯穿于仓储、物流、生产全流程的智能制造系统规划模式，可以缩短产品研制周期、降低运营成本、提高生产效率、提升产品可靠性。公司智能制造系统获得了大众汽车集团、戴姆勒奔驰、通用汽车集团等全球车企及上汽大众、一汽大众、上汽通用等合资车企的高度认可。

### 研发实力领先，产能不断扩充：

公司拥有高低压线束总成研发能力，在上海、重庆及德国设立工程技术中心，分别为奥迪、大众、戴姆勒、福特、通用、金康新能源等汽车制造商提供同步开发设计。公司拥有多台国外进口先进生产设备，包括瑞士 Komax355S、433、488S 等全自动开线压接机，德国 Schunk 超声波焊接机等，目前已具备充足的发动机线束、整车线束及 ABS 线束产能。近年来，公司在重庆、苏州设立全资子公司，加快市场拓展。

投资评级	<b>增持-A</b> 首次评级
6 个月目标价	23.40 元
股价 (2023-03-07)	21.07 元

### 交易数据

总市值(百万元)	9,381.95
流通市值(百万元)	2,112.47
总股本(百万股)	436.78
流通股本(百万股)	98.35
12 个月价格区间	14.58/33.8 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.2	-12.8	3.8
绝对收益	-12.7	-9.2	-4.8

张真楨 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521110001

zhangzz2@essence.com.cn

路璐 联系人

lulu2@essence.com.cn

### 相关报告

并通过苏州子公司对德国 KSHG 增资，加快公司在欧洲市场及全球化的战略布局。

### 投资建议：

公司是目前为数不多进入全球整车制造厂商供应商体系的内资汽车线束厂商之一。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 36.53 亿元(+49.2%)、50.90 亿元(+39.3%)、70.76 亿元(+39.0%)；预计归母净利润分别为 0.41 亿元(+3991.1%)、1.74 亿元(+324.3%)、3.20 亿元(+83.3%)；对应 EPS 分别为 0.09、0.40、0.73 元。我们给予公司 2023 年 52 倍 PE，对应目标价 23.40 元。首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

**风险提示：**汽车行业周期波动、客户集中度较高、原材料价格波动、疫情蔓延及芯片短缺、新产品技术开发的风险。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,531.2	2,447.8	3,652.9	5,089.9	7,075.3
净利润	74.2	-1.1	41.1	197.8	320.5
每股收益(元)	0.17	-	0.09	0.45	0.73
每股净资产(元)	1.79	1.72	1.89	2.27	2.93

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	124.0	-8,713.0	223.9	46.5	28.7
市净率(倍)	11.8	12.2	11.2	9.3	7.2
净利润率	4.8%	0.0%	1.1%	3.9%	4.5%
净资产收益率	9.5%	-0.1%	5.0%	20.0%	25.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%
ROIC	10.1%	0.0%	5.0%	13.3%	16.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 目 录

1. 国内领先的线束供应商，盈利能力企稳回升	5
1.1. 汽车高低压线束制造商，客户资源优质	5
1.2. 2022 年业绩扭亏为盈，盈利能力企稳回升	6
2. 汽车线束未来市场空间广阔，自主品牌崛起与低成本优势为国产厂商发展促进因素	8
2.1. 2021 年我国汽车线束市场规模达 521 亿元	8
2.2. 2025 年我国新能源乘用车汽车线束市场规模预计将达约 820 亿元	10
2.3. 自主品牌崛起与低成本优势促进国产化替代进程	13
3. 客户资源优质，智能制造助力公司提升生产经营实力	14
3.1. 客户资源优质，加码新能源高压线束	14
3.2. 积极推进智能制造、打造智慧化工厂	15
3.3. 公司研发实力领先，产能不断扩充	17
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 盈利预测	18
4.2. 相对估值	19
5. 风险提示	19

## 目 录

图 1. 公司历史沿革	5
图 2. 公司股权结构图	5
图 3. 2015 年-2022Q1-Q3 公司营业收入及增长率	7
图 4. 2015 年-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增长率	7
图 5. 2015-2021 年公司各产品营业收入（单位：亿元）	7
图 6. 2015-2021 年公司各产品毛利率（单位：%）	7
图 7. 2015 年-2022Q1-Q3 公司毛利率与净利率	8
图 8. 2015 年-2022Q1-Q3 公司费用率情况	8
图 9. 2015 年-2022Q1-Q3 公司现金流情况	8
图 10. 汽车线束行业产业链示意图	9
图 11. 整车线束示意图	9
图 12. 2010-2021 年我国汽车线束市场规模	10
图 13. 2015-2022 年全球新能源汽车销量	10
图 14. 2015-2022 年中国新能源汽车销量	10
图 15. 新能源汽车线束单车价值量显著提升	11
图 16. 汽车线束中各材料重量占比	12
图 17. 2016-2022 年我国自主品牌乘用车销量及市场份额	14
图 18. 公司客户展示	15
图 19. 公司智能制造理念框架	16
图 20. 公司智能制造系统框架	16
图 21. 2017-2021 年公司研发支出情况	17
图 22. 2019-2021 年公司研发人员情况	17
图 23. 公司产业布局	18

表 1: 公司主要产品及应用	6
----------------	---

表 2: 我国汽车线束市场空间测算 .....	12
表 3: 汽车整车制造商对应主要线束供应商 .....	13
表 4: 公司所获荣誉 .....	15
表 5: 募集资金使用计划 .....	18
表 6: 公司 2022-2024 年盈利预测 (单位: 亿元) .....	19
表 7: 可比公司估值 (截至 2023 年 3 月 7 日收盘价) .....	19

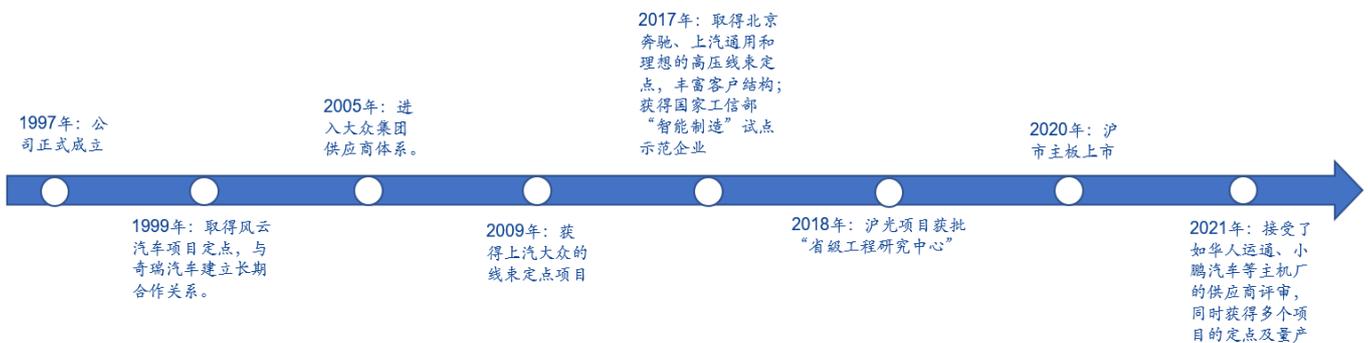
## 1. 国内领先的线束供应商，盈利能力企稳回升

### 1.1. 汽车高低压线束制造商，客户资源优质

昆山沪光汽车电器股份有限公司成立于 1997 年，2020 年在上交所上市。公司自成立以来，专注于各类乘用车的汽车整车线束的设计、开发、生产及销售，致力于为境内外领先的汽车制造商提供优质的汽车整车线束产品及服务。依托领先成熟的智能制造及自动化生产管理系统、灵活的研发设计与产品开发实力、严格的产品质量标准及可靠的供货能力，公司已发展成为汽车线束行业具备领先市场地位的智能制造企业，取得了境内外整车制造商的高度认可。

公司依靠领先的智能制造水平和研发实力，获得了国内外主流整车制造商的认可。公司是目前为数不多进入大众汽车集团、戴姆勒奔驰、通用汽车集团、奥迪汽车集团、宝沃汽车等全球汽车整车制造厂商供应商体系的内资汽车线束企业之一，持续为上汽大众、一汽大众、北京奔驰、上汽通用、上汽集团、赛力斯、捷豹路虎等境内外知名汽车整车制造企业提供汽车线束同步开发、批量供货及技术服务。

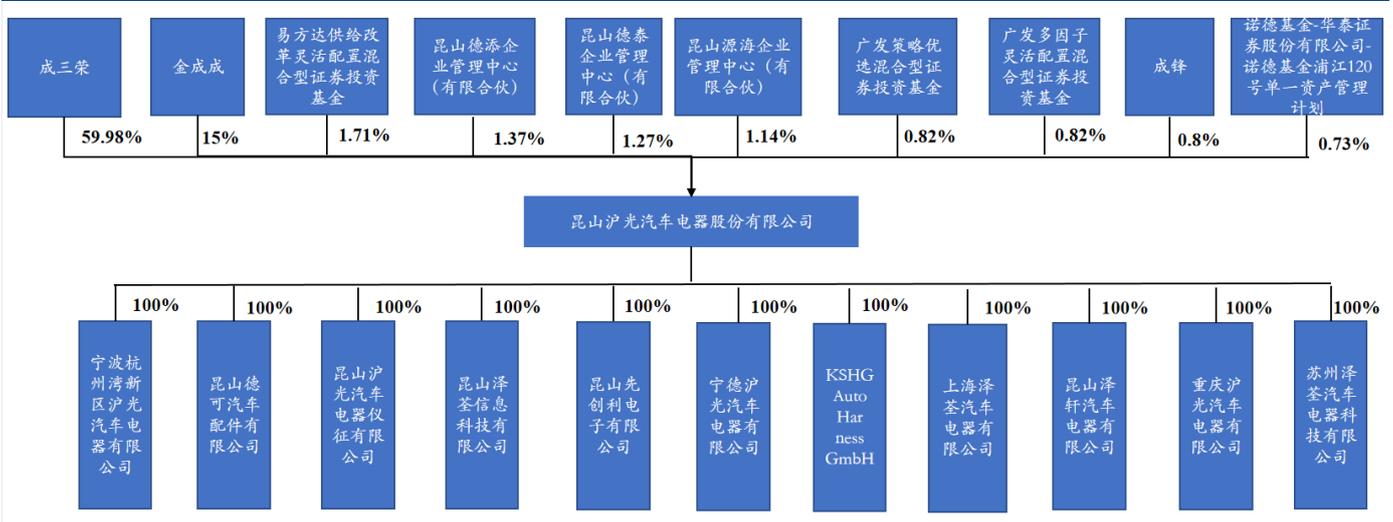
图1. 公司历史沿革



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

股权结构集中。截至 2022 年三季报，公司董事长成三荣先生持有沪光股份 59.98% 股权。金成成先生与成三荣先生为父子关系，持有公司 15% 的股份，二人为公司的实际控制人。昆山德泰、昆山德添、昆山源海为公司员工持股平台。公司股权结构集中。

图2. 公司股权结构图



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司产品应用于整车制造领域，主要产品包括成套线束、发动机线束及其他线束三大类，涵盖整车客户定制化线束、新能源汽车高压线束、仪表板线束、发动机线束、车身线束、门线束、顶棚线束及尾部线束等。公司系列产品均装配至车身供汽车传导能源及电信号使用，汽车线束是汽车电路的网络主体，是为汽车各种电器与电子设备提供电能和电信号的电子控制系统。

**表1：公司主要产品及应用**

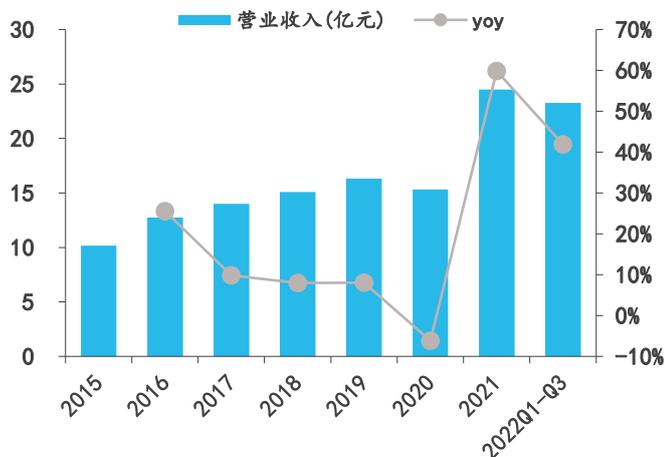
产品	应用场景	
发动机线束	布置在汽车发动机本体上，用于连接发动机控制器和发动机各传感器。	
客户定制线束	为满足客户车辆定制化需求，而定制的特殊线束。	
门/后盖线束	布置在汽车门板或后盖区域，实现门板与后盖的控制功能。	
高压线束	为新能源车定制开发的特殊线束	
前舱线束	布置在汽车前舱区域，用于连接车身控制系统、前大灯、风扇等位于前舱区域电器。	
仪表线束	布置在汽车仪表区域，用于连接驾驶系统、娱乐系统、空调系统等电器。	
电缆线束	布置在汽车蓄电池附近区域，传递汽车的电源和接地。	
ABS 线束	布置在汽车四轮区域，用于连接车身稳定系统和传感器之间的注塑线。	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 1.2. 2022 年业绩扭亏为盈，盈利能力企稳回升

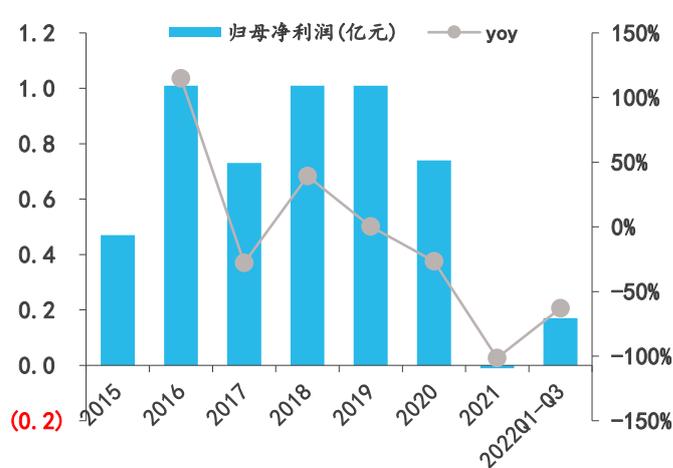
在“碳达峰，碳中和”的背景下，新能源汽车稳步发展，全年汽车产销呈现出稳中有增的态势，汽车线束行业从中受益，对公司营业收入和归母净利润增长起到了支撑作用。公司营业收入 2015-2019 年营业收入稳步增长，从 2015 年的 10.15 亿增长至 2019 年的 16.32 亿，2020 年受疫情影响，营业收入下滑至 15.31 亿元。2021 年受公司量产项目放量和新项目投入量产等因素促进，公司营收大幅增长，2021 年实现营业收入 24.48 亿元，同比增长 59.86%。受疫情和原材料价格及用工成本上涨、海外疫情蔓延导致部分进口原材料无法按期到货、客户受汽车芯片短缺导致需求订单不稳定造成产能利用率下降等因素影响，2020 年和 2021 年公司归母净利润出现同比下滑。2020 年同比下滑 26.8% 至 0.74 亿元，2021 年同比下滑 101.4% 至 -0.01 亿元。2022 年以来随着乘用车行业复苏及新能源汽车快速增长，公司营业收入增长迅速；新能源高压线束收入占比提升，盈利能力逐步改善；同时以铜材为主的大宗原材料价格有所回落，2022 年公司业绩扭亏为盈。预计 2022 年度实现归属于上市公司股东的净利润 3600 万元到 4300 万元。

图3. 2015年-2022Q1-Q3 公司营业收入及增长率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图4. 2015年-2022Q1-Q3 公司归母净利润及增长率

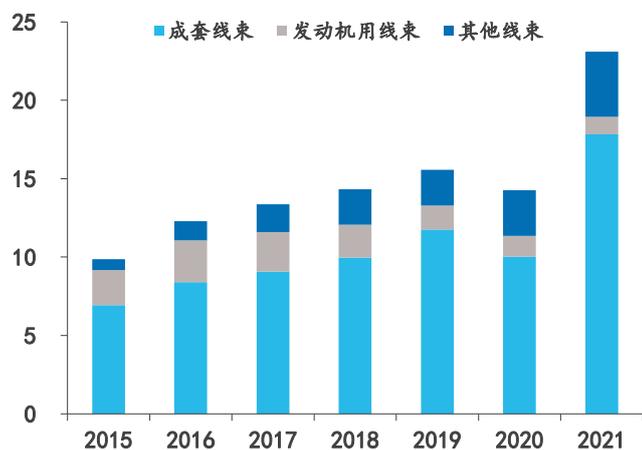


资料来源: wind, 安信证券研究中心

分产品看，成套线束是公司最主要的产品，营业收入保持稳定增长态势，2021年成套线束实现营业收入17.84亿元，占营业收入的77.23%。发动机线束营业收入占比近年来有一定程度下降，2021年实现营业收入1.11亿元，同比减少15.26%。其他线束营业收入稳定增长。

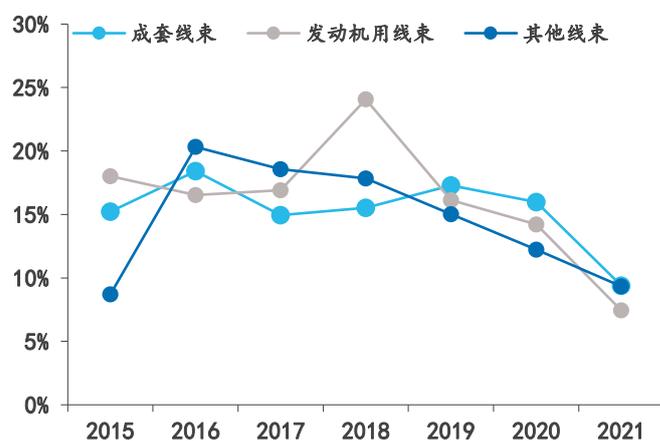
受到原材料价格上涨等因素影响，近年来各业务毛利率均出现一定下滑，2021年成套线束/发动机用线束/其他线束毛利率分别为9.39%、7.44%、9.34%。

图5. 2015-2021年公司各产品营业收入（单位：亿元）



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图6. 2015-2021年公司各产品毛利率（单位：%）



资料来源: wind, 安信证券研究中心

2015-2019年公司毛利率基本和净利率基本维持稳定，毛利率和净利率分别维持在15%和5%左右。2020年之后，受上游原材料价格上涨、人工费用增加和疫情的不稳定等因素影响，公司毛利率和净利率水平均出现下滑。2021年公司毛利率为9.53%，净利率为-0.04%。2022年前三季度公司盈利能力已出现企稳回升态势，毛利率回升至10.84%，净利率回升至0.72%。

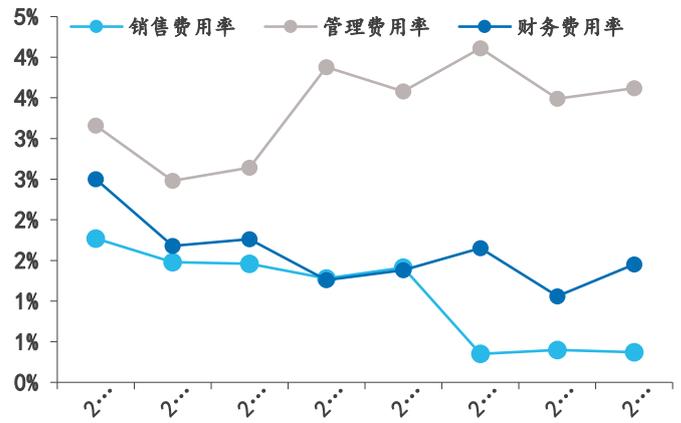
公司销售费用率呈下降趋势，财务费用率基本保持稳定。2021年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为0.4%/8.5%/1.06%/5.01%。

图7. 2015年-2022Q1-Q3 公司毛利率与净利率



资料来源: wind, 安信证券研究中心

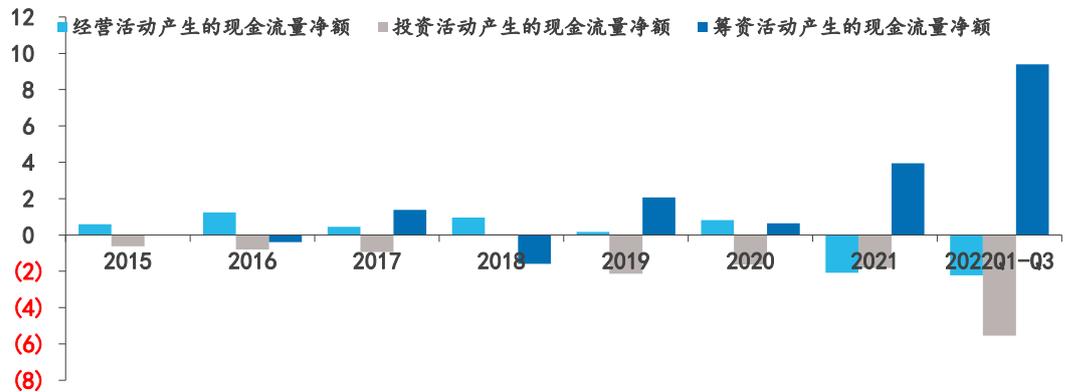
图8. 2015年-2022Q1-Q3 公司费用率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

2021年由于增加了原材料采购以及加国外疫情蔓延导致进口原材料采购周期加长,公司经营活动产生的现金流量净额为负。2021年公司经营活动产生的现金流净额/投资活动产生的现金流量净额/筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.09/-1.81/3.94亿元。

图9. 2015年-2022Q1-Q3 公司现金流情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 2. 汽车线束未来市场空间广阔, 自主品牌崛起与低成本优势为国产厂商发展促进因素

### 2.1. 2021年我国汽车线束市场规模达521亿元

汽车线束是汽车电路的网络主体,是由铜材冲制而成的接触件端子(连接器)与电线电缆压接后,塑压绝缘体或外加金属壳体等,以线束捆扎形成连接电路的组件,主要由导线、端子、接插件及护套等组成。它把中央控制部件与汽车控制单元、电气电子执行单元、电器件有机地连接在一起,形成一个完整的汽车电器电控系统。汽车线束产品属于定制型产品,不同整车厂商及其不同车型均有着不同的设计方案和质量标准。

汽车线束产品处于整个汽车产业链的中游,其上游产业为铜材、橡胶、塑料、电线线材等,下游则主要为汽车整车制造商及部分零部件配套供应商。

图10. 汽车线束行业产业链示意图



资料来源：华经产业研究院，安信证券研究中心

从功能上来分，汽车线束有运载驱动执行元件电力的电力线和传递传感器输入指令的信号线两种。电力线较粗，主要用于传输电流；信号线是铜质多芯软线，主要用于传递电信号。按汽车整车结构来看，汽车线束主要分为发动机线束、仪表板线束、车身线束、门线束、前围线束等。其中发动机线束连接发动机上的各种传感器和执行器，围绕在发动机的周围；仪表板线束与车身或者底盘线束连接，沿着管梁行走连接仪表板上的各种电器件如组合仪表、空调开关、收放机、点烟器等。

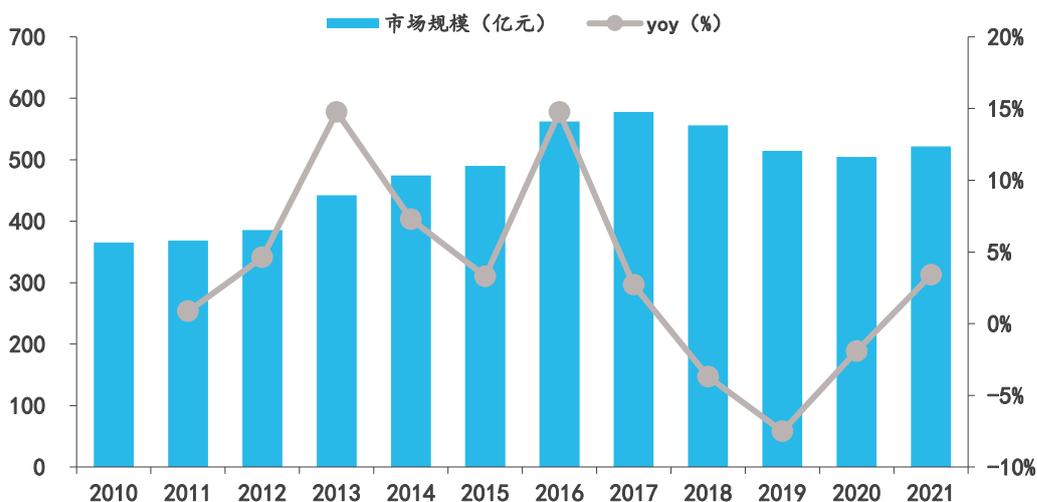
图11. 整车线束示意图



资料来源：雪球网，安信证券研究中心

据中国汽车工业协会统计，2006 年我国汽车产销量分别为 727.97 万辆和 721.60 万辆，经过十余年的经济增长、城镇化的推进和生活水平的提高，普通家庭对汽车的需求量大幅增长，2021 年中国汽车产销量结束了自 2018 年以来连续 3 年的下降趋势，分别为 2608.2 万辆和 2627.5 万辆。随着汽车销量的持续上升，汽车线束的需求也出现了大幅的上涨，汽车线束的市场容量迅速增大。根据智研咨询数据，2021 年我国汽车线束市场规模达 521.6 亿元。

图12. 2010-2021 年我国汽车线束市场规模

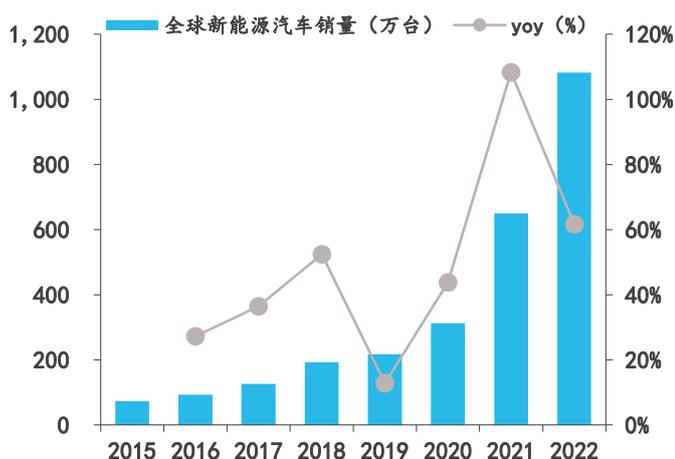


资料来源：公司招股说明书，观研天下，智研咨询，安信证券研究中心

## 2.2. 2025 年我国新能源乘用车汽车线束市场规模预计将达约 820 亿元

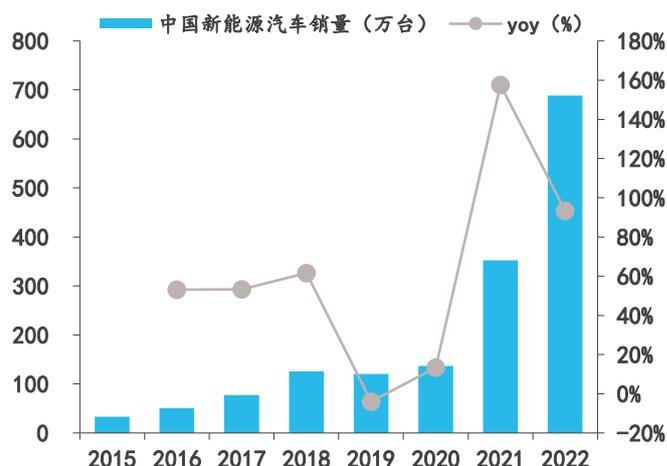
根据 HIS 数据，2020 年即使在疫情的影响下，全球新能源汽车销量依旧实现了 43% 的大幅增长，销量达 312 万台。2021 年全球新能源汽车销量同比增长 108% 至 650 万台。根据 HIS 数据，2022 年，全球新能源汽车销量达到 1082.4 万辆，同比增长 61.6%。根据中国汽车工业协会数据，2022 年，我国新能源汽车销量为 688.7 万辆，同比增长 93.4%，连续 8 年保持全球第一。安信汽车组预测 2023 年我国新能源乘用车销量有望达到 976 万辆，同比增长 49%。新能源汽车销量的快速增加以及新能源车的占比不断提升，将带动汽车线束整体市场需求的持续快速增长。

图13. 2015-2022 年全球新能源汽车销量



资料来源：HIS，安信证券研究中心

图14. 2015-2022 年中国新能源汽车销量

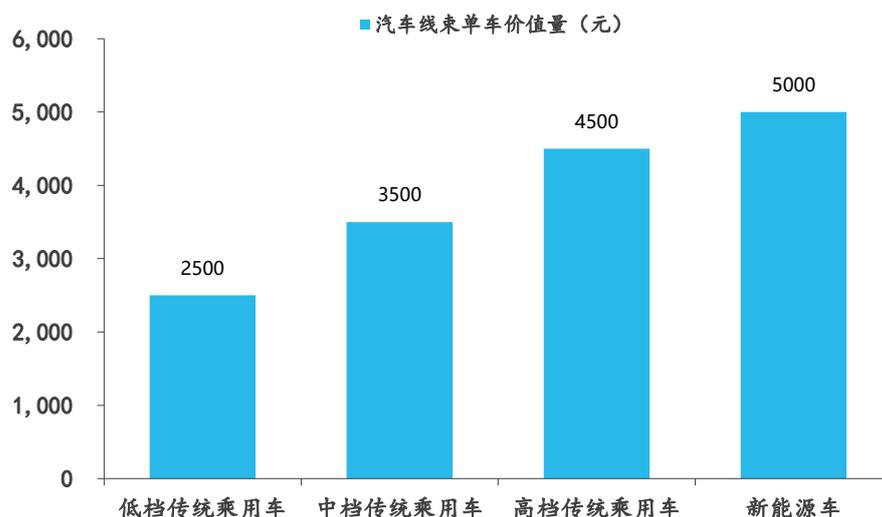


资料来源：中国汽车工业协会，安信证券研究中心

新能源汽车进入放量增长期，将带动汽车线束行业的持续增长。目前新能源电动汽车通常使用高达 600V 或更高的驱动电压，比燃油汽车的 12V 电压高出很多，要求线束有更强的耐压性和密封性，避免汽车遭遇碰撞后的高压线路短路而引发燃烧事故。新能源汽车驱动电压较高，需要采用高压线束连接各电路单元。高压线束不仅是新能源汽车高压电气系统的关键

组成部分，还是新能源汽车安全可靠运行的重要保证，具有大电压/大电流、大线径导线数量多等特点。新能源汽车的汽车线束技术要求显著提升，带动单车线束价值量的大幅增加。新能源汽车高压线束的特点也决定其面临着安全、布线、屏蔽、重量及成本等挑战，有较高的技术门槛，高压线束的单车价值量也较燃油车有所提高。根据中研产业研究院数据，**新能源汽车线束单车价值量平均在 5000 元左右，其中高压线束系统单车价值约 2500 元**，传统乘用车线束则按照车型档次不同，一般汽车线束的单车价值量在 2500、3500、4500 元不等。

图15. 新能源汽车线束单车价值量显著提升



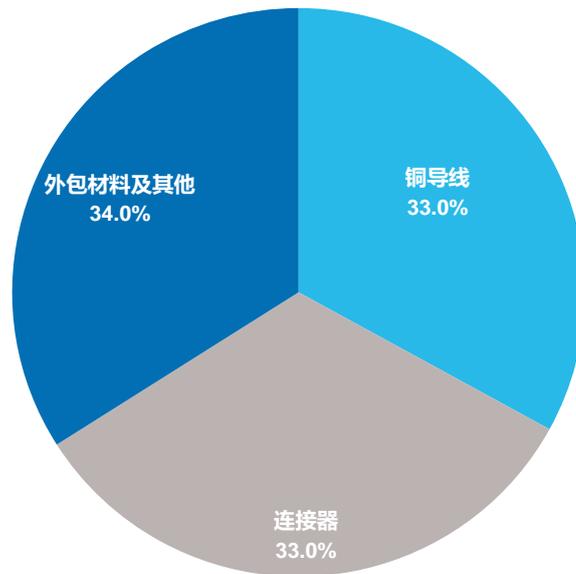
资料来源：中研产业研究院，安信证券研究中心

据乘联会统计，2021 年全年智能网联汽车累计销量达 271.8 万辆，在全年累计销量中的占比 12.74%。随着汽车智能化发展趋势，单车传感器数量将不断增加，数据传输速度要求亦将持续提升。汽车线束需求和性能要求将持续提升。

在全球环保标准不断强化的背景下，为提高汽车的燃效性能，汽车厂商正在大力推进汽车生产轻量化。车身减重将优化汽车的燃油经济性、操控稳定性及碰撞安全性，有效改善汽车品质。汽车线束的轻量化发展也成为重点突破领域。目前，随着汽车电子化、信息化的快速发展，车内电子设备的大量使用使得车内电气布线越来越长、越来越复杂，汽车线束重量的增加也导致整车成本和能耗的增加，线束的轻量化发展目标愈发重要。

在汽车线束产品减重方面，除了大量使用薄壁导线缩小导线截面积外，采用比铜成本更低、质量更轻的铝作为原材料成为线束轻量化的热点研发方向。根据产业调研数据，汽车线束中铜导线价值量占比约为 33%，连接器价值量占比约为 33%。根据华经产业研究院数据，汽车线束中铜导线重量占比达到 75%，是主要的轻量化方向。未来，铝导线易氧化、电气性能和机械性能不稳定的问题一旦有了成熟的解决方案，轻质化的铝制线束有望成为汽车线束的重点发展方向。

图16. 汽车线束中各材料重量占比



资料来源：华经产业研究院，安信证券研究中心

我国汽车线束市场空间测算：

量：根据中汽协数据，2022年，我国乘用车销量达2356.3万辆，其中新能源汽车销量为688.7万辆，传统乘用车销量为1667.6万辆。安信证券汽车组预测2023年我国乘用车销量约为2280万辆，其中新能源汽车销量将达976万辆，传统乘用车销量预计约为1163万辆；2025年乘用车销量有望达到2432万辆，其中新能源汽车销量将达1457万辆，传统乘用车销量预计约为975万辆。

价：根据中研产业研究院数据，传统乘用车线束则按照车型档次不同，一般汽车线束的单车价值量在2500、3500、4500元不等。由于中低档车型占比较高，因此传统乘用车汽车线束的平均单车价值量我们取3000元。新能源汽车线束单车价值量平均在5000元左右，其中高压线束系统单车价值约2500元。我们预计伴随电动化与智能化趋势，新能源汽车单车线束价值量将以每年3%速度增长。

市场空间：经测算，2022年我国传统乘用车汽车线束市场规模约为500亿元，新能源乘用车汽车线束市场规模约为344亿元。到2025年，我国传统乘用车汽车线束市场规模预计将降至约300亿元，新能源乘用车汽车线束市场规模预计将达约820亿元。2022-2025年我国新能源乘用车汽车线束市场空间CAGR达33.5%，乘用车总体线束市场规模CAGR达9.6%。

表2：我国汽车线束市场空间测算

	2022年	2023年	2025年
传统乘用车销量（万辆）	1667.6	1163	975
单车线束价值量（元）	3000	3000	3000
市场空间（亿元）	500.3	348.9	292.5
新能源乘用车销量（万辆）	688.7	976	1457
单车线束价值量（元）	5000	5150	5627.5
市场空间（亿元）	344.4	502.6	819.9
市场空间合计（亿元）	844.6	851.5	1112.4

资料来源：中汽协，中研产业研究院，安信证券研究中心

### 2.3. 自主汽车品牌崛起与低成本优势促进国产化替代进程

汽车线束市场集中度高，日系占据全球超 50% 份额，国产化空间大。汽车厂商尤其是全球汽车品牌通常实行高标准、严要求的供应商管理，供应商体系较为封闭。少数外资及合资汽车线束企业长时间占据了绝大部分的市场份额，形成了汽车线束行业寡头竞争的局面。目前，全球汽车线束市场主要由日本的矢崎、住友电气、藤仓，韩国的欲罗、京信以及欧美的莱尼、安波福、科仓伯格舒伯特公司、德克斯米尔、李尔等线束厂商主导。根据中研网数据，其中日系厂商占据了全球超 50% 的市场份额。目前国内也涌现了一批优秀的自主线束企业。这些优质的本土企业通过长期积累的产品技术和同步开发经验，整体实力显著增强，凭借及时有效的服务、可靠的产品质量逐步进入国际汽车厂商的供应商配套体。

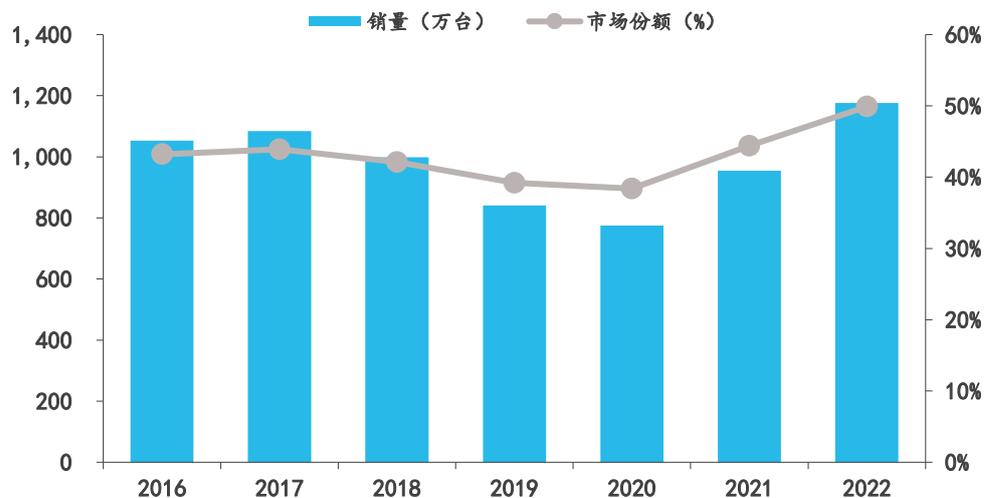
表3：汽车整车制造商对应主要线束供应商

车系	整车企业	主要供应商		
		整车线束	小线束	高压线束
德系	上汽大众	沪光股份、科世科、苏州波特尼、莱尼、安波福	沪光股份、上海金亭、李尔	沪光股份、安波福、科世科、苏州波特尼
	一汽大众	科世得润、长春住电、安波福、李尔	沪光股份、长春捷翼、长春灯泡电线厂	科世得润
	奥迪	科世得润、长春住电、安波福	长春捷翼	安波福、科世得润
	奔驰	莱尼、安波福	沪光股份、德克斯米尔、耐克森	沪光股份、德克斯米尔
	宝马	德克斯米尔、莱尼	德克斯米尔、莱尼、迈恩德	莱尼
美系	通用	安波福、上海金亭、矢崎、莱尼、沪光股份	科世科、上海金亭、河南天海、沪光股份	沪光股份、安波福
	福特	安波福、李尔、矢崎、住友		莱尼、安波福、矢崎、李尔
日系			矢崎、住友、藤仓	
韩系			京信、裕罗、悠进	
内资	上汽集团	沪光股份、李尔、天海、安波福	沪光股份、安波福、三智	Auto-Kable、沪光股份
	一汽集团	李尔、长春灯泡电线厂、安波福	三智	TE (泰科)
	吉利汽车	豪达、天海、藤仓、京信、李尔	天海、京信	TE (泰科)
	长城汽车	保定曼德、长春灯泡电线厂、天津精益	立讯、乐荣、景程	TE (泰科)
	奇瑞汽车	沪光股份、河南天海、侨云电子、安波福等	/	中航光电、南京康尼、四川永贵等
	江淮汽车	沪光股份、河南天海、安波福等	/	中航光电、安波福

资料来源：沪光招股说明书，安信证券研究中心

自主品牌崛起带动本土零部件配套体系逐步成熟。近几年，随着国内汽车市场快速发展，吉利、奇瑞、长城、比亚迪等一优秀国产品牌正逐渐崛起。中国汽车工业协会统计显示，2022 年中国品牌乘用车共销售 1176.6 万辆，同比增长 22.8%，占乘用车销售总量的 49.9%，占有率比上年同期提升 5.4 个百分点。自主品牌本土零部件采购率较高，其市场份额的稳步提高必将为本土零部件企业的发展带来机遇。

图17. 2016-2022 年我国自主品牌乘用车销量及市场份额



资料来源：中汽协，安信证券研究中心

乘用车市场竞争激烈，本土零部件有望借成本优势继续扩大市场份额。目前，整车厂对成本控制的需求日益提高，国产汽车零部件价格优势凸显，整车厂寻求内资零部件配套的趋势已经形成。自 2015 年以来我国乘用车市场竞争激烈，价格波动显著。下游整车厂商为应对市场竞争压力，压缩整车产品成本日渐重要。凭借相对较低劳动力成本优势及成本管理优势，国内汽车零部件厂商有望把握这一机遇进入此前被国际厂商所垄断的细分领域，扩大市场份额。

目前国内汽车线束厂家虽然较多，但大多数规模小，研发能力较弱，生产装备落后，质量档次不高，配套车型单一，主要为自主品牌配套加工。随着自主品牌零部件企业整体实力增强，部分在高档、优质线束市场建立品牌影响力的线束龙头企业将加速产业资本布局，整合产业资源，充分发挥与合作方在技术、客户资源和配套服务等协同效应，加速行业优胜劣汰。

### 3. 客户资源优质，智能制造助力公司提升生产经营实力

#### 3.1. 客户资源优质，加码新能源高压线束

公司凭借可靠的产品质量以及精准的生产供货体系获得了众多知名汽车厂商的认可，是目前为数不多进入上汽大众、戴姆勒奔驰、通用汽车、奥迪汽车、理想汽车、美国 T 公司、金康新能源等全球整车制造厂商供应商体系的内资汽车线束厂商之一。公司目前为大众汽车集团（中国）Formel Q 最高级别 A 级供应商、大众集团 VW60330 压接过程质量 A 级供应商，与大众、奔驰、奥迪、上汽通用、上汽集团、理想汽车等境内外汽车整车制造商建立了长期合作关系，在汽车线束领域形成了较强的品牌影响力，树立了良好的品牌形象。公司连续 5 年荣获上汽大众优秀服务表现奖，获得上汽通用 2021 年度最佳供应链奖、理想汽车 2021 年理想 TOP 奖。

2021 年，在传统燃油车方面，公司取得了上汽通用·凯迪拉克 XT5、上汽通用·君威&君越的成套线束；雪佛兰·探界者、别克 CUV & SUV 电瓶线束；上汽大众·途观、朗逸、明锐的发动机线束；上汽通用·别克威朗、长安福特平台其他线束等项目定点。并分别量产了包括大众·途昂系列、上汽奥迪 Q5E、林肯·航海家的成套线束，上汽通用·凯迪拉克 XT4 和昂科威、上汽通用·克鲁泽的其他线束。

表4：公司所获荣誉

汽车公司	获得荣誉
大众集团	Formal-Q A 级供应商
大众集团	VW60330 压接过程质量 A 级供应商
大众集团	R&D 研发 B 级供应商
奥迪	R&D 研发 B 级供应商
上汽大众	优秀供应商
大众一汽发动机（大连）	优秀供应商
北京奔驰	优秀供应商
奇瑞汽车	优秀供应商
江淮汽车	优秀供应商
上汽乘用车	优秀供应商
上汽通用	优秀供应商

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

**加码新能源高压线束业务。**根据公司公告，公司基于智能制造生产管理系统，打造出了一套高标准、高效率、可复制性强的全自动高压线束生产线的规划要求，公司的高压线束自动化生产线已陆续在理想汽车、美国 T 公司、大众汽车、上汽通用等高压项目上应用。目前，公司的高压线束自动化生产线已经从开线、压接等线束加工工序，成功过渡到线束外部零部件装配至高低压检测工序的规划、设计、实施，实现全过程自动化产线的研发和投入。新能源汽车方面，公司取得了问界 M5、M5 EV 和 M7 的整车高、低压线束定点；理想汽车 X02、大众安徽 VW316/8 高压线束项目定点；取得了戴姆勒奔驰 MMA 平台电池包低压线束的项目定点。2021 年，公司陆续实现了上汽大众 MEB 平台中 ID3、ID6X、奥迪 Q5E、奇瑞捷豹路虎·发现运动、北京奔驰 EQA 等高压线束的量产。根据公司公告，2022 年以来已陆续取得了理想汽车 W01 高压线束、智己汽车 S12L 高压线束、美国 T 公司 M 3 热管理线束等项目定点，并实现了赛力斯·问界 M5、问界 M7 高低压线束，理想汽车 L9 高压线束，奥迪 Q6 低压线束等项目量产。

图18. 公司客户展示

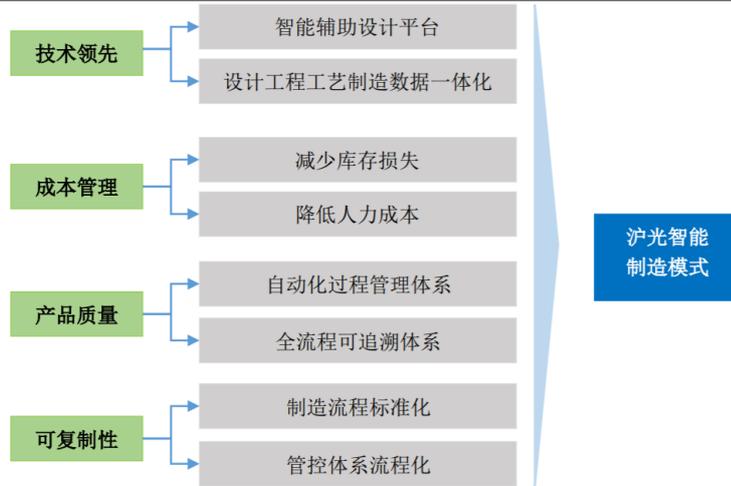


资料来源：公司官网，安信证券研究中心

### 3.2. 积极推进智能制造、打造智慧化工厂

公司致力于为全球范围内优质的汽车整车制造商提供高端产品及服务，逐步成为国际领先的汽车线束供应商。针对全球化进程中存在的问题，公司以智能辅助设计平台及设计工程工艺制造数据一体化的技术领先策略为指导，以建设智慧化工厂为突破口，力争一举解决成本、质量问题，并降低海外建厂的劳务用工风险，在全球范围内为客户提供贴近式的研发设计及制造服务。

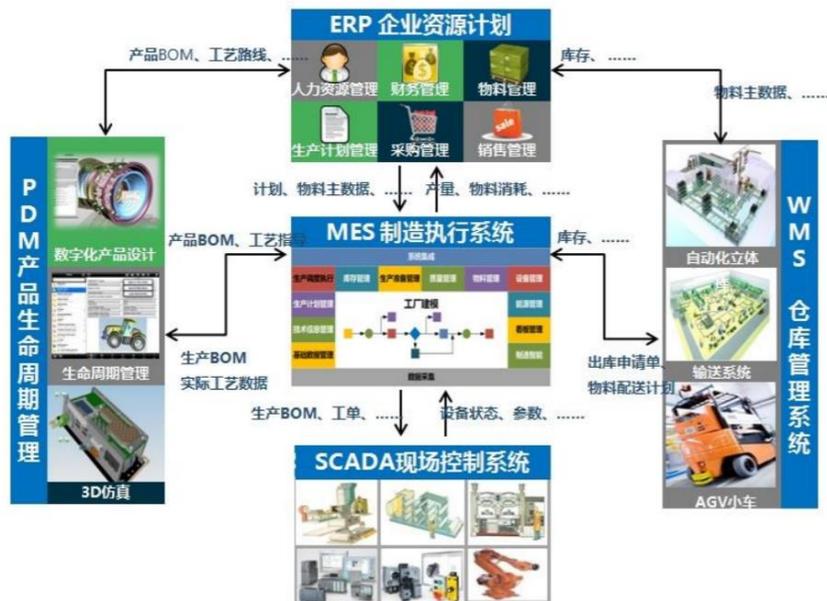
图19. 公司智能制造理念框架



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司与 Komax（库迈思）、ABB、KUKA（库卡）、西门子等全球智能制造设备供应商合作，选择国际智能制造品牌装备，集成工业机器人、电控系统、物联网、信息化等技术，实现了高效、准确、低成本的仓储、物流、智能装配、智能检测，并打造了集仓库管理、数据采集与监视监控、生产执行、工程设计于一体的智能生产制造平台，逐步形成公司自有的、可复制的贯穿于仓储、物流、生产全流程的智能制造系统规划模式，可以缩短产品研制周期、降低运营成本、提高生产效率、提升产品可靠性，为公司快速适应市场日益增加的业务需求提供方案支持。公司智能制造系统包括智能研发系统、智能仓储系统、智能物流系统、智能生产及装配系统等。

图20. 公司智能制造系统框架



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司智能制造系统获得了大众汽车集团、戴姆勒奔驰、通用汽车集团等全球车企及上汽大众、一汽大众、上汽通用等合资车企的高度认可，公司是为数不多进入德系高端定制化线束总成市场的中国民营企业，也是全行业为数不多拥有全品种整车线束研发和生产能力的中国民营

企业。公司的汽车线束智能工厂 2015 年被江苏省经信委评为“江苏省智能车间”，2017 年被工信部评为全国智能制造试点示范项目。

2021 年，公司继续紧扣企业“智慧化”的战略要求，在做好现有自动化生产线的复制同时，继续推进更多工序的装配自动化生产落地。在高压线束方面，随着近年在理想汽车、美国 T 公司、大众汽车、上汽通用等高压项目的经验积累，公司完成了对上汽通用高压线束自动化产线的优化升级，实现了生产全过程自动化，产线可覆盖线径范围更广，可快速应对产品设计变更，提高设备的综合使用效率。在低压线束方面，公司成功实现了单机功能与系统的集成开发，完成了单线插位机型向绞线插位机型的过度。在智慧物流方面，公司顺利完成了河西工厂全流程智慧物流 1 期项目上线工作；同时，加快了原材料、半成品、产成品的标准化仓储、配送模式的上线速度。

### 3.3. 公司研发实力领先，产能不断扩充

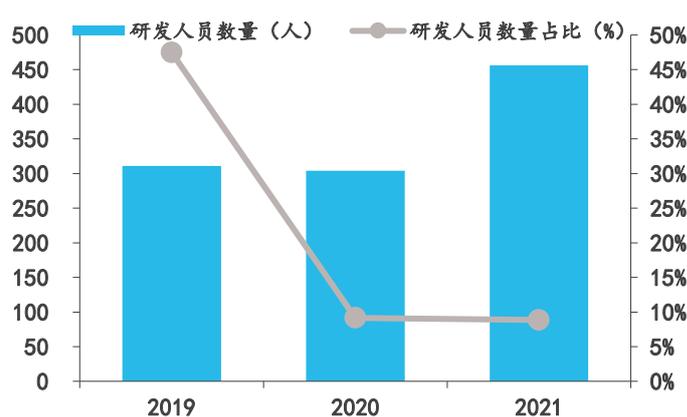
**拥有高低压线束总成研发能力。**公司在全球范围内运用先进的设计工具及协同平台为客户提供产品的正向研发、设计服务，依托独立、灵活的智能制造系统、领先的新材料、新工艺研发技术，取得了客户及合作开发供应商的广泛认可。公司设立产品开发部、工程部及智能制造部，并组建新技术、新材料、新工艺等多个专业联合团队，从技术前沿趋势，行业发展方向，客户需求等维度，开展各类产品技术的研究。为更好的服务于客户及整合周边资源，公司在上海、重庆及德国设立工程技术中心，分别为奥迪、大众、戴姆勒、福特、通用、金康新能源等汽车制造商提供同步开发设计。公司拥有高低压线束总成研发能力，将智能化融入到产品设计开发和过程开发中，两化融合得到了有效实现，投入了全球先进的大数据管理系统、产品生命周期管理系统、智能辅助设计系统等。同时，公司建立了功能配备全面的实验室：标杆分析区、整车电流测试区、CAE 模拟验证区和台架测试区、型式试验区等几大功能区，对设计验证提供了强有力的保障。2021 年公司研发支出达 1.23 亿元，占营收比例 5% 左右；研发人员增长至 456 人，占比 8.85%。

图21. 2017-2021 年公司研发支出情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图22. 2019-2021 年公司研发人员情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

根据公司公告，2021 年公司在新材料、新技术及新工艺的研发方面取得进一步进展。在完成特定客户高压线束中铝导线替代铜导线产品推广的同时，继续推进在低压线束相关产品的实车验证及制造过程认证，各项性能满足预期设计，具备量产条件，在 2022 年全面进入市场推广阶段。公司关于智能网联，自动驾驶，5G 通讯等相关数据线、新产品等已完成产品技术可行性研究，进入实质性产品预研及投入阶段，将提升公司研发产品的整车的覆盖率，完善公司的产品布局。

产能不断扩充，投资设立多家子公司。根据公司官网，公司拥有多台国外进口先进生产设备，包括瑞士 Komax355S、433、488S 等全自动开线压接机，德国 Schunk 超声波焊接机等，目前已具备充足的发动机线束、整车线束及 ABS 线束产能。公司先后荣获“江苏省企业技术中心”与“江苏省重点企业研发机构”等称号。2021 年 9 月，公司通过非公开发行募集资金 7.03 亿元用于昆山泽轩汽车电器有限公司汽车线束部件生产项目及补充流动资金。汽车线束生产项目用于提升公司成套线束、新能源高压线束等各类汽车线束的生产能力和智能化水平，充分发挥智能制造优势，满足客户产品需求，推进公司战略发展。

表5：募集资金使用计划

项目名称	总投资额（万元）	以募集资金投入（万元）
昆山泽轩汽车电器有限公司汽车线束部件生产项目	54,953.21	49,300.00
补充流动资金	21,000.00	21,000.00
合计	75,953.21	70,300.00

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2021 年 12 月，公司发布公告出资 3 亿元在重庆市设立全资子公司。重庆子公司的设立有利于公司开拓西南市场，及时响应客户需求，提高客户满意度，完善公司在西南地区的战略布局，进一步巩固并提升公司在汽车高低压线束领域的领先优势。2022 年 3 月，公司发布公告拟出资 1 亿元在苏州市设立全资子公司，并由新设立的苏州子公司对德国 KSHG 增资 2997.5 万欧元。有利于利用苏州工业园区发改、商务一窗受理的便捷性，缩短相应的审批时间，以快速响应国际客户的业务需求，加快公司在欧洲市场及全球化的战略布局，进一步促进国际化商业合作，提高公司综合竞争力，助力公司早日成为整车电气模块领域的优秀方案解决供应商及线束行业的全球领航者。2022 年上半年，公司已在重庆沪光智慧工厂完成多条新能源高压线束自动化产线的设计、制造及调试，目前已实现少量生产。

图23. 公司产业布局



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

根据我们的测算，2022 年我国传统乘用车汽车线束市场规模约为 500 亿元，新能源乘用车汽车线束市场规模约为 344 亿元。到 2025 年，我国传统乘用车汽车线束市场规模预计将降至

约 300 亿元，新能源乘用车汽车线束市场规模预计将达约 820 亿元。2022-2025 年我国新能源乘用车汽车线束市场空间 CAGR 达 33.5%。目前汽车线束市场集中度高，日系占据全球超 50% 份额，国产化空间大。自主品牌崛起将带动本土零部件配套体系逐步成熟，本土零部件有望借成本优势继续扩大市场份额。公司客户资源优质，是目前为数不多进入上汽大众、戴姆勒奔驰、通用汽车、奥迪汽车、理想汽车、美国 T 公司、金康新能源等全球整车制造厂商供应商体系的内资汽车线束厂商之一。同时公司产能不断扩充，目前已具备充足的发动机线束、整车线束及 ABS 线束产能。我们预计公司汽车线束业务业绩将快速增长。

分产品看，公司**成套线束产品**主要包括客户定制化线束、新能源汽车高压线束、仪表板线束、前舱线束、地板线束等。公司凭借优质的客户资源和不断提升的产能，将充分受益于新能源汽车线束市场规模的扩大。我们预计公司此业务 2022-2024 年营业收入将同比快速增长；毛利率将随原材料价格趋稳、规模效应提升不断恢复至疫情前水平。

受国五转国六影响，公司**发动机线束产品**收入逐年下降。我们预计公司此业务营收将维持较低占比；毛利率将随原材料价格趋稳、规模效应提升不断恢复至疫情前水平。

公司**其他线束产品**主要包括门线束、顶篷线束、尾部线束等非核心部分的线束。公司已拿到雪佛兰、别克电瓶线束项目；上汽通用、长安福特其他线束项目定点。我们预计公司此业务营收将维持稳定增长；毛利率将随原材料价格趋稳、规模效应提升不断恢复至疫情前水平。

我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 36.53 亿元(+49.2%)、50.90 亿元(+39.3%)、70.76 亿元(+39.0%)；预计归母净利润分别为 0.41 亿元(+3991.1%)、1.98 亿元(+381.2%)、3.21 亿元(+62.1%)；对应 EPS 分别为 0.09、0.45、0.73 元。

表6：公司 2022-2024 年盈利预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	15.31	24.48	36.53	50.90	70.76
YoY	-6.2%	59.9%	49.2%	39.3%	39.0%
成本	13.04	22.15	32.75	43.87	60.57
毛利率	15%	9.5%	10.3%	13.8%	14.4%
归母净利润	0.74	-0.01	0.41	1.98	3.21

资料来源：Wind、安信证券研发中心

## 4.2. 相对估值

我们选取得润电子、永贵电器、拓普集团作为公司的可比公司。2023 年可比公司平均 PE 为 21.47 倍。综合考虑可比公司均值与公司龙头地位，我们给予公司 2023 年 52 倍 PE，对应目标价 23.40 元。首次覆盖，给予“增持-A”投资评级。

表7：可比公司估值（截至 2023 年 3 月 7 日收盘价）

代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
002055	得润电子	9.48	57.31	-5.92	1.07	4.44	-14.91	53.56	12.91
300351	永贵电器	15.17	58.43	1.22	1.83	2.31	46.58	31.93	25.29
601689	拓普集团	58.75	647.45	10.17	17.60	24.81	57.42	36.75	26.20
	平均值						30.28	40.75	21.47
605333	沪光股份	21.07	92.03	-0.01	0.73	2.22	-7,851.25	223.92	46.54

资料来源：Wind、安信证券研发中心

注：可比公司盈利预测与估值采用 Wind 一致预期，已覆盖公司得润电子、永贵电器采用最新报告中预测数据

## 5. 风险提示

- 1、汽车行业周期波动的风险。**公司主要产品汽车线束以汽车为载体，生产经营与汽车行业的整体发展状况、景气程度密切相关。汽车产业作为国民经济的支柱产业，亦受宏观经济波动、环保政策等诸多因素的影响，未来若宏观经济下行，或国家环保政策趋严，将导致汽车行业景气度下降，进而对公司的经营产生不利影响。
- 2、客户集中度较高的风险。**公司前五大客户的销售收入占比约为 78.95%，存在客户集中度较高的风险。这与汽车整车行业呈现客户集中度较高的特征保持一致。但如果公司主要客户未来因终端消费市场的重大不利变化产生较大的经营风险或缩减与公司的合作规模，可能导致公司销量减少或应收账款未能及时收回，对公司生产经营业绩造成不利影响。
- 3、原材料价格波动的风险。**公司主要原材料为导线、端子，其成分主要为铜，铜材属于大宗商品，市场供应充足，但价格容易受到经济周期、市场需求、汇率等因素的影响，出现较大波动。
- 4、疫情蔓延及芯片短缺的风险。**新冠疫情持续蔓延和变异毒株的迅速传播给全球防疫工作带来了巨大的考验；受疫情及灾害影响，加之全球汽车产业复苏和汽车新四化进程加快导致需求扩大等因素，芯片短缺问题仍未有效缓解，给汽车行业带来了严峻的挑战。
- 5、新产品技术开发的風險。**公司下游汽车整车制造行业更新换代速度较快，产品具备特定的生命周期，针对下游行业客户推出的新产品，公司需持续与其合作进行技术开发，并经过客户严格的认证之后方可进行批量供货，具有认证周期长、环节繁多、流程复杂等特点。若公司在产品研发、生产能力及响应周期等方面不能同步跟进，将无法满足市场的要求，公司产品将面临一定的市场风险。
- 6、测算不及预期的风险。**本报告中对汽车线束市场空间进行了测算，并基于此对公司业绩进行了预测，若测算不及预期，可能影响公司业绩情况。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,531.2	2,447.8	3,652.9	5,089.9	7,075.3	成长性					
减:营业成本	1,303.7	2,214.6	3,275.0	4,387.0	6,056.7	营业收入增长率	-6.2%	59.9%	49.2%	39.3%	39.0%
营业税费	7.1	9.1	15.7	21.4	28.8	营业利润增长率	-29.9%	-124.1%	-342.5%	421.4%	62.1%
销售费用	5.3	9.9	14.2	19.9	26.9	净利润增长率	-26.8%	-101.4%	-3,991.1%	381.2%	62.1%
管理费用	63.0	85.3	120.5	162.9	226.4	EBITDA 增长率	-12.8%	-32.0%	83.4%	126.5%	45.8%
研发费用	79.6	122.7	167.0	232.5	314.9	EBIT 增长率	-27.1%	-84.8%	522.6%	259.6%	58.1%
财务费用	25.2	25.8	32.9	46.3	63.7	NOPLAT 增长率	-17.2%	-99.6%	16,068.6%	239.7%	58.1%
资产减值损失	-5.3	-11.2	-7.1	-9.5	-8.7	投资资本增长率	14.5%	24.9%	28.0%	26.6%	25.2%
加:公允价值变动收益	1.3	-0.7	-	-	-	净资产增长率	45.3%	-3.8%	9.6%	20.3%	29.4%
投资和汇兑收益	2.4	-4.3	10.0	2.7	9.9						
营业利润	76.3	-18.4	44.5	232.2	376.5	利润率					
加:营业外净收支	0.2	0.1	1.1	0.5	0.6	毛利率	14.9%	9.5%	10.3%	13.8%	14.4%
利润总额	76.5	-18.3	45.7	232.7	377.0	营业利润率	5.0%	-0.8%	1.2%	4.6%	5.3%
减:所得税	2.3	-17.2	4.6	34.9	56.6	净利润率	4.8%	0.0%	1.1%	3.9%	4.5%
净利润	74.2	-1.1	41.1	197.8	320.5	EBITDA/营业收入	9.2%	3.9%	4.8%	7.8%	8.2%
						EBIT/营业收入	5.3%	0.5%	2.1%	5.5%	6.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	112	97	75	58	44
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动营业资本周转天数	99	75	71	75	76
货币资金	72.7	221.3	219.2	254.5	283.0	流动资产周转天数	237	219	206	203	196
交易性金融资产	1.3	0.6	0.6	0.6	0.6	应收账款周转天数	128	128	116	124	123
应收账款	629.2	1,114.8	1,231.4	2,269.6	2,547.7	存货周转天数	55	48	52	51	48
应收票据	-	41.4	50.5	20.9	111.4	总资产周转天数	421	357	304	276	253
预付账款	14.2	29.7	34.8	51.3	68.1	投资资本周转天数	245	184	156	142	129
存货	243.8	410.2	647.4	782.5	1,123.7						
其他流动资产	113.7	80.4	97.0	88.7	92.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.5%	-0.1%	5.0%	20.0%	25.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	0.0%	1.3%	4.4%	6.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	10.1%	0.0%	5.0%	13.3%	16.6%
投资性房地产	-	12.5	18.8	28.2	36.1	费用率					
固定资产	590.5	726.8	785.3	854.3	887.6	销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	57.2	26.4	46.4	76.4	116.4	管理费用率	4.1%	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%
无形资产	51.4	97.5	102.7	102.7	106.0	研发费用率	5.2%	5.0%	5.1%	5.3%	5.2%
其他非流动资产	155.7	162.7	20.9	15.1	10.2	财务费用率	1.6%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
资产总额	1,929.6	2,924.3	3,255.0	4,544.7	5,383.7	四费/营业收入	11.3%	10.0%	9.2%	9.1%	8.9%
短期债务	305.1	661.0	802.9	872.1	952.9	偿债能力					
应付账款	384.9	575.0	906.5	1,157.4	1,580.8	资产负债率	59.5%	74.3%	74.7%	78.2%	76.2%
应付票据	130.9	459.5	273.9	801.9	618.8	负债权益比	147.1%	289.2%	295.2%	358.8%	320.0%
其他流动负债	42.9	150.6	34.3	42.3	54.3	流动比率	1.24	1.03	1.13	1.21	1.32
长期借款	254.0	291.5	379.8	646.9	860.7	速动比率	0.96	0.81	0.81	0.93	0.97
其他非流动负债	31.0	35.5	33.9	33.5	34.3	利息保障倍数	3.24	0.48	2.35	6.02	6.91
负债总额	1,148.8	2,173.0	2,431.3	3,554.1	4,101.8	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.06	-	0.01	0.07	0.07
股本	401.0	401.0	436.8	436.8	436.8	分红比率	35.1%	0.0%	11.7%	15.6%	9.1%
留存收益	379.8	350.6	386.9	553.8	845.1	股息收益率	0.3%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%
股东权益	780.8	751.4	823.7	990.6	1,281.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
净利润	74.2	-1.1	41.1	197.8	320.5	EPS(元)	0.17	-	0.09	0.45	0.73
加:折旧和摊销	65.2	90.1	98.8	120.5	141.5	BVPS(元)	1.79	1.72	1.89	2.27	2.93
资产减值准备	2.1	14.2	-	-	-	PE(X)	124.0	-8,713.0	223.9	46.5	28.7
公允价值变动损失	-1.3	0.7	-	-	-	PB(X)	11.8	12.2	11.2	9.3	7.2
财务费用	25.4	30.1	32.9	46.3	63.7	P/FCF	-65.0	47.0	-54.5	132.0	151.6
投资收益	-2.4	4.3	-10.0	-2.7	-9.9	P/S	6.0	3.8	2.5	1.8	1.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	44.8	93.0	57.6	26.2	18.5
营运资金的变动	-90.9	-290.4	-162.8	-367.4	-484.9	CAGR(%)	38.6%	-772.0%	-26.0%	38.6%	-772.0%
经营活动产生现金流量	80.6	-209.0	-0.1	-5.6	30.8	PEG	3.2	11.3	-8.6	1.2	-
投资活动产生现金流量	-161.6	-181.3	-178.7	-226.2	-216.1	ROIC/WACC	1.0	-	0.5	1.3	1.6
融资活动产生现金流量	64.9	394.3	176.7	267.1	213.8	REP	5.7	1,696.4	11.6	3.6	2.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034