

汇创达（300909）深度研究

拓展新能源等新领域，铸造全新增长极

2022年11月30日

【投资要点】

- ◆ 公司深耕电子产业，基于微纳米热压、精密激光熔接、高速冲压等核心技术，主要产品包括导光结构件及组件、精密按键开关结构件及组件等。从2G时代的功能型手机到5G、物联网等领域的百花齐放，公司产品随着下游通信行业发展以及消费电子产品的不断迭代而不断升级，并在防水开关等产品上成功突破海外技术壁垒，实现国产替代。
- ◆ 公司近期陆续披露拟收购主营连接器业务的信为兴以及投资扩产CCS及FPC模组的公告。信为兴在消费电子、汽车电子领域均已实现连接器产品量产供应并积累广泛客户群体，与公司主营业务形成良好协同优势。CCS模组凭借性能、成本等方面优势，在新能源汽车电池、储能电池等领域成为主流解决方案，将显著受益于下游市场的高速增长。此外，公司基于背光模组领域多年深耕积累，重点拓展车载MiniLED产品。公司围绕下游新能源、智能汽车、储能等领域积极布局，将铸造全新业务增长极。

【投资建议】

- ◆ 预计公司2022-2024年营收分别为9.40/16.27/26.42亿元，我们考虑公司并购信为兴带来业绩增量，2023-2024年分别为4400、4800万元，预计2022-2024年公司归母净利润分别为1.60/2.89/4.12亿元，对应EPS分别为1.06/1.91/2.72元/股，对应当前PE分别为32/17/12倍。我们认为公司深耕消费电子产业链，基于相关技术积累以及拟通过并购连接器，积极拓展汽车电子领域，产品技术布局清晰，助力公司再腾飞。我们综合参考具备消费电子拓展汽车电子逻辑的行业相关可比公司，给予公司2023年25倍PE，给予12个月目标价46.30元，上调至“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	827.20	940.09	1627.11	2641.90
增长率(%)	35.90%	13.65%	73.08%	62.37%
EBITDA(百万元)	208.73	192.26	293.60	439.58
归属母公司净利润(百万元)	149.03	159.69	288.59	412.42
增长率(%)	57.48%	7.16%	80.72%	42.91%
EPS(元/股)	1.48	1.06	1.91	2.72
市盈率(P/E)	29.09	31.56	17.47	12.22
市净率(P/B)	3.40	3.63	3.01	2.41
EV/EBITDA	19.40	23.79	15.58	9.34

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价: 46.3元

东方财富证券研究所

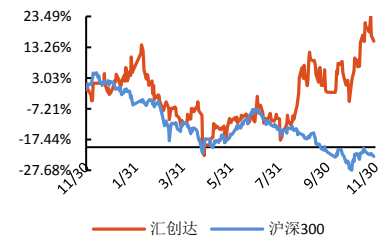
证券分析师: 周旭辉

证书编号: S1160521050001

联系人: 夏嘉鑫

电话: 021-23586316

相对指数表现



基本数据

总市值(百万元)	5003.96
流通市值(百万元)	2003.22
52周最高/最低(元)	50.58/23.36
52周最高/最低(PE)	39.41/22.95
52周最高/最低(PB)	4.22/2.67
52周涨幅(%)	14.41
52周换手率(%)	638.49

相关研究

《投资新能源汽车 CCS 及 FPC 模组，奠定全新增长极》

2022.11.24

《产品应用持续拓展，拟收购信为兴培育全新增长点》

2022.10.26

【风险提示】

- ◆ 公司并购信为兴存在不确定性
- ◆ 公司投资扩产CCS及FPC模组进度低于预期
- ◆ MiniLED业务进展进度低于预期
- ◆ 消费电子下游需求大幅低于预期
- ◆ 汇率剧烈波动

1、关键假设

导光结构件及组件：业务主要包括导光膜与背光模组产品，2021年业务实现营业收入6.11亿元，同比增长24%。受益于下游笔记本电脑键盘背光等产品出货量的增长，业务营收2019-2021年复合增长率达到36.98%。除了以笔记本电脑、智能家居等产品为代表的消费类电子产品之外，公司把握汽车智能化发展趋势，大力拓展以MiniLED为代表的车载应用，预计2022-2024年业务营收保持15%的年复合增长率，2022-2024年毛利率分别为36%、36%、37%。

精密按键开关结构件及组件业务：2021年，业务实现营业收入9716万元，同比增长69%，2019-2021年营收年复合增长率达到38.08%。公司在金属薄膜开关的技术积累基础上，已成功研发防水轻触开关，成功打破海外技术壁垒，实现进口替代，有望受益于下游产品高端化发展以及国产化渗透率的提升。预计2022-2024年，公司精密按键开关结构件及组件营收增速分别为30%、27%、27%，预计2022-2024年业务毛利率保持45%。

SMT代工及其他配件产品：2021年业务实现营业收入1.19亿元，同比增长101%。公司在满足客户零部件需求的基础上，以客户需求为导向，对外承接产品研发设计制造业务，近年来不断新增优质智能家居行业客户，为客户提供OEM、ODM多元化整体解决方案。预计2022-2024年营收增速分别为-5%、5%、5%，业务毛利率分别为8%、7%、7%。

新业务：根据公司披露，预计投资扩产CCS及FPC模组产品，项目建设周期3年，项目建成后，将新增年产CCS模组1200万套以及FPC模组3900万件的产能。我们认为FPC产品将主要满足公司CCS以及导光模组等业务需求，主要考虑CCS模组业务营收贡献。我们预计2023-2024年，公司产能扩建进度分别为36%、75%，产能利用率分别为70%、85%，受益于下游新能源汽车、储能等市场旺盛需求，预计保持满销。根据行业数据，CCS单价约为180元/个，预计2023-2024年，公司新业务营收分别为5.44、13.84亿元。我们参考同业公司毛利率情况，预计2023-2024年，公司新业务毛利率为25%。

2、创新之处

我们认为公司多年深耕电子行业，在产品与技术上已完成阶段性积累，并积极通过内生外延掌握新业务、新产品所需核心能力，各项业务下游客户重合性较强，公司可为客户提供更加多元化产品解决方案，亦有助于提升客户粘性。

3、潜在催化

CCS产品已经过验证，即将进入下一阶段小批量生产。

正文目录

1. 汇创达：围绕技术优先战略，深耕电子产业	5
1.1. 沉淀关键技术，核心领域实现国产替代	5
1.2. 营收规模快速增长，经营水平持续提升	9
2. 下游产品多元化+渗透率提升，电子业务持续受益	10
3. 新能源领域布局清晰，贡献成长新动能	14
3.1. 连接器空间广阔，并购信为兴协同优势明显	14
3.2. 汽车智能化方兴未艾，智能座舱 MINILED 渗透率有望持续提升	17
3.3. CCS 方案优势明确，成为电池系统主流选择	20
7. 关键假设与盈利预测	22
8. 投资建议	23
9. 风险提示	24

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构（截至 2022 年三季度）	5
图表 3：公司主要产品	5
图表 4：公司导光膜产品工作原理	6
图表 5：笔记本电脑背光模组	6
图表 6：背光模组工作原理	6
图表 7：金属薄膜开关应用	7
图表 8：金属薄膜开关结构图	7
图表 9：防水开关示意图	8
图表 10：公司主要客户	8
图表 11：公司营收情况（亿元）	9
图表 12：公司归母净利润（百万元）	9
图表 13：公司主营业务收入（百万元）	9
图表 14：2021 年公司主营业务占比	9
图表 15：公司主营业务毛利率情况	10
图表 16：公司期间费用情况（百万元）	10
图表 17：公司期间费用率情况	10
图表 18：全球 LCD 市场规模（亿美元）	10
图表 19：全球主要国家及地区 LCD 产能占比	11
图表 20：全球笔记本电脑出货量（百万台）	12
图表 21：游戏笔记本	12
图表 22：游戏笔记本出货量（万台）	12
图表 23：智能可穿戴产品使用金属薄膜开关	12
图表 24：全球智能可穿戴产品出货量（亿）	13
图表 25：全球智能可穿戴产品市场规模（亿美元）	13
图表 26：智能音箱	13
图表 27：扫地机器人	13
图表 28：三星 S22 系列手机具备 IP68 防护等级	14
图表 29：中高端智能手机占比	14
图表 30：2021 年全球连接器市场规模（百万美元）	14
图表 31：全球连接器市场规模（亿美元）	14
图表 32：2021 年全球连接器市场规模（百万美元）	15
图表 33：全球汽车连接器市场规模（亿美元）	15

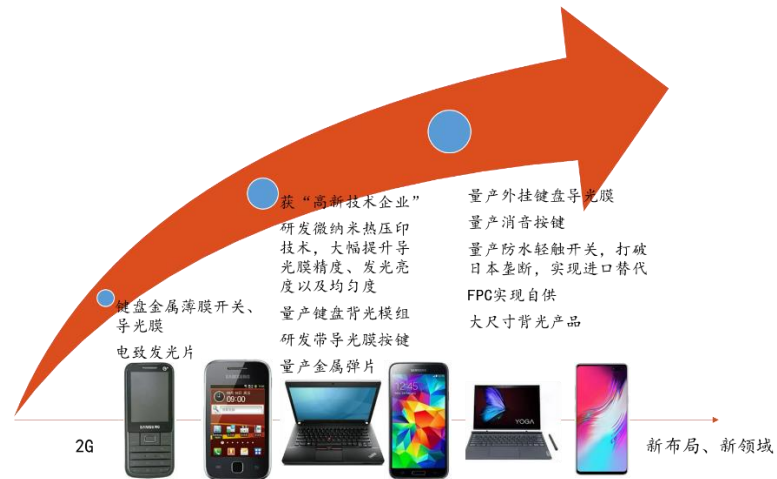
图表 34: 中国新能源汽车销量 (万辆)	15
图表 35: 汽车高压连接器	15
图表 36: 新能源汽车连接器应用场景	16
图表 37: 信为兴营收 (百万元)	16
图表 38: 2022H1 信为兴主营业务占比	16
图表 39: 信为兴主要客户	17
图表 40: MiniLED 背光面板和 OLED 面板的亮度分布	18
图表 41: MiniLED 全球市场规模 (亿美元)	18
图表 42: 汽车智能座舱的发展 (传统汽车对比特斯拉)	18
图表 43: 凯迪拉克 LYRIQ 33 英寸 MiniLED 背光环幕式超视网膜屏	19
图表 44: 车载 MiniLED 屏幕出货量 (万片)	19
图表 45: CCS 集成母排	20
图表 46: 储能 CCS 产品	20
图表 47: 2021 年全球不同储能方式占比	21
图表 48: 全球新型储能累计装机量 (MW)	21
图表 49: 2021 年中国不同储能方式占比	21
图表 50: 中国新型储能累计装机量 (MW)	21
图表 51: 中国新型储能市场规模 (MW)	21
图表 52: 盈利预测	23
图表 53: 可比公司估值比较表 (按照 2022 年 11 月 29 日收盘价)	23

1. 汇创达：围绕技术优先战略，多年深耕电子产业

1.1. 沉淀关键技术，核心领域实现国产替代

公司成立于 2004 年，从事导光结构件及组件、精密按键开关结构件及组件的研发、设计、生产和销售。从 2G 时代的功能型手机到 5G、物联网等领域的百花齐放，公司产品随着下游通信行业发展以及消费电子产品的不断迭代而不断升级。目前，公司在东莞、苏州、深汕合作区、香港设立四家全资子公司。

图表 1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

截至 2022 年 9 月 30 日，公司前五大股东合计持股比例为 64.74%。前五大股东之中，李明先生为公司董事长、总裁以及法定代表人，把握公司发展方向，与董芳梅女士为一致行动人。


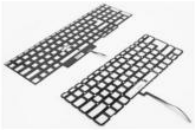
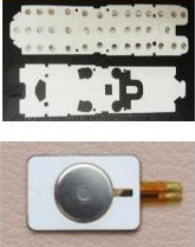

图表 2：公司股权结构（截至 2022 年三季度）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
李明	55140686	36.43
深圳市众合通投资咨询企业（有限合伙）	29499130	19.49
董芳梅	6126742	4.05
深圳市富海新材二期创业投资基金合伙企业	4540700	3
康晓云	2683583	1.77
合计	97990841	64.74

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

专注于导光结构微纳米热压印生产工艺的自主研发。通过自身在光学微结构设计、微纳米压印模具开发、自动化制造等核心环节多年积累的技术优势，为公司产品在输入设备导光结构件及组件、精密按键开关结构件及组件等细分业务领域取得竞争优势奠定了坚实基础。基于全面的研发技术实力，公司在导光结构件及组件、精密开关结构件及组件产品上具有明显优势。公司主要产品为导光膜（LGF）、背光模组（LGF/LGP module）等导光结构件及组件以及金属薄膜开关（Metal Dome）、超小型防水轻触开关（Micro Waterproof Tact Switch）等精密按键开关结构件及组件，按照客户产品要求提供定制化产品。

图表 3：公司主要产品

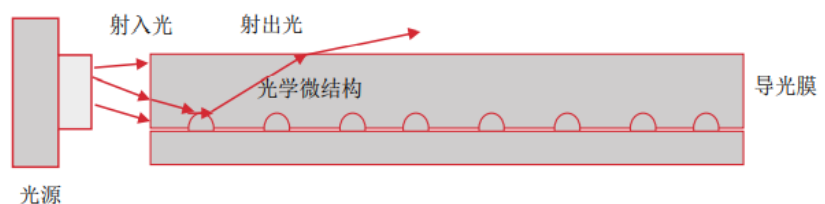
产品大类	产品名称	产品简介	主要应用	图例
导光结构件及组件	导光膜	将LED点光源转换为面光源，从而实现指定区域发光的薄膜零件	智能音箱、部分智能手机机型的按键背光，家用电器、汽车电子、仪器仪表面板等	
	背光模组	由导光膜、FPC、LED、遮光膜和反射膜等组合的模组件，能根据客户的需求灵活调整亮度，均匀度等光学参数，且具备超薄、节能等优点	应用于输入类/显示类/照明类设备。现主要用于以笔记本电脑发光键盘为代表的电子产品输入设备上	
精密开关结构件及组件	金属薄膜开关	以PET膜作为电路图形载体，并贴装金属弹片的一种结构件产品	手机键盘及侧键、Click Pad、摩托车手柄以及各类家用电器面板及遥控器、游戏手柄等	
	超小型防水轻触开关	由底座、金属弹片、触点和薄膜组成的超小型开关。具有密封性好、按压寿命长且防尘防水等特点	智能手机、可穿戴设备等按键开关部位等	

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

导光膜将LED点光源转换为面光源，从而实现指定区域发光的薄膜光传导结构件，具有低成本、低能耗等优点。公司的导光膜产品以LED为光源，通过光学折射原理、反射原理，使按键表面发光均匀柔和且亮度较高。具体而言，公司导光膜产品通过微纳米热压生产工艺对光滑的PC薄膜材料表面进行热压加工，使PC薄膜表面发生物理形变，形成光学微结构。当LED光源在膜材料内部传导时，光线在微结构处进行折射，实现膜材料表面发光的效果。在不影响亮度的情况下，达到减少LED使用数量、降低能耗的目的。

公司导光膜产品当前主要应用于智能音箱以及部分智能手机等消费电子产品，并积极拓展包括家用电器、汽车电子、仪器仪表面板等应用。

图表 4：公司导光膜产品工作原理

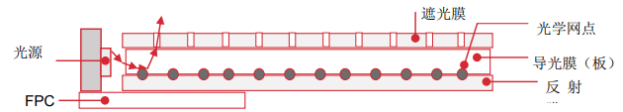
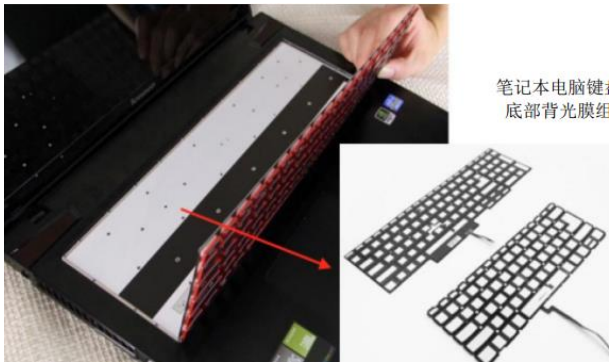


资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

背光模组是公司导光膜产品结合微纳米热压工艺的延伸产品，由遮光膜、反光膜、导光膜、FPC和LED组成。公司背光模组广泛应用于笔记本电脑键盘、平板电脑外接键盘等各类电子产品输入设备。目前市场上大多数笔记本电脑发光键盘采用背光模组发光，即使用LED+导光膜（板）方式。导光膜上的光学微结构将LED产生的光线折射出来，形成均匀的面光源。

图表 5：笔记本电脑背光模组

图表 6：背光模组工作原理



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

金属薄膜开关（Metal Dome）借助金属弹片的导通性，起到优质敏感性开关的作用具有体积小、轻便、行程短、机械寿命良好、安装方便、薄型化等优点。主要应用于笔记本电脑按键、手机按键、游戏手柄、摩托车手柄按键、各类家用电器控制面板及遥控器等。越来越广泛的应用场景对消费电子产品的按键性能提出了更高要求。公司通过坚持拓展产品应用领域，不断突破技术壁垒，打破日本厂商的市场垄断，实现了国内相关产品的进口替代，在下游产品更新换代的过程中获取竞争优势。

图表 7：金属薄膜开关应用

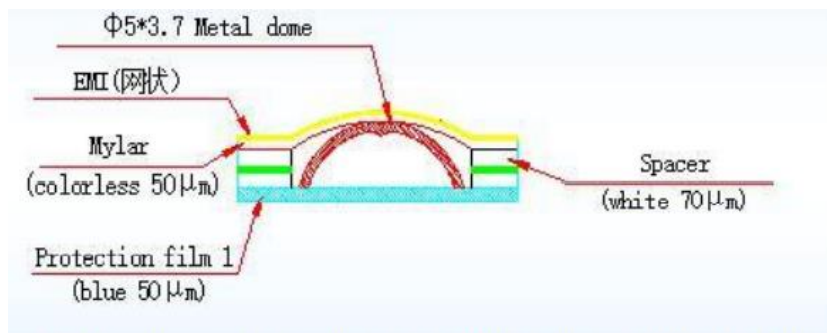


资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

金属薄膜开关以 PET 膜作为电路图形载体，贴装金属弹片，用于 PCB 或 FPC 等线路板上作为开关使用。当按下开关，弹片向下形变并于下方极板接触导电，压力消失后，弹片解除接触，电路断开。

公司深耕金属薄膜开关领域多年，不断更新改进相关工艺、设备以及模具，生产工艺水平持续提升，处于国内同行业领先水平。公司金属薄膜开关的生产主要使用卷状连片制造工艺，全流程卷状生产，减少人为干涉，极大地提高了产品精度，并提高了生产效率、材料利用率和产品使用寿命。

图表 8：金属薄膜开关结构图



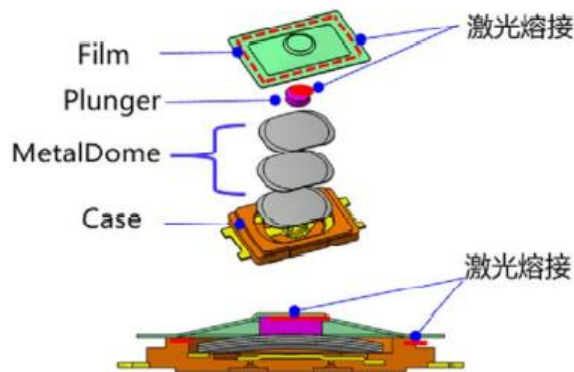
注：Metal Dome 指锅仔片，即金属弹片；EMI 指防电磁干扰材料；Mylar 指聚酯薄膜；Spacer 指垫片；Protection film 指保护膜

资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

在金属薄膜开关的基础上，公司结合超精密高速冲压以及精密激光熔接技术的结合，成功研发出超小型防水轻触开关，在轻触开关的基础上，通过激光熔接工艺将薄膜焊接在开关上以提升密封性能，达到防尘防水的目的，可用作各种电子设备的操作信号输入用开关，常见用于苹果、三星、华为等品牌手机的按键开关。

超小型防水开关成功实现进口替代。公司已实现 3020 (3.0mm*2.0mm) 超小型防水轻触开关的量产，亦可根据客户需求开发更小规格的产品。此前，防水开关主要由松下电器、阿尔卑斯、西铁城等日本企业生产，公司的产品量产打破了打破技术壁垒，成功实现国产替代。

图表 9：防水开关示意图



资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

研发与产品能力优势明显，备受下游头部客户认可。公司在笔记本电脑背光领域通过了群光电子、达方电子、光宝科技等全球知名笔记本电脑键盘制造商认可，最终应用于联想、惠普、戴尔、华硕等全球主流笔记本电脑品牌，同时公司也为华为、OPPO、vivo、小米等全球头部消费电子品牌提供导光膜、金属薄膜开关等功能性结构件及组件。

图表 10：公司主要客户

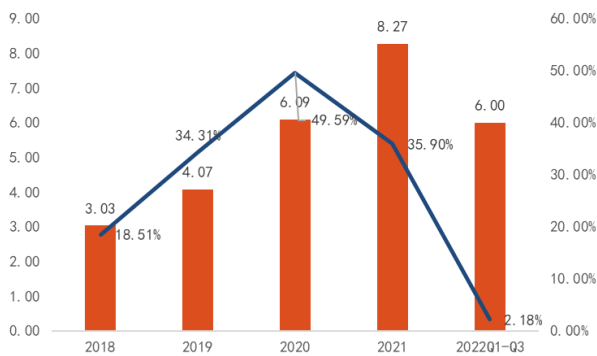


资料来源：招股说明书，东方财富证券研究所

1.2. 营收规模快速增长，经营水平持续提升

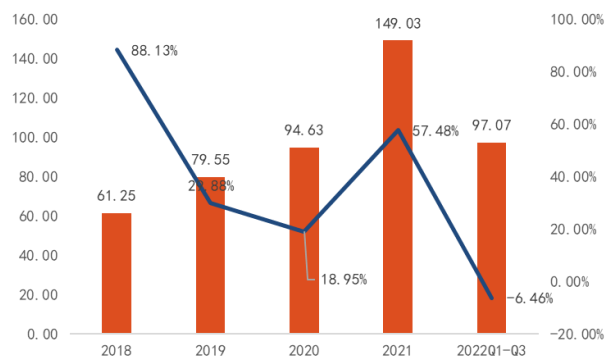
公司 2021 年实现营收 8.27 亿元，同比增长 35.90%，2018-2021 年营收 CAGR 为 39.75%。2021 年实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 57.48%。2022 年前三季度，公司实现营收 6.00 亿元，同比增长 2.18%，实现归母净利润 9707 万元，同比下降 6.46%，实现扣非净利润 8901 万元，同比下降 9.01%。期内归母净利润同比下降的原因主要为股权支付费用的增长。

图表 11：公司营收情况（亿元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

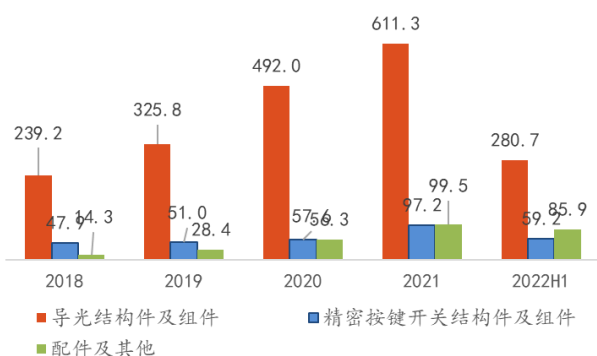
图表 12：公司归母净利润（百万元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

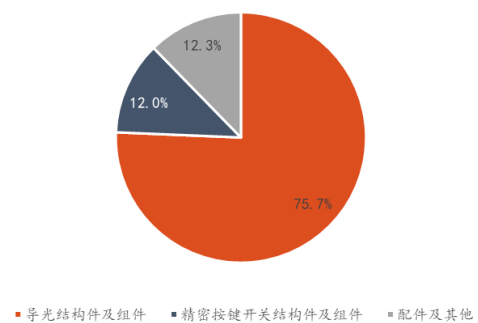
主营产品线保持稳步增长。2018-2021 年，受益于下游市场的旺盛需求以及公司在各产品领域市占率的稳定提升，各项主营业务均保持增长势头。2021 年，导光结构件及组件业务实现收入 6.11 亿元，同比增长约 24.3%，占 2021 年主营业务收入的 75.7%。精密按键开关结构件及组件业务收入在 2021 年实现同比增长 68.7%，达到 9716 万元，占当期主营收入的 12%。包括 SMT 打件及其他配件业务实现营收 9947 万元，同比增长 76.58%，占主营业务收入的 12.3%。

图表 13：公司主营业务收入（百万元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

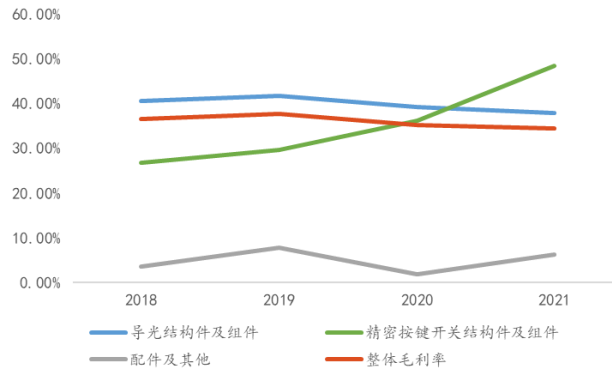
图表 14：2021 年公司主营业务占比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2018-2021 年，公司整体毛利率保持在 34%-38% 左右，占收入比重最高的导光结构件及组件业务毛利率较高，保持在 37%-42% 之间。精密按键开关结构件产品随着产能的逐步释放以及防水开关等高端产品占比的持续提升，近年来产品毛利率保持稳定提升，由 2018 年的 26.75% 提升至 2021 年的 48.52%。配件及其他业务主要包括 SMT 打件，毛利率相对偏低。公司 2022 年前三季度整体毛利率为 33.71%。我们认为公司整体毛利率变化主要原因是配件及其他业务占比提升带动整体业务结构变化导致。

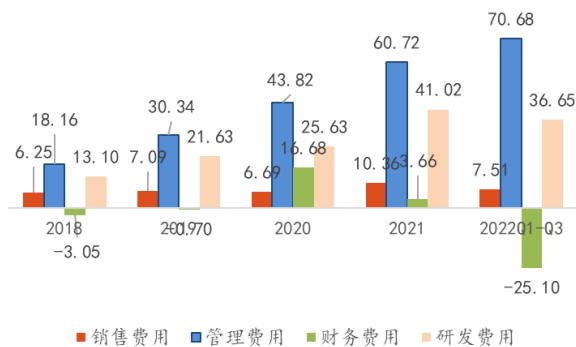
图表 15：公司主营业务毛利率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

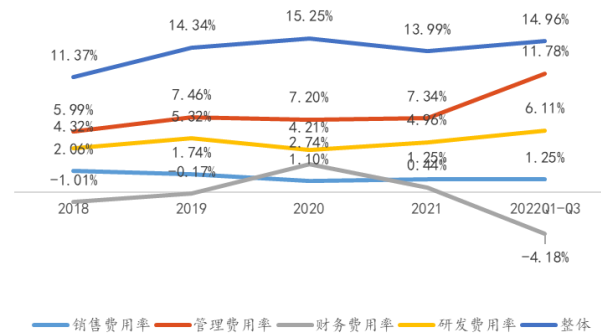
公司期间费用率整体呈稳定趋势，研发投入占比持续提升。分项来看，2018-2021 年，公司销售费用由 625 万增长至 1036 万，销售费用率由 2018 年的 2.06% 下降至 2021 年 1.25%。管理费用由 2018 年的 1816 万元上升至 2021 年 6072 万元，2022 年前三季度，公司管理费用为 7068 万元，占营收比重达到 11.78%，主要由于公司拟发行股份及支付现金购买东莞信为兴产生的股权支付费用增长。公司对研发极为重视，研发投入占比持续提升。2018-2021 年，公司研发投入由 1310 万元增长至 4102 万元，研发费用率也由 4.32% 提升至 4.96%。2022 年前三季度公司研发占比持续提升，达到 6.11%。

图表 16：公司期间费用情况（百万元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 17：公司期间费用率情况



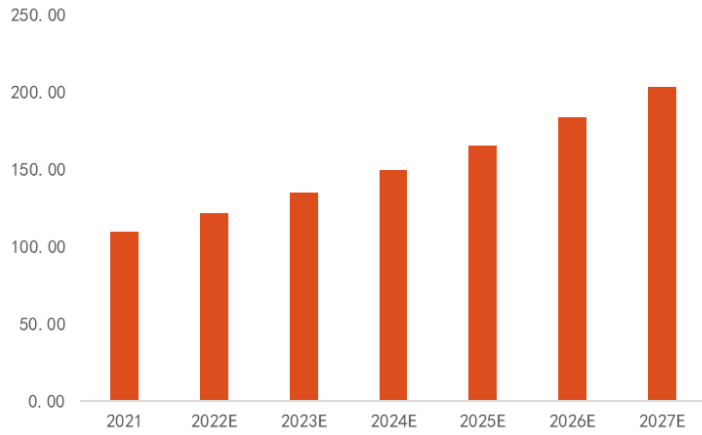
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 下游产品多元化+渗透率提升，电子业务持续受益

公司深耕导光结构件及模组、精密按键开关结构件及模组的研发、设计与制造，随着下游产品向多元化、高端化发展，公司业务有望持续受益。

导光膜市场规模随 LCD 液晶显示屏需求提示而持续增长。导光膜是背光模组中的关键组件之一，为液晶显示器提供均匀的面光源，主要应用于 LCD 模组的背光光源部分。根据 MarketWatch 数据，受益于下游应用多元化发展，全球 LCD 面板 2021 年市场规模为 109.7 亿美元，预计到 2027 年将增长至 203.5 亿美元，年复合增长率达到 10.85%，导光膜市场需求有望持续增长。

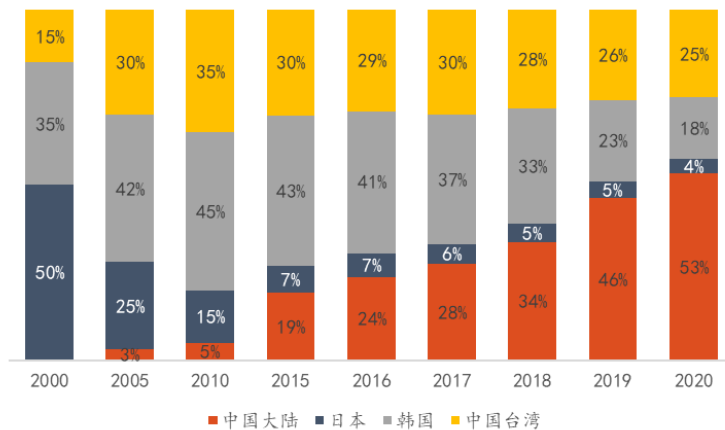
图表 18：全球 LCD 市场规模（亿美元）



资料来源：MarketWatch，东方财富证券研究所

全球LCD面板产能向中国大陆转移趋势明显，国产化渗透率有望持续提升。全球LCD面板行业产能经历日本主导、2000-2010年向韩国与台湾转移，2010年至今，全球产能开始向中国大陆转移。根据Stoneitech统计，2020年中国大陆地区产能已占据全球LCD产能的50%以上。面板厂商倾向于选择附近配套供应商，以提升供应链安全性以及降低成本，面板产能向中国转移，将为国内背光模组及组件厂商带来发展机遇，包括导光膜等国产供应链市占率有望持续提升。

图表 19：全球主要国家及地区 LCD 产能占比



资料来源：Stoneitech，东方财富证券研究所

笔记本电脑市场出货量预计回归稳定状态，键盘背光渗透率保持提升。受疫情带动的线上办公、线上教育等因素驱动，全球笔记本电脑出货量在2021年创下近期新高，根据TrendForce数据，2021年笔记本电脑全球出货量达到2.46亿台，同比增长19.4%。2022年随着需求受库存调节、地缘冲突以及海外高通胀等因素影响，预计2022年笔记本电脑出货量下降到1.89亿台。展望2023年，预计上半年仍待库存压力回归正常水位，下半年旺季有望重回增长轨道，叠加新款CPU助力，预计2023年下半年消费类笔记本电脑将保持旺季需求。

键盘模组作为笔记本电脑最重要的输入设备，近年来已成为品牌厂商塑造差异化、打造科技感、提升用户体验的重要着力点。从使用场景和用户体验方面而言，笔记本电脑作为当代最重要的生产力工具之一，使用场景已从传统的白天办公延伸至移动办公、夜间办公以及其他照明条件偏弱的场景，笔记本电脑键盘的亮度情况对于保证使用者的输入效率和提升用户体验变得愈发重要。2017-2019年，配置发光键盘的笔记本电脑出货量分别为5565.21万、5992.93

万、6515.50 万台，渗透率由 30%提升至接近 40%。

图表 20：全球笔记本电脑出货量（百万台）



资料来源：集邦咨询，东方财富证券研究所

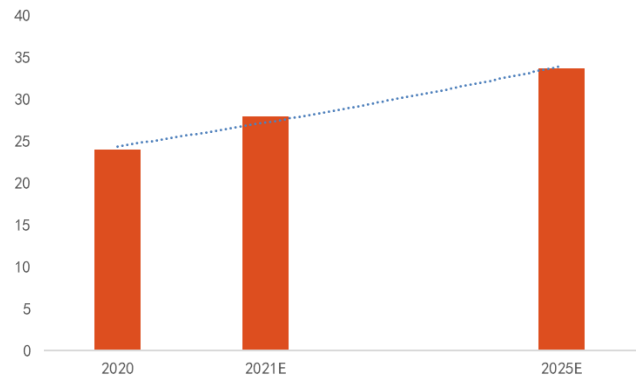
游戏本出货量持续提升，成为不可忽视的市场。随着近年来 3A 游戏等优质内容的发展，全球来看，游戏笔记本电脑出货量预计保持稳定增长，成为全球笔记本电脑市场中的成长新动能。根据 Statista 数据，2020 年全球游戏笔记本出货量达到 2400 万台，预计到 2025 年将增长到 3370 万台。游戏笔记本因其市场定位，外观炫酷，基本标配多彩背光键盘。游戏笔记本出货量的持续提升，将带动背光键盘市场新增量。

图表 21：游戏笔记本



资料来源：华硕，东方财富证券研究所

图表 22：游戏笔记本出货量（万台）



资料来源：Statista，东方财富证券研究所

智能可穿戴设备是通过将传感、识别、通信、多媒体等技术与穿戴产品相融合，实现用户交互、健康检测等功能的硬件终端。包括以智能手表、智能手环为代表的手戴类产品，无线耳机，VR/AR 眼镜等。随着技术升级与消费者对健康、娱乐等需求的日益提升，各大主流消费电子品牌厂商均推出智能可穿戴产品配合智能手机为消费者提供全面的智能产品矩阵方案。可穿戴产品常使用触控交互，拉动薄膜开关需求。

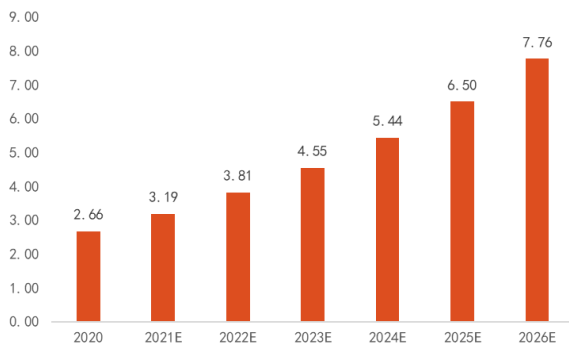
图表 23：智能可穿戴产品使用金属薄膜开关



资料来源：招股说明书，京东，东方财富证券研究所

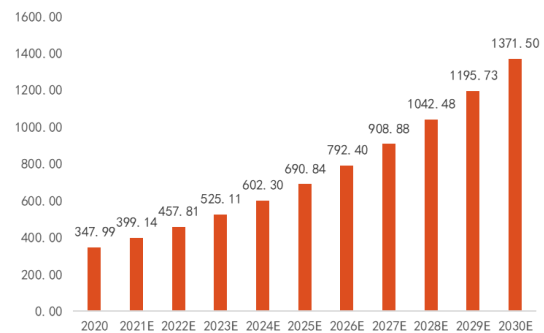
智能耳机、智能手表等可穿戴产品出货量持续增长。根据 Mordor intelligence 数据，2020 年全球智能可穿戴设备出货量为 2.66 亿台，预计到 2026 年将达到 7.76 亿台，2021-2026 年复合增长率达到 19.48%。Research and Markets 则预计到 2030 年，全球智能可穿戴设备市场规模将达到 1371.5 亿美元，2020-2030 年复合增长率将达到 14.7%。

图表 24：全球智能可穿戴产品出货量（亿）



资料来源：Mordor Intelligence，东方财富证券研究所

图表 25：全球智能可穿戴产品市场规模（亿美元）



资料来源：Research and Markets，东方财富证券研究所

新兴智能产品种类的多元发展与市场规模的增长，将持续拉动导光结构件与精密按键的需求。随着智能手机、笔记本电脑渗透率的持续提升，以及 5G、物联网等新技术的不断发展，诸如智能音箱、扫地机器人等新兴智能产品层出不穷，屏幕、触控等作为最主流的产品交互方式，持续拉动导光结构件以及精密按键的需求。

图表 26：智能音箱



资料来源：京东，东方财富证券研究所

图表 27：扫地机器人



资料来源：京东，东方财富证券研究所

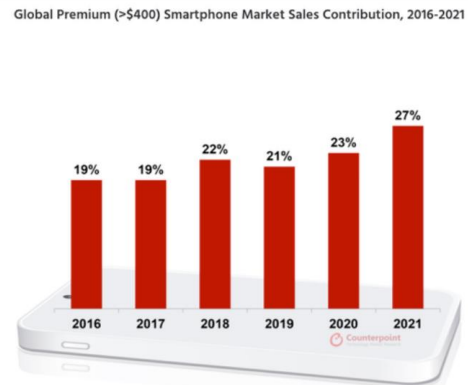
防水功能逐渐成为高端智能手机标配功能，中高端智能占比提升带动防水开关需求。IP6X 级别防尘防水功能逐渐成为当前高端智能手机标配功能，iPhone、三星 S 系列、华为 Mate 系列等高端旗舰手机均配备 IP68 级别防水防尘功能。根据 Counterpoint 数据，2021 年全球中高端智能手机（售价 400 美元以上）占比达到 27%，同比 2020 年提升 4pct，保持稳步提升。中高端智能手机占比提升将带动防水开关需求提升。

图表 28：三星 S22 系列手机具备 IP68 防护等级



资料来源：三星，东方财富证券研究所

图表 29：中高端智能手机占比



Source: Counterpoint's Global Monthly Handset Model Sales (Sell-through) Tracker

资料来源：Counterpoint, 199it, 东方财富证券研究所

3. 新能源领域布局清晰，贡献成长新动能

3.1. 连接器空间广阔，并购信为兴协同优势明显

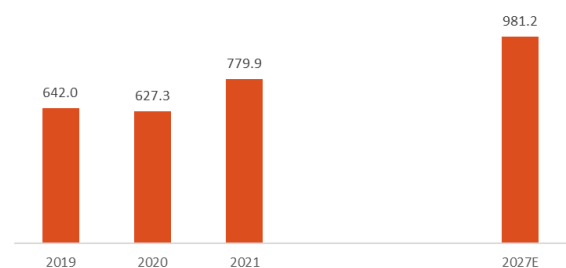
随着下游电子、通信、汽车等领域应用的丰富与多样化，全球连接器市场规模保持持续增长势头，根据 Bishop & Associates 数据，2021 年全球连接器市场规模为 779.9 亿美元，同比增长 24.3%。2021 年，中国连接器市场规模为 249.78 亿美元，同比增长 23.8%。随着下游市场规模的持续增长，消费电子、新能源汽车、航空航天等需求的蓬勃发展，AlliedMarketResearch 预计 2027 年全球连接器市场规模将达到 981.2 亿美元。

图表 30：2021 年全球连接器市场规模（百万美元）

Region	2020	2021	Percent Change
North America	\$13,491.5	\$16,484.0	22.2%
Europe	\$12,837.5	\$16,278.4	26.8%
Japan	\$4,430.9	\$5,275.7	19.1%
China	\$20,184.3	\$24,978.3	23.8%
Asia-Pacific	\$9,045.0	\$11,383.9	25.9%
ROW	\$2,737.5	\$3,590.3	31.2%
Total	\$62,726.7	\$77,990.6	24.3%

资料来源：Bishop & Associates, 东方财富证券研究所

图表 31：全球连接器市场规模（亿美元）

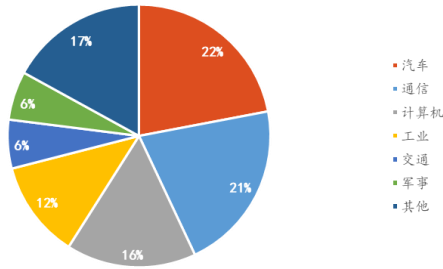


资料来源：Bishop & Associates, AlliedMarketResearch, 东方财富证券研究所

汽车领域是连接器目前第一大应用领域。根据 Bishop & Associates 数据，我们推算 2021 年汽车连接器的市场规模约为 170 亿美元，汽车连接器占整体

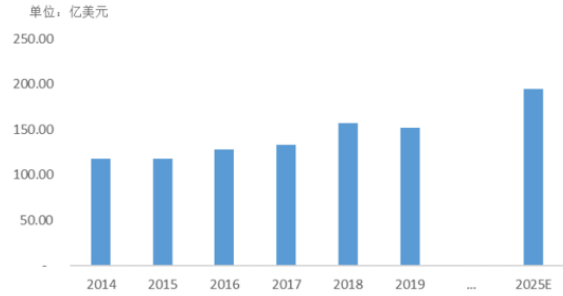
连接器市场的 22%。随着全球新能源汽车占比以及汽车智能化渗透率的持续，有望持续带动汽车连接器的市场规模的增长，预计 2025 年全球汽车连接器市场规模将达到 194.52 亿美元。

图表 32：全球连接器市场按下游应用占比



资料来源：Bishop & Associates, 瑞可达招股说明书, 东方财富证券研究所

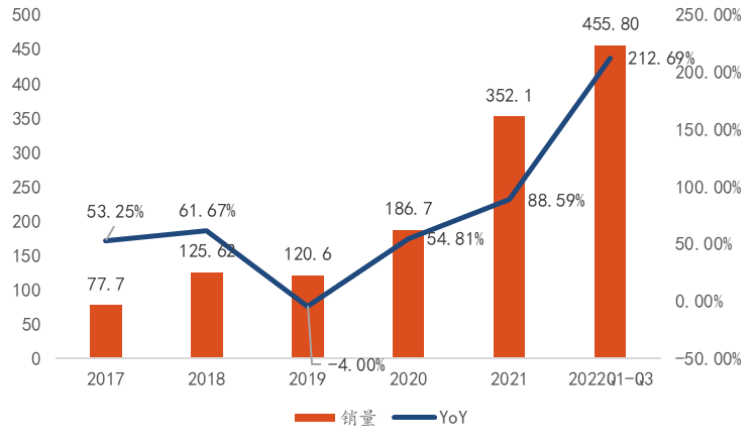
图表 33：全球汽车连接器市场规模（亿美元）



资料来源：Bishop & Associates, 瑞可达招股说明书, 东方财富证券研究所

新能源汽车渗透率提升带动汽车连接器需求提升。中国新能源汽车销量位居全球第一，根据中汽协数据，2021 年国内新能源汽车销量达到 352.1 万辆。根据工信部数据，2022 年 10 月，国内新能源汽车销量达到 71.4 万辆，同比增长约 86%，2022 年前三季度国内新能源汽车销量达到 455.8 万辆，同比增长 212.7%

图表 34：中国新能源汽车销量（万辆）



资料来源：工信部，中国汽车工业协会，Choice，东方财富证券研究所

高压连接器主要应用在充电系统、整车电气架构等高压回路，将能量传输至包括电池、电机等整车系统的高压部件。新能源汽车工作电压的范围从传统汽车的 14V 提升至 400-600V，目前主流新能源平台在 600V 以下，而 800V 等高压平台在充电速度，功率密度上的提升将更好的提升新能源汽车用户体验，未来 800V 有望成为行业趋势。高压化的发展带动了电驱单元、电气设备数量大幅增加，对高压连接器的电气性能、可靠性等性能参数提出了新的要求。

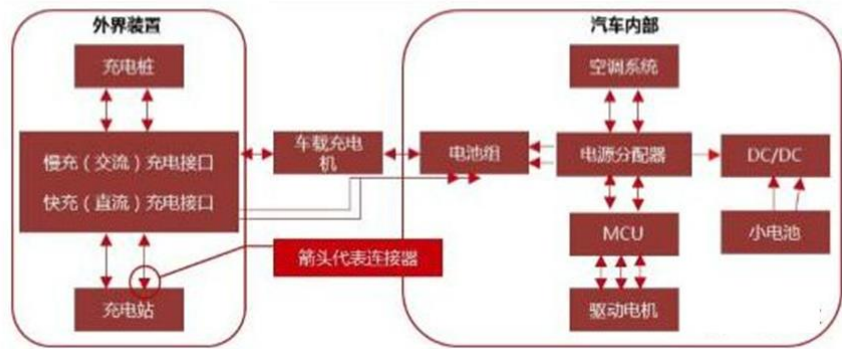
图表 35：汽车高压连接器



资料来源：cnconnectors，东方财富证券研究所

中国新能源汽车产业在国家大力支持下逐渐由政策驱动转变为市场驱动，高压连接器作为新能源汽车核心零部件之一，将率先得到发展。汽车高压平台与架构的不断更新将推动高压连接器等部件的持续升级，促进产业发展。头豹研究所预计 2025 年国内汽车高压连接器市场将超过 190 亿元规模。

图表 36：新能源汽车连接器应用场景



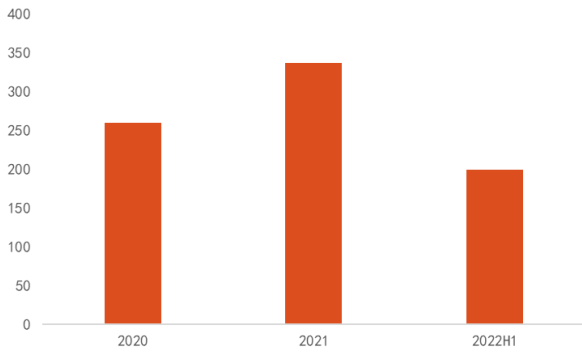
资料来源：一览众车，东方财富证券研究所

2021 年公司要在巩固传统市场的基础上，积极开拓新产品、新市场，通过并购进军精密连接器市场。公司核心产品之一的精密开关及精密连接器同属电接插元件行业，公司依托自身在精密开关行业的技术积累及自动化生产的成熟经验，拟通过收购东莞市信为兴电子有限公司 100% 股权，拓宽在连接器领域布局。信为兴公司自设立以来，专注于精密连接器及精密五金的研发、生产和销售，为客户提供优质服务并获得广泛认可，不断巩固提升产品市占率。

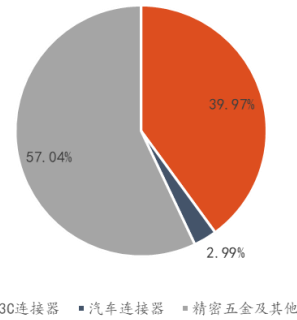
信为兴 2021 年实现营收 3.36 亿元，同比增长 30% 左右，实现扣非净利润 3763 万元，同比增长 8.48%。2022 年上半年，信为兴实现营收 1.99 亿元，实现扣非净利润 1942 万元。基于对自身研发、制造实力以及下游电子、新能源等行业的持续发展，信为兴 2022-2024 年承诺期净利润分别为 4000、4400、4800 万元。

图表 37：信为兴营收（百万元）

图表 38：2022H1 信为兴主营业务占比



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

在消费电子领域，信为兴直接与传音、华为、荣耀、OPPO、TCL 等厂商供货，并通过闻泰、华勤等公司将产品供应给小米、三星、vivo 等品牌。在新能源汽车领域，信为兴已与比亚迪、开沃汽车等企业建立稳定合作关系，为业务快速发展奠定坚实基础。在新能源汽车领域，信为兴的主要产品为高压连接器，适用于新能源汽车电池包、配电盒、电机控制器等，有助于公司拓展并培育全新增长点。

图表 39：信为兴主要客户



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

信为兴和公司均从事精密电子元器件的研发，从业务领域、技术研发、客户资源、供应链方面，与公司能够形成优势互补和资源共享，提升公司高质量发展。

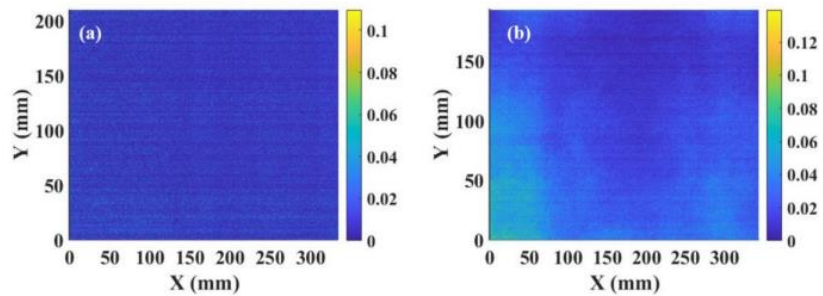
3.2. 汽车智能化方兴未艾，智能座舱 MiniLED 渗透率有望持续提升

近几年，液晶显示器（LCD）和有机发光二极管（OLED）显示器之间的竞争日益激烈。OLED 显示屏提供了前所未有的对比度、更快的响应时间、更薄的外形和卓越的灵活性，但亮度和寿命之间的权衡仍有待克服。为了与 OLED 显示屏和其他新兴显示屏如量子点技术、MicroLED 显示屏竞争，MiniLED 背光技术近年来得到了迅速发展，通过分区控光（Local Dimming）技术，MiniLED 背光可以大大提高对比度、位深和功耗。

MiniLED 背光面板的亮度均匀性优于 OLED 面板。研究人员通过测量 0~255 灰度范围内的亮度，得到了 MiniLED 背光和 OLED 显示屏的伽玛曲线，MiniLED 背光和 OLED 显示器的伽玛值分别为 2.6 和 2.2。另外，研究人员还使用了 LMK 标准测量亮度分布，从下图可以明显看出 MiniLED 背光面板的亮度均匀性更佳，这主要是因为 OLED 显示屏低灰度电流控制是位置相关的，导

致亮度波动较大。而这点正反应出了 OLED 材质的缺陷，为了保持 OLED 像素中有机的活性，不能将电压加的过高，所以亮度很难和 LCD 相比较，从而影响了画质表现。

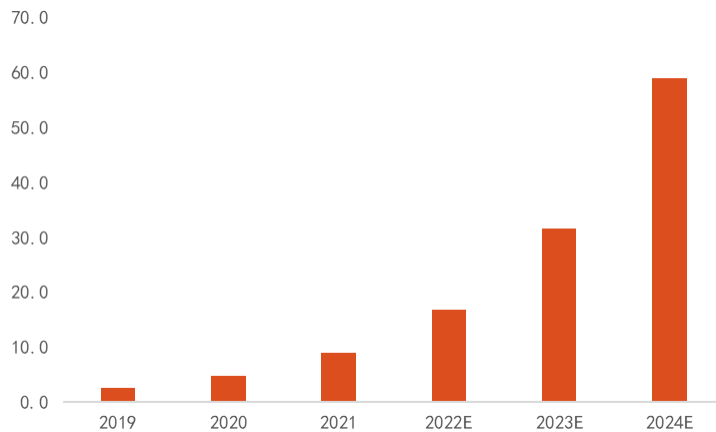
图表 40: MiniLED 背光面板和 OLED 面板的亮度分布



资料来源：《Performance Comparison between Mini-LED Backlit LCD and OLED Display for 15.6-Inch Notebook Computers》，东方财富证券研究所

对比 OLED 以及传统 LCD 技术，MiniLED 在亮度、色域水平、对比度以及响应时间上优势明显，预计笔记本电脑、电视、平板电脑等产品渗透率持续提升带动 MiniLED 市场规模持续增长。根据 Millioninsights 预计，2025 年，全球 MiniLED 市场规模有望达到 59 亿美元，2019-2025 年 CAGR 达到 86.6%。

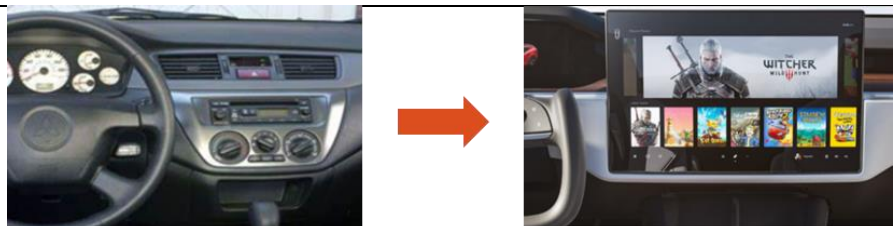
图表 41: MiniLED 全球市场规模（亿美元）



资料来源：Millioninsights，东方财富证券研究所

汽车智能座舱车载显示屏从功能占比和使用频率都在快速攀升，其本身品质将会影响消费者对相关车型的好坏评价。以智能座舱为代表的汽车智能化发展已成趋势，汽车智能座舱重点在于车机交互，由于消费者多年来被智能手机、平板电脑等产品的交互方式教育，目前汽车智能座舱以与平板电脑形态类似的汽车中控显示屏为主。根据集微网报道 IHS 数据，2020 年中国市场汽车智能座舱渗透率为 48.8%，预计到 2025 年渗透率将达到 75% 以上。

图表 42: 汽车智能座舱的发展（传统汽车对比特斯拉）



资料来源：三菱，特斯拉，东方财富证券研究所

在车载显示领域，MiniLED 凭借在亮度、色域、分辨率、寿命等方面的优

势，渗透率有望持续提升。全球面板厂商以及终端品牌近年来纷纷推出采用 MiniLED 背光技术的产品。在汽车领域，从 LCD 技术到 OLED 技术，对于汽车的屏幕设计而言，都存在各自的优缺点，OLED 技术深耕多年仍未解决烧屏的问题，且 OLED 材料激发的光源亮度、使用寿命普遍偏低，阻碍了 OLED 屏幕在车载领域的进一步发展，MicroLED 面板显示技术难度过高，目前并没有搭载该技术的量产车型。近期，多个车企宣布搭载了 MiniLED 背光技术的新产品，让 MiniLED 背光技术应用于车载显示领域的趋势更加明晰。其中包括理想 L9 主要将 MiniLED 技术应用在了配合 HUD 抬头显示设计的安全驾驶交互屏上、蔚来 ET7 搭载了 10.2 英寸 HDR MiniLED 背光数字仪表、凯迪拉克 LYRIQ 采用了 33 英寸环幕式 MiniLED 背光超视网膜屏。

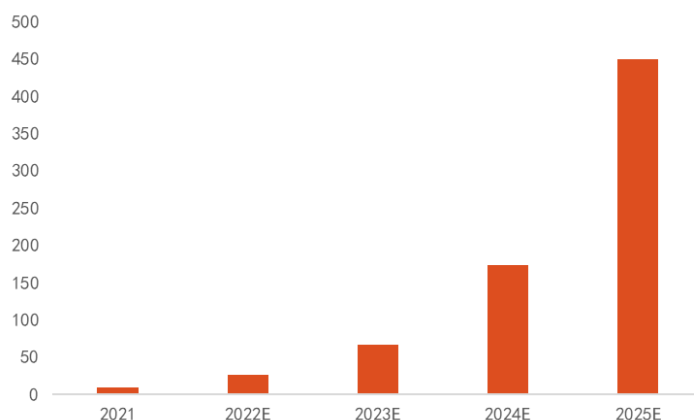
图表 43：凯迪拉克 LYRIQ 33 英寸 MiniLED 背光环幕式超视网膜屏



资料来源：凯迪拉克，东方财富证券研究所

中国电子视像行业协会主导发布的《Mini/MicroLED 显示产业白皮书》中提出，由于 MiniLED 技术可以满足车载显示对于高对比度、高亮度、耐久性以及对曲面的适应性等需求，很好地适应车内复杂的光线环境，未来发展前景广阔。根据白皮书数据，车用 MiniLED 背光屏幕需求从 2021 年的不到 10 万片，2023 年车载 MiniLED 有望形成规模出货，预计 2025 年将增长到 450 万片，年复合增长率高达 159%。MiniLED 背光技术未来应用前景广阔，行业发展趋势持续向好。

图表 44：车载 MiniLED 屏幕出货量（万片）



资料来源：光电科技情报网，东方财富证券研究所

公司拓宽 MiniLED 背光产品应用，重点发展车载 MiniLED 产品。在前述背光技术基础上同步开展新能源汽车的背光相关应用，智能座舱系统整合服务占比和使用频率都在快速攀升，作为实现智能交通车载服务的差异化利器，为驾驶及乘客提供沉浸式感官体验，以开展未来汽车智能座舱业务。公司凭借背光

行业的长期技术积累及成熟的人才队伍，目前已组建专业技术开发团队，相关技术及产品正在研发验证阶段。

3.3. CCS 方案优势明确，成为电池系统主流选择

电池系统作为新能源汽车的核心部件之一，对整车性能起到决定性作用。传统电池系统采集线主要为铜线束方案，连接电池包时每根线束连接一个电极，当电池系统采集信号很多时，需要多根线束，不仅占用较多空间，在 Pack 的装配环节，线束依赖手工将端口固定在电池上，自动化装配难度高。

CCS (Cells Contact System) 集成母排，由 FPC (柔性电路板)、连接器、塑胶结构件、铜铝排等组成。相比铜线线束，FPC 由于其高度集成、超薄厚度、超柔软度等特点，在安全性、轻量化、布局规整等方面具备突出优势。CCS 又将此前分开装配的塑胶结构件、铜铝排等与 FPC 集成到一起，大大缩减了厚度，并可定制化结构，使装配时可通过机械手臂抓取直接放置电池包上，实现生产的自动化。

图表 45: CCS 集成母排



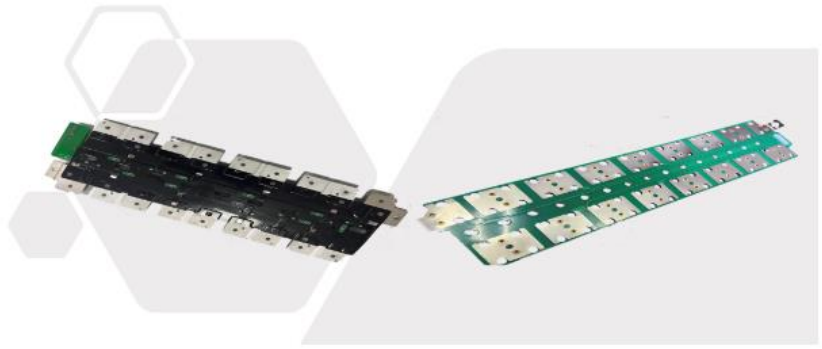
资料来源：深微智控，东方财富证券研究所

CCS 优势明显，替代传统线束的进程明显加速，已成为大多数新能源电池主流解决方案。 CCS 母排可以实现电芯之间的高压串并联、电池的温度采样以及电芯电压采样等功能。对比传统线束方案，CCS 方案具有集成温度传感器和电压信号采集、连接器快速连接、保险丝保护，并避免接线错误、减少装备动作、实现自动化生产以及空间紧凑等优点。凭借 CCS 的优异性能以及自动化生产带来的快速降本增效，替代传统线束的进程明显加速，已成为大多数新能源电池主流解决方案。

全球主流动力电池扩产计划明确，总体产能扩张超过 20 倍，为 CCS 与 FPC 带来巨大市场空间。 受益于新能源汽车对动力电池需求的快速增长，包括宁德时代、比亚迪、中创新航、国轩高科、蜂巢能源、亿纬锂能、孚能科技、欣旺达等主要动力电池企业在 2025 年的规划产能合计超过 3TWh，总体产能扩张超过 20 倍。

新能源汽车领域之外，CCS 母排已在储能领域得到广泛应用。 储能市场的发展带动电池的销售，凭借 CCS 的性能优势，在储能领域（光伏风电储能、家用储能等）得到广泛关注与应用。储能市场的增长也将促进 FPC 与 CCS 的市场需求量的持续提升。

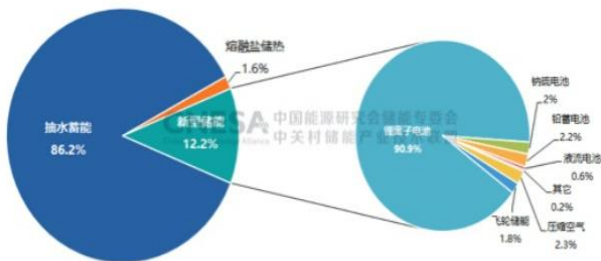
图表 46: 储能 CCS 产品



资料来源：浙江赛英，东方财富证券研究所

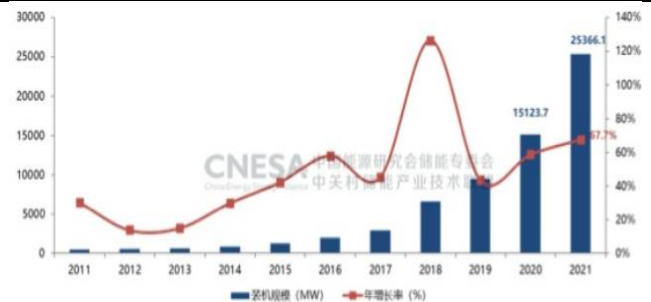
根据中国能源研究会储能专委会/中关村储能产业技术联盟 (CNESA) 全球储能项目库的不完全统计，截至 2021 年底，全球已投运电力储能项目累计装机规模达到 209.4GW，同比增长 9%。新型储能装机规模同比增长 67.7% 达到 25.4GW，保持快速增长，占整体电力储能的 12.2%。锂离子电池储能占新型储能的绝对主导地位，份额超过 90%。

图表 47：2021 年全球不同储能方式占比



资料来源：199it, CNESA, 东方财富证券研究所

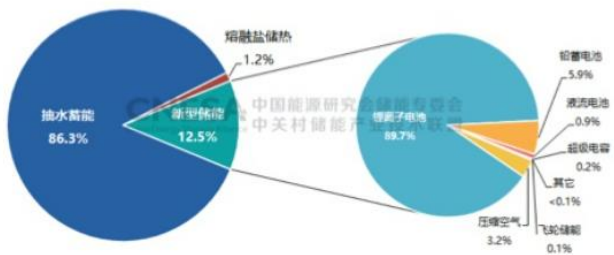
图表 48：全球新型储能累计装机量 (MW)



资料来源：199it, CNESA, 东方财富证券研究所

2021 年，中国新增投运储能项目装机规模首次突破 10GW。其中，新型储能新增规模达到 2.4GW，同比增长 54%，截至 2021 年底，中国新型储能项目累计装机量已达到 5.7GW。

图表 49：2021 年中国不同储能方式占比



资料来源：199it, CNESA, 东方财富证券研究所

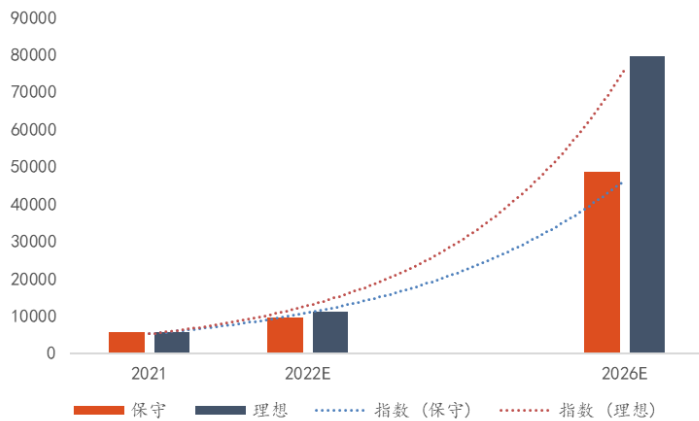
图表 50：中国新型储能累计装机量 (MW)



资料来源：199it, CNESA, 东方财富证券研究所

国内政策体系初步建立，市场刚性需求驱动，储能市场加速发展，对 CCS 模组的需求量有望持续提升。随着国内储能政策体系建立，各省发布储能规划目标，为国内储能行业规模化发展奠定实现基础。CNESA 保守预计，到 2026 年，国内新型储能累计规模将达到 48.5GW，2022-2026 年复合增长率达到 53.3%，保持高速发展。理想预测场景下，2022-2026 年复合增长率有望达到 69.2%，至 2026 年国内新型储能累计规模将达到 79.5GW。

图表 51：中国新型储能市场规模 (MW)



资料来源：199it, CNESA, 东方财富证券研究所

公司已具备量产 CCS 模组的核心能力。我们认为设计制造 CCS 模组的核心能力一方面在于 FPC 的研发制造以及对应 SMT 贴片能力，另一方面在于对高压系统的掌握。由于公司主营业务导光结构件与精密按键业务对 FPC 需求较大，公司已在 FPC 领域深耕多年，积累深厚。2018 年子公司东莞聚明正式投产并实现 FPC 材料的配套供给能力大幅提升。公司通过并购东莞信为兴，信为兴在新能源汽车领域以高压连接器为主，已量产比亚迪汽车、开沃汽车等客户，产品适用于新能源汽车电池包、电机控制器等。

使用超募资金，扩产 CCS 及 FPC 模组，积极把握新能源领域发展机遇。随着公司在 FPC 与 SMT 加工方面的不断积累，公司根据客户需求已完成 CCS 模组的设计技术和生产技术的验证，下一阶段将进行 CCS 模组的小批量生产。根据公司披露，公司预计投资 5.65 亿元扩产动力电池及储能电池系统用 CCS 及 FPC 模组建设项目。本项目预计建设周期 36 个月，项目建成后，将新增年产 CCS 模组 1200 万套以及 FPC 模组 3900 万件的产能，积极把握产业发展机遇。

7. 关键假设与盈利预测

导光结构件及组件：业务主要包括导光膜与背光模组产品，2021 年业务实现营业收入 6.11 亿元，同比增长 24%。受益于下游笔记本电脑键盘背光等产品出货量的增长，业务营收 2019-2021 年复合增长率达到 36.98%。除了以笔记本电脑、智能家居等产品为代表的消费类电子产品之外，公司把握汽车智能化发展趋势，大力拓展以 MiniLED 为代表的车载应用，预计 2022-2024 年业务营收保持 15% 的年复合增长率，2022-2024 年毛利率分别为 36%、36%、37%。

精密按键开关结构件及组件业务：2021 年，业务实现营业收入 9716 万元，同比增长 69%，2019-2021 年营收年复合增长率达到 38.08%。公司在金属薄膜开关的技术积累基础上，已成功研发防水轻触开关，成功打破海外技术壁垒，实现进口替代，有望受益于下游产品高端化发展以及国产化渗透率的提升。预计 2022-2024 年，公司精密按键开关结构件及组件营收增速分别为 30%、27%、27%，预计 2022-2024 年业务毛利率保持 45%。

SMT 代工及其他配件产品：2021 年业务实现营业收入 1.19 亿元，同比增长 101%。公司在满足客户零部件需求的基础上，以客户需要为导向，对外承接产品研发设计制造业务，近年来不断新增优质智能家居行业客户，为客户提供 OEM、ODM 多元化整体解决方案。预计 2022-2024 年营收增速分别为 -5%、5%、5%，业务毛利率分别为 8%、7%、7%。

新业务：根据公司披露，预计投资扩产 CCS 及 FPC 模组产品，项目建设周期 3 年，项目建成后，将新增年产 CCS 模组 1200 万套以及 FPC 模组 3900 万件的产能。我们认为 FPC 产品将主要满足公司 CCS 以及导光模组等业务需求，主要考虑 CCS 模组业务营收贡献。我们预计 2023-2024 年，公司产能扩建进度分别为 36%、75%，产能利用率分别为 70%、85%，受益于下游新能源汽车、储能等市场旺盛需求，预计保持满销。根据行业数据，CCS 单价约为 180 元/个，预计 2023-2024 年，公司新业务营收分别为 5.44、13.84 亿元。我们参考同业公司毛利率情况，预计 2023-2024 年公司新业务毛利率为 25%。

图表 52：盈利预测

各板块营收&毛利预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
导光结构件及组件	492.00	611.28	700.95	803.78	928.12
YoY	51%	24%	15%	15%	15%
毛利率	39%	38%	36%	36%	37%
毛利润（百万元）	193.01	231.25	250.24	289.36	338.77
精密按键开关结构件及组件	57.58	97.16	126.31	160.42	204.38
YoY	13%	69%	30%	27%	27%
毛利率	36%	49%	45%	45%	45%
毛利润（百万元）	20.89	47.14	56.84	72.19	91.97
SMT 代工及其他配件	59.11	118.76	112.83	118.59	125.10
YoY	96%	101%	-5%	5%	5%
毛利率	2%	6%	8%	7%	7%
毛利润（百万元）	1.10	7.41	9.17	8.71	8.23
新业务				544.32	1384.29
YoY					154%
毛利率				25%	25%
毛利润（百万元）				136.08	346.07
总营收（百万元）	608.70	827.20	940.09	1627.11	2641.90
YoY	50%	36%	14%	73%	62%
整体毛利润（百万元）	215.00	285.80	316.25	506.34	785.04
整体毛利率	35%	35%	34%	31%	30%

8. 投资建议

预计公司 2022-2024 年营收分别为 9.40/16.27/26.42 亿元，我们考虑公司并购信为兴带来业绩增量，2023-2024 年分别为 4400、4800 万元，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.60/2.89/4.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.06/1.91/2.72 元/股，对应当前 PE 分别为 32/17/12 倍。我们认为公司深耕消费电子产业链，基于相关技术积累以及拟通过并购连接器，积极拓展汽车电子领域，产品技术布局清晰，助力公司再腾飞。我们综合参考具备消费电子拓展汽车电子逻辑的行业相关可比公司，给予公司 2023 年 25 倍 PE，给予 12 个月目标价 46.30 元，上调至“买入”评级。

图表 53：可比公司估值比较表（按照 2022 年 11 月 29 日收盘价）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	

002475	立讯精密	2181	1.01	1.42	1.84	2.32	48.71	21.64	16.70	13.25	买入
300115	长盈精密	140	-0.5	0.03	0.53	0.86	-	384.33	21.75	13.41	增持
002937	兴瑞科技	67	0.38	0.66	1.00	1.35	52.89	34.24	22.58	16.68	增持
603633	徕木股份	52	0.18	0.26	0.42	0.58	88.33	60.58	37.50	27.16	增持
平均									125.20	24.63	17.62
300909	汇创达	51	1.48	1.06	1.91	2.72	29.09	31.56	17.47	12.22	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所，未评级公司来自 Choice 一致预期

9. 风险提示

- ◆ 公司并购信为兴存在不确定性
- ◆ 公司投资扩产CCS及FPC模组进度低于预期
- ◆ MiniLED业务进展进度低于预期
- ◆ 消费电子下游需求大幅低于预期
- ◆ 汇率剧烈波动

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	955.07	1007.87	1544.25	2132.74
货币资金	358.91	515.54	494.58	938.86
应收及预付	368.24	292.83	649.61	739.56
存货	148.71	113.42	291.30	327.65
其他流动资产	79.21	86.08	108.77	126.67
非流动资产	653.95	757.48	855.41	951.91
长期股权投资	4.31	6.46	8.97	11.66
固定资产	127.69	145.41	159.33	170.11
在建工程	205.28	259.66	307.01	353.52
无形资产	9.15	8.86	8.50	8.05
其他长期资产	307.52	337.09	371.60	408.57
资产总计	1609.02	1765.35	2399.67	3084.65
流动负债	282.57	329.66	675.39	947.94
短期借款	4.85	-10.71	-31.54	-57.66
应付及预收	199.86	223.79	518.65	711.77
其他流动负债	77.86	116.58	188.27	293.83
非流动负债	47.22	47.22	47.22	47.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	47.22	47.22	47.22	47.22
负债合计	329.79	376.89	722.61	995.17
实收资本	100.91	151.36	151.36	151.36
资本公积	742.81	692.36	692.36	692.36
留存收益	431.68	540.91	829.51	1241.93
归属母公司股东权益	1279.23	1388.46	1677.06	2089.48
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	1609.02	1765.35	2399.67	3084.65

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	827.20	940.09	1627.11	2641.90
营业成本	541.40	623.84	1120.77	1856.85
税金及附加	3.33	4.49	7.51	12.07
销售费用	10.36	12.07	20.22	33.23
管理费用	60.72	90.25	143.19	216.64
研发费用	41.02	56.41	94.37	150.59
财务费用	3.66	-10.91	-16.52	-17.07
资产减值损失	-5.63	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.98	9.40	55.32	52.84
资产处置收益	-0.53	-0.87	-1.48	-2.30
其他收益	9.49	9.17	16.53	27.06
营业利润	167.59	181.66	327.95	467.18
营业外收入	0.08	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	165.83	181.66	327.95	467.18
所得税	16.81	21.97	39.35	54.75
净利润	149.03	159.69	288.59	412.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	149.03	159.69	288.59	412.42
EBITDA	208.73	192.26	293.60	439.58

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（将公司拟并购信为兴的业绩纳入公司投资收益项目）

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	46.45	347.55	78.91	554.14
净利润	149.03	159.69	288.59	412.42
折旧摊销	41.93	30.05	36.01	40.01
营运资金变动	-156.51	166.49	-190.79	154.47
其它	12.00	-8.68	-54.90	-52.77
投资活动现金流	-280.63	-125.05	-80.10	-85.97
资本支出	-170.81	-132.29	-132.91	-136.11
投资变动	-14.87	-2.15	-2.51	-2.69
其他	-94.95	9.40	55.32	52.84
筹资活动现金流	-85.46	-65.87	-19.77	-23.89
银行借款	4.84	-15.57	-20.83	-26.12
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-90.30	-50.31	1.06	2.23
现金净增加额	-321.27	156.62	-20.96	444.28
期初现金余额	679.22	357.96	514.58	493.63
期末现金余额	357.96	514.58	493.63	937.91

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	35.90%	13.65%	73.08%	62.37%
营业利润增长	46.27%	8.39%	80.53%	42.46%
归属母公司净利润增长	57.48%	7.16%	80.72%	42.91%
获利能力 (%)				
毛利率	34.55%	33.64%	31.12%	29.72%
净利率	18.02%	16.99%	17.74%	15.61%
ROE	11.65%	11.50%	17.21%	19.74%
ROIC	11.15%	9.92%	13.29%	16.86%
偿债能力				
资产负债率 (%)	20.50%	21.35%	30.11%	32.26%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	3.38	3.06	2.29	2.25
速动比率	2.58	2.49	1.73	1.80
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.53	0.68	0.86
应收账款周转率	2.36	3.32	2.62	3.77
存货周转率	5.56	8.29	5.59	8.06
每股指标 (元)				
每股收益	1.48	1.06	1.91	2.72
每股经营现金流	0.46	2.30	0.52	3.66
每股净资产	12.68	9.17	11.08	13.80
估值比率				
P/E	29.09	31.56	17.47	12.22
P/B	3.40	3.63	3.01	2.41
EV/EBITDA	19.40	23.79	15.58	9.34

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。