

卡倍亿 (300863) 深度研究报告

自主汽车线缆龙头的电动智能新曲线

❖ **卡倍亿多年专业从事汽车线缆生产，下游客户优质、产品品类全。**公司成立于1986年，多年来专业从事汽车线缆业务，线缆产品通过安波福、德科斯米尔、矢崎、李尔等全球龙头汽车线束厂，间接配套于吉利、比亚迪、特斯拉、宝马、奔驰、大众、通用、日产等整车企业。

公司的汽车线缆产品分为**常规线缆**（低压线为主，2021年营收18.7亿元、占比83%、毛利率10.1%）、**特殊线缆**（新业务，包括新能源高压线、智能化数据线、轻量化铝线缆，2021年营收2.9亿元、占比13%、毛利率15.1%）。受益宝马、通用、大众、吉利等合资、自主车企相关收入提升，2021年公司整体实现营收22.7亿元、同比+79%，归母净利润0.86亿元、同比+63%，预计2022年公司营收规模有望突破30亿。

❖ **国产替代份额提升+电动智能化 ASP 增加，公司成长曲线上移。**汽车线缆是汽车的重要元器件之一，其下游为汽车线束，与汽车线束行业的劳动密集型不同，线缆行业为自动化程度高的**资金密集型**。随着近年有**更快速的产能建设、更精细的成本管控、更及时的研发创新**的内资线缆供应商开始涌现抢占市场、汽车线缆行业竞争加剧，外资供应商在国内布局线缆产能的意愿不强，内资线缆供应商逐步实现国产替代。卡倍亿作为自主汽车线缆龙头，有望率先把握汽车线缆行业量价齐升的成长机遇：

量升：a.**资金优势：**相较竞争对手，卡倍亿作为上市公司有更好筹资环境，能够通过高效充沛的优质产能建设获得更快发展。b.**成本优势：**公司订单陆续量产，线缆生产效率提升、规模优势显现，预计卡倍亿汽车线缆市占率逐步提升，到2025年有望增长至15%+。c.**技术优势：**公司深耕汽车线缆行业多年，研发、测试、生产能力国内领先，产品种类齐全，能满足客户各种需求且适应行业新趋势，有利于更多订单获取。

价增：电动智能化下，新能源高压线、智能化数据线、轻量化铝线缆等新产品有望带来单车500-1000元新增量，并且相比于传统线缆产品，新能源高压线生产工艺复杂、主机厂认证壁垒高，毛利率高于传统线缆。公司较早布局毛利率较高的特殊线缆，目前已获得比亚迪、吉利、宝马、奔驰、大众、通用等整车厂高压汽车线缆认证，预计今年吉利、比亚迪、宝马、奔驰等高压线项目将为公司贡献明显增量。此外，公司智能化数据线、轻量化铝线缆也已获优质客户认证，中长期有望带来新成长看点。

❖ **预计收入、利润同步增长，2022-25年归母净利润 CAGR+46%。**2023年起利润率更高的高压线缆等特殊线缆陆续量产放量，公司产品结构变化有望拉动整体利润率提升，且随着比亚迪、吉利、宝马、奔驰等配套持续增加、规模效益凸显，公司业绩有望持续兑现，预计2022-2025年归母净利润3年CAGR+46%。

❖ **投资建议：**我们预计公司2022-2025年归母净利润1.6亿、2.3亿、3.4亿、4.9亿元，对应增速+83%、+47%、48%、44%，综合公司成长性展望、同行线束、线缆标的估值，我们给予2023年PE30倍，对应目标市值69亿元、对应目标股价125.0元、目标空间26%，首次覆盖，给予“强推”评级。

❖ **风险提示：**铜等原材料涨价、原有产品价格战风险、新产品开发、推广速度低于预期、自主、合资品牌销量低于预期、新客户开拓节奏低于预期。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	2,268	3,113	4,236	5,486
同比增速(%)	79.4%	37.3%	36.1%	29.5%
归母净利润(百万)	86	158	231	342
同比增速(%)	63.2%	82.8%	46.7%	47.7%
每股盈利(元)	1.56	2.84	4.17	6.16
市盈率(倍)	64	35	24	16
市净率(倍)	8.3	6.9	5.3	4.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年2月14日收盘价

强推 (首次)

目标价：125.0元

当前价：99.60元

华创证券研究所

证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

证券分析师：夏凉

电话：021-20572532

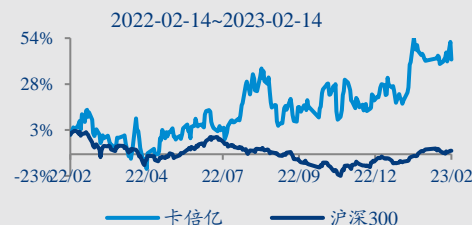
邮箱：xialiang@hcyjs.com

执业编号：S0360522030001

公司基本数据

总股本(万股)	5,553.62
已上市流通股(万股)	1,872.62
总市值(亿元)	55.31
流通市值(亿元)	18.65
资产负债率(%)	67.05
每股净资产(元)	13.26
12个月内最高/最低价	108.01/57.11

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

- 1) 详细梳理国内汽车线缆行业玩家
- 2) 清晰展望卡倍亿未来发展优势
- 3) 按客户拆分公司收入来源刻画公司增长来源

投资逻辑

卡倍亿作为自主汽车线缆龙头，有望率先把握汽车线缆行业量价齐升新机遇：

量升：a. 资金优势：相较竞争对手，卡倍亿作为上市公司有更好筹资环境，能够通过高效充沛的优质产能建设获得更快发展。b. 成本优势：公司订单陆续量产，线缆生产效率提升、规模优势显现，预计卡倍亿汽车线缆市占率逐步提升，到 2025 年有望增长至 15%+。c. 技术优势：公司深耕汽车线缆行业多年，研发、测试、生产能力国内领先，产品种类齐全，能满足客户各种需求且适应行业新趋势，有利于更多订单获取。

价增：电动智能化下，新能源高压线、智能化数据线、轻量化铝线缆等新产品有望带来单车 500-1000 元新增量，并且相比于传统线缆产品，新能源高压线生产工艺复杂、主机厂认证壁垒高，毛利率高于传统线缆。公司较早布局毛利率较高的特殊线缆，目前已获得比亚迪、吉利、宝马、奔驰、大众、通用等整车厂高压汽车线缆认证，预计今年吉利、比亚迪、宝马、奔驰等高压线项目将为公司贡献明显增量。此外，公司智能化数据线、轻量化铝线缆也已获优质客户认证，中长期有望带来新成长看点。

关键假设、估值与盈利预测

- 1) 营收端，受益在比亚迪、吉利、宝马、奔驰、通用、大众等客户中的线缆配套份额逐步提升，且新增价值量更高的高压线缆等新产品配套，我们预计公司 2022-2025 年营业收入 31.1 亿、42.4 亿、54.9 亿、68.6 亿元，对应增速+37%、+36%、+30%、+25%。
- 2) 利润端，2023 年起利润率更高的高压线缆等特殊线缆陆续量产放量，且随着比亚迪、吉利、宝马、奔驰等配套持续增加、规模效益凸显，公司业绩有望持续兑现，预计 2022-2025 年归母净利 1.6 亿、2.3 亿、3.4 亿、4.9 亿元，对应增速+83%、+47%、48%、44%，预计 2022 年至 2025 年归母净利 3 年 CAGR +46%。
- 3) 估值，卡倍亿作为汽车线缆行业龙头，业绩有望受益比亚迪、吉利汽车、宝马、奔驰等项目放量有明显增量，预计 2022 -2025 年归母净利 CAGR +46%，考虑到公司在行业的龙头地位及后续成长性，给予 2023 年 30 PE，对应目标市值 69 亿元，对应目标价 125.0 元、目标空间 26%，首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、基本情况：汽车线缆老牌内资供应商.....	6
二、成长逻辑：量、价齐升的成长新曲线.....	10
（一）新格局：产能充沛、技术领先，国产替代份额提升.....	10
1、资金优势：优质产能布局高效且充沛.....	14
2、成本优势：市占率提升带来规模效益.....	15
3、技术优势：产品品类齐全、质量可靠.....	17
（二）新产品：电动化、智能化，单车价值增加.....	19
三、盈利预测与估值讨论：22-25年归母净利 CAGR+46%.....	22
四、风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 卡倍亿发展历史	6
图表 2: 卡倍亿股权结构	6
图表 3: 卡倍亿主要产品情况	7
图表 4: 卡倍亿主要客户情况	8
图表 5: 2021 年全球汽车线束行业格局	8
图表 6: 卡倍亿营业收入及增速	8
图表 7: 卡倍亿归母净利及增速	8
图表 8: 卡倍亿盈利能力（毛利率、净利率、ROE）	9
图表 9: 卡倍亿期间费用率	9
图表 10: 卡倍亿近年资本开支情况（亿元）	9
图表 11: 卡倍亿近年现金及现金等价物（亿元）	9
图表 12: 汽车线束在汽车上的使用情况	10
图表 13: 部分车企主要线束供应商情况	10
图表 14: 汽车线缆及汽车线束行业竞争要素	11
图表 15: 主流外资线束厂国内线缆业务布局情况	12
图表 16: 国内主要专业线缆厂基本情况	12
图表 17: 国内外线缆公司 vs 线束公司毛利率（%）	13
图表 18: 国内外线缆 vs 线束公司净利率（%）	13
图表 19: 卡倍亿资产负债率 vs 鑫宏业、汽车零部件行业中位数	14
图表 20: 卡倍亿财务费用率 vs 鑫宏业、汽车零部件行业中位数	14
图表 21: 卡倍亿 ROIC vs 鑫宏业、汽车零部件行业中位数	14
图表 22: 卡倍亿固定资产周转率 vs 鑫宏业、汽车零部件行业中位数	14
图表 23: 卡倍亿 IPO、可转债资金募集情况	15
图表 24: 卡倍亿单芯线产品	16
图表 25: 卡倍亿供应线缆产品图	16
图表 26: 乘用车线缆市场规模测算	16
图表 27: 汽车线缆行业市场规模（亿元）	17
图表 28: 卡倍亿线缆市场占有率（%）	17
图表 29: 汽车线缆产品主要分类	17
图表 30: 新能源车高压线、数据线应用情况	19
图表 31: 新能源电线与低压线缆制造流程差异	20
图表 32: 常规线缆、特殊线缆收入占比（%）	20
图表 33: 常规线缆、特殊线缆毛利率（%）	20

图表 34: 部分新能源高压线、数据线均价（万元/KM）	21
图表 35: 卡倍亿 2022-2025 年业绩预测	22
图表 36: 卡倍亿 vs 可比公司估值情况	23

一、基本情况：汽车线缆老牌内资供应商

卡倍亿是国内领先的老牌汽车线缆供应商。公司成立于1986年，1993年参与成立协成电子，2003年林光成、林光耀等共同出资设立新协有限，2004年新协有限与德国KBE公司合资设立卡倍亿有限，2007年卡倍亿有限吸收合并协成电子，2020年卡倍亿于深交所创业板上市。卡倍亿多年来专业从事汽车线缆业务，线缆产品通过安波福、德科斯米尔、矢崎、李尔等全球龙头汽车线束厂，间接配套于吉利、比亚迪、特斯拉、宝马、奔驰、大众、通用、日产等整车企业。

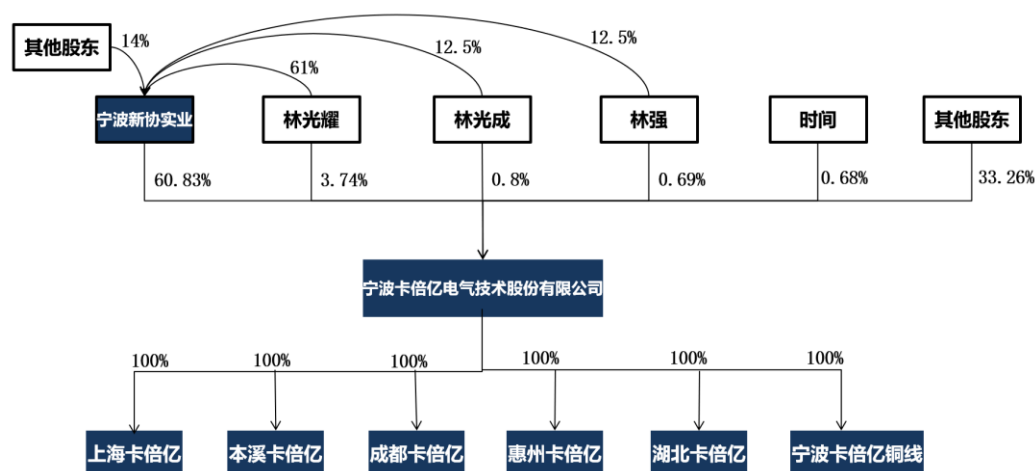
图表 1：卡倍亿发展历史

年份	事件
1986年	公司前身宁海县接插件总厂成立
1993年	宁海县接插件总厂参与宁波协成电子电线有限公司成立
2003年	林光成、林光耀等共同出资设立新协有限（2022年改名为新协实业集团）
2004年	新协有限和德国KBE共同出资设立公司前身卡倍亿有限
2007年	卡倍亿有限吸收合并协成电子，新协有限收购德国KBE
2010年	成都卡倍亿汽车电子技术有限公司成立
2013年	本溪卡倍亿电气技术有限公司成立
2016年	卡倍亿有限整体改制设立股份有限公司
2017年	上海卡倍亿新能源科技有限公司成立
2020年	公司于深交所创业板上市
2021年	惠州卡倍亿成立，上海卡倍亿建成投产
2022年	湖北麻城卡倍亿成立

资料来源：公司官网、公司公告、华创证券

公司经历中外合资转为内资经营，控股公司为各生产制造基地。截至2022年三季度末，林光耀、林光成和林强分别直接持有公司3.74%、0.80%、0.69%的股份，三人通过宁波新协实业集团间接持有公司52.31%的股份，为公司的实际控制人。

图表 2：卡倍亿股权结构



资料来源：公司公告、WIND、华创证券，截至3Q22末

公司的汽车线缆产品可分为**常规线缆**、**特殊线缆**。2021年公司常规线缆实现营业收入18.7亿元、营收占比83%、毛利率10.1%，特殊线缆营收2.9亿元、营收占比13%、毛利率15.1%。具体：

- 1) **常规线缆**：根据绝缘材料不同分为PVC低压线缆、交联高温线缆，PVC低压线缆的绝缘材料为聚氯乙烯、交联高温线缆使用的绝缘材料主要为交联聚乙烯，交联高温线缆具有更好的耐高温、耐磨损和耐化学腐蚀等特性。
- 2) **特殊线缆**：新能源高压线、硅橡胶线缆、充电线缆、智能化数据线、屏蔽线缆、对绞线缆、多芯护套线缆、同轴线缆、数据传输线缆等，轻量化铝线缆。

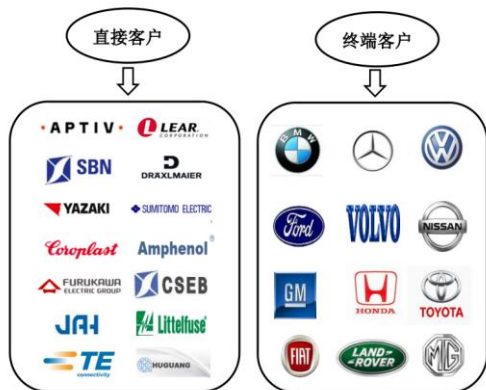
图表 3：卡倍亿主要产品情况

产品种类	产品	应用领域及功能	性能及特点	产品图片	
常规线缆	PVC 低压线缆、交联高温线缆	一般用于汽车内仪器仪表、电机控制器、电子设备等装置，传输电流及控制信号。	使用 PVC、PP、XLPE 绝缘材料，外径小易安装，耐高温、耐磨损、耐油、耐老化等优良性能。		
	轻量化 铝线缆	一般用于传统电瓶连接线，用于传输电流，主要用于传统汽车发动机舱、蓄电池间以传输大功率电流。	重量轻，适应汽车减重的轻量化要求；节油、减少排放且成本远低于铜导体。		
特殊线缆	电动化 硅橡胶线缆	一般应用于电动汽车内部充电系统高压电源的连接，用于传输电流。	具有优良的耐高温、耐高压、柔软弯曲、优异的电磁兼容性。		
	电动化 充电线缆	应用于新能源电动汽车充电系统与外部电源的连接，用于动力电源传输和控制信号传输。	具有优良的耐高低温、耐紫外线、耐磨及柔软弯曲等性能。		
	智能化	对绞线缆	一般用于汽车中的 CAN-BUS 数据总线，主要用于汽车内传感器和控制单元，实现信息实时传输。	由相互绝缘的金属导线绞合而成，减少外界电磁干扰、弯曲性好。	
		屏蔽线缆	一般用于通讯、音视频、仪表和电子设备以及自动化装置等有电磁兼容要求的线路连接。	通过添加屏蔽层来实现线路与外界电磁信号的屏蔽，满足线路的电磁兼容性的要求，解决了非屏蔽汽车线缆容易受到外界电磁干扰或对外界产生电磁干扰的问题。	
		多芯护套线缆	一般应用于汽车控制部件的连接，用于信息共享、数据信号控制等功能。	具有多信号传输和可承受反复弯曲及扭曲的特性。	
同轴线缆	一般用于高频数字、移动通信、GPS、无线电广播等信号传输。	具有优异的耐高温性、耐弯曲性、信号高速传输性以及电磁兼容性。			
数据传输线缆	一般用于高速数字信号传输，该系列数据传输线缆可广泛应用于后视摄像系统、USB 等。	具有使用灵活、传输性能优越等特性。			

资料来源：公司公告、华创证券整理

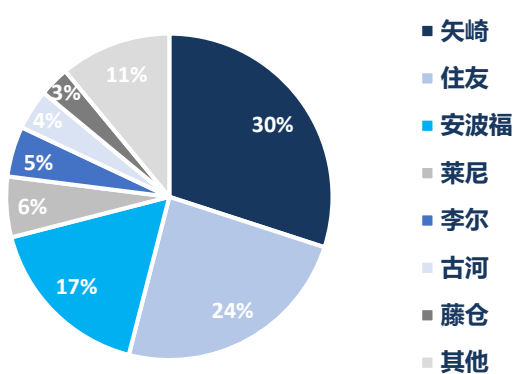
公司直接客户为行业龙头线束厂，间接客户涵盖合资、自主车企。公司的直接客户有如安波福、矢崎、住友、李尔、德科斯米尔等国际知名汽车零部件线束厂商，终端主机厂客户已覆盖多家传统合资、自主、新势力车企，包括大众、通用、宝马、奔驰、本田、丰田、日产、上汽集团、吉利、比亚迪、特斯拉等。

图表 4: 卡倍亿主要客户情况



资料来源: 公司公告

图表 5: 2021 年全球汽车线束行业格局

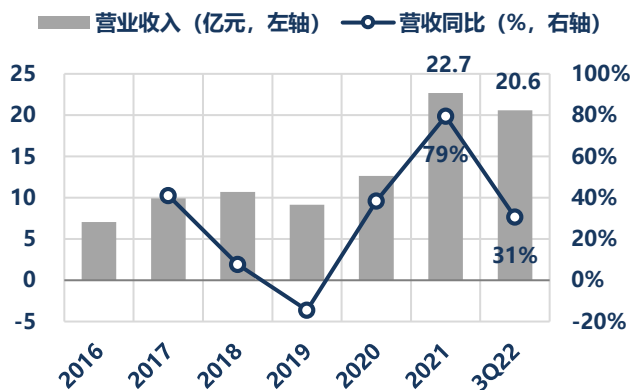


资料来源: 华经产业研究院、华创证券

营收端, 受益宝马、通用、大众、吉利等合资、自主车企相关收入提升。公司 2017-2020 年营业收入基本在 9-13 亿元左右, 2021 年公司与前三大直接客户安波福 (终端车企主要为特斯拉、大众、通用等)、德科斯米尔 (终端车企主要为宝马、奔驰)、矢崎 (终端车企主要为日系、通用等) 相关收入分别为 5.7 亿、5.0 亿、4.2 亿元, 同比分别+78%、+89%、+66%, 均实现了较高的增长, 此外公司产品定价以“铜价+加工费”模式, 2021 年铜价高位运行拉动收入增长。2021 年公司整体实现营收 22.7 亿元、同比+79%, 预计 2022 年公司营收规模有望突破 30 亿。

盈利端, 铜价上涨导致毛利率下降, 但收入扩增摊薄费用率。2020 年前公司毛利率基本稳定在 14%-15% 左右, 由于公司汽车线缆产品 80% 生产成本为铜, 3Q20-2021 年铜价格上涨拖累公司毛利率, 但随着公司产品结构变化、高毛利产品占比逐步提升, 有望对冲铜价上涨对毛利率的影响, 整体费用率也有望受益于收入扩增持续下降。2021 年公司实现毛利率 10.9%/-0.1PP、期间费用率 6.3%/-0.5PP, 整体归母净利 0.86 亿元、同比+63%, 归母净利率 3.8%/-0.4PP。

图表 6: 卡倍亿营业收入及增速



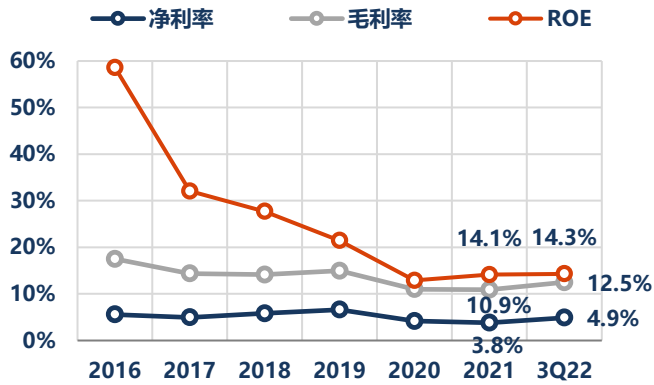
资料来源: Wind、华创证券

图表 7: 卡倍亿归母净利及增速



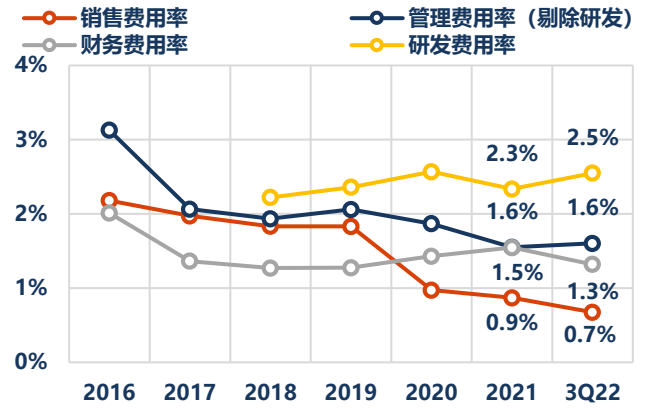
资料来源: Wind、华创证券

图表 8: 卡倍亿盈利能力 (毛利率、净利率、ROE)



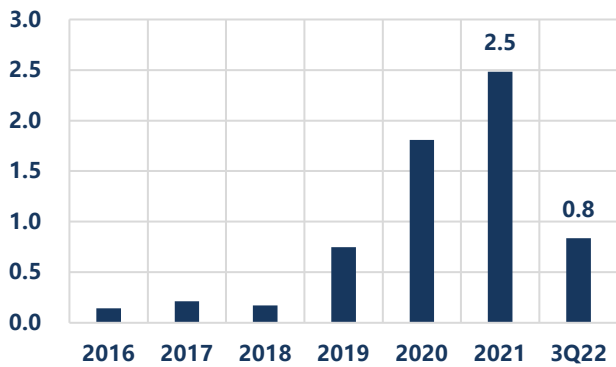
资料来源: Wind、华创证券

图表 9: 卡倍亿期间费用率



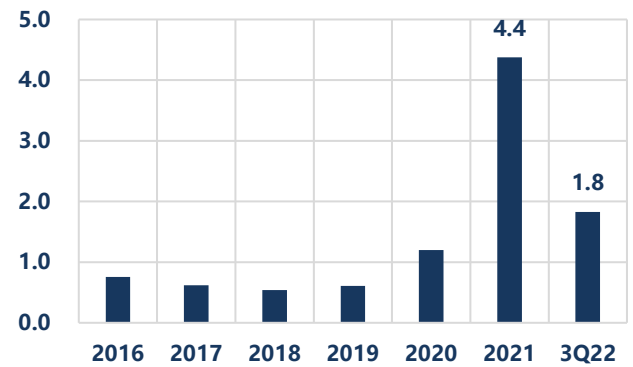
资料来源: Wind、华创证券

图表 10: 卡倍亿近年资本开支情况 (亿元)



资料来源: Wind、华创证券

图表 11: 卡倍亿近年现金及现金等价物 (亿元)

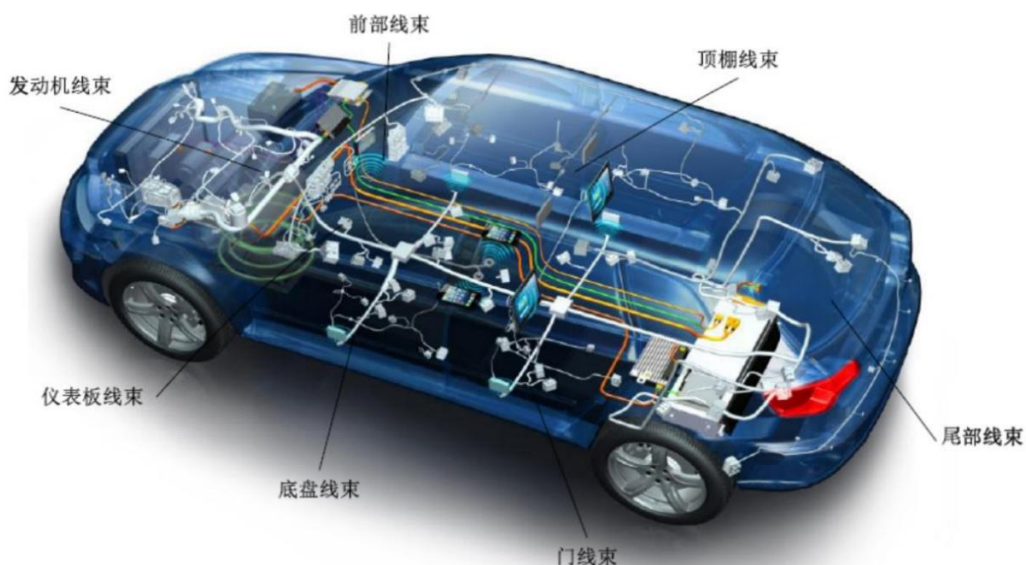


资料来源: Wind、华创证券

二、成长逻辑：量、价齐升的成长新曲线

汽车线缆是汽车的重要元器件之一，其下游为汽车线束。汽车线束能够用在车内发动机、仪表盘、车门、底盘、顶棚等多个部位，是汽车内部输送电能及通讯的基本载体，其中75%-80%由线缆组成。由于汽车内部是一个存在震动、摩擦、臭氧、油污、高热、寒冷和电磁辐射等各种复杂条件的工作环境，因此要求汽车线缆具有耐热、耐寒、耐磨、耐油和抗干扰等各种功能，以保证汽车行车安全。

图表 12：汽车线束在汽车上的使用情况



资料来源：公司可转债募集说明书

（一）新格局：产能充沛、技术领先，国产替代份额提升

过去合资车企的线束供应以外资为主，多数外资线束厂能自供线缆。汽车线束是汽车内部输送电能及通讯的基本载体，在车内重要性极高。从合资品牌的线束供应格局看，德系车企大众、宝马、奔驰等多选择欧美系线束供应商，美系车企通用、福特等多选择美系、日系供应商，日系韩系车企线束供应体系较封闭、为体系内垂直供应。

图表 13：部分车企主要线束供应商情况

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	昆山沪光、科世科、苏州波特尼、莱尼、安波福	昆山沪光、上海金亭、李尔	昆山沪光、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	昆山沪光、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	昆山沪光、德科斯米尔等	昆山沪光、德科斯米尔
	宝马	德科斯米尔、莱尼	德科斯米尔、莱尼等	莱尼、德科斯米尔
美系	通用	安波福、上海金亭、矢崎、莱尼、昆山沪光	科世科、上海金亭、河南天海、昆山沪光	昆山沪光、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	昆山沪光、李尔、天海、安波福等	昆山沪光、安波福、三智 昆山沪光等
	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、安波福等	天海、京信等 TE（泰科）、南京康尼等
	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	昆山沪光、河南天海、安波福等	/ 中航光电、南京康尼、四川永贵等
	江淮汽车	昆山沪光、河南天海、安波福等	/ 中航光电、安波福

资料来源：线束专家公众号，华创证券

与汽车线束行业的劳动密集型不同，线缆行业为自动化程度高的资金密集型。汽车线缆制造需使用专用生产设备，包括挤出机、拉丝机、绞线机等来适应线缆产品的结构、性能的要求，满足大长度、连续、高速生产的要求。相较于线束行业，线缆行业产能、设备资金投入较大、生产效率要求高，因此线缆行业在资金、规模、技术有较高壁垒。

图表 14：汽车线缆及汽车线束行业竞争要素



资料来源：公司公告，华创证券整理

外资线缆产能扩张意愿不强，内资优质供应商迎机遇。从主流线束厂的线缆供应格局看，欧美系线束厂商安波福、科络普、莱尼等，日系线束厂商矢崎、住电、古河等，汽车线缆约30%自产、70%外购；而美系线束厂商李尔、德系线束厂商德科斯米尔、国内线束厂商昆山沪光、金亭等，汽车线缆全部采用外购模式。

从外资线束厂在国内的线缆产能布局看，安波福、莱尼、矢崎、古河近年基本没有在国内新建线缆产能，尤其莱尼出于公司经营业绩压力计划重组线束业务，剥离线缆业务，未来重心聚焦于线束业务。

图表 15: 主流外资线束厂国内线缆业务布局情况

系列	线束厂	体系内线缆厂	成立日期
美系	安波福	安波福电气系统有限公司白城分公司	2002/10/29
	李尔	-	-
日系	矢崎	华南矢崎（汕头）汽车配件有限公司	2001/4/19
		烟台矢崎汽车配件有限公司	2001/3/14
		杭州矢崎配件有限公司	2002/2/4
	住友	惠州住润汽车线业有限公司	2001/7/20
		苏州住电汽车电子线业有限公司	2004/7/8
	古河	古河汽车配件（东莞）有限公司	2004/12/2
德系	莱尼	莱尼电气线缆（中国）有限公司	计划剥离线缆业务
	德科斯米尔	-	-
	科络普	科络福电缆技术（昆山）有限公司	2018/2/2

资料来源：公司可转债募集说明书、Wind、华创证券整理

除外资线束厂体系内的线缆厂，行业参与者还包括独立专业生产线缆的公司，内资民企有北京福斯、卡倍亿、无锡鑫宏业、江苏江扬、重庆宇邦等，外资线缆厂有太平爱克、苏州特雷卡、科斐凯博等。

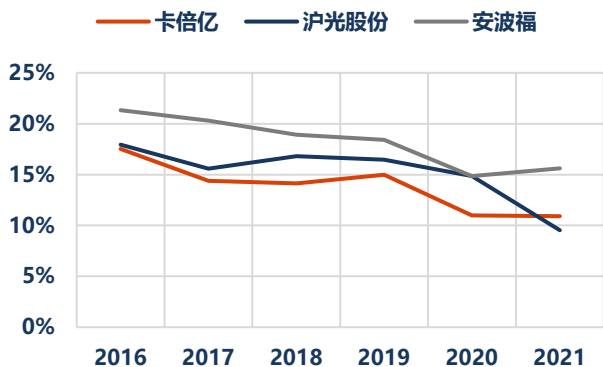
图表 16: 国内主要专业线缆厂基本情况

专业线缆厂	组织形式	主要产品	主要车企客户	现有年产能（万 KM）
北京福斯汽车电线有限公司	民企、非上市、内资最大的车线缆供应商	低压线、高压线等	大众、奥迪、日产、通用、比亚迪等	300+
宁波卡倍亿电气技术股份有限公司	民企、上市公司	低压线、高压线、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线等	大众、宝马、奔驰、日产、吉利、比亚迪、上汽集团等	500+
无锡鑫宏业线缆科技股份有限公司	民企、提交 IPO 申请	高压线、光伏/风能特种线缆、工业线缆	吉利、蔚来、理想、小鹏、上汽、一汽集团等	29.21
江苏江扬线缆有限公司	民企、非上市	低压线（德标、日标、国标）、高压线、汽车用数据电缆、高频数据电缆、轻量化铝芯导体电线	-	-
重庆市宇邦汽车电线	民企、非上市	薄壁低压汽车电线（德标、日标、美标、韩标、法标、意标和 ISO 等国际标准）、汽车高压线、特种电线等	-	-
科斐凯博线缆（天津）有限公司	外资、欧洲最大的车线缆供应商	低压线、高压线等	大众、宝马、奔驰、福特等	-
武汉太平爱克电线电缆有限责任公司	外资	低压线、高压线、电瓶屏蔽线、数据线等	-	-
苏州特雷卡电缆有限公司	外资	低压线等	-	-

资料来源：公司可转债募集说明书、Wind、华创证券整理

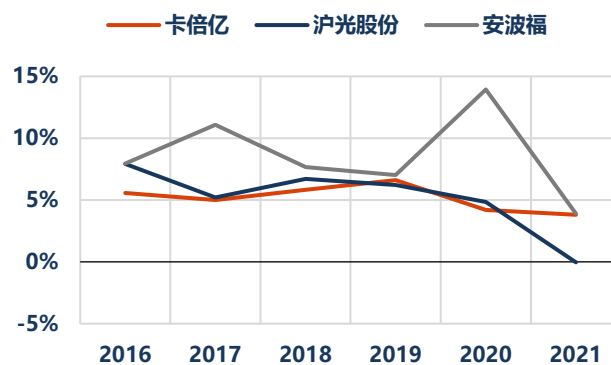
从线缆公司卡倍亿与国内线束厂沪光股份、国外线束厂安波福的利润率指标看，卡倍亿的毛利率基本在 10-15%、净利率 5% 左右，安波福、沪光毛利率水平基本在 15-20% 以上、净利率 5-10%，线缆公司毛利率、净利率指标普遍低于线束厂。

图表 17: 国内外线缆公司 vs 线束公司毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、华创证券

图表 18: 国内外线缆 vs 线束公司净利率 (%)



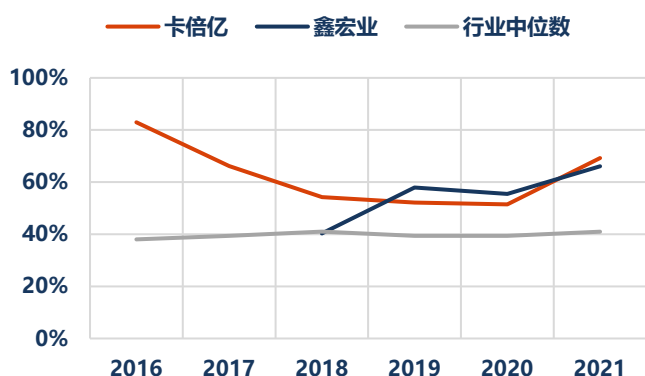
资料来源: 公司公告、Wind、华创证券

由于汽车线缆行业重资产属性较强、利润率一般，且近年内资线缆供应商开始涌现抢占市场，使得外资供应商在国内布局线缆产能的意愿不强，内资供应商如卡倍亿、北京福斯等有望凭借更快速的产能建设、更精细的成本管控、更及时的研发创新实现国产替代。

1、资金优势：优质产能布局高效且充沛

相较竞争对手，卡倍亿有更好筹资环境，能够获得更快发展。汽车线缆生产需要购置大量的高端加工生产设备、引进专业技术人才、设立专门的研发检测机构等，要求大量、持续的资金支持。同时，线缆产品具有“料重工轻”的特点，主要原材料铜的价值较高且价格波动较为明显，需要占用较多的流动资金，要求企业必须拥有较多的营运资金。选取同行业公司鑫宏业（主要从事新能源汽车线缆、光伏线缆及工业线缆），我们认为相比于竞争对手，公司作为上市公司筹资环境更好，更多资金支持有望获取更快速发展。

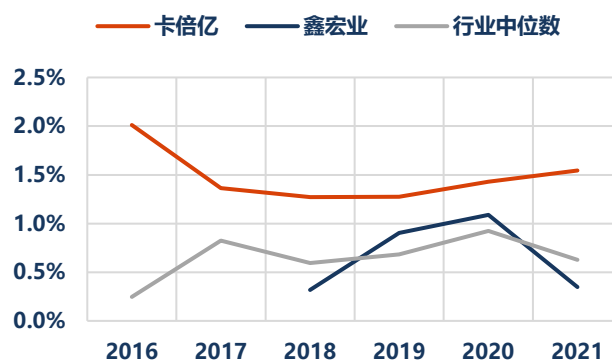
图表 19: 卡倍亿资产负债率 vs 鑫宏业、汽车零部件行业中位数



资料来源: Wind、华创证券

注: 行业中位数通过申万汽车零部件指数成分股计算, 下同

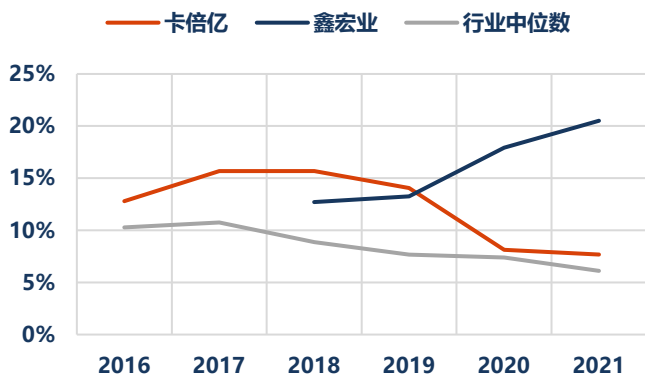
图表 20: 卡倍亿财务费用率 vs 鑫宏业、汽车零部件行业中位数



资料来源: Wind、华创证券

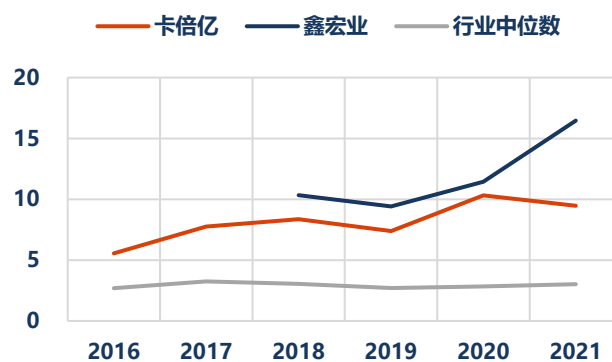
公司投入先进的设备提高生产效率，ROIC 处于行业中等偏上。汽车线缆制造需使用具有本行业工艺特点的专用生产设备，如挤出机、拉丝机、绞线机等来适应线缆产品的结构、性能的要求，满足大长度、连续、高速生产的要求。公司采用国内先进成熟的制造技术，采用多头拉丝机、快速换色挤出机、工业自动化控制设备等先进生产设备，以提高产品良率及生产效率。近年，公司 ROIC、固定资产周转率处于行业中等偏上，形成较好的资产投入与利润兑现正循环。

图表 21: 卡倍亿 ROIC vs 鑫宏业、汽车零部件行业中位数



资料来源: Wind、华创证券

图表 22: 卡倍亿固定资产周转率 vs 鑫宏业、汽车零部件行业中位数



资料来源: Wind、华创证券

产能建设高效且充足，为公司规模快速扩张奠定基础。公司通过 IPO、可转债融资建设项目包括新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产业化项目（IPO+可转债）、新能源汽车线缆生产线建设项目（可转债）、本溪卡倍亿汽车铝线缆建设项目（IPO），两次分别投入 2.16 亿、2.79 亿元。目前 IPO 项目部分产能已经投产，预计在可转债项目完全达产后将分别新增新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产能 12.32 万千米和新能源汽车线缆产能 5.25 万千米，分别按照 0.5 万元/千米、1 万元/千米测算，预计每年贡献增量营收超 11 亿元。

图表 23：卡倍亿 IPO、可转债资金募集情况

时间	类型	项目内容	本次计划投入 (亿元)	主要产品	建设周期
2021 年 12 月	可转债融资	新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产业化项目	1.24	新能源汽车用充电线（1.3 万元/千米，0.62 万 KM）、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线（普通连接用对绞线 FLRY，2.0 万 KM）、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线（同轴电缆 CoaxialDataCable，1.0 万 KM）、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线（以太网线，5.0 万 KM）、新能源汽车高压导线（4.8 万元/千米，1.0 万 KM）、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线（USB、LVDS、HDMI 线，2.7 万 KM）	24 个月
		新能源汽车线缆生产线建设项目	1.55	新能源汽车高压导线（3.7 万元/千米，0.25 万 KM）、新能源汽车用充电线（1.0 万元/千米，1.5 万 KM）、XLPO 新能源线（0.8 万元/千米，3.5 万 KM）	24 个月
2020 年 8 月	IPO	新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产业化项目	2.16	新建新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产品线	24 个月
		本溪卡倍亿汽车铝线缆建设项目	-	新建汽车铝线缆生产线	12 个月

资料来源：公司公告、华创证券整理

目前，公司已布局的生产基地包括浙江宁海、辽宁本溪、四川成都、上海、广东惠州、湖北麻城（2022 年 8 月新设），另外在上海、南通、武汉、深圳、长沙、长春、烟台、菲律宾建有仓库，能够实现与下游客户近距离对接，积极快速地响应客户的需求，为下游客户提供高效、优质的服务。

2、成本优势：市占率提升带来规模效益

公司订单陆续量产，线缆生产规模优势显现。汽车内电器设备增多的同时，导线的数量也不断增加，为了便于维修，低压导线通常以不同的颜色加以区分。其中截面积在 4mm² 以上的常采用单色，而 4mm² 以下的均采用双色。汽车电线的颜色一般有白、黄、灰、绿、红、紫、棕、蓝、黑、橙。在生产过程中，生产不同颜色的线缆涉及到绝缘材料的更换，因此涉及线缆生产设备关闭、重启。若生产规模较小，生产不同颜色线缆对生产效率及成本会有较大影响，因此线缆行业订单获取越多、市占率越高的公司越能进行较好的成本管控，具备规模效益。

图表 24: 卡倍亿单芯线产品


资料来源：公司官网

图表 25: 卡倍亿供应线缆产品图


资料来源：公司官网

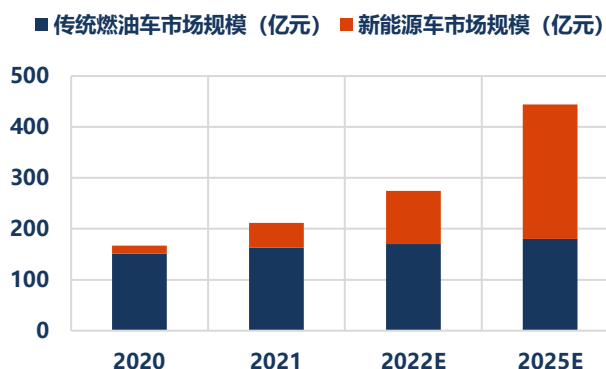
预计卡倍亿汽车线缆市占率逐步提升，到 2025 年有望增长至 15%+。近几年，公司抓住汽车线缆市场扩容、国产替代的行业机遇，不断拓展客户、增加销量，市场占有率持续提高。我们预计目前一辆传统汽车普通线缆长度约 2.5KM、按单价 0.5-0.8 元/米计算，一辆传统汽车线缆的配套价值约 1000-2000 元；一辆新能源汽车除普通线缆，高压线缆等特殊线缆长度约 20-30 米、单价 20-30 元/米，新能源汽车线缆合计配套价值约 1500-3000 元，随着整车电动智能功能增多、汽车用线上升、单车配套金额有望进一步提升，乘用车线缆市场规模有望从 2022 年 275 亿增至 2025 年 444 亿，公司在汽车线缆行业市占率有望从 2022 年约 11% 增至 2025 年 15%。

图表 26: 乘用车线缆市场规模测算

市场格局	2020	2021	2022E	2025E
传统燃油车（万辆）	1893	1815	1701	1500
单车价值（元）	800	900	1000	1200
传统燃油车市场规模（亿元）	151	163	170	180
新能源车（万辆）	120	332	653	1200
单车价值（元）	1300	1450	1600	2200
单车价值（元）-传统线	800	900	1000	1200
单车价值（元）-高压、数据线	500	550	600	1000
新能源车市场规模（亿元）	15.6	48.2	104.5	264
合计市场规模（亿元）	167.1	211.5	274.6	444

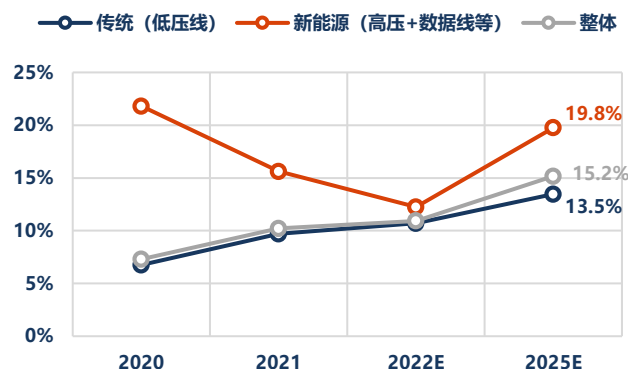
资料来源：中汽协、华创证券预测

图表 27: 汽车线缆行业市场规模 (亿元)



资料来源: 中汽协、华创证券预测

图表 28: 卡倍亿线缆市场占有率 (%)



资料来源: 公司公告、中汽协、华创证券预测

3、技术优势: 产品品类齐全、质量可靠

汽车线缆作为线束的核心构成, 产品也需通过行业通用标准及主机厂认证。线缆行业标准主要有日本标准、德国标准、美国标准、国际标准等。其中, 日标、德标导线的特点是绝缘皮薄 (多为 PVC)、柔韧性较好, 美标导线绝缘皮一般为聚烯烃类热塑性或热固性弹性体、安全性能要求高。由于各整车厂的设计要求不同, 线缆供应商需通过的地区标准也各不相同。

在实际供应中, 线束产品供应商的线缆供应来源也需要进入整车厂商的供应商目录, 线束厂商需从整车厂商的供应商目录中选取线缆供应商, 因此线缆产品不仅需满足行业通用标准, 还需得到主机厂的认证。

公司深耕汽车线缆行业多年, 研发、测试、生产能力国内领先。公司多年深耕积累了丰富的汽车线缆研发、制造经验, 形成了自己的技术和配方优势。公司通过多年的研发和试验, 不断完善绝缘材料配方, 根据汽车线缆使用的部分及对应的性能需求, 使绝缘材料符合抗震动、适应摩擦、臭氧、油污、高热、寒冷和电磁辐射等各种情况条件下的汽车线缆需求。另外, 公司设有独立实验室, 配置完善的实验室设备, 具有自主进行线缆及相关原材料各项性能测试的能力, 以保障产品质量。

公司产品种类齐全, 能满足客户各种需求、适应行业新趋势, 有利于更多订单获取。目前公司产品覆盖汽车用线的各种需求, 包括截面积从 0.13 平方毫米到 160 平方毫米, 耐温等级从 -65℃ 到 250℃, 能够提供常规线缆、铝线缆、对绞线缆、屏蔽线缆、硅橡胶线缆、多芯护套线缆等多种汽车线缆产品, 能满足国际标准、德国标准、日本标准、美国标准、中国标准等多种标准的要求, 已经获得大众、通用、宝马、奔驰、本田、丰田、日产、特斯拉、吉利、比亚迪等国内外主流汽车整车厂商的产品认证, 为后续更多新订单获取奠定基础。

图表 29: 汽车线缆产品主要分类

分类标准	类别	用处	公司是否可生产
用途	信号线	汽车电子电器信号传递和控制	✓
	电源线	汽车的电能传输	✓
电压负荷	高压线 (≥60V)	新能源汽车动力电池的电能传输	✓

	低压线（<60V）	一般汽车低压线缆	✓
耐温条件	高温线（≥125℃）	发动机、排气管等耐温等级要求较高的线缆	✓
	低温线（<125℃）	操控盘等耐温等级要求较低的车缆	✓
材质	铜导线	适用于所有汽车线缆	✓
	铝导线	目前主要用于传统汽车电瓶、新能源低压电池附近的线缆	✓

资料来源：公司可转债募集说明书、华创证券，标红为行业未来主要新趋势

（二）新产品：电动化、智能化，单车价值增加

电动智能化下，新能源高压线、数据线等有望带来单车 500-1000 元新增量。随着传统燃油汽车向新能源汽车的转化，不同于传统汽车发动机所需的低压线缆，新能源汽车的动力电池所需的高压线缆工作电压为 600V，甚至是 1,000V，且需要考虑耐高温、屏蔽性能、耐腐蚀性、薄壁、柔软度、与整车电气系统的电磁兼容性等因素，所以高压线缆相较于传统燃油车使用的低压线缆，是纯增量市场，且单车价值更高。

此外，随着智能网联汽车渗透率提升，车内电子电器功能增多，使得车内传统低压线缆、智能化数据线的用量均有增长，配套单车价值进一步提升。

图表 30：新能源车高压线、数据线应用情况



资料来源：太平爱克官网

新能源高压线生产工艺复杂、主机厂认证壁垒高，毛利率高于常规线缆。高压线缆在新能源车上，主要用于输电和传输动力。相比于常规线缆，高压线缆产品的技术要求更高、加工工艺更复杂、直径较大耗材更多，其单价比低压线缆产品的单价要增加很多，毛利率也有大幅度提高。由于高压线生产工序更为复杂，可能需要至少 3 年以上的认证才能进入整车厂商的供应商体系，因此主机厂认证耗时长、难度大。

从具体工艺看，公司三种新能源电线硅橡胶线缆、充电线缆、屏蔽线缆相较于常规低压线缆均多出一层绝缘层，硅橡胶线缆还多出编织工艺（即通过编织机在芯线上编织铜丝，包覆芯线），充电线缆还多出辐照（通过辐照设备对线缆进行辐照交联）、单绞工艺（通过单绞机进行绞合），屏蔽线缆还多出对绞（将包覆绝缘材料后的芯线，通过对绞机进行绞合）、单绞工艺（包铝箔、屏蔽层），工艺流程都相对更加繁琐。

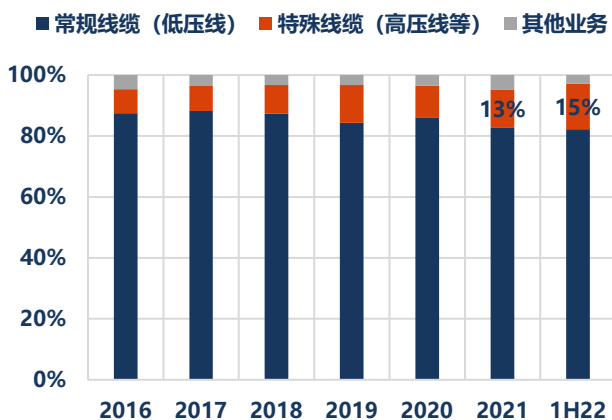
图表 31: 新能源电线与低压线缆制造流程差异



资料来源: 公司可转债募集说明书、华创证券整理

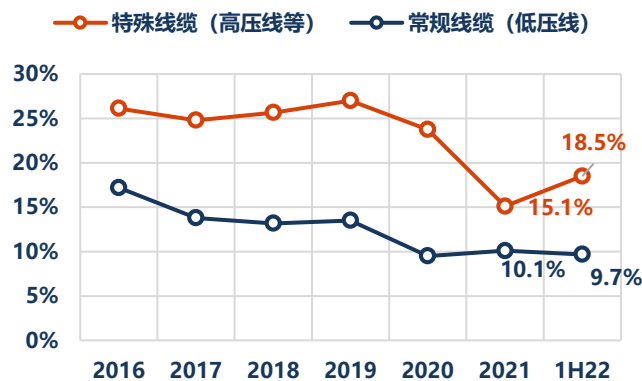
近年, 公司常规线缆的毛利率基本在 10-15%、新能源高压线等特殊线缆的毛利率在 15-25%, 盈利能力更好的特殊线缆营收占比提升至约 15%、有望抵消部分铜价上涨影响。

图表 32: 常规线缆、特殊线缆收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 33: 常规线缆、特殊线缆毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、华创证券

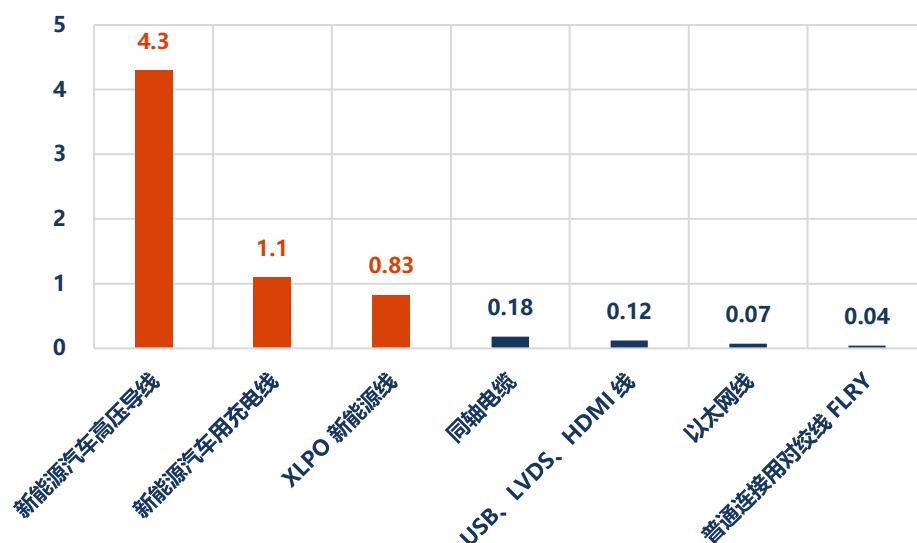
公司较早布局新能源高压线, 掌握先发优势。为顺应新能源汽车渗透率逐步提升, 公司积极布局新能源汽车线缆业务, 2017 年公司成立上海卡倍亿新能源科技有限公司, 开始从事新能源相关线缆业务, 2020 年通过 IPO、2021 年通过可转债融资扩建新能源高压线产能。目前公司已获得比亚迪、吉利、宝马、奔驰、大众、通用等整车厂高压汽车线缆认证, 预计今年吉利、比亚迪、宝马、奔驰等高压线项目将为公司贡献明显增量。

除新能源高压线, 公司智能化数据线、轻量化铝线缆也已获优质客户认证。汽车智能化下车载功能增多数据量显著提升, 对数据传输速度的要求也有提高, 尤其是对自动驾驶涉及到的摄像头、激光雷达、超声波雷达、毫米波雷达, 还包括车载以太网将从局部应用逐步拓展成为车内数据传输的骨干网, 最大要求达到千兆以上的传输速度, 作为连接汽车电子系统的汽车线缆的需求也随之提升。

公司目前布局的智能化数据线主要是智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线，包括以太网线、同轴电缆（可用于摄像头、Radio、GPS、E-Call、Car2X）、USB、LVDS、HDMI线、普通连接用对绞线 FLRY（可用于摄像头、显示器、激光雷达等）。

轻量化上，目前部分高端品牌车的少量配件已经开始采用铝线缆，铝线缆相对于铜导线缆不仅降低了成本，而且也较大地降低了重量，对满足车辆的安全节能要求有一定优势。公司通过多年的研发，掌握了铝线缆产业化的关键工艺和性能，研制的铝线缆，攻克了铝线缆不易焊接等问题，并投入产业化应用，焊接以后稳定性好，达到国际水平。公司铝线缆已进入特斯拉、奔驰、宝马、通用、丰田、本田等供应体系。

图表 34：部分新能源高压线、数据线均价（万元/KM）



资料来源：公司可转债募集说明书，华创证券整理

三、盈利预测与估值讨论：22-25 年归母净利润 CAGR+46%

营业收入：受益在比亚迪、吉利、宝马、奔驰、通用、大众等客户中的线缆配套份额逐步提升，且新增价值量更高的高压线缆等新产品配套，我们预计公司 2022-2025 年营业收入 31.1 亿、42.4 亿、54.9 亿、68.6 亿元，对应增速+37%、+36%、+30%、+25%。具体主要业务：

- 1) **常规线缆：**估计配套单车价值 1000-2000 元，预计 2022-2025 年营业收入 25.2 亿、31.2 亿、37.4 亿、43.6 亿元，增速+34%、+24%、+20%、+17%，营收占比 81%、74%、68%、64%。
- 2) **特殊线缆：**估计配套单车价值 500-1000 元，预计 2022-2025 年营业收入 4.8 亿、10.0 亿、16.2 亿、23.7 亿元，增速+68%、+108%、+62%、+46%，营收占比 15%、24%、30%、35%。

归母净利润：2023 年起利润率更高的高压线缆等特殊线缆陆续量产放量，且随着比亚迪、吉利、宝马、奔驰等配套持续增加、规模效益凸显，公司业绩有望持续兑现，预计 2022-2025 年归母净利润 1.6 亿、2.3 亿、3.4 亿、4.9 亿元，对应增速+83%、+47%、48%、44%，预计 2022 年至 2025 年归母净利润 3 年 CAGR +46%。具体各项：

- 1) **毛利率：**考虑到低压线缆行业竞争日益加剧、但毛利率更高的特殊线缆产品占比有望逐步提升，公司毛利率有望保持稳中有升的趋势，预计 2022-2025 年毛利率 12.2%、12.4%、12.7%、13.1%。
- 2) **费用率：**收入扩增的规模效应将对费用有明显摊薄，预计 2022-2025 年期间费用率 6.1%、5.9%、5.3%、4.7%。

归母净利率：预计 2022-2025 年归母净利率 5.1%、5.5%、6.2%、7.2%。

图表 35：卡倍亿 2022-2025 年业绩预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入合计 (亿元)	12.6	22.7	31.1	42.4	54.9	68.6
YoY		79.4%	37.3%	36.1%	29.5%	25.1%
常规线缆	10.9	18.7	25.2	31.2	37.4	43.6
客户 1			1.2	3.5	6.0	8.0
客户 2	1.0	2.2	3.5	4.6	5.9	7.7
客户 3	2.0	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0
客户 4	0.4	0.8	1.2	1.6	1.8	2.0
客户 5	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	1.1
其他	7.3	11.4	13.9	15.1	16.0	16.9
YoY		57.1%	21.8%	8.0%	6.3%	5.6%
特殊线缆 (高压线等)	1.3	2.9	4.8	10.0	16.2	23.7
客户 1				1.5	3.0	5.0
客户 2	1.2	1.7	3.0	5.0	6.0	7.0
客户 3				0.5	2.0	4.0
客户 4				0.5	2.0	4.0

其他	0.1	1.2	1.8	2.5	3.2	3.7
其他	0.4	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
毛利率 (%)	11.0%	10.9%	12.2%	12.4%	12.7%	13.1%
常规线缆	9.5%	10.1%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%
特殊线缆 (高压线等)	23.8%	15.1%	18.0%	18.5%	19.0%	19.0%
其他	10.1%	13.9%	15.0%	12.0%	10.0%	10.0%
销售费用率	1.0%	0.9%	0.6%	0.7%	0.5%	0.4%
管理费用率	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.6%	1.5%
研发费用率	2.6%	2.3%	2.6%	2.4%	2.0%	1.7%
财务费用率	1.4%	1.5%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
期间费用率 (%)	6.8%	6.3%	6.1%	5.9%	5.3%	4.7%
归母净利润 (亿元)	0.53	0.86	1.58	2.31	3.42	4.94
YoY		63.2%	82.8%	46.7%	47.7%	44.4%
归母净利率 (%)	4.2%	3.8%	5.1%	5.5%	6.2%	7.2%

资料来源: 公司公告、Wind、华创证券预测

估值: 以行业相关性、产品相似性为标准, 选取沪光股份、永鼎股份、瑞可达、亨通光电等线束、线缆公司作为可比标的。卡倍亿作为汽车线缆行业龙头, 业绩将受益比亚迪、吉利汽车、宝马、奔驰等项目放量有明显增量, 预计 2022-2025 年归母净利润 CAGR +46%, 考虑到公司在行业的龙头地位及后续成长性, 给予 2023 年 30 PE, 对应目标市值 69 亿元, 对应目标价 125.0 元、目标空间 26%, 首次覆盖, 给予“强推”评级。

图表 36: 卡倍亿 vs 可比公司估值情况

可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			归母净利增速 (%)		PE (倍)		
		2021	2022E	2023E	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
沪光股份	103.8	0.0	0.7	2.5	-	259.9%	-	149.6	41.6
永鼎股份	58.3	1.2	2.7	3.5	125.4%	28.3%	48.3	21.4	16.7
瑞可达	132.0	1.1	2.7	4.1	134.6%	51.8%	115.9	49.4	332.5
亨通光电	364.6	14.4	20.8	27.4	44.8%	32.0%	25.4	17.5	13.3
平均	164.7	4.2	6.7	9.4	61.0%	39.5%	63.2	59.5	26.0
卡倍亿	55.3	0.9	1.6	2.3	82.8%	46.7%	64.1	35.0	23.9

资料来源: Wind、华创证券, 截至 2023 年 2 月 14 日

注: 沪光股份、永鼎股份、瑞可达、亨通光电 2022、2023 年归母净利润数据选自 Wind 一致预期

四、风险提示

铜等原材料涨价：公司原材料包括铜、PVC等，尤其铜单价较高、且在汽车线缆中的成本占比超80%，若原材料价格高位运行将可能持续影响生产成本；

原有产品价格战风险：低压线缆行业竞争日益激烈，未来可能会面临价格战，会导致公司原有产品价格下滑、收入下降；

新产品开发、推广速度低于预期：毛利率较高的新产品包括高压线、智能化数据线、铝线缆等处于逐步普及初期，若公司后续新产品研发、推广速度低于预期，可能会导致公司后续增长乏力；

自主、合资品牌销量低于预期：公司后续增长主要依托终端的自主、合资品牌车企，若主要客户销量不及预期，将可能导致公司产能利用率低于预期；

新客户开拓节奏低于预期：若在原有客户体系内进一步开拓份额、或新客户获取节奏低于预期，将可能导致公司后续增长放缓。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	422	285	440	530
应收票据	31	42	58	75
应收账款	714	976	1,247	1,459
预付账款	4	5	7	10
存货	331	408	553	715
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	71	77	105	123
流动资产合计	1,573	1,793	2,410	2,912
其他长期投资	38	38	38	38
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	356	420	525	617
在建工程	99	149	199	249
无形资产	42	43	45	46
其他非流动资产	44	46	48	49
非流动资产合计	579	696	855	999
资产合计	2,152	2,489	3,265	3,911
短期借款	978	1,028	1,328	1,478
应付票据	100	109	148	192
应付账款	91	123	167	216
预收款项	1	1	2	2
合同负债	5	7	9	12
其他应付款	1	1	1	1
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	30	31	39	46
流动负债合计	1,206	1,300	1,694	1,947
长期借款	12	112	262	312
应付债券	254	254	254	254
其他非流动负债	17	18	18	19
非流动负债合计	283	384	534	585
负债合计	1,489	1,684	2,228	2,532
归属母公司所有者权益	663	805	1,037	1,379
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	663	805	1,037	1,379
负债和股东权益	2,152	2,489	3,265	3,911

现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-252	-88	-46	146
现金收益	147	235	327	462
存货影响	-147	-77	-146	-162
经营性应收影响	-277	-275	-288	-230
经营性应付影响	108	42	83	93
其他影响	-82	-14	-23	-16
投资活动现金流	-234	-141	-206	-204
资本支出	-236	-152	-202	-202
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	2	11	-4	-2
融资活动现金流	792	92	407	148
借款增加	741	150	450	200
股利及利息支付	-50	-40	-50	-60
股东融资	276	0	0	0
其他影响	-175	-18	7	8

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,268	3,113	4,236	5,486
营业成本	2,020	2,733	3,709	4,792
税金及附加	5	6	8	11
销售费用	20	20	30	30
管理费用	35	50	70	90
研发费用	53	80	100	110
财务费用	35	40	50	60
信用减值损失	-14	-10	-10	-10
资产减值损失	-2	0	-1	-1
公允价值变动收益	-3	-10	-5	-5
投资收益	14	10	7	7
其他收益	1	2	1	1
营业利润	95	177	260	386
营业外收入	1	2	3	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	96	179	263	388
所得税	10	21	32	46
净利润	86	158	231	342
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	86	158	231	342
NOPLAT	118	193	276	395
EPS(摊薄) (元)	1.56	2.84	4.17	6.16

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	79.4%	37.3%	36.1%	29.5%
EBIT 增长率	64.6%	67.0%	42.6%	43.2%
归母净利润增长率	63.2%	82.8%	46.7%	47.7%
获利能力				
毛利率	10.9%	12.2%	12.4%	12.7%
净利率	3.8%	5.1%	5.5%	6.2%
ROE	13.0%	19.6%	22.3%	24.8%
ROIC	7.0%	10.1%	10.9%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	69.2%	67.6%	68.2%	64.7%
债务权益比	190.3%	175.3%	179.6%	149.6%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.3	1.3	1.4
应收账款周转天数	94	98	94	89
应付账款周转天数	15	14	14	14
存货周转天数	46	49	47	48
每股指标(元)				
每股收益	1.56	2.84	4.17	6.16
每股经营现金流	-4.54	-1.58	-0.83	2.63
每股净资产	11.94	14.50	18.67	24.83
估值比率				
P/E	64	35	24	16
P/B	8	7	5	4
EV/EBITDA	21	13	9	6

汽车组团队介绍

组长、首席分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019 年加入华创证券研究所。

研究员：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈佳敏

上海财经大学金融硕士。2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李昊岚

伦敦大学学院金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	张嘉慧	销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	王春丽	销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 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。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522