

投资评级 优于大市 首次覆盖

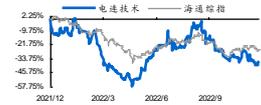
国产射频连接器龙头，车载连接器高速成长

股票数据

12月02日收盘价(元)	37.68
52周股价波动(元)	23.06-59.70
总股本/流通A股(百万股)	422/356
总市值/流通市值(百万元)	15907/13411

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.4	-2.6	-20.0
相对涨幅(%)	-10.7	-4.4	-16.2

资料来源:海通证券研究所

分析师:郑宏达

Tel:(021)23219392

Email:zhd10834@htsec.com

证书:S0850516050002

分析师:李轩

Tel:(021)23154652

Email:lx12671@htsec.com

证书:S0850519070001

联系人:文灿

Tel:(021)23154401

Email:wc13799@htsec.com

投资要点:

- 国内领先射频、汽车连接器厂商。**电连技术成立于2006年，主营微型电连接器及互连系统相关产品，产品广泛应用于智能移动终端、汽车智能化连接、车联网、物联网等新兴产品中，微型射频连接器及汽车连接器市场份额领先。2021年公司实现营收32.46亿元(同比+25.20%)，实现归母净利润3.72亿元(同比+38.27%)，22年1-9月公司实现营收22.14亿元(同比-8.94%)、归母净利润4.13亿元(同比+45.74%)、归母扣非净利润2.65亿元(同比+0.85%)。
- 消费电子连接器手机端静待需求回暖，非手机端5G毫米波用射频BTB、LCP连接线有望成为新增长点。**22H1公司来自智能手机行业客户的销售收入占比约60%，消费电子业务受安卓手机市场出货不佳影响显著，22H1射频连接器及线缆业务实现营收4.57亿元，同比下滑16.69%。但海外5G毫米波及模组类产品需求显著增长，公司积极布局5G毫米波市场应用新产品，持续深化与头部芯片厂商的合作，以BTB为主的LCP连接线等非手机端射频类模块产品已开始供货海外模组厂。我们认为，公司5G毫米波射频芯片模组、LCP连接线及射频BTB类模组产品随毫米波应用推广及客户合作深化有望加速成长。
- 攻守兼备：车用高速连接器迎智能化升级+国产替代机遇，公司先发优势显著。**

1) 智能网联化带动车用高频高速连接器价值量提升。伴随智能网联汽车的发展，FAKRA、Mini-FAKRA及千兆以太网高速连接器和线束广泛应用于车载信息娱乐系统、ADAS、车联网，包括显示器、摄像头、激光雷达、T-BOX、域控制器等领域。根据电子智造业公众号，高速连接器单车价值量将从传统燃油车中的200元提升至L2及以上车型中的1000元。

2) 受益国内新能源车市销量快速增长，国产连接器厂商有望加速进场。根据乘联会微信公众号，2022年1-10月我国新能源乘用车批发销量达501.5万辆，同比增长110.8%，10月国内新能源车批发销量渗透率达30.8%，乘联会预测2022年国内新能源乘用车销量有望突破600万辆。受益国内新能源车市蓬勃发展及终端车厂产能扩充，在国际连接器大厂扩产速度有限的情况下，我们预计国产连接器厂商迎来快速成长机遇。

3) 车载高频高速连接器进入壁垒显著，公司具备先发优势。高频、高速汽车连接器用于传输高清影音信号，除满足车载场景高温、抗震等条件，还需要适应更为复杂的网络架构设计，设计及制程过程电气性能控制平稳要求较高，注重高频传输的信号完整性及抗电磁干扰能力，需要连接器厂商具备射频、高速传输知识及大量的工艺、设计经验积累。公司凭借在射频设计、制造方面的经验，自14年起开发车载高频高速连接器，目前车载高频高速连接器已大批量量产，我们认为，车载高频高速连接器行业进入壁垒较高，公司在国产厂商中先发优势显著。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	2592	3246	3041	4054	5314
(+/-)YoY(%)	20.0%	25.2%	-6.3%	33.3%	31.1%
净利润(百万元)	269	372	518	572	819
(+/-)YoY(%)	48.6%	38.3%	39.4%	10.5%	43.2%
全面摊薄	0.64	0.88	1.23	1.36	1.94
毛利率(%)	30.4%	32.0%	32.1%	33.4%	34.4%
净资产收益率(%)	7.5%	9.6%	12.5%	12.2%	14.8%

资料来源:公司年报(2020-2021),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

4) 车载连接器供货自主品牌，加码 MINI-FAKRA、以太网连接器。公司已成为自主品牌头部企业一类供应商，22H1 汽车连接器产品实现营收 2.15 亿元（同比+88.96%），供货吉利、长城、比亚迪、长安等汽车厂商。从产品结构来看，公司当前汽车连接器产品营收贡献主要来自 FAKRA 产品，但公司持续加大以太网连接器等为主的汽车高速产品及 MINI-FAKRA 组等高频产品的开发，产品结构有望升级。

- **拟收购桥接芯片厂商 FTDI，协同布局工控、新能源及模组产品。**6月27日，公司公告拟发行股份及支付现金收购 FTDI 之上层出资人的有关权益份额、Stoneyford 持有的 FTDI 19.80% 的股份，从而直接与间接持有 FTDI 100% 的股份，收购完成后 FTDI 将成为上市公司的全资子公司。FTDI 主营桥接芯片和软件产品的研发和销售，深耕工业控制、汽车电子、消费电子、通讯等领域头部客户，其“桥接技术”可用于 Windows、Linux、苹果 MAC OS 和 Android 等操作系统，产品具备高性能、高可靠性及高兼容性的特点。2021 年 FTDI 实现净利润 0.13 亿美元，还原一次性激励奖金后净利润预计为 0.43 亿美元，同比增长 39%，还原一次性激励奖金后净利率预计为 60%。受益于自动驾驶、AI 系统、工业互联网的发展，桥接芯片应用场景扩大，通过收购 FTDI，公司有望实现客户、市场拓展，并提升工控、新能源及模组产品的竞争力。
- **盈利预测。**在不考虑 FTDI 并购影响的情况下，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 30.41 亿元/40.54 亿元/53.14 亿元，2022-2024 年归母净利润分别为 5.18/5.72/8.19 亿元，对应 EPS 分别为 1.23/1.36/1.94 元/每股，考虑到可比公司估值水平及公司汽车连接器的成长性，给予 23 年 PE 估值区间 30x-35x，对应合理价值区间 40.80-47.60 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

核心假设：

1) 射频连接器及线缆：我们认为，公司射频连接器及线缆业务 2022 年受终端安卓手机需求疲软的影响，营收将同比下滑 25%，2023、2024 年预计随手机市场需求修复及公司在非手机端射频 BTB 及 LCP 模组的突破，射频连接器及线缆业务 2023、2024 年营收增速分别为 25%、10%；预计公司射频连接器及线缆业务 2022-2024 年毛利率分别为 42.5%、43%、43.5%；

2) 电磁兼容件：我们预计公司电磁兼容件业务 2022-2024 年营收增速分别为 -1%、5%、5%，毛利率分别为 31.5%、31.5%、31.5%；

3) 软板业务：我们预计公司软板业务 2022-2024 年营收增速分别为 5%、5%、5%，毛利率分别为 13%、13.5%、14%；

4) 汽车连接器：我们判断，公司汽车连接器业务受益于智能化升级和国产替代的推进，营收将实现高速增长，2022-2024 年营增速分别为 100%、90%、70%，毛利率分别为 40%、41%、42%；

5) 其他主营业务：我们预计公司其他主营业务在 2022-2024 年营收增速分别为 -50%、50%、50%，毛利率分别为 15%、15%、15%；

6) 其他业务：我们预计公司其他业务在 2022-2024 年营收分别为 1 亿元、1.4 亿元、1.8 亿元，毛利率分别为 32.23%、32.23%、32.23%。

- **风险提示。**下游需求波动的风险；收购进展不及预期的风险。

表 1 公司营业收入预测 (亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	32.46	30.41	40.54	53.14
YOY	25.20%	-6.30%	33.31%	31.07%
毛利率	31.13%	32.07%	33.42%	34.43%
射频连接器及线缆	10.68	8.01	10.01	11.01
YOY	10.69%	-25.00%	25.00%	10.00%
占比	32.90%	26.33%	24.69%	20.72%
毛利率	38.24%	42.50%	43.00%	43.50%
电磁兼容件	8.19	8.11	8.51	8.94
YOY	5.14%	-1.00%	5.00%	5.00%
占比	25.23%	26.65%	20.99%	16.82%
毛利率	33.28%	31.50%	31.50%	31.50%
软板	3.86	4.06	4.26	4.47
YOY	12.77%	5.00%	5.00%	5.00%
占比	11.90%	13.33%	10.50%	8.41%
毛利率	17.52%	13.00%	13.50%	14.00%
汽车连接器	3.12	6.25	11.87	20.17
YOY	236.21%	100.00%	90.00%	70.00%
占比	9.62%	20.54%	29.27%	37.96%
毛利率	38.94%	40.00%	41.00%	42.00%
其他主营业务	6.00	3.00	4.50	6.75
YOY	52.27%	-50.00%	50.00%	50.00%
占比	18.47%	9.86%	11.09%	12.69%
毛利率	20.12%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	0.61	1.00	1.40	1.80
YOY	206.24%	63.72%	40.00%	28.57%
占比	1.88%	3.29%	3.45%	3.39%
毛利率	32.23%	32.23%	32.23%	32.23%

资料来源: 公司 2021 年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元/每股)			PE (倍)		
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
688800.SH	瑞可达	1.01	2.38	3.61	116.58	49.22	32.48
688668.SH	鼎通科技	1.28	2.14	3.10	53.84	32.23	22.23
002897.SZ	意华股份	0.79	1.83	2.52	72.20	31.41	22.74
603633.SH	徕木股份	0.15	0.26	0.52	106.56	59.74	29.93
300351.SZ	永贵电器	0.32	0.42	0.56	44.43	33.33	25.00
	均值				78.72	41.18	26.47
300679.SZ	电连技术	0.88	1.23	1.36	42.81	30.71	27.79

 注: 收盘价为 2022 年 12 月 2 日价格, 可比公司 EPS、PE 为 wind 一致预期, 电连技术 2022、2023 年 EPS、PE 为海通证券预测值
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	3246	3041	4054	5314
每股收益	0.88	1.23	1.36	1.94	营业成本	2206	2066	2699	3484
每股净资产	9.18	9.80	11.15	13.09	毛利率%	32.0%	32.1%	33.4%	34.4%
每股经营现金流	1.23	1.73	0.27	2.81	营业税金及附加	24	23	30	39
每股股利	0.36	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	122	100	122	159
P/E	42.81	30.71	27.79	19.41	营业费用率%	3.8%	3.3%	3.0%	3.0%
P/B	4.11	3.85	3.38	2.88	管理费用	216	237	264	345
P/S	4.89	5.23	3.92	2.99	管理费用率%	6.7%	7.8%	6.5%	6.5%
EV/EBITDA	37.27	27.69	18.12	12.57	EBIT	398	350	616	887
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-2	-22	-8	-8
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.7%	-0.2%	-0.1%
毛利率	32.0%	32.1%	33.4%	34.4%	资产减值损失	-4	-1	-1	-1
净利润率	11.4%	17.0%	14.1%	15.4%	投资收益	15	60	20	27
净资产收益率	9.6%	12.5%	12.2%	14.8%	营业利润	414	594	643	920
资产回报率	6.3%	8.6%	8.1%	10.2%	营业外收支	3	-1	-1	-1
投资回报率	7.5%	6.4%	10.1%	12.7%	利润总额	417	593	642	920
盈利增长 (%)					EBITDA	573	537	821	1098
营业收入增长率	25.2%	-6.3%	33.3%	31.1%	所得税	38	54	58	83
EBIT 增长率	46.1%	-12.2%	76.0%	44.1%	有效所得税率%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
净利润增长率	38.3%	39.4%	10.5%	43.2%	少数股东损益	8	22	12	17
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	372	518	572	819
资产负债率	31.2%	27.3%	30.1%	28.2%					
流动比率	2.29	2.46	2.44	2.77	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.88	2.07	1.94	2.31	货币资金	1464	1619	1607	2675
现金比率	0.88	1.08	0.81	1.25	应收账款及应收票据	890	722	1425	1380
经营效率指标					存货	533	441	831	812
应收账款周转天数	82.07	85.00	85.00	85.00	其它流动资产	916	919	992	1055
存货周转天数	83.49	85.00	85.00	85.00	流动资产合计	3804	3701	4854	5922
总资产周转率	0.61	0.51	0.62	0.70	长期股权投资	499	541	541	541
固定资产周转率	4.41	3.93	5.10	6.49	固定资产	764	784	806	830
					在建工程	140	290	320	340
					无形资产	158	152	146	140
					非流动资产合计	2129	2314	2237	2150
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	5932	6015	7091	8073
净利润	372	518	572	819	短期借款	492	392	392	392
少数股东损益	8	22	12	17	应付票据及应付账款	758	700	1205	1254
非现金支出	187	181	206	212	预收账款	0	91	0	0
非经营收益	-8	-185	1	-6	其它流动负债	411	318	396	493
营运资金变动	-40	194	-675	145	流动负债合计	1661	1502	1993	2139
经营活动现金流	519	730	116	1188	长期借款	0	0	0	0
资产	-305	-161	-128	-126	其它长期负债	191	141	141	141
投资	-866	-56	0	0	非流动负债合计	191	141	141	141
其他	18	64	20	27	负债总计	1852	1643	2134	2280
投资活动现金流	-1153	-153	-108	-99	实收资本	421	422	422	422
债权募资	471	-150	0	0	归属于母公司所有者权益	3866	4136	4708	5528
股权募资	64	-97	0	0	少数股东权益	215	237	248	265
其他	-191	-175	-20	-20	负债和所有者权益合计	5932	6015	7091	8073
融资活动现金流	344	-422	-20	-20					
现金净流量	-293	155	-12	1068					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 02 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 电子行业、计算机行业
李轩 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 利亚德,易华录,歌尔股份,顺络电子,中颖电子,四维图新,木林森,佳都科技,闻泰科技,创业慧康,视源股份,芯海科技,航天宏图,立昂微,敏芯股份,传音控股,骏成科技,云从科技-UW,广联达,用友网络,鼎龙股份,蓝思科技,商汤-W,金溢科技,长川科技,晶晨股份,芯朋微,芯原股份-U,拉卡拉,三利谱

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。