

# 高速连接器领导者，助力汽车智能化

2022 年 12 月 06 日

## 【投资要点】

- ◆ 公司是国内先进的微型电连接器及互连系统相关产品供应商。深耕连接器、连接线，天线以及电磁屏蔽产品研发和制造的供应商，同时为电子设备提供一站式射频解决方案。经过多年发展，公司在产品质量、研发能力、产销规模等方面的优势，已达到国际一流连接器厂商同等技术水平。产品广泛应用于消费电子、智能物联、通信设备及基础设施、移动终端和汽车电子等领域。
- ◆ 助力汽车智能化发展，公司汽车高速连接器业务优势明显。智能驾驶、智能座舱等功能为核心的汽车智能化将带动高速连接器的需求提升。公司在 2014 年布局投入汽车产品连接器开发，2016 年布局车载智能物联高清影像等产品，2019 年布局千兆以太网的各类高速智能连接器，目前公司汽车连接器产品已经导入吉利、长城、比亚迪、长安等国内主要汽车品牌供应链，应用于包括车载音视频、显示屏等智能座舱系统，以及环视系统线束解决方案、360 高清解决方案、Fakra 线束等与智能驾驶相关的综合型解决方案。公司在汽车高速连接器领域的完善布局与良好卡位优势明显，将显著受益于汽车智能化发展浪潮。

## 【投资建议】

- ◆ 公司深耕射频领域，由智能手机为代表的消费电子领域向高可靠性要求的汽车电子领域拓展进程已取得优异成效。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 33.70/40.20/50.09 亿元，归母净利润分别为 5.17/5.90/7.60 亿元，EPS 分别为 1.23/1.40/1.80 元/股，对应当前 PE 分别为 30/26/20 倍。我们认为公司将充分受益于包括自动驾驶解决方案，智能座舱等汽车智能化发展趋势，维持“增持”评级。

## 盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3245.72	3370.12	4019.98	5008.57
增长率 (%)	25.20%	3.83%	19.28%	24.59%
EBITDA (百万元)	573.45	540.75	747.69	1016.49
归属母公司净利润 (百万元)	371.59	517.21	590.29	759.53
增长率 (%)	38.27%	39.19%	14.13%	28.67%
EPS (元/股)	0.88	1.23	1.40	1.80
市盈率 (P/E)	59.66	29.51	25.86	20.10
市净率 (P/B)	5.72	3.69	3.23	2.78
EV/EBITDA	37.27	26.83	19.75	14.12

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

## 东方财富证券研究所

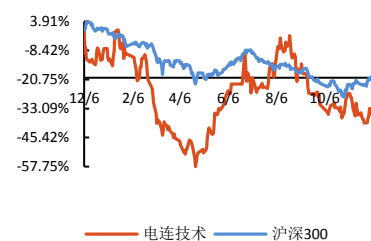
证券分析师: 周旭辉

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)	15265.20
流通市值 (百万元)	12869.77
52 周最高/最低 (元)	59.70/23.06
52 周最高/最低 (PE)	66.36/27.94
52 周最高/最低 (PB)	6.69/2.61
52 周涨幅 (%)	-35.74
52 周换手率 (%)	360.58

## 相关研究

《连接器行业前景广阔，国产化迎来发展良机》

2022.04.22

《射频连接器领导者，回购彰显长期信心》

2022.04.21

## 【风险提示】

- ◆ 汽车智能座舱渗透率、自动驾驶发展不及预期
- ◆ 消费电子市场需求低于预期
- ◆ 市场竞争加剧
- ◆ 上游原材料价格剧烈波动

## 1、关键假设

**射频连接器及线缆、电磁兼容件业务：**公司产品主要应用于消费电子、物联网设备等智能移动终端产品，近年来业务规模保持稳步增长。2022 年下游市场需求疲软造成影响，长期来看，5G 渗透率的持续提升以及下游多元化的智能产品，将对公司业务带来新增量。预计 2022-2024 年公司射频连接器及线缆业务营收增速分别为-15%、5%、5%，毛利率分别为 39%、38%、38%。电磁兼容件业务营收增速分别为-10%、5%、5%，毛利率分别为 32%、31%、30%。

**软板业务：**公司通过控股子公司恒赫鼎富导入成熟的 FPC 产品研发生产经验，主要以消费电子可穿戴以及国内外 5G 毫米波需求客户为主，搭配公司射频 BTB 产品可以为客户提供完整解决方案。在智能手机、可穿戴产品等消费电子产品小型化、集成化发展趋势下，软板相比硬板对空间的要求更低，渗透率有望保持提升。预计 2022-2024 年软板业务营收增速保持 5%，毛利率分别为 15%、15%、14%。

**汽车连接器业务：**公司基于多年深耕射频行业经验，由消费电子领域向汽车电子领域开拓布局，已取得良好进展，进入多家头部厂商供应链体系，产品应用于车载音视频、显示屏等车载信息娱乐系统，以及环视系统线束解决方案、360 高清解决方案、Fakra 线束等摄像头端同轴防水模块及线束等与智能驾驶相关的综合型解决方案。汽车智能化发展正在加速，公司研发能力、产品性能优异，将明确受益于汽车智能化发展趋势，2021 年公司汽车连接器业务实现同比 236% 的增长，预计 2022-2024 年公司汽车连接器业务增速分别为 90%、80%、75%。预计 2022-2024 年汽车连接器业务毛利率分别为 40%、40%、39%。

**其他电子元件业务：**公司产品还包括 BTB 类、卧式/立式射频开关连接器、通用同轴连接器、FPC 连接器、LVDS 连接器，MTCC 线缆连接器组等。在与恒赫鼎富协作下，以射频 BTB 为核心的 LCP 连接线套件产品实现良好进展。预计 2022-2024 年其他电子元件业务增速保持 10%，毛利率保持 25%。

## 2、创新之处

以自动驾驶、智能座舱等功能为代表的汽车智能化发展意味着汽车行驶过程中数据量的极大提升以及对数据高速稳定传输的需求，将极大带动 Fakra 连接器、以太网连接器等汽车高速连接器市场规模的增长。公司深耕射频领域，由消费电子领域向汽车电子领域拓展顺利，凭借优异的研发能力、产品质量，已在国内外主流整车厂、Tier-1 厂商取得良好卡位，有望极大受益于汽车智能化、以及国产化的发展。

## 3、潜在催化

11 月初，工信部发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）表示，将对 L3、L4 自动驾驶车辆进行准入管理，并展开试点工作，汽车智能驾驶发展有望加速。

## 正文目录

1. 电连技术：射频连接器行业领导者 .....	5
1.1. 深耕射频领域，打造平台化产品矩阵 .....	5
1.2. 营收持续增长，汽车高速连接器业务表现亮眼 .....	8
2. 助力汽车智能化，高速连接器大有可为 .....	10
3. 5G 渗透率提升，移动终端发展带动射频器件增量 .....	15
4. FPC 应用广泛，市场规模稳步增长 .....	18
5. 拟收购 FTDI，桥接芯片与主营业务协同效应明显 .....	19
6. 关键假设及盈利预测 .....	21
7. 投资建议 .....	22
8. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	5
图表 2：公司产品及应用领域 .....	5
图表 3：公司股权结构（2022 年三季报） .....	6
图表 4：公司管理层履历 .....	6
图表 5：射频连接器及线缆 .....	6
图表 6：电磁兼容件 .....	7
图表 7：软板产品 .....	7
图表 8：汽车连接器 .....	8
图表 9：公司主要客户 .....	8
图表 10：公司营收情况（百万元） .....	8
图表 11：公司归母净利润（百万元） .....	8
图表 12：公司主营业务毛利率情况 .....	9
图表 13：公司主营业务占比 .....	9
图表 14：公司期间费用情况 .....	9
图表 15：公司期间费用率情况 .....	9
图表 16：2021 年全球连接器市场规模（百万美元） .....	10
图表 17：全球连接器市场规模（亿美元） .....	10
图表 18：全球连接器市场按下游应用占比 .....	10
图表 19：全球汽车连接器市场规模（亿美元） .....	11
图表 20：中国汽车连接器市场规模（亿美元） .....	11
图表 21：全球不同等级智能驾驶渗透率 .....	11
图表 22：全球 ADAS 市场规模（亿美元） .....	11
图表 23：智能网联汽车技术路线图 2.0 .....	12
图表 24：汽车连接器应用 .....	12
图表 25：Intel 预计自动驾驶车辆产生数据 .....	13
图表 26：中国乘用车高速连接器市场规模 .....	13
图表 27：比亚迪唐中控屏幕 .....	14
图表 28：特斯拉 Model3 中控屏幕 .....	14
图表 29：中国智能座舱行业市场规模（亿元） .....	14
图表 30：中国智能座舱行业市场结构分布 .....	14
图表 31：比亚迪汉车机系统模组 .....	14
图表 32：公司部分汽车连接器 .....	15
图表 33：公司汽车连接器业务营收 .....	15
图表 34：全球射频同轴连接器市场规模（亿美元） .....	15

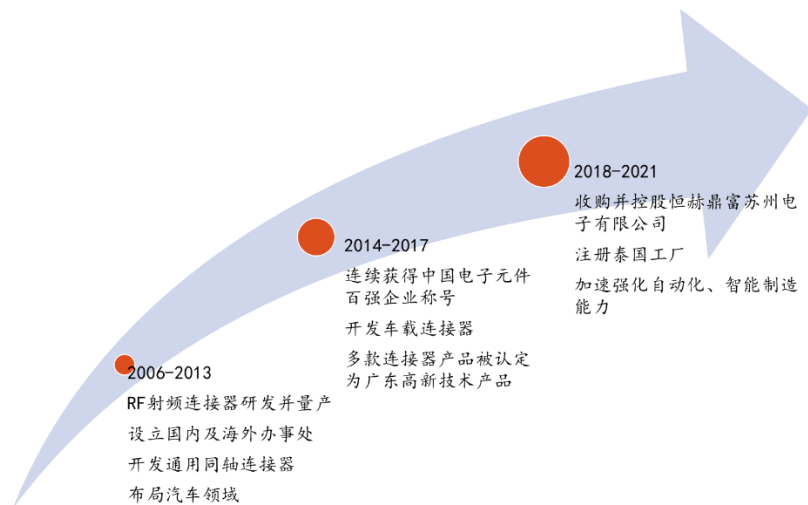
图表 35: 射频连接器应用.....	16
图表 36: 全球智能手机出货量（百万部）.....	16
图表 37: 全球 4G 及 5G 智能手机渗透率.....	17
图表 38: 全球笔记本电脑出货量（百万台）.....	17
图表 39: 全球智能可穿戴产品出货量（亿）.....	18
图表 40: 全球智能可穿戴产品市场规模（亿美元）.....	18
图表 41: 全球 FPC 市场规模（亿美元）.....	18
图表 42: FPC 下游应用领域.....	19
图表 43: 公司软板业务营收（百万元）及毛利率.....	19
图表 45: 全球桥接芯片市场规模（亿美元）.....	20
图表 44: FTDI 车规级 USB 高速串行芯片.....	20
图表 46: FTDI 营收情况（万美元）.....	21
图表 47: FTDI 净利润情况（万美元）.....	21
图表 48: 盈利预测.....	22
图表 49: 可比公司估值比较表（按照 2022 年 12 月 2 日收盘价）.....	23

## 1. 电连技术：射频连接器行业领导者

### 1.1. 深耕射频领域，打造平台化产品矩阵

电连技术成立于 2006 年，是一家专业从事连接器、连接线、天线以及电磁屏蔽等产品研发和制造的供应商，同时为电子设备提供一站式射频解决方案。经过多年深耕发展，凭借在产品质量、研发能力、产销规模等方面的优势，已成为国内先进的微型电连接器及互连系统相关产品供应商，并达到国际一流连接器厂商同等技术水平。产品广泛应用于消费电子、智能物联、通信设备及基础设施、移动终端和汽车电子等领域。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司拥有从组件到系统级别的大容量射频产品设计和交付能力。公司的微型射频连接器和汽车连接器分别在中国的智能手机市场和车载电子市场占有领先的份额，在全球市场占有重要地位。

图表 2：公司产品及应用领域



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

公司股权结构稳定，股东多为公司管理层。截至 2022 年公司三季度，陈育宣、林德英夫妇合计持有公司 30.54% 的股份。陈育宣先生为公司董事长、总经理。公司第三大股东任俊江先生为公司联合创始人，现任公司董事。公司大股东多为管理层，有助于实现齐心发展，对公司战略的执行落地起到保障作用。

图表 3：公司股权结构（2022 年三季度报）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
陈育宣	85,960,461	20.36%
林德英	42,995,465	10.18%
任俊江	29,924,629	7.09%
朱义龙	21,059,900	4.99%
孙慧明	13,870,425	3.29%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司管理团队具有丰富的产业经验背景。公司董事长陈育宣先生在电子元器件行业具有丰富的研发、生产和销售经验，是深圳市连接器行业协会副会长。公司管理层亦具有丰富的产业经验背景，负责把控公司研发、营销等关键决策方向。

图表 4：公司管理层履历

姓名	职位	年龄	主要经历
陈育宣	董事长	56	2006年至2021年11月于公司及其前身电连有限责任公司总经理、执行董事、董事长等职务；2018年11月至今任子公司东莞电连技术有限公司执行董事、总经理；2018年12月至今任子公司恒赫鼎富(苏州)电子有限公司董事长；2020年4月至今任子公司上海电连旭晟通信技术有限公司执行董事；2021年5月至今任全资子公司泓连电子科技有限公司执行董事、总经理；2021年12月至今任公司董事长。
李瑛	总经理	50	1996年至1999年于浙江摩托车厂研究所任职助理工程师、工程师；1999年至2002年于东莞伟易达电子厂任职工程师；2002年至2008年于TCL移动通信有限公司任职工程师、主任工程师；2009年至2018年10月于公司任职项目总监、销售总监；2018年10月年至今于公司控股子公司恒赫鼎富(苏州)电子有限公司任董事、总经理；2018年11月至2021年12月于公司任副总经理；2020年4月至今于公司控股子公司上海电连旭晟通信技术有限公司任总经理；2021年12月至今于公司任董事、总经理。
王新坤	副总经理	47	2006年至今于公司任营销总监；2019年7月至今于公司任总经理助理；2021年起至今任公司汽车事业部负责人；2019年8月至今于深圳市昶盛科技中心(普通合伙)担任执行事务合伙人；2019年11月至今担任全资子公司深圳市电连西田技术有限公司执行董事、总经理；2019年12月至今担任全资子公司深圳市电连旭发技术有限公司执行董事、总经理；2020年7月至今担任控股子公司江苏亿连通信技术有限公司执行董事、总经理；2021年12月至今于公司任副总经理。
尹绪引	副总经理	39	2003年至2007年于华南电线有限公司任研发工程师、课长；2007年至2009年于深圳日立技术有限公司任研发部课长；2009年至2010年于博美自动化有限公司任研发经理；2010年至2010年于卡博精工有限公司任研发总监；2010年至今于公司历任项目经理、产品经理、质量总监、研发总监等职务；2021年12月至今于公司任副总经理。

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司主营产品包括射频连接器及线缆、电磁兼容件、软板、汽车连接器。此外公司产品还包括 5G 天线、卧式/立式射频开关连接器、通用同轴连接器、FPC 连接器、LVDS 连接器，MTCC 线缆连接器组等其他连接器产品。

射频连接器及线缆，是射频信号传输必备的元器件，用作智能移动终端等设备射频信号模块与线缆连接器组件之间射频信号传输的接口，在智能手机等消费电子产品、物联网产品以及其他新兴智能产品中广泛应用。产品主要包括微型射频测试连接器、微型射频同轴连接器及射频微同轴线缆组件。

依托研发实力，为客户提供射频信号互联传输解决方案。公司参与下游行业新产品研发，解决既定方案设计和技术参数要求下射频信号互连传输所需元件的配套供应。

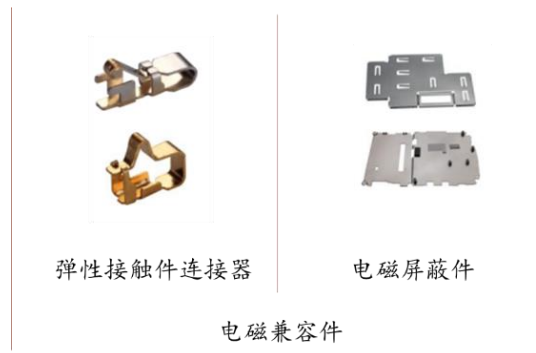
图表 5：射频连接器及线缆



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

**电磁兼容件**，主要包括弹片和电磁屏蔽件，弹片为电子产品部件、模块之间提供电气连接、支撑固定或电磁屏蔽功能，电磁屏蔽件多为屏蔽罩，与天线配套，屏蔽电磁干扰，尤其是电子产品模组之间相互的电磁干扰，以保障设备的射频指标。

图表 6：电磁兼容件



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

**软板产品业务**，公司控股子公司恒赫鼎富专注于软硬结合板及 LCP 组件，主要以消费电子可穿戴以及国内外 5G 毫米波需求客户为主。公司研发团队，集布线设计，仿真模拟，射频功能测试等为一体，同时搭配射频 BTB 产品可以为客户提供完整解决方案，提供各种高密度、高阶层、高性能的产品。

图表 7：软板产品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

**汽车连接器**，主要包括射频类连接器以及高速类连接器，产品主要类型为射频类 Fakra 板端&线端，HD Camera 连接器，高速类以太网连接器、HSD 板端&线端、车载 USB 等，满足燃油车及新能源车厂商、Tier-1、模组客户对射频及高速信号传输连接需求。

图表 8：汽车连接器



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

积累全球头部品牌，打造优质客户结构。消费电子领域，公司已进入全球主流智能手机品牌供应链，通过产品技术优势，成为小米、华为、荣耀、OPPO、vivo、三星等全球知名智能手机品牌核心供应商，同时与闻泰、华勤、龙旗等国内头部 ODM 厂商保持良好供应关系。

在智能手机领域之外，公司积极拓展物联网、汽车智能化等新兴领域，在汽车领域，公司已经进入吉利、长城、比亚迪、长安等国内主要汽车品牌供应链。

图表 9：公司主要客户



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

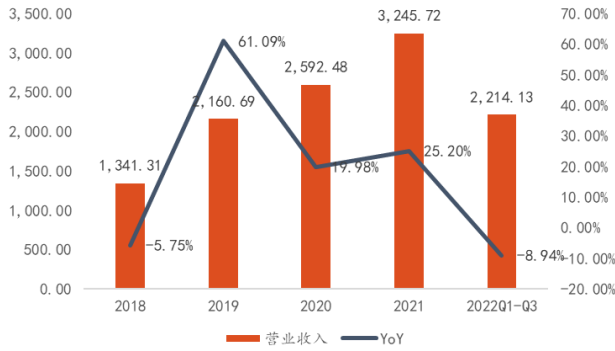
## 1.2. 营收持续增长，汽车高速连接器业务表现亮眼

2018-2021 年，公司营收由 13.41 亿元增长至 32.46 亿元，CAGR 为 34.25%。归母净利润由 2.40 亿元增长至 3.72 亿元。2022 年前三季度公司实现营收 22.14 亿元，同比下降 8.94%，实现归母净利润 4.13 亿元，同比增长 45.74%，对应 2022 年 Q3 实现营收 7.10 亿元，同比下降 16.46%，Q3 单季度实现归母净利润 8593 万元，同比增长 128.41%。公司营收下降的原因主要由于 2022 年下游消费电子智能手机市场需求相对疲软，对公司相关业务带来影响。在汽车连接器等高端领域收入保持提升，受益于规模化优势以及良好的费用管控，公司 2022 年前三季度归母净利润保持增长。

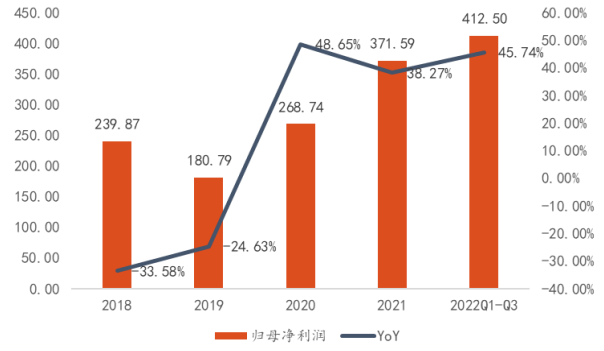
图表 10：公司营收情况（百万元）

图表 11：公司归母净利润（百万元）





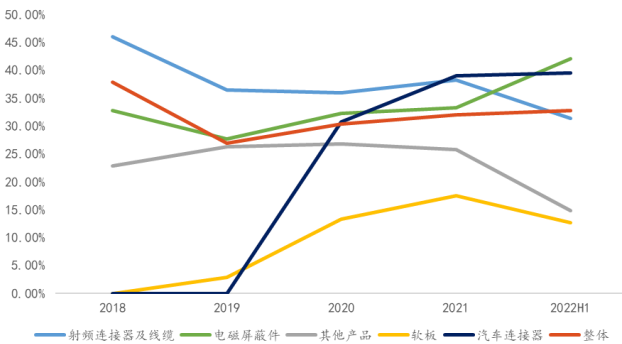
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

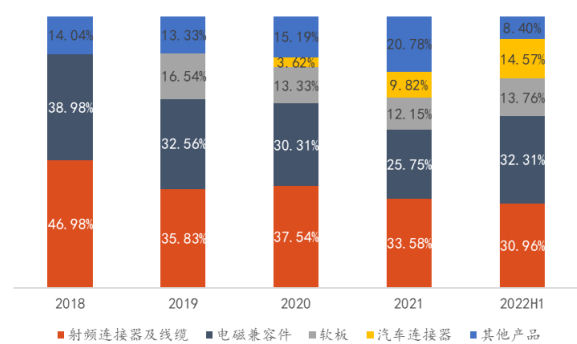
盈利能力逐渐改善, 汽车连接器业务规模快速增长, 占比持续提升。公司其他连接器业务主要为汽车连接器、BTB连接器等新型连接器业务。2021年报中, 公司将汽车连接器由其他连接器业务单独拆分披露, 随着配套车型量产、技术研发、自动化、规模化生产等优势, 公司汽车连接器业务营收由2020年的9288万元同比增长236.21%达到2021年的3.12亿元, 汽车连接器业务占主营业务比重由2020年的3.62%快速上升至2021年的9.82%, 2022H1达到14.57%, 汽车连接器业务毛利率由2020年的30.69%提升至2021年的38.94%, 2022H1继续提升至39.48%。

图表 12: 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

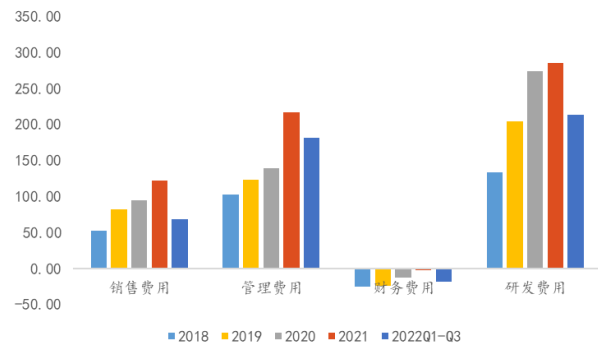
图表 13: 公司主营业务占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

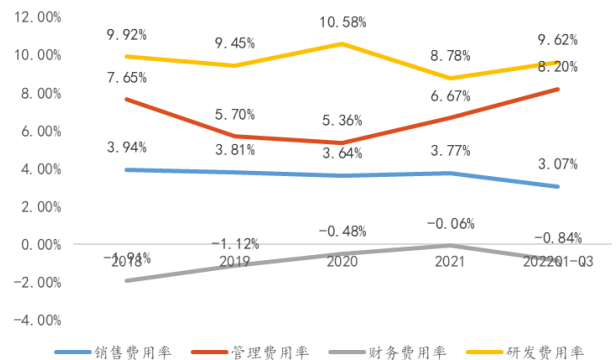
费用结构整体稳定, 持续保持高水平研发投入。公司各项期间费用随营收规模的增长而增长, 近年来整体费用率水平保持稳定, 保持在18%-20%左右。公司始终保持高水平研发投入, 研发费用率保持在8-10%左右, 2022年前三季度研发费用占比达到9.62%。近年来, 公司管理费用的提升主要由于管理员工工资支出增加以及公司员工持股计划成本分摊, 更好的激发员工积极性。

图表 14: 公司期间费用情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 15: 公司期间费用率情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2. 助力汽车智能化，高速连接器大有可为

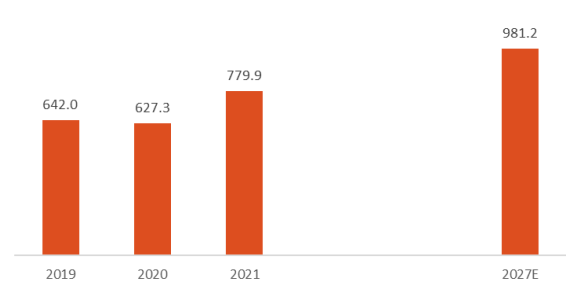
随着下游应用的丰富与多样化，全球连接器市场规模保持持续增长势头，根据 Bishop & Associates 数据，2021 年全球连接器市场规模为 779.9 亿美元，同比增长 24.3%。2021 年，中国连接器市场规模为 249.78 亿美元，同比增长 23.8%。随着下游市场规模的持续增长，消费电子、新能源汽车、航空航天等需求的蓬勃发展，Allied Market Research 预计 2027 年全球连接器市场规模将达到 981.2 亿美元。

图表 16：2021 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%
<b>Total</b>	<b>\$62,726.7</b>	<b>\$77,990.6</b>	<b>24.3%</b>

资料来源：Bishop & Associates，东方财富证券研究所

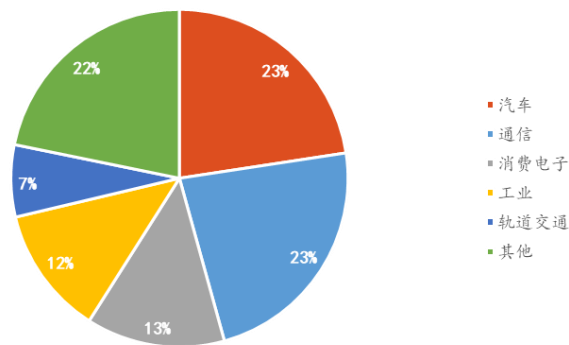
图表 17：全球连接器市场规模（亿美元）



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

根据 Bishop & Associates 数据，2020 年，汽车连接器占整体连接器市场的 22.6%。随着全球新能源汽车占比以及汽车智能化渗透率的持续，对高压连接器、高速连接器等汽车连接器需求有望持续提升，带动汽车连接器的市场规模的增长。

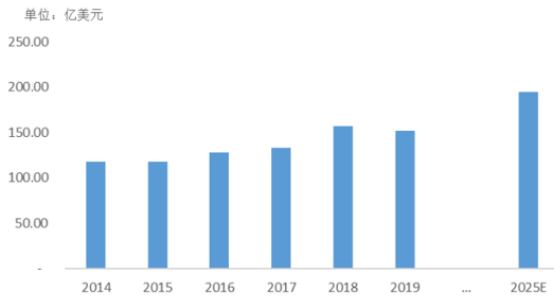
图表 18：全球连接器市场按下游应用占比（2020 年）



资料来源：Bishop & Associates，东方财富证券研究所

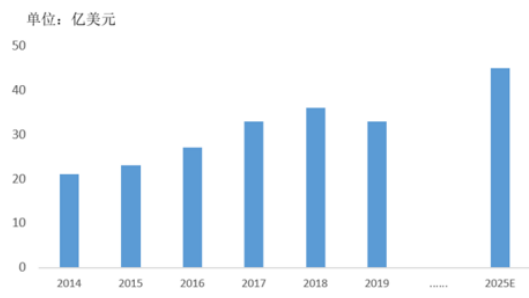
根据 Bishop & Associates 数据，我们测算 2021 年汽车连接器的市场规模约为 170 亿美元，预计 2025 年全球汽车连接器市场规模将达到 194.52 亿美元。中国汽车连接器市场规模与全球走势基本趋同，预计到 2025 年中国汽车连接器市场规模将达到 44.68 亿美元，约占全球市场的 22.97%。

图表 19：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

图表 20：中国汽车连接器市场规模（亿美元）

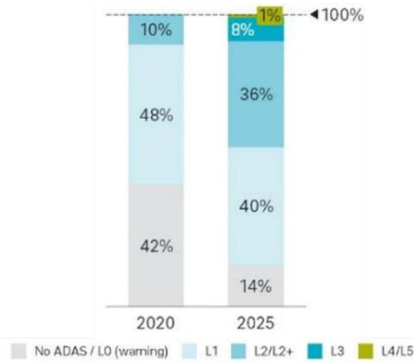


资料来源：中国产业信息研究网, 中商产业研究院, 东方财富证券研究所

汽车内部连接器种类较多，按传输介质可大致分为传输数据信号用的高速连接器以及传输电信号的高压/低压连接器。高速连接器主要包括 FAKRA 射频连接器、Mini-FAKRA 连接器、HSD (High-Speed Data) 连接器和以太网连接器，主要应用于摄像头、传感器、GPS、信息娱乐系统、导航以及 ADAS 功能（驾驶辅助系统）等。汽车电动化、智能化趋势对汽车的动力系统、智能驾驶座舱、电子电气系统等均带来重要变革，对车载连接器，尤其是高速、高压连接器的需求将同步提升。我们认为汽车智能化的发展将集中在自动驾驶功能等级的提升以及智能化车机交互体验，即智能驾驶座舱。

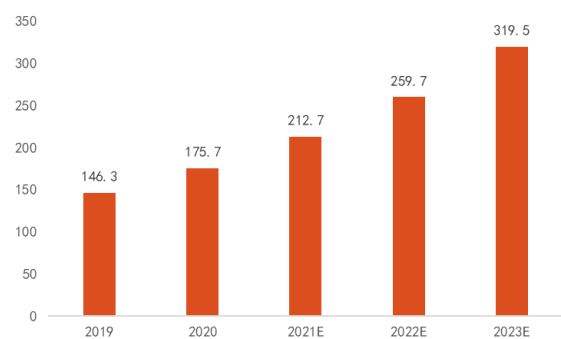
**自动驾驶成为汽车智能化核心发展方向。**根据 RolandBerger 预计，到 2025 年，全球 L1+L2 智能驾驶功能的渗透率将达到 76%，其中 L2 功能渗透率将达到 36%。L1+L2 智能驾驶功能渗透率的快速提升带动全球 ADAS 对比 2020 年极大提升。根据 Statista 预计数据，2022 年全球 ADAS 市场规模有望达到 259.7 亿美元，2023 年将同比增长 23.02%达到 319.5 亿美元。

图表 21：全球不同等级智能驾驶渗透率



资料来源：RolandBerger, 东方财富证券研究所

图表 22：全球 ADAS 市场规模（亿美元）



资料来源：Statista, 东方财富证券研究所

根据国内《智能网联汽车技术路线图 2.0》研判，到 2025 年，中国 PA 级（L2）、CA 级（L3）智能网联汽车销量占当年汽车总销量比例超过 50%，HA 级（L4）开始进入市场，实现限定区域和特定场景商业化应用。到 2030 年，PA、CA 级智能网联汽车出货量占比超过 70%，HA 级占比达到 20%，可以在高速公路广泛应用，国家层面的激励措施有望推进智能驾驶渗透率的持续提升。

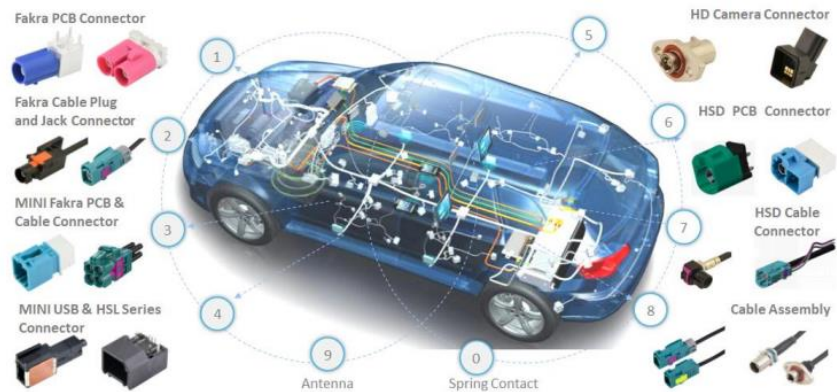
图表 23：智能网联汽车技术路线图 2.0



资料来源：搜狐汽车研究室，中国市场学会（汽车）营销专家委员会研究部，东方财富证券研究所

为了确保驾驶辅助系统和自动驾驶的安全，需要获取精准的定位以持续计算路径，探测并做探测物分类。多个不同种类的摄像头和导航数据会产生大量的数据，必须要把数据实时的融合并传输出去。汽车应用的高速连接器主要包括射频连接器（FAKRA、mini-FAKRA）、差分连接器（HSD、以太网连接器），主要应用于车载通讯、车载娱乐系统以及实现高速数据传输等。汽车的智能化发展将持续带动汽车高速连接器需求的发展。

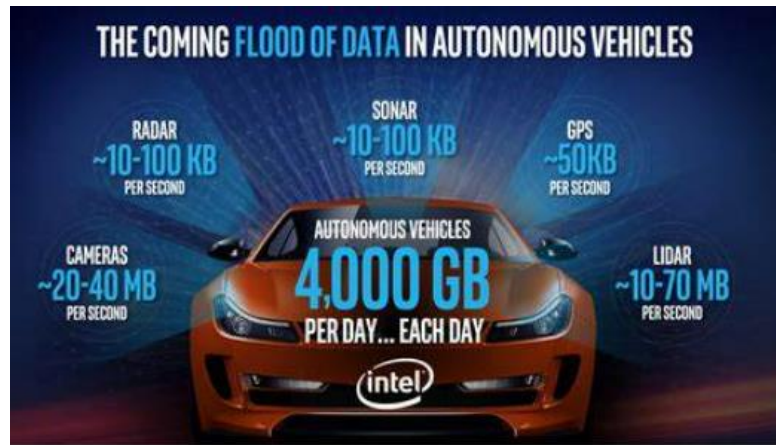
图表 24：汽车连接器应用



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

随着自动驾驶等级由 L2、L3 向更高级别升级，传感器的数量及类型均将增长，由以摄像头为代表的视觉方案发展向包括毫米波、激光雷达等多传感器混合的解决方案，由此产生的数据总量也将更大。根据 Intel 的预测，一辆搭载摄像头、雷达、激光雷达、GPS 等传感器的自动驾驶汽车将产生 4000GB/天的数据量，由此衍生的海量实时传输数据将带动高速连接器的需求提升，以及传统 FAKRA 连接器向 Mini-FAKRA 连接器的升级，以太网也有望成为面向新一代汽车数据网络的稳健连接解决方案。

图表 25: Intel 预计自动驾驶车辆产生数据



资料来源: Intel, 东方财富证券研究所

Rosenberger 表示, 随着 ADAS 智能驾驶等功能的不断集成, 对于数据传输速率提出了全新要求, 车内高速连接器线束已经从过去的 1 根增长至 30 根。

预计 2023 年中国乘用车市场高速连接器市场规模将接近 100 亿元, 2025 年有望超过 150 亿元。根据经销商贸泽电子的数据, 以 Rosenberger 的高速连接器为例, 随着 MOQ (最小采购量) 由 1 提升至 1000, 单价由 9 美元下降至 5.71 美元, 我们预计随着 MOQ 的进一步提升, 单价有望下降至 3-4 美元。30 根线束对应高速连接器数量在 30-60 个, 推算单车配套高速连接器价值量在 90-240 美元, 平均价值量约为 1000 元人民币。

随着 L2 智能驾驶渗透率的快速提升, 以 7V (摄像头)+5R (雷达)+DMS 为主的 L2 级智能驾驶解决方案以及以 12V+5R+1L (激光雷达)+12USS (超声波雷达)+DMS+DCU (域控制器) 的 L2+至 L3 的解决方案也将由高端汽车渗透率亦保持提升, 高阶智能驾驶渗透率提升带动汽车传感器数量的增加也将带动高速连接器的需求的对应增加。

图表 26: 中国乘用车高速连接器市场规模

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
中国乘用车销量 (万)	2014	2148	2150	2200	2350	2500
L2 渗透率	10%	18%	25%	30%	35%	40%
L3 渗透率	0	0%	0%	2%	5%	10%
L4/L5 渗透率	0	0%	0%	0%	0.50%	1.50%
L1 及以下销量 (万辆)	1812	1761	1613	1496	1398	1213
L2 销量 (万辆)	201	387	538	660	823	1000
L3 销量 (万辆)	0	0	0	44	118	250
L4 及以上销量 (万辆)	0	0	0	0	12	38
L1 及以下单车 ASP (元)	200	194	188	183	177	172
L2 单车 ASP (元) (eg, 7V+5R+1DMS 方案)	1000	1000	980	960	941	922
L3 单车 ASP (元) (eg, 12V+5R+1L+12USS+1DMS+1DCU 方案)	1500	1500	1500	1500	1455	1411
L4 及以上 ASP (元)	2000	2000	2000	2000	2000	1900
高速连接器市场规模 (亿元)	56	73	83	97	122	155
YoY		29.17%	13.94%	17.29%	24.92%	27.85%

资料来源: 中汽协, 亿欧智库, Rosenberger, Mouser, 东方财富证券研究所 (风险提示: 高速连接器单价及配套数量因不同车型高中低端配置而存在差异。该预测结果仅供参考)

智能人车交互, 提行驾驶体验, 智能座舱市场规模持续增长。通过屏幕进行触控及语音交互体验在智能手机时代的发展浪潮中已深入人心, 汽车智能座舱也向着屏幕交互发展。近年来, 随着汽车变得越来越智能, 越来越像“车轮

上的计算机”，智能电动汽车对于信息娱乐系统以及导航系统的巨大需求推动着以中控屏幕为核心的智能座舱系统飞速发展。多款车均配备中控屏幕车机系统来进行人车交互，达到智能手机与智能车机之间的无缝切换。

图表 27：比亚迪唐中控屏幕



资料来源：比亚迪官网，东方财富证券研究所

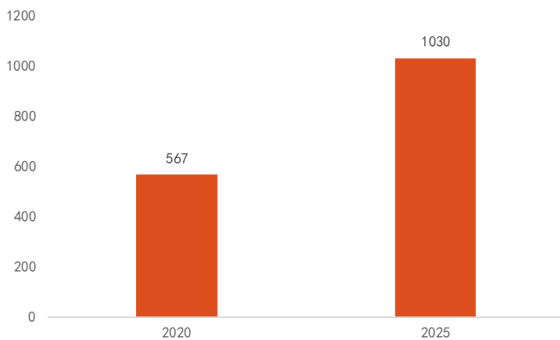
图表 28：特斯拉 Model 3 中控屏幕



资料来源：特斯拉官网，东方财富证券研究所

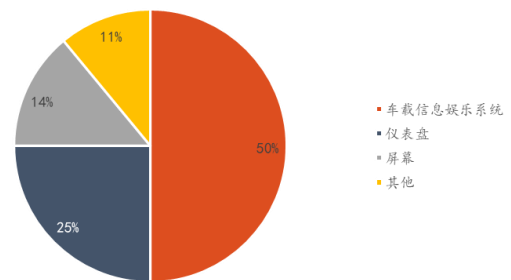
随着消费者个性化需求及大量创新涌现，智能座舱将会进一步的升级，为消费者带来更加智能化的驾驶体验。根据前瞻产业研究院预计，到 2025 年中国智能座舱市场空间将突破 1000 亿元，CAGR 为 12.68%。

图表 29：中国智能座舱行业市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 30：中国智能座舱行业市场结构分布



资料来源：IDC，前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

智能座舱渗透率提升亦带动连接器需求。以比亚迪汉为例，中控屏幕车机系统模组除了地图导航等常见 app 之外，还具备空调、音响等控制功能以及查看电池信息、倒车影像等功能，需要连接器与其他功能模块或传感器进行数据交互。

图表 31：比亚迪汉车机系统模组



资料来源：汽车之家，东方财富证券研究所

公司在 2014 年布局投入汽车产品连接器开发，在 2016 年布局车载智能物联高清影像的各类防水产品，2019 年布局千兆以太网的高速智能连接器产品开发，目前车载连接器产品已导入整车厂，并进行大规模量产。

公司汽车连接器产品主要为 Fakra 系列板端&线端, HSD 系列板端&线端, HD 系列, HSL 以及车载 USB 系列等。应用于包括车载音视频、显示屏等车载信息娱乐系统, 以及环视系统线束解决方案、360 高清解决方案、Fakra 线束等摄像头端同轴防水模块及线束等与智能驾驶相关的综合型解决方案。

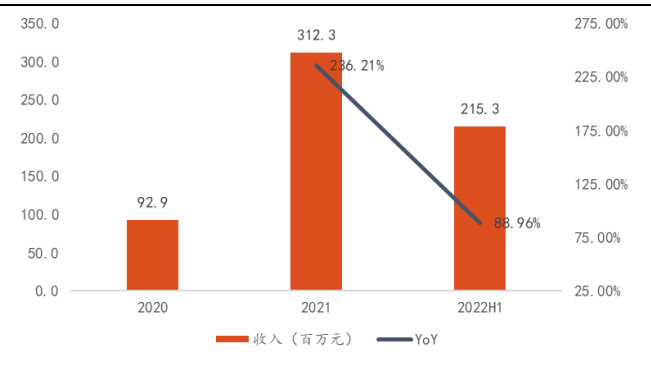
凭借研发技术优势以及全面的产品布局, 公司把握汽车智能化发展趋势, 近年来公司汽车连接器出货量及业务规模实现较大增长。2020-2021 年公司汽车连接器销量同比增长 181.30%, 业务营收由 9288 万元同比增长 236.21%至 3.12 亿元, 毛利率由 30.69%提升至 38.94%。2022 年上半年公司汽车连接器实现收入 2.15 亿元, 同比增长 88.96%, 毛利率亦提升至 39.48%。公司汽车客户群多为头部整车厂, 包括吉利、长城、比亚迪、长安等, 同时公司与其他 Tier-1 及独立设计厂商的合作亦不断增加, 客户群体不断扩大, 呈现良好发展态势。

图表 32: 公司部分汽车连接器



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

图表 33: 公司汽车连接器业务营收



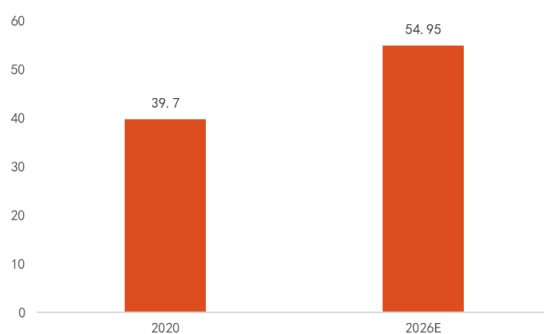
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

除了目前量产 Fakra 连接器等汽车高速连接器之外, 公司在多通道车载千兆以太网连接器及线束、汽车 BTB 连接器等新兴汽车连接器。同时公司在产品关键工序积极推行自动化改造, 设计应用自制的全自动组装机, 缓解汽车电子连接器产能扩张带来的成本压力。

### 3. 5G 渗透率提升, 移动终端发展带动射频器件增量

移动通信技术的发展对电子产品的外部通信和内部信息传输提出了更高速、更稳定的要求, 这对微型电连接器提出了高速化的需求, 微型电连接器在保持低功耗、高保真、高稳定性的前提下, 必须不断提高传输速度。根据 Market Watch 数据, 全球射频同轴连接器市场规模将由 2020 年的 39.70 亿美元增长至 2026 年 54.95 亿美元。

图表 34: 全球射频同轴连接器市场规模 (亿美元)

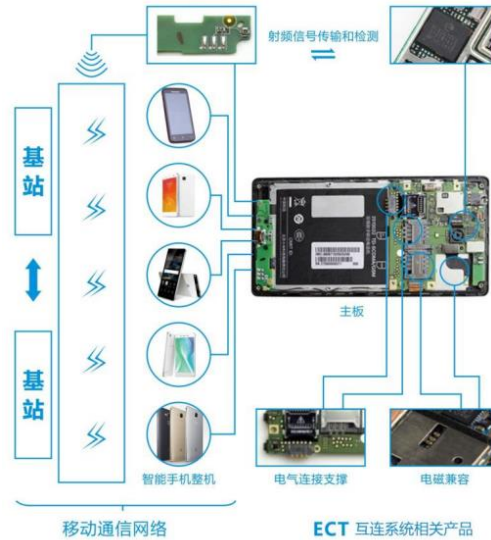


资料来源: Market Watch, 东方财富证券研究所

3C 产品多功能化和轻薄化发展趋势对其中应用的连接器提出了微型化的

需求。智能手机、平板电脑在不断追求轻薄化的同时，也将承载更多的功能模块，如生物识别设备、NFC 芯片，要求单位空间内容纳更多的电子元器件，因此对微型电连接器及互连系统相关产品提出了微型化的要求。可穿戴设备、物联网终端等新兴轻薄化设备对微型电连接器及互连系统相关产品提出的微型化要求则更为苛刻。

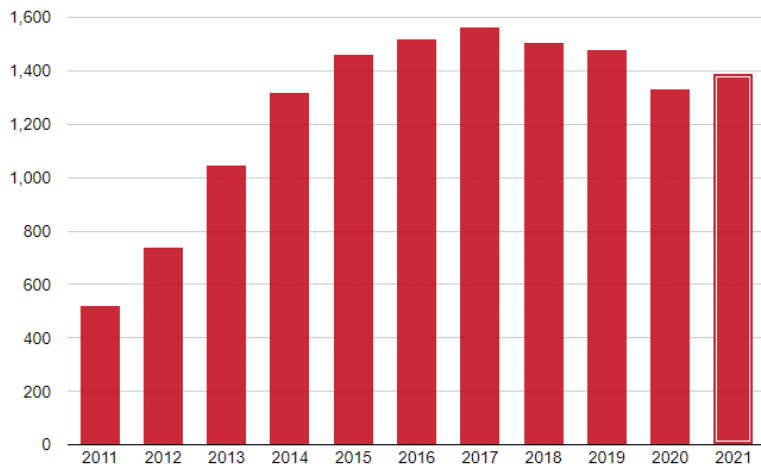
图表 35：射频连接器应用



资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

全球智能手机出货量在经历 2011-2017 年的持续增长之后，渗透率已经达到较高水平，2017 年之后稳定在 12-14 亿部之间。根据 Counterpoint 数据，全球智能手机出货量在 2021 年达到 13.9 亿部。

图表 36：全球智能手机出货量（百万部）

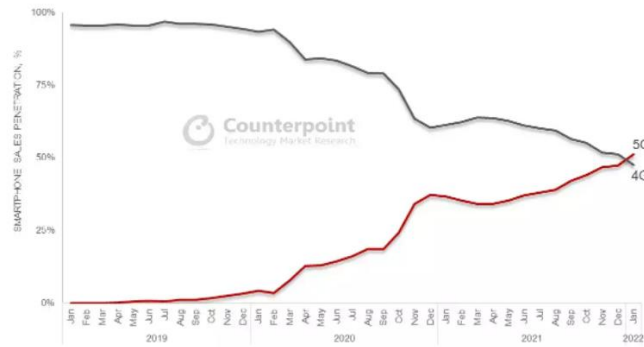


资料来源：Counterpoint，东方财富证券研究所

全球手机出货量增速放缓的同时，5G 手机的渗透率仍保持持续提升。根据 Counterpoint 数据显示，全球智能手机 5G 渗透率超过 50%。5G 智能手机与 2G、3G、4G 手机相比，在接收 5G 信号的同时，也能兼容 4G 和 3G 的信号，因此手机频段有了明显的增加，也带动所需射频器件及天线的增加。此外，智能手机的轻薄程度、处理性能、显示效果、续航时间、稳定性和多场景应用能力不断提升。因此，终端厂商针对微型电连接器及互连系统相关产品的性能提出的要求越来越高，薄型化、封装密集化、高速化、高电流、触控及节能已成产品的主流需求。



图表 37：全球 4G 及 5G 智能手机渗透率



资料来源：Counterpoint，东方财富证券研究所

**笔记本电脑市场出货量预计稳定。**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。

公司产品应用于平板电脑和笔记本的连接器包括板对板、FPC、线对板、微型同轴、接口和射频产品以及天线等，非常适合用于信号和电源传输领域，包括 LCD、LED 背光照明、高速、天线、相机、电池、触摸面板和扬声器/麦克风等应用。

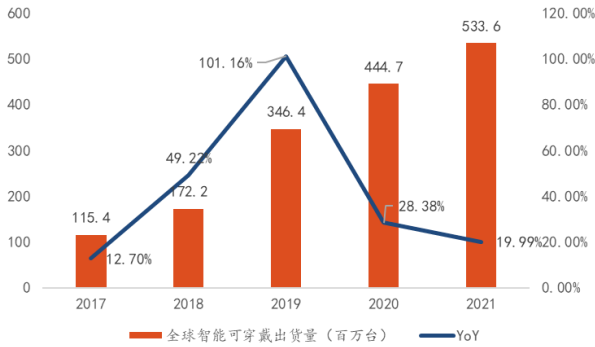
图表 38：全球笔记本电脑出货量（百万台）



资料来源：集微咨询，东方财富证券研究所

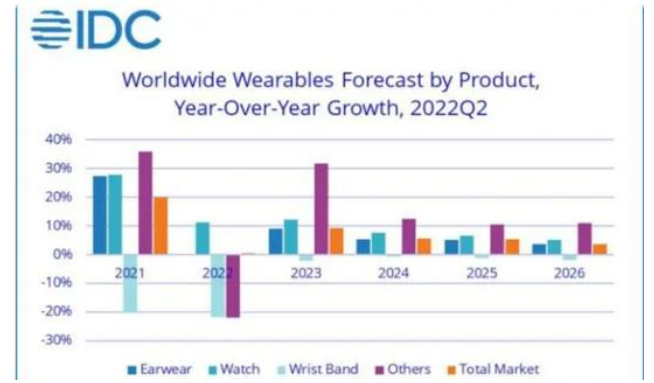
**智能耳机、智能手表等可穿戴产品出货量持续增长。**根据 Statista 的数据，2021 年全球智能可穿戴设备出货量为 5.34 亿台，同比增长 19.99%。IDC 预计，2022 年可穿戴设备市场需求有所降温，但随着新兴市场的新用户以及成熟市场替代品的出现，对于耳机、手表类设备的需求有望在 2023 年恢复增长态势。

图表 39：全球智能可穿戴产品出货量



资料来源：Statista, 东方财富证券研究所

图表 40：全球智能可穿戴产品市场变化情况



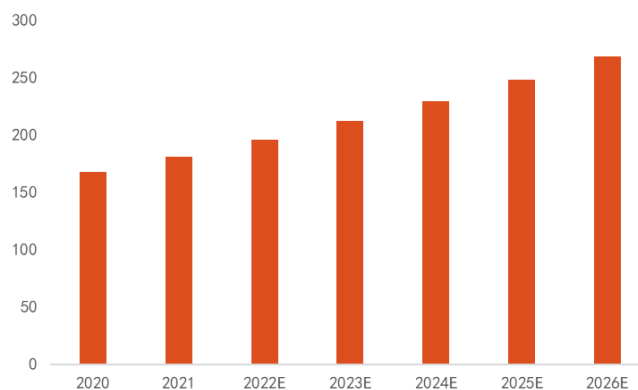
资料来源：IDC, 智东西, 东方财富证券研究所

智能穿戴设备使用蓝牙和 WiFi 等无线连接技术，为设备提供稳定和低功耗的数据传输服务。公司可以提供范围广泛的高性能射频天线，满足所有通用的天线协议和频率的要求，其中包括超薄陶瓷天线和 MID/LDS 天线，适合将互联网和数据连接嵌入到紧凑的设备当中。高性能 MIMO 天线，微型连接器，以及射频弹片，使产品具备稳定而高效的连接功能。

#### 4. FPC 应用广泛，市场规模稳步增长

柔性电路板（FPC）具有可弯曲度高、灵活度高、间距小、高度低等优异的物理特性，与电子产品轻薄化、小型化发展趋势相契合。根据 MarketWatch 数据，受消费电子、物联网、汽车电子等领域的需求拉动，预计到 2026 年，全球 FPC 市场规模将由 2020 年的 167.6 亿增长至 268.9 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 8.2%。

图表 41：全球 FPC 市场规模（亿美元）

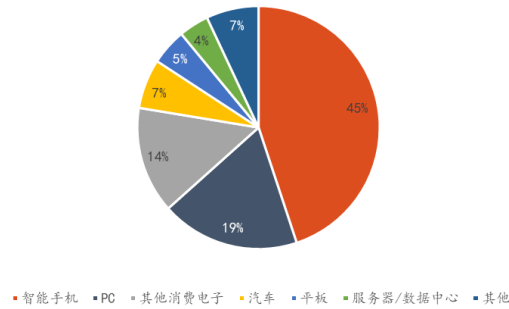


资料来源：MarketWatch, 东方财富证券研究所

消费电子领域，以苹果公司产品为例，近年来，随着产品的不断更新，iPhone FPC 的用量显著增加。FPC 轻薄柔韧的特点，是可穿戴产品的首选连接设备，满足了智能手表、耳机等由于内部受限的尺寸和空间的要求。

根据深亚 PCB 统计，2019 年，消费电子产品是 FPC 的主要应用领域，其中智能手机和 PC 分别占 45%和 19%。根据 iPCB 信息，特斯拉将在 BMS、车身控制线缆等领域采用 FPC 方案，头部厂商的解决方案有望对其他厂商起到引导作用，汽车领域单车 FPC 用量有望保持提升。

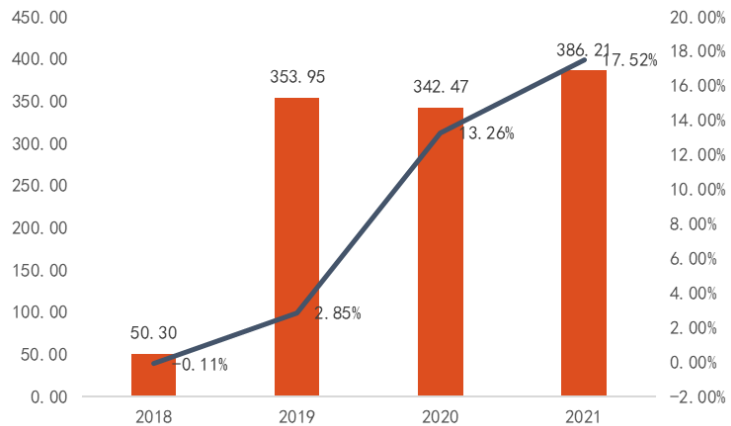
图表 42：FPC 下游应用领域



资料来源：深亚 PCB，东方财富证券研究所

公司通过控股子公司恒赫鼎富导入成熟的 FPC 产品研发生产经验，近年来业务保持良好发展态势，毛利率保持稳步提升。营收规模由 2018 年的 5030 万元增长至 2021 年的 3.86 亿元，业务盈利能力由于规模优势的不断放大以及公司精密制造能力的不断提升而开始释放，软板业务毛利率由 2018 年的-0.11% 增长至 2021 年的 17.52%。

图表 43：公司软板业务营收（百万元）及毛利率



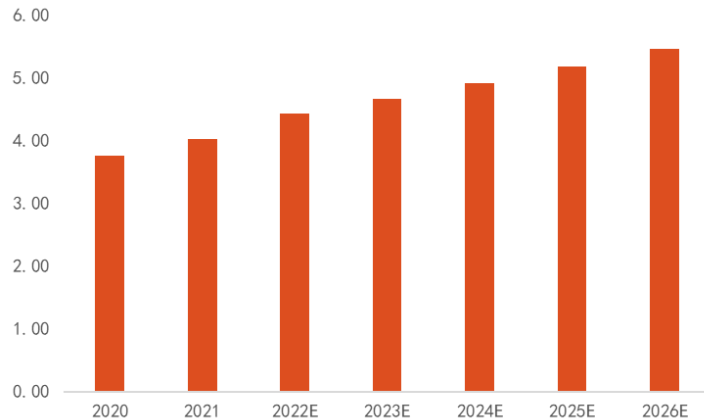
资料来源：公司年报，Choice，东方财富证券研究所

## 5. 拟收购 FTDI，桥接芯片与主营业务协同效应明显

桥接芯片作为连接主芯片和功能单元的桥梁，对数据的传输效率和不同功能单元与主芯片之间数据交换的性能起决定性作用。

根据 MarketWatch 数据，2020 年全球桥接芯片市场规模约为 3.77 亿美元。随着消费电子、通信、汽车电子、医疗电子等领域数据传输需求的持续提升，Market Watch 预计全球桥接芯片的市场规模将保持稳定持续增长，2022-2026 年保持 5.4% 的年复合增长率，2026 年市场规模达到 5.46 亿美元。

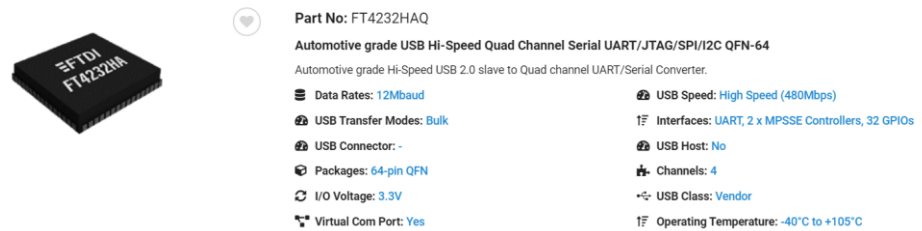
图表 44：全球桥接芯片市场规模（亿美元）



资料来源：MarketWatch，东方财富证券研究所

Future Technology Devices International Limited (FTDI) 专业从事于 USB 桥接技术相关产品的设计、研发和销售，主要产品包括 USB 桥接技术相关的芯片、模块、电缆及相关配套的软件，广泛应用于工业控制、汽车电子、消费电子、通讯等多个领域，在 USB 桥接芯片领域全球市占率排名靠前。与公司现有主营业务具有较强的兼容性以及协同效应。

图表 45：FTDI 车规级 USB 高速串行芯片

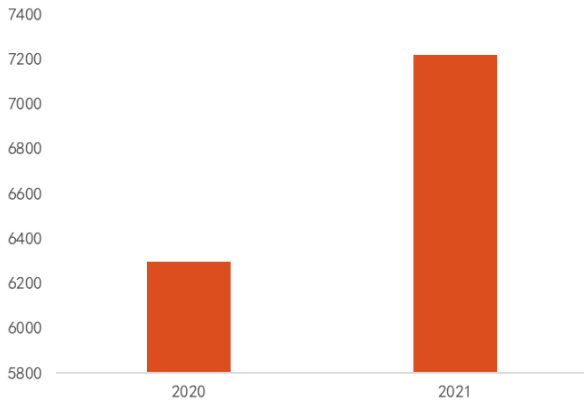


资料来源：FTDI 官网，东方财富证券研究所

根据公司披露，公司拟通过发行股份及支付现金的方式收购 FTDI 之上层出资人的有关权益份额以及 Stoneyford Investments Limited 持有的 FTDI 19.80%股份，本次募集配套资金总额不超过拟发行股份购买资产交易价格的 100%，且发行股份数量不超过本次发行前上市公司总股本的 30%。本次交易完成后，上市公司将通过全资子公司东莞电连技术有限公司持有五支建广基金的 GP 财产份额，并直接持有五支建广基金的 LP 财产份额，合计持有五支建广基金的全部合伙份额，FTDI 将成为上市公司的全资子公司。

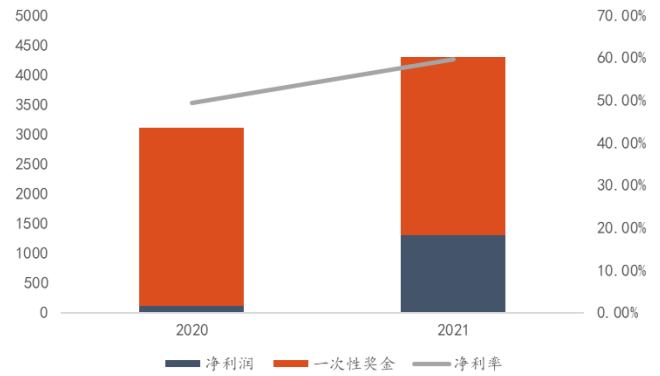
根据 FTDI 财务数据，2021 年 FTDI 营收同比增长 14.67% 达到 7218.07 万美元，毛利率同比提升 4.59pct 达到 77.69%，实现营业利润 5607.7 万美元，同比增长 21.87%。2021 年 FTDI 实现净利润 1303.18 万美元，由于在 2020-2021 年 FTDI 存在发放一次性激励奖金的情形，发放金额约为 3000 万美元，且 2022 及未来预计不再存在一次性激励奖金，2021 年还原此部分奖金的净利润为 4303.18 万美元，同比增长 38.61%，实现净利率 59.62%，同比提升 10.30pct。

图表 46: FTDI 营收情况（万美元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 47: FTDI 净利润情况（万美元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

本次交易完成后，FTDI 将成为上市公司的控股子公司，有利于公司扩大产品在国内、国外电子元件产业的规模，在公司增强技术能力和水平，拓展海外优质客户的同时，拓展更多的行业应用，扩大业务的规模，丰富产品的类型及提升产品组件价值量，通过上市公司与 FTDI 在销售渠道、研发技术等方面的协同效应，提升公司的盈利能力与可持续发展能力。

## 6. 关键假设及盈利预测

**射频连接器及线缆、电磁兼容件业务：**公司产品主要应用于消费电子、物联网设备等智能移动终端产品，近年来业务规模保持稳步增长。2022 年下游市场需求疲软造成影响，长期来看，5G 渗透率的持续提升以及下游多元化的智能产品，将对公司业务带来新增量。预计 2022-2024 年公司射频连接器及线缆业务营收增速分别为-15%、5%、5%，毛利率分别为 39%、38%、38%。电磁兼容件业务营收增速分别为-10%、5%、5%，毛利率分别为 32%、31%、30%。

**软板业务：**公司通过控股子公司恒赫鼎富导入成熟的 FPC 产品研发生产经验，主要以消费电子可穿戴以及国内外 5G 毫米波需求客户为主，搭配公司射频 BTB 产品可以为客户提供完整解决方案。在智能手机、可穿戴产品等消费电子产品小型化、集成化发展趋势下，软板相比硬板对空间的要求更低，渗透率有望保持提升。预计 2022-2024 年软板业务营收增速保持 5%，毛利率分别为 15%、15%、14%。

**汽车连接器业务：**公司基于多年深耕射频行业经验，由消费电子领域向汽车电子领域开拓布局，已取得良好进展，进入多家头部厂商供应链体系，产品应用于车载音视频、显示屏等车载信息娱乐系统，以及环视系统线束解决方案、360 高清解决方案、Fakra 线束等摄像头端同轴防水模块及线束等与智能驾驶相关的综合型解决方案。汽车智能化发展正在加速，公司研发能力、产品性能优异，将明确受益于汽车智能化发展趋势，2021 年公司汽车连接器业务实现同比 236% 的增长，预计 2022-2024 年公司汽车连接器业务增速分别为 90%、80%、75%。预计 2022-2024 年汽车连接器业务毛利率分别为 40%、40%、39%。

**其他电子元件业务：**公司产品还包括 BTB 类、卧式/立式射频开关连接器、通用同轴连接器、FPC 连接器、LVDS 连接器，MTCC 线缆连接器组等。在与恒赫鼎富协作下，以射频 BTB 为核心的 LCP 连接线套件产品实现良好进展。预计 2022-2024 年其他电子元件业务增速保持 10%，毛利率保持 25%。

图表 48：盈利预测

各板块营收&毛利预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>射频连接器及线缆（百万元）</b>	<b>964.60</b>	<b>1067.70</b>	<b>907.54</b>	<b>952.92</b>	<b>1000.56</b>
YoY	26%	11%	-15%	5%	5%
毛利率	36%	38%	39%	38%	38%
毛利润（百万元）	347.16	408.29	353.94	362.11	380.21
<b>电磁兼容件（百万元）</b>	<b>778.81</b>	<b>818.85</b>	<b>736.97</b>	<b>773.81</b>	<b>812.50</b>
YoY	12%	5%	-10%	5%	5%
毛利率	32%	33%	32%	31%	30%
毛利润（百万元）	251.01	272.51	235.83	239.88	243.75
<b>软板（百万元）</b>	<b>342.47</b>	<b>386.21</b>	<b>405.52</b>	<b>425.80</b>	<b>447.09</b>
YoY	-3%	13%	5%	5%	5%
毛利率	13%	18%	15%	15%	14%
毛利润（百万元）	45.41	67.66	60.83	63.87	62.59
<b>汽车连接器（百万元）</b>	<b>92.88</b>	<b>312.29</b>	<b>593.35</b>	<b>1068.04</b>	<b>1869.06</b>
YoY	-	236%	90%	80%	75%
毛利率	31%	39%	40%	40%	39%
毛利润（百万元）	28.51	121.61	237.34	427.21	728.93
<b>其他电子元件（百万元）</b>	<b>413.72</b>	<b>660.67</b>	<b>726.74</b>	<b>799.42</b>	<b>879.36</b>
YoY	20%	60%	10%	10%	10%
毛利率	28%	26%	25%	25%	25%
毛利润（百万元）	115.02	170.11	181.69	199.85	219.84
<b>总营收（百万元）</b>	<b>2592.48</b>	<b>3245.72</b>	<b>3370.12</b>	<b>4019.98</b>	<b>5008.57</b>
YoY	20%	25%	4%	19%	25%
<b>整体毛利润（百万元）</b>	<b>787.10</b>	<b>1040.18</b>	<b>1069.62</b>	<b>1292.93</b>	<b>1635.33</b>
整体毛利率	30%	32%	32%	32%	33%

## 7. 投资建议

公司深耕射频领域，由智能手机为代表的消费电子领域向高可靠性要求的汽车电子领域拓展进程已取得优异成效。近期受消费电子下游需求疲软影响，我们下调 2022-2023 年营收，调整期间费用率，增加 2024 年盈利预测。预计 2022-2024 年公司营收分别为 33.70/40.20/50.09 亿元，归母净利润分别为 5.17/5.90/7.60 亿元，EPS 分别为 1.23/1.40/1.80 元/股，对应当前 PE 分别为 31/27/21 倍。我们认为公司将充分受益于包括自动驾驶解决方案，智能座舱等汽车智能化发展趋势，维持“增持”评级。

图表 49：可比公司估值比较表（按照 2022 年 12 月 5 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	
002179	中航光电	925	1.75	1.70	2.13	2.69	55.56	34.27	27.32	21.61	未评级
688800	瑞可达	129	1.23	2.53	3.81	5.13	113.24	45.14	29.92	22.25	增持
300351	永贵电器	53	0.32	0.40	0.55	0.69	46.58	34.13	24.98	19.95	增持
603633	徕木股份	50	0.18	0.26	0.42	0.58	88.33	59.65	36.25	26.16	增持
平均							75.93	43.30	29.62	22.49	
300679	电连技术	153	0.88	1.25	1.44	1.85	59.51	29.00	25.06	19.53	增持

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

## 8. 风险提示

- ◆ 汽车智能座舱渗透率、自动驾驶发展不及预期
- ◆ 消费电子市场需求低于预期
- ◆ 市场竞争加剧
- ◆ 上游原材料价格剧烈波动

## 资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3803.55</b>	<b>3913.72</b>	<b>4588.83</b>	<b>5418.23</b>
货币资金	1464.28	1727.05	1756.57	2472.37
应收及预付	899.44	807.84	1246.90	1300.74
存货	533.36	489.09	647.18	664.63
其他流动资产	906.48	889.74	938.18	980.49
<b>非流动资产</b>	<b>2128.92</b>	<b>2603.09</b>	<b>3139.15</b>	<b>3695.59</b>
长期股权投资	499.15	748.72	1039.89	1351.86
固定资产	763.67	828.09	872.89	891.84
在建工程	140.36	115.01	94.56	81.47
无形资产	157.87	204.83	260.89	323.11
其他长期资产	567.88	706.44	870.91	1047.31
<b>资产总计</b>	<b>5932.47</b>	<b>6516.81</b>	<b>7727.98</b>	<b>9113.82</b>
<b>流动负债</b>	<b>1660.61</b>	<b>1957.11</b>	<b>2559.73</b>	<b>3161.14</b>
短期借款	492.39	738.59	1025.82	1333.57
应付及预收	757.71	856.14	1099.34	1301.75
其他流动负债	410.51	362.38	434.57	525.83
<b>非流动负债</b>	<b>191.01</b>	<b>191.01</b>	<b>191.01</b>	<b>191.01</b>
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	191.01	191.01	191.01	191.01
<b>负债合计</b>	<b>1851.62</b>	<b>2148.12</b>	<b>2750.74</b>	<b>3352.16</b>
实收资本	421.20	419.14	419.14	419.14
资本公积	1993.09	1895.12	1895.12	1895.12
留存收益	1602.26	1968.58	2558.87	3318.40
归属母公司股东权益	3865.92	4132.21	4722.50	5482.03
少数股东权益	214.93	236.48	254.74	279.63
<b>负债和股东权益</b>	<b>5932.47</b>	<b>6516.81</b>	<b>7727.98</b>	<b>9113.82</b>

## 利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3245.72</b>	<b>3370.12</b>	<b>4019.98</b>	<b>5008.57</b>
营业成本	2205.54	2300.50	2727.05	3373.24
税金及附加	24.11	23.45	28.25	35.42
销售费用	122.31	107.84	120.60	125.21
管理费用	216.45	269.61	261.30	275.47
研发费用	284.95	320.16	353.76	425.73
财务费用	-2.03	-4.67	0.75	12.06
资产减值损失	-3.70	-1.69	-1.29	-1.43
公允价值变动收益	0.24	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.39	74.14	80.40	50.09
资产处置收益	-0.58	151.66	40.20	25.04
其他收益	16.77	22.79	26.95	32.39
<b>营业利润</b>	<b>413.97</b>	<b>600.13</b>	<b>674.53</b>	<b>867.53</b>
营业外收入	7.43	1.50	2.00	2.50
营业外支出	4.24	3.00	2.00	1.00
<b>利润总额</b>	<b>417.16</b>	<b>598.63</b>	<b>674.53</b>	<b>869.03</b>
所得税	37.85	59.86	65.98	84.61
<b>净利润</b>	<b>379.31</b>	<b>538.76</b>	<b>608.55</b>	<b>784.42</b>
少数股东损益	7.72	21.55	18.26	24.89
<b>归属母公司净利润</b>	<b>371.59</b>	<b>517.21</b>	<b>590.29</b>	<b>759.53</b>
EBITDA	573.45	540.75	747.69	1016.49

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>518.70</b>	<b>713.07</b>	<b>386.05</b>	<b>1147.08</b>
净利润	379.31	538.76	608.55	784.42
折旧摊销	175.21	169.40	191.72	210.60
营运资金变动	-39.69	202.90	-330.20	180.07
其它	3.87	-197.99	-84.02	-28.01
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1153.43</b>	<b>-420.95</b>	<b>-608.48</b>	<b>-691.83</b>
资本支出	-304.98	-274.57	-434.10	-470.27
投资变动	-866.00	-220.53	-254.78	-271.65
其他	17.55	74.14	80.40	50.09
<b>筹资活动现金流</b>	<b>344.36</b>	<b>-29.35</b>	<b>251.94</b>	<b>260.56</b>
银行借款	492.39	246.20	287.23	307.75
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	63.88	-100.04	0.00	0.00
其他	-211.91	-175.51	-35.29	-47.19
<b>现金净增加额</b>	<b>-292.82</b>	<b>262.77</b>	<b>29.51</b>	<b>715.80</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1757.10</b>	<b>1464.28</b>	<b>1727.05</b>	<b>1756.57</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1464.28</b>	<b>1727.05</b>	<b>1756.57</b>	<b>2472.37</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	25.20%	3.83%	19.28%	24.59%
营业利润增长	32.08%	44.97%	12.40%	28.61%
归属母公司净利润增长	38.27%	39.19%	14.13%	28.67%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	32.05%	31.74%	32.16%	32.65%
净利率	11.69%	15.99%	15.14%	15.66%
ROE	9.61%	12.52%	12.50%	13.85%
ROIC	7.54%	6.26%	8.05%	9.93%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	31.21%	32.96%	35.59%	36.78%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.29	2.00	1.79	1.71
速动比率	1.88	1.68	1.48	1.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.55	0.52	0.52	0.55
应收账款周转率	3.95	4.81	3.55	4.38
存货周转率	6.09	6.89	6.21	7.54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.88	1.23	1.40	1.80
每股经营现金流	1.23	1.69	0.91	2.72
每股净资产	9.18	9.79	11.19	12.99
<b>估值比率</b>				
P/E	59.66	29.51	25.86	20.10
P/B	5.72	3.69	3.23	2.78
EV/EBITDA	37.27	26.83	19.75	14.12



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。