

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

## 轨交连接器龙头企业，新能源助力二次成长

上次评级: 买入

### 报告摘要:

公司专业从事电连接器、连接器组件及紧密智能产品的研发、制造、销售和技术支持，主营业务分为轨道交通与工业、车载与能源信息、军工及其他产品三大板块。公司在轨交领域深耕多年，同时积极抓住新能源发展机遇，前瞻布局、横向拓展，发展成为轨交连接器龙头及车载连接器领军企业。

**需求端：连接器是电子系统桥梁，应用空间广大。**连接器可连通电流、传输信息，是电子设备正常运行不可或缺的基本元件，应用场景广泛。就汽车连接器行业而言，电气化趋势下汽车电驱系统愈加复杂，高压连接器需求日益增加，市场规模将持续扩张。轨交领域，交通强国建设背景下，轨道交通建设尤其是高速铁路建设仍未达目标，城市轨道交通建设已列入各省“十四五”规划，轨交连接器需求未来潜力仍旧可期。

**供给端：海外龙头垄断高端市场，国内企业迎头追赶。**国外企业起步较早，技术和研发实力强，形成了寡头垄断的局面，产业集中化程度高。国内企业于上世纪八十年代崛起，受益于产业链转移、政策支持和市场推动，但相较国外龙头公司，在研发投入、盈利能力等方面仍然略有差距处于不断追赶的局面。目前，国内公司技术发展已经达到了较为先进的水平，在某些细分领域有望迎来国产替代的发展机遇。

**增长逻辑：新能源业务高速增长，轨交业务快速发展。**公司前瞻布局汽车高压连接器领域，产品品类齐全，技术实力凸出，产品竞争力强，客户结构持续优化，受益于汽车智能化发展趋势，未来汽车连接器业务有望实现快速增长。公司液冷超充技术国内领先，等待行业标准落地后，公司充电枪业务有望实现较快发展。轨交领域存在较高的行业壁垒，盈利能力较强。公司深耕轨交领域多年，为轨交连接器领域龙头企业，技术及客户优势明显，且非轨交业务不断成长，将为公司未来业务发展提供新增长点。

**投资建议：**维持“买入”评级。看好公司在充电枪领域的核心竞争力以及轨交业务的市场份额提升。预计公司 2023-2025 年营收分别为 19.87/25.56/32.46 亿元，归属母公司净利润分别为 1.95/2.56/3.19 亿元，对应 PE 分别为 32.48/24.71/19.80 倍。

**风险提示：**行业竞争加剧毛利率降低、原材料价格上升风险

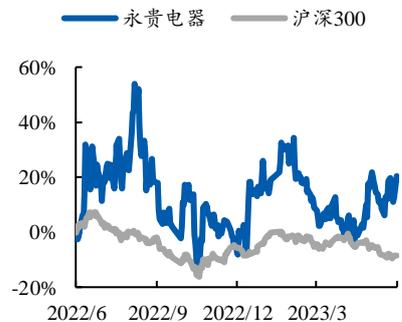
财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,149	1,510	1,987	2,556	3,246
(+/-)%	9.08%	31.41%	31.59%	28.63%	26.99%
归属母公司净利润	122	155	195	256	319
(+/-)%	16.43%	26.57%	25.72%	31.41%	24.82%
每股收益 (元)	0.32	0.40	0.50	0.66	0.83
市盈率	46.58	38.68	32.48	24.71	19.80
市净率	2.71	2.66	2.60	2.35	2.10
净资产收益率 (%)	5.98%	7.10%	8.00%	9.51%	10.62%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	384	385	385	385	385

### 股票数据

2023/06/12

6 个月目标价 (元)	
收盘价 (元)	16.40
12 个月股价区间 (元)	11.68-20.95
总市值 (百万元)	6,316.65
总股本 (百万股)	385
A 股 (百万股)	385
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	21

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	4%	11%	14%
相对收益	7%	14%	24%

### 相关报告

《永贵电器 (300351): 2022 年业绩稳健增长, 车载新能源未来可期》

--20230426

《AI 不止, 关注“华为+算力+存力”产业链机遇》

--20230417

《华为产业链深度报告: 浴火经磨难, 涅槃起创新》

--20230105

### 证券分析师: 李玖

执业证书编号: S0550522030001  
17796350403 lijul@nesc.cn

### 研究助理: 李亚鑫

执业证书编号: S0550122080046  
15191568958 liyx1@nesc.cn

## 目录

1.	永贵电器：轨交连接器龙头企业，车载提供发展新机遇.....	4
1.1.	深耕连接器领域，轨交车载军工三位一体 .....	4
1.2.	股权结构稳定，股权激励增加内生动力 .....	5
1.3.	业务结构不断优化，费用管控效果显著 .....	7
2.	需求端：连接器是电子系统桥梁，应用空间广大.....	9
2.1.	连接器是电子基础元件，种类多应用广市场空间大 .....	9
2.2.	汽车电动化趋势明朗，高压连接器前景可期 .....	13
2.3.	交通强国推进铁路基建，城市轨交迎来高速发展.....	16
3.	供给端：海外龙头垄断高端市场，国内企业迎头追赶.....	19
3.1.	产业链分工清晰，下游应用领域广泛 .....	19
3.2.	海外龙头公司实力强，国内公司迎头追赶 .....	20
4.	增长逻辑：新能源业务高速增长，轨交业务快速发展.....	24
4.1.	高压连接器高速发展，充电枪产品技术领先 .....	24
4.2.	轨交连接器龙头企业，新产品提供发展新增量 .....	26
5.	盈利预测与投资建议 .....	28
5.1.	盈利预测 .....	28
5.2.	投资建议 .....	29
6.	风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1：公司产品矩阵.....	4
图 2：公司发展历程.....	5
图 3：公司股权结构.....	5
图 4：子公司分布图.....	7
图 5：2015-2022 年营业收入及增速情况.....	8
图 6：2015-2022 年净利润及增速情况.....	8
图 7：2018-2023Q1 费用结构.....	8
图 8：2015-2022 毛利率及净利率情况.....	8
图 9：不同类别的连接器 .....	9
图 10：高压连接器结构 .....	10
图 11：高压连接器结构.....	10
图 12：全球连接器市场规模及增速 .....	11
图 13：中国连接器市场规模及增速 .....	11
图 14：全球连接器市场规模分布结构历史演变情况 .....	12
图 15：中国连接器发展历史 .....	12
图 16：不同汽车连接器的分类、功能和应用领域 .....	13
图 17：高压连接器与三电的关系 .....	14
图 18：高压连接器应用布局.....	14
图 19：全球新能源汽车销量及增速 .....	15
图 20：中国新能源汽车销量及增速 .....	15
图 21：全球新能源汽车渗透率.....	15
图 22：中国新能源汽车渗透率.....	15
图 23：全球汽车连接器市场规模及增速 .....	16
图 24：中国汽车连接器市场规模及增速 .....	16

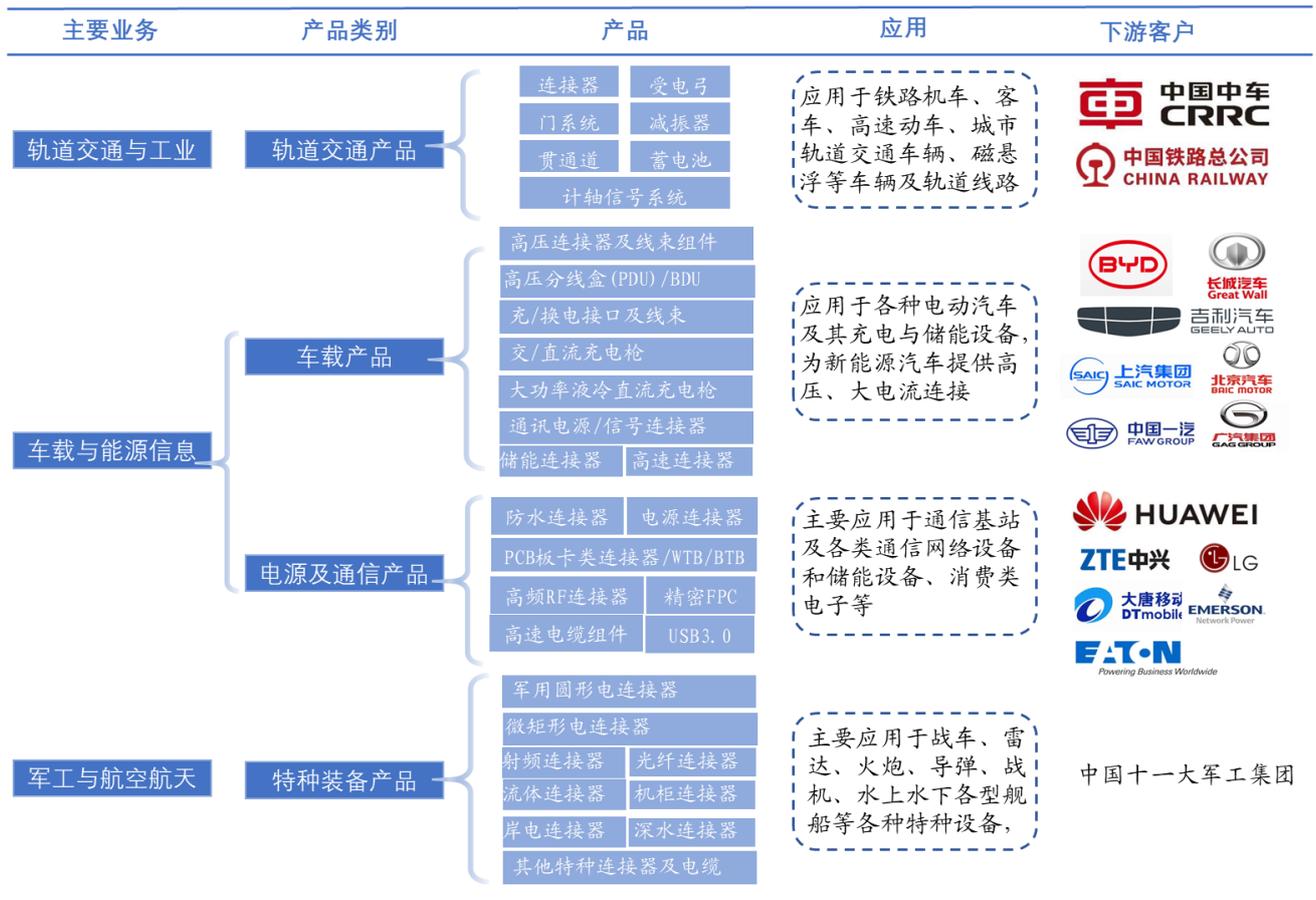
图 25: 铁路运营里程.....	16
图 26: 高铁运营里程.....	16
图 27: 铁路动车组产量.....	17
图 28: 铁路客车及货车产量.....	17
图 29: 全国铁路动车组拥有量.....	17
图 30: 铁路客车及货车拥量增长情况.....	17
图 31: 铁路维修保养市场规模.....	17
图 32: 中国中车动车组车辆维修订单金额.....	17
图 33: 连接器上下游产业链结构图.....	19
图 34: 产业链上游代表公司.....	19
图 35: 不同应用领域的连接器示意图.....	20
图 36: 下游应用市场格局演变情况.....	20
图 37: 全球连接器行业市场竞争格局变化情况.....	21
图 38: 连接器行业竞争格局示意图.....	21
图 39: 全球连接器行业前十名厂商市场份额变化趋势.....	22
图 40: 公司新能源汽车产品应用场景.....	24
图 41: 公司新能源业务收入.....	25
图 42: 公司新能源业务下游客户.....	25
图 43: 公司部分充电枪产品.....	25
图 44: 某种液冷式充电枪的结构.....	25
图 45: 公司轨道交通产品应用场景.....	26
图 46: 公司轨交业务下游客户.....	27
图 47: 公司轨交业务收入及毛利率.....	27
表 1: 永贵电器员工持股计划.....	6
表 2: 激励对象名单及拟授出第一类限制性股票分配情况.....	6
表 3: 激励对象名单及拟授出第二类限制性股票分配情况.....	6
表 4: 不同类别的连接器的功能和应用领域.....	9
表 5: 不同连接器设计和制造方面的性能差异.....	10
表 6: 高压连接器发展历史.....	14
表 7: 部分省市十四五期间城市轨道交通规划.....	18
表 8: 海外连接器公司基本概况 (单位: 亿美元).....	22
表 9: 国内连接器公司基本概况 (单位: 亿元).....	23
表 10: 2021 年国内和海外可比公司财务分析.....	23
表 11: 永贵电器盈利预测模型 (单位: 百万元).....	28

## 1. 永贵电器：轨交连接器龙头企业，车载提供发展新机遇

### 1.1. 深耕连接器领域，轨交车载军工三位一体

聚焦连接器领域，布局三大业务板块。公司专业从事电连接器、连接器组件及紧密智能产品的研发、制造、销售和技术支持，主营业务分为轨道交通与工业、车载与能源信息、军工与航空航天三大板块。根据 2022 年公司年报，三大业务板块分别占比 48.42%、47.68%、3.90%，下游领域涉及到新能源汽车、轨道交通、工业、通信和军工等行业。

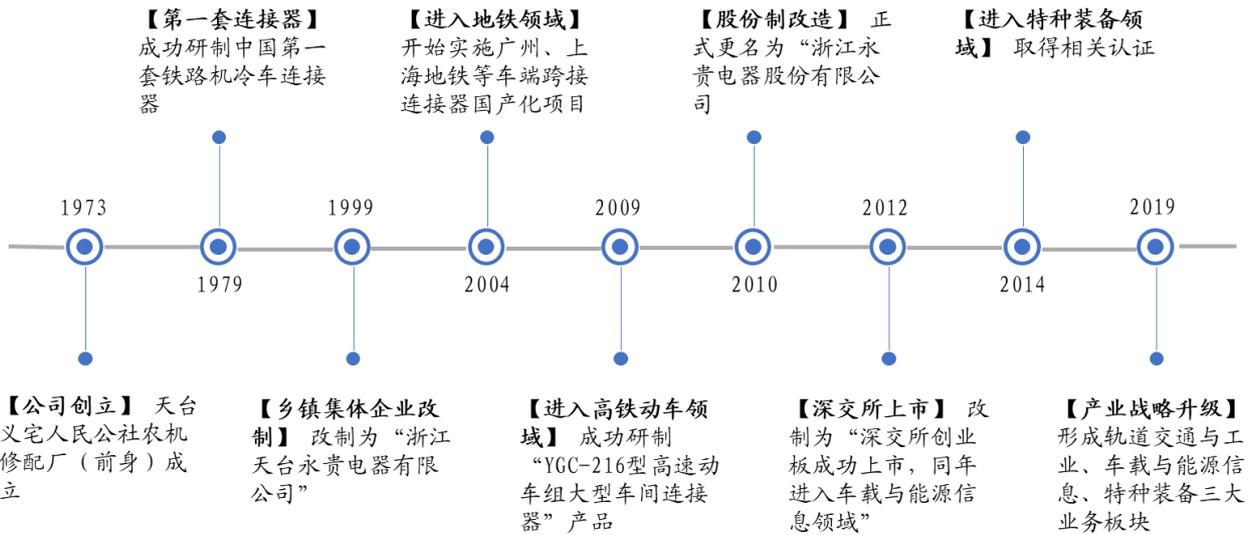
图 1：公司产品矩阵



数据来源：公司官网，东北证券

横向拓展多元领域，纵向深耕产品技术。公司始创于 1973 年，前身为天台义宅人民公社农机修配厂，历经 1999 年乡镇集体企业改制和 2010 年股份制改造后正式成为浙江永贵电器股份有限公司，并于 2012 年于深交所成功上市。公司自成立以来，积极进行技术创新、不断拓展业务领域。公司最初立足铁路，1979 年成功研制中国第一套铁路机冷车连接器，并于 1997 年研发出 KC20 等系列铁路客车连接器被铁道部认证为铁路连接器定点生产企业。之后公司于 2004 年进入地铁领域，2009 年成功研制“YGC-216 型高速动车组大型车间连接器”产品并涉足高铁领域，2012 年切入车载与能源信息业务，2014 年取得认证进入特种装备领域，最终完成业务布局三大板块。

图 2：公司发展历程

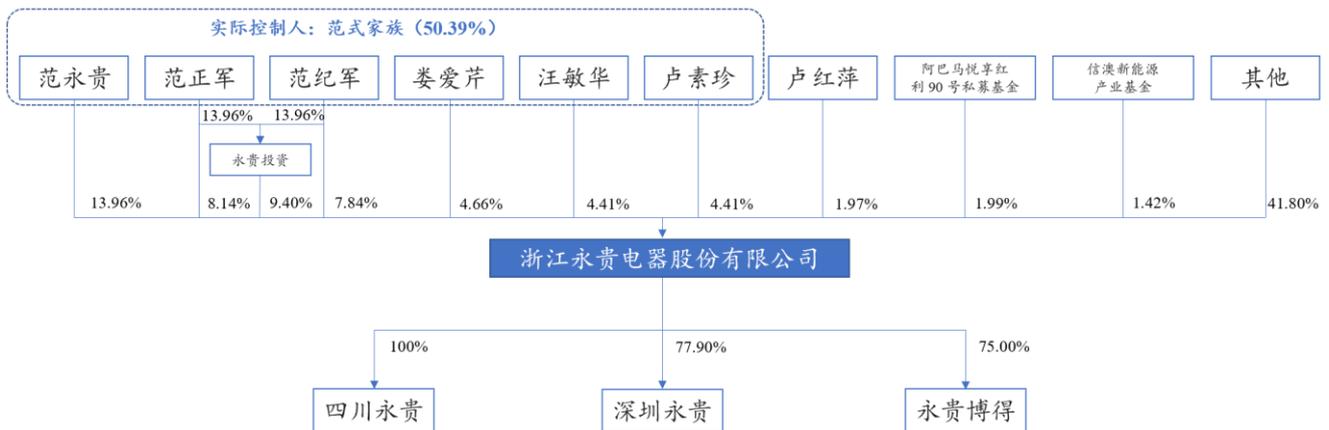


数据来源：公司官网、东北证券

### 1.2. 股权结构稳定，股权激励增加内生动力

**股权结构稳定清晰。**截止 2022 年报，公司董事范永贵直接持有公司 5376.72 万股，占公司股份总数的 13.96%，为公司第一大股东。董事长范纪军与总经理范正军的直接持股数量分别为 3020.16 万股和 3135.25 万股，持股比例为 7.84%、8.14%，此外二人还通过永贵投资间接持有 6.96% 的股份。由范永贵、范纪军、范正军、娄爱芹、卢素珍、汪敏华组成的范氏家族是公司的实际控制人，范氏家族合计持股 50.39%。前十大股东合计持股数占比 58.20%，股权结构稳定。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司公告，东北证券

**股权激励激发员工活力。**公司于 2015 年和 2018 年两次实施员工持股计划，分别授予 230.8 万股和 368.3 万股，涉及公司董事、监事、高级管理人员和其他员工等 306 人，持股比例为 1.56%。公司于 2022 年 10 月 28 日实施股权激励计划，限制性股票首次授予的激励对象为子公司四川永贵的 174 位管理人员、核心业务/技术人员，考核目标为四川永贵 2022-2025 年营收不得低于 8/12/17/24 亿，第一类限制性股票 167.85 万股，第二类限制性股票 406.65 万股，两类限制性股票的首次授予价格均为 6.95 元/股。公司充分调动员工的积极性，夯实企业发展根基。

**表 1：永贵电器员工持股计划**

	时间	股数	占总股份比重	交易均价	锁定期	延长后存续期	状态
第一期员工持股计划	2015. 05. 27	2307800	0.68%	38.39	2015 年 7 月 4 日- 2016 年 7 月 3 日	2023. 06. 11	截止 2022 年 3 月 20 日未有出售
第二期员工持股计划	2018. 02. 23	3682825	0.96%	14.011	2018 年 3 月 19 日- 2019 年 3 月 18 日	2023. 03. 11	于 2022 年 6 月 24 日-27 日出售完毕

数据来源：公司公告，东北证券

**表 2：激励对象名单及拟授出第一类限制性股票分配情况**

职务	获授的第一类限制性股票数量(万股)	占本激励计划拟授出全部权益数量的比例	占本激励计划授予日股本总额比例
管理人员、核心业务/技术人员 (174 人)	152.85	26.61%	0.40%
预留	15.00	2.61%	0.04%
合计	167.85	29.22%	0.44%

数据来源：公司公告，东北证券

**表 3：激励对象名单及拟授出第二类限制性股票分配情况**

职务	获授的第二类限制性股票数量(万股)	占本激励计划拟授出全部权益数量的比例	占本激励计划授予日股本总额比例
管理人员、核心业务/技术人员 (174 人)	371.65	64.69%	0.97%
预留	35.00	6.09%	0.09%
合计	406.65	70.78%	1.06%

数据来源：公司公告，东北证券

子公司多地分布配合业务布局，六大生产基地供应全国客户。公司旗下有众多子公司，分工明确，各司其职。四川永贵业务种类最广，涉及轨道交通连接器、工业及通讯连接器、新能源连接器、特种连接器。江苏永贵、永贵博得、北京永列、重庆永贵、永贵东洋负责轨道交通业务，分别生产蓄电池箱、门系统、计轴信号系统、贯通道系统、受电弓系统。深圳永贵负责车载与能源信息业务，洛阳奥联光电负责军工航天业务，从事光纤连接器、光电转换设备及特种连接器生产。公司六大生产基地分别位于浙江、四川、北京、深圳、江都、山东，为公司发展提供充足的生产 and 贮运场地，满足公司生产、组装、试验、测试、存放代运等工序的需要，有利于公司快速响应客户需求、实现快速发展。

图 4：子公司分布图

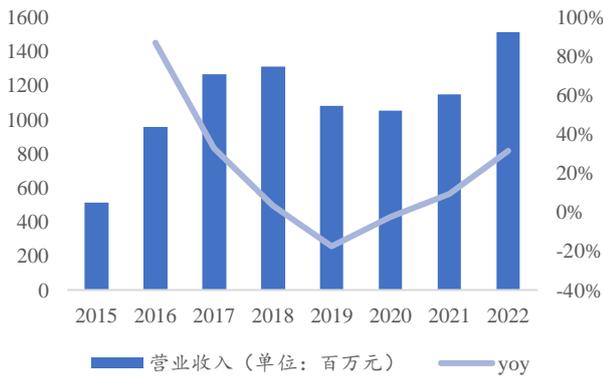


数据来源：公司官网，东北证券

### 1.3. 业务结构不断优化，费用管控效果显著

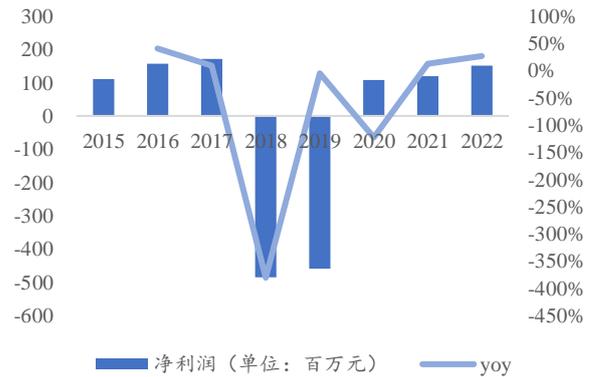
**优化业务及客户结构，营收与利润逐渐回暖。**①公司自成立以来立足于轨道交通领域，于2012年切入车载新能源业务，于2014年获得认证进入军工领域，完成公司业务三大布局。自此三大业务板块三位一体助力公司营收实现高速增长，其中轨道交通和车载新能源业务尤为亮眼、增速可观。公司营业收入自2015年5.11亿增长至2017年的12.69亿，CAGR高达57.54%。公司净利润自2015年的1.12亿增长至2017年的1.73亿，CAGR为24.04%。②2018-2020年公司营业收入与归母净利润出现负增长，究其原因在于两点，其一部分新能源车企客户因国家补贴退坡延迟付款甚至陷入经营困境，其二受下游消费电子行业发展疲软的影响公司全资子公司翊腾电子业绩下滑。在此期间公司积极进行客户结构优化、放弃部分风险客户，同时出售子公司翊腾电子、调整业务结构，以期实现恢复和发展。③2021年新能源汽车行业进入市场化拓展时期并实现高速发展，同时公司完成客户及业务的战略性调整，公司营收及利润重新实现增长，全年收入11.49亿元，同比增长9.08%，归母净利润为1.22亿元，同比增长16.43%。2022年受益于车载新能源行业景气度高及轨交新品量产等因素，全年收入为15.10亿，同比增长31.41%，归母净利润为1.55亿元，同比增长26.57%。

图 5：2015-2022 年营业收入及增速情况



数据来源：wind，东北证券

图 6：2015-2022 年净利润及增速情况



数据来源：wind，东北证券

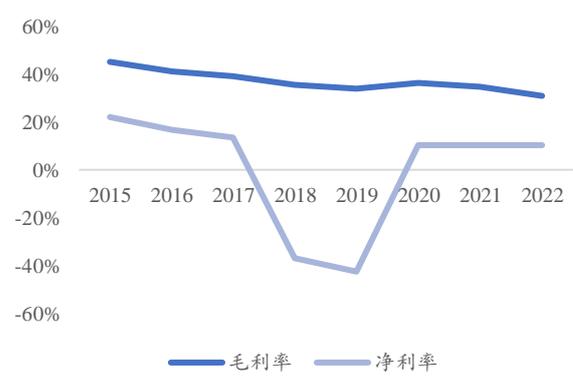
**控费增效成果凸显，盈利能力逐渐回稳。**随着公司出售翊腾电子、优化业务结构以及采取扩大销售、强化管理、控制费用等举措，销售费用率和管理费用率实现显著降低，销售费用率自 2019 年 10.53% 下降至 2022 年的 6.90%，管理费用自 2019 年的 12.09% 下降至 2022 年的 6.82%。2023 年 Q1 营业收入同比增长的同时，销售、管理、财务费用率显著降低至 6.54%、5.95%、-2.27%。就盈利能力而言，公司三大业务中轨交和军工毛利率较高，均达 40% 以上，而车载新能源业务毛利率较低，2021 年为 20.45%。随着车载新能源业务营收占比的增加，公司整体毛利率小幅度下降，2020 年出售翊腾电子之后毛利率有所回升。净利率在 2018 年和 2019 年分别为 -37.05%，-42.48%，2020 年剥离翊腾电子后净利率回增到 10.16%，2023 年 Q1 净利率为 10.54%。

图 7：2018-2023Q1 费用结构



数据来源：wind，东北证券

图 8：2015-2022 毛利率及净利率情况



数据来源：wind，东北证券

## 2. 需求端：连接器是电子系统桥梁，应用空间广大

### 2.1. 连接器是电子基础元件，种类多应用广市场空间大

连接器是电子系统之间实现电流流通或者数据信号传输的重要电子元件。电子系统是一种分层互连的网络，连接器作为一个节点，独立地或与电缆一起连接电子设备、电气设备等，使得每个独立的单元形成完整的系统，是电子设备正常运行中不可或缺的基本元件。按照传输介质的不同，连接器可分为电连接器、微波连接器、光连接器和流体连接器，不同类别的连接器的功能和应用领域如表所示。

表 4：不同类别的连接器的功能和应用领域

类别	主要功能	主要应用
电连接器	用于器件、组件、设备、系统之间的电信号连接，借助电信号和机械力量的作用使电路接通、断开，传输信号或电磁能量，包括大功率电能、数据信号在内的电信号等。	广泛应用于通信、航空航天、计算机、汽车、工业等领域。
微波射频连接器	用于微波传输电路的连接，隶属于高频电连接器因电气性能要求特殊，行业内企业会将微波射频连接器与电连接器进行区分。	主要应用于通信、军事等领域。
光连接器	用于连接两根光纤或光缆形成连续光通路的可以重复使用的无源器件，广泛应用于光纤传输线路、光纤配线架和光纤测试仪器、仪表，光纤对于组件的对准精度要求。	广泛应用于传输干线、区域光通讯网、长途电信、光检测、等各类光传输网络系统中。

数据来源：瑞可达招股说明书，东北证券

图 9：不同类别的连接器

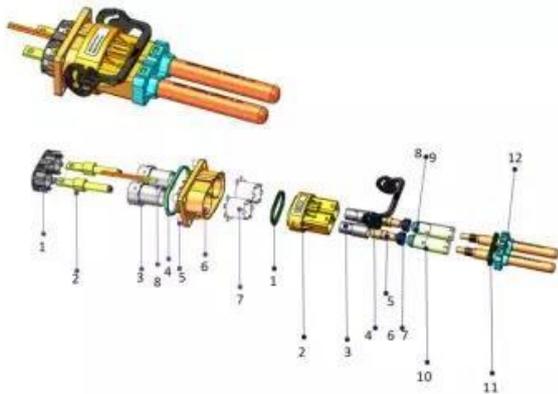


数据来源：接插世界网，泰科电子官网，安费诺官网，东北证券

连接器由四大基本单元壳体、绝缘体、接触体和附件构成。连接器是一种用机械方法产生电性连接的电机系统，通过在接口之间产生金属性接触而实现。接触体是核心元件，由阴、阳接触件插合完成上述连接，实现连接器功能。壳体用于保护绝缘体和接触体等内部零件，绝缘体用于保证各个接触体之间以及接触体与壳体之间保

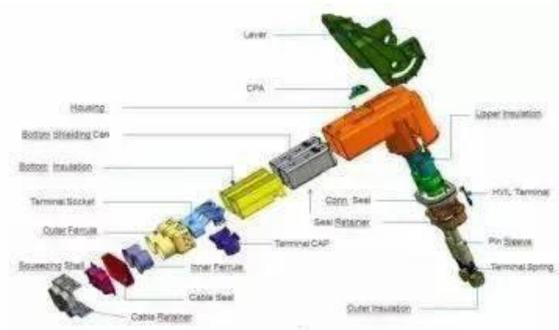
持电器绝缘。附件是包括结构附件卡圈、密封圈等以及安装附件螺钉、螺母等。

图 10：高压连接器结构



数据来源：焉知汽车，东北证券

图 11：高压连接器结构



数据来源：焉知汽车，东北证券

连接器基本功能为信号传输和电传输。电传输使得被阻断或孤立的电路之间以特定电流和电压实现电路流通，信号连接器主要保证传输的电压脉冲信号保持完整性，包括脉冲信号的波形和振幅。与电传输相比，信号传输中电流通常较小。因此，不同种类的连接器的实现的功能不同，在设计和制造方面也存在明显的差异。

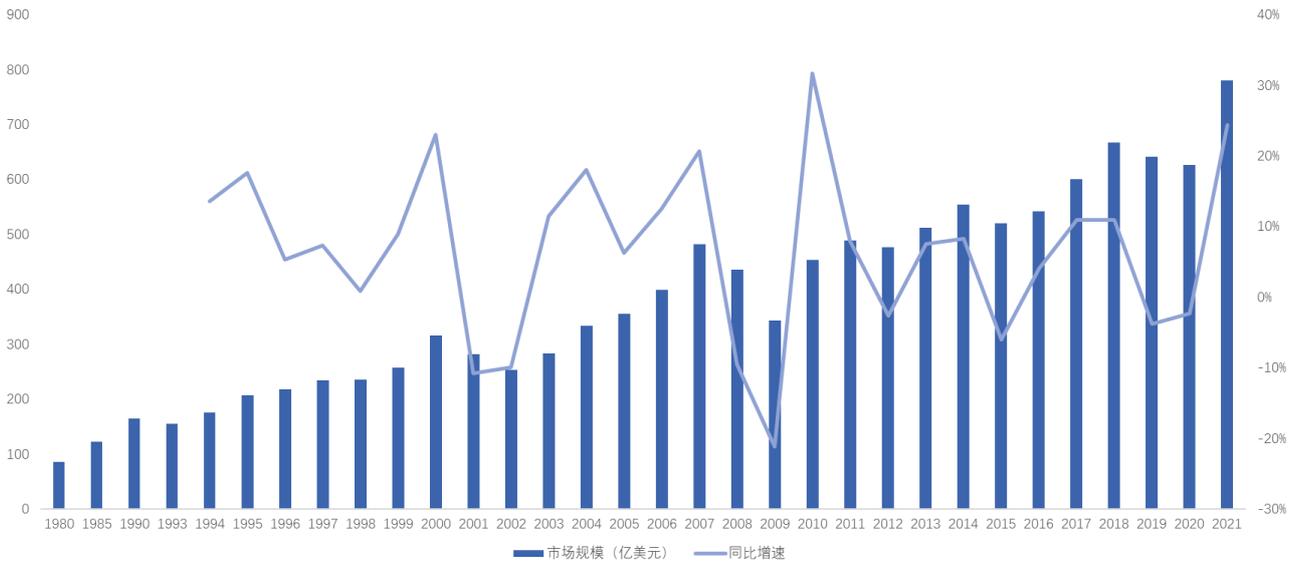
表 5：不同连接器设计和制造方面的性能差异

类别	功能要求
电连接器	须满足接触良好、工作可靠，大功率电能传输时还要求接触电阻低、载流高、温升低、电磁兼容性能高；传输高速数据信号要求电路阻抗连续性好、串扰小、时延低、信号完整性高
微波射频连接器	除了接触可靠性，对于阻抗设计与补偿要求严格，需要符合插损、回损、相位和三阶互调等性能要求
光连接器	对组件的对准精度要求严，因此要求对接触部件的加工精度高、洁净度高、定位准确

数据来源：瑞可达招股说明书，东北证券

全球连接器市场规模不断扩大，抗周期性市场波动平稳。根据 Bishop & Associates 数据显示，全球连接器总体市场规模基本保持了持续增长的态势，其市场规模已经由 2015 年的 520 亿美元增长至 2018 年的 667 亿美元，2019-2020 年，受汇率、全球经济放缓等因素的影响，全球连接器市场规模下降至 627 亿美元，连续两年同比增速为负。2021 年由于需求反弹、订单数量激增，行业景气度创下新高，同比增速 24.3%，增长至 779.9 亿美元。考虑到 2021 年高基数，根据 Bishop & Associates 数据预测，2022 年连接器销售额增速回落至 7%-8%，规模将达到 840 亿美元。从历史数据同比增速可以看出，连接器行业具有较强的抗周期能力，市场波动较为平稳。

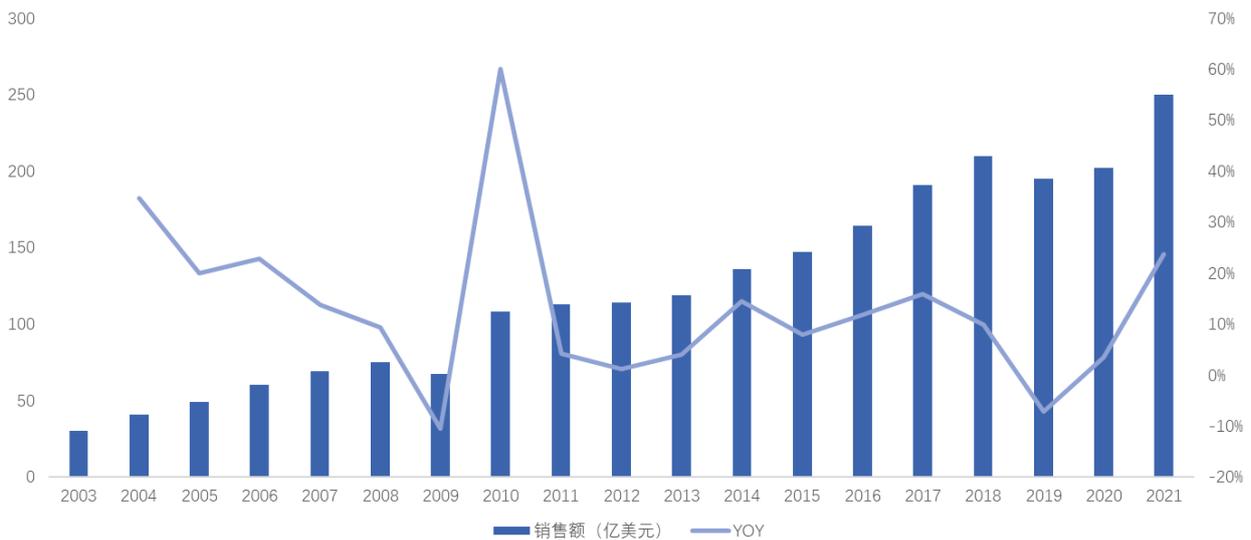
图 12：全球连接器市场规模及增速



数据来源：Bishop & Associates，东北证券

中国成为全球连接器行业第一大市场，其规模呈现不断增长的趋势。中国连接器市场变化情况和全球连接器市场波动情况具有较强的相关性和一致性。根据 Bishop & Associates 数据显示，自 2015 年至 2021 年，中国连接器市场规模从 147 亿美元增长至 250 亿美元，年均复合增长率达 9.23%，高于同期全球的复合增速水平 6.97%。

图 13：中国连接器市场规模及增速

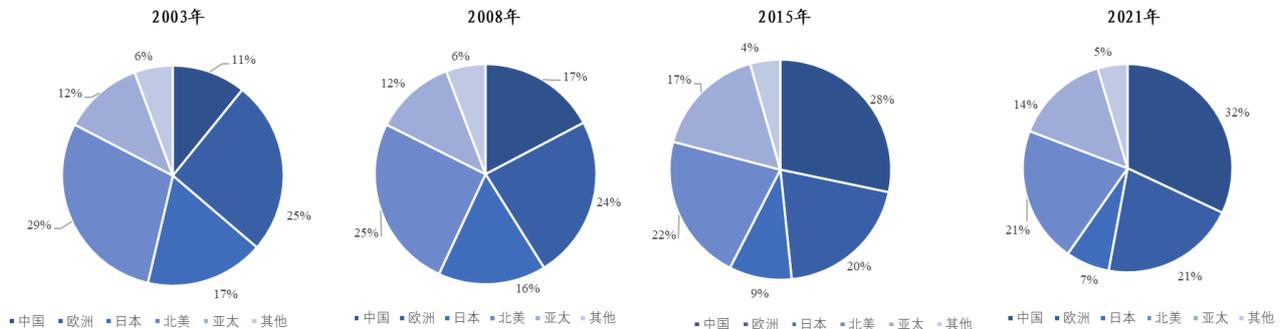


数据来源：Bishop & Associates，中航光电招股说明书，东北证券

根据地理分布区域的历史演变，可以看出中国连接器市场规模占全球的比重在不断提升。从 2003 年的 11% 提升至 2021 年的 32%，升至全球第一大市场，其中 2008 年、2015 年占比分别为 17% 和 28%。相应的欧洲、日本和北美市场占比在不断减小，欧洲连接器市场规模占比 2003 年、2008 年、2015 年和 2021 年占比分别为 25%、24%、20% 和 21%。日本连接器市场规模占比 2003 年、2008 年、2015 年和 2021 年占比分别为 17%、16%、9% 和 7%。北美连接器市场规模占比 2003 年、2008 年、2015 年和 2021 年占比分别为 29%、25%、22% 和 21%，日本和北美的市场份额呈

现不断下降的趋势，而亚太和中国占比之和呈现不断增长的趋势，2021年二者合计占比达到46%。

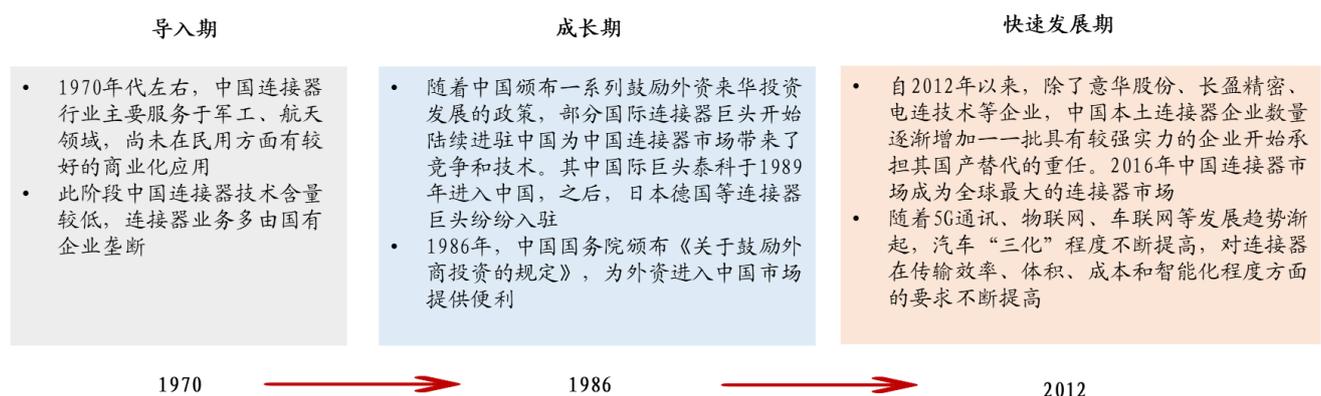
图 14：全球连接器市场规模分布结构历史演变情况



数据来源：Bishop & Associates，东北证券

全球连接器产业不断向中国转移，中国是最有潜力和前景的市场。早期国内连接器产业的发展与国防建设有着密切的联系。上世纪五十年代至七十年代之间，中国连接器的生产主要由原电子工业部和航空航天工业部的部属企业以及地方国有企业组成，所生产的连接器主要应用在雷达设备、通讯设备、导航设备、电子测量仪器等电子设备中。上世纪八十年代以后，随着中国电子工业的逐渐发展，连接器的生产逐步应用到黑白、彩色电视机等电子产品上。进入1990年代以来，在中国外资政策及鼓励措施的推动下，中国香港地区以及美国、日本、欧洲的连接企业纷纷加强对中国内地的投资。包括 Tyco、AMP、Molex、Berg、Amphenol 等国际知名连接器企业在内的全球各地连接器厂商几乎大都把生产基地转移到中国内地。国际电子制造产能不断向中国内地转移导致国内连接器市场迅速增长。

图 15：中国连接器发展历史



数据来源：头豹研究院，东北证券

中国经济转型升级结构不断调整，中国连接器市场未来可期。随着我国经济连续保持多年高速增长，汽车、通信、消费电子等下游需求持续释放，我国连接器行业得以快速发展，民营连接器厂商快速增长，从业人才数量不断增多，管理制度不断完善、技术水平不断提升，形成了产品门类齐全、品种配套完整的工业体系，中国已

经成为全球连接器销售额最高的市场。随着中国制造业的成长，中国连接器市场未来可期。

## 2.2. 汽车电动化趋势明朗，高压连接器前景可期

汽车行业是全球连接器最大的应用场景，连接器是汽车电子系统的核心部件。汽车连接器主要以电连接器为主，具体主要分为低压连接器、高压连接器和高频高速连接器。由于汽车特殊的安全性、舒适性的要求，对连接器的性能和技术水平要求极高，性能方面主要侧重高电压、大电流、抗干扰等电器性能，且需要具备机械寿命长、抗振动冲击等长期处于动态工作环境中的良好机械性能。技术水平需要满足接触电阻低、工作时温升小的要求，而且还需具备高防护等级、抗冷热冲击、抗振动冲击的性能，相应供应商必须获得 IATF6949 质量体系认证。

图 16：不同汽车连接器的分类、功能和应用领域

图示			
类别	低压连接器	高压连接器	高频高速连接器
功能	负责 14V 以下的低压电流传输	工作电压在 60V-380V 之间甚至更高、提供 10A-300A 的电流传输	主要提供信号传输的功能，包括 FAKRA 射频连接器、Mini-FAKRA 连接器、HSD 连接器和以太网连接器
应用领域	应用于传统燃油车刹车系统、变速转向系统、车灯等低电压环境	主要应用于新能源汽车电池、PDU (高压配电盒) 等	应用于摄像头、GPS、蓝牙、WiFi、信息娱乐系统和驾驶辅助系统等

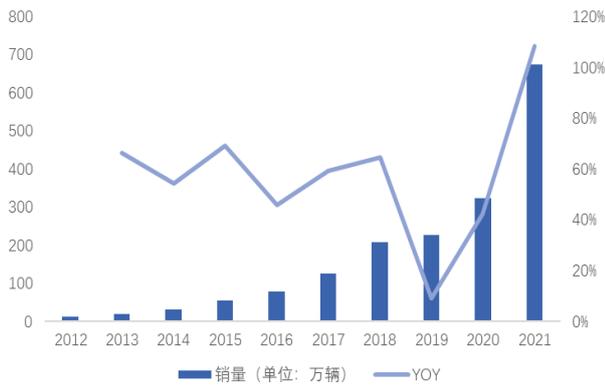
数据来源：电子发烧友，智研咨询，东北证券

**电动化驱动高压连接器需求扩张。**新能源汽车以动力电池为驱动电机为车辆行驶提供动力，其动力电池平台电压通常在 300V 以上，远超传统燃油车的 14V 电压，母线电流可达几百安培，能够在高电压大电流下连接汽车能量源与动力装置的高压连接器成为新能源汽车的关键零部件。高压连接器作用主要在于连通电路，在高压大电流回路中将电池包能量输送至包括电池包、电机控制器、DCDC 转换器、充电器等高压用电单元在内的整车各个部件，因此遍布于整车、充电设施上，单个新能源车使用的连接器数量达到 600-1500 只。随着新能源汽车渗透率提高，其市场空间更是得到极大拓展。



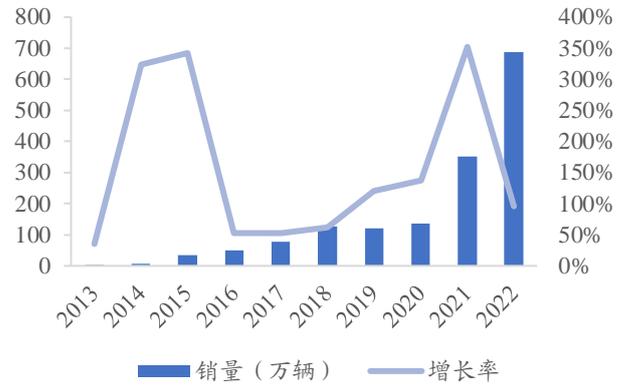
源汽车市场实现快速发展。根据中国汽车工业协会数据显示，新能源汽车销量自2017年的77.7万辆增长为2021年的354.5万辆,2022年的新能源汽车销量为688.7万辆，增长速度很高，渗透率也不断提升，从2015年1.35%的渗透率提升到2021年的13.4%，2022年新能源汽车渗透率已经达到25.6%，已经超过2020年11月2日国务院办公厅发布的《新能源汽车发展规划（2021-2035年）》的目标，即2025年新能源汽车销量占当年新车销量比重约20%。从全球的角度，2021年全球汽车销量为8007万辆，新能源汽车的销量为675万辆，新能源汽车占比8.43%，新能源汽车的渗透率也保持不断提升的趋势，随着各个国家对碳减排、能源绿色化的需求，新能源汽车行业迎来了非常好的战略发展机遇期。

图 19：全球新能源汽车销量及增速



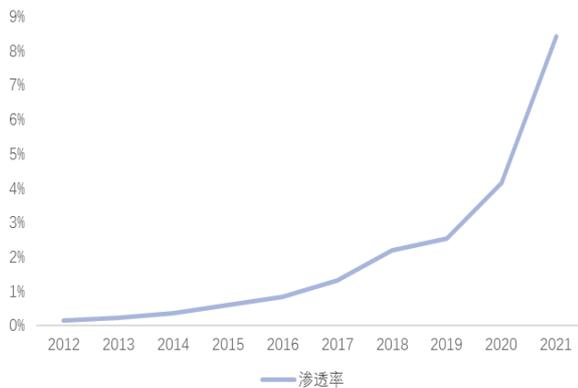
数据来源：EV Volumes，东北证券

图 20：中国新能源汽车销量及增速



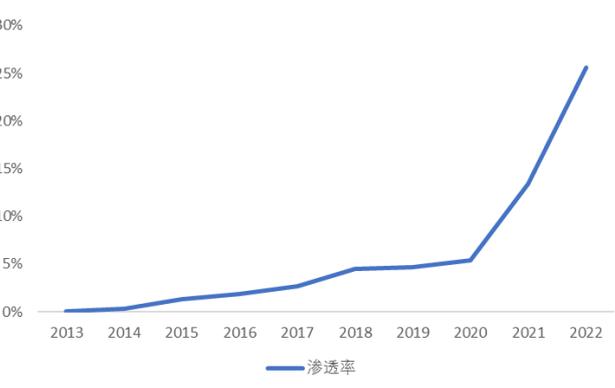
数据来源：中国汽车工业协会，东北证券

图 21：全球新能源汽车渗透率



数据来源：EV Volumes，东北证券

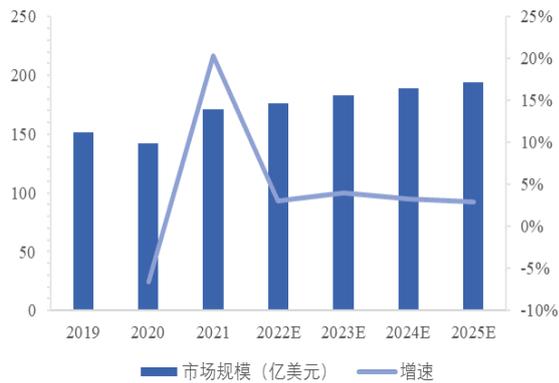
图 22：中国新能源汽车渗透率



数据来源：中国汽车工业协会，东北证券

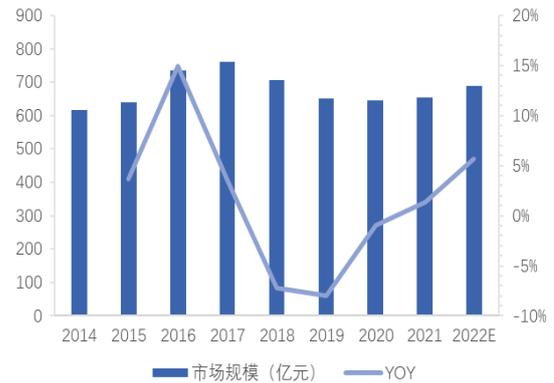
汽车连接器市场大有可为。受益于汽车电动化的发展趋势，带动了汽车连接器市场规模快速增长。根据 Bishop & Associates 数据显示，2010 至 2021 年全球汽车连接器的年均复合增长率约为 5.69%，2021 年全球汽车连接器市场规模达 170.8 亿美元，同比增速 20.34%。根据中商产业研究院预测数据，全球汽车连接器市场未来将以约 3% 的复合增速实现增长，预计到 2025 年将达到 194.52 亿美元，而中国汽车连接器市场规模预计 2025 年将达到 44.68 亿美元，占全球比例为 23%，且中国汽车连接器市场规模增速保持不断增长的趋势。

图 23：全球汽车连接器市场规模及增速



数据来源：中商产业研究院，东北证券

图 24：中国汽车连接器市场规模及增速

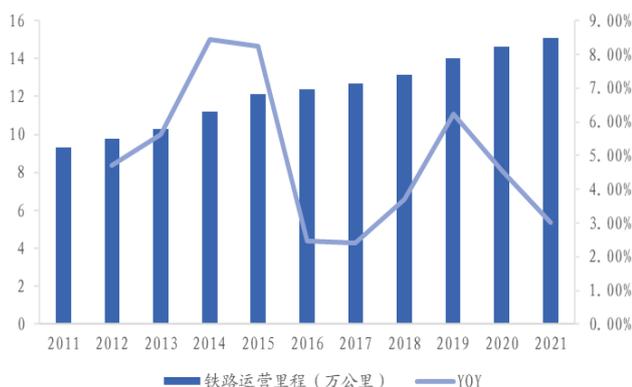


数据来源：中商产业研究院，东北证券

### 2.3. 交通强国推进铁路基建，城市轨交迎来高速发展

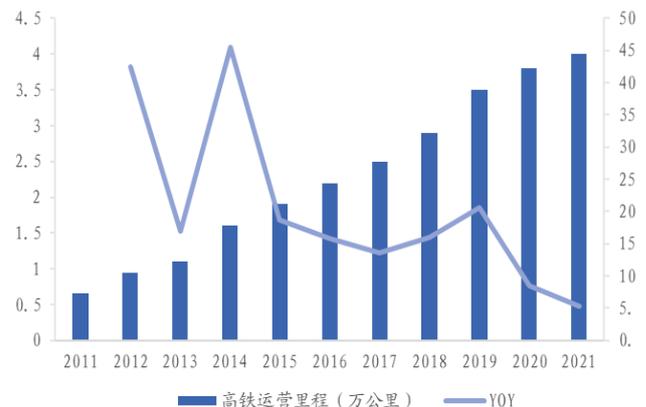
**国家规划交通发展前景，轨道交通待建里程储备充足。**轨道交通建设是关键基础设施和重大民生工程，在我国经济社会发展具有重要地位。为了将我国加快建设成交通强国，中共中央、国务院于2021年2月发布《国家综合立体交通网规划纲要》，对我国2021-2035年的交通建设进行了远景规划。《规划纲要》提出到2035年，铁路网总规模将达到20万公里，高速铁路包含部分城际铁路将达到7万公里，未来我国将加速建设“八纵八横”高速铁路主通道，加速形成高效的现代化高速铁路网。据国家统计局数据显示，我国铁路运营里程自2011年的9.3万公里增长至2021年15.1万公里，高铁运营里程自2011年0.66万公里增长至2021年4万公里。据国家铁路集团有限公司统计，2021年铁路固定资产投资累计完成7489亿元，投产新线4208公里，其中高速铁路2168公里。未来我国仍需建设5万公里铁路，其中高铁线路里程有望翻倍，年均投资或将维持5700亿元以上。交通强国建设背景下，轨道交通建设尤其是高速铁路建设将蓬勃开展。

图 25：铁路运营里程



数据来源：国家统计局，东北证券

图 26：高铁运营里程

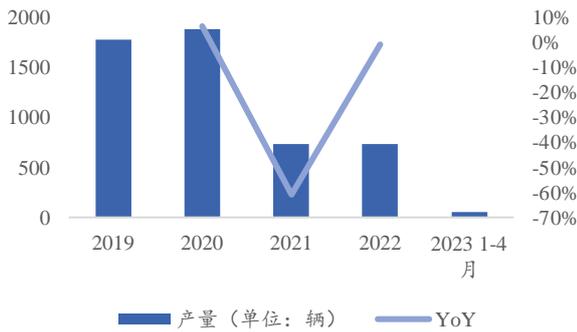


数据来源：国家统计局，东北证券

**轨交车辆存量更新，运营维保市场空间巨大。**在国家交通建设驱动下，轨交装备制造业不断发展，近年来铁路机车和动车产量在经历了大幅增长后开始出现下降趋势。但是经过多年发展和大规模的投资建设，我国轨道交通车辆制造业已具备一定规模，

铁路机车保有量已经实现稳定发展，动车组保有量稳步提升，在此驱动下，运营维保业务市场需求空间巨大。以动车组为例，动车组产业可分为前周期、中周期、后周期，后周期市场主要包括车辆维修、零部件替换和运维检修。按照检修规定，CRH系列动车组检修分为5级，前两级为日常检修，3级以上则需要定期检修。3、4、5级检修周期分别为累计运行120公里或者3年、累计运行240万公里或者6年、累计运行480万公里或者12年。十三五期间投入运营的高铁动车组车辆和城市轨道交通车辆临近检修和架修时期，轨道和车辆运营维保面临巨大需求，车辆重要零部件的维修和更新有利于带动轨道交通连接器需求的增长。

图 27：铁路动车组产量



数据来源：国家统计局，东北证券

图 28：铁路客车及货车产量



数据来源：国家统计局，东北证券

图 29：全国铁路动车组拥有量



数据来源：国家铁路局铁道统计公报，东北证券

图 30：铁路客车及货车拥量增长情况



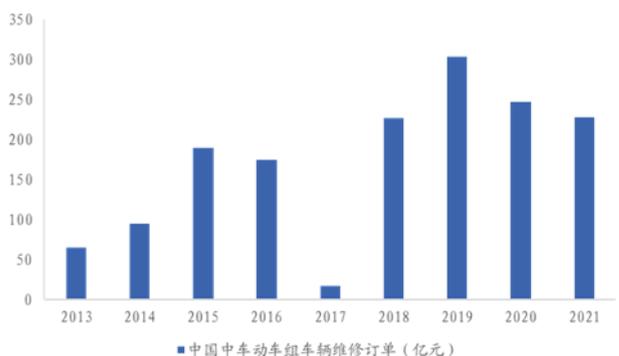
数据来源：国家铁路局铁道统计公报，东北证券

图 31：铁路维修保养市场规模



数据来源：共研网，东北证券

图 32：中国中车动车组车辆维修订单金额



数据来源：中国铁路总公司，东北证券

**城市轨交建设迎来黄金发展期。**城市轨道交通指采用专用轨道导向运行的城市公共客运交通系统，包括地铁系统、轻轨系统、单轨系统、现代有轨电车、磁浮系统、自动导向轨道系统和市域快速轨道系统。城市轨道交通是我国在建设交通强国的重要组成部分，随着城市化发展不断深化，城市交通问题日益凸出，大容量轨道交通方式的发展理念受到关注。国家重视并不断推进城市轨道交通建设，运营里程持续增加，据国家统计局数据显示，十年间城市轨道交通运营里程保持高速增长，自2011年的1699公里增长至2021年的8736公里，2021年新增里程1381公里，同比增长18.78%。绿色交通及智慧城市建设背景下，未来城市轨道交通具有明确且稳定的发展前景。国家十四五规划对城市轨道交通进行了战略规划，《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》提出，超大特大城市轨道交通加快成网，科学有序发展城市轨道交通；城市轨道交通运营里程将继续保持增长，2025年城市轨道交通运营里程将达到10000公里。作为“新基建”七大领域之一，城市轨道交通预计将实现快速发展。

**表 7：部分省市十四五期间城市轨道交通规划**

	发布时间	政策	主要内容	目标
北京市	2022.05	《北京市“十四五”时期交通发展建设规划	全面实施轨道建设规划：推进“四网融合”，构建全域快速轨道网	新增城市轨道交通运营里程约300公里，总里程达到约1600公里
上海市	2021.07	《上海市综合交通发展“十四五规划”》	持续完善城市轨道交通网络	轨道交通区域和市域（郊）铁路运营里程达960公里
广东省	2021.09	《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》	打造“轨道上的大湾区”：强化高速铁路、城际铁路、城市轨道交通高效衔接	力争2025年地铁运营里程达1700公里
江苏省	2021.10	《江苏省“十四五”综合运输服务发展规划》	加强常规公交与城市轨道交通的动态衔接	2025年城市轨道交通里程达1000公里
浙江省	2021.07	《浙江省综合交通运输发展“十四五”规划》	加快建设多层次轨道交通网，完成投资4600亿元	2025年城市轨道交通总规模超过1300公里
山东省	2021.07	《山东省“十四五”综合交通运输发展规划》	积极推进具备条件的城市开展轨道交通规划建设	2025年城市轨道交通运营历程达700公里

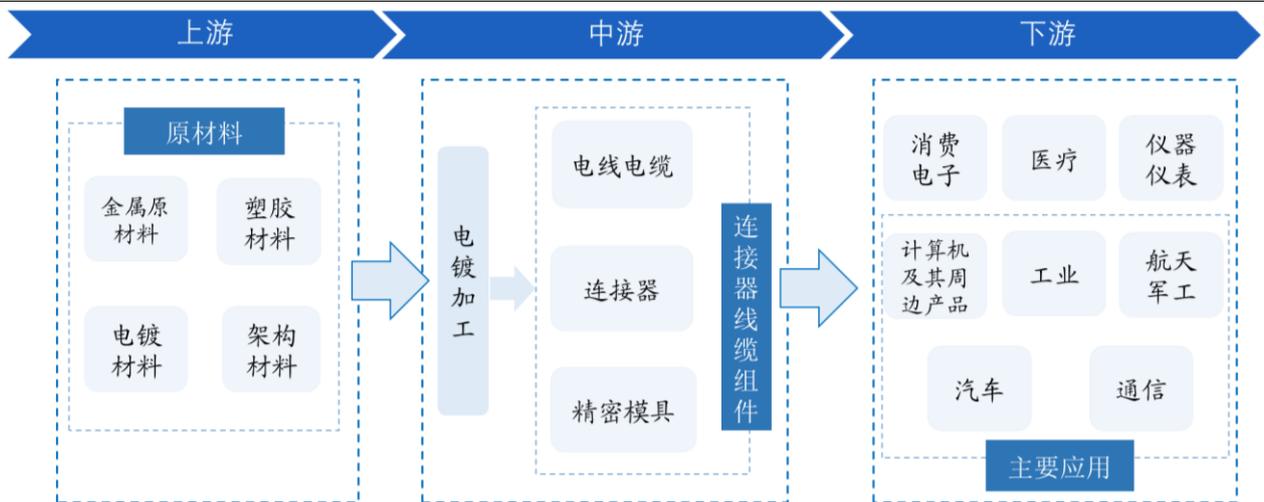
数据来源：前瞻经济人，东北证券

### 3. 供给端：海外龙头垄断高端市场，国内企业迎头追赶

#### 3.1. 产业链分工清晰，下游应用领域广泛

连接器是电子系统进行能量和信息交互的界面和通道。连接器产业链环节大概分为上游、中游和下游。上游主要是原材料相关公司、中游为连接器线缆组件企业，下游主要为汽车、消费电子、通信、工业、航天军工以及仪器仪表等行业。

图 33：连接器上下游产业链结构图



数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

**产业链上游：**原材料包括有色金属、塑胶原料、稀贵金属和辅助材料等。其中，有色金属主要用于制作连接端子，为避免信号在传输过程中受到过多阻碍或衰退，端子多采用黄铜、镀铜、磷青铜等铜合金板片作为原材料。塑料原料以 PBT、PPS、NYLON、LCP 树脂等为主，用于制造连接外壳的部分。稀贵金属以电镀材料最常用的金、钯金、镍等为主。辅助材料主要以电镀所需化学试剂。整体上看，有色金属及稀贵金属占连接器成本比重最大，塑胶原料和辅助材料占比次之。

图 34：产业链上游代表公司



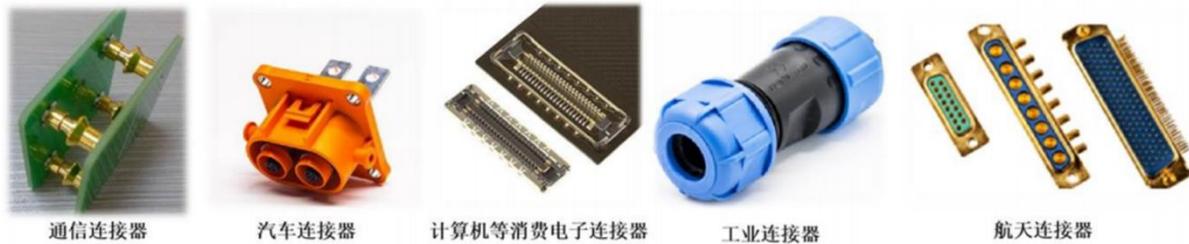
数据来源：头豹研究院，东北证券

**产业链中游：**以连接器及精密组件制造产业为主，通过车床加工、电镀加工、绝缘体零件、精密模具制作、压铸成型，最后支撑连接器产品，典型的国内市场玩家有电连技术、瑞可达、永贵电器、意华股份、立讯精密、中航光电等公司。海外龙头

公司有泰科电子、莫仕、安费诺等公司。

**产业链下游：汽车、通信和消费电子是连接器重要的应用场景。**基于连接器在电路连接和信号传递方面的重要功能，连接器呈现专业化、细分化的特征，应用场景几乎覆盖整个电子信息领域，在消费电子、汽车电子、通信、工控、医疗、军工及航空航天等各个领域均得到广泛应用。

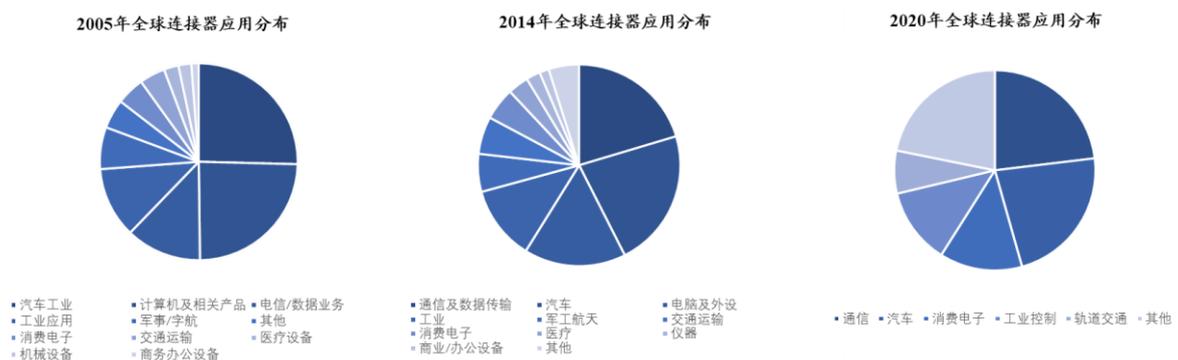
图 35：不同应用领域的连接器示意图



数据来源：瑞可达招股书，东北证券

从连接器下游的应用分布情况分析，根据 Bishop & Associates 数据显示，2020 年连接器下游应用中最重要的五大领域分别是汽车、通信、消费电子、工业控制和轨道交通，分别占比 23%、23%、13%、12%、7%，前三大行业合计占比为 59%，行业集中度较高。从下游产业稳定性的角度，下游产业种类较多、分布广泛，且行业周期不同，有利于连接器市场缓冲单一产业的冲击，市场规模维持相对平稳状态。从连接器下游格局的历史演变情况可以看出，汽车工业和通信等信号传输市场占比份额稳定，一直保持在前两名，且份额在 20% 以上。消费电子市场份额占比从 2005 年的 4.6% 提升到 2020 年的 13.32%，份额提升明显，主要得益于智能手机以及其他智能终端产业链的爆发，这使得消费电子市场成为了全球第三大细分市场。

图 36：下游应用市场格局演变情况



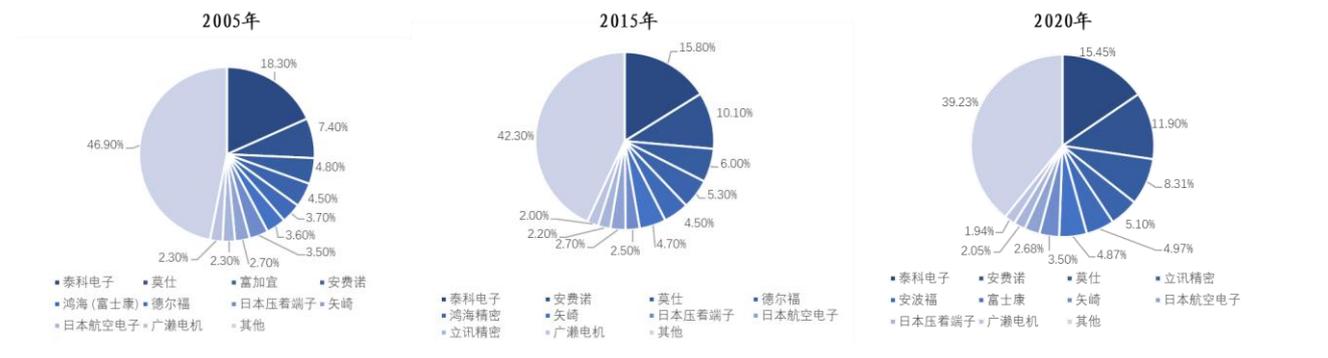
数据来源：Bishop & Associates，东北证券

### 3.2. 海外龙头公司实力强，国内公司迎头追赶

**全球的竞争格局呈现金字塔结构，前十大公司合计市场份额不断提升。**国外企业凭借起步早、投入大、研发实力强占据着高端连接器市场的大部分份额。世界主要连接器生产商根据其自身技术储备和客户资源的差异，选择了不同的发展方向和业务领域。泰科、安费诺、莫仕等全球性龙头企业，凭借技术和规模优势在通信、航天、

军工等高端连接器市场占据领先地位，同时将大量的标准化制造业务外包给代工企业，利润水平相对较高。日本的矢崎、航空电子等连接器从业企业，利用其在精密制造方面的优势，在医疗设备、仪器仪表、汽车制造等领域的连接器产品方面占有较高的份额。中国沿海地区则通过代工生产，逐步形成了鸿海精密、正崧精密等领先企业，通过大规模、标准化生产建立成本优势，具有较强的工艺控制与成本控制能力，在消费电子连接器市场上占据主要份额。

图 37：全球连接器行业市场竞争格局变化情况



数据来源：Bishop & Associates，东北证券

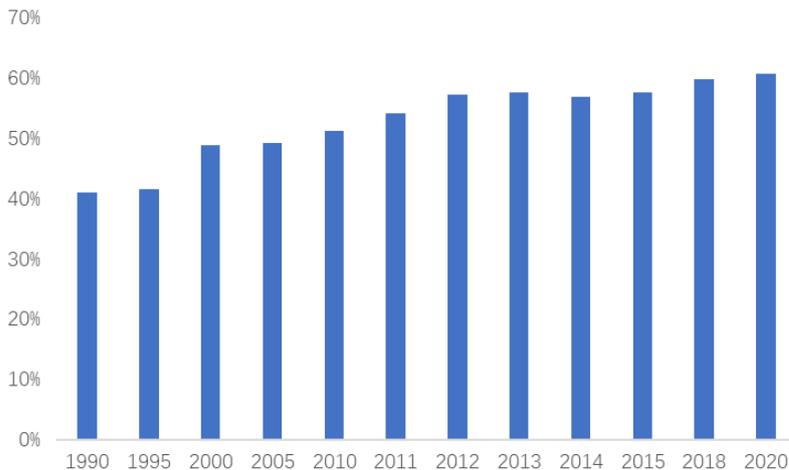
图 38：连接器行业竞争格局示意图



数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

根据 Bishop & Associates 的数据统计，自 1990 年至 2021 年的发展趋势来看，全球连接器市场逐渐呈现集中化的趋势，形成寡头垄断的局面，全球连接器行业前十名的市场份额从 1990 年的 41.10% 提升到 2020 年的 60.8%。市场逐渐集中化的发展趋势使得中小型连接器厂商难以进入品牌企业的供应链。此外，欧美、日本等国家和地区的知名连接器厂商占据全球连接器市场的高端市场，竞争优势非常明显。

图 39：全球连接器行业前十名厂商市场份额变化趋势



数据来源：Bishop & Associates，东北证券

表 8：海外连接器公司基本概况（单位：亿美元）

公司	总部	成立时间	应用领域	2021 年销售额
泰科电子(TE)	美国	1941	涵盖运输、工业和通信等领域的连接器、组件等	120.19
安费诺(Amphenol)	美国	1932	涵盖汽车、通信、航空工业等领域连接器、电缆等产品	86.055
莫仕(Molex)	美国	1938	涵盖 5G 通信、汽车、工业、消费电子、物联网、航空领域等电子、电气和光纤互连解决方案、开关和应用工具	47.11
矢崎(Yazaki)	日本	1941	主要生产汽车领域的高压连接器、连接组件、各种仪表、仪器以及电子元件等	20.631
航空电子(JAE)	日本	1953	专注于移动终端、汽车、工业等领域连接器、接入技术及航机事业	18.35
罗森伯格(Rosenberger)	德国	1958	包括天线、无源器件、射频同轴连接器产品等通信系统，高压连接器、组件等汽车电子领域产品、测试与测量产品、医疗与工业等产品	15.179

数据来源：公司官网，公司年度报告，东北证券

**中国连接器市场竞争格局。**上世纪八十年代开始，许多外商进入大陆市场进行投资，我国连接器市场开始产生。九十年代以后，我国一系列外资政策及奖励措施的鼓舞下，欧美和日本连接器厂商如泰科、莫仕、安费诺、FCI 等陆续将生产基地转移至中国。与此同时，台资连接器厂商也纷纷进入内地，其中包括鸿海(富士康)、连展、正崧、龙杰、康旭、安普等台资知名连接器厂商。在市场快速发展的推动下，国内连接器产业链体系快速形成，一些本土连接器企业也开始崛起，包括立讯精密、得润电子、长盈精密、中航光电、电连技术、瑞可达等连接器厂商。

**表 9：国内连接器公司基本概况（单位：亿元）**

公司	成立时间	应用领域	主要产品	2021 年收入
永贵电器	2001	应用于轨道交通板块、新能源汽车板块、通信板块、军工板块	高压连接器、 充电枪	11.49
瑞可达	2006	从事连接系统产品的研发、生产、销售和服务的高新技术	高压连接器、换 电连接器	9.02
中航光电	2002	应用于航空航天和军事领域、通讯网络与数据中心、轨道交 通、新能源汽车、电力、石油装备、医疗设备以及智能装备等 民用高端制造领域	高压连接器	128.67
电连技术	2006	应用在以智能手机为代表的智能移动终端产品以及车联网终 端、智能家电等新兴产品中	高频高速连接器	32.46
立讯精密	2004	主要应用于 3C(电脑、通讯、消费电子)、汽车和通讯等领域	高压连接器	1539.46
胜蓝股份	2007	应用于消费类电子、新能源汽车等领域	高压连接器	13.03
意华股份	1995	应用于数据通信领域、汽车领域、消费电子等领域	高速连接器	44.9

数据来源：公司官网，Wind，东北证券

**国内外连接器可比的上市公司财务对比情况。**①从收入和利润的规模来看，海外龙头公司的收入和利润规模远超国内大部分上市公司，而国内上市公司的规模体量参差不齐，其中，立讯精密的营业收入和净利润规模体量最大，独占鳌头。②从盈利能力来看，国内外代表性公司之间的差距不明显，海外龙头公司安费诺的毛利率维持在 31%左右，净利率在 14%左右，而国内存在实力较强的上市公司超过以上盈利水平。③从研发投入力度来看，整体来看，海外公司每年投入研发金额远超国内大部分上市公司，2021 年海外龙头公司泰科电子研发费用金额为 6.77 亿美元，而国内上市公司的研发投入金额差异较大，其中立讯精密研发投入金额最高，为 66.42 亿人民币，其余上市公司研发金额较低。④从人效角度，海外龙头公司人均创收和创利明显高于国内大部分上市公司，只有极少部分国内上市公司高于海外龙头公司。综合上述分析，国内公司无论从营业收入规模、净利润规模、研发投入规模均具海外龙头具有较大的差距，但是国内公司近几年也越发重视技术研发，专注于提升技术水平和实力。

**表 10：2021 年国内和海外可比公司财务分析**

公司	营业收入	营业收入 增速	毛利率	净利率	研发费 用率	净利润	研发 费用	员工人 数	人均创收	人均 创利
泰科电子	149.23	22.60%	32.75%	15.15%	4.54%	22.61	6.77	92,000	16.77	2.54
安费诺	108.76	26.48%	31.28%	14.72%	-	15.91	-	90,000	12.08	1.78
瑞可达	9.02	47.73%	24.49%	12.62%	5.10%	1.14	0.46	875	130.05	13.01
电连技术	32.46	25.20%	32.05%	11.69%	8.78%	3.79	2.85	5,786	56.10	6.42
中航光电	128.67	24.86%	37.00%	16.52%	10.15%	21.26	13.06	14,500	88.51	13.70
立讯精密	1539.46	66.43%	12.28%	5.08%	4.31%	78.21	66.42	228,200	67.48	3.10
永贵电器	11.49	9.08%	34.82%	10.43%	8.27%	1.2	0.95	2,404	47.81	5.08
航天电器	50.38	19.43%	32.62%	11.21%	10.00%	5.65	5.04	4,906	102.69	9.93
胜蓝股份	13.03	42.41%	21.66%	8.23%	5.22%	1.07	0.68	2,675	48.70	3.88
意华股份	44.90	37.37%	17.12%	2.70%	4.52%	1.21	2.03	7,522	59.69	1.80

数据来源：Wind，东北证券

注释：海外公司的营业收入、净利润、研发费用单位为亿美元，国内公司为亿元；海外人均创收和创利单位为万美元，国内公司为万元

## 4. 增长逻辑：新能源业务高速增长，轨交业务快速发展

### 4.1. 高压连接器高速发展，充电枪产品技术领先

**产品品类齐全。**基于轨交领域积累多年的发展经验，公司自 2012 年开始横向拓展车载新能源业务，产品包括高压大电流连接器及线束组件、充电枪、高压分线盒(PDU)/BDU、充/换电接口及车载高速连接器，2021 年新能源汽车业务收入 3.52 亿元，同比增长 81.42%。高压连接器作为公司的重要业务，已形成品类齐全的产品布局，可覆盖全车系选用，包括大电流、小电流、单芯、两芯、三芯、IPT 等。产品品类齐全，可有效降低客户采购成本，有利于公司尽可能降低拓展客户的阻力，同时为公司增加营收提供有利条件。

图 40：公司新能源汽车产品应用场景



数据来源：公司年报，东北证券

**技术实力凸出。**公司在基础技术研发、前瞻技术及产品研究、研发平台建设等方面不断取得成果，“浙江省永贵新能源汽车重点企业研究院”于 2022 年通过验收，将专注于研究新能源汽车电气连接关键技术及集成系统，此外公司在深圳、四川均建有新能源汽车业务研发中心，同时“光电连接器建设项目”建设不断推进。公司高度重视车载产品的研发，高压连接器产品已经历了三次系统迭代升级，从定制、到标准、发展到现在的系列化、系统化解决方案。未来公司将更加着眼于升级迭代现有产品及成本、提升产品量产能力及生产稳定性，以响应下游产品快速迭代的需求，进一步提升车载领域产品竞争力及盈利能力。

图 41：公司新能源业务收入



数据来源：公司年报，东北证券

图 42：公司新能源业务下游客户



数据来源：公司年报，东北证券

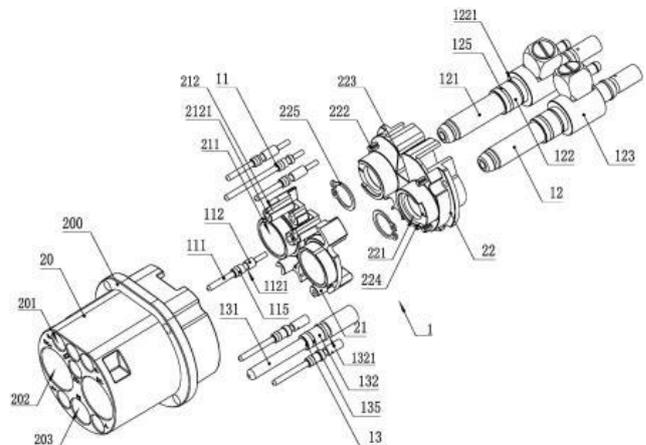
**积极拓展优质客户，成功导入头部车企。**公司自 2021 年切入车载业务，经过多年市场拓展，积累众多客户资源。伴随着新能源补贴退坡，根据新能源行业发展的阶段性要求，公司于 2018 年进行客户结构的战略性升级，聚焦头部车企，拓展优质客户，目前已形成以比亚迪、吉利、长安、上汽、广汽、一汽、华为、特锐德、威迈斯等国产一线品牌及合资品牌为主的客户结构。车载业务经历短期收入下滑的阵痛后，目前进入高质量可持续发展阶段。未来公司将进一步提高技术实力和产品竞争力，积极响应客户需求，加强与客户的合作，扩展市场份额。

图 43：公司部分充电枪产品



数据来源：公司年报，东北证券

图 44：某种液冷式充电枪的结构



数据来源：X 技术，东北证券

**充电枪技术优势明显，液冷超充未来可期。**充电枪产品要求高稳定性和高可靠性，目前公司在技术和工艺流程上处于国内领先水平。公司充电枪产品主要为直流充电枪、交流充电枪、液冷大电流充电枪等，可覆盖国标、欧标、美标三种接口型号。未来的充电技术发展趋势是大功率充电枪，公司是国内首家可商业化量产液冷充电枪的企业，电压指标在 1000V，最大电流指标能达到 600A，可以实现电动汽车极速充电，并解决在高压大电流环境下快速充电的散热问题。公司已研发出第二代液冷超充枪，在第一代的基础上优化结构降低成本，在未来将推出更具竞争力的平台液冷超充枪，以满足各类充电桩运营企业的需求。未来待国家标准落地之后，液冷超充产品有望实现快速渗透。

#### 4.2. 轨交连接器龙头企业，新产品提供发展新增量

**产品品类齐全，新产品持续放量。**公司自轨交连接器起家，深耕轨交领域多年，已形成包括铁路客车连接器、铁路机车连接器、城轨车辆连接器、动车组连接器等在内品类齐全的产品结构。此外公司在保证连接器业务市场份额稳定的情况下，持续拓展新的业务增长点——非连接器新产品，如门系统、贯通道、受电弓、计轴系统、蓄电池箱、油压减振器等相关产品。非连接器新产品通过多年的积累，现已进入快速成长期，市场份额快速扩张，为公司轨道交通与工业板块的发展提供了有力保障。2022年公司轨道交通与工业板块实现收入73128.67万元，同比增长7.90%，其中轨道交通连接器收入40,914.16万元，较去年同期增长9.64%。

图 45：公司轨道交通产品应用场景



数据来源：公司年报，东北证券

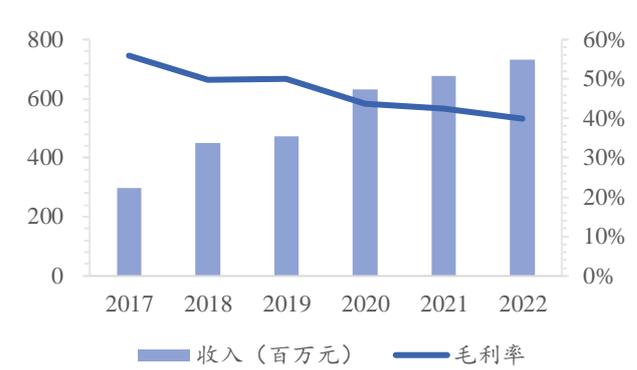
**深耕轨交多年，客户基础深厚。**公司在轨交行业深耕多年，已发展为国内轨交连接器领域龙头企业，具有较为稳固的行业地位及品牌美誉度，营销体系完善、营销经验丰富，产品的迭代开发能力强，参与客户早期设计以及基础研究，开发针对具体应用的产品和系统，可根据客户的特定要求提供不同的连接产品和系统集成解决方案，与中国中车集团、铁路总公司以及建有轨道交通的城市地铁运营公司形成了良好稳定的合作关系。

图 46：公司轨交业务下游客户



数据来源：公司官网，东北证券

图 47：公司轨交业务收入及毛利率



数据来源：公司年报，东北证券

**行业门槛较高，盈利能力可观。**轨道交通连接器的制造过程较为复杂，集电气性能设计、数控机械加工、冲压工艺技术、塑压工艺技术、精密压铸工艺技术、严格的试验手段等多元技术组合于一体。轨交连接器的质量和精度直接影响到连接器的电气、机械、环境等性能，进而影响铁路和城市轨道交通车辆的行车安全，因此轨道交通连接器的质量要求和制造精度比较高。因此轨交连接器属于连接器领域中附加价值较高的中高端产品，工艺技术水平 and 利润水平较高。而且铁路客车连接器的产品准入需要经过中铁铁路产品认证中心（CRCC）认证，铁路机车及动车组连接器需要按照铁道部运输局装备部及下设的机联办和动联办下发的关于零部件供应商资质的管理文件通过资质审核，这意味着拟进入轨道交通连接器行业的企业在取得 CRCC 认证并能够向各组机厂供货前必须先实现轨道交通连接器批量生产、具备供货能力，因此轨交行业具有较高的市场壁垒。公司立足轨道交通市场多年，轨道交通板块多个产品经 CRCC 认证，并通过多家轨道交通车辆制造企业供应商资质审核，具有为国内主要轨道交通车辆制造企业供应连接器及其他轨道交通产品的资格，已成为国内轨交连接器龙头企业，毛利率维持在 40% 以上水平。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.87/25.56/32.46 亿元，同比增速分别为 31.59%/28.63%/26.99%。

**车载与能源信息：**汽车电动化趋势日益明显，公司高压连接器业务保持较好态势，形成了良好的客户结构，出货量不断增长。公司充电枪技术领先，作为国内首个液冷超充枪量产企业，静待国标落地，未来发展可观。预计 2023-2025 年营业收入分别为 10.95/15.33/20.69 亿元，毛利率分别为 21%/21.5%/21%。

**轨道交通与工业：**轨交产品是公司传统优势，公司在轨交连接器领域具有龙头地位，客户关系良好稳定。连接器产品稳定发展，非连接器新产品市场份额快速拓展。随着城市轨道交通建设复苏及高铁维修期临近，公司轨交业务有望实现进一步发展。预计 2023-2025 年营业收入分别为 8.04/9.09/10.45 亿元，毛利率分别为 41%/42.5%/41.5%。

**军工及其他产品：**受益于军用特种设备升级以及装备信息化要求的提升，军工及其他产品的收入有望进一步增长。预计 2023-2025 年营业收入分别为 0.88/1.15/1.32 亿元，毛利率分别为 46%/46.5%/45.5%。

表 11：永贵电器盈利预测模型（单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	1,149.33	1,510.36	1,987.43	2,556.38	3,246.34
yoy	9.08%	31.41%	31.59%	28.63%	26.99%
营业成本合计	749.15	1,044.72	1,379.06	1,787.16	2,317.96
yoy	11.85%	39.45%	32.00%	29.59%	29.70%
毛利合计	400.18	465.64	608.37	769.22	928.38
yoy	4.24%	16.36%	30.65%	26.44%	20.69%
毛利率	34.82%	30.83%	30.61%	30.09%	28.60%
<b>车载与能源信息</b>					
收入	411.74	720.18	1,094.68	1,532.55	2,068.95
同比	36.81%	74.91%	52.00%	40.00%	35.00%
占总收入比	35.82%	47.68%	55.08%	59.95%	63.73%
成本	327.52	572.64	864.80	1,203.05	1,634.47
毛利	84.22	147.54	229.88	329.50	434.48
毛利率(%)	20.45%	20.49%	21.00%	21.50%	21.00%
<b>轨道交通与工业</b>					
收入	677.72	731.29	804.42	908.99	1045.34
同比	7.24%	7.90%	10.00%	13.00%	15.00%
占总收入比	58.97%	48.42%	40.48%	35.56%	32.20%
成本	389.43	439.39	466.56	522.67	611.52
毛利	288.29	291.90	337.85	386.32	433.82
毛利率(%)	42.54%	39.92%	42.00%	42.50%	41.50%
<b>军工及其他产品</b>					

收入	59.87	58.89	88.33	114.83	132.06
同比	-41.94%	-1.64%	50.00%	30.00%	15.00%
占总收入比	5.21%	3.90%	4.44%	4.49%	4.07%
成本	32.20	32.69	47.70	61.44	71.97
毛利	27.67	26.20	40.63	53.40	60.09
毛利率(%)	46.22%	44.49%	46.00%	46.50%	45.50%

数据来源：Wind，东北证券

## 5.2. 投资建议

考虑到公司在轨道交通连接器行业的龙头地位及稳定的市场份额，以及受益于新能源汽车市场需求的增长，汽车高压连接器和充电枪业务有望持续放量且维持较强的核心竞争力，公司业务收入有望保持较高增速，我们维持“买入”评级。预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.87/25.56/32.46 亿元，归属母公司净利润分别为 1.95/2.56/3.19 亿元，PE 倍数分别为 32.48/24.71/19.80 倍。

## 6. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧导致的毛利率降低风险
- 2) 原材料价格上升风险
- 3) 技术迭代进度不及预期风险

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	753	530	643	800	净利润	152	195	258	323
交易性金融资产	22	32	62	62	资产减值准备	21	0	0	0
应收款项	852	1,113	1,401	1,719	折旧及摊销	71	54	40	40
存货	494	678	811	1,069	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	2	2	2	2	财务费用	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>2,360</b>	<b>2,697</b>	<b>3,338</b>	<b>4,103</b>	投资损失	-1	-11	-26	-49
可供出售金融资产					运营资本变动	-172	-411	-130	-193
长期投资净额	104	104	104	104	其他	2	2	3	0
固定资产	366	360	345	318	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>73</b>	<b>-171</b>	<b>146</b>	<b>121</b>
无形资产	92	100	105	108	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>202</b>	<b>-53</b>	<b>-32</b>	<b>36</b>
商誉	3	3	3	3	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>679</b>	<b>677</b>	<b>662</b>	<b>636</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>42</b>	<b>-233</b>	<b>91</b>	<b>116</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,040</b>	<b>3,374</b>	<b>4,001</b>	<b>4,738</b>					
短期借款	2	2	2	2					
应付款项	587	707	990	1,328					
预收款项	1	2	3	5					
一年内到期的非流动负债	7	7	7	7					
<b>流动负债合计</b>	<b>727</b>	<b>866</b>	<b>1,235</b>	<b>1,649</b>					
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	37	37	37	37					
<b>长期负债合计</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>37</b>					
<b>负债合计</b>	<b>764</b>	<b>903</b>	<b>1,272</b>	<b>1,687</b>					
归属于母公司股东权益合计	2,236	2,431	2,686	3,005					
少数股东权益	39	40	42	46					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,040</b>	<b>3,374</b>	<b>4,001</b>	<b>4,738</b>					

利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>1,510</b>	<b>1,987</b>	<b>2,556</b>	<b>3,246</b>
营业成本	1,045	1,379	1,787	2,318
营业税金及附加	11	13	18	32
资产减值损失	-9	0	0	0
销售费用	104	127	161	195
管理费用	103	127	161	198
财务费用	-25	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	1	11	26	49
<b>营业利润</b>	<b>157</b>	<b>231</b>	<b>305</b>	<b>383</b>
营业外收支净额	-2	-2	-2	-3
<b>利润总额</b>	<b>155</b>	<b>230</b>	<b>304</b>	<b>380</b>
所得税	3	34	46	57
净利润	152	195	258	323
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>155</b>	<b>195</b>	<b>256</b>	<b>319</b>
少数股东损益	-3	1	3	4

财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.40	0.50	0.66	0.83
每股净资产 (元)	5.81	6.31	6.97	7.80
每股经营性现金流量 (元)	0.19	-0.44	0.38	0.31
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	31.4%	31.6%	28.6%	27.0%
净利润增长率	26.6%	25.7%	31.4%	24.8%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	30.8%	30.6%	30.1%	28.6%
净利率	10.2%	9.8%	10.0%	9.8%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	167.52	166.00	165.00	158.00
存货周转天数	153.10	153.00	150.00	146.00
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	25.1%	26.8%	31.8%	35.6%
流动比率	3.25	3.11	2.70	2.49
速动比率	2.55	2.31	2.03	1.82
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	6.9%	6.4%	6.3%	6.0%
管理费用率	6.8%	6.4%	6.3%	6.1%
财务费用率	-1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	38.68	32.48	24.71	19.80
P/B (倍)	2.66	2.60	2.35	2.10
P/S (倍)	3.95	3.18	2.47	1.95
净资产收益率	7.1%	8.0%	9.5%	10.6%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

李玖: 北京大学光学博士, 北京大学国家发展研究院经济学学士(双学位), 电子科技大学本科, 曾任华为海思高级工程师、光峰科技博士后研究员, 具有三年产业经验, 2019年加入东北证券, 现任电子行业首席分析师。

李亚鑫: 厦门大学经济学院国际经济与贸易本科, 北京大学经济学院金融硕士, 曾任职于华安资产权益投资部, 2年买方TMT行业研究经验

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A股市场以沪深300指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

