

鼎通科技 (688668.SH)

增持 (首次)

服务器连接器小巨人，供应优质海外客户受益 AI 浪潮

公司专注于研发、生产、销售通讯连接器精密组件和汽车连接器精密组件，凭借集精密模具设计开发与产品制造的一体化综合服务能力，与国际连接器巨头厂商建立长期稳固的合作关系。公司产品品类持续扩张，在大客户体内份额持续提升；同时公司在汽车连接器领域积极向 Tier-1 转型，深度绑定行业龙头比亚迪。公司直接受益于发展 AI 对算力需求的拉动，通讯连接器业务增长有望超预期，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 公司专注连接器及连接器组件，客户质量极为优质。公司成立于 2003 年，专注于通讯连接器组件和汽车连接器组件，依靠精密模具设计开发、产品制造一体化综合服务的竞争优势。公司通讯连接器应用于通信基站、服务器等大型数据存储及交换设备，具体产品主要为高速背板连接器组件和 I/O 连接器组件，包括精密结构件和壳体 (CAGE) 等。客户主要为安费诺、莫仕和中航光电等全球一线巨头；公司汽车连接器供应哈尔巴克、莫仕、泰科等知名汽车电子提供商，最终应用于大众、宝马等国际知名汽车品牌。同时公司致力于打造比亚迪标杆客户，向 Tier-1 转型。

□ 盈利质量优异，注重研发投入。受益于公司产品精密化程度高及定制化程度高，公司盈利能力保持较高水平，2020、2021 及 2022 年前三季度毛利率分别为 37.3%、34.8%、35.6%，净利率分别为 20.33%、19.26%、20.74%，ROE 分别为 14.3%、14.2%、15.9%。公司注重研发投入，2020、2021 及 2022 年前三季度研发费用率分别为 7.8%、6.5%、7.2%，为期间费用中最主要的组成部分。截至 2022 年前三季度，公司已获得 109 项专利，其中国内授权发明专利 34 项，实用新型授权专利 75 项。同时公司多项在研项目处于研发阶段，用于新能源汽车、I/O 连接器、背板连接器等领域，研发成果持续转化推动公司长远发展。

□ 服务器连接器品类升级，大客户份额持续提升。服务器高速率下游应用场景的增加，对高性能通讯连接器的传输速率和稳定性提出了更高的要求。由于传输速率的提升加速了连接器发热程度，因此需要通过加装散热器实现更高的散热效率，散热器自供比例不断提升节约原材料成本，使得全球通胀不利背景下毛利率稳中有升。同时品类扩张推动公司在大客户内份额持续提升。公司积极扩产匹配下游需求，新募集项目投产后预计新增通讯连接器产能 6.2 亿，其中 CAGE 与 WAFER 连接器占比分别为 95% 与 5%。随着公司品类扩张与产能扩充，预计公司通讯连接器业务有望维持高速增长。

□ 汽车连接器向 Tier-1 转型，拓展产品矩阵同时拓展客户群体。公司汽车业务板块以控制器、线束连接器、高压连接器为重点，2021 年实现 0.76 亿元收入。公司重点打造比亚迪作为标杆客户，目前与比亚迪的供货包括电子锁、电动水泵一系列、电控单元、高压铜排母排等产品，单车价值量持续提升。同时公司客户资源持续增加，除比亚迪外拓展出菲尼克斯电气、南都电源、蜂巢能源、亿纬锂能等优质客户。公司新募投项目达产后预计贡献 3.7 亿产值，其中高压连接器、电控连接器、电动水泵连接器及高压互锁连接器占比分别为 40%、30%、27%、3%。受益于新能源汽车渗透率提升及汽车国产化率提升，预计公司汽车连接器产品有望保持高速增长。

TMT 及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 66.1 元

基础数据

总股本 (万股)	9884
已上市流通股 (万股)	3323
总市值 (亿元)	65
流通市值 (亿元)	22
每股净资产 (MRQ)	9.2
ROE (TTM)	17.5
资产负债率	25.7%
主要股东	东莞市鼎宏骏盛投资有限公司
主要股东持股比例	39.59%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	-11	50
相对表现	7	-17	52



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
刘浩天 研究助理
liuhaotian@cmschina.com.cn

- **投资建议：**我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别 1.68 亿元/2.51 亿元/3.60 亿元，对应增速为 54%/49%/44%，对应 PE 分别为 38.9X/26.1X/18.1X，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**大客户需求不及预期、毛利率下滑风险、汽车连接器毛利率下滑风险、原材料价格上涨风险、限售股解禁风险

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	358	568	839	1241	1805
同比增长	55%	59%	48%	48%	45%
营业利润(百万元)	76	120	187	280	403
同比增长	30%	57%	56%	49%	44%
归母净利润(百万元)	73	109	168	251	360
同比增长	35%	50%	54%	49%	44%
每股收益(元)	0.74	1.11	1.70	2.53	3.65
PE	89.8	59.7	38.9	26.1	18.1
PB	8.9	8.1	6.8	5.6	4.5

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、深耕通讯连接器，服务器连接器品类持续拓展.....	6
1、通信连接器组件起家，深耕高速传输能力.....	6
2、公司发展历程及治理.....	8
(1) 发展历程：深耕连接器多年，产品力持续提升.....	8
(2) 创始人持股比例高，员工持股提升激励.....	9
3、业绩高速增长，盈利能力极强.....	9
4、注重研发投入，形成技术壁垒.....	10
5、在手订单饱满，募集资金扩充产能.....	11
二、服务器连接器：品类扩张驱动高速增长，持续向高速率方向升级.....	12
1、产业链上游组件格局相对分散，中游整件格局相对集中.....	12
2、服务器连接器品类升级，加装散热器提升 EMI 和热性能.....	14
3、品类持续向高速率方向扩张，头部客户内占比份额提升.....	16
4、产能高速扩张，匹配下游需求.....	17
三、汽车连接器转型 Tier-1，有望形成业务第二支点.....	18
1、围绕比亚迪打造标杆性客户，拓展产品矩阵同时拓展客户群体.....	18
2、积极拓展汽车类客户，产能扩充积极应对.....	19
四、投资建议.....	21
五、风险提示.....	22

图表目录

图 1：2018-2021 年公司营业收入情况（单位：亿元）.....	8
图 2：2018-2021 年公司营业收入分产品占比.....	8
图 3：2018-2021 年各业务毛利率.....	8
图 4：公司发展历程.....	9
图 5：公司股权结构图.....	9
图 6：2018-2022Q3 公司营收和净利润情况.....	10
图 7：2018-2022Q3 公司销售毛利率、净利率情况.....	10
图 8：公司营运能力优秀.....	10
图 9：2019-2022Q3 公司研发投入与研发费用率.....	11

图 10: 连接器产业链.....	13
图 11: 2020 年全球连接器下游应用领域产值占比.....	13
图 12: 全球通信连接器市场规模及预测情况.....	14
图 13: 中国通信连接器市场规模及预测情况.....	14
图 14: 一种具有蜂窝状散热结构的连接器的制作方法.....	14
图 15: SFP 连接器散热器光纤外壳.....	14
图 16: 公司原材料平均采购价格.....	15
图 17: 公司通信连接器组件毛利率.....	15
图 18: 1x6 通讯连接器壳体.....	15
图 19: 2x3 通讯连接器壳体.....	15
图 20: 2018-2022 年 H1 铜价变化.....	16
图 21: 公司原材料成本占比未有大幅提升.....	16
图 22: 2017-2021 年公司通讯连接器组件营收 (亿元).....	16
图 23: 2017-2021 年安费诺贡献收入及比例.....	17
图 24: 2017-2021 年中航光电贡献收入及比例.....	17
图 25: 公司通讯连接器业务客户资源.....	17
图 26: 通讯连接器项目预计营收利润 (单位: 亿元).....	18
图 27: 通讯连接器项目满产营收结构.....	18
图 28: 公司汽车连接器组件营业收入及增速.....	19
图 29: 供应比亚迪产品品类.....	19
图 30: 公司汽车连接器业务客户资源.....	20
图 31: 汽车连接器项目效益预测.....	21
图 32: 汽车连接器项目收入构成.....	21
图 33: 鼎通科技历史 PE Band.....	22
图 34: 鼎通科技历史 PB Band.....	22
表 1: 公司连接器产品梳理.....	6
表 2: 汽车连接器组件梳理.....	7
表 3: 精密模具梳理.....	7
表 4: 模具零件梳理.....	7
表 5: 2021 年限制性股票激励计划业绩考核安排.....	9
表 6: 公司核心技术及具体应用.....	10

表 7: 公司在研项目及具体应用	11
表 8: 2020 年 IPO 募资新建产能项目	12
表 9: 2022 年募资新建产能项目	12
表 10: 通信连接器种类	12
表 11: 高速通讯连接器项目产值情况	17
表 12: 汽车连接器核心技术	19
表 13: 汽车连接器项目产值情况	20
表 14: 收入结构预测	21
表 15: 估值对比表	22
附: 财务预测表	23

一、深耕通讯连接器，服务器连接器品类持续拓展

1、通信连接器组件起家，深耕高速传输能力

公司专注连接器及连接器组件，以精密模具能力著称。公司成立于 2003 年，2020 年 12 月 18 日科创板上市，专注于通讯连接器组件和汽车连接器组件，依靠精密模具设计开发、产品制造一体化综合服务的竞争优势。2017 年收购河南鼎润的 100% 股权，并聚焦通讯及汽车连接器组件的生产加工和销售，拥有 31 项发明专利和 75 项国家实用新型专利，先后通过了 ISO9001:2015 质量管理体系认证、ISO14001:2015 质量管理体系认证、IATF16949:2016 汽车管理系统认证，“基于端子双触点接触高屏蔽性高速连接器”和“车载多用型矩形连接器”被认定为广东省高新技术产品。



- **通讯连接器及组件产品：**应用于服务器、交换机等大型数据存储及交换设备，公司生产的通讯连接器组件主要是高速背板连接器组件和 I/O 连接器组件，主要包括精密结构件和壳体（CAGE）等，是通讯连接器模块重要的组成部分。客户群体集中，主要为安费诺、莫仕和中航光电等连接器模组制造厂商供应 over-molding 高速通讯连接器，及 1*1 到 2*8 的 OSFP-CAGE 产品，经客户集成为通讯连接器模组并配套供应华为、中兴通讯和爱立信等通讯设备生产商。
- **汽车连接器组件产品：**供应知名哈尔巴克、莫仕、泰科等知名汽车电子提供商，最终应用于大众、宝马等国际知名汽车品牌。

表 1：公司连接器产品梳理

产品系列	产品图片	产品特征	产品功能
精密结构件		①信号 PIN 全自动高速冲压成型，屏蔽层二次注塑成型； ②尺寸微小、高精度，信号 PIN 冲压公差控制在 $\pm 0.005\text{mm}$ ，注塑过程信号 PIN 变形程度控制在 $\pm 0.02\text{mm}$ 以内	用作高速背板连接器和 I/O 连接器等高速通讯连接器模块的核心传输组件
精密结构件		尺寸微小、结构复杂、高精度；采用一次注塑成型。	起绝缘、屏蔽、保护、固定和引导作用
通讯连接器壳体（CAGE）		①壳体经分步高速冲压、组装、焊接等工序，工序复杂； ②插脚使用 3D 鱼眼设计，免焊设计并满足保持力要求； ① 具有 1xM、2xM 多种规格； ② 具备良好屏蔽功能，加装散热器	①搭载 I/O 连接器模块； ②屏蔽信号干扰、固定、散热

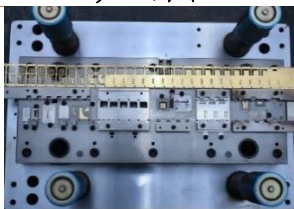

资料来源：招股说明书、招商证券

表 2: 汽车连接器组件梳理

产品图片	产品特征	产品功能
	①信号 PIN 全自动高速冲压成型、一次注塑成型； ②抗震动、抗冲击，具备出色的机械性能、传导性能和环境适应性	通常阳性接触件和阴性接触件插入完成电连接
	①一次注塑成型； ②抗震动、抗冲击	绝缘、屏蔽、保护、固定和引导


资料来源：招股说明书、招商证券

表 3: 精密模具梳理

产品系列	产品图片	产品功能	应用场景
冲压模具		加工连接器组件中的精密接触件产品，模具精度可达 $\pm 0.003\text{mm}$	生产和加工通讯连接器和汽车连接器组件
注塑模具		用于连接器信号 PIN 上精准注塑和胶壳的一次注塑成型	生产和加工通讯连接器和汽车连接器组件

资料来源：招股说明书、招商证券

表 4: 模具零件梳理

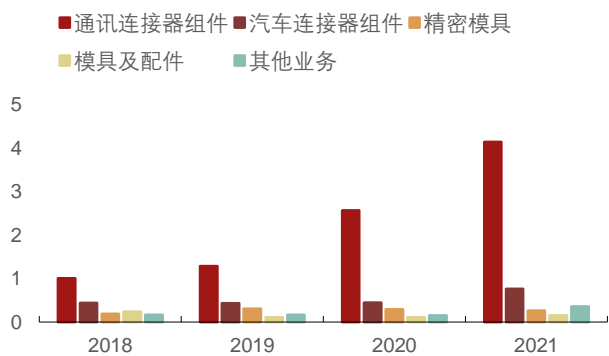
产品系列	产品图片	产品功能
边块		在模具中挤压前后模仁，使前后模仁的基准边保持在同一基准点上
冲头		利用开模动作，使冲子冲穿料带，形成设计的胚料尺寸。使模具零件能够按垂直于开合模方向或与开合模方向成一定角度滑动
刀口		与冲头配合使用，使模具零件能够按垂直于开合模方向或与开合模方向成一定角度滑动，使冲子冲穿料带，形成设计的胚料尺寸

资料来源：招股说明书、招商证券

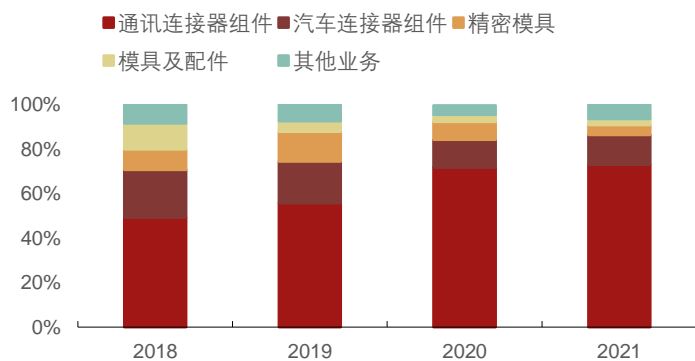
整体营收高速增长，通讯连接器板块维持高速增长。鼎通科技深耕连接器领域十余年，主要收入由通讯连接器及汽车连接器构成，2021 年公司通讯连接器实现营业收入达 4.15 亿元，同比增长 2.73%，占公司总营业收入的 72.99%，是公司最主要的业务。

图 1: 2018-2021 年公司营业收入情况 (单位: 亿元)

图 2: 2018-2021 年公司营业收入分产品占比



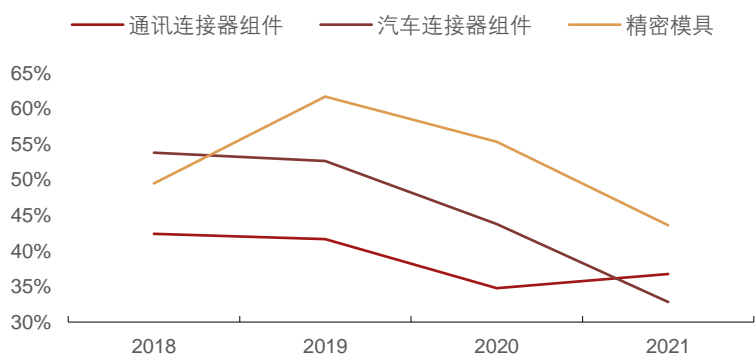
资料来源: 公司公告、招商证券



资料来源: 公司公告、招商证券

产品精密程度高, 毛利率水平维持较高水平。2018-2021 年公司通讯连接器精密结构件、汽车连接器组件、精密模具和模具及配件毛利率均处于 25% 以上, 2021 年通讯连接器组件毛利率为 36.76%, 同比提升 2pct, 其中连接器壳体 CAGE 毛利率为 35.13%, 同比提升 13.75pct, 系市场对 CAGE 产品需求旺盛、公司不断提升通讯连接器 CAGE 中部件散热器的自供比例等因素。新能源汽车连接器及其组件毛利率下降系开发新产品前期投入较高, 随着交付规模扩大预计毛利率有望提升。

图 3: 2018-2021 年各业务毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

2、公司发展历程及治理

(1) 发展历程: 深耕连接器多年, 产品力持续提升

深耕连接器领域, 形成“通讯+汽车”双驱动。公司成立于 2003 年, 位于广东省东莞市, 2008 年成立河南省鼎润科技实业有限公司, 从事通讯连接器组件、汽车连接器组件的生产和加工, 2017 年收购河南鼎润 100% 股权, 2020 年于科创板上市。

图 4：公司发展历程

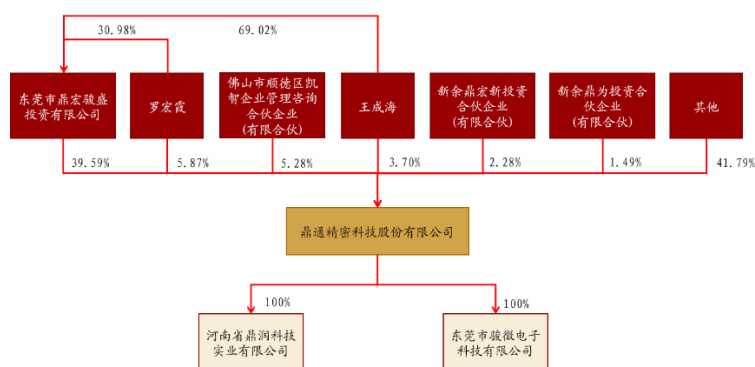


资料来源：公司官网、招商证券

(2) 创始人持股比例高，增加员工持股提升激励

公司控股股东为鼎宏骏盛，罗宏霞、王成海夫妇为实际控制人。其中，董事长王成海直接持有 3.7% 的股份，董事长夫人罗宏霞直接持有 5.87% 的股份，并通过鼎宏骏盛、新余鼎为、新余鼎宏间接持股。王总与罗总夫妻二人商议为一致行动人。公司拥有两家全资子公司，其中河南省鼎润科技实业有限公司的业务性质为通讯连接器组件、汽车连接器组件的生产和加工。

图 5：公司股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

2021 年公司实施限制性股票激励计划，提出高增长目标。激励对象包括董事、高管人员及核心技术人员在内的 25 名，本次限制性股票激励计划分为三个归属期。其中，第一、第二和第三个归属期对应的考核年度分别在 2021 年、2022 年和 2023 年，业绩考核以 2020 年度净利润为基数，目标值分别为当年净利润增长率不低于 50%、110% 和 173%。该股票激励计划有利于健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司员工的积极性。

表 5：2021 年限制性股票激励计划业绩考核安排

归属期	对应考核年度	业绩考核目标	目标值	触发值
第一个归属期	2021	以 2020 年度净利润为基数，	50%	40%
第二个归属期	2022	2021/2022/2023 年净利润增长率	110%	88%
第三个归属期	2023		173%	138%

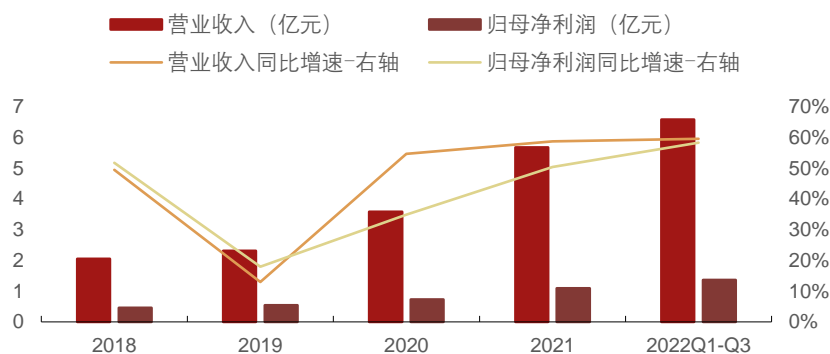
资料来源：公司公告、招商证券

3、业绩高速增长，盈利能力极强

2022 年前三季度实现营收 6.58 亿元，同比增长 60.09%，归母净利润 1.36 亿元，同比增长 52.80%。2018-2021 年，公司营收 CAGR 达 40.45%，归母净利润 CAGR 达 33.32%。公司 2021 年实现营收 5.68 亿元，同比增长 58.76%，归母净利润 1.09 亿元，同比增长 50.39%。受益于通讯连接器及组件市场需求不断增长，公司营收和净利润保持较高

增速。

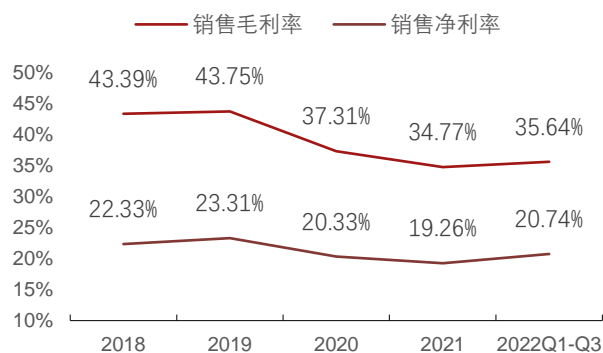
图 6: 2018-2022Q3 公司营收和净利润情况



资料来源: 公司公告、招商证券

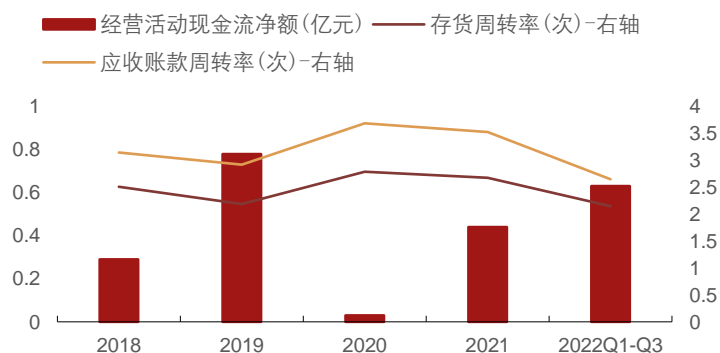
2018-2022 年前三季度公司毛利率均超过 30%。高速通讯连接器及其组件需要按照客户需求进行生产,且结构复杂、精度要求较高,毛利率在行业中维持在较高水平。2022 年前三季度毛利率为 35.64%,2021 年毛利率为 34.77%,同比下降 1.22pct,系原材料价格上涨所致。2021 年公司经营活动现金净额 0.44 亿元,同比增长 12 倍,主要原因是销售商品、提供劳务收到的现金增加;公司 2022 年前三季度经营活动现金流净额 0.63 亿元,应收账款周转率 2.65 次,应付账款周转率 3.07 次,公司现金流较充裕,存货周转较快,账龄较短,营运能力优秀。

图 7: 2018-2022Q3 公司销售毛利率、净利率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 公司营运能力优秀



资料来源: 公司公告、招商证券

4、注重研发投入，形成技术壁垒

重视通讯连接器和汽车连接器的技术储备与创新,拥有精密模具设计开发技术等多项核心技术。连接器生产工艺的精细化、专业化程度高。连接器关键技术指标包括产品尺寸、加工公差、产品结构复杂程度和质量稳定性等,目前主要由客户根据应用场景进行设计,因此不同客户、不同连接器品类之间技术指标存在较大的差异。公司建设了涵盖产品设计、核心工艺、精密模具开发和制造、产品精密加工和技术检测全流程的技术体系。

表 6: 公司核心技术及具体应用

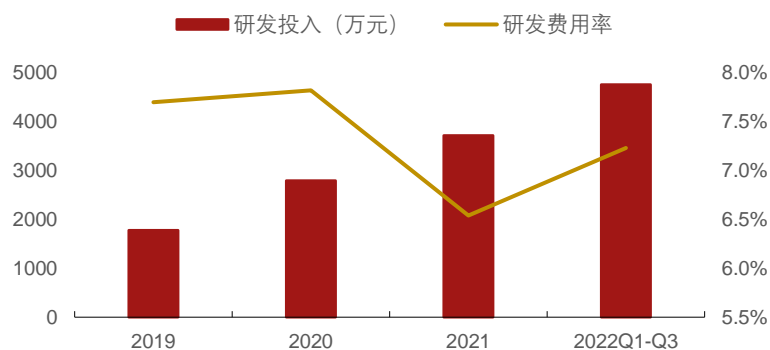
技术名称	具体应用
精密模具设计开发技术	通讯连接器和汽车连接器精密模具开发
微型印刷电路板连接器信号 PIN 冲压成型技术	微型印刷电路板连接器信号 PIN 冲压成型
高速 I/O 连接器插脚 3D 冲压成型技术	高速 I/O 连接器壳体冲压成型
全自动卷对卷式信号 PIN 注塑成型技术	通讯连接器信号 PIN 注塑成型
汽车连接器全自动信号 PIN 埋入技术	汽车连接器信号 PIN 注塑成型
自动裁切、抓取、注塑及检测一体化技术	汽车连接器注塑成型

技术名称	具体应用
10G byte/s 高速集成网络连接模组技术	10G byte/s 高速集成网络连接模组产品设计与生产

资料来源：公司公告、招商证券

2022 年前三季度公司研发投入 4759 万元，目前以拥有 109 项专利。公司高度重视知识产权管理，截至 2022 年 9 月 30 日，公司及其子公司已获得 109 项专利，其中国内授权发明专利 34 项，实用新型授权专利 75 项。同时，为巩固竞争优势，公司持续加大研发投入，2022 年前三季度研发投入为 4759 万元，占当期营业收入的 7.23%，同比增长 102.28%，主要原因是公司新增多个在研项目，加大引入研发人员和提高研发人员薪酬。目前公司拥有新能源汽车新型导电母排技术研发等众多在研项目。

图 9：2019-2022Q3 公司研发投入与研发费用率



资料来源：公司公告、招商证券

表 7：公司在研项目及具体应用

在研项目名称	进展或阶段性成果	具体应用前景
高压屏蔽互锁连接器	研发阶段	新能源汽车
电池管理模组水冷板	研发阶段	新能源汽车
新能源汽车高压连接器	研发阶段	新能源汽车
采集线束连接器组件	研发打样	新能源汽车线束
新能源汽车新型高低超导母排技术	研发打样	新能源汽车动力连接
新能源汽车新型导电母排技术	改进中	新能源汽车动力连接
新能源汽车超低温超导母排技术 PIN 冲压成型技术	改进中	新能源汽车动力连接
新能源汽车智能电子锁	改进中	新能源汽车
新能源汽车复合铜排	改进中	新能源汽车
多接口屏蔽壳体组件连接器	研发阶段	通讯 I/O 连接器
插座壳体连接器	工艺流程已获客户认可	通讯 I/O 连接器
高速传输微矩形电连接器	研发打样	通讯 I/O 连接器
母端弯式线束组件	改进中	新能源汽车
高速通讯插针插孔部件连接器	改进中	背板连接器
多芯圆形连接器	改进中	通讯 I/O 连接器
服务器散热器	性能测试	通信服务器

资料来源：公司公告、招商证券

5、在手订单饱满，募集资金扩充产能

2020 年 12 月公司首发募资 4.45 亿元用于连接器生产基地与研发中心建设项目。其中 3.91 亿元用于连接器生产基地建设项目，位于河南省信阳市平桥区，建设期 2 年，计划用地 7.6 万平方米。该项目达产后，预计将新增年产 330 万件高速通讯连接器（相当于 82158 万个通讯连接器组件）和 2124 万件汽车连接器（相当于 18216 万个汽车连接器组件）产能，预计实现年新增销售收入 5.81 亿元，税后投资内部收益率为 26.26%，由公司子公司河南鼎润实施建设。同时投资 0.54 亿元用于研发中心建设项目，建设期 2 年，由鼎通精密作为实施主体，旨在提高生产技术水平、改进工艺流程、降低新产品快速投放所带来的生产成本的以及提升盈利水平。目前首发募投项目建设已完成的厂房部

分已进行投产，其他部分将随着客户需求逐步投入机器设备等。截至 2022 年 H1，连接器生产基地建设项目投入进度已达 74.61%，将进一步释放公司产能，满足业务扩展的需求；研发中心投入进度达 60.28%。

表 8: 2020 年 IPO 募资新建产能项目

项目名称	投资金额	IRR	实施主体
连接器生产基地建设项目	3.91 亿元	26.26%	河南省鼎润科技实业有限公司
研发中心建设项目	0.54 亿元	\	东莞市鼎通精密科技股份有
合计	4.45 亿元	\	\

资料来源：公司公告、招商证券

2022 年 4 月公司发布定增计划，拟投资 8 亿元用于高速通讯连接器组件生产建设项目、新能源汽车连接器生产建设项目，以及补充流动资金。其中 3.88 亿元用于高速通讯连接器组件生产建设项目，建设期 30 个月，预计将新增年产 4,770 万个高速通讯连接器组件产能，年均新增营业收入 6.21 亿元，税后投资内部收益率为 18.86%。投资 2.52 亿元于新能源汽车连接器生产建设项目，拟在河南省信阳市平桥区工业园实施，预计将新增年产 2,490 万件新能源汽车连接器产能，年均新增营业收入 3.66 亿元，税后投资内部收益率 15.72%。高速通讯连接器组件与新能源汽车连接器生产建设项目均由河南鼎润实施建设，另外投资 1.6 亿元用于补充流动资金。

表 9: 2022 年募资新建产能项目

项目名称	投资金额	IRR	实施主体
高速通讯连接器组件生产建	4.26 亿元	18.86%	河南省鼎润科技实业有限公司
新能源汽车连接器生产建设	2.67 亿元	15.72%	河南省鼎润科技实业有限公司
补充流动资金	1.60 亿元	\	\
合计	8.53 亿元	\	\

资料来源：公司公告、招商证券

为扩展海外市场，2022 年 7 月 19 日公司公告拟 800 万美元自有资金投资新设立马来西亚全资子公司。其主营业务为高速通讯连接器、新能源汽车连接器、精密模具及模具零件的研发、生产和销售。

二、服务器连接器：品类扩张驱动高速增长，持续向高速率方向升级

1、产业链上游组件格局相对分散，中游整件格局相对集中

配套服务器、交换机等数通设备，通信连接器种类丰富。连接器是连接电气端子以形成电路的耦合装置，配套通信终端整体架构发挥功能。基本结构由接触件、绝缘体、外壳、附件构成。接触件主要由磷铜、黄铜、紫铜等铜材构成，避免信号在传输过程中受到过多阻碍或衰退；外壳由 PA、LCP 等塑胶材料构成；电镀材料由镀金、镀锡、镀镍和镀银等金属材料构成。通信连接器主要包括光纤连接器和电连接器件，广泛应用于航空、航天、国防等，电连接器是连接两个有源器件的器件，用于传输电流或信号。移动通信基础设施中的基站、基站控制器、移动交换网络都将用到大量、多种规格的连接器件，包括射频连接器、电源连接器、背板连接器、PCB 连接器、光模块连接器等。

表 10: 通信连接器种类

连接器种类	功能	应用领域
多线电缆连接器	DB 型连接器包括 DB-9、DB-15、DB-25 连接器，连接串口设备及并口电缆；DIX 连接器使用滑扣来实现连接；DIN 连接器有不同的针以及针的排列形式	DB25 连接器是目前微机与线路接口的常用器件；DIX 连接器常用于连接粗缆以太网；DIN 连接器常用于 Macintosh 和 AppleTalk 网络连接
双绞线连接器	RJ11 连接器是电话线类连接器，支持 2 线和 4 线；RJ45 连接器是插孔式标准 8 位模块化接口，体积比 RJ11 连接器较大，并且支持 8 线，具有较高的共模抑制能力	RJ11 常用于于用户电话线接入；RJ45 连接器常用于网络中连接双绞线

连接器种类	功能	应用领域
同轴电缆连接器	T 接头用于连接同轴电缆和 BNC 连接器；BNC 连接器是 Bayonette 卡口式桶型连接器；终端器用于电缆，内部有一个精心选择的匹配网络电缆特性的电阻，且必须接地。	电缆、网段，粗缆以太网中常使用 N 型连接器
射频同轴连接器	螺纹连接型包括 APC-7、N、TNC、SMA、SMC、L27、L16、L12、L8、L6 等射频同轴连接器，可靠性高、屏蔽效果好；卡口连接型包括 BNC、C、Q9、Q6 等射频同轴连接器，连接方便、快捷；直插推连接型包括 SMB、SSMB、MCX 等，结构简单、紧凑、体积小、易于小型化	安装接在电缆或仪器上，应用于民用、军用、电子等

资料来源：扬州精诚、招商证券

公司作为连接器零部件供应商，处于通讯连接器产业链上游。经过多年积累已与安费诺、中航光电、莫仕等行业知名的连接器厂商建立了长期合作关系。随着 AI 推进进程加快，高速率数通设备需求提升，其市场需求将持续增加且对性能要求更高。

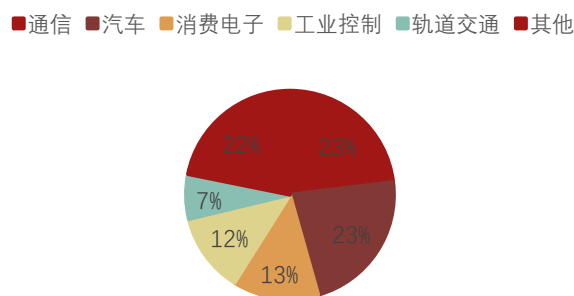
产业链下游通信、汽车、消费电子、医疗等行业集中度逐步提高。通信与汽车领域产品与技术不断更新迭代，因此连接器厂商需要不断进行技术创新以满足客户需求。随着对电子元件供应商的资质审定标准不断提高，对电子元件供应商的产品品质、研发实力、服务水平、交货期限等都提出了更高的要求，诸如泰科电子、安费诺、莫仕和安波福等国际知名连接器厂商市场份额逐步提高。产业链上游连接器组件厂商格局相对分散，中游连接器整件厂商格局相对集中。连接器下游应用广泛，根据 Bishop&Associate 数据，2020 年连接器下游应用中产值前五名分别是汽车（22.55%）、通信（23.08%）、消费电子（13.32%）、工业（12.3%）、轨道交通（6.93%）。通信和汽车领域产值最大，2020 年总产值分别达 144.79 亿美元和 141.46 亿美元，其中通信领域需求同比增长 1.5%。

图 10：连接器产业链



资料来源：瑞可达招股说明书、招商证券

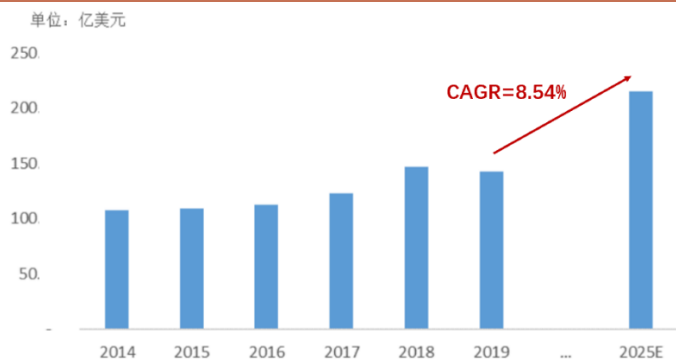
图 11：2020 年全球连接器下游应用领域产值占比



资料来源：Bishop & Associates、招商证券

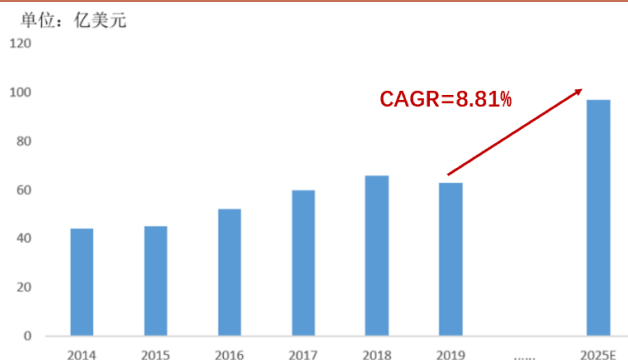
全球及我国通信连接器市场规模基本保持增长态势。根据 Bishop & Associates 数据，全球连接器市场规模从 2010 年 458 亿美元增长至 2021 年 780 亿美元。下游通信、汽车、军工防务等应用领域的市场需求以及产品技术的持续迭代推动全球连接器市场规模不断扩大，根据 Bishop & Associates 数据，预计 2025 年全球、中国通信连接器市场规模将分别达到 215 亿美元和 95.57 亿美元。2019-2025 年，中国通讯连接器占全球通讯连接器市场规模比例将从 43.92% 提升至 44.47%。

图 12: 全球通信连接器市场规模及预测情况



资料来源: Bishop & Associates、招商证券

图 13: 中国通信连接器市场规模及预测情况

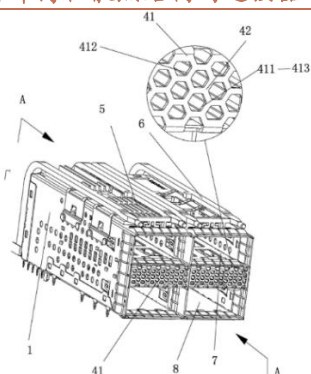


资料来源: Bishop & Associates、招商证券

2、服务器连接器品类升级，加装散热器提升 EMI 和热性能

服务器、交换机等下游应用场景的增加，对高性能通讯连接器的传输速率和稳定性提出了更高的要求。随着插拔式 I/O 数据速率提高，需要有效限制光纤收发器产生的 EMI 辐射和热量，通常通过 EMI 抑制工具来完成，如使用金属薄板壳体或压铸外壳。连接器壳体作用：1.端子间的电气绝缘，2.固定端子的几何位置，利于插入和尺寸稳定，3.为端子提供机械保护和支撑，4.将端子从应用环境中隔离开来，减少对腐蚀的敏感。对连接器传输速率和稳定性的要求是连接器在有限空间内布局更多的传输线路以实现更快的传输速率，使得连接器产品精细化程度进一步提升；另一方面，由于传输速率的提升加速了连接器发热程度，因此需要通过加装散热器实现更高的散热效率，散热器安装在通讯连接器壳体上，使通讯连接器在信号高速传输过程中保证温度维持在一定的较低水平，而不同产品对散热器的散热性能要求有所差异，因此散热器的结构、材质、款式等差异较大，需要依据产品性能要求进行定制。目前，公司具备优秀的模具设计开发以及精密制造能力，使产品能够更好地满足微型化、高精密度的要求。公司还加大了散热器的自主生产加工，进一步降低了散热器的采购成本、提升了高速通讯连接器模组的稳定性。

图 14: 一种具有蜂窝状散热结构的连接器的制作方法



资料来源: X 技术、招商证券

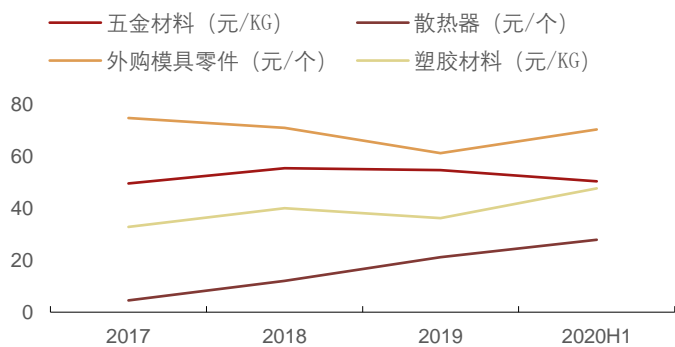
图 15: SFP 连接器散热器光纤外壳



资料来源: 拓普瑞泰、招商证券

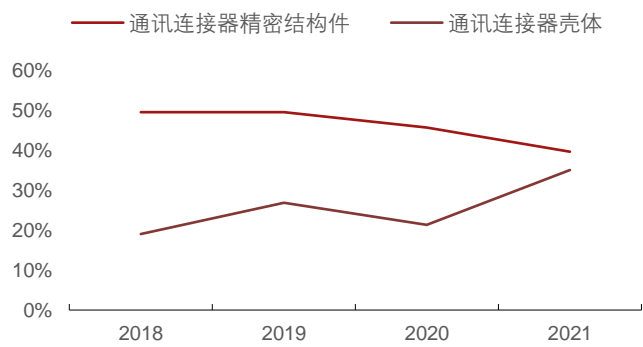
散热器自供比例不断提升，通讯连接器原材料费用占比降低。2017-2019 年公司采购散热器的平均采购价格分别为 4.54 元、12.02 元和 21.16 元，散热器平均采购价格逐年提高，是由于 CAGE 产品的复杂程度及传输速率不断提升，对于散热效率提出了更高的要求。2020 年公司对通讯连接器壳体散热器进行研发，新增风冷散热器模组、散热器热管模组等多个研发项目，部分散热器产品成功获得客户认证，实现散热器子件自供生产，提高毛利率水平。2021 年公司开展水冷散热器及热管模组研发项目，其散热器多模块组合已完成相关技术验证，工艺流程得到客户认可，同时不断提高 CAGE 产品其中部件散热器的自供比例，进一步提升产品价值量，通信连接器组件毛利率维持在高位。2021 年通讯连接器壳体 CAGE 毛利率同比提高 13.75pct，高速通讯业务营业收入和净利润都保持较快增长。

图 16: 公司原材料平均采购价格



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 17: 公司通信连接器组件毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

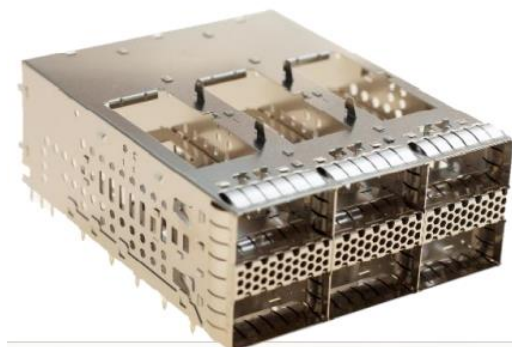
以中高端产品为主要方向,持续扩充产品品类并提升毛利率。公司制造能力优秀,生产的通讯连接器组件具有微型化、结构复杂、高精度的技术特征,在冲压等连接器关键生产环节具有优势,核心产品升级拉动公司毛利率水平提升。公司增加 CAGE 产品型号和料号,从 1x1 CAGE 量产逐渐延伸至 1x4 CAGE、2xN CAGE 等产品,丰富终端应用场景。

图 18: 1x6 通讯连接器壳体



资料来源: 公司公告、招商证券

图 19: 2x3 通讯连接器壳体



资料来源: 公司公告、招商证券

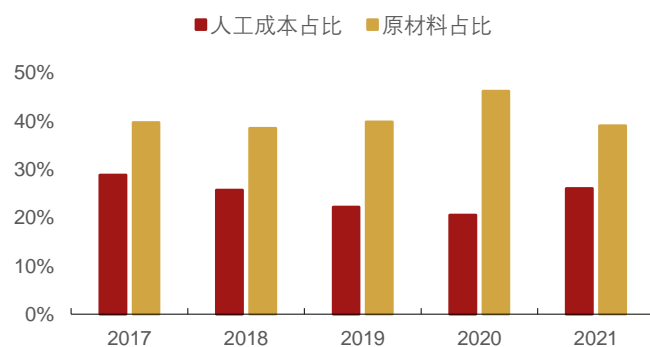
通胀不利影响下,公司成本控制能力凸显。公司原材料根据材质和用途分为五金材料、塑胶材料、散热器、外购模具零件等,其中五金材料主要为铜材,塑胶材料主要包括 LCP、PA 和 PBT 等。受全球疫情、乌俄战争、汇率波动等外部因素影响,全球供应结构性偏紧,大宗原材料价格大幅上涨,铜价从 2020 年 3 月最低点 3.76 万元/吨持续上涨,2021 年维持在 6.50 万元/吨以上。在铜价持续上涨的压力下,公司一方面通过产品拓展、改良工艺减少原材料废料、提升产品良率等措施,完善和细化成本控制体系,原材料涨价对公司及子公司河南鼎润的影响是有限的;另一方面,产业链上下游物流通畅,上游供应商交付不受限,下游客户的需求仍然旺盛,公司积极与客户协商,根据市场波动进行产品价格调整,及时将原材料成本上涨部分传导至客户端,有效地控制公司的成本和费用,生产经营情况良好。2021 年通讯连接器壳体 CAGE、通讯连接器精密结构件、汽车连接器组件、精密模具及模具零件的原材料费用占比分别为 52.37%、16.85%、29.84%、52.10%和 34.08%;直接人工分别为 24.16%、21.78%、35.21%、30.32%和 42.38%。

图 20: 2018-2022 年 H1 铜价变化



资料来源: 长江有色金属市场、招商证券

图 21: 公司原材料成本占比未有大幅提升

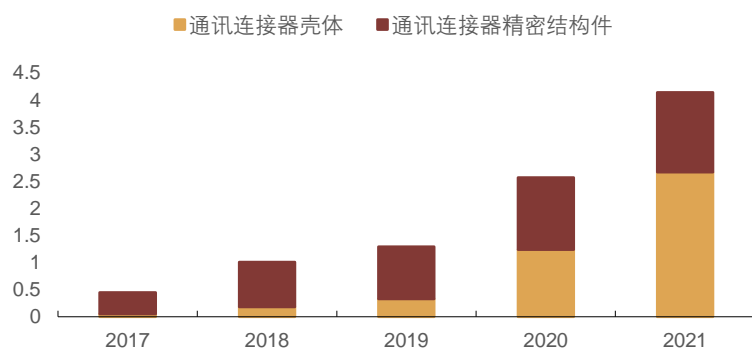


资料来源: 公司年报、招商证券

3、品类持续向高速率方向扩张，头部客户内占比份额提升

加大对 I/O 连接器、接口壳体等高速率产品类型的延伸，通讯连接器壳体营收占比不断提升。公司坚持大客户优先战略，针对客户需求不断纵向扩张业务与丰富产品类型，如扩张壳体规格、在 CAGE 产品中加装散热器部件，CAGE 产品的销售单价也相对提高。随着国内外科技巨头和运营商不断加大对新基建的投入，公司通讯连接器壳体 CAGE 产品销量不断增长。2021 年通讯连接器壳体实现营业收入 2.67 亿元，同比增长 115.32%，占通讯连接器组件营业收入的 64.34%。

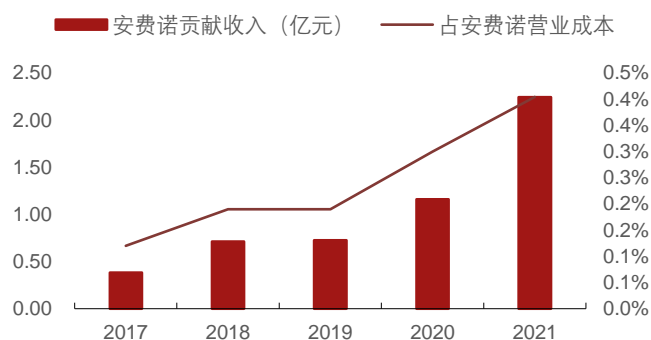
图 22: 2017-2021 年公司通讯连接器组件营收 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

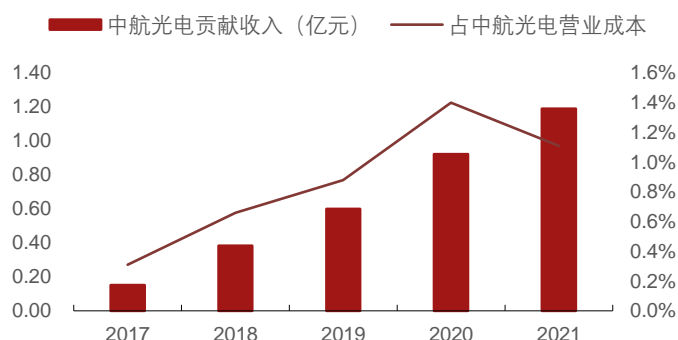
随着公司品类扩张，公司在下游客户的销售份额提升。公司主要客户为莫仕、安费诺、中航光电、泰科电子、哈尔巴克等连接器行业内知名企业，客户集中度较高，2021 年前 5 大客户销售额达 5.13 亿元，占全年销售总额 90.27%。公司通讯产品料号属于非标定制化，通过不断扩张产品料号以丰富对应的应用场景，如增加散热器部件、预防信号屏蔽、增加 EMI 产品等提升产品价值量并拉动盈利水平。安费诺贡献收入由 2017 年 0.38 亿元提升至 2021 年 2.24 亿元，占其营业成本比例由 0.38% 提升至 2.24%；中航光电贡献收入由 2017 年 0.15 亿元提升至 2021 年 1.19 亿元，占其营业成本比例由 0.31% 提升至 1.11%，受益于品类扩张，公司与莫仕、安费诺、中航以及泰科的合作不断加深。

图 23: 2017-2021 年安费诺贡献收入及比例



资料来源: wind、招商证券

图 24: 2017-2021 年中航光电贡献收入及比例



资料来源: wind、招商证券

4、产能高速扩张，匹配下游需求

公司在通讯连接器领域积累了丰富行业经验及优质的下游客户资源。主要客户为莫仕、安费诺、中航光电等国际知名的连接器厂商，经客户集成其他功能件后形成通讯连接器模组或连接器系统，并最终使用在华为、中兴通讯、爱立信、烽火、浪潮、思科、腾讯、阿里巴巴、三星、日立、锐捷、诺基亚、亚马逊等终端客户的产品中。2019、2020、2021、2022 年前三季度公司对前五名客户合计销售额占当期营业收入的比例分别为 85.23%、91.65%、90.27%和 89.32%，客户集中度较高。

图 25: 公司通讯连接器业务客户资源



资料来源: 公司公告、招商证券

扩充高速通讯连接器组件产能应对增量客户订单。公司定增拟投资 3.88 亿用于高速通讯连接器产能扩充，该项目拟新增 1X1CAGE、2X1CAGE 通讯连接器壳体及通讯连接器精密结构件 WAFER，项目建设期 2.5 年，预计满产后各项产品产值分别为 4.6 亿元、1.3 亿元和 0.3 亿元，预计年均新增营业收入 6.2 万元，新增净利润 1.07 亿元，各产品贡献利润分别为 74.43%、20.63%和 4.94%，税后投资内部收益率为 18.86%。

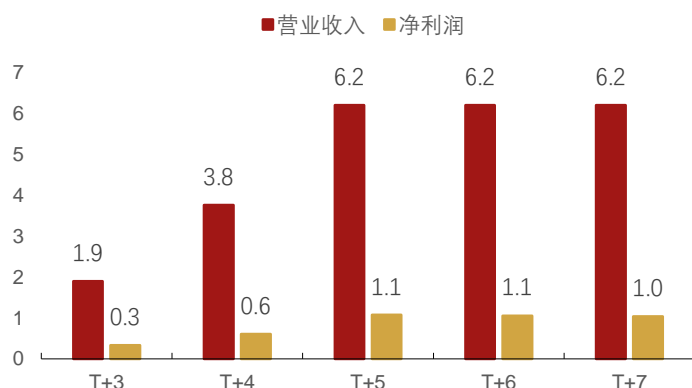
表 11: 高速通讯连接器项目产值情况

		T+3 (30%)	T+4 (60%)	T+5 (100%)
1X1CAGE	产值(万元)	14139	27996	46193
	产能(万个/年)	558	1116	1860
	单价(元)	25.34	25.09	24.83
2X1CAGE	产值(万元)	3919	7759	12803
	产能(万个/年)	513	1026	1710
	单价(元)	7.64	7.56	7.49

	T+3 (30%)	T+4 (60%)	T+5 (100%)
WAFER 连接器 产值(万元)	939.04	1859	3068
产能(万个/年)	360	720	1200
单价(元)	2.61	2.58	2.56
总产值(亿元)	1.9	3.8	6.2
毛利率	32.10%	31.29%	33.26%
净利率	17.29%	16.12%	17.30%
净利润(亿元)	0.33	0.61	1.07

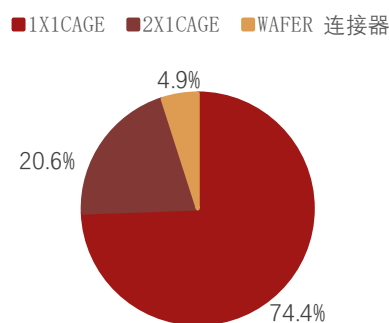
资料来源：公司公告、招商证券

图 26: 通讯连接器项目预计营收利润 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

图 27: 通讯连接器项目满产营收结构



资料来源：公司公告、招商证券

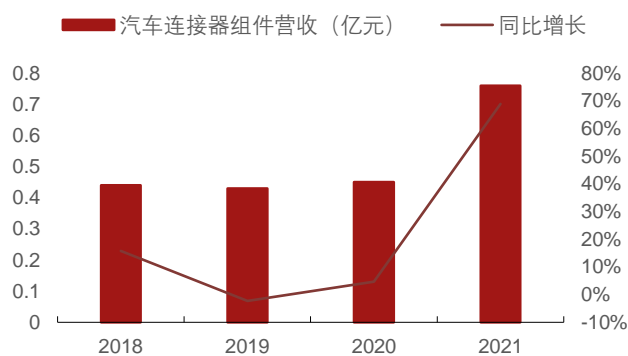
三、汽车连接器转型 Tier-1，有望形成业务第二支点

1、围绕比亚迪打造标杆性客户，拓展产品矩阵同时拓展客户群体

公司汽车连接器及其组件业务从 Tier2 向 Tier1 转变，不断加深与比亚迪等客户的合作。公司生产的汽车连接器及其组件产品则要求抗震动、抗冲击，具备出色的机械性能、电气性能、环境适应性及安全功能，公司汽车业务板块以控制器、线束连接器、高压连接器为重点，增加相应辅助工艺和性能测试设备，如组装、焊接等工艺，并对其进行电阻、耐压等测试，目前主要应用于大众、宝马、福特、吉利、北汽、奇瑞等国内外汽车品牌。2021 年汽车连接器及其组件实现了 7,593.68 万元收入，较上年同期增长 67.10%。

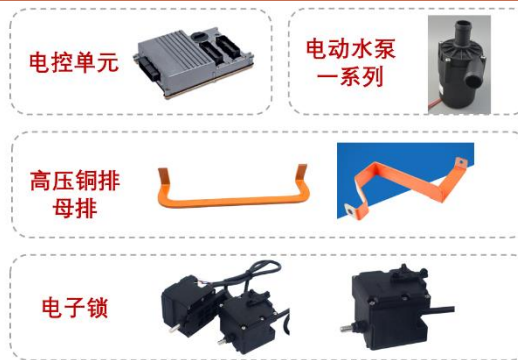
- **高压连接器**: 主要用于新能源汽车高压大电流回路，将电池包的能量通过不同的电气回路输送到整车系统各部件。
- **电动水泵连接器**: 能以液冷的方式对新能源汽车电池包、电机、电控进行温度控制。与传统机械水泵相比，电动水泵具有结构紧凑、安装方便、控制灵活、性能可靠、功耗低、效率高等优点。
- **电控连接器**: 可替代传统的制动主缸+真空泵 ESP/ABS，具备防抱死、驱动打滑、动态稳定控制等各项安全功能，同时具备高集成性、轻量化以及更高效能量回收等特征。
- **充电口电子锁连接器**: 主要用于新能源汽车交流充电口，其优异的内部齿轮结构、快速方便的止转功能，能够防止交流充电枪在新能源汽车充电时自动脱落，从而为新能源汽车充电提供安全保障。

图 28: 公司汽车连接器组件营业收入及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 29: 供应比亚迪产品品类



资料来源: 公司公告、招商证券

掌握多项汽车连接器核心技术，多品类开发产品。随着新能源汽车渗透率不断提升，高压连接器、电子水泵、电控连接器、充电口电子锁等新能源汽车核心零部件市场规模有望实现高速增长。电控连接器作为一款高度集成的 onebox 集成系统，在新能源汽车搭载线控制动的情况下将迎来良好的发展前景。新能源汽车在充电过程中需要传输高电压、大电流，为确保新能源汽车充电的安全性和可靠性，防止交流充电枪在新能源汽车充电时自动脱落，每台新能源汽车均需配备一个充电口电子锁。

表 12: 汽车连接器核心技术

核心技术名称	工艺参数及精度	应用领域
汽车连接器精密模具设计开发技术	精密冲压模具整体加工精度可达 $\pm 0.003\text{mm}$, 模具零件加工精度可达 $\pm 0.001\text{mm}$	汽车连接器精密模具开发
汽车连接器全自动信号 PIN 埋入技术	将带扣位的信号 PIN 完全埋入到塑胶体内, 信号 PIN 不存在松脱或接触不良的情况, 保证汽车连接器产品的稳定性与安全性	汽车连接器信号 PIN 的注塑成型工艺
自动裁切、抓取、注塑及检测一体化技术	摆放位置精准度可控制在 0.02mm 以内, 具有精度高、速度快、误差小的特点	汽车连接器注塑成型工艺

资料来源: 公司公告、招商证券

2、积极拓展汽车类客户，产能扩充积极应对

以终端汽车厂商和 PACK 厂商为主，进一步开拓新客户新产品。公司是汽车电子类产品提供商哈尔巴克、莫仕、泰科电子的供应商，同时正从二级供应商逐渐转变为一级供应商，目前已与比亚迪、菲尼克斯电气 (PHOENIX CONTACT)、南都电源、蜂巢能源、亿纬锂能等建立合作。随着“碳中和”的政策落实，汽车电子化比例的不不断提升，新能源汽车渗透率不断提高，2021 年公司已向 Tier1 供应商转变，并将继续加大对客户群体的开拓，制定合理有效的考核机制，建立一支稳定而强有力的销售队伍，匹配相关研发人员，新增工艺、加强工艺能力、丰富工艺路线，多品类开发，开拓更多产品线。

图 30: 公司汽车连接器业务客户资源



资料来源: 公司公告、招商证券

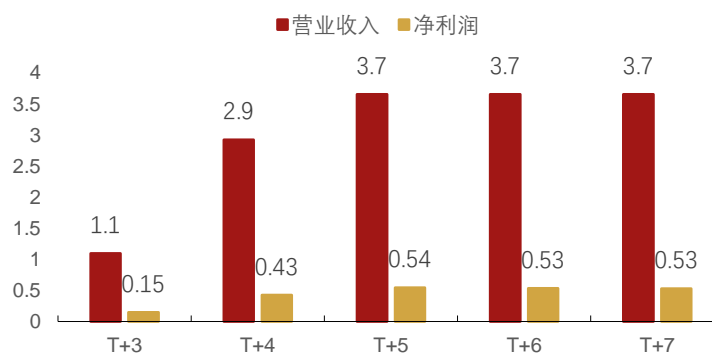
扩充新能源汽车连接器组件产能应对增量客户订单。公司定增拟投资 2.52 亿用于新能源汽车连接器产能扩充, 该项目拟新增电动水泵连接器、电控连接器、高压连接器和充电口电子锁连接器, 项目建设期为 2.5 年, 预计满产后各项产品产值分别为 9729 万元、11070 万元、14572.80 万元和 1207.50 万元, 预计年均新增营业收入为 36579.30 万元, 年均新增净利润 5147.60 万元, 各产品贡献利润分别为 26.60%、30.26%、39.84%和 3.30%, 税后投资内部收益率为 15.72%。

表 13: 汽车连接器项目产值情况

	T+3 (30%)	T+4 (80%)	T+5 (100%)
电动水泵连接器 产值 (万元)	2919	7783	9729
产能 (万件/年)	45	120	150
单价 (元)	64.86	64.86	64.86
电控连接器 产值 (万元)	3321	8856	11070
产能 (万件/年)	81	216	270
单价 (元)	41 元	41 元	41 元
高压连接器 产值 (万元)	4372	11658	14573
产能 (万件/年)	576	1536	1920
单价 (元)	7.59	7.59	7.59
充电口电子锁 产值 (万元)	362	966	1209
产能 (万件/年)	45	120	150
单价 (元)	8.05	8.05 元	8.05 元
总产值 (亿元)	1.1	2.9	3.7
毛利率	27.84%	29.39%	30.22%
净利率	13.67%	14.63%	14.84%
净利润 (亿元)	0.15	0.43	0.54

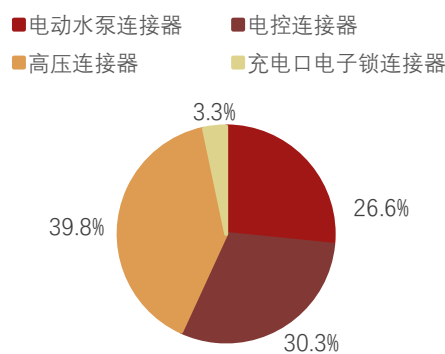
资料来源: 公司公告、招商证券

图 31: 汽车连接器项目效益预测



资料来源: 公司公告、招商证券

图 32: 汽车连接器项目收入构成



资料来源: 公司公告、招商证券

四、投资建议

公司专注于研发、生产、销售通讯连接器精密组件和汽车连接器精密组件, 凭借集精密模具设计开发与产品制造的一体化综合服务能力, 与国际连接器巨头厂商建立长期稳固的合作关系。公司产品品类持续扩张, 在大客户体内份额持续提升; 同时公司在汽车连接器领域积极向 Tier-1 转型, 深度绑定行业龙头比亚迪。公司直接受益于发展 AI 对算力需求的拉动, 通讯连接器业务增长有望超预期。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别 1.68 亿元/2.51 亿元/3.60 亿元, 对应增速为 54%/49%/44%, 对应 PE 分别为 38.9X/26.1X/18.1X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

- **通讯连接器:** 公司通讯连接器定位全球头部客户市场, 聚焦安费诺、莫仕、中航光电等全球一线客户, 随着产品种类拓展及产品附加值提升, 在客户中所获份额持续提升。公司产品保持高盈利能力, 过去三年毛利率分别为 41.7%/34.8%/36.8%。为了积极相应大客户订单, 公司积极拓展通讯连接器产能, 预计新募投项目达产后贡献 6.2 亿产值, 其中 1*1CAGE、1*2CAGE、WAFER 连接器产能占比分别为 74%、21%、5%, 大客户需求旺盛叠加产能持续拓展保障公司通讯端收入持续高速增长
- **汽车连接器:** 公司积极拓展国产汽车客户并推动汽车连接器从 Tier-2 向 Tier-1 转型, 由组件向连接器整件延伸。公司与比亚迪深度合作, 供应比亚迪产品系列从铜排拓展至电动水泵、高压互锁、电控连接器等品类并逐步向高压连接器拓展。同时公司客户资源持续增加, 除比亚迪以外新拓展出菲尼克斯电气、南都电源、蜂巢能源、亿纬锂能等优质客户。受益于新能源汽车渗透率提升及汽车国产化率提升, 预计公司汽车连接器产品将保持高速增长。

表 14: 收入结构预测

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	231.4	357.8	568.0	839	1,241	1,805
通讯连接器	129.1	257.2	414.6	609.4	889.7	1,290.1
汽车连接器	43.3	45.4	75.9	151.9	273.4	437.4
模具及其它	58.9	55.2	77.5	77.5	77.5	77.5
收入增长率	13.0%	54.6%	58.8%	47.7%	47.9%	45.5%
通讯连接器	28.0%	99.1%	61.2%	47.0%	46.0%	45.0%
汽车连接器	-1.5%	5.0%	67.1%	100.0%	80.0%	60.0%
模具及其它	-1.8%	-6.4%	40.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	43.8%	37.3%	34.8%	36.4%	36.2%	35.8%
通讯连接器	41.7%	34.8%	36.8%	38.8%	39.0%	39.0%
汽车连接器	52.6%	43.8%	32.8%	32.0%	30.0%	28.0%
模具及其它	41.8%	43.9%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%

资料来源: iFinD、Wind、招商证券

表 15: 估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		21	22E	23E	21	22E	23E	21	22E	23E			
瑞可达	688800.SH	1.23	2.31	3.33	55%	88%	44%	66	35	24	4.8	13%	91
永贵电器	300351.SZ	0.32	0.42	0.58	16%	33%	36%	44	33	24	2.4	7%	54
中航光电	002179.SZ	1.86	1.66	2.09	38%	-11%	26%	30	33	26	5.2	16%	899
平均		1.13	1.46	2.00	36%	37%	35%	46	34	25	4.1	12%	
鼎通科技	688668.SH	1.28	2.11	3.27	50%	65%	55%	60	39	26	6.8	18%	65

资料来源: wind、招商证券

图 33: 鼎通科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 34: 鼎通科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

五、风险提示

- 1) 大客户需求不及预期:** 公司前五大客户占比较高, 收入增长较大程度上依赖于大客户订单。未来, 若公司无法持续深化与现有主要客户的合作关系与合作规模、无法有效开拓新客户资源并转化为收入, 将可能对公司经营业绩产生较大不利影响。若由于客户自身原因导致订单需求放缓, 则可能公司营收增长低于我们的预期。
- 2) 毛利率下滑风险:** 公司历史业绩保持较高毛利率水平。若原材料价格、人力成本等持续上升而公司无法通过提升售价、提高生产效率、降低单位损耗等方式予以应对, 或未来公司不能持续进行自主创新和技术研发, 不能及时适应市场需求或技术迭代变化, 不能优化产品结构、提升毛利率较高的产品占比, 或者产品销售价格和采购成本出现较大不利变化, 将使公司面临毛利率波动甚至下滑的风险。
- 3) 汽车连接器毛利率下滑风险:** 新能源汽车连接器及其组件产品在生产工序、结构形态、材料材质、装配工艺等方面与公司原有的传统燃油汽车连接器组件产品存在一定差异, 且由于前期订单数量较少或相对分散, 工艺熟练度尚有待提升, 难以通过批量化大规模生产降低单位生产成本, 故毛利率相对较低, 进而影响了汽车连接器及其组件毛利率。
- 4) 原材料价格上涨风险:** 公司主要原材料属于国际大宗商品, 受宏观环境影响存在一定的波动。公司将通过不断深化与下游客户的合作关系、改良工艺、实施精细化管理等措施消化原材料上涨的风险。但如果未来主要原材料价格出现大幅波动, 公司仍将面临着主要原材料价格波动对公司经营业绩带来不利影响的风险。
- 5) 限售股解禁风险:** 2023 年 6 月 19 日定向增发机构配售股份解禁, 占总股本 14.49%; 2023 年 12 月 21 日首发原股东限售股份解禁, 占总股本 52.89%。限售股解禁后可能对公司交易层面造成波动。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	641	644	754	966	1309
现金	68	42	77	87	90
交易性投资	320	138	138	138	138
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	120	202	229	282	411
其它应收款	2	1	2	3	4
存货	98	178	184	272	399
其他	31	84	124	183	267
非流动资产	237	366	450	525	591
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	151	251	339	418	489
无形资产商誉	46	45	40	36	33
其他	40	71	70	70	70
资产总计	878	1010	1204	1491	1900
流动负债	116	173	212	299	424
短期借款	35	16	0	0	0
应付账款	59	124	179	266	389
预收账款	0	1	1	2	3
其他	21	32	32	32	32
长期负债	28	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他	28	31	31	31	31
负债合计	144	204	243	331	455
股本	85	85	99	99	99
资本公积金	484	489	489	489	489
留存收益	165	231	372	572	858
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	734	806	960	1160	1446
负债及权益合计	878	1010	1204	1491	1900

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3	44	184	180	198
净利润	73	109	168	251	360
折旧摊销	17	25	34	44	53
财务费用	1	2	0	0	0
投资收益	(0)	(1)	(5)	(4)	(4)
营运资金变动	(87)	(90)	(22)	(125)	(234)
其它	(0)	(2)	9	15	23
投资活动现金流	(384)	(7)	(119)	(120)	(120)
资本支出	(63)	(146)	(124)	(124)	(124)
其他投资	(321)	139	5	4	4
筹资活动现金流	401	(63)	(30)	(50)	(75)
借款变动	40	(63)	(16)	0	0
普通股增加	21	0	14	0	0
资本公积增加	357	5	0	0	0
股利分配	(15)	(9)	(27)	(50)	(75)
其他	(2)	3	0	0	0
现金净增加额	21	(26)	35	10	3

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	358	568	839	1241	1805
营业成本	224	370	534	791	1159
营业税金及附加	3	5	6	9	13
营业费用	6	5	8	12	18
管理费用	19	35	45	65	90
研发费用	28	37	60	88	126
财务费用	1	0	0	0	0
资产减值损失	(2)	(5)	(3)	0	0
公允价值变动收益	0	5	1	0	0
其他收益	1	4	4	4	4
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	76	120	187	280	403
营业外收入	6	6	1	1	1
营业外支出	1	3	0	0	0
利润总额	82	122	188	281	404
所得税	9	13	20	30	43
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	73	109	168	251	360

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	55%	59%	48%	48%	45%
营业利润	30%	57%	56%	49%	44%
归母净利润	35%	50%	54%	49%	44%
获利能力					
毛利率	37.3%	34.8%	36.4%	36.2%	35.8%
净利率	20.3%	19.3%	20.0%	20.2%	20.0%
ROE	14.3%	14.2%	19.0%	23.6%	27.7%
ROIC	13.0%	13.5%	18.8%	23.5%	27.6%
偿债能力					
资产负债率	16.4%	20.2%	20.2%	22.2%	23.9%
净负债比率	4.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.5	3.7	3.6	3.2	3.1
速动比率	4.7	2.7	2.7	2.3	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9	1.1
存货周转率	2.8	2.7	3.0	3.5	3.5
应收账款周转率	3.6	3.5	3.9	4.8	5.2
应付账款周转率	4.6	4.0	3.5	3.6	3.5
每股资料(元)					
EPS	0.74	1.11	1.70	2.53	3.65
每股经营净现金	0.03	0.45	1.86	1.83	2.00
每股净资产	7.43	8.15	9.72	11.74	14.63
每股股利	0.09	0.28	0.51	0.76	1.09
估值比率					
PE	89.8	59.7	38.9	26.1	18.1
PB	8.9	8.1	6.8	5.6	4.5
EV/EBITDA	71.3	46.6	30.3	20.7	14.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022 年加入招商证券。

鄢凡 北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14 年证券从业经验，08-11 年中信证券，11 年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT 及中小盘大组主管。

刘浩天 招商证券通信行业研究助理 中央财经大学金融硕士，曾就职于安信证券，2022 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；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。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。