

意华股份(002897)

报告日期: 2021年9月24日

深度报告

# 光伏支架和汽车连接器驱动成长

——意华股份深度报告

公司研究——通信设备行业一

分析师: 张建民 执业证书编号: S1230518060001  
分析师: 汪洁 执业证书编号: S1230519120002

## 报告导读

公司一体两翼布局驱动发展: 光伏支架实现海外大客户广泛覆盖, 开始发力国内整机市场; 汽车连接器获突破, 成长空间巨大。首次覆盖, “买入”评级。

## 投资要点

### □ 光伏支架: 拓客&扩产促进快速发展

全球光伏发电装机快速, 跟踪支架渗透率持续提升, 尤其国内只有 5.0%的渗透率, 大幅低于海外的 49.8%, 国内市场弹性空间更为客观。

客户拓展超预期: 公司是全球光伏跟踪支架龙头 NEXTracker 的主力供应商, 此外成功开拓 Array Technologies、GCS、FTC 等主流客户;

产品升级: 收购天津晟维实现从结构件向下游整机拓展, 下半年已经开始竞标。

产能扩张: 天津和泰国新建产能都已实现批量出货, 满足客户需求增长。

锁定利润: 于 2021 年 5 月完成客户议价, 锁定钢价与汇率, 保证盈利能力。

### □ 连接器: 汽车连接器有望打开新空间

传统燃油汽车的汽车连接器多为低压低速连接器, 未来汽车电动化/智能化发展催生高压、高速连接器需求, 打开汽车连接器巨大市场空间。

公司紧密围绕头部 Tier 1 厂商, 为客户定制开发车载 BMS、高频高速、T-BOX 等产品, 并自主研发下一代核心产品。目前公司主要客户包括华为、APTIV、GKN、比亚迪、吉利等。公司已经为华为定制开发了 ADAS、MDC、5G T-BOX 等多系列连接器。

子公司苏州远野 2021H1 增收 110%, 实现扭亏, 有望步入快速成长通道。

### □ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年收入增速 33%、22%、23%, 归母净利润增速 2%、72%、34%; PE 为 35 倍、20 倍、15 倍。汽车连接器业务的逐步放量 and 太阳能支架国内外的持续拓展, 公司业绩有望超预期, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

可能的催化剂: 汽车连接器产品和客户拓展超预期; 光伏支架国内拓展超预期。

风险提示: 1) 疫情反复对公司业务影响超预期; 2) 海外贸易政策对光伏支架业务影响超预期; 3) 行业竞争加剧等导致毛利率下滑; 4) 原材料价格波动带来的影响超预期的风险等。

## 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3268	4340	5284	6506
(+/-)	101.43%	32.78%	21.75%	23.13%
净利润	180	183	314	423
(+/-)	310.00%	1.54%	71.95%	34.40%
每股收益(元)	1.06	1.07	1.84	2.48
P/E	35.38	34.85	20.27	15.08

## 评级

## 买入

上次评级 首次评级

当前价格 ¥ 37.33

## 单季度业绩

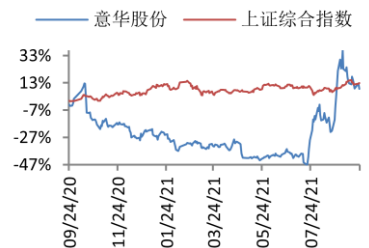
元/股

2Q/2021 0.21

1Q/2021 0.16

4Q/2020 0.04

3Q/2020 0.23



## 公司简介

公司成立于 1995 年, 是国内领先的连接器厂商, 2019 年公司收购意华新能源切入太阳能光伏支架领域, 形成了“连接器+太阳能支架”一体两翼业务布局。

报告撰写人: 张建民

联系人: 汪洁

证券研究报告

## 正文目录

<b>1. 一体两翼业务布局</b>	<b>4</b>
<b>2. 光伏支架：预期将快速增长</b>	<b>5</b>
2.1. NEXTracker 主供应商	5
2.2. 拓展国内和整机市场	7
2.3. 扩产&锁价稳健发展	8
<b>3. 连接器：汽车领域带来弹性</b>	<b>9</b>
3.1. 全面布局重点应用领域	9
3.2. 汽车领域打开成长空间	11
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>14</b>
4.1. 盈利预测	14
4.2. 估值水平	15
4.3. 投资建议	16
<b>5. 风险提示</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司近年来收入情况	4
图 3: 公司近年来利润情况	4
图 4: 公司分产品收入情况 (亿元)	5
图 5: 公司分产品收入占比情况	5
图 6: 全球 2018-2040 年各类型发电装机平均增速预测	5
图 7: 2020 年全球光伏跟踪支架市场份额	6
图 8: 截止 2020 年十大跟踪支架厂商出货量数据	6
图 9: 意华新能源合并利润表归母净利润	7
图 10: 我国光伏行业装机预测	7
图 11: 中信博近年来收入情况	8
图 12: 国内光伏支架厂商 2020 年相关收入	8
图 13: 公司连接器产品情况	9
图 14: 全球连接器市场规模	10
图 15: 中国连接器市场规模	10
图 16: 2020 年全球连接器按地域市占率	10
图 17: 2020 年全球连接器按应用领域市占率	10
图 18: 2019 年全球连接器厂商市场份额	10
图 19: 国内部分连接器厂商 2020 年连接器相关收入情况	10
图 20: 公司连接器细分收入情况	11
图 21: 汽车智能化催生高速连接器需求	12
图 22: 全球自动驾驶发展预测	12

图 23: 国内车联网产业 2020-2035 年远景规划 .....	12
图 24: 全球汽车电子市场规模情况, 亿美元 .....	13
图 25: 汽车电动化催生高压连接器需求 .....	13
表 1: 2025 年我国光伏支架市场规模测算 .....	8
表 2: 高速、高压汽车连接器市场规模测算 .....	14
表 3: 公司细分业务收入预测 .....	15
表 4: 公司细分板块盈利预测 .....	16
表 5: 可比公司相当估值情况 .....	16
表附录: 三大报表预测值 .....	18

## 1. 一体两翼业务布局

公司成立于1995年，是国内领先的连接器厂商，公司以通讯连接器为核心，消费电子连接器为重要构成，汽车等其他连接器为延伸，客户涵盖华为、中兴、富士康、霍尼韦尔、伟创力、安波福、智邦、启基、和硕、海康威视、OPPO、小米等企业。

2019年公司收购意华新能源切入太阳能光伏支架领域，形成了“连接器+太阳能支架”一体两翼业务布局，2021年公司收购天津晟维51%股权，进一步完善公司在太阳能支架领域的布局。

图1：公司发展历程



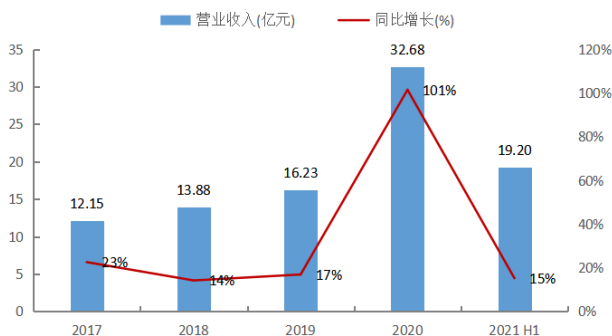
资料来源：浙商证券研究所

2020年公司收入为32.68亿元，同比增长101.43%，连接器、太阳能支架营业收入分别为17.90亿元和13.23亿元，占营收比例分别为55%和40%，归母净利润约为1.80亿元，同比增长310%。收入和利润的大幅增长主要系意华新能源并表以及连接器、太阳能支架业务的快速增长带动。

2021年上半年公司收入为19.20亿元，同比增长15.22%，归母净利润6695.97万元，同比下降47.89%，主要原因系原材料涨价幅度较大，对公司产品毛利率造成影响，公司积极调整，5月底光伏支架业务与大客户完成重新谈价，预计未来盈利能力将获恢复。

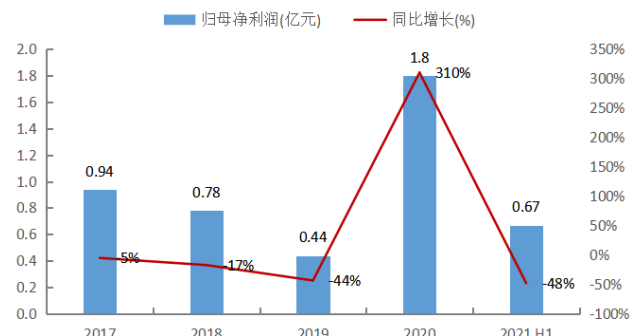
未来高端连接器、汽车连接器等将带动公司连接器业务的发展，光伏支架业务随着行业需求的持续增长和公司市场&客户开拓、产品升级等带动，有望快速增长，两翼共同发力，公司整体向好发展。

图2：公司近年来收入情况



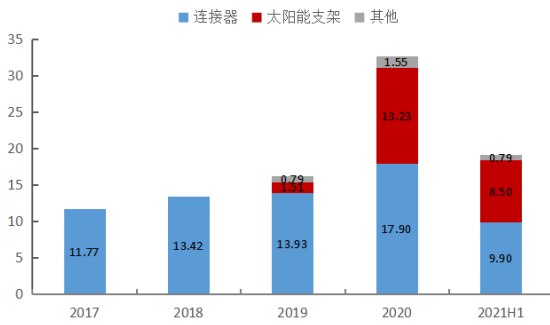
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：公司近年来利润情况



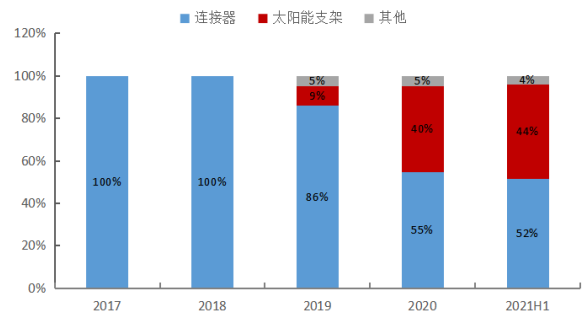
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：公司分产品收入情况（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：公司分产品收入占比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 光伏支架：预期将快速增长

### 2.1. NEXTracker 主供应商

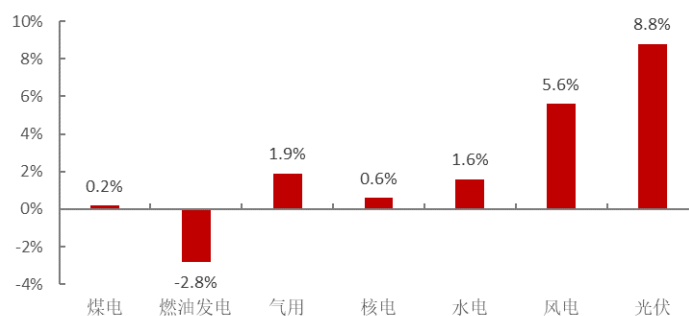
2019 年公司 5.15 亿元收购乐清意华新能源科技有限公司切入太阳能光伏支架领域。意华新能源成立于 2015 年，主要业务为太阳能传动装置组件、光伏支架、光伏焊管、光伏结构件的研发生产销售。

光伏支架是太阳能光伏发电系统中为了支撑、固定、转动光伏组件而设计安装的特殊结构件，按照能否跟踪太阳转动区分为固定支架和跟踪支架；其中，采用跟踪支架的光伏系统，其组件朝向根据光照情况进行调整，可减少组件与太阳直射光之间的夹角，获取更多的太阳辐照，可有效提高发电效率。

**光伏发电装机规模增长叠加跟踪支架的高投资收益带动光伏跟踪支架需求快速增长。**

太阳能光伏发电作为可再生能源的重要代表具有普遍性、无污染、丰富性、长久性等优点，近年来新增装机容量呈快速发展态势，2020 年全球太阳能光伏发电总装机容量达 707.5GW，较 2019 年增长 126.7GW。国网能源研究院预测 2018-2040 年全球光伏发电装机平均增速 8.8%，在各类型发电装机中增速领先。

图 6：全球 2018-2040 年各类型发电装机平均增速预测



资料来源：国网能源研究院，浙商证券研究所

Global Market Insights 预测到 2026 年全球太阳能光伏支架系统市场规模将从 2019 年的超过 99 亿美元增长到 160 亿美元以上，复合增速 7.1%。

与常规组件+固定支架相比，双面+跟踪的解决方案可达到更高的投入收益比，平均度电成本优势明显。以中国区项目为例，应用双面组件比常规组件发电量高 5%-15%，应用跟踪支架比固定支架增益再加 5%-15%，实现更低的度电成本和更高的投资回报率。

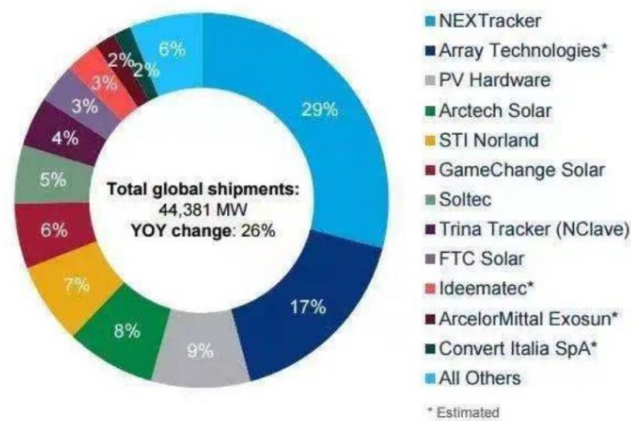


根据 Global PV Tracker Market Report - 2020, 目前全球跟踪支架在 > 1MW 的地面项目中占比, 海外跟踪支架装机量占 49.8%。基于跟踪支架在度电成本和投资回报率上的优势, 未来在高性价比及平价上网双驱动下, 未来跟踪支架渗透率有持续提升。

**意华新能源是 NT 主力供应商, 并且成功拓展海外其他主流客户。**

意华新能源目前是 NEXTracker 主力供应商, 为其提供光伏跟踪支架相关结构件, NEXTracker 在 2020 年全球光伏跟踪器出货量中占比 29%, 市场排名第一, 公司 2020 年第一大客户收入 12.61 亿元。同时公司积极拓展其他海外客户, 目前已经成功开拓 Array Technologies、GCS、FTC 等跟踪支架 TOP10 厂商, 为未来持续增长奠定基础。

**图 7: 2020 年全球光伏跟踪支架市场份额**



资料来源: 伍德麦肯兹, 浙商证券研究所

**图 8: 截止 2020 年十大跟踪支架厂商出货量数据**

Historical global PV tracker shipments for the top ten market leaders of 2020, Pre-2012 - 2020

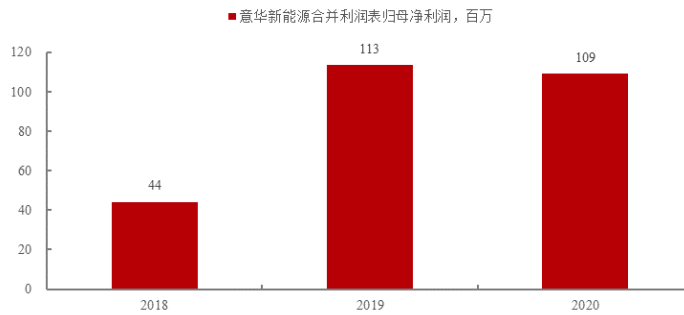
	Company	Pre-2012	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Cumulative
1	NEXTracker	-	-	3	301	1,672	3,450	4,807	6,028	10,201	12,918	39,380
2	Array Technologies	411	692	943	493	1,490	2,024	1,985	2,370	5,615	7,412	23,435
3	PV Hardware	9	3	23	40	93	227	719	1,847	1,670	3,807	8,438
4	Artech Solar	-	-	12	25	100	700	810	1,733	2,006	3,428	8,814
5	STI Norland	108	-	61	115	131	61	514	846	1,558	3,102	6,496
6	GameChange Solar	-	-	-	-	-	84	121	621	1,110	2,507	4,443
7	Soltec	19	3	4	90	241	450	1,100	1,600	2,909	2,231	8,647
8	Trina Tracker (NClave)	39	53	65	150	295	348	642	1,189	1,549	1,910	6,240
9	FTC Solar	-	10	371	64	389	198	-	19	423	1,515	2,989
10	Ideematec	-	120	170	70	87	50	444	486	1,487	1,304	4,218

Note: Yellow shading indicates that the shipment number is estimated  
Source: Wood Mackenzie

资料来源: 伍德麦肯兹, 浙商证券研究所

意华新能源承诺 2019 年净利润分别不低于 6500 万元, 2019 年和 2020 年两个年度实现的净利润合计不低于 14000 万元, 2019 年、2020 年和 2021 年三个年度实现的净利润合计不低于 22500 万元。2020 年, 意华股份太阳能支架业务收入达到 13.23 亿元, 2019 年、2020 年意华新能源合并利润表归母净利润金额分别为 1.13 亿元、1.06 亿元, 扣非后归母净利润分别为 1.06 亿元、0.88 亿元。

图 9：意华新能源合并利润表归母净利润



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

光伏跟踪支架渗透率提升和需求快速增长趋势下，公司具有成本优势和客户优势，继续看好公司海外光伏支架业务发展。

## 2.2. 拓展国内和整机市场

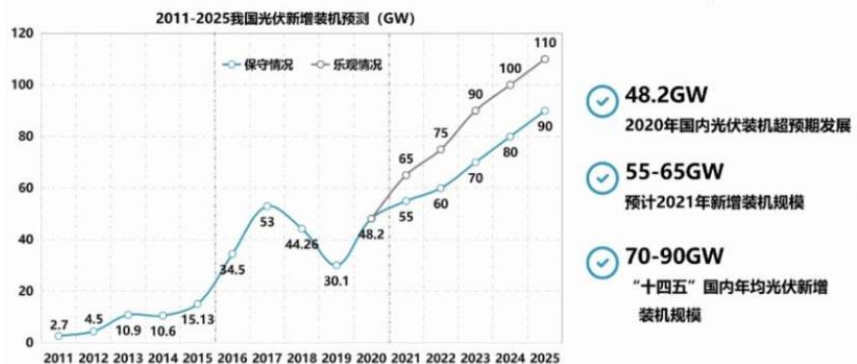
2021年6月，公司收购天津晟维51%股权进一步完善光伏支架领域布局，从光伏支架结构件销售向下游光伏支架整机拓展。

天津晟维以研发设计业务为主，已有较成熟的整体支架方案，目前已研发设计出三类平单轴跟踪支架产品：双排组件独立驱动跟踪系统，单排组件独立驱动跟踪系统，单排组件联排驱动系统，具备多项专利及TUV国际认证。

### 国内跟踪支架市场规模预期乐观，2025年有望达到115-176亿元。

国内在双碳的大战略下，光伏装机未来预期持续乐观，根据中国光伏行业协会预测，2020年我国光伏新增装机规模48.2GW，预计2021年将达到55GW至65GW，未来五年年均新增装机可达到70-90GW，2025年最高可达110GW。

图 10：我国光伏行业装机预测



资料来源：中国光伏行业协会，浙商证券研究所

此前由于补贴等因素，初期投资成本是国内厂商考虑的重要因素，固定支架由于其成本优势在我国渗透率非常高。参考中信博年报数据，2020年公司固定支架、跟踪支架分别实现收入13.6亿元、17.1亿元，固定支架、跟踪支架销售量分别为5128.54MW、3103.95MW，对应1GW固定支架、跟踪支架的初始投资为2.7亿元、5.5亿元。

根据IHS数据显示，在>1MW的地面项目中占比，中国跟踪支架装机量占5.0%，大幅低于海外跟踪支架装机量占比49.8%，国内光伏跟踪支架装机量大幅低于全球水平。基于跟踪支架在度电成本和投资回报率上的优势，未来在高性价比及平价上网双驱动下，预计未来我国跟踪支架的渗透率有望大幅提升。

参考光伏行业协会对光伏装机量的预测,假设2025年国内跟踪支架渗透率有望达到向海外水平靠拢达到40%-50%,单GW投资成本本年降幅10%,我们预计2025年整体光伏支架市场规模将达到202-264亿元,其中跟踪支架市场规模将达到115-176亿元。

表 1: 2025 年我国光伏支架市场规模测算

	2020 年		2025 年-中性		2025 年-乐观	
	固定支架	跟踪支架	固定支架	跟踪支架	固定支架	跟踪支架
光伏新增装机量	48.2GW		90GW		110GW	
跟踪支架渗透率	5%-10%		40%		50%	
装机规模	43.4-45.8GW	2.4-4.8GW	54GW	36GW	55GW	55GW
单 GW 投资额	2.7 亿元	5.5 亿元	1.6 亿元	3.2 亿元	1.6 亿元	3.2 亿元
市场规模	117-124 亿元	13-27 亿元	86 亿元	115 亿元	88 亿元	176 亿元
合计市场规模	137-144 亿元		202 亿元		264 亿元	

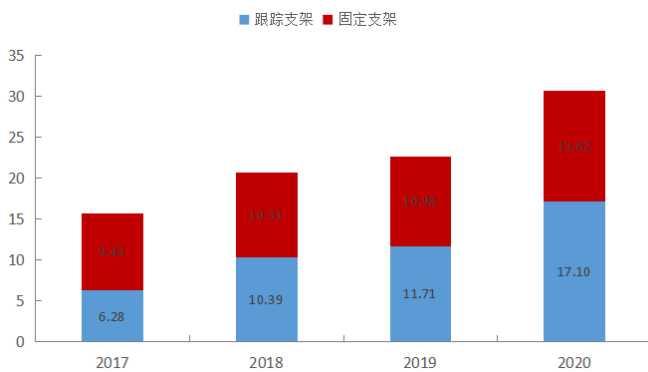
资料来源: 浙商证券研究所

### 基于技术、成本优势和海外的产品经验,看好公司未来在国内市场的开拓。

国内厂商中,目前中信博份额居前。中信博是全球领先的光伏跟踪支架系统、固定支架系统及 BIPV 系统制造商和解决方案提供商,截至 2020 年底,中信博累计安装量近 32GW,在全球近 40 个国家市场成功安装了近 1100 个项目。此外天合光能、清源股份、爱康科技、拓日新能、振江股份等上市公司也有光伏支架相关业务。

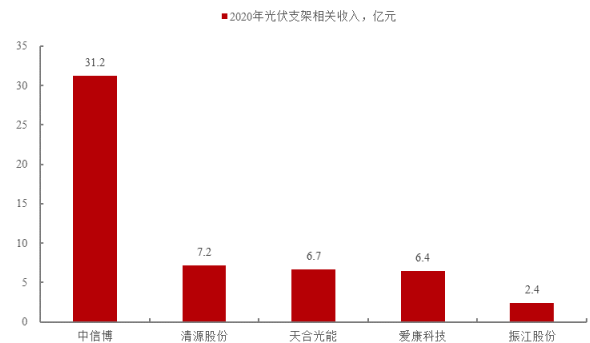
公司在跟踪支架结构件方面具备技术和成本优势,通过收购天津晟维,将有效整合双方优势资源,自主品牌切入国内整机市场,进一步打开成长空间。目前各项工作正在努力进展中,下半年已开始竞标。

图 11: 中信博近年来收入情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 12: 国内光伏支架厂商 2020 年相关收入



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 2.3. 扩产&锁价稳健发展

2020 年 3 月,意华新能源以自有资金于泰国投资设立泰华新能源科技(泰国)有限公司,提高客户的需求的快速反应能力。同时公司和客户建立了战略合作关系,共同参与客户的研发,有助于提升客户粘性和扩大市场份额。

2020 年 11 月,意华新能源以自有资金 5000 万元投资设立天津子公司,进一步扩大产能,并且支撑公司光伏支架业务在国内市场的拓展,此外天津子公司的设立也有利于进一步整合上下游供应链资源,降低采购成本,提升公司综合实力和核心竞争优势。目前天津子公司已开始生产并批量出货。

公司已经于 2021 年 5 月份完成与客户的议价,现在客户订单价格是根据当天的钢材价格浮动的,客户订单下达后,公司会直接锁定钢价与汇率,以保证公司的利润。



### 3. 连接器：汽车领域带来弹性

#### 3.1. 全面布局重点应用领域

连接器是连接两个有源器件的电子产品，在电路内被阻断处或孤立不通的电路之间，架起沟通的桥梁，使电流流通，实现预定的功能，广泛应用在包括数据通信、电脑及周边、消费电子、汽车、工业、医疗、航空航天及军事等各个行业领域。公司连接器业务以通讯连接器为核心，以消费电子连接器为重要构成，以汽车等其他连接器为延伸的战略发展布局。

图 13：公司连接器产品情况

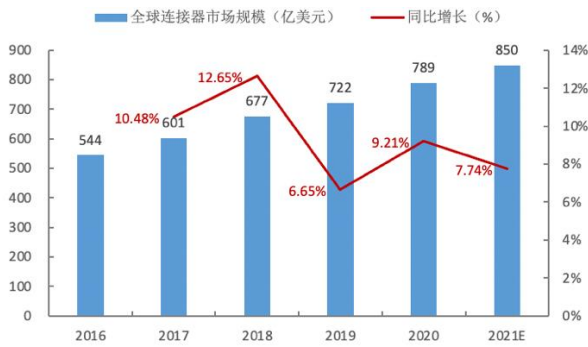
应用领域	产品介绍		
通讯连接器	<b>RJ45、RJ11插头</b>  RJ 插头主要用于网络数据的连接和传输。RJ45用于网路数据传输，RJ11 用于电话线路数据的传输，应用于电脑、电话机、打印机等	<b>RJ45网络变压器插座</b>  在以太网设备内部起到隔离绝缘、阻抗匹配、传输信号、滤除杂讯的功能，以保证信号的正确传输。应用于交换机、路由器、集线器、电脑等	<b>SEP、SAS</b>  用于电信及数据传输，为网络设备主板接口，连接光纤线缆。应用领域包括高端服务器、光纤通道和以太网、网络设备、路由器、交换机等
	<b>网络变压器</b>  安装在网卡的输入端附近，主要有信号传输、阻抗匹配、信号杂波抑制和高电压隔离等作用等。应用于包括交换机、路由器、集线器、电脑等	<b>网络模块RJ_Cat5e、Cat6</b>  用于网络布线终端连接，应用于电脑连接、服务器、局域网网站、网络进线终端、公司网站、网络配线架、墙壁网络插座、各种网络数据连接等	<b>网络配线架</b>  用于楼宇网络布线，应用于楼层网络配线间网络集成化管理、多用户连接、交换机连接、各楼层连接、局网端与模块化连接
	<b>USB</b>  实现消费电子产品与其他移动存储设备的数据传输及交换，包含USB2.0、Mini USB等。应用于平板电脑、手机等	<b>HDMI</b>  实现数字化视频/音频的接口技术，适合高清晰度影像传输的专用型数字化接口。应用领域在电视、手机、蓝光播放器、高端游戏机等	<b>消费电子线缆</b>  标准化的千兆以太网电缆，兼容其他网络协议与CAT5/5e/6。支持 IEEE802.3an 为标准 10 Gb/s 传输。应用在汽车、通信、消费、数据等
消费电子连接器	<b>IEEE1394</b>  支持外设热插拔，可为外设提供电源，能连接多个不同设备，支持同步数据传输。应用领域有数字摄像机、数码相机、电视机顶盒、家庭游戏机		
	<b>汽车连接器</b>  用于汽车信号连接，如连接汽车水温、油箱存量、转数、速度、电流、及信号指示连接等	<b>工业连接器</b>  广泛应用于各行业压力传感器和湿温探测传感器，探测设备压力和环境湿度	<b>电源连接器</b>  为服务器、电信通讯设备等提供多样的电流和信号的连接，主要用于高端服务器、网络设备等
其他连接器			

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

近年来连接器市场规模保持稳定增长。

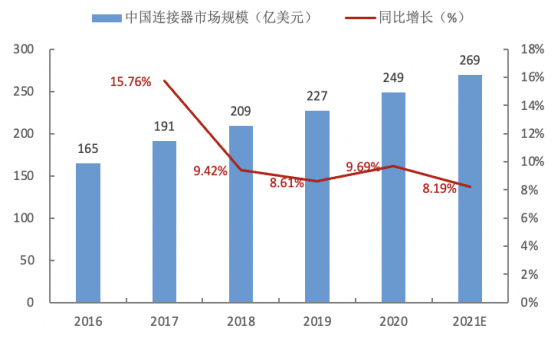
中商产业研究院数据显示，2020 年全球连接器市场需求规模为 789 亿美元，同比增长 9.21%，预计 2021 年市场规模进一步增长到 850 亿美元，同比增长 7.74%；2020 年我国连接器市场规模为 249 亿美元，同比增长 9.69%，预计 2021 年市场规模进一步增长到 269 亿美元左右，同比增长 8.19%。

图 14: 全球连接器市场规模



资料来源: 中商产业研究院, 浙商证券研究所

图 15: 中国连接器市场规模



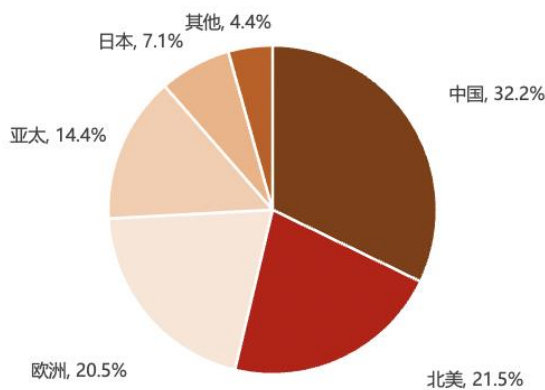
资料来源: 中商产业研究院, 浙商证券研究所

目前中国已经成为全球连接器规模最大的市场, 全球占比 32.2%, 此外北美、欧洲、亚太、日本分别占据 21.5%、20.5%、14.4%、7.1%的份额。

应用领域来看, 通信、汽车、消费电子、工业等领域是连接器的重点应用领域, 分别占比 23.1%、22.6%、13.3%、12.3%。

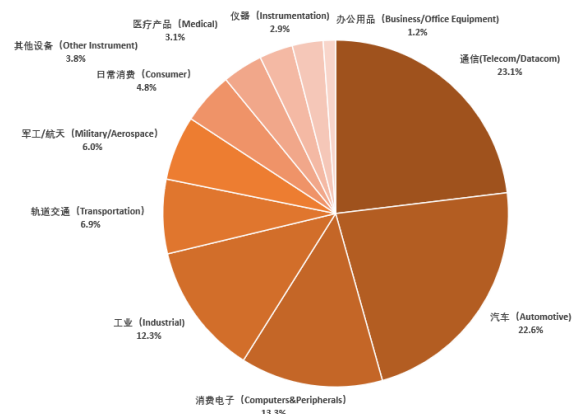
以泰科、莫仕、安费诺等为代表的海外厂商在高端产品市场仍占据领导地位, 近年来国内厂商奋起直追, 包括中航光电、得润电子、电连技术、永贵电器、意华股份等在内的国内厂商发展迅速, 形成规模。

图 16: 2020 年全球连接器按地域市占率



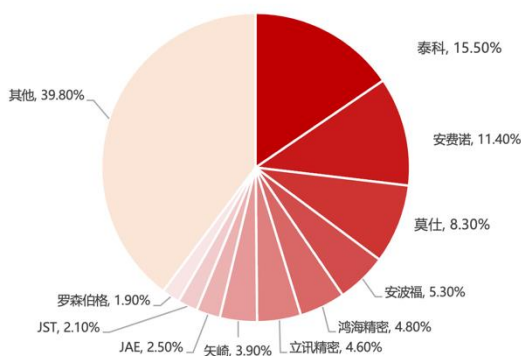
资料来源: Bishop & Associates, 浙商证券研究所

图 17: 2020 年全球连接器按应用领域市占率



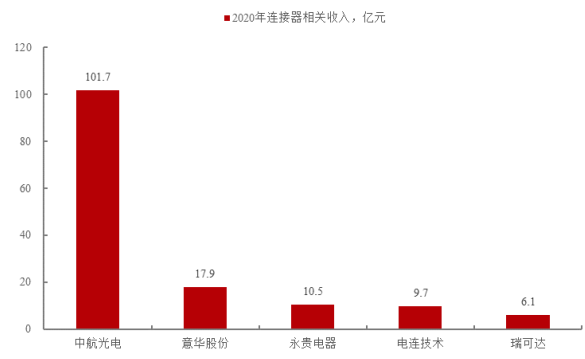
资料来源: Bishop & Associates, 浙商证券研究所

图 18: 2019 年全球连接器厂商市场份额



资料来源: Connector Supplier, 浙商证券研究所

图 19: 国内部分连接器厂商 2020 年连接器相关收入情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 行业拓展叠加高速产品占比提升驱动公司连接器业务向好发展。

公司是通讯连接器领域头部企业，近年来公司聚焦 5G、6G 和光通讯模块的研发制造，持续推出 5G SFP、SFP+等系列高端产品已陆续研发成功并通过关键客户各项性能测试，产品实力保持领先。同时公司借助在通讯连接器领域积累的客户资源与技术优势，加强对消费电子连接器产品的拓展与提升，并积极布局汽车电子、智能终端消费电子等领域，进一步拓展公司产品线。

2020 年，公司连接器业务收入 17.9 亿元，其中通讯连接器、消费电子连接器、其他连接器及组件业务分别实现收入 10.35 亿元、2.94 亿元、4.61 亿元，占比分别为 57.8%、16.4%、25.8%。

目前公司业务已经形成规模，并且客户基础深厚，通讯领域客户涵盖华为、中兴、富士康、和硕、Duratel 等，消费电子领域客户涵盖正崧、伟创力、莫仕、Full Rise、FCI 等，汽车领域客户涵盖华为、APTIV、GKN、比亚迪、吉利等。

未来 5G、云计算、物联网等发展将带动包括交换机、路由器、数据中心等在内的通信和消费电子领域的连接器需求；新能源汽车、自动驾驶的高速发展将带动汽车高压、高速连接器需求爆发；基于公司的客户优势，叠加高端产品占比的提升，未来连接器业务有望持续向好发展。

图 20：公司连接器细分收入情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.2. 汽车领域打开成长空间

汽车电动化/智能化发展催生高压、高速连接器需求。2018 年公司设立苏州远野大力发展汽车连接器相关业务。

#### 未来高速、高压连接器需求空间广阔。

汽车领域是连接器最大的市场之一，传统燃油汽车的汽车连接器多为低压低速连接器，汽车电动化/智能化发展催生高压、高速连接器需求，打开汽车连接器巨大市场空间。

**汽车智能化催生高速连接器需求。**汽车智能化需要新增高清摄像头、毫米波雷达、激光雷达、超声波雷达等传感器，4G LTE、5G、V2X、GPS、北斗等天线模块，ADAS 控制模块、雷达控制模块、新一代高速运算平台（高速网关）等 ECU。这些模块之间，

每秒钟的数据传输量少则数百 Mbps，多则有数 10Gbps。高速、稳定、可靠、低延时的数据传输要求大幅催生高速连接器需求。

图 21：汽车智能化催生高速连接器需求

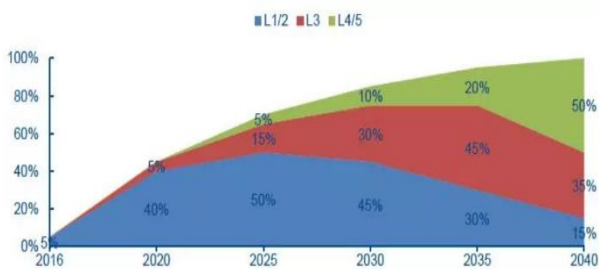


资料来源：TE，浙商证券研究所

IDC 数据显示，2020 年全球智能汽车销量为 5649 万辆，预计 2025 年将达到 9323 万辆。IHS 数据显示，2025 年全球 L1、L2 级自动驾驶渗透率将达到 50%，L3 级自动驾驶渗透率提升至 15%，L4、L5 级自动驾驶进入量产，渗透率可达 5%。

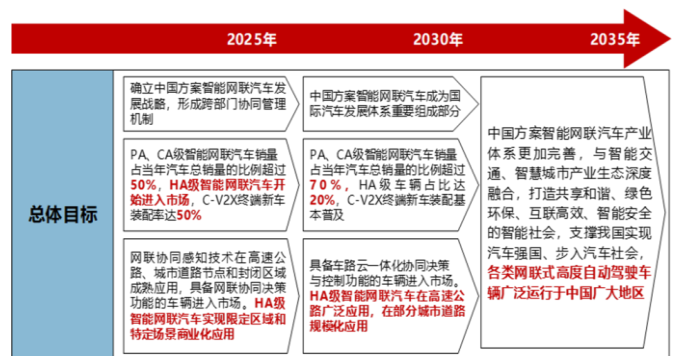
2020 年我国 L2 级智能网联乘用车的市场渗透率达到 15%，L3 级自动驾驶车型在特定场景下开展测试验证。2025 年《智能网联汽车技术路线图 2.0》规划到 2025 年 PA、CA 级智能网联汽车渗透率持续增加，到 2025 年达 50%，2030 年超过 70%，2025 年 C-V2X 终端的新车装配率达 50%，2030 年基本普及。

图 22：全球自动驾驶发展预测



资料来源：HIS，全象有数，浙商证券研究所

图 23：国内车联网产业 2020-2035 年远景规划



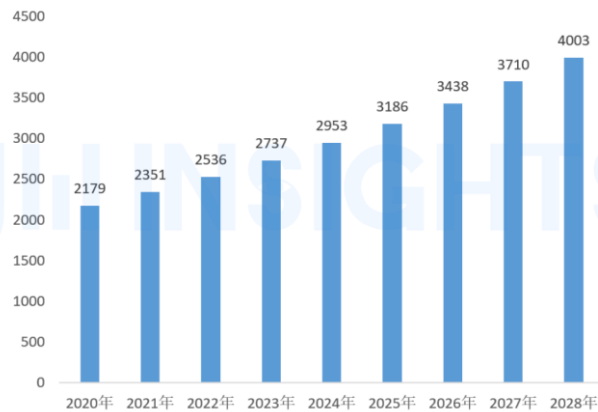
资料来源：《智能网联车技术路线图 2.0》，浙商证券研究所

汽车智能化发展带动汽车电子在整车中的价值量和市场规模快速增长，作为重要数据传输环节的连接器的连接器预计未来应用数量、价值占比、市场规模也将快速提升。

综合考虑规模效应将带来的相关电子元器件价格下降，预计到 2030 年汽车电子在整车成本中的占比会提升到 45%，2020 年全球汽车电子市场规模 2179 亿美元，预计到 2025 年，全球汽车电子市场规模将达到 3186 亿美元。



图 24：全球汽车电子市场规模情况，亿美元



资料来源：Statista，浙商证券研究所

**汽车电动化催生高压连接器需求。**与传统的燃油汽车相比，新能源汽车以电池驱动，工作电压从传统汽车的 14v 跃升至 300V-600V，高压电流的传输对整个电驱动系统提出了更高的要求，催生高压连接器需求，在电池、电机、电控、高压控制盒、空调压缩机、车载充电机、DCDC、PDU、MSD、充电口等环节得到应用，单车价值量较传统燃油汽车单车使用量大幅提升。

图 25：汽车电动化催生高压连接器需求



资料来源：一览众车，浙商证券研究所

2020 年全球新能源汽车销量为 331 万辆，EVTank 预计 2025 年将达到 1800 万辆。2020 年我国汽车总销量 2531 万辆，其中新能源汽车 136.7 万辆，渗透率 5.4%，2025 年我国汽车销量有望达到 3000 万辆，新能源汽车渗透率超过 20%。

**高速、高压连接器市场空间可观。**

假设 2020 年单车高压连接器均价 3000 元，L1/L2/L3/L4-L5 高速连接器单价 200 元/600 元/1200 元/2000 元，未来单车高压连接器价格年降幅 10%。



简单框算，2020 年全球汽车高速、高压连接器市场规模分别为 156 亿元、99 亿元，2025 年将分别达到 322 亿元、319 亿元，2020 年我国汽车高速、高压连接器市场规模 48 亿元、41 亿元，2025 年将分别达到 76 亿元、106-159 亿元，市场空间可观。

**表 2：高速、高压汽车连接器市场规模测算**

	全球		国内	
	2020 年	2025 年	2020 年	2025 年-中性
<b>高速连接器</b>				
汽车总销量	7100 万辆	9400 万辆	2531 万辆	3000 万辆
L1 级渗透率	20%	15%	20%	23.5%
L2 级渗透率	20%	45%	15%	41.5%
L3 级渗透率	5%	15%	5%	8.5%
L4-L5 级渗透率	0%	5%	0%	1.5%
L1 级单车价值	200 元	118 元	200 元	118 元
L2 级单车价值	600 元	354 元	600 元	354 元
L3 级单车价值	1200 元	709 元	1200 元	709 元
L4-L5 级单车价值	2000 元	1181 元	2000 元	1181 元
市场规模	156 亿元	322 亿元	48 亿元	76 亿元
<b>高压连接器</b>				
新能源汽车销量	331 万辆	1800 万辆	136.7 万辆	600-900 万辆
单车价值	3000 元	1771 元	3000 元	1771 元
市场规模	99 亿元	319 亿元	41 亿元	106-159 亿元

资料来源：中汽协、IHS、艾睿铂、EVTank、智研咨询，浙商证券研究所

公司子公司苏州远野积极布局汽车连接器业务，围绕主流 Tier1 厂商，在 BMS，车载高频高速，车载 T-BOX 等领域与客户定制开发，并自主研发下一代核心产品以应对车载新能源及高速互联的快速发展，目前客户涵盖华为、APTIV、GKN、比亚迪、吉利等。在与华为合作方面，公司已经为华为在车载 ADAS、MDC、5G T-BOX 等相关模块定制开发了多系列连接器。

2020 年苏州远野收入 3732 万元，亏损 1503 万元，2021 年上半年苏州远野收入 3287 万元，同比增长 110%，实现 72 万元净利润，实现扭亏，去年同期亏损 597 万元。新能源汽车、自动驾驶的高速发展带动汽车高压、高速连接器需求爆发，公司基于客户优势和持续的研发、产品积累，汽车连接器业绩弹性有望超预期。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

公司“连接器”+“太阳能支架”一体两翼布局，高端连接器、汽车连接器等将带动公司连接器业务的发展，光伏支架业务随着行业需求的持续增长和公司市场&客户开拓、产品升级等带动有望快速增长，两翼发力，驱动公司整体向好发展。

我们预计公司 2021-2023 年实现收入 43.40 亿元、52.84 亿元、65.06 亿元，同比增速 32.78%、21.75%、23.13%，归母净利润 1.83 亿元、3.14 亿元、4.23 亿元，同比增速 1.54%、71.95%、34.40%。

盈利预测关键假设：

1) 连接器：

公司连接器业务涵盖通信、消费电子、汽车等领域，华为、中兴、富士康、霍尼韦尔、伟创力、安波福、智邦、启基、和硕、海康威视、OPPO、小米等企业，近年来公

司重点发展高端产品市场，未来5G、物联网等发展带动，预计公司通信、消费电子连接器业务保持稳定增长；

汽车领域公司上半年实现突破，未来汽车电动化智能化将为打开广阔汽车高压高速连接器成长空间，公司汽车连接器业务有望迎来高速发展；

综合预计连接器业务2021-2023年同比增速20.34%、15.04%、16.93%。

## 2) 太阳能支架：

此前公司太阳能支架业务主要在海外市场，公司是全球光伏跟踪支架龙头NEXTracker的主力供应商，近年来规模快速增长，此外公司成功开拓Array Technologies、GCS、FTC等其他海外主流客户，海外光伏发电产业保持快速增长，叠加公司新客户的持续拓展，公司海外销售预期乐观；

今年6月公司收购天津晟维进军国内整机市场，公司海外销售印证了公司在跟踪支架结构件方面具备技术和成本优势，通过收购天津晟维切入国内整机市场，有望进一步打开成长空间，随着国内光伏行业的快速发展和跟踪支架行业内渗透率的提升，公司国内业务具备弹性空间；

结合公司产能布局，我们预计公司太阳能支架产品2021-2023年同比增速52.29%、29.93%、29.93%。

**表3：公司细分业务收入预测**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>连接器</b>				
营业收入（百万元）	1790.26	2154.43	2478.45	2898.15
增长率（%）	28.52%	20.34%	15.04%	16.93%
毛利率（%）	26.94%	23.58%	24.50%	24.09%
<b>太阳能支架</b>				
营业收入（百万元）	1323.16	2015.00	2618.00	3401.60
增长率（%）	778.53%	52.29%	29.93%	29.93%
毛利率（%）	16.05%	14.00%	16.46%	16.88%
<b>其他</b>				
营业收入（百万元）	154.86	170.35	187.38	206.12
增长率（%）	96.17%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率（%）	26.91%	27.00%	27.00%	27.00%
<b>合计</b>				
营业收入（百万元）	3268.28	4339.77	5283.83	6505.87
增长率（%）	101.43%	32.78%	21.75%	23.13%
毛利率（%）	22.53%	19.27%	20.60%	20.41%

资料来源：浙商证券研究所

## 4.2. 估值水平

公司2020年公司收入为32.68亿元，归母净利润约为1.80亿元，其中太阳能支架业务收入达到13.23亿元，意华新能源合并利润表归母净利润1.06亿元。

根据我们的预测，2021-2023年分部盈利预测分别如下：

**表 4：公司细分板块盈利预测**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计收入, 亿元</b>	<b>3268</b>	<b>4340</b>	<b>5284</b>	<b>6506</b>
连接器及其他, 亿元	1945	2325	2666	3104
太阳能支架, 亿元	1323	2015	2618	3402
<b>归母净利润, 亿元</b>	<b>180</b>	<b>183</b>	<b>314</b>	<b>423</b>
连接器及其他, 亿元	74	78	125	169
太阳能支架, 亿元	106	105	189	253

资料来源：浙商证券研究所

连接器业务选取立讯精密、中航光电、电连技术、瑞可达作为可比公司，太阳能支架业务选取中信博、天合光能、振江股份作为可比公司，连接器可比公司 PE TTM、2021E、2022E 均值分别为 65 倍、47 倍、34 倍，太阳能支架可比公司 PE TTM、2021E、2022E 均值分别为 74 倍、45 倍、26 倍。

公司 PE TTM、2021E、2022E 为 54 倍、35 倍、20 倍，结合模型细分利润预测，公司 PE 估值水平低于行业均值。

**表 5：可比公司相当估值情况**

可比公司	PE			
	TTM	2021E	2022E	2023E
立讯精密	32.10	27.33	20.43	15.93
中航光电	50.54	45.58	35.58	28.06
电连技术	47.22	43.36	33.45	26.11
瑞可达	129.67	73.07	46.26	32.11
<b>连接器均值</b>	<b>64.88</b>	<b>47.33</b>	<b>33.93</b>	<b>25.55</b>
中信博	108.87	59.21	32.11	21.82
天合光能	73.28	53.38	31.91	24.63
振江股份	40.62	23.73	13.39	9.94
<b>太阳能支架均值</b>	<b>74.26</b>	<b>45.44</b>	<b>25.80</b>	<b>18.79</b>
<b>意华股份</b>	<b>53.75</b>	<b>34.85</b>	<b>20.27</b>	<b>15.08</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 4.3. 投资建议

“连接器”+“太阳能支架”一体两翼布局，两翼发力，驱动公司整体向好发展。

我们预计公司 2021-2023 年实现收入 43.40 亿元、52.84 亿元、65.06 亿元，同比增速 32.78%、21.75%、23.13%，实现归母净利润 1.83 亿元、3.14 亿元、4.23 亿元，同比增速 1.54%、71.95%、34.40%；EPS 为 1.07 元、1.84 元、2.48 元；对应 PE 为 35 倍、20 倍、15 倍。

首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

风险提示 1：疫情反复对公司业务影响超预期。公司光伏支架业务目前收入主要来自海外客户，并且部分生产也在泰国进行，海外疫情反复，可能对公司海外客户的业务开展以及公司自身的产品生产造成影响进而影响收入。

风险提示 2：海外贸易政策对公司光伏业务影响超预期。公司光伏支架业务属于光伏组件领域，部分海外国家和地区存在对部分光伏组件进行反倾销等相关政策，若公司

客户所属地区对公司光伏支架等产品颁布类似相关政策，可能对公司产品销售和盈利能力造成影响。

风险提示 3: 行业竞争加剧等导致毛利率下滑。公司所在连接器和光伏支架领域竞争较为充分，随着市场规模的扩大，行业竞争可能进一步加剧，公司产品存在毛利率下滑的风险。

风险提示 4: 原材料价格波动带来的影响超预期的风险等。上半年原材料价格上涨明显对公司盈利能力造成明显影响，主要体现在光伏支架业务上，当前公司已经在光伏支架订单上采取了锁价方式应对，但若原材料价格持续大幅波动，仍存在对公司业务造成不利影响的风险。

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2027	2500	3034	3745	<b>营业收入</b>	3268	4340	5284	6506
现金	454	305	342	367	营业成本	2532	3504	4195	5178
交易性金融资产	18	0	0	0	营业税金及附加	16	21	26	32
应收账款	542	810	1073	1402	营业费用	83	87	90	98
其它应收款	70	89	110	134	管理费用	130	143	159	176
预付账款	113	157	188	232	研发费用	188	226	259	299
存货	724	1002	1199	1480	财务费用	91	122	143	159
其他	106	138	122	130	资产减值损失	(55)	(73)	(88)	(109)
<b>非流动资产</b>	1450	1515	1474	1427	公允价值变动损益	18	18	18	18
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	8	20	22	25
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	18	19	19	19
固定资产	698	840	838	811	<b>营业利润</b>	211	214	374	505
无形资产	127	122	117	112	营业外收支	(2)	0	0	(0)
在建工程	155	86	44	23	<b>利润总额</b>	210	214	374	505
其他	470	468	475	481	所得税	35	36	63	85
<b>资产总计</b>	3477	4015	4508	5172	<b>净利润</b>	174	178	311	419
<b>流动负债</b>	1727	2118	2333	2619	少数股东损益	(6)	(5)	(4)	(3)
短期借款	849	972	950	920	<b>归属母公司净利润</b>	180	183	314	423
应付款项	523	711	859	1055	<b>EBITDA</b>	379	336	512	646
预收账款	0	0	0	0	<b>EPS (最新摊薄)</b>	1.06	1.07	1.84	2.48
其他	356	435	524	644	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	410	395	397	399		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	378	378	378	378	<b>成长能力</b>				
其他	32	18	20	21	营业收入	101.43%	32.78%	21.75%	23.13%
<b>负债合计</b>	2137	2514	2730	3018	营业利润	428.38%	1.29%	74.70%	35.25%
少数股东权益	33	28	25	22	归属母公司净利润	310.00%	1.54%	71.95%	34.40%
归属母公司股东权益	1307	1473	1753	2133	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3477	4015	4508	5172	毛利率	22.53%	19.27%	20.60%	20.41%
					净利率	5.33%	4.10%	5.88%	6.45%
					ROE	14.27%	12.87%	19.18%	21.49%
					ROIC	8.71%	8.19%	11.89%	13.81%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	61.46%	62.61%	60.57%	58.35%
					净负债比率	58.43%	53.70%	48.63%	42.99%
					流动比率	1.17	1.18	1.30	1.43
					速动比率	0.75	0.71	0.79	0.86
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.00	1.16	1.24	1.34
					应收账款周转率	6.03	6.88	6.62	6.66
					应付账款周转率	5.23	6.41	6.01	6.10
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.06	1.07	1.84	2.48
					每股经营现金	1.63	(0.18)	1.40	1.51
					每股净资产	7.66	8.63	10.27	12.50
					<b>估值比率</b>				
					P/E	35.38	34.85	20.27	15.08
					P/B	4.88	4.33	3.63	2.99
					EV/EBITDA	14.21	22.13	14.42	11.33

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现 +20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现 -10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 +10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 -10% ~ +10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 -10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>