

**卡倍亿 (300863.SZ)**
**受益于电动智能化浪潮, ASP+盈利能力双重向上**

2023年05月24日

**——公司首次覆盖报告**
**投资评级: 增持 (首次)**
**邓健全 (分析师)**
**赵悦媛 (分析师)**
**肖碧海 (联系人)**

dengjianquan@kysec.cn

zhaoyueyuan@kysec.cn

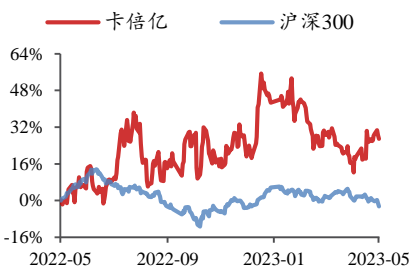
xiaobihai@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

证书编号: S0790522070005

证书编号: S0790121060020

日期	2023/5/24
当前股价(元)	88.18
一年最高最低(元)	111.00/66.88
总市值(亿元)	52.15
流通市值(亿元)	19.52
总股本(亿股)	0.59
流通股本(亿股)	0.22
近3个月换手率(%)	207.74

**股价走势图**


数据来源: 聚源

**● 公司概况: 主营汽车线缆, 2021年以来业绩表现亮眼**

公司深耕汽车线缆, 产品矩阵丰富, 进入特斯拉、比亚迪、蔚来、理想、宝马、戴姆勒奔驰等整车厂供应链体系, 客户包括安波福、矢崎、李尔等头部线束厂商, 有望充分受益于电动智能化变革带来的发展机遇。公司积极开展产能建设, 伴随募投项目产能逐步落地, 公司业绩有望再上一个台阶。我们预计公司2023-2025年归母净利润2.15/3.12/4.21亿元, 对应EPS为3.64/5.28/7.11元, 对应当前股价PE为24.2/16.7/12.4倍。我们认为电动化和智能化趋势下, 公司高压线缆和高速线缆有望实现量价利齐升, 贡献业绩增量。首次覆盖, 给予“增持”评级。

**● 电动智能化变革提升线缆单车ASP+盈利能力, 降本压力推动行业由封闭向市场化变革**

电动化增加高压线缆需求, 用于连接充电口座、高压电池包、逆变器、电机、车载充电机等设备。随着新能源汽车电压平台从400V到800V升级, 对线束线缆的输送能力、机械强度、绝缘保护和电磁兼容等性能的要求进一步提升。智能化增加自动驾驶、智能网联等功能电子器件的需求量, 随着汽车智能化等级提升, 高速线缆的用量、数据传输速度及价值量有望进一步提升。据公司公告, 新能源汽车高压导线单价最高可达4.8万元/千米, 以太网线单价约700元/千米, 较常规线缆约400元/千米的单价显著提升。同时, 新能源线毛利率显著高于普通线, 2022年公司普通线/新能源线毛利率分别为11.3%/20.7%。降本压力推动行业由封闭向市场化变革, 矢崎、住友、安波福、莱尼占据全球超过70%的汽车线束市场份额, 近年来线缆逐步对外采购来实施降本。卡倍亿等第三方自主供应商在技术积累、成本管控及响应速度等方面持续进步, 市场份额有望提升。

**● 积极开展产能建设, 助力业绩增长**

公司目前拥有宁海、本溪、成都、上海、惠州等生产基地, 正在麻城投资建设新的生产基地。2023年4月, 公司公告拟发行可转债募资不超过5.29亿元, 用于汽车线缆、绝缘材料产能建设, 进一步保障公司对于客户新项目的配套能力。

**● 风险提示: 汽车行业景气度不及预期、募投项目进展不及预期。**
**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,268	2,948	3,993	5,242	6,533
YOY(%)	79.4	30.0	35.4	31.3	24.6
归母净利润(百万元)	86	140	215	312	421
YOY(%)	63.2	62.2	53.8	44.9	34.7
毛利率(%)	10.9	12.0	13.2	14.3	15.4
净利率(%)	3.8	4.8	5.4	6.0	6.4
ROE(%)	13.0	17.8	22.1	24.7	25.4
EPS(摊薄/元)	1.46	2.37	3.64	5.28	7.11
P/E(倍)	60.4	37.2	24.2	16.7	12.4
P/B(倍)	8.1	6.8	5.4	4.2	3.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司概况：主营汽车线缆，2021 年以来业绩表现亮眼.....	4
1.1、 汽车线缆产品矩阵完善，客户资源丰富.....	4
1.2、 2021 年以来营收快速增长，盈利能力有所提升.....	7
1.3、 注重研发投入，持续提升产品技术及质量.....	8
1.4、 股票激励绑定核心员工，赋能公司发展.....	9
2、 电动智能化变革提升线缆单车 ASP，降本压力推动行业由封闭向市场化变革.....	11
2.1、 受益于电动化和智能化变革，汽车线缆 ASP 有望持续提升.....	11
2.2、 汽车线缆产业链较为封闭，降本压力推动行业向市场化变革.....	13
3、 积极开展产能建设，助力业绩增长.....	16
4、 盈利预测与投资建议.....	18
4.1、 关键假设.....	18
4.2、 盈利预测与估值.....	19
5、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

## 图表目录

图 1： 2022 年公司新能源线缆营收占比为 11.2%.....	5
图 2： 2021-2022 年公司新能源线缆营收占比有所提升.....	5
图 3： 新能源汽车线缆单价显著高于普通线缆.....	5
图 4： 新能源线缆毛利率显著高于普通线缆.....	5
图 5： 公司客户资源丰富，进入众多优质客户供应体系.....	6
图 6： 公司直接客户包括安波福、德科斯米尔等线束生产商.....	6
图 7： 2020-2022 年公司前五大客户占比有所下降.....	6
图 8： 2020-2022 年公司营收快速增长.....	7
图 9： 2020-2022 年公司归母净利润快速增长.....	7
图 10： 2021H1 原材料占公司营业成本的比例为 94%.....	7
图 11： 2021 年铜材的价格上涨幅度较大.....	7
图 12： 2018-2020 年公司汽车线缆产能利用率有所下滑.....	8
图 13： 2016-2022 年公司期间费用率有所下降.....	8
图 14： 2022 年公司毛利率和净利率均有所回暖.....	8
图 15： 2019-2022 年公司研发费用快速提升.....	9
图 16： 2019-2022 年公司研发人员数量快速提升.....	9
图 17： 公司实际控制人为林光耀、林光成和林强.....	9
图 18： 汽车线束是汽车电路的网络主体.....	11
图 19： 汽车线缆厂商是汽车整车厂商的二级供应商.....	11
图 20： 高压线束用于连接电动车各高压部件.....	12
图 21： 2019 年沪光股份导线占原材料采购总额 30%.....	13
图 22： 以太网线及新能源汽车高压线缆较常规线缆单价显著提升（元/千米）.....	13
图 23： 2021 年外资厂商占据全球汽车线束市场主要份额.....	14
图 24： 2021 年公司主要客户为全球线束龙头厂商.....	14
图 25： 公司在多地布局生产基地、仓库.....	16








表 1: 公司汽车线缆产品矩阵完善 .....	4
表 2: 公司自主研发多种生产工艺、原料配方 .....	9
表 3: 第一类股票激励计划激励对象共计 5 人 .....	10
表 4: 第二类股票激励计划激励对象共计 13 人 .....	10
表 5: 各主流整车厂 800V 车型陆续在 2023-2024 年量产 .....	12
表 6: 蔚来 ES8、理想 L9、问界 M7 等智能汽车的智能驾驶硬件配置丰富 .....	12
表 7: 车用总线类型包括 LIN、CAN、FlexRay、MOST 等 .....	13
表 8: 轻量化趋势下, 铝线缆有望替代部分铜线缆 .....	13
表 9: 住友、矢崎、古河等线束厂商具备线缆生产能力 .....	14
表 10: 独立专业生产汽车线缆的公司还包括北京福斯、无锡鑫宏业等 .....	15
表 11: 公司积极开展新能源汽车线缆、智能网联汽车线缆产能建设 .....	17
表 12: 2023 年 4 月 26 日公司公告拟公开发行可转债募资不超过 5.29 亿元, 用于汽车线缆、绝缘材料产能建设 .....	17
表 13: 公司营收拆分及预测 (亿元) .....	18
表 14: 可比上市公司估值 (PE/PEG) .....	19

## 1、公司概况：主营汽车线缆，2021 年以来业绩表现亮眼

### 1.1、汽车线缆产品矩阵完善，客户资源丰富

公司深耕汽车线缆，产品矩阵完善。公司始创于 1986 年 8 月，具有 30 多年汽车线缆研发、生产、服务的经验。(1) 按照应用范围，公司产品可以分为普通线缆、新能源线缆、数据线缆。①普通线缆成本较低且加工工艺相对简单，广泛应用于各类汽车上。②新能源线缆主要用于电能传输，包括硅胶高压线、充电线缆、高压屏蔽线、XLPO 高压线、PVC 高压线、铝导线等产品。新能源线缆具备耐高压、耐高温、耐老化、抗断裂等特点，还需要很强的电磁屏蔽性能，其制作工艺复杂。新能源线缆产品的质量和可靠性，直接影响新能源汽车的性能和安全。③数据线缆用于数据传输，随着汽车智能化的普及，数据线缆产品的应用将越来越广泛，可应用于显示器、摄像头、超声波雷达、毫米波雷达、以太网传输等。(2) 按照制作工艺，公司产品可以分为单芯线、同轴线、对绞线、屏蔽线、铝线缆等。

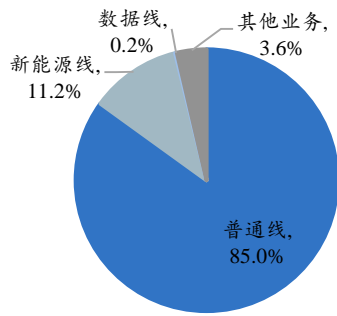
表1：公司汽车线缆产品矩阵完善

分类	名称	产品图片	产品用途	
按应用范围	普通线缆		一般用于汽车内仪器仪表、电机控制器、电子设备等装置，传输电流及控制信号	
	新能源线缆	硅胶高压线 /XLPO 高压线		一般应用于电动汽车内部传输电能
		充电线缆		应用于新能源电动汽车充电系统与外部电源的连接，用于动力电源传输
		高压屏蔽线		一般应用于电动汽车内部传输电能
数据线缆		一般用于高速数字信号传输，该系列数据传输线缆可广泛应用于摄像系统、汽车雷达、USB 等方面		
按制作工艺	单芯线		一般用于汽车内电子装置，用于电流传输及信号控制	
	同轴线		一般用于高频数字、移动通信、GPS、无线电广播等信号传输	
	对绞线		一般用于汽车中的 CAN-BUS 数据总线，主要用于汽车内传感器和控制单元，实现信息实时传输	
	屏蔽线		一般用于通讯、音视频、仪表和电子设备及自动化装置等有电磁兼容要求的线路连接	
	铝线缆		一般用于传统电瓶连接线，用于传输电流，主要用于传统汽车发动机舱、蓄电池间以传输大功率电流	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

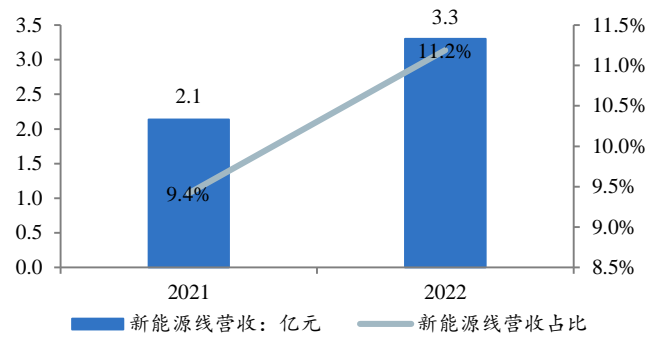
2021-2022 年公司新能源线缆营收占比有所提升，新能源线缆单价和毛利率显著高于普通线缆。2022 年公司普通线/新能源线/数据线/其他业务占总营收比例分别为 85.0%/11.2%/0.2%/3.6%，同比-0.6/+1.8/-0.1/-1.1pcts。由于新能源高压线缆直径较大耗材更多、制造工艺复杂、产品技术含量高，其单价和毛利率较普通线缆显著提升，2022 年公司普通线/新能源线毛利率分别为 11.3%/20.7%，同比+1.2/+4.4pcts。2022 年公司新能源汽车线缆/传统汽车线缆销量分别为 23/497 万千米，同比+55%/+22%。2022 年公司新能源汽车线缆/传统汽车线缆单价分别为 1420/526 元/千米。

图1：2022年公司新能源线缆营收占比为11.2%



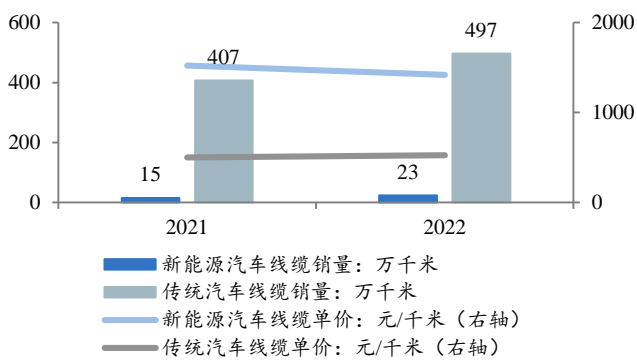
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2021-2022年公司新能源线缆营收占比有所提升



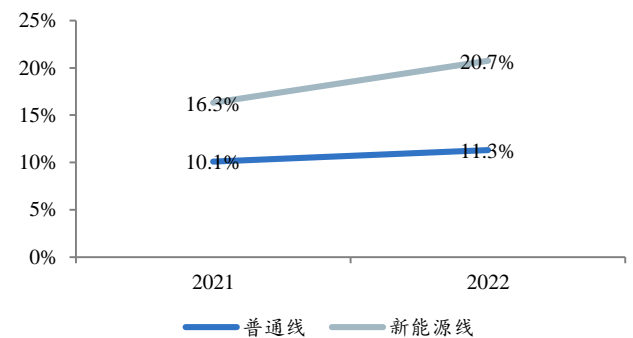
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：新能源汽车线缆单价显著高于普通线缆



数据来源：公司公告、开源证券研究所

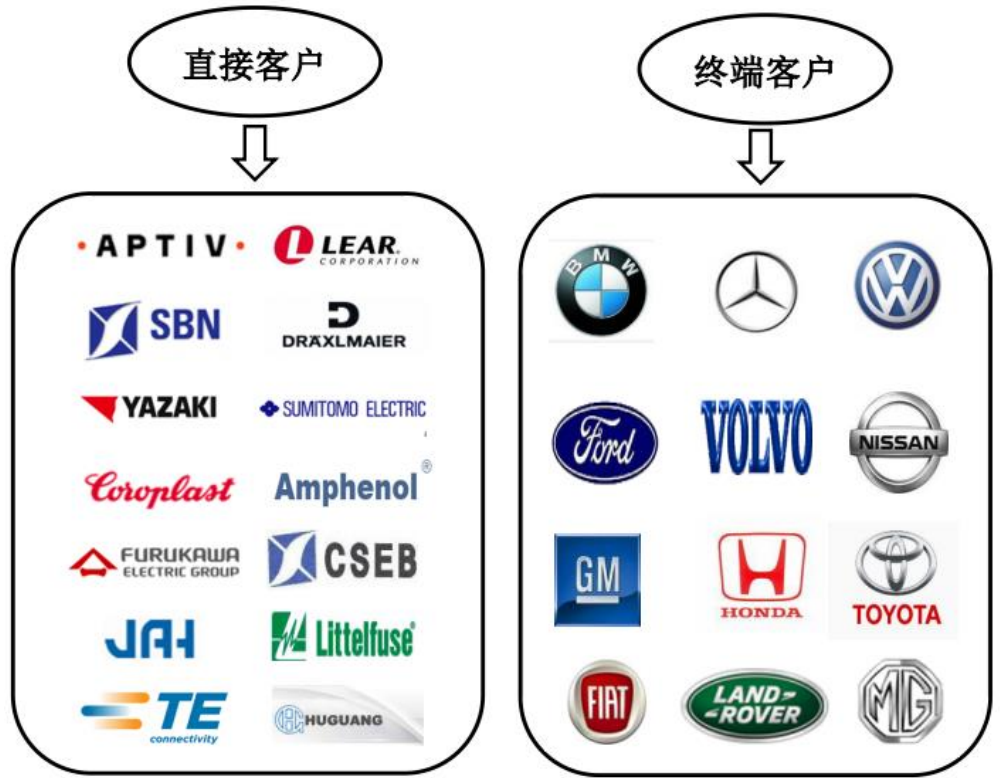
图4：新能源线缆毛利率显著高于普通线缆



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司客户资源丰富，已进入到特斯拉、比亚迪、蔚来、理想、宝马、戴姆勒-奔驰等众多优质客户供应体系。据公司2022年年报，公司已进入大众、通用、福特、宝马、戴姆勒-奔驰、本田、丰田、日产、菲亚特-克莱斯勒、沃尔沃、路虎、上汽集团、广汽集团、吉利控股、东风、长城、奇瑞、特斯拉、比亚迪、蔚来、理想、合众汽车等主流整车厂供应链体系。公司直接客户包括安波福、矢崎、李尔、德科斯米尔、金亭、住电、古河、弗迪科技、弗迪动力、天海、三贤、沪光股份、科世科等汽车线束厂商。

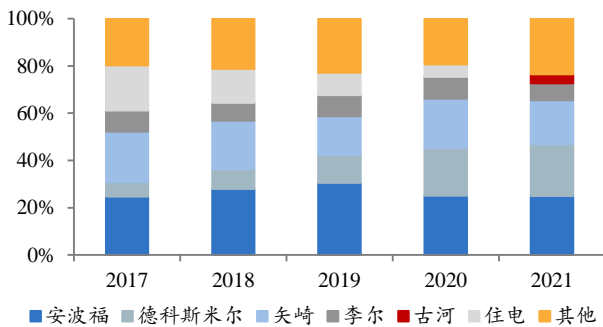
图5：公司客户资源丰富，进入众多优质客户供应体系



资料来源：公司公告

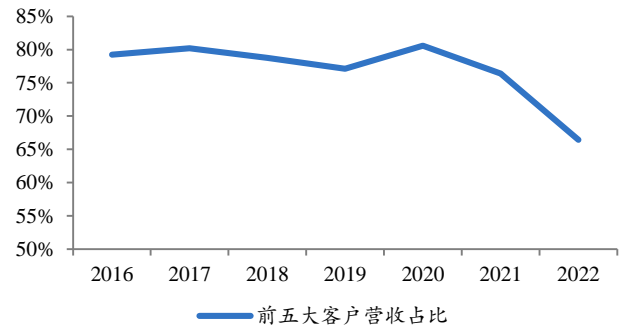
2020-2022 年公司前五大客户占比有所下降。2021 年公司前五大客户安波福/德科斯米尔/矢崎/李尔/古河营收占比分别为 25%/22%/19%/7%/4%。2022 年公司前五大客户销售收入占比为 66%，同比下降 10pcts。据公司接待投资者调研活动的公告，2022 年国内的线束生产商在公司的营收占比有较大的提升。

图6：公司直接客户包括安波福、德科斯米尔等线束产商



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2020-2022 年公司前五大客户占比有所下降



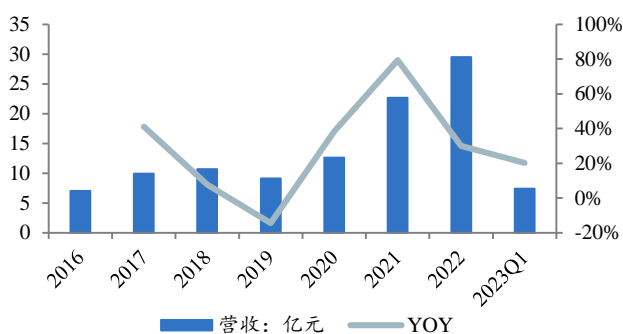
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、2021 年以来营收快速增长，盈利能力有所提升

2020-2022 年公司营收和归母净利润快速增长。2018-2020 年汽车行业景气度低迷，车企销量下滑，公司汽车线缆产能利用率有所下滑，导致业绩有所下降。2020-2022 年公司营收由 12.6 亿元增长至 29.5 亿元，归母净利润由 0.5 亿元增长至 1.4 亿元，主要是由于下游汽车市场景气度回升、高附加值及高毛利率的新能源线缆放量。

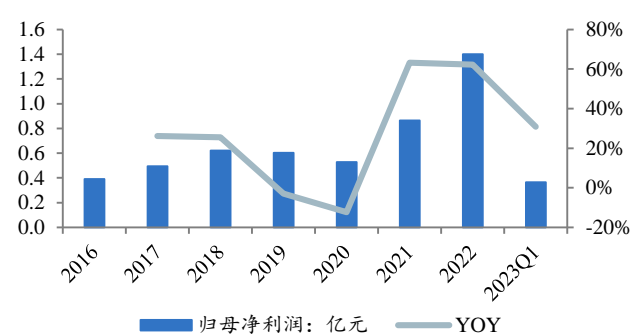
公司原材料占营业成本比例较高，2021H1 为 94%，其中主要原材料铜占营业成本比例为 88%。公司产品采取“材料成本+加工费”的原则定价，铜材的价格波动会直接影响公司产品的价格和成本。

图8：2020-2022 年公司营收快速增长



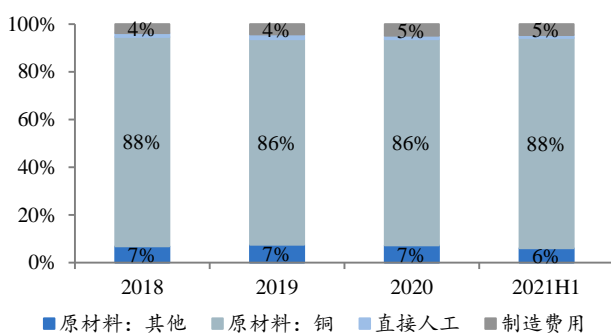
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020-2022 年公司归母净利润快速增长



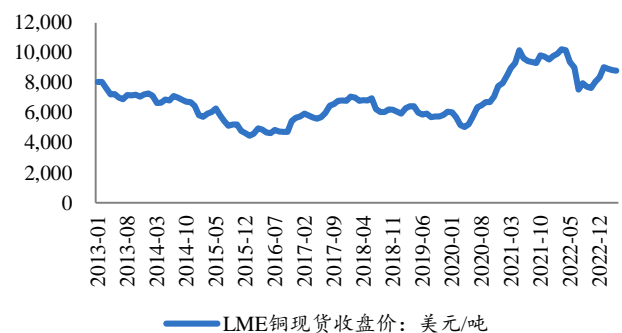
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021H1 原材料占公司营业成本的比例为 94%

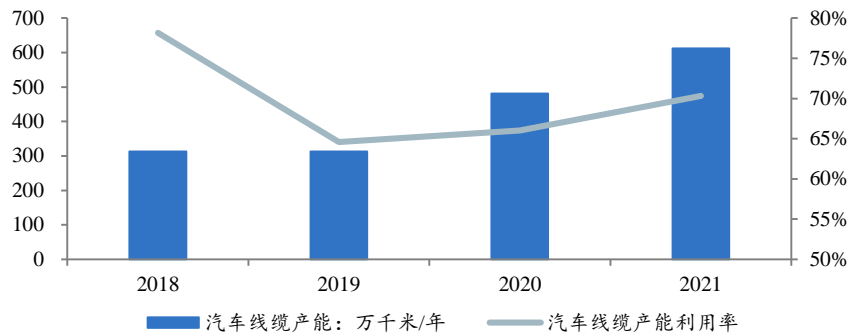


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2021 年铜材的价格上涨幅度较大

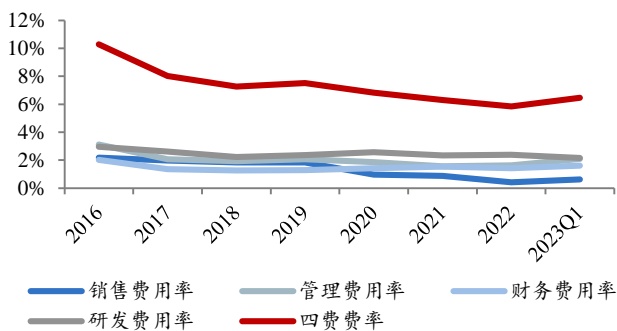


数据来源：Wind、开源证券研究所

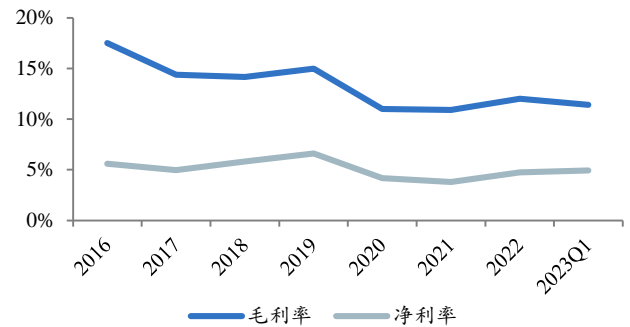
**图12：2018-2020 年公司汽车线缆产能利用率有所下滑**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**2016-2022 年公司期间费用率有所下降，2022 年毛利率和净利率均有所回暖。** 2016-2022 年公司期间费用率由 10.3% 下降至 5.8%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别由 2.2%/3.1%/2.0% 下降至 0.4%/1.6%/1.4%。2022 年公司毛利率和净利率分别为 12.0%/4.8%，同比+1.1pcts/+0.9pcts。

**图13：2016-2022 年公司期间费用率有所下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：2022 年公司毛利率和净利率均有所回暖**


数据来源：Wind、开源证券研究所

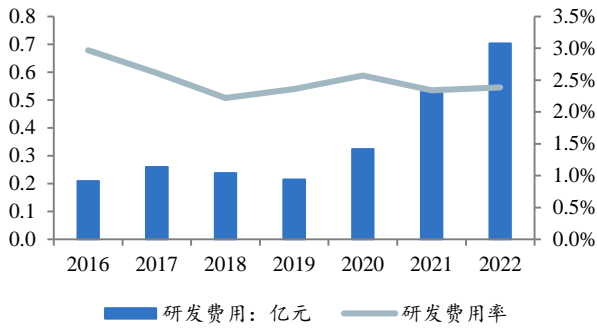
### 1.3、注重研发投入，持续提升产品技术及质量

公司持续加大研发投入，研发人员数量显著增加。公司高度重视研发投入，2019-2022 年间，研发费用由 0.22 亿元提高至 0.70 亿元（CAGR 为 48%）。2019-2022 年间研发人员数量从 51 人增加至 75 人。

公司技术储备充足，产品满足多种标准要求。公司自主研发了“铝线缆加工处理工艺”、“PP（聚丙烯）物理发泡工艺”、“高压硅橡胶配方”、“超薄壁汽车线缆 PVC 配方”、“薄壁汽车线缆用无卤 XLPE 配方”、“阻燃绝缘以太网线配方”等生产工艺、原料配方。截至 2022 年 12 月 31 日，公司已获得 35 项实用新型专利、7 项发明专利。公司产品能满足国际标准、德国标准、日本标准、美国标准、中国标准等多种标准的要求。

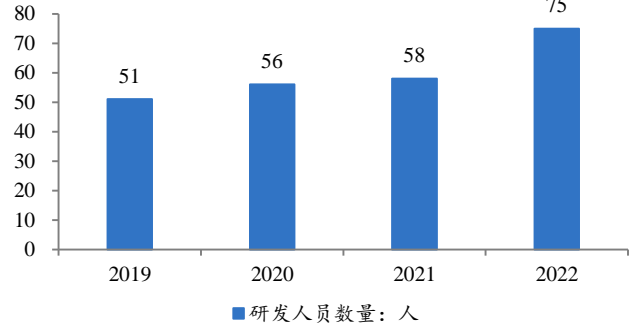


图15: 2019-2022 年公司研发费用快速提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2019-2022 年公司研发人员数量快速提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 公司自主研发多种生产工艺、原料配方

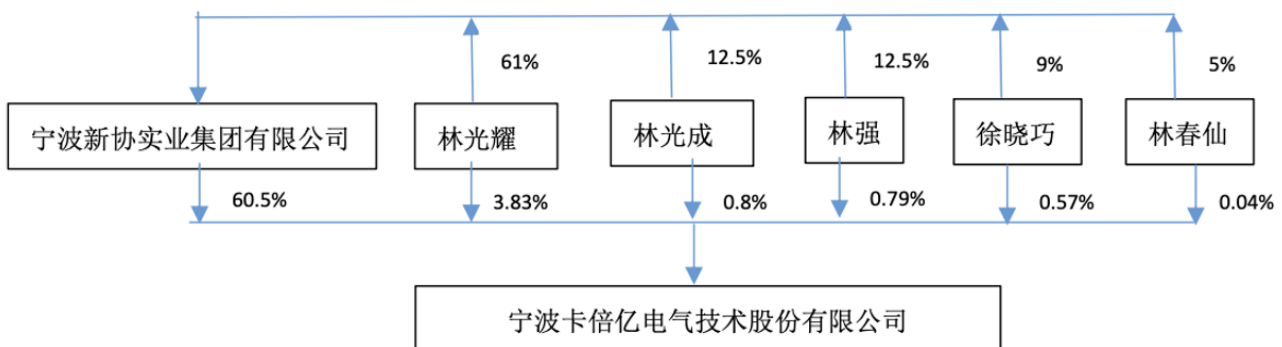
名称	技术描述	研发方式
铝线缆加工处理工艺	特殊加工处理工艺, 使得铝线缆焊接更加牢固, 其撕裂力更加稳定。	自主研发
PP 物理发泡工艺	采用高压氮气注入技术, 攻克了 PP 发泡难题, 替代了昂贵的进口化学发泡 PP, 不产生污染物, 并且性能比化学发泡更好。	自主研发
高压硅橡胶配方	自主研发的硅橡胶配方, 使得既能满足高压硅橡胶线缆的老化性能, 又能满足客户对高压硅橡胶线缆的严格使用要求。	自主研发
超薄壁汽车线缆 PVC 配方	该配方使用在绝缘厚度只有 0.18mm 的超薄壁汽车线缆上, 攻克了耐压和耐磨等多项技术难题。	自主研发
薄壁汽车线缆用无卤 XLPE 配方	该配方成功解决了无卤 XLPE 的耐磨性和阻燃性能的矛盾。	自主研发
阻燃绝缘以太网线配方	该配方使用了低介电常数的阻燃剂, 在保证阻燃性能同时, 又满足了以太网的高速传输性能的要求。	自主研发

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.4、股票激励绑定核心员工, 赋能公司发展

公司是家族式企业管理。公司实际控制人为林光耀、林光成和林强, 均为亲属关系。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司实际控制人林光耀、林光成和林强直接或间接持有公司 57.45% 的股份。

图17: 公司实际控制人为林光耀、林光成和林强



资料来源: 公司公告

发布股票激励计划，彰显业绩信心。2022年10月20日，公司发布2022年限制性股票激励计划（草案），本激励计划拟向激励对象授予权益总计69.00万股，约占公司股本总额的1.25%，其中第一类/第二类限制性股票占比分别为43.5%/56.5%，授予价格分别为43.34/69.34元/股，考核年度为2022-2024年，业绩考核目标分别为1.38/1.68/1.90亿元。参与本次股票激励计划的员工总人数合计18人，包括董事、高级管理人员、中层管理人员。公司通过授予核心员工股票进行激励，增加员工粘性和忠诚度，提高公司凝聚力和竞争力，有利于公司的进一步发展。

**表3：第一类股票激励计划激励对象共计5人**

姓名	国籍	职务	获授的第一类限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
林光耀	中国	董事长，总经理	6	8.70%	0.11%
徐晓巧	中国	董事，副总经理	6	8.70%	0.11%
林强	中国	副总经理	6	8.70%	0.11%
秦慈	中国	副总经理，董秘	6	8.70%	0.11%
王凤	中国	董事，财务总监	6	8.70%	0.11%
合计			30	43.48%	0.54%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**表4：第二类股票激励计划激励对象共计13人**

姓名	职务	获授的第二类限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
林光飞	总监级管理人员	3	4.35%	0.05%
其他中层管理人员（12人）		36	52.17%	0.65%
总计		39	56.52%	0.71%

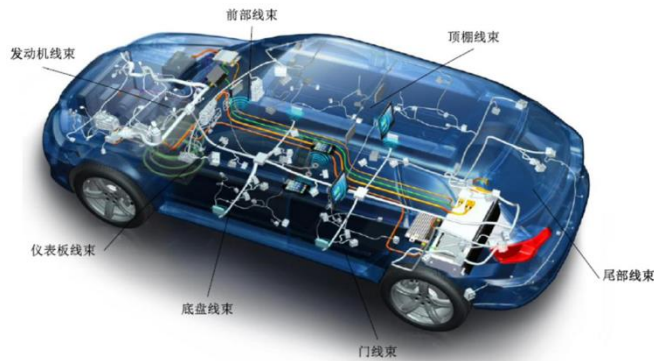
资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、电动智能化变革提升线缆单车 ASP，降本压力推动行业由封闭向市场化变革

汽车线缆用于汽车的电能传输、信号传递和控制。由于汽车内部是一个存在震动、摩擦、臭氧、油污、高热、寒冷和电磁辐射等各种复杂条件的工作环境，要求汽车线缆具有耐热、耐寒、耐磨、耐油和抗干扰等各种功能，以保证汽车行车安全。

汽车线缆与接触件端子（连接器）压接后，外面再塑压绝缘体或外加金属壳体捆扎成汽车线束。汽车线束的重量组成 75%-80%是汽车线缆。

图18：汽车线束是汽车电路的网络主体



资料来源：公司公告

汽车线缆厂商是汽车整车厂商的二级供应商。在取得汽车整车厂商的产品认证后，汽车线缆厂商为汽车线束厂商（一级供应商）提供配套服务。同一认证标准及型号的线缆，线束厂商可能会用于多款车型。

图19：汽车线缆厂商是汽车整车厂商的二级供应商

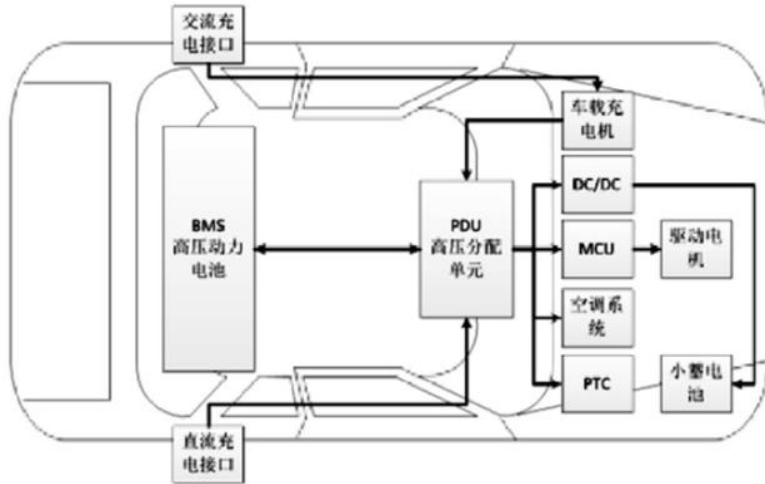


资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.1、受益于电动化和智能化变革，汽车线缆 ASP 有望持续提升

电动化增加高压线缆需求，随着新能源汽车电压平台从 400V 到 800V 升级，对线缆电气性能、屏蔽性能等要求进一步提升。高压线束用于连接充电口座、高压电池包、逆变器、电机、车载充电机等设备。随着新能源汽车电压平台从 400V 到 800V 升级，对线束线缆的输送能力、机械强度、绝缘保护和电磁兼容等性能的要求进一步提升。

图20：高压线束用于连接电动车各高压部件



资料来源：《浅谈纯电动汽车整车级高压线束开发》

表5：各主流整车厂 800V 车型陆续在 2023-2024 年量产

品牌	车企	车型/平台	电压(V)	量产时间
新势力	小鹏	G9	800	2022Q3
	理想	W01	800	2023
	蔚来	阿尔卑斯	800	2024
	零跑	C01	800	2024
自主	长安	阿维塔 11	750	2023
	长城	机甲龙	800	2023
	比亚迪	E3.0 平台	800	-
合资/外资	奥迪	A6 e-tron	800	2023
	保时捷	Macan	800	2023
	奔驰	MMA	800	2025
	大众	Trinity	800	2028

资料来源：佐思汽研、IT之家、开源证券研究所

智能化增加自动驾驶、智能网联等功能电子器件的需求量，随着汽车智能化等级提升，高速线缆的用量、数据传输速度及价值量有望进一步提升。智能驾驶、智能座舱等功能的快速发展带动电子器件用量增加，蔚来 ES8、理想 L9、问界 M7 等智能汽车的智能驾驶硬件配置较传统汽车明显提升，高速线缆需求量加大。据公司公告，以太网线单价约 700 元/千米，较常规线缆约 400 元/千米的单价显著提升。

表6：蔚来 ES8、理想 L9、问界 M7 等智能汽车的智能驾驶硬件配置丰富

	蔚来 ES8	理想 L9	问界 M7	极氪 001	飞凡 R7
售价 (万元)	52.8-63.8	45.98	28.98-37.98	30.0-40.3	27.99-38.99
摄像头	11	11	8	15	12
毫米波雷达	5	1	3	1	4
超声波雷达	12	12	12	12	12
激光雷达	1	1	0	0	0/1
驾驶辅助级别	标配 L2, 选配 L3	L2	L2	标配 L2, 选配 L3	L2

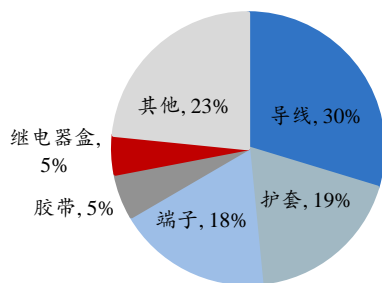
资料来源：太平洋汽车网、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

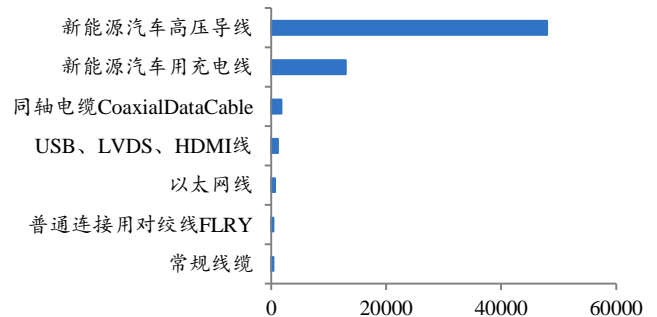
**表7：车用总线类型包括LIN、CAN、FlexRay、MOST等**

总线类型	传输速率	应用
LIN	10-125Kbps	大灯, 灯光, 门锁, 电动座椅等
CAN/CAN-FD	1Mbps (CAN) /8Mbps (CAN-FD)	汽车空调, 电子指示, 故障检测等
FlexRay	1-10Mbps	引擎控制, ABS, 悬挂控制, 线控转向等
MOST	>10Mbps	汽车导航系统, 多媒体娱乐
车载以太网	1Gbps	高级驾驶辅助系统, 车载诊断系统, 车载信息娱乐系统

资料来源：懂车帝、开源证券研究所

**图21：2019年沪光股份导线占原材料采购总额30%**


数据来源：沪光股份招股书、开源证券研究所

**图22：以太网线及新能源汽车高压线缆较常规线缆单价显著提升(元/千米)**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**轻量化趋势下，铝线缆有望替代部分铜线缆。**汽车线缆轻量化顺应节能和环保的趋势，是目前各大厂商努力尝试的方向。线束的主要重量在于线缆的铜材，随着铝导体的焊接、压接等工艺难关的攻克，部分汽车线缆有望以质量较小的铝导体取代铜导体。目前铝线缆主要用于传统汽车电瓶、新能源低压电池附近。

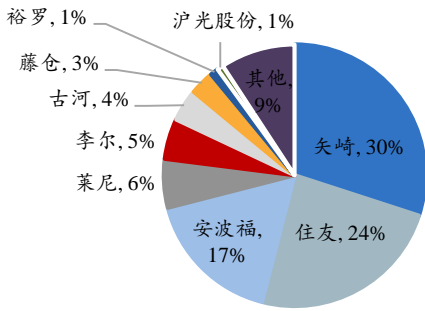
**表8：轻量化趋势下，铝线缆有望替代部分铜线缆**

线缆种类	相较于铜线缆的优势	应用难点
铝线缆	(1) 铝的密度是铜的三分之一 (2.7kg/m <sup>3</sup> Vs 8.9 kg/m <sup>3</sup> ), 铝导线代替铜导线可以减轻重量; (2) 铝材比铜材便宜超过一半以上, 铝导线代替铜导线可以节约成本	(1) 铝和铜的热膨胀系数不同。在反复热循环之后, 铝导线和铜端子的结合界面将会产生空隙, 导致阻抗增加, 进而在实际工作中造成温升过高; (2) 铜和铝分属两种不同的活性金属, 一起结合会因原电池效应而发生化学腐蚀; (3) 铝导线表面极易形成氧化铝薄膜, 这层薄膜具有绝缘性, 会增大电阻, 影响跟铜端子结合面的接触性能

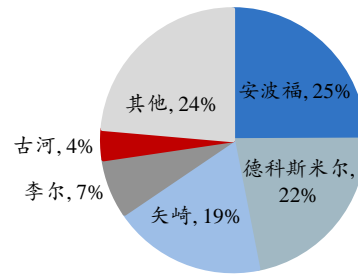
资料来源：线束工程师、开源证券研究所

## 2.2、汽车线缆产业链较为封闭，降本压力推动行业向市场化变革

汽车线缆产业链较为封闭，线束厂商采购线缆有“自产+外购”、“全部外购”两种模式。(1)“自产+外购”的模式：日系线束厂商矢崎、住电、古河等，欧美系线束厂商莱尼、科络普等。线束厂商在旗下有线缆公司的情况下仍对外采购的原因包括：满足不同的国家标准、补足产能缺口等。(2)全部外购模式：美系线束厂商李尔、德系线束厂商德科斯米尔、国内线束厂商昆山沪光、金亭等。

**图23：2021年外资厂商占据全球汽车线束市场主要份额**


数据来源：华经产业研究院、MarketsandMarkets、开源证券研究所

**图24：2021年公司主要客户为全球线束龙头厂商**


数据来源：公司可转债2022年跟踪评级报告、开源证券研究所

**表9：住友、矢崎、古河等线束厂商具备线缆生产能力**

	铜矿	线缆	线束
住友	√	√	√
古河	√	√	√
矢崎		√	√
莱尼		√	√
科络普		√	√
安波福			√
安费诺			√
李尔			√
德科斯米尔			√

资料来源：公司公告、线束世界、开源证券研究所

汽车线缆制造商主要包括两类：第一类为汽车线束企业旗下的线缆公司；第二类为独立专业生产汽车线缆的公司。独立专业生产线缆的公司包括卡倍亿、北京福斯、无锡鑫宏业、广东奥美格、武汉太平爱克、苏州特雷卡等，其中卡倍亿、北京福斯、无锡鑫宏业、广东奥美格是内资企业，武汉太平爱克、苏州特雷卡是外资企业。

降本压力推动行业向市场化变革，优质的第三方自主线缆供应商有望受益。矢崎、住友、安波福、莱尼占据全球超过70%的汽车线束市场份额。近年来，部分外资汽车线束厂商逐步出售相关资产或收缩国内汽车线束业务，通过对外采购线缆来实施降本。卡倍亿等优质的第三方自主供应商在技术积累、成本管控及响应速度等方面持续进步，有望受益于汽车线缆行业降本压力下的市场化变革和国产替代趋势，提升市场份额。

**表10：独立专业生产汽车线缆的公司还包括北京福斯、无锡鑫宏业等**

生产厂商	公司简介
北京福斯	成立于2000年，内资企业，主营业务为汽车电线电缆。终端客户包括大众、福特、部分本土品牌汽车厂商，产品品种较全。 在国内市场占有率超过25%，全球市场占有率超过5%
无锡鑫宏业	成立于2004年，内资企业，2021年营收12.2亿元，主要产品为新能源汽车线缆(41%)、光伏风能线缆(40%)、工业线缆(14%)等。终端客户包括比亚迪、吉利等
广东奥美格	成立于2006年，内资企业，2014年IPO上市，2021年退市。主要产品包括新能源汽车高压电缆、新能源汽车充电线缆
武汉太平爱克	成立于2003年，外资企业，主营业务为汽车电线电缆
苏州特雷卡	成立于1994年，外资企业，主营业务为生产电线电缆

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、积极开展产能建设，助力业绩增长

公司目前拥有宁海、本溪、成都、上海、惠州等五大汽车线缆生产基地，正在湖北麻城投资建设新的生产基地。此外，公司在上海、南通、武汉、深圳、长沙、长春、烟台、菲律宾建有仓库。通过上述生产基地和仓库的建设，可以有效地降低产品的运输费用、缩短供货时间，快速响应客户的需求。

图25：公司在多地布局生产基地、仓库



资料来源：公司官网

公司积极开展汽车线缆产能建设，伴随募投项目产能逐步落地，业绩有望再上一个台阶。2020、2021年公司通过IPO、发行可转债分别募集资金2.16、2.79亿元，用于新能源汽车线缆相关产业化项目，主要生产新能源汽车线缆、智能网联汽车线缆等产品。截止2022年底，上海卡倍亿“新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产业化项目”已正式投入使用、本溪卡倍亿“新能源汽车线缆生产线建设项目”基本完成施工建设并进入试生产阶段，预计项目达产后将分别贡献年营收6.54、5.26亿元。2023年4月26日，公司公告拟公开发行可转债募资不超过5.29亿元，用于汽车线缆、绝缘材料产能建设，进一步保障公司对于客户新项目的配套能力。



**表11：公司积极开展新能源汽车线缆、智能网联汽车线缆产能建设**

项目名称	新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产	本溪卡倍亿汽车铝线缆建设项	新能源汽车线缆生产线建设项
	业化项目	目*	目**
实施地点	上海	本溪	本溪
投资总额（亿元）	3.47	0.44	2.43
拟投入募集资金（亿元）	2.16（*）/1.24（**）	-	1.55
具体产品	新能源汽车用充电线、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线（普通连接用对绞线 FLRY）、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线（同轴电缆）、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线（以太网线）、新能源汽车高压导线（有机硅高压线）、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线（USB、LVDS、HDMI 线）	汽车铝线缆	新能源汽车高压导线（硅胶线）、新能源汽车用充电线、XLPO 新能源线
预计达产后营收（亿元）	6.54	1.35	5.26
预计达产后净利润（亿元）	0.56	-	0.48
截至 2022 年底投资进度	100%（*）/67%（**）	-	100%
项目达到预定可使用状态日期	2021 年 12 月 31 日	暂缓实施	2023 年 6 月 30 日

资料来源：公司公告、开源证券研究所（“\*”项目系 2020 年 IPO 募投项目，“\*\*”项目系 2021 年可转债募投项目）

**表12：2023 年 4 月 26 日公司公告拟公开发行可转债募资不超过 5.29 亿元，用于汽车线缆、绝缘材料产能建设**

项目名称	湖北卡倍亿生产基地项目	新能源汽车线缆扩建项目	新能源汽车线缆绝缘材料改扩
			建项目
实施地点	麻城	宁海（公司本部厂区）	宁海
投资总额（万元）	2.53	2.00	0.99
拟投入募集资金（万元）	2.50	2.00	0.79
具体产品	汽车用高低压电线、多芯护套线、压缩导体电线、新能源汽车用充电线	新能源汽车用充电线、智能网联汽车车载娱乐信息交互系统用线、汽车用低压电线	PVC 绝缘材料、XLPE 绝缘材料等汽车线缆生产所需原材料
项目建设期	12 个月	12 个月	12 个月

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

**(1) 普通电线业务：**公司产品矩阵完善，获得众多主流整车厂认证，客户包括安波福、矢崎、李尔等头部线束厂商。公司积极开展产能建设，伴随募投项目产能逐步落地，营收有望再上一个台阶。我们预计 2023-2025 年营收同比增速分别为：25.0%/18.0%/15.0%。

**(2) 新能源线业务：**受益于电动化趋势，高压线缆需求量持续提升，且随着新能源汽车电压平台从 400V 到 800V 升级，对线束线缆的输送能力、机械强度、绝缘保护和电磁兼容等性能的要求进一步提升，高压线缆市场规模有望持续扩大。公司进入特斯拉、比亚迪、蔚来、理想等新能源整车厂供应链体系，有望充分受益于电动化变革带来的发展机遇。我们预计 2023-2025 年营收同比增速分别为：120.0%/90.0%/50.0%。

**(3) 数据线业务：**受益于智能化趋势，自动驾驶、智能网联等功能电子器件的需求量增加，且随着汽车智能化等级提升，高速线缆的用量、数据传输速度及价值量有望进一步提升。我们预计 2023-2025 年营收同比增速分别为：100.0%/100.0%/100.0%。

**(4) 其他业务：**主要为残次线缆及废铜销售收入。我们预计 2023-2025 年营收同比增速分别为：15.0%/15.0%/15.0%。

表13：公司营收拆分及预测（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
普通电线营收	19.4	25.0	31.3	36.9	42.5
YOY		29.1%	25.0%	18.0%	15.0%
毛利率	10.1%	11.3%	11.5%	11.6%	11.7%
新能源线营收	2.1	3.3	7.3	13.8	20.7
YOY		54.4%	120.0%	90.0%	50.0%
毛利率	16.3%	20.7%	21.5%	22.5%	23.5%
数据线营收	0.07	0.07	0.13	0.26	0.52
YOY		-4.8%	100.0%	100.0%	100.0%
毛利率	-	20.6%	21.5%	22.5%	23.5%
其他业务营收	1.1	1.1	1.2	1.4	1.6
YOY		-0.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	13.9%	1.1%	5.0%	5.0%	5.0%
总营收	22.7	29.5	39.9	52.4	65.3
YOY		30.0%	35.4%	31.3%	24.6%
毛利率	10.9%	12.0%	13.2%	14.3%	15.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测与估值

公司深耕汽车线缆，产品矩阵丰富，进入特斯拉、比亚迪、蔚来、理想、宝马、戴姆勒奔驰等整车厂供应链体系，客户包括安波福、矢崎、李尔等头部线束厂商，有望充分受益于电动智能化变革带来的发展机遇。公司积极开展产能建设，伴随募投项目产能逐步落地，公司业绩有望再上一个台阶。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 2.15/3.12/4.21 亿元，对应 EPS 为 3.64/5.28/7.11 元，对应当前股价 PE 为 24.2/16.7/12.4 倍。卡倍亿 3 家可比公司 2023-2024 年 PE 均值分别为 26.9/16.7 倍。我们认为电动化和智能化趋势下，公司高压线缆和高速线缆有望实现量价利齐升，贡献业绩增量。首次覆盖，给予“增持”评级。

表14：可比上市公司估值（PE/PEG）

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE			PEG
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	(2025E)
688800.SH	瑞可达	85	53.89	3.56	5.05	6.80	24.0	16.9	12.6	0.36
300351.SZ	永贵电器	58	15.06	2.41	3.54	4.17	24.1	16.4	13.9	0.78
605333.SH	沪光股份	67	15.40	2.06	4.00	-	32.7	16.8	-	-
可比公司平均 PE							26.9	16.7	-	
300863.SZ	卡倍亿	52	88.18	2.15	3.12	4.21	24.2	16.7	12.4	0.35

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2023/5/24，瑞可达盈利预测数据采用 Wind 一致预测，永贵电器、沪光股份盈利预测数据来自开源证券研究所）

## 5、风险提示

汽车行业景气度不及预期、募投项目进展不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1573	1687	1662	1766	1958
现金	422	306	1019	1046	1029
应收票据及应收账款	745	942	0	0	0
其他应收款	2	1	4	3	5
预付账款	4	13	10	20	17
存货	331	358	562	629	838
其他流动资产	69	68	68	68	68
<b>非流动资产</b>	579	698	843	1021	1189
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	356	511	613	742	871
无形资产	42	57	64	72	77
其他非流动资产	181	130	166	206	241
<b>资产总计</b>	2152	2385	2505	2786	3146
<b>流动负债</b>	1206	1290	1256	1277	1279
短期借款	978	1150	1150	1150	1150
应付票据及应付账款	190	78	0	0	0
其他流动负债	38	63	106	127	129
<b>非流动负债</b>	283	307	274	245	213
长期借款	266	276	243	214	182
其他非流动负债	18	31	31	31	31
<b>负债合计</b>	1489	1598	1530	1523	1492
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	55	56	83	83	83
资本公积	274	288	260	260	260
留存收益	318	442	617	855	1190
<b>归属母公司股东权益</b>	663	788	975	1263	1654
<b>负债和股东权益</b>	2152	2385	2505	2786	3146

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-252	-18	976	400	416
净利润	86	140	215	312	421
折旧摊销	25	39	52	68	85
财务费用	35	42	61	89	131
投资损失	-14	-6	-5	-7	-8
营运资金变动	-400	-249	670	-35	-179
其他经营现金流	15	16	-18	-28	-33
<b>投资活动现金流</b>	-234	-202	-191	-238	-250
资本支出	248	160	197	246	253
长期投资	14	-42	0	0	0
其他投资现金流	0	0	6	7	4
<b>筹资活动现金流</b>	792	127	-72	-133	-184
短期借款	475	172	0	0	0
长期借款	266	10	-33	-28	-32
普通股增加	0	0	28	0	0
资本公积增加	0	14	-28	0	0
其他筹资现金流	51	-71	-39	-105	-152
<b>现金净增加额</b>	305	-91	712	28	-17

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2268	2948	3993	5242	6533
营业成本	2020	2594	3468	4490	5529
营业税金及附加	5	7	10	12	15
营业费用	20	12	48	68	91
管理费用	35	48	80	118	144
研发费用	53	70	108	147	189
财务费用	35	42	61	89	131
资产减值损失	-2	-0	0	0	0
其他收益	1	2	2	2	2
公允价值变动收益	-3	-14	0	0	-4
投资净收益	14	6	5	7	8
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	95	159	244	355	477
营业外收入	2	2	4	3	3
营业外支出	0	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	96	161	247	358	479
所得税	10	21	32	45	59
<b>净利润</b>	86	140	215	312	421
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	86	140	215	312	421
EBITDA	186	279	359	472	610
EPS(元)	1.46	2.37	3.64	5.28	7.11

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	79.4	30.0	35.4	31.3	24.6
营业利润(%)	62.3	67.3	53.4	45.6	34.4
归属于母公司净利润(%)	63.2	62.2	53.8	44.9	34.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.9	12.0	13.2	14.3	15.4
净利率(%)	3.8	4.8	5.4	6.0	6.4
ROE(%)	13.0	17.8	22.1	24.7	25.4
ROIC(%)	7.5	9.4	11.0	13.1	15.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	69.2	67.0	61.1	54.7	47.4
净负债比率(%)	124.1	143.6	44.6	30.6	23.0
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.6	2.0	2.2
应收账款周转率	3.9	3.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	24.7	30.8	89.4	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.46	2.37	3.64	5.28	7.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-4.25	-0.30	16.50	6.76	7.04
每股净资产(最新摊薄)	10.94	13.06	16.23	21.10	27.71
<b>估值比率</b>					
P/E	60.4	37.2	24.2	16.7	12.4
P/B	8.1	6.8	5.4	4.2	3.2
EV/EBITDA	43.9	30.4	21.7	16.4	12.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn