

意华股份(002897)/通信

通信连接器龙头，5G 打开新空间，一体两翼协同发展

评级: 买入(维持)

市场价格: 34.10

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

电话: 021-20315728

Email: chenny@r.qizq.com.cn

分析师: 易景明

执业证书编号: S0740518050003

电话: 021-20315728

Email: yijm@r.qizq.com.cn

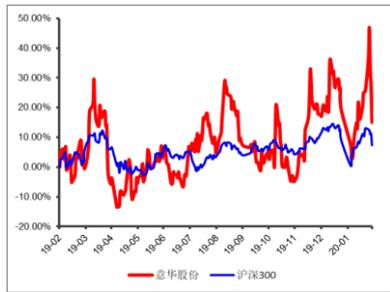
研究助理: 周铃雅

Email: zhouly@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	171
流通股本(百万股)	69
市价(元)	34.10
市值(百万元)	5831
流通市值(百万元)	2353

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 通信连接器隐形龙头，创新业务前景可期

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,215	1,388	1,609	3,152	3,761
增长率 yoy%	22.59%	14.21%	15.98%	95.85%	19.32%
净利润	94	78	73	198	275
增长率 yoy%	-5.17%	-17.28%	-6.55%	172.80%	38.80%
每股收益(元)	0.55	0.46	0.43	1.16	1.61
每股现金流量	0.49	0.67	-0.59	-3.63	4.01
净资产收益率	8.55%	6.92%	3.18%	4.67%	6.09%
P/E	61.93	74.87	80.12	29.37	21.16
PEG	3.12	1.67	-5.09	1.48	0.47
P/B	5.30	5.18	2.54	1.37	1.29

备注: 以 2020 年 3 月 10 日收盘价计算

投资要点

- **国内通讯连接器龙头，以连接器为核心内生外延战略布局。**意华股份成立于 1995 年，于 2017 年 9 月上市，主要从事以通讯为主的连接器及其组件产品研发、生产和销售，同时提供互连产品应用解决方案。目前，公司的互连产品已进入网路及网路设备、光电通讯网路及设备、消费电子产品、云计算及大数据设备等行业，成为国内最具实力的通讯连接器生产商之一，与全球多家企业包括华为、中兴、富士康、伟创力、和硕、亚旭、TCL 等建立了长期的合作伙伴关系。自 2010 年起，公司以连接器为核心先后收购或设立在通讯、消费电子和汽车等领域的公司，已建立起以**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。**
- **5G 为通讯连接器创造新的增长空间，产品升级带来需求放量。**伴随 5G 时代的到来，5G 网络将引发技术变革，驱动通信设备升级，资本开支显著上升，通讯连接器将进入 5G 时代，对其速率和储存的要求大幅提高，同时，万物互联时代数据流量激增，驱动通讯设备网口需求大幅增长，通讯连接器市场有望迎来量价齐升的新时代。从下游客户上看，数据通信市场的规模变化与无线接入网的升级换呈现较强的相关性，全球交换设备与服务需求旺盛，其中**中国产设备商在全球范围内的市场份额呈现扩张趋势。**公司作为通讯连接器龙头，在通讯连接器市场有领先的研究优势，公司研发的高速连接器已在各种电子设备中得到广泛应用，其中 SFP 光电连接器可应用于高端服务器，具有较高的技术壁垒，同时，公司与下游客户保持着良好长久的合作关系，下游市场格局的改变，有望助力公司业绩放量
- **一体两翼，业务协同带来规模效应。**公司收购意华新能源，布局光伏追踪支架领域，与大客户 Nextracker 深度绑定，为业绩提供确定性，同时公司战略布局汽车连接器领域，未来，伴随着汽车电子化程度的提高，与新能源汽车的普及，汽车连接器将实现量价齐升。公司目前已大力投入汽车连接器的研发，2017 年实现了收入大幅增长，目前市占率仅不到 0.5%，未来，依靠公司先进的研发能力与强大的客户维护能力，有望共享新能源汽车行业红利。我们认为，公司精密模具制造能力、快速响应客户需求能力、高效的经营管理能力可进一步增加公司综合竞争力，业务协同发展带来规模效应。
- **投资建议：**意华股份是国内通讯连接器领域龙头，产品涵盖通讯、消费电子、汽车等领域，我们认为，5G 时代产品升级换代，数据网口增加，产品需求放量，通讯连接器有望出现量价齐升，同时，公司外延并购汽车连接器领域和光伏追踪器领域，未来伴随着汽车电子化程度的提高与新能源汽车的普及和全球光伏追踪器的发展，将为公司业绩增长带来新空间。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 0.73 亿元/1.98 亿元/2.75 亿元，EPS 分别为 0.43 元/1.16 元/1.61 元，给予“买入”评级。
- **风险提示事件：**连接器市场竞争加剧的风险；国际贸易冲突导致产业链格局不稳定的风险；市场系统性风险

内容目录

通讯连接器隐形龙头	- 4 -
通讯连接器龙头，内生外延快速发展	- 4 -
客户优质稳定，产品结构稳定	- 5 -
收入稳健增长，通讯连接器占比最大	- 7 -
5G 推动通讯连接器升级放量，汽车连接器有望实现弯道超车	- 8 -
下游应用广泛，三梯队竞争格局	- 8 -
5G 为通讯连接器带来新的增长空间	- 12 -
汽车连接器潜力大	- 14 -
光伏市场稳步增长，追踪器市场发展向好	- 16 -
光伏支架是电站骨架，跟踪式支架为大趋势	- 16 -
美国将为全球光伏追踪器最大需求市场	- 17 -
先发优势构筑护城河，业务协同带来规模效应	- 19 -
增长逻辑一：通讯连接器龙头，贴近客户需求快速响应	- 19 -
增长逻辑二：精密模具开发能力与超前研发能力强	- 20 -
增长逻辑三：深度绑定大客户，一体两翼协同发展	- 22 -
财务分析：毛利高，经营管理效率高	- 24 -
盈利预测与投资建议	- 26 -
盈利预测	- 26 -
投资建议	- 29 -
风险提示	- 30 -

图表目录

图表 1: 意华股份发展历程	- 4 -
图表 2: 意华股份主要股东及重要子公司	- 5 -
图表 3: 意华股份主要客户	- 5 -
图表 4: 公司主要产品及介绍	- 6 -
图表 5: 公司的产品收入结构	- 7 -
图表 6: 公司的营业收入 (亿元)	- 7 -
图表 7: 公司的净利润 (亿元)	- 7 -
图表 8: 连接器行业产业链	- 8 -
图表 9: 全球连接器市场规模 (单位: 亿美元)	- 9 -
图表 10: 2018 年世界连接器行业区域市场格局	- 9 -
图表 11: 我国连接器市场规模 (单位: 亿美元)	- 9 -
图表 12: 我国连接器行业集中度变化趋势	- 9 -
图表 13: 连接器主要应用领域 (2018 年)	- 10 -

图表 14: 全球连接器市场份额分布 (2015 年)	- 10 -
图表 15: 我国连接器行业竞争格局	- 11 -
图表 16: 全球连接器厂商情况	- 11 -
图表 17: 通讯连接器发展历程	- 12 -
图表 18: 5G 网络引发的技术变革	- 13 -
图表 19: 全球数据量及预测	- 13 -
图表 20: 全球交换机市场份额	- 13 -
图表 21: 2018 年全球交换机市场份额	- 13 -
图表 22: 全球及中国汽车产量 (单位: 万辆)	- 14 -
图表 23: 全球汽车电子市场规模 (单位: 亿美元)	- 14 -
图表 24: 新能源汽车连接器部位示意图	- 15 -
图表 25: 中国新能源汽车产量 (单位: 万辆)	- 15 -
图表 26: 中国新能源汽车连接器市场规模 (亿元)	- 15 -
图表 27: 光伏发电产业链	- 16 -
图表 28: 光伏支架的分类	- 17 -
图表 29: 全球累计光伏装机情况 (GW)	- 17 -
图表 30: 全球光伏累计装机容量市场份额 (2018 年)	- 17 -
图表 31: 全球光伏跟踪器出货量市场份额 (2018 年)	- 18 -
图表 32: 国内连接器厂商重点领域情况	- 19 -
图表 33: 公司的生产模式与销售模式	- 20 -
图表 34: 公司研发系统组织架构	- 21 -
图表 35: 公司历年研发费用情况	- 21 -
图表 36: 意华新能源历史财务情况	- 22 -
图表 37: 公司毛利率对比	- 24 -
图表 38: 公司分产品毛利率情况	- 24 -
图表 39: 公司期间费用率对比	- 25 -
图表 40: 公司销售费用率对比	- 25 -
图表 41: 公司管理费用率对比	- 25 -
图表 42: 公司财务费用率对比	- 25 -
图表 43: 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率情况	- 25 -
图表 44: 公司业务分类	- 26 -
图表 45: 公司分业务收入预测 (单位: 亿元)	- 28 -
图表 46: 意华股份盈利预测与估值	- 29 -
图表 47: 可比公司估值表	- 29 -
图表 48: 意华股份三大财务报表预测 (单位: 百万元)	- 31 -

通讯连接器隐形龙头

通讯连接器龙头，内生外延快速发展

- 国内通讯连接器龙头。**公司成立于1995年，于2017年9月在深交所上市，总部位于温州。主要从事以通讯为主的连接器及其组件产品研发、生产和销售，同时提供互连产品应用解决方案。产品类型包括通讯连接器、消费电子连接器及汽车等其他连接器。经过20多年的发展，公司已发展成国内最具实力的通讯连接器生产商之一，与全球多家企业包括华为、中兴、富士康、伟创力、和硕、亚旭、TCL等建立了长期的合作伙伴关系。目前，公司的互连产品已进入网路及网路设备、光电通讯网路及设备、消费电子产品、云计算及大数据设备等行业，主要包括应用于数据通信领域的RJ系列连接器产品和SFP、SFP+系列高速连接器产品，应用于消费电子领域的USB、HDMI系列连接器产品，汽车连接器等其他连接器及组件产品

图表 1: 意华股份发展历程

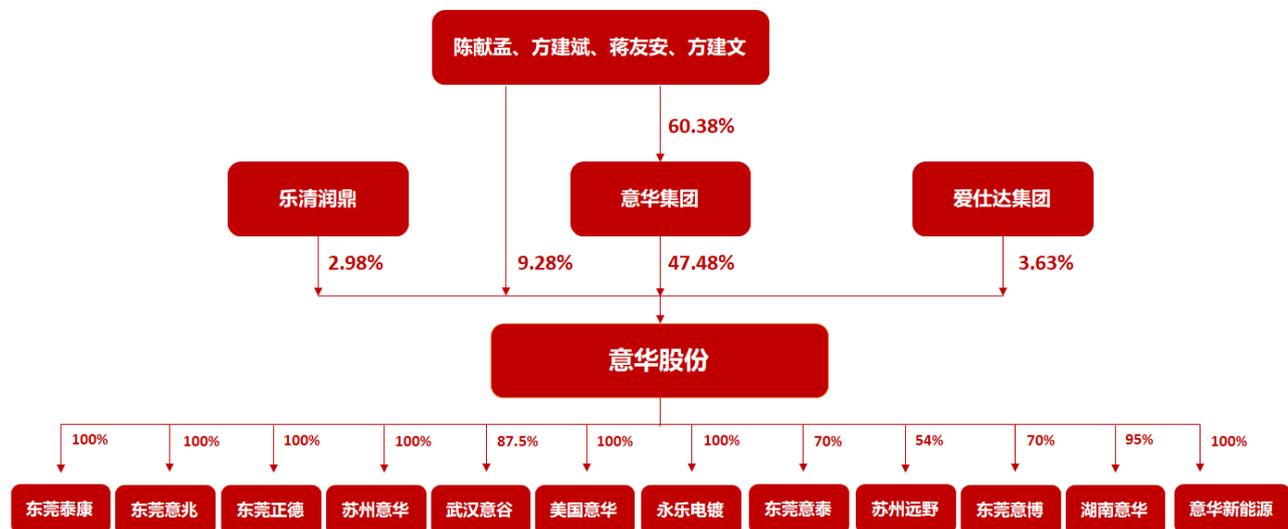


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 股权相对集中，以连接器为核心内生外延战略布局。**公司股东陈献孟、方建斌、蒋友安、方建文四人直接或间接合计共持有56.76%的股权，为公司的共同控制人，同时四人均为公司高级管理人员，核心高管和公司发展深度绑定。在业务发展方面，自2010年起，公司以连接器为核心先后收购或设立在通讯、消费电子和汽车等领域的公司。其中东莞意兆、武汉意谷、永乐电镀主要从事通讯连接器的生产与销售，东莞泰康、东莞正德、苏州意华、东莞意博主要从事消费电子连接器的生产与销售，苏州远野、湖南意华主要从事汽车连接器的生产与销售，美国意华负责开拓海外市场。公司已建立起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。此外，公司于 2019 年成功收购意华新能源，从事太阳能光伏支架的生产与销售，为公司业绩提供新的利润增长点，公司一体两翼模式初成。

图表 2: 意华股份主要股东及重要子公司



来源：公司公告，中泰证券研究所

客户优质稳定，产品结构稳定

- **坚持大客户战略，客户优质稳定。**公司自成立以来即确立了与大客户合作的经营策略，主要客户均为通讯、消费电子等行业的领军企业，其中，通讯连接器领域客户主要包括华为、中兴、烽火、三星等，近年来通过 SFP、SFP+ 等高端系列进一步加强了与华为、中兴等通信设备商合作的广度和深度；消费电子和汽车连接器领域客户包括正崧、伟创力、莫仕、Full Rise、FCI 等，在国内外市场口碑良好。公司前五大客户占比约 20%，不存在过度依赖某单一客户的情况，同时与优质客户保持了紧密稳定的合作关系。

图表 3: 意华股份主要客户



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 产品结构丰富，重视研发创新。**公司的主要产品为连接器及其组件，按应用领域可以分为通讯连接器、消费电子连接器、汽车等其他连接器。其中，公司核心产品通讯连接器主要包括 RJ45 系列和 SFP 系列，消费电子连接器主要包括 USB 系列和 HDMI 系列。公司十分注重新产品研发，研发费用连续三年保持大幅增长，一方面成立子公司加大对光通讯器件的研发投入，抓住 5G 市场机会，另一方面汽车连接器新产品也在开发试制过程中。

图表 4：公司主要产品及介绍

应用领域	名称	示例图片	产品简介及应用
通讯连接器	RJ45、RJ11 插头		RJ 插头俗称“水晶头”，主要用于网络数据的连接和传输。其中，RJ45 用于网络数据传输，RJ11 用于电话线路数据的传输。应用领域包括电脑、笔记本电脑、打印机、传真机、复印机、扫描仪、电话机、ADSL 滤波器、数字电视等
	RJ45 网络变压器插座		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。应用领域包括交换机、路由器、集线器、电脑、笔记本电脑、打印机、以太网供电设备等
	SFP、SAS		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、光纤通道和千兆/万兆以太网、网络设备、路由器、交换机、存储设备、媒体转换器或其他兼容设备
	网络变压器		一般都安装在网卡的输入端附近，主要有信号传输、阻抗匹配、波形修复、信号杂波抑制和高电压隔离等作用等。应用领域包括交换机、路由器、集线器、电脑、笔记本电脑、打印机、以太网供电设备等
	网络模块 RJ_Cat5e、Cat6		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
	网络配线架		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
消费电子连接器	USB		实现消费电子产品与其他移动存储设备及娱乐设备之间的数据传输及交换，包含 USB2.0、USB3.0、MicroUSB、MiniUSB 等。应用范围包括电脑、平板电脑、手机、PDA、数码相机、MP3/MP4、打印机、充电器、游戏机、音乐播放器、玩具、汽车等
	HDMI		可实现数字化视频/音频的接口技术，是适合高清晰度影像传输的专用型数字化接口，同时无需在信号传前进行数/模或者模/数转换。应用领域包括电视、手机、便携电视棒、蓝光播放器、高端游戏机、电脑、高端监控设备等
汽车等其他连接器	汽车连接器		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
其他组件产品	接线端子		用于 PCB 板外周连接。应用领域包括电脑、交换机、打印机、传真机、复印机、开关电源箱、IT 通讯机箱、冲床、注塑机、数字电视、各种外设、各种电器电源输入插座

来源：公司公告，中泰证券研究所

收入稳健增长，通讯连接器占比最大

- **通讯连接器占比最大，汽车连接器成长快。**分产品来看，通讯连接器是公司核心产品，收入占比始终保持约 60%以上，收入逐年增长；消费电子连接器是公司第二大主要产品，收入占比保持约 22%；其他连接器占比逐年提升，主要是公司战略性布局汽车及工业连接器等其他连接器产品。

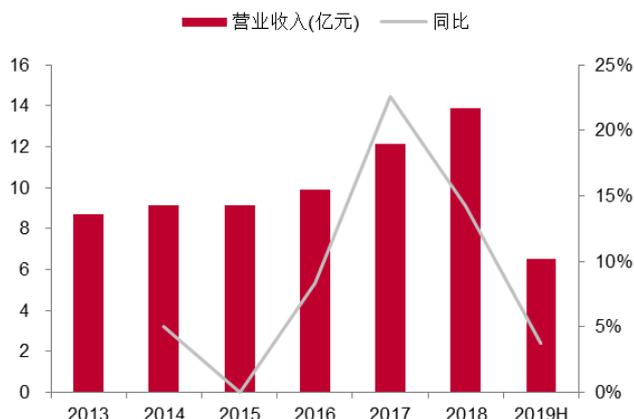
图表 5: 公司的产品收入结构



来源: wind, 中泰证券研究所

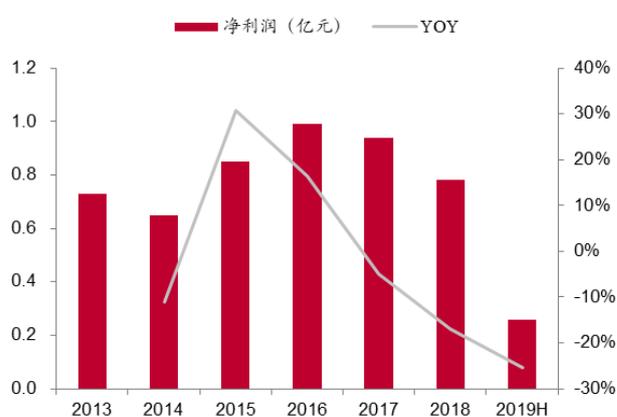
- **收入增长相对稳健，成本上行、研发加大导致利润下滑。**公司近年来收入保持稳健增长，2018 年营收 13.88 亿元，同比增长 14.21%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比下降 17.28%，据公司 2019 年业绩快报披露，2019 年实现营收 16.09 亿元，同比增长 15.98%，归母净利润 0.73 亿元，同比下降 6.55%。公司营收稳步增长，受到原材料价格上涨导致成本上行明显、公司加大研发投入，同时新投资子公司业绩亏损进一步拖累了公司业绩。

图表 6: 公司的营业收入 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 公司的净利润 (亿元)



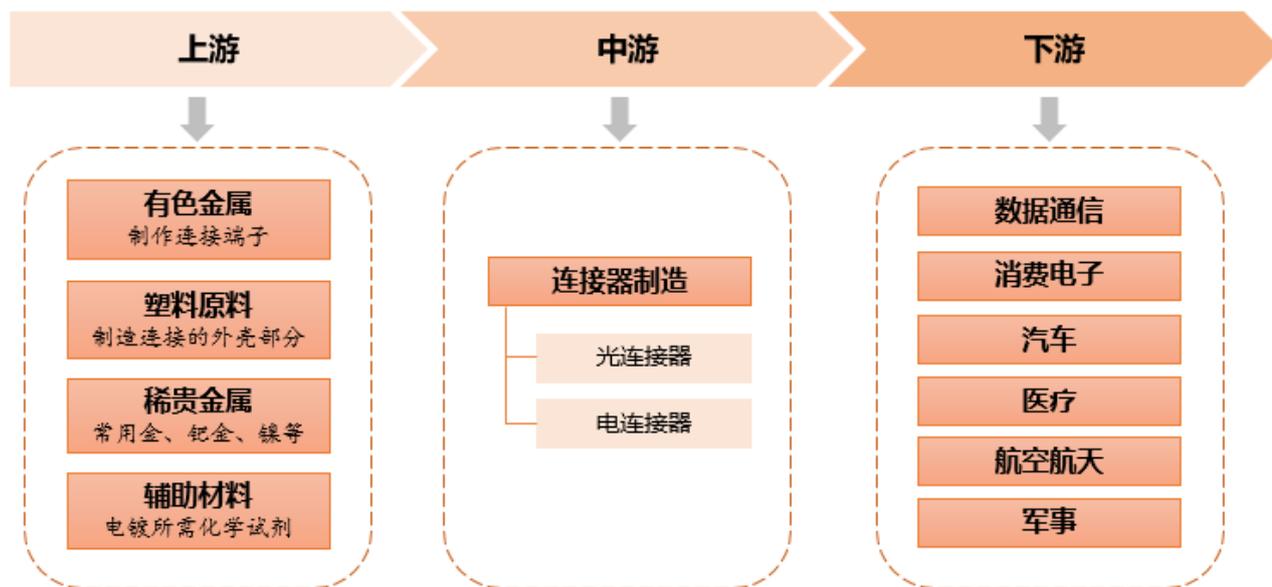
来源: wind, 中泰证券研究所

5G 推动通讯连接器升级放量，汽车连接器有望实现弯道超车

下游应用广泛，三梯队竞争格局

- **连接器是电子电路的沟通桥梁，下游应用广泛。**连接器主要包括电连接器和光纤连接器，是整机电路系统电气连接必需的核心基础元件，其作用是借助电/光信号和机械力量实现接通、断开或转换，可应用在所有电子产品中，从微型胶囊摄像机到大型国防设备都离不开连接器。随着应用对象、频率、功率、应用环境等不同，有各种不同形式和结构的连接器。连接器行业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，有色金属及稀贵金属占连接器的成本比重最大，塑胶原料和辅助材料占比次之。连接器行业下游包括消费电子、汽车、数据通信、工业、医疗、航空航天及军事等领域。下游产业的规模增长与技术革新是推动连接器市场增长的主要因素。

图表 8: 连接器行业产业链

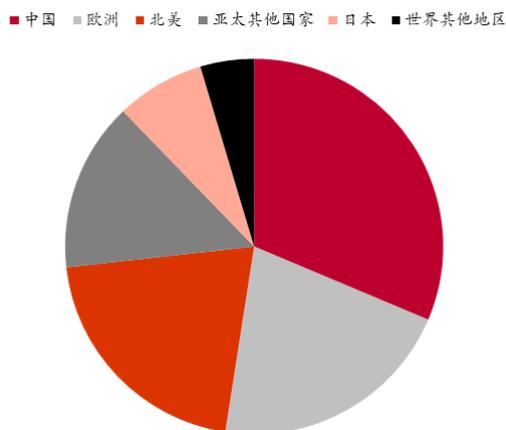


来源：中泰证券研究所

- **全球连接器市场呈扩大趋势，中国连接器市场规模稳居世界第一。**全球连接器市场需求持续增长，市场规模总体呈扩大趋势，据 Bishop & Associates 统计，2009 年全球连接器市场规模为 343.90 亿美元，到 2018 年全球连接器市场规模达到 667 亿美元，较 2017 年提升了 11%，连续两年保持两位数的增长率，且自 2012 年以来年复合增长率约为 5%。从区域分布来看，全球连接器市场主要分布在北美、欧洲、日本、中国、亚太（不含日本和中国）五大区域，据 Bishop & Associates 统计，2018 年中国地区连接器市场规模为 209 亿美元，较上年同比增长 9.42%，占据了全球 31.4% 的市场份额，是全球最大的连接器市场。连接器作为实现信息化的基础元器件，受益于信息化建设投入不断扩大，2010 年到 2018 年，我国连接器市场规模由 108.33 亿美元增长到 209 亿美元，年复合增长率 8.56%，显著高于全球同期 4.8% 的增速。

图表 9: 全球连接器市场规模 (单位: 亿美元)


来源: Bishop & Associates, 中泰证券研究所

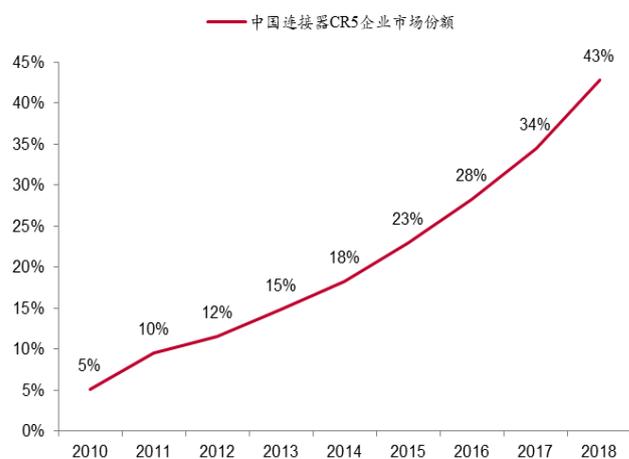
图表 10: 2018 年世界连接器行业区域市场格局


来源: Bishop & Associates, 中泰证券研究所

- 中国连接器市场稳步扩大, 行业集中度大幅提高。**随着世界制造业向中国大陆的转移, 全球连接器的生产重心也同步向中国大陆转移, 中国成为世界上最大的连接器生产基地。同时, 在中国经济快速发展的带动下, 通信、电脑、消费电子等连接器下游产业在中国迅速发展, 使得中国连接器市场一直保持高速增长, 连接器市场规模日益扩大, 据 Bishop & Associates 统计, 中国连接器市场规模从 2010 年 108 亿美元增长至 2018 年 209 亿美元, 在全球范围内市场份额达到 31.4%, 是全球最大的连接器市场地区。从技术难度来看, 我国连接器还主要以中低端为主, 高端连接器占比较低。从行业集中度来看, 我国连接器行业集中度大幅提高, 据中国产业信息网统计, 国内 Top5 连接器企业的市场份额从 2010 年的 5.14% 提升至 2018 年的 43%。

图表 11: 我国连接器市场规模 (单位: 亿美元)


来源: Bishop & Associates, 中泰证券研究所

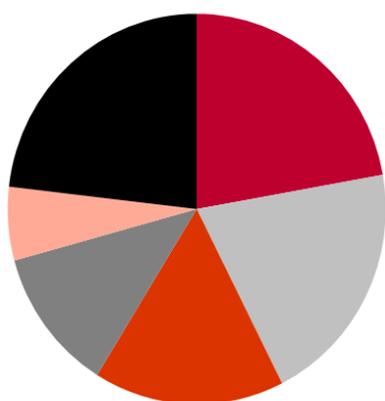
图表 12: 我国连接器行业集中度变化趋势


来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

■ **汽车连接器是最大应用市场，研发能力构筑竞争壁垒。** 从下游市场来看，连接器广泛应用在汽车、通讯、航空 航天、军事装备、计算机、工业、家用电器等多领域，据中国产业信息网的统计，在 2018 年全球连接器应用领域分布中，汽车连接器占比最大，占全球连接器市场的 22.19%，通信紧随其后，占比 20.36%。未来，随着汽车电子化的增加，与 5G 网络的布局，汽车与通信连接器仍将有较大发展空间。同时，在消费电子领域，随着可穿戴设备的发展，VR/AR 技术的突破，未来消费电子连接器的规模也将相当可观。从市场份额来看，全球连接器市场份额相对集中，据智研咨询统计，2015 年全球前三大连接器公司——泰科电子、安费诺、莫仕总市场份额达 32.8%，具备较强研发实力的大型企业更容易获得连接器市场的竞争优势。

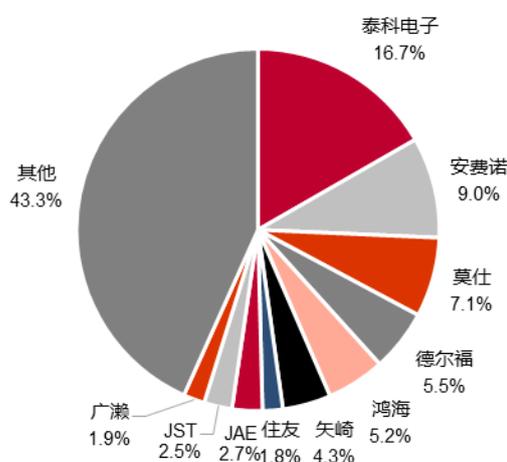
图表 13: 连接器主要应用领域 (2018 年)

■ 汽车 ■ 通信及数据传输 ■ 电脑及外设 ■ 工业 ■ 军工航天 ■ 其他



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 14: 全球连接器市场份额分布 (2015 年)



来源：智研咨询，中泰证券研究所

■ **三梯队竞争格局，部分领域有望实现弯道超车。** 中国连接器市场发展不平衡，大多企业规模较小，目前我国连接器制造厂商有 1000 多家，其中外商投资企业约有 300 家，本土企业约有 700 多家，主要集中在长三角和珠三角地区，但连接器高端技术和高端产品基本由行业国际巨头垄断，少数国内企业虽然也生产高端连接器产品，但相对于国际巨头而言规模仍较小，国内大多数中小规模的连接器生产企业不具备自主开发设计能力。我们大致可以将我国连接器市场分为三个梯队：

第一梯队：国际巨头，如泰科、安费诺、莫仕等，它们具有强大的研发实力，集设计、生产、销售一体，产品优势明显，应用领域较为广泛，受益于政策引导，在中国内地投资设立相关生产基地。

第二梯队：专业龙头，如意华股份、立讯精密、得润电子、长盈精密、中航光电、徠木电子等，它们是本土优质企业，在国内具有较大规模、研发实力较强，拥有一定的市场份额，在家电、电脑、通讯等特定领域占据一定主动地位。

第三梯队：小型企业，这些企业大多集中在长三角和珠三角地区，规模小，品种单一，新产品开发滞后，同质化竞争严重。

未来随着新能源汽车、通信、军工等的迅速发展，中国厂商未来存在较大的进口替代空间，部分领域(如新能源汽车连接器)甚至有望弯道超车。

图表 15: 我国连接器行业竞争格局

类型		代表公司	特点
第一梯队	国际巨头	泰科、安费诺、莫仕、富士康	国际知名连接器企业，具有强大的研发实力，集设计、生产、销售一体，技术处于业内领先水平，占据主要市场份额，产品优势明显，应用领域较为广泛。
第二梯队	专业龙头	意华股份、立讯精密、得润电子、长盈精密、中航光电、徕木电子	本土优质企业，定位中高端产品，在某些细分领域连接器具有相对优势。在国内具有较大规模、研发实力较强，凭借其技术实力、成本控制能力、对客户和市场的快速反应能力，拥有一定的市场份额，并通过重视自身科技创新、不断提高产品技术含量等方式，在家电、电脑、通讯等特定领域占据一定主动地位。
第三梯队	小型企业	主要集中在长三角和珠三角地区	本土小规模企业，技术含量较低，产品类型简单，同质化严重，市场竞争激烈。

来源：中泰证券研究所

图表 16: 全球连接器厂商情况

类别	公司名称	公司介绍
国际巨头	泰科	全球第一大连接器厂商，业务范围涉及消费类电子、通讯网络、电力、医疗、汽车、航空航天等多个领域，生产和制造约 50 万种产品，行销全美 50 个州以及全球 100 多个国家。
	安费诺	主要生产电力、电子和光纤连接器、同轴和扁平电缆以及提供各类互联系统。产品主要应用于无线通讯、程控交换机与信息处理、航空和军事、汽车工业、铁路和交通、工业测量与自动化等广泛的领域，1984 年开始进入中国，在厦门、西安、成都、深圳、天津、常州、曲靖等地设立了工厂或办事处。
	莫仕	前主营业务为各种高精度连接器，连接器产品超过十多万种以上，其划分为三个产品部门：商用产品部门、微型产品部门、集成产品部门。莫仕在全球 19 个国家拥有 59 座工厂，员工超过 32,400 名，战略性地分布于亚洲、欧洲和北美洲，1982 年进入中国市场。
	鸿海精密	全球最大的代工企业，产品涉及面较广，基本包含了电子产品的各领域。鸿海精密在连接器领域也是全球领先的企业，该项业务涉及了通信、电脑、消费电子等多个行业。鸿海精密于 1988 年开始投资中国大陆，在中国大陆又被称为富士康科技集团。
国内厂商	立讯精密	2004 年成立于广东省深圳市，2010 年于深圳证券交易所挂牌上市。其公司连接器产品主要应用在 3C（通信、电脑、消费电子）和汽车等领域。
	得润电子	1992 年成立于广东省深圳市，2006 年于深圳证券交易所挂牌上市。主要生产经营电子连接器、光连接器、汽车连接器、电子元器件、精密组件产品，广泛应用于家用电器、通讯、电脑、汽车、医疗备、工业等领域，主要客户有四川长虹、海尔集团、康佳集团、创维集团等。
	长盈精密	2001 年成立于广东省深圳市，2010 年于深圳证券交易所挂牌上市。专业从事移动通信终端、数码及光电产品等配套精密手机金属外观件、手机金属边框、精密电磁屏蔽件、微型精密连接器、手机滑轨、表面贴装式 LED 精密封装支架等产品的研发、生产、经营。
	中航光电	2002 年成立于河南省洛阳市，2007 年于深圳证券交易所挂牌上市。专业从事高可靠光、电、流体连接器的研发、生产和销售，同时提供系统光、电、流体连接技术解决方案等。
	徕木股份	2003 年成立于上海市，2016 年于上海证券交易所挂牌上市。专业从事以连接器和屏蔽罩为主的精密电子元件研发、生产和销售等。

来源：公司公告，中泰证券研究所

5G 为通讯连接器带来新的增长空间

- **通讯连接器将进入 5G 时代，对速率和储存要求大幅提高。**通讯连接器经历了几个时代的发展，上世纪 90 年代，电话机开始在家庭中普及，通讯连接器主要是 RJ11 类通讯连接器，传输速率低，主要用于固网终端；随着互联网时代的到来和个人电脑的普及，Cat3-Cat6 规格的 RJ 通讯连接器开始规模化，用于网络网线终端连接，应用于电脑连接、服务器、局域网网站等；2006 年-2012 年，3G 网络普及，变压器集成 RJ 连接器开始规模化，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；2012 年至今，4G 网络普及，对数据的传输速率要求提高，以 SFP 系列产品和高速 RJ45 系列产品等为代表的高速通讯连接器开始应用于服务器和交换机，处于数据中心、骨干网和城域网的位置。

通信正步入 5G 时代，国际标准化组织 3GPP 定义了 5G 的三大场景——eMBB 围绕高数据流量、uRLLC 围绕低延时、mMTC 围绕低成本海量连接，5G 时代对数据的传输速率，数据量等均提出了新要求，如高速 I/O 连接器、高速大数据储存连接器传输速度快，可达到 5G 时代单口传输速度的要求，未来将成为通讯连接器的主要需求方向。

图表 17: 通讯连接器发展历程

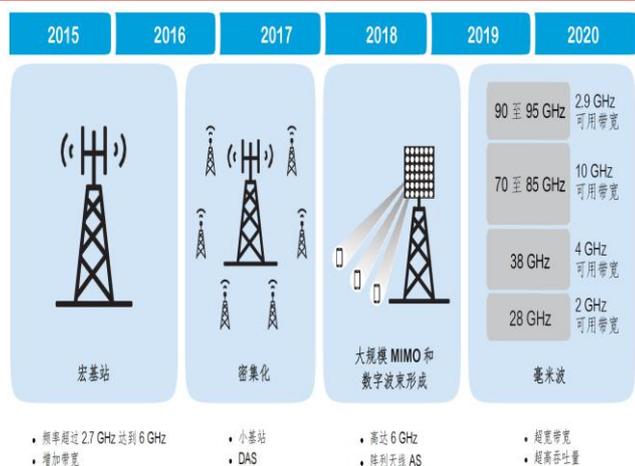


来源：中泰证券研究所

- **5G 驱动通信设备升级，万物互联时代数据流量激增，驱动通讯设备网口需求大幅增长。**从网络建设的角度看，5G 在低时延、峰值速率、连接终端密度的要求大幅度提升，从移动宽带网演化为面向多业务的超连接网络，5G 网络引发技术变革，驱动通信设备升级。从应用场景看，4G 更多专注于人与人之间的连接，而 5G 时代，物与物的大范围连接迎来爆发。据智研咨询统计，2015 年全球物联网连接数约 60 亿个，预计 2025 年全球物联网连接数将增长至 270 亿个，物联网设备数量将达到 1000 亿台。连接数的增长将带来数据量的高速增长，据 IDC 预测，全球数据总量预计 2020 年达到 47 个 ZB，2025 年达到 163 个 ZB，其中预计 2020 年我国数据量将达到 8060 个 EB，占全球数据总量的 18%。数据流量的大幅增长将驱动通讯设备网口数量的需求大幅提升。

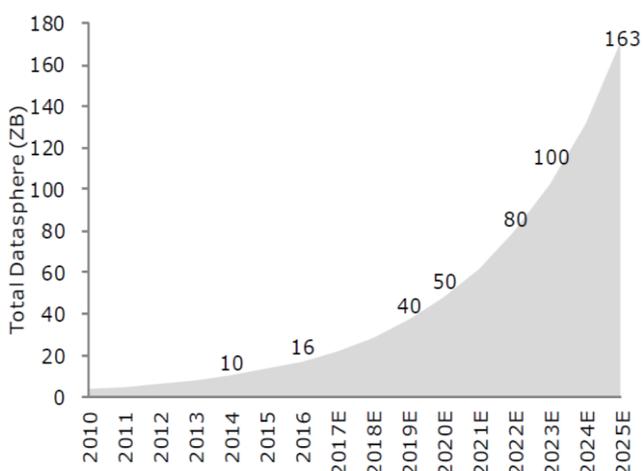
根据意华股份公司公告，连接器作为通信设备中不可缺少的重要配件之一，在通信设备中的价值占比约 3~5%，在一些大型通信设备中价值占比超过 10%，在 5G 驱动下，有望实现价值量的提高与需求量的提升，通讯连接器市场空间将大幅扩大。

图表 18: 5G 网络引发的技术变革



来源: Qovro, 中泰证券研究所

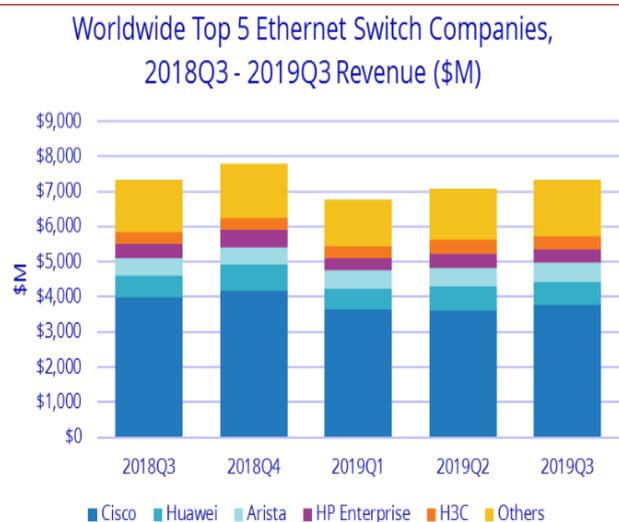
图表 19: 全球数据量及预测



来源: IDC, 中泰证券研究所

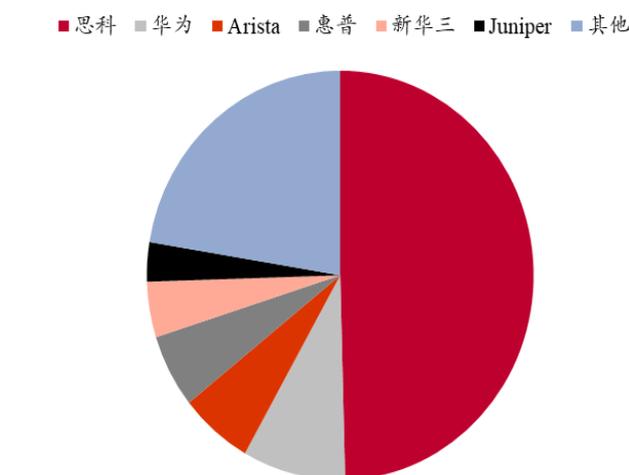
■ **全球交换设备与服务器需求旺盛，国产设备商市场份额呈扩张趋势。** 数据通信市场的规模变化与无线接入网的升级呈现较强的相关性，ICT 技术演进推动了全球信息技术的革命，5G 应用驱动下游产业转型，服务器作为计算和存储资源的虚拟化资源的来源，是最重要的硬件支撑，市场对服务器的需求日益增长。从竞争格局来看，国产设备商在全球范围内的市场份额呈现扩张趋势，据 IDC 统计，2018 年华为、新华三 2 家企业在国内企业级交换机的合计市场份额为 73.07%。在对数通设备的投资上，为了可靠性与功能性，长期采用垂直集成的系统，设备软硬件高度集中，使得客户对品牌设备形成了很强的路径依赖，由于厂商设备间兼容性较差，一旦采纳特性品牌，增量建设受存量影响较大。未来，国产设备商的市场份额有望进一步扩大。

图表 20: 全球交换机市场份额



来源: IDC, 中泰证券研究所

图表 21: 2018 年全球交换机市场份额



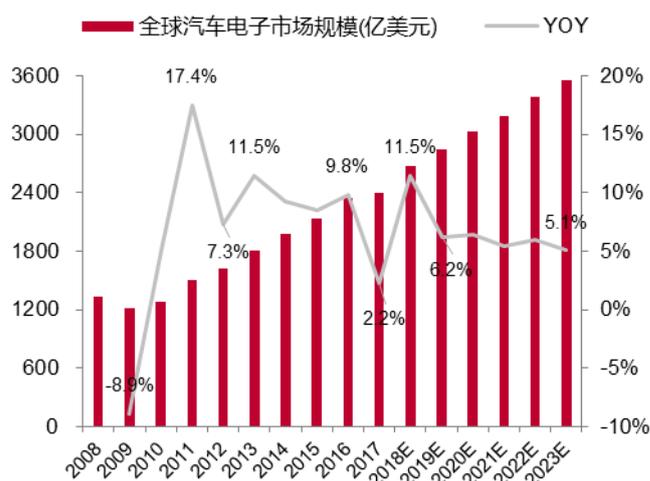
来源: IDC, 中泰证券研究所

汽车连接器潜力大

- 全球汽车市场保持平稳增长，汽车电子相关产品应用日益增加。**汽车是连接器最大的市场，据智研咨询统计，占全球连接器产业的 22.19%。一般汽车需要用到的电子连接器种类有近百种，单一车型所使用的连接器达到 600—1000 个，主要集中应用在发动机管理系统、安全系统、娱乐系统等方面。近年来，全球汽车市场保持平稳增长，据中国汽车工业协会统计，全球汽车产量从 2007 年的 7327 万辆增长至 2018 年的 9563 万辆，其中中国占全球汽车产量的比例从 2007 年的 12.1% 增长至 29.1%，呈现快速增长趋势。全球汽车产量不断增加将推动汽车连接器产业快速发展，据中国产业信息网的统计与预测，2017 年全球汽车电子市场规模达 2400 亿美元，未来在全球经济缓步复苏的情况下，汽车的产销规模将会平稳增长，同时，人们对汽车的安全性、环保性、舒适性、智慧化等要求越来越高，汽车电子产品相关应用将日益增加，预计到 2023 年全球汽车电子市场规模将达到 3550 亿美元。

图表 22：全球及中国汽车产量（单位：万辆）

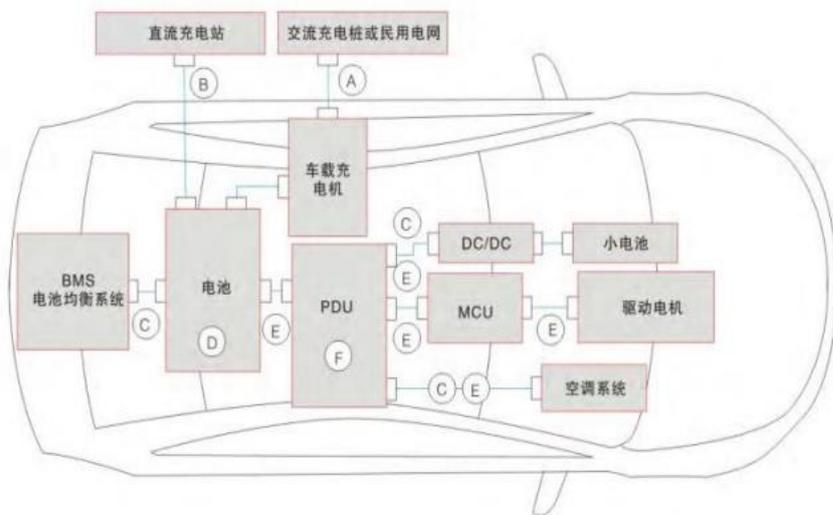

来源：中国汽车工业协会，世界汽车工业协会，中泰证券研究所

图表 23：全球汽车电子市场规模（单位：亿美元）


来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

- 产业升级，通讯设备在汽车产品上逐步被广泛应用，汽车连接器有望量价齐升。**从产品结构上看，随着汽车电子产品相关应用的普及，包括汽车音响系统、安全气囊、汽车导航系统、ABS 系统、汽车传动控制系统、车内光缆网路等。未来，汽车连接系统将会向电子控制模块的方向发展，在安全和连通的基础上，小型化、智能化和集成化是连接器未来发展的趋势。一方面，汽车连接器的数量将大幅增长，另一方面汽车连接器的单车价值量也将大幅提高。以新能源汽车为例，传统汽车连接器为低压连接器，而新能源汽车连接器多为高压连接器，工作电压的范围从传统汽车的 14V 提升至 400—600V，需要汽车电子电气架构需要全面改进，对连接器的高插拔次数、载流能力、耐热性、密封防水和抗震动性有更好要求。从产品成本上看，目前中国每辆汽车平均用到的连接器成本仅几百元，而国外每辆车的连接器成本大约在 125 美元—150 美元，中国汽车连接器市场未来发展潜力大。

图表 24: 新能源汽车连接器部位示意图



来源：瑞可达官网，中泰证券研究所

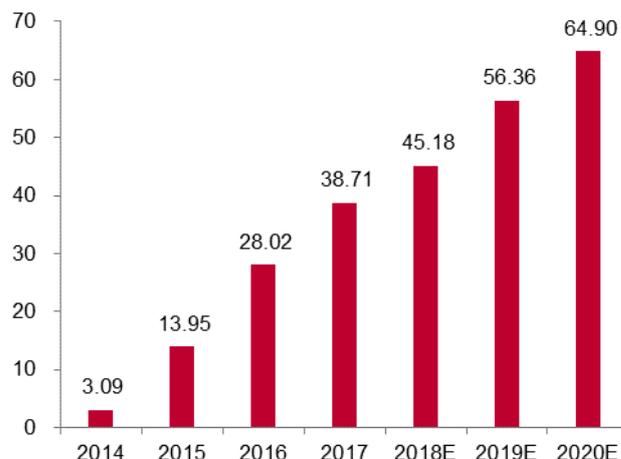
- 新能源汽车迎来爆发，连接器需求快速增长。**2015 年起，随着国家政策的引导、购置税减免等各项补贴的落地、新能源汽车迎来了井喷式的爆发，根据中国汽车工业协会数据统计，2019 年中国新能源汽车销量达 124 万台，新能源汽车的快速增长将推动连接器需求保持快速增长，据中国产业信息网的统计，2015 年新能源商用车单车连接器约 6000 元，新能源乘用车单车连接器约 3000 元，私用充电桩连接器约 1200 元/套，公用充电桩连接器约为 3500 元/套，2015 年我国新能源汽车连接器市场规模约为 14 亿元，未来，随着产业逐步成熟，产量上升成本下降，新能源汽车连接器的单价将逐年下降，我们分别假设新能源汽车每年产量及新能源汽车连接器单车价值量，据我们测算预计，未来三年新能源汽车连接器产业的复合增速 13%，至 2020 年，新能源汽车连接器市场规模可达 64.9 亿元。

图表 25: 中国新能源汽车产量 (单位: 万辆)



来源：中国汽车工业协会，中泰证券研究所

图表 26: 中国新能源汽车连接器市场规模 (亿元)



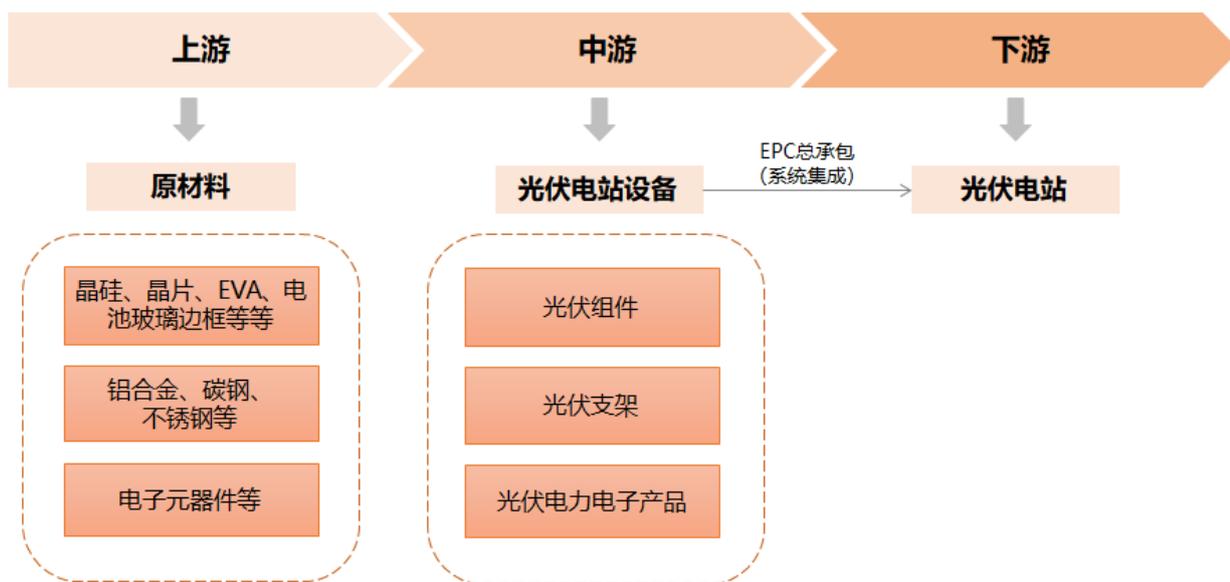
来源：中泰证券研究所

光伏市场稳步增长，跟踪器市场发展向好

光伏支架是电站骨架，跟踪式支架为大趋势

- **光伏支架为电站的“骨架”。**光伏发电就是利用光伏组件的光伏效应，直接将太阳能转化为电能。光伏发电产业链分为：上游的晶硅、晶片、铝合金、电子元器件等原材料；中游的光伏组件、光伏支架、光伏电力电子产品等光伏发电设备；下游的光伏电站。其中光伏支架作为整个电站的“骨架”，对于光伏电站至关重要，其将直接影响光伏电站 20 多年运行的稳定性、可靠性，以及电站投资预计效益能否实现。一方面，光伏支架需具备较强的抗风压、雪压、抗震、抗腐蚀等机械性能，设计使用寿命要求达到 20 年以上；另一方面，光伏电站设计核心为结构设计，而电站结构设计主要通过光伏支架实现。

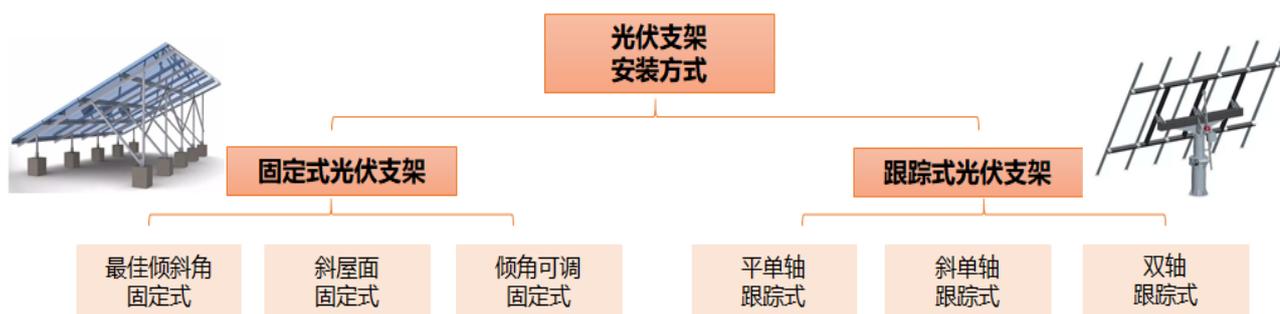
图表 27：光伏发电产业链



来源：《清源股份招股说明书》，中泰证券研究所

- **光伏支架可分为固定式和跟踪式，跟踪式光伏支架为未来大趋势。**光伏支架作为光伏电站重要的组成部分，它承载着光伏电站的发电主体。支架的选择直接影响着光伏组件的运行安全、破损率及建设投资，选择合适的光伏支架不但能降低工程造价，也会减少后期养护成本。按照安装方式分类，光伏支架可分为固定式光伏支架和跟踪式光伏支架，其中固定式光伏支架是指光伏阵列不随太阳入射角变化而转动，以固定的方式接收太阳辐射，跟踪式光伏支架通过机电或液压装置使光伏阵列随着太阳入射角的变化而移动，从而使太阳光尽量直射组件面板，提高光伏阵列发电能力。跟踪式光伏支架具有发电量高、度电成本低、组件防风防隐裂功能、故障率低等优势，有望成为未来大趋势。

图表 28: 光伏支架的分类

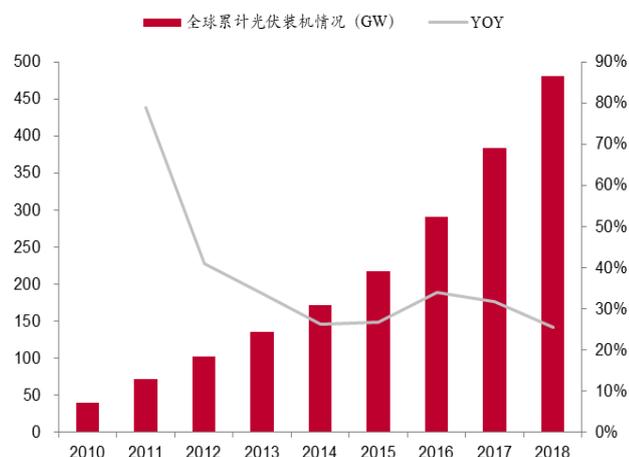


来源: 建筑机电抗震支架网, 中泰证券研究所

美国将为全球光伏追踪器最大需求市场

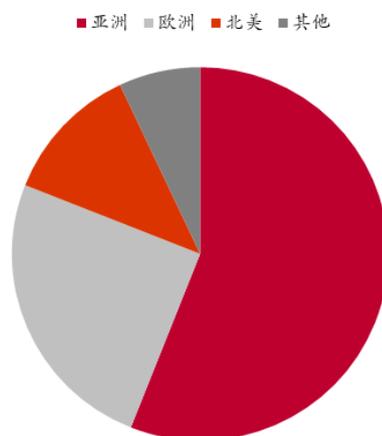
- 全球光伏累计装机容量稳定上升, 亚洲为全球光伏行业发展的明显推动力。据国际可再生能源机构(IRENA)数据显示, 2011-2018 年全球光伏累计装机容量和新增装机容量维持稳定上升趋势, 2018 年全球光伏累计装机容量为 480619.1MW, 较 2017 年增长 25.0%, 2018 年新增装机容量为 97302.6MW, 较 2017 年增长 5.4%, 预计未来一段时间还会继续维持增长趋势。从区域竞争格局来看, 2018 年全球光伏累计安装容量市场份额主要来自于亚洲, 亚洲累计安装容量为 274894.2MW, 占比为 56%。欧洲累计安装容量为 121152.6MW, 占比为 25%;北美累计安装容量为 57158MW, 占比为 12%。从国家来看, 2018 年世界主要光伏发电国家累计装机容量中前三分别为: 中国、日本、美国。合计占比达到 58%, 其中中国占全球比重为 36%。

图表 29: 全球累计光伏装机情况 (GW)



来源: IRENA, 中泰证券研究所

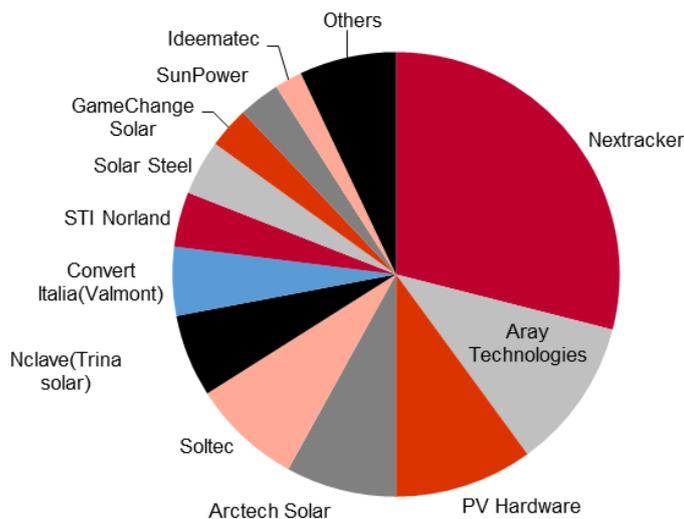
图表 30: 全球光伏累计安装容量市场份额 (2018 年)



来源: IRENA, 中泰证券研究所

- **2019 年至 2023 年全球部署超过 150 GW 光伏跟踪系统，美国仍为最大需求市场。**据 IHS Markit 发布的 2019 全球光伏跟踪支架市场报告中表示，2018 年全球单轴光伏跟踪器出货量创下了历史新高，增长了 40% 以上，首次超 20GW，美洲是最大的区域市场，占全球光伏跟踪系统需求的一半以上，中东和北非的增长速度最快。光伏跟踪系统首次占全球地面安装系统出货量的 25% 以上。此外，从 2019 年到 2023 年，全球将部署超过 150 GW 光伏跟踪系统，约占同期地面光伏系统安装量的三分之一；美洲仍将是光伏跟踪器需求最大的区域，在未来五年内将占全球跟踪器市场的 40% 以上，该地区的主要市场包括美国和墨西哥，预测美国将成为全球光伏跟踪器最大市场，预计 2019-2023 年间，澳大利亚、中国和印度仍将跻身十大光伏跟踪系统市场之列，市场潜力将超过 30GW。
- **Nextracker 为光伏跟踪器龙头厂商，连续 4 年保持市场领先。**据 IHS Markit 统计，前十大跟踪器供应商继续受益于光伏跟踪器技术的广泛采用，并且所有供应商在 2018 年均实现了同比增长的出货量，其中 Nextracker 连续四年保持市场领先地位，占全球光伏跟踪器出货量市场份额的 29%，Array Technologies 仍是第二大供应商，其次是 PV Hardware, Arctech Solar 和 Soltec。

图表 31：全球光伏跟踪器出货量市场份额（2018 年）



来源：IHS Markit, 中泰证券研究所

先发优势构筑护城河，业务协同带来规模效应

增长逻辑一：通讯连接器龙头，贴近客户需求快速响应

- **通讯连接器龙头。**公司自 1995 年成立即从事通讯领域连接器的研发与销售。从电话机时代到 5G 时代，公司始终以领先的研发实力，伴随通讯产业发展进行产品升级换代。分产品来看，意华是国内首家生产水晶头的公司，目前该产品国内市占率达到了 40%，此外，公司研发的高速连接器已在各种电子设备中得到广泛应用，其中 SFP 光电连接器可应用于高端通信设备，具有较高的技术壁垒。通过梳理 A 股上市公司的主营业务，我们发现意华股份在通讯连接器市场具有专业优势，其通讯连接器业务占比达到 60%，而其他上市公司的通讯连接器业务最多不超过 10%。

目前，通信行业正迎来新一轮的产业变革，5G 在低时延、峰值速率、连接终端密度的要求大幅度提升，从产品数量上看，万物互联时代数据流量激增，驱动通讯设备网口需求大幅增长，对于通讯连接器的需求将大幅增长；从产品价值量上看，高速率低时延提高了通讯连接器的技术含量，连接器价值量将提高；从竞争格局来看，国产设备商在全球范围内的市场份额呈现扩张趋势。

图表 32：国内连接器厂商重点领域情况



注：按业务收入占比超过50%，进行简单划分。

来源：中泰证券研究所

- **专案生产工厂+ VMI 模式，贴近客户需求，快速反应带来高客户粘性。**连接器行业的下游客户更倾向于选择有长期合作关系的供应商，公司自成立以来即确立了“大客户经营策略”，经过近二十年的发展，公司已积累了大量的优质客户资源并建立了良好的客户合作关系，构成了公司核心竞争力的重要组成部分。

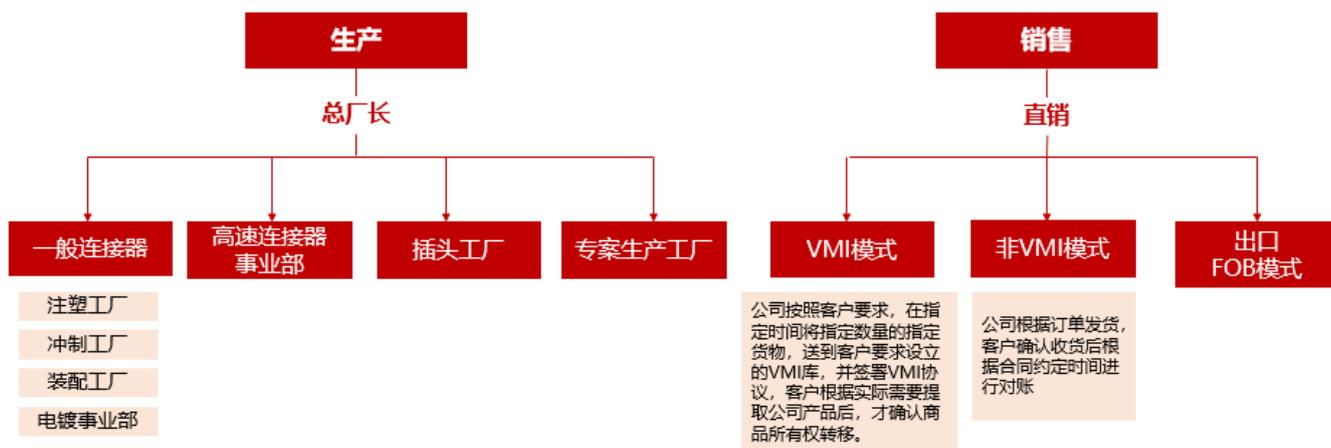
从生产的角度看，公司设立专案生产工厂，专门负责供给华为等大客户连接器产品的生产，通过定制化研发生产的模式，深入参与到下游优质客户的设计、研发和生产流程中，进一步巩固客户关系，与其建立互利

互惠、高度信任的联系；

从销售的角度看，公司针对核心客户建立 VMI 库，VMI 模式是公司按照客户要求，在指定时间，将指定数量的指定货物，送到客户要求设立的 VMI 库，并签署 VMI 协议，客户根据实际需要提取公司产品后，才确认商品所有权转移。采用 VMI 模式使公司融入下游客户的供应链体系，进一步加强了双方合作的紧密程度。

采用特定的生产与销售模式使公司能够快速反应客户需求，与下游大客户建立紧密的合作关系，同时现有的大量优质客户资源也对行业新进入者设置了较高的进入门槛，有利于公司长期稳固市场竞争地位。

图表 33: 公司的生产模式与销售模式



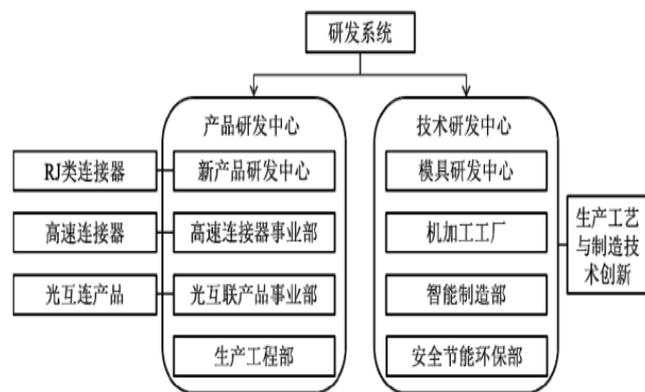
来源：公司公告，中泰证券研究所

增长逻辑二：精密模具开发能力与超前研发能力强

- 超前研发奠定产品先发优势。**公司在产品研发规划方面具有一定的超前性，在 SFP 类产品市场需求还未显现时就挖掘到其未来的市场潜力，较早地进行规划布局，现在该产品随着市场需求的释放，已成为公司重要的利润增长点之一，此外，公司紧跟下游通讯领域“铜退光进”的发展趋势，于 2015 年建立光互连产品事业部，着手光互连产品这一技术要求更高、传输速度更快的新型高端连接器产品的开发。；在高速通讯连接器领域，公司把握行业发展先机，聚焦于 5G、6G 和光通讯模块的研发制造，具有完整自主知识产权的 5G SFP、SFP+系列产品已陆续研发成功并通过关键客户各项性能测试，技术研发能力和精益生产水平均处于行业领先地位；同时，凭借通讯连接器领域积累的客户资源与技术优势，公司不断加强对消费电子连接器产品的拓展与提升，并对汽车电子产品、智能终端消费电子产品领域进行战略布局，进一步拓展公司产品线，延伸产品应用范围及应用场景。

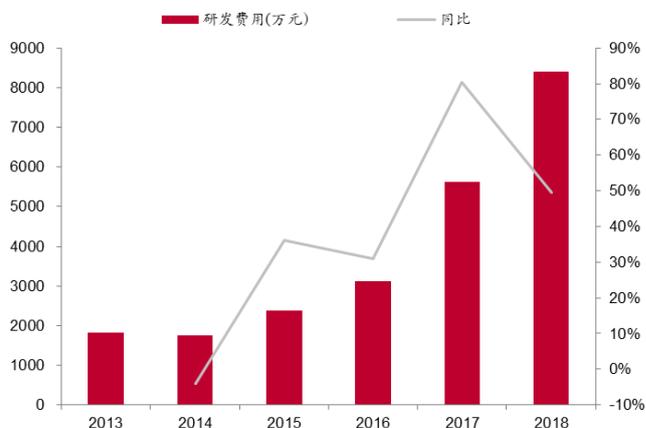
- 精密模具的自主开发优势。**模具开发技术是精密电子元件研发和生产的核心技术之一，也是公司赖以生存和发展的核心竞争力之一。**在模具设计技术上**，公司引进了大量先进的设计软件，并建立了完整的模具设计制造工艺流程和设计标准，并在此基础上形成了模具模块化系统，采用拼装式设计架构，保证模具的互换性和维护保养，降低了模具设计制造周期和制造成本。**在模具零件加工及组试技术上**，目前公司机加工模具零配件精密度可以达到 0.002mm，并具备开发 1 模 128 穴精密模具的能力，在精密连接器模具行业中精密度达到领先水平。**在产品开发周期上**，公司以流水线作业方式组织模具开发生产，具备对客户需求的迅速响应能力，公司一般模具开发周期为 25 天，对某些模具样品的开发周期最快能达到 7 天以内。公司强大的模具自主开发能力使其能够确保连接器产品的良好品质和交货速度，大大提高了为客户综合配套的能力，也为公司设计、开发新产品提供了强大的支持。
- 研发投入大幅提高，新产品推出频次加快。**公司坚持新产品开发创新和生产制造技术创新并进的技术发展策略，具备完善的研发系统组织架构，近年来研发投入大幅提高，2018 年研发投入 8412.42 万元，同比增长 49.53%，占营收比例为 6.06%，同比提高 1.43pct。由于新产品、高端产品在推出时往往定价较高，能够获得超额利润，强大的研发实力促进公司推出新产品的频次，使得公司获得超额收益的时间逐步缩短。

图表 34: 公司研发系统组织架构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35: 公司历年研发费用情况



来源：公司公告，中泰证券研究所

增长逻辑三：深度绑定大客户，一体两翼协同发展

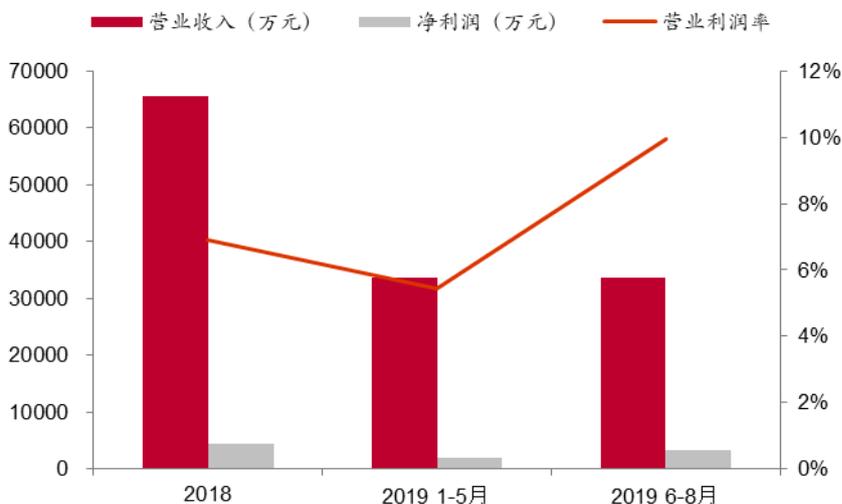
- **深度绑定大客户，为业绩提供确定性。**意华新能源与全球追踪器龙头厂商 Nextracker 建立了稳固的合作关系，是其太阳能跟踪支架的重要供应商。意华新能源在产品拆图、工艺优化、订单管理及组织生产等方面与 NEXTracker 公司形成良好互动、实现快速响应需求，为提升全球供货能力和降低全球贸易带来的影响，目前已在泰国设立子公司，泰国子公司现生产经营良好，月出货规模达 1-1.5 亿元人民币水平，可有效消除中美贸易带来的影响，实现对美国市场的持续供货，进一步增强了公司快速响应全球客户需求的能力。

2019 年初，意华新能源与 NEXTracker 签订了商业协议，协议约定自 2019 年 4 月至 2020 年 3 月，NEXTracker 向意华新能源国内及泰国工厂下发 3,500MW (3.5GW) 的光伏追踪器支架订单；此外，协议对双方未来 3 年的合作进行了意向性约定，客户 NEXTracker 将给意华新能源提供一个滚动的需求计划，且预计未来 3 年需求量呈增长趋势。

2019 年 7 月，意华新能源与 NEXTracker 签订了避风港项目具体协议，该项目的规模约为 2,400MW (2.4GW)，项目执行期间为 2019 年 7 月到 2020 年 1 月；避风港项目属于前述框架协议外的销售订单，亦为客户可享受美国联邦投资税收抵免的项目。根据协议约定的具体产品需求量和价格，该协议对应的销售收入约 7,940 万美元，其中 2019 年度订单金额约 6,130 万美元，按照评估基准日汇率测算可实现约 4.23 亿元人民币收入。

意华新能源承诺 2019 年、2020 年、2021 年净利润分别不低于 6500 万元、7500 万元、8500 万元。

图表 36：意华新能源历史财务情况



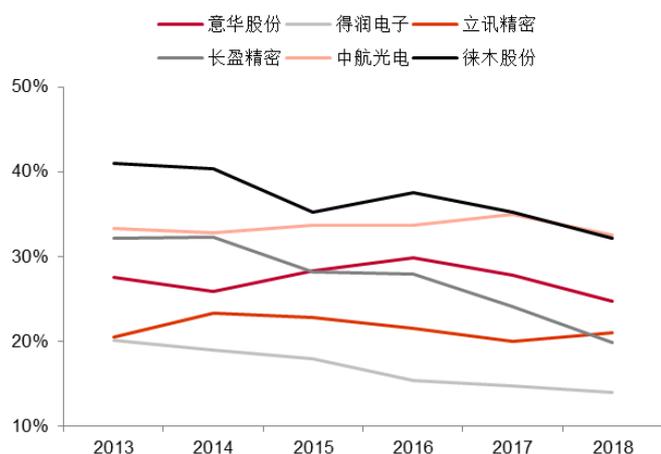
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **一体两翼协同发展，提升公司综合竞争力。**上市公司具备模具研发设计能力、对客户需求快速响应能力，双方模具团队在研发设计方面可进行经验交流、工艺技术及资源共享，同时在模具制造环节的材料采购、加工环节也可通过集约化管理降低成本、提高效率；此外，上市公司可在后续客户关系维护、商业谈判、组织生产销售等领域提供参考意见和借鉴方法，从而提高客户满意度、粘度；叠加上市公司较强的融资能力可进一步支持意华新能源业务快速发展。

财务分析：毛利高，经营管理效率高

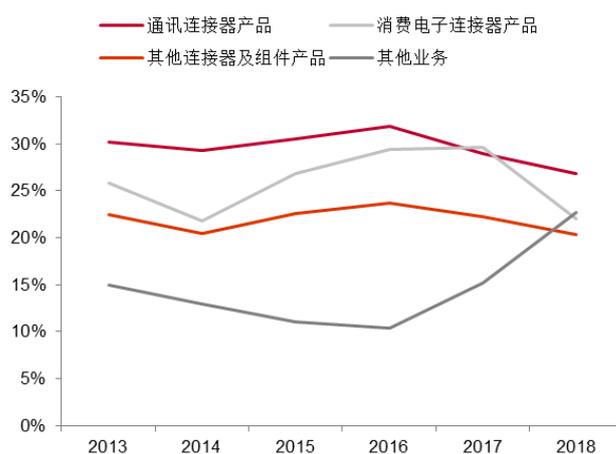
- 毛利率对比：公司产品应用面广、附加值高，毛利率高。**公司毛利率水平处于同行中上等水平，略低于中航光电和徕木股份。毛利率差异主要与连接器应用领域有关，除中航光电和徕木股份产品应用于军事和汽车领域之外，其余同行公司产品均应用于家电领域，更新换代快、毛利率较低。公司生产连接器应用领域较广且稳定性要求高，因此产品附加值较高，毛利率相对处于较高水平。
- 分产品毛利率：产品毛利率主要取决于产品结构及成本因素。**公司各项产品毛利率相对平稳，其中，通讯连接器产品毛利率略有下降，主要是一方面原材料价格上涨带动成本上行，另一方面随着高附加值产品（如RJ45、SFP）步入成熟期，公司对其适当进行了降价；消费电子连接器毛利率稳中有升，主要得益于铜材、塑胶等原材料价格下降及新产品（如USB3.0）业务规模有所扩大，产品结构上移；其他连接器毛利率相对平稳，公司战略性布局了汽车与工业连接器，预计其毛利率将随着规模效益的体现而逐渐上升。

图表 37：公司毛利率对比



来源：wind，中泰证券研究所

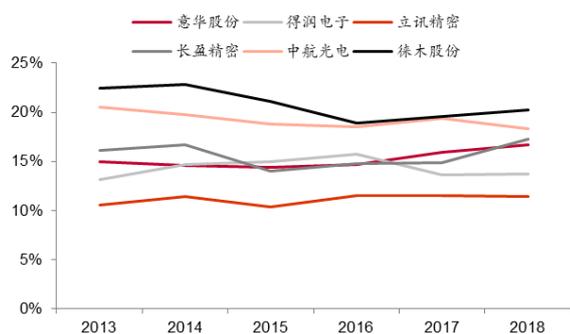
图表 38：公司分产品毛利率情况



来源：wind，中泰证券研究所

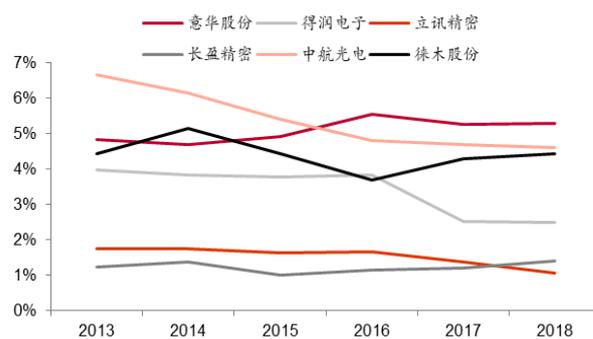
- 费用率对比：公司销售费用率较高，管理费用率较低。**公司期间费用率处于行业中等水平，拆分来看，公司销售费用率处于行业较高水平，反映公司在维护下游客户方面投入较多费用，与公司大客户战略相一致；公司管理费用率相对较低，反映公司经营管理效率较高；公司财务费用率处于行业中等水平。

图表 39: 公司期间费用率对比



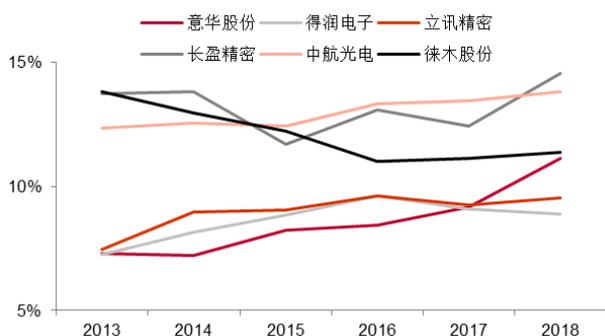
来源: wind、中泰证券研究所

图表 40: 公司销售费用率对比



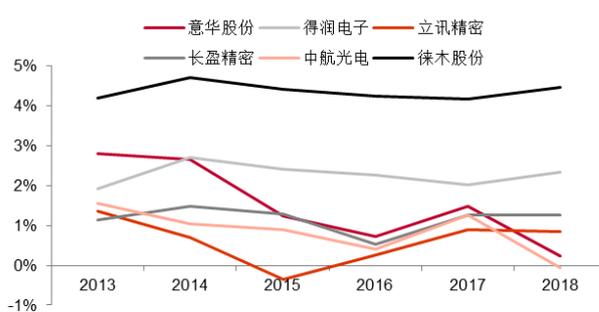
来源: wind、中泰证券研究所

图表 41: 公司管理费用率对比



来源: wind、中泰证券研究所

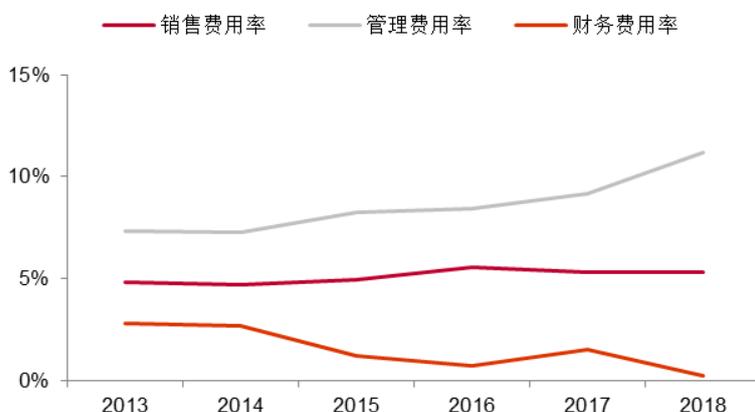
图表 42: 公司财务费用率对比



来源: wind、中泰证券研究所

■ **各项费用率: 销售费用率稳中有升, 管理费用率上行明显。**公司期间费用率相对平稳, 其中, 销售费用率保持稳定, 主要与公司大客户战略与深度合作模式有关, 一方面原有优质客户对应的销售服务费随合作规模的扩大而上升, 另一方面新拓展客户初期需投入较高的服务费用; 管理费用率上升较明显, 主要是研发费用保持高速增长, 2015-2018 年增速分别为 36%、31%、80%、50%, 远超收入增速; 财务费用率略有下降, 主要是利息支出下降以及人民币贬值所带来的汇兑收益。

图表 43: 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率情况



来源: wind、中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 根据公司公告分类，我们将公司业务分为如下图几类。

图表 44: 公司业务分类



来源：中泰证券研究所

- **测算方法：**我们对公司进行分业务预测。公司业务未来有 2 大亮点，一个是高速连接器，即 SEP 系列，另一个是汽车连接器。因此，我们以如下方式进行测算：
 - 1、依据服务器、交换机、路由器等通讯设备全球出货量，和公司下游客户在全球范围内的市场份额，和 SEP 连接器在服务器中的价值比重，和公司占下游客户的采购比例得知公司 SEP 系列的收入规模。
 - 2、依据中国汽车产量，和单车连接器价值，和公司在汽车连接器市场上的市场份额得知公司汽车连接器的收入规模。
 - 3、依据产品的销量与单价得知 RJ45 系列、USB 系列、HDMI 系列的收入规模。
 - 4、对其他业务给予相应的业绩增速假设。
 - 5、意华新能源业务根据公司自身预测。

■ 我们进行如下假设:

SEP 系列:

- 1、2019、2020、2021 年全球服务器出货量增速分别为 6%、6%、7%。
- 2、2019、2020、2021 年华为及中国厂商在全球服务器市场的市场份额分别为 7%、7%、7.5%，在交换机与路由器市场的市场份额分别是 35%、35%、36%。
- 3、2019、2020、2021 年 SEP 连接器在服务器中的价值比重分别是 2.9%、3.1%、4.0%，在交换机与路由器中的价值比重分别是 2.8%、3.0%、4.0%。
- 4、2019、2020、2021 年公司占下游服务器客户的采购比例分别是 20%、30%、30%，占下游交换机与路由器客户的采购比例分别是 22%、30%、30%。

汽车连接器:

- 1、2019、2020、2021 年全球汽车产量增速分别是 1%、1.1%、1.2%；中国汽车产量占全球汽车产量的比例分别是 32%、33%、34%；
- 2、2019、2020、2021 年新能源乘用车单车连接器价值分别是 2710 元、2680 元、2680 元；新能源商用车单车连接器价值分别是 5420 元、5360 元、5360 元；
- 3、2019、2020、2021 年意华在中国连接器市场份额分别是 0.5%、0.5%、0.6%。

RJ45 系列: 2019、2020、2021 年销量增速分别是 -15%、-10%、0%；2019、2020、2021 年单价增速分别是 -1%、-1%、-1%。

USB 系列: 2019、2020、2021 年销量增速分别是 2%、2%、1%；2019、2020、2021 年单价增速分别是 0%、-1%、-1%。

HDMI 系列: 2019、2020、2021 年销量增速分别是 0%、0%、1%；2019、2020、2021 年单价增速分别是 0%、-1%、-1%。

其他业务: 2019、2020、2021 年收入增速分别是 1%、1%、1%。

。

■ 测算结果:

根据以上测算方法, 测算得知公司 2019 年、2020 年、2021 年收入是 16.09 亿元、31.52 亿元、37.61 亿元, 同比增长 16%、96%、19%。其中, 通讯连接器业务收入是 10.32 亿元、13.31 亿元、17.60 亿元, 同比增长 23%、29%、32%; 消费电子连接器业务收入是 3.21 亿元、3.24 亿元、3.24 亿元, 同比增长 2%、1%、0%; 其他连接器业务收入是 0.9 亿元、0.9 亿元、0.91 亿元, 同比增长 2%、1%、1%; 其他业务收入是 0.47 亿元、0.47 亿元、0.47 亿元, 同比增长 1%、1%、1%; 意华新能源 2020 年、2021 年收入分别是 12.20 亿元、13.67 亿元。

图表 45: 公司分业务收入预测 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	9.15	9.15	9.91	12.15	13.88	16.09	31.52	37.61
yoy		0%	8%	23%	14%	16%	96%	19%
通讯连接器	5.64	5.81	6.43	7.28	8.36	10.32	13.31	17.60
yoy		3%	11%	13%	15%	23%	29%	32%
消费电子连接器	2.17	2.18	2.24	2.87	3.16	3.21	3.24	3.24
yoy		0%	3%	29%	10%	2%	1%	0%
其他连接器	0.94	0.81	0.96	1.62	0.88	0.90	0.90	0.91
yoy		-13%	18%	70%	-46%	2%	1%	1%
其他业务	0.39	0.34	0.29	0.38	0.46	0.47	0.47	0.47
yoy		-13%	-15%	30%	22%	1%	1%	1%
意华新能源							12.20	13.67
yoy								12%

来源: 中泰证券研究所

投资建议

- 意华股份是国内通讯连接器领域龙头，产品涵盖通讯、消费电子、汽车等领域，我们认为，5G 时代产品升级换代，数据网口增加，产品需求放量，通讯连接器有望出现量价齐升，同时，公司外延并购汽车连接器领域和光伏追踪器领域，未来伴随着汽车电子化程度的提高与新能源汽车的普及和全球光伏追踪器的发展，将为公司业绩增长带来新空间。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 0.73 亿元/1.98 亿元/2.75 亿元，EPS 分别为 0.43 元/1.16 元/1.61 元，给予“买入”评级。

图表 46: 意华股份盈利预测与估值

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	914.59	991.10	1,215.02	1,387.67	1,609.38	3,152.02	3,761.14
增速		8.4%	22.6%	14.2%	16.0%	95.9%	19.3%
净利润 (百万元)	84.74	99.10	93.98	77.74	72.64	198.17	275.06
增速		16.9%	-5.2%	-17.3%	-6.6%	172.8%	38.8%
毛利率	28.26%	29.92%	27.81%	24.74%	24.60%	21.62%	22.02%
销售费用率	4.93%	5.56%	5.28%	5.28%	5.10%	4.50%	4.50%
管理费用率	8.25%	8.43%	9.17%	8.02%	15.12%	10.00%	9.10%
财务费用率	1.24%	0.72%	1.49%	0.22%	-1.55%	-0.32%	0.08%
净利率	9.3%	10.0%	7.7%	5.6%	4.5%	6.3%	7.3%
ROE	18.6%	18.5%	8.6%	6.9%	3.2%	4.7%	6.1%
EPS	0.50	0.58	0.55	0.46	0.43	1.16	1.61
PE	68.68	58.73	61.93	74.87	80.12	29.37	21.16

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 47: 可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	PE			
			2018	2019E	2020E	2021E
002475.SZ	立讯精密	2,416.14	21.3	41.4	37.9	29.0
002179.SZ	中航光电	419.56	27.9	39.0	30.3	25.0
002897.SZ	意华股份	58.20	74.9	80.1	29.4	21.2

备注: 2020年3月10日收盘价计算

来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **市场竞争加剧，导致行业利润率下降的风险。** 通讯、新能源汽车行业发展态势向好，因此上游连接器产品的竞争加剧，导致行业利润率下降的风险。
- **行业发展不及预期的风险。** 5G 基站建设和新能源汽车行业规范可能存在不及预期的风险。
- **国际贸易导致产业链格局不稳定的风险。** 中美之间摩擦不断，美国对中国的各种施压对我国的经济有一定的负面影响。若宏观经济增速放缓，对公司业务可能产生影响。
- **市场系统性风险。**

图表 48: 意华股份三大财务报表预测 (单位: 百万元)

2020年3月11日											
利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,215.0	1,387.7	1,609.4	3,152.0	3,761.1	成长性					
减: 营业成本	877.1	1,044.4	1,213.5	2,470.6	2,933.0	营业收入增长率	22.6%	14.2%	16.0%	95.9%	19.3%
营业税费	12.9	13.4	16.1	31.5	37.6	营业利润增长率	-5.1%	-27.0%	-25.4%	187.5%	38.9%
销售费用	64.1	73.3	82.1	141.8	169.3	净利润增长率	-5.2%	-17.3%	-6.6%	172.8%	38.8%
管理费用	111.4	111.4	243.3	315.2	342.3	EBITDA增长率	1.1%	3.3%	-54.5%	173.1%	40.1%
财务费用	18.1	3.1	-25.0	-10.0	3.0	EBIT增长率	0.5%	-2.3%	-69.1%	339.9%	48.4%
资产减值损失	15.2	21.7	16.6	17.8	18.7	NOPLAT增长率	5.8%	-28.8%	-54.9%	339.9%	48.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	61.7%	13.9%	17.0%	60.3%	-18.3%
投资和汇兑收益	0.4	8.0	2.8	3.7	4.8	净资产增长率	105.6%	4.3%	100.4%	83.6%	5.3%
营业利润	120.4	87.9	65.6	188.7	262.2	利润率					
加: 营业外净收支	0.4	0.0	4.1	1.5	1.9	毛利率	27.8%	24.7%	24.6%	21.6%	22.0%
利润总额	120.9	88.0	69.7	190.3	264.1	营业利润率	9.9%	6.3%	4.1%	6.0%	7.0%
减: 所得税	26.9	13.9	10.5	28.5	39.6	净利润率	7.7%	5.6%	4.5%	6.3%	7.3%
净利润	94.0	77.7	72.6	198.2	275.1	EBITDA/营业收入	14.2%	12.9%	5.1%	7.0%	8.3%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	11.1%	9.5%	2.5%	5.7%	7.1%
货币资金	119.9	194.5	1,123.8	2,201.1	2,626.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	79	92	95	47	39
应收账款	341.5	406.9	427.3	1,209.3	767.7	流动营业资本周转天数	133	153	149	132	130
应收票据	44.2	26.7	50.9	110.3	78.3	流动资产周转天数	240	276	376	394	431
预付账款	2.8	3.5	5.8	10.3	9.5	应收账款周转天数	90	97	93	93	95
存货	252.3	261.5	396.8	902.8	622.9	存货周转天数	71	67	74	74	73
其他流动资产	252.6	222.5	237.6	230.1	233.8	总资产周转天数	364	422	524	473	498
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	249	288	287	205	193
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	8.6%	6.9%	3.2%	4.7%	6.1%
投资性房地产	2.8	1.7	0.4	-0.7	-1.8	ROA	6.3%	4.2%	2.0%	3.0%	4.5%
固定资产	279.9	427.9	420.4	410.4	398.0	ROIC	16.8%	7.4%	2.9%	11.0%	10.2%
在建工程	94.7	109.4	139.4	169.4	189.4	费用率					
无形资产	71.9	77.6	80.3	82.7	84.9	销售费用率	5.3%	5.3%	5.1%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	22.7	36.0	33.2	34.2	33.2	管理费用率	9.2%	8.0%	15.1%	10.0%	9.1%
资产总额	1,485.4	1,768.4	2,916.0	5,359.9	5,042.4	财务费用率	1.5%	0.2%	-1.6%	-0.3%	0.1%
短期债务	84.0	267.9	243.0	233.0	26.7	三费/营业收入	15.9%	13.5%	18.7%	14.2%	13.7%
应付账款	219.0	240.9	278.0	794.2	469.2	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	26.0%	35.2%	21.2%	21.3%	11.9%
其他流动负债	78.6	99.8	89.1	104.2	94.7	负债权益比	35.1%	54.3%	26.9%	27.1%	13.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.66	1.83	3.68	4.12	7.35
其他非流动负债	4.3	13.4	8.9	11.2	10.0	速动比率	1.99	1.40	3.03	3.32	6.29
负债总额	385.9	622.0	618.9	1,142.5	600.6	利息保障倍数	7.43	42.31	-1.63	-17.87	88.39
少数股东权益	0.6	23.1	9.7	-26.7	-77.3	分红指标					
股本	106.7	170.7	170.7	170.7	170.7	DPS(元)	0.31	0.31	-	-	-
留存收益	992.2	952.6	2,116.8	4,073.4	4,348.5	分红比率	56.8%	68.6%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,099.4	1,146.4	2,297.2	4,217.4	4,441.8	股息收益率	0.9%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	93.9	74.1	72.6	198.2	275.1	EPS(元)	0.55	0.46	0.43	1.16	1.61
加: 折旧和摊销	38.4	47.4	40.6	43.3	45.9	BVPS(元)	6.44	6.58	13.40	24.87	26.48
资产减值准备	15.2	21.7	-	-	-	PE(X)	61.9	74.9	80.1	29.4	21.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.3	5.2	2.5	1.4	1.3
财务费用	16.5	1.1	-25.0	-10.0	3.0	P/FCF	-13.2	49.5	-38.1	-9.0	12.3
投资收益	-0.4	-8.0	-2.8	-3.7	-4.8	P/S	4.8	4.2	3.6	1.8	1.5
少数股东损益	-0.0	-3.7	-13.4	-36.5	-50.6	EV/EBITDA	23.6	19.9	60.5	17.1	10.0
营运资金的变动	-326.3	31.2	-172.8	-811.6	415.9	CAGR(%)	19.9%	44.7%	-15.7%	19.9%	44.7%
经营活动产生现金	84.0	114.5	-100.6	-620.4	684.4	PEG	3.1	1.7	-5.1	1.5	0.5
投资活动产生现金	-378.9	-190.9	-61.6	-60.9	-49.7	ROIC/WACC	1.7	0.7	0.3	1.1	1.0
融资活动产生现金	321.4	149.3	1,091.5	1,758.5	-209.3	REP	2.4	4.1	12.3	1.6	1.7

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。