

# 瑞可达 (688800)

证券研究报告

2021年09月04日

## 批量供货海内外优质客户，5G、新能源汽车驱动成长

### 瑞可达，国内优质连接器供应商

苏州瑞可达连接系统股份有限公司前身于2006年创立，于2014年整体变更为股份有限公司。自创立以来，公司始终以连接系统产品为核心，持续开发迭代，坚持客户需求导向，现已具备包含连接器件、组件和模块的完整产品链供应能力。经过十余年发展，公司已成为同时具备光、电、微波连接系统产品研发和生产能力的领先企业之一。公司是中国电子元件协会电接插件分会理事单位、国际天线标准化组织 AISG 协会会员单位、中国电子元件协会企业信用 AAA 级企业。截至2021年8月2日，吴世均占股29.86%，为公司实际控制人。

### 深耕主营业务，两大板块贡献收入

公司已成功获得全球知名汽车企业和汽车电子系统集成商的一级供应商资质并批量供货。主要客户包括美国 T 公司、蔚来汽车、上汽集团、长安汽车、奇瑞汽车、宁德时代、鹏辉能源等。公司新能源汽车领域产品主要为纯电动、混合动力整车及其电机、动力电池和电控系统的配套产品。公司移动通信的产品主要是应于通信连接系统中的通信基站的天馈部分：在4G系统中，天馈部分指RRU（远端射频模块）和天线；在5G系统中则指AAU（宏基站架构）或MMU（微基站架构）。

### 通信与新能源汽车需求旺盛带来增长

根据 Bishop & associates, Inc. 统计数据，2019年中国通信连接器市场规模为62.67亿美元，到2025年我国通信连接器市场规模亦将达到95亿美元。未来随着新能源汽车的快速普及，汽车电动化的进一步推进，汽车连接器需求将呈现上升趋势，预计到2025年，全球汽车连接器市场规模将达到194.52亿美元，我国汽车连接器市场规模将达到44.68亿美元，从而将给公司在内的国内连接器企业带来可观的增长空间。近年来全球连接器市场整体呈现稳步增长趋势，据 Bishop & associates, Inc. 发布的相关数据显示，全球连接器市场规模已从2011年的489亿美元增长至2019年的642亿美元。连接器行业对下游应用领域变化反应敏锐，终端市场的规模增长与技术更迭将推动未来连接器市场规模持续扩大，据 Bishop & associates, Inc. 预计，2023年全球连接器市场规模将会超过900亿美元。

**投资建议：**我们预计公司2021-2023年归母净利润为1.23亿/1.92/2.80亿元，首次覆盖，给予目标股价94.22元，给予“持有”评级。

**风险提示：**新能源汽车行业波动风险、公司通信领域收入受中兴通讯影响较大的风险、中美摩擦导致境外业务受损的风险、通信行业变化风险、技术迭代风险、技术人员流失风险、新能源汽车行业竞争加剧的风险、外协供应商管理的风险、主要原材料价格上涨风险、新型冠状病毒肺炎疫情影响经营业绩的风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	508.38	610.39	915.58	1,510.71	2,114.99
增长率(%)	12.98	20.07	50.00	65.00	40.00
EBITDA(百万元)	142.84	145.60	147.18	227.80	332.51
净利润(百万元)	42.03	73.63	123.48	192.05	280.18
增长率(%)	10.52	75.17	67.71	55.53	45.89
EPS(元/股)	0.39	0.68	1.14	1.78	2.59
市盈率(P/E)	222.85	127.22	75.86	48.77	33.43
市净率(P/B)	19.67	17.55	9.00	7.60	6.19
市销率(P/S)	18.43	15.35	10.23	6.20	4.43
EV/EBITDA	0.00	0.00	60.95	38.61	27.02

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/电子制造
6个月评级	持有（首次评级）
当前价格	86.73元
目标价格	94.22元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	108.00
流通A股股本(百万股)	21.97
A股总市值(百万元)	9,366.84
流通A股市值(百万元)	1,905.55
每股净资产(元)	7.04
资产负债率(%)	43.61
一年内最高/最低(元)	108.02/68.00

### 作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
许俊峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110003	
xujunfeng@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 瑞可达，国内优质连接器供应商	4
1.1. 公司股权架构及历史沿革	4
1.2. 营收与利润稳定提升	4
1.3. 持续投入研发，提升核心竞争力	5
2. 深耕主营业务，两大板块贡献收入	7
2.1. 大电流连接器等产品深耕新能源汽车领域	8
2.2. 扎根移动通信领域，服务天馈系统	11
2.3. 公司产品在工业及其他领域的应用	13
3. 通信与新能源汽车市场需求旺盛带来两大增长点	14
3.1. 4G 与 5G 基站建设需求不断提升带来增长	15
3.2. 新能源汽车市场渗透率不断扩大	16
4. 投资建议	17
5. 风险提示	18

## 图表目录

图 1：公司营收利润情况（亿元）	4
图 2：公司 2017-2020 费用情况（亿元）	5
图 3：2020 年各项产品的营业收入贡献比例（%）	5
图 4：公司盈利能力情况（%）	5
图 5：2020 年度公司各业务毛利率情况（%）	5
图 6：2020 年公司人员结构（人）	6
图 7：研发费用占营业收入比例	6
图 8：公司主要产品	7
图 9：公司核心竞争力	8
图 10：公司产品在新能源汽车的应用	9
图 11：公司产品在移动通信行业的应用	11
图 12：2011-2019 年全球连接器市场规模	14
图 13：2011-2019 年中国连接器市场规模	14
图 14：2019 年连接器市场销售份额	14
图 15：全球连接器应用领域划分的市场占比情况	14
图 16：2020-2025 年中国 5G 基站建设预测（万站）	15
图 17：2014-2019 年全球通信连接器市场规模及预测情况	16
图 18：2014-2019 年中国通信连接器市场规模及预测情况	16
图 19：2011-2019 年全球汽车、新能源汽车销量情况	16
图 20：2011-2019 年中国汽车、新能源汽车销量情况	16
图 21：2014-2019 年全球汽车连接器市场规模及预测情况	16
图 22：2014-2019 年中国汽车连接器市场规模及预测情况	16

表 1: 公司十大股东情况.....	4
表 2: 公司核心技术介绍.....	6
表 3: 公司在新能源汽车行业的主要产品 .....	9
表 4: 公司在新能源汽车行业的主要产品 .....	12
表 5: 公司在工业及其他连接器行业的主要产品 .....	13
表 6: 营收拆分预测 (亿元) .....	17
表 7: 可比公司情况.....	18

## 1. 瑞可达，国内优质连接器供应商

### 1.1. 公司股权架构及历史沿革

苏州瑞可达连接系统股份有限公司前身于 2006 年创立，于 2014 年整体变更为股份有限公司。自创立以来，公司始终以连接系统产品为核心，持续开发迭代，坚持客户需求导向，现已具备包含连接器件、组件和模块的完整产品链供应能力。经过十余年发展，公司已成为同时具备光、电、微波连接系统产品研发和生产能力的领先企业之一。公司是中国电子元件协会电接插件分会理事单位、国际天线标准化组织 AISG 协会成员单位、中国电子元件协会企业信用 AAA 级企业。截至 2021 年 8 月 2 日，吴世均占股 29.86%，为公司实际控制人。

表 1：公司十大股东情况

排名	股东名称	占总股本比例 (%)
1	吴世均	29.8600
2	北京国科瑞华战略性新兴产业投资基金(有限合伙)	7.5300
3	黄博	6.6100
4	苏州工业园区元禾重元股权投资基金管理有限公司-苏州工业园区元禾重元贰号股权投资基金合伙企业(有限合伙)	4.3600
5	苏州联瑞投资管理中心(有限合伙)	3.7000
6	东吴证券瑞可达员工参与科创板战略配售集合资产管理计划	2.5000
7	苏州邦盛赢新创业投资企业(有限合伙)	2.0100
8	马剑	1.8300
9	寿祖刚	1.8000
10	南京俱成秋实股权投资合伙企业(有限合伙)	1.7400
	合计	61.9400

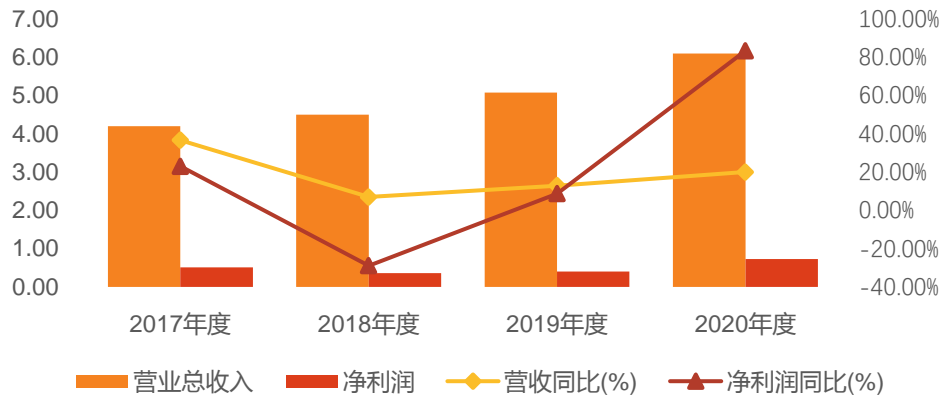
资料来源：WIND、天风证券研究所

### 1.2. 营收与利润稳定提升

瑞可达是一家以研发、生产和销售连接系统、微波组件等产品的国家高新技术企业。公司专注于连接系统、微波组件等产品的设计和制造,行业地位名列前茅。产品广泛应用于数据通信、新能源汽车、工业控制、医疗设备、轨道交通等领域,服务全球客户。公司主要产业链包括模具设计和制造、精密冲压、注塑成型、机械加工等,产品绝大部分实现自动化组装。

公司 2018 年度至 2020 年度营收分别为 4.5 亿、5.08 亿和 6.10 亿,同比增长 7.04%、12.98% 与 20.07%。同期净利润为 0.36 亿、0.40 亿与 0.73 亿,呈稳定增长态势。

图 1：公司营收利润情况（亿元）

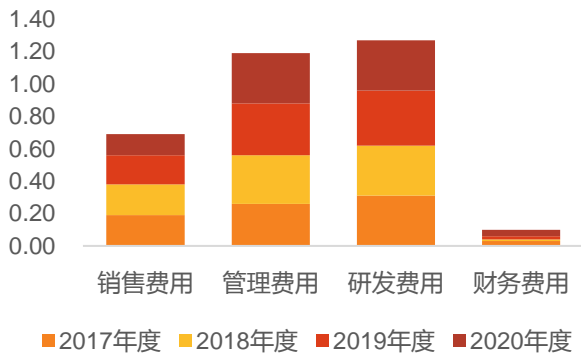


资料来源: Wind、天风证券研究所

2018 年-2020 年度, 公司费用占营业收入比例分别为 17.70%、17.08%与 12.89%。随着公司管理水平的提升以及加强了对销售相关费用的控制, 期间费用总体上维持在与业务规模相适应的水平, 期间费用占营业收入的比重逐年下降, 体现出公司良好的期间费用控制能力。

图 2: 公司 2017-2020 费用情况 (亿元)

图 3: 2020 年各项产品的营业收入贡献比例 (%)

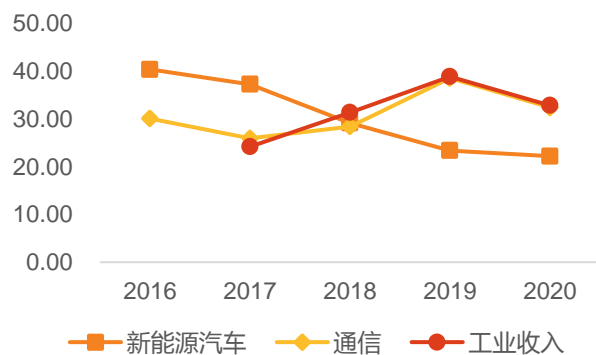
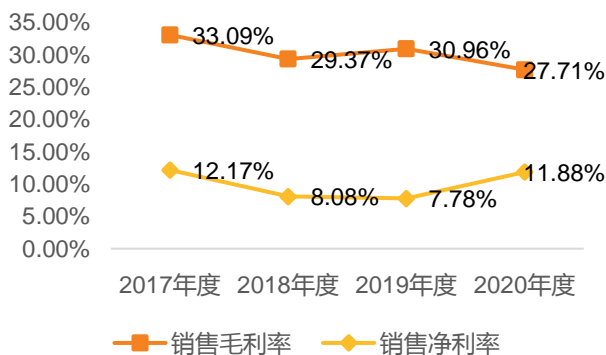


资料来源: Wind、天风证券研究所

2019 年末, 公司货币资金较上年末减少 2,609.30 万元, 降幅达 15.64%, 主要系公司为进一步降低有息负债, 于当年度归还 2,400 万元银行贷款本金所致。2020 年度, 公司应收账款周转加快, 公司回款能力加强, 当年度经营活动现金流超过净利润 4,043.39 万元, 2020 年末货币资金余额较上年末有所增长。

图 4: 公司盈利能力情况 (%)

图 5: 2020 年度公司各业务毛利率情况 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

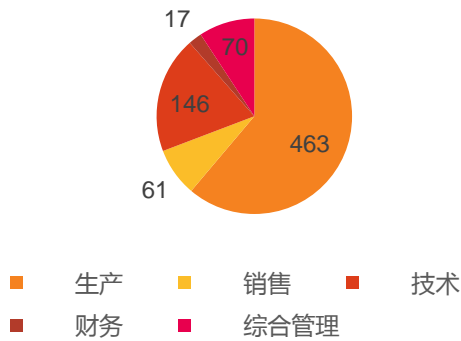
资料来源: WIND、天风证券研究所

### 1.3. 持续投入研发, 提升核心竞争力

公司建立了一支专业研发团队, 研发人员技术背景涉及机械设计制造及其自动化、材料成

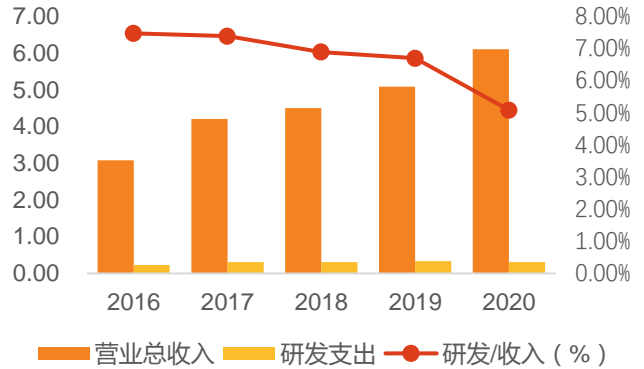
型及控制工程、过程装配与控制工程、测控技术与仪器等多个专业。截至 2020 年 12 月 31 日，公司拥有研发人员 146 人，占公司总人数的 19.08%。

图 6：2020 年公司人员结构（人）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：研发费用占营业收入比例



资料来源：WIND、天风证券研究所

2020 年度，公司研发投入较 2019 年度减少 378.85 万元，主要系公司根据业务发展和市场空间情况，处置了成都康普斯和苏州天索两家亏损的子公司，不再向导航设备和新能源电控系统两个效益较差的领域投入资源，聚焦主业提高研发效率。剔除上述两家子公司的影响，公司其余正常运营的主体 2019 年度及 2020 年度的研发费用分别为 3,029.03 万元及 3,006.90 万元，基本保持稳定。受优化研发投入，研发投入金额减少和营业收入规模快速增长影响，2020 年度公司研发费用率较上年略有降低。

公司紧密跟踪通信、新能源汽车以及工业等其他行业发展趋势，始终坚持以技术创新作为发展核心，针对连接器产品进行持续投入研发，不断推动核心技术的创新和进步。公司目前已在板对板射频连接器、高压大电流连接器、换电连接器等领域拥有多项核心技术。公司拥有发明专利 14 项，实用新型和外观专利 128 项，境外专利 2 项。

表 2：公司核心技术介绍

名称	简介
板对板射频连接器技术	为了实现板对板射频连接器浮动容差安装下的低损耗、低驻波比、低微波泄漏等电气性能要求，公司采用多瓣绝缘体对阻抗进行补偿；从新材料运用方面，公司利用新的 LCP 工程塑料代替传统的 PTFE 作为绝缘介质材料；在工艺上，公司创新地采用精密冲压工艺代替传统的机加工工艺来做信号传输的内导体与外导体，用注塑工艺代替传统的机加工工艺来做绝缘介质。最后，公司投入全自动生产设备和检测设备，为 5G 产品的大批量生产、测试等环节带了便利。
高压大电流连接器技术	高压大电流连接器的核心技术体现在载流能力、温升、插拔寿命、防护等级等电气、机械以及环境性能指标。此外，新能源汽车高压大电流连接器产品由于其一般是处于动态工作环境，还需要具备振动、冲击性能以及高防护等级，故产品设计过程中需要具备较强的仿真分析能力和 FEMA（失效模式分析）能力。公司开发的环簧大电流接触端子在插拔寿命、载流能力、温升控制上相比其他接触形式有较大



### 换电连接器技术

的优势。在材料运用方面，公司使用了高导复合材料，接触区的材料采用高导电率材料，保证电性能；外部再采用弹性材料保证产品的机械性能，同时实现了高压大电流连接器接触件高弹性以及高导电。

随着新能源汽车的快速发展及推广，越来越多的用户开始接受并驾驶新能源汽车，而更快更高效的充电方式则是各品牌新能源汽车的一致需求。新能源车传统的充电模式，充电耗时较长，从而使得换电技术应运而生，随着技术的迭代，换电所花的时间正在大幅缩短。在新能源汽车换电模式的应用上，换电连接器是电池包唯一的电接口，需要同时提供高压、低压、通信及接地的混装连接；在快速换电过程中，电池与整车配合存在误差，换电连接器需要具备浮动补偿能力；此外，因为更换电池频率较高，换电连接器还需要满足高寿命、低维护成本的要求。

### 高密度混装连接器技术

高密度混装连接器主要是在同一个界面上集成了电源传输、数据信号传输、光信号、微波信号。产品要求具有浮动容差安装功能，传输稳定可靠，IP 防护等级高，具备电磁屏蔽等。公司的高密度混装连接器主要是车钩连接器，可用于高铁、地铁车厢之间的连接；光电混装连接器主要是用于基站连接，同时提供光信号与电源信号。

### 板对板高速连接器技术

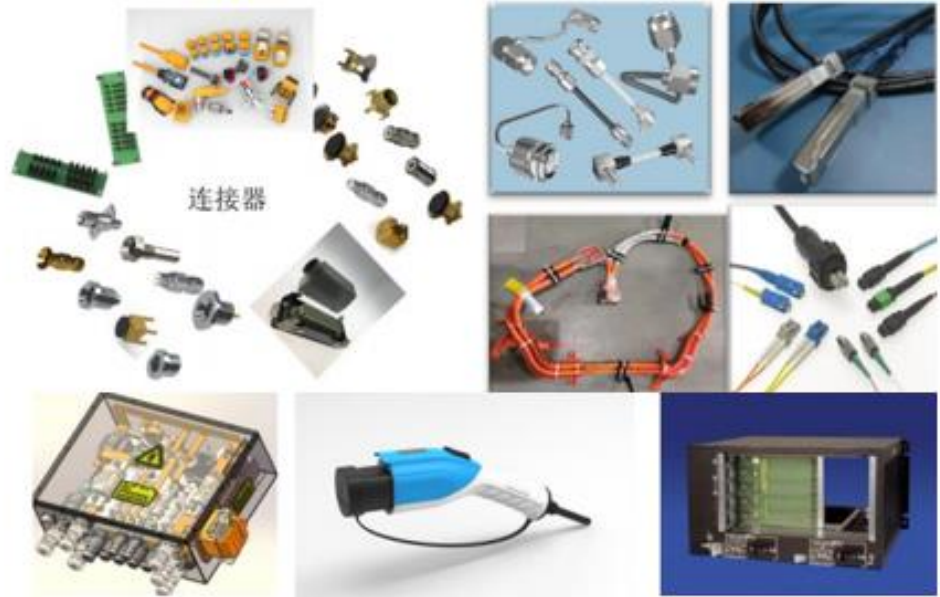
随着通信技术的发展，对于数据传输速度要求越来越高，从传统的 M/s 到现在的 G/s。高速连接器技术作为连接器的重要技术，在通信系统中起着至关重要的作用。公司研发的板对板高速连接器具有体积小、传输速度快、衰减小及抗干扰性能优异等特点。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

## 2. 深耕主营业务，两大板块贡献收入

公司是从事连接器产品的研发、生产、销售和服务的生产制造商，产品包括连接器件、连接器组件以及连接器模块。连接器件系电子系统设备之间电流或信号传输与交换的电子部件。公司连接器件产品包括传输交换电流的电连接器、传输交换数据信号的高速数据连接器、传输交换光信号的光连接器和传输交换微波的微波射频连接器。

图 8：公司主要产品



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

连接器组件系将连接器与相应的电缆（包括光纤光缆、电线电缆、微波同轴电缆等）整合为相应的电路回路，实现电子设备之间信号连接与传输的组件。连接器在电子设备中形成电路主要是通过电缆或者 PCB（印制电路板）进行连接，其中采用电缆进行电路连接具有长距离传输、柔性布线等优势。连接器模块系将电子器件集合组装成模块的产品，通常需要将连接器、印制线路板、保护密封装置、钣金结构件、继电器等合组装成模块。

图 9：公司核心竞争力



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

经过多年不懈努力，公司已具备连接器产品从前沿研究、协同开发、工艺设计、自动制造到性能检测的整体解决能力，以创新为核心的竞争力逐步凸显。

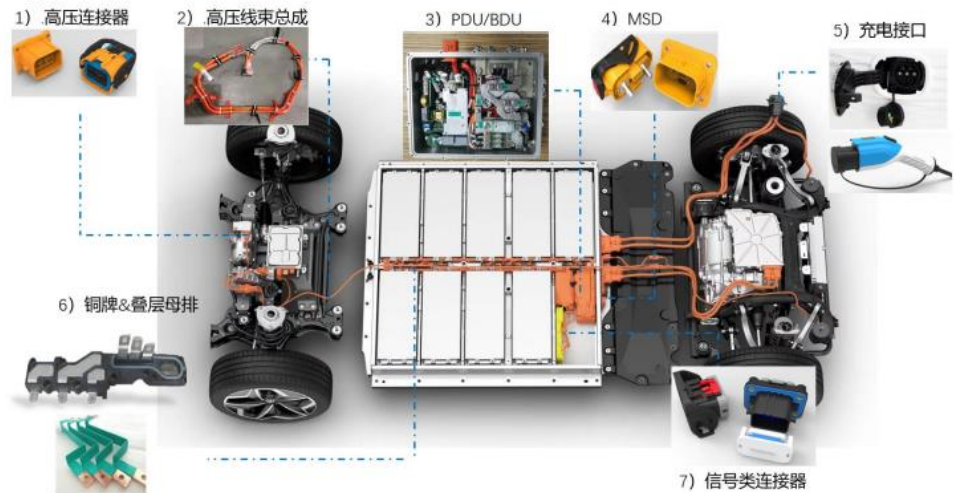
## 2.1. 大电流连接器等产品深耕新能源汽车领域

公司开发了全系列高压大电流连接器及组件、充换电系列连接器、MSD(Manual service



disconnect 手动维护开关)、PDU(Power distribution unit 电源分配单元)等组件及模块系统, 各种部件及配件产品能够灵活组合, 从而构成了公司丰富的产品、组件和模块系列, 逐步在新能源汽车领域打开市场, 成为了新能源汽车连接器行业的优质供应商之一。经过数年的市场开拓与技术创新, 公司已成功获得全球知名汽车企业和汽车电子系统集成商的一级供应商资质并批量供货。主要客户包括美国 T 公司、蔚来汽车、上汽集团、长安汽车、奇瑞汽车、宁德时代、鹏辉能源等。公司新能源汽车领域产品主要为纯电动、混合动力整车及其电机、动力电池和电控系统的配套产品。

图 10: 公司产品在新能源汽车的应用



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

公司新能源汽车连接器产品主要包括高压连接器、高压线束总成、PDU/BDU ( 电源分配单元总成)、MSD ( 手动维护开关)、充电接口/充电枪座、铜排及叠层母排、信号类连接器产品等。

表 3: 公司在新能源汽车行业的主要产品

分类	产品名称	具体产品及用途	产品图例
连接器	高压大电流连接器	根据外壳材质可分为塑料和金属两类, 其中塑料类连接器多适用于乘用车、物流车等车型; 金属类连接器多适用于大巴车、重型物流车等车型。动力传输大电流连接器主要应用于电池正负极及 PDU, 提供稳定的高压大电流传输, 具有防触电、发热量低, 可靠性高、能量损耗少等功能	
	超大电流连接器	快速锁紧金属外壳超大电流连接器, 电流最大可达 500A, 电压最大 1,000V; 带电磁屏蔽和互锁功能, 防护等级 IP68, 适用于电池总正、总负输入输出。一般用于大型大巴或一些特种工程车辆上	
	多芯高压连接器	电流为 20A-40A, 电压可达 1,000V, 适用于电动汽车中车载充电机、DC/DC、PTC (加热设备)、PDU 等设备上, 带电磁屏蔽和互锁功能, 防护等级 IP68	
	贯穿式高压连接器	电流为 100A—250A, 电压可达 1,000V, 带电磁屏蔽功能, 主要用于电机控制器以及电机上, 防护等级 IP68, 接线方便可靠	

	<p>低压连接器</p>	<p>主要应用于空调、PDU、PTC（加热设备）、DC-DC（变换器）等部件的连接</p>	
	<p>塑料多芯信号连接器</p>	<p>适用于 BMS（电池管理系统）的电流、电压、温度监测信号的连接与传输，采用锁扣锁紧式、把手锁紧式</p>	
	<p>金属多芯信号连接器</p>	<p>适用于 BMS（电池管理系统）的电流、电压、温度的监测信号的连接与传输，采用卡口锁紧式、推拉快速式</p>	
	<p>动力传输连接器组件</p>	<p>为整车内各模块设备间提供大电流传输</p>	
<p>连接器 组件</p>	<p>交流充电座连接器组件</p>	<p>交流充电插座线束组件主要用于车身上，主要连接充电枪与车载充电机之间，为电动汽车慢充时使用。电流一般为 16A—63A，防护可达到 IP67；同时也集成了充电信号传输、电机锁、充电指示灯等功能</p>	
	<p>直流充电座连接器组件</p>	<p>直流充电插座线束主要用于连接直流充电枪与电池包之间，为车辆快充时使用。电流最大可达 350A</p>	
	<p>三相动力连接器组件</p>	<p>主要用于电机控制器到电机的连接。因为使用位置特殊，一般要求耐温等级达 150 度或以上，振动和电磁屏蔽要求较高</p>	
	<p>换电连接器组件</p>	<p>可以实现快速换电池的接口单元，支持高压，大电流及信号集成。电流可达到 350A,水平及纵向的三向浮动公差可达正负 8 毫米，带电磁屏蔽及 IP68 的防护等级</p>	
	<p>交流充电模块</p>	<p>适用于车的交流充电连接，具有温度、电流、报警、智能信号监控与识别的功能，自带控制电路</p>	
<p>模块</p>	<p>直流充电模块</p>	<p>适用于直流快速充电连接,具有强制电磁解锁,温度监控,电磁锁控制等功能</p>	
	<p>MSD（手动维护开关模块）</p>	<p>高压大电流保护装置，自带短路熔断功能，电流过大或短路时能实现整车断电，从而实现保护功能</p>	

PDU ( 高压电源分配单元 )

自带继电器、熔断器等保护器件，电池的直流电通过高压分配盒进行全车分配到电机、电控、空调、整车控制等设备单元



BDU ( 电池切断单元 )

电池安全保护装置，带有继电器、熔断器等保护功能。当电池异常、发热、短路、BMS ( 电池管理系统 ) 故障时可以瞬间断开保护，保证安全性



叠层母排

用叠层的技术，实现高压大电流的连接，正负极可以在同一平面传输，减少电感和电流影响。具有大电流散热功能优势



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司从 2012 年开始逐步设计研发新能源汽车高压连接器，经过长期的技术积累和创新，产品完成了代际更迭。公司的高压大电流连接器核心技术基于专利的环簧、复合端子等技术，能够有效降低产品的接触电阻同时增加插拔寿命，从而降低通电温升。最新的防凝露产品，公司针对塑胶材料和密封材料，进行了反复实验，形成最优方案，使得产品完全插入时内部与外界完全隔绝，防止产品内部出现水蒸气凝结而造成产品的损坏。高压大电流连接器的未来发展方向系配合新材料的运用，达到产品的薄壁化、中空化和小型化。公司具有代表性和先进性的高压大电流连接器系列产品与泰科、安费诺、中航光电以及航天电器等行业内主要企业性能指标趋同。

## 2.2. 扎根移动通信领域，服务天馈系统

移动通信已经成为全球通信业发展最受关注的产业领域之一，随着未来无线移动通信技术演进、智能终端和业务应用的持续拓展，移动通信行业的市场空间广阔。公司的产品主要是应于通信连接系统中的通信基站的天馈部分：在 4G 系统中，天馈部分指 RRU ( 远端射频模块 ) 和天线；在 5G 系统中则指 AAU ( 宏基站架构 ) 或 MMU ( 微基站架构 )。

图 11：公司产品在移动通信行业的应用



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

通信基站的作用一般是发射信号和接收信号。发射信号时是将来自于中心机房的光信号通



过 RRU 转换成数字信号，再转换成微波信号，最后通过基站天线发送到终端用户，接收信号时则反之。移动通信技术的发展经历了 GSM(2G)、3G、LTE(4G)阶段，正逐步在向 5G 演进，5G 的传输速度相比 4G 高 100 倍左右，其对连接系统的传输速度和通道功能要求大幅增加。比如：4G 单一基站基本是 4-8 通道传输，而 5G 基站基本为 32-64 通道传输，不仅对连接器的需求数量呈几何级的增加，对性能要求也更为严格。

表 4：公司在新能源汽车行业的主要产品

分类	产品名称	具体产品及用途	产品图例
连接 器件	板对板射频盲插连接器	适用于 5G 通信系统的多通道微波射频连接器，具有浮动连接功能。解决多通道的纵、横向容差问题，低损耗的传输微波信号连接器；是 5G 的重要核心部件之一。用于 5G 基站 AAU 板间射频信号传输	
	RSMP 板对板射频同轴连接器	适用于 4G 和 5G 通信系统不高于 6GHz 使用频段，板间距大约 10~30mm，具备低成本、高可靠性的特点，可高密度密集安装，三件套结构适用多种应用环境。用于 5G 基站 AAU 板间射频信号传输	
	毫米波射频连接器	毫米波微型射频连接器是传输频率在 18-60G 的微波射频连接器，主要适用高频率 5G 系统和物联网的毫米波雷达等设备。用于毫米波雷达	
	AISG（电调天线）连接器	AISG 是天线标准接口之一,主要是为 3G 以上系统的智能天线提供天线倾角自动调整的接口。为其提供电源信号和 RS485 智能信号功能。用于 4G 智能电调天线马达的插座及插头	
	QAISG（快速电调天线）连接器	适用于快速锁止、解锁的基站天线接口。连接 RRU 与天线的电子信号。有节省空间，操作简单快捷的特点。用于 4G 智能电调天线马达的插座及插头（快插接口）	
	基站两相电源连接器	基站电源连接器是为基站系统进行供电的接口。一般是 48V 电压，30A 电流。要求具有屏蔽及防雷功能，由于是户外使用的严格环境，所以对于耐腐蚀要求极高。用于 AAU 电源供电接口	
	基站三相电源接线模块	用于移动通信设备电源供应接口，具有现场接线的功能。适合大功率电源供电要求，现场操作简单便捷。用于 AAU 电源供电接口	
	光电混装连接器（MOP 连接器）	用于基站单元的光电混合传输，连接器含光纤接口和电源接口。支持光电混合电缆，具有防雷、电磁屏蔽、IP68 防护等级功能。用于基站与机柜间光电信号传输	
	SFP+ 高速 I/O 连接器	传输速度 10G 以上的输入输出端口，支持电磁信号传输和光纤宽带信号传输，是通信系统的重要输入输出接口。用于基站基带单元（BBU）	
	BTB 高速信号连接器	MICRO BTB 连接器是基于 10 个 G 的高速信号传输，主要是连接通信系统的数字板与 PA（功放板）的高速信号。对于板间距、信号衰减、延时、串音等有严格要求。用于基站基带单元（BBU）	

**HSD 线对板高速连接器**

HSD 连接器可传输 10GHz 高速信号。用在车联网，车内以太网。用于传输雷达控制信号以及音频视频传输信号。主要用于智能驾驶汽车。连接器需要抗震，防水，电气性能稳定可靠。用于传输车载高速与射频信号



**军标系列 38999 连接器、毫米波系列连接器**

主要应用于防务系统设备间的电、射频等信号连接。应用于防务领域



**连接器组  
件**

**低频连接器组件**

智能天线与基站连接线缆，在传输信号的同时，具有屏蔽和防雷的功能。用于基站与智能电调天线间信号传输



**低频数据线束组件**

传输多通路数据信号组件，各路数据具有防串扰功能，整体电路具有防电磁干扰功能。用于机柜中数字信号传输



**微波射频连接器组件**

按 IEC 标准的微波射频连接器,适配多种同轴电缆,系用于 RRU 与天线的微波信号的连接组件。用于基站 RRU 与天线间射频信号传输



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司较早即开展 5G 产品预研开发，运用精密机加工方式制成了产品初样。在产品初样基础上，公司采用独特的电磁与结构性能计算，辅以高导电率材料，创新性使用高速冲压工艺替代原来的机加工，成功降低生产成本的同时还提高了产品的电气性能；此外，公司应用 LCP（液晶聚合物）新材料替代原来的 PTFE（聚四氟乙烯）材料，从而使得加工工艺由机械加工转为注塑成为现实。通过持续的工艺创新，公司 5G 板对板射频连接器产品达到了产品性能及价格的良好平衡，在持续降低生产成本的同时，产品的插损、驻波比、阻抗、径向容差、轴向容差等技术指标与灏讯、罗森伯格、雷迪埃、四川华丰等国内外企业指标基本趋同。

**2.3. 公司产品在工业及其他领域的应用**

公司开发的多通道车钩连接器、重载连接器应用于轨道交通和智能机器人等行业，对于同类型产品的国产化实现了重大突破。公司提供的工业及其他连接器产品主要应用于城市轨道交通、电力设备、医疗等行业，主要包括重载连接器、车钩连接器、M 系列连接器等。

表 5：公司在工业及其他连接器行业的主要产品

产品名称	具体产品及用途	产品图例
重载连接器	大电流、高电压矩形连接器，主要适用于轨道交通与风能等电力能源，耐环境与振动性能较好	
车钩连接器	高达 216 个接触对的连接器，适用于轨道交通中车厢与车厢中的整体信号与电源连接与传输，具有快速耦合式的互换功能	

M 系列连接器

M8,M12,M23 等信号连接器，适用于工业控制、数据处理设备、测试和医疗设备等，可以达到 1G 的高速信号传输与监测



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

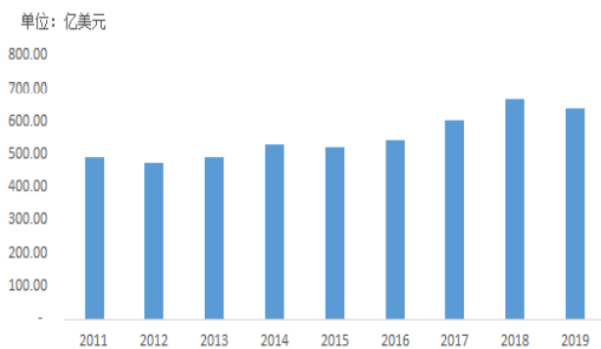
### 3. 通信与新能源汽车市场需求旺盛带来两大增长点

连接器系电子系统设备之间电流或光信号等传输与交换的电子部件。连接器作为节点，通过独立或与线缆一起，为器件、组件、设备、子系统之间传输电流或光信号，并且保持各系统之间不发生信号失真和能量损失的变化，是构成整个完整系统连接所必须的基础元件。

按照传输的介质不同，连接器可以分为电连接器、微波连接器、光连接器和流体连接器。一般来说，电连接器必须满足接触良好、工作可靠的要求。其中，大功率电能传输时还要求接触电阻低、载流高、温升低、电磁兼容性能高；传输高速数据信号则要求电路阻抗连续性好、串扰小、时延低、信号完整性高。微波射频连接器除了接触的可靠性要求外，对于阻抗设计与补偿要求严格，需要符合插损、回损、相位和三阶互调等性能要求。光纤连接器对于组件的对准精度要求严，因此对接触部件的加工精度要求较高，洁净度高，定位准确。

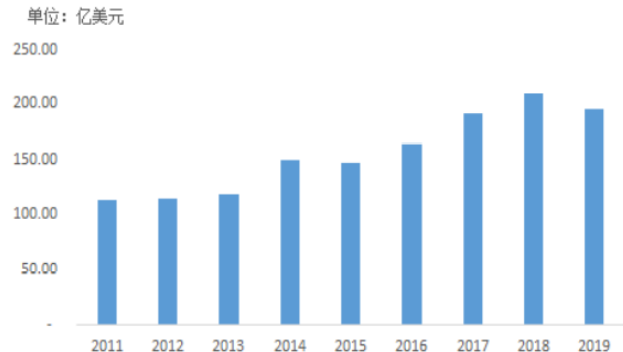
近年来全球连接器市场整体呈现稳步增长趋势，据 Bishop & associates, Inc.发布的相关数据显示，全球连接器市场规模已从 2011 年的 489 亿美元增长至 2019 年的 642 亿美元。连接器行业对下游应用领域变化反应敏锐，终端市场的规模增长与技术更迭将推动未来连接器市场规模持续扩大，据 Bishop & associates, Inc.预计，2023 年全球连接器市场规模将会超过 900 亿美元。

图 12：2011-2019 年全球连接器市场规模



资料来源：招股说明书、Bishop & associates, Inc.、天风证券研究所

图 13：2011-2019 年中国连接器市场规模



资料来源：招股说明书、Bishop & associates, Inc.、天风证券研究所

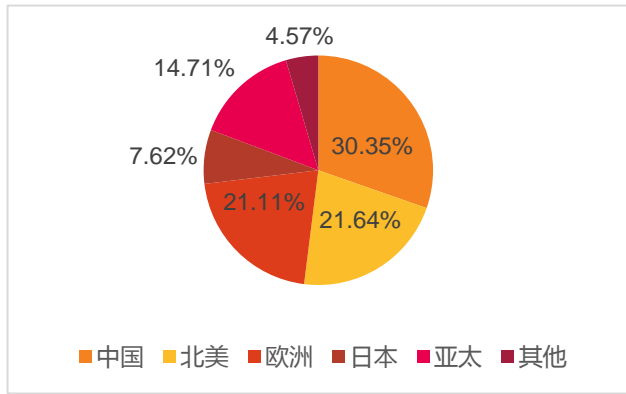
在中国经济快速发展的带动下，通信、汽车、消费电子等连接器下游应用产业在中国迅速发展，使得我国连接器市场一直保持高速增长，2011 年我国连接器市场规模为 112.96 亿美元，到 2019 年增至 194.77 亿美元，年复合增长率达 7.05%，显著高于全球同期增速。从地区市场规模占比情况看，中国已超过欧洲、北美地区成为全球最大的连接器市场，市场规模占比也从 2011 年的 23.10%提升至 2019 年的 30.35%。

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，占据了全球连接器市场 90%以上的份额。近年来，由于受到全球经济波动的影响，北美、欧洲和日本连接器市场增长缓慢，甚至出现了下滑态势，而以中国及亚太地区为代表的新兴市场呈现强劲增长，成为推动全球连接器市场增长的主要动力。

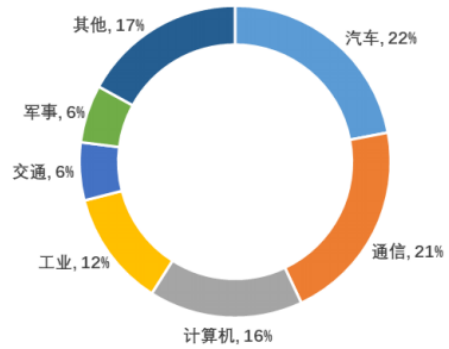
图 14：2019 年连接器市场销售份额

图 15：全球连接器应用领域划分的市场占比情况





资料来源：招股说明书、Bishop & associates, Inc.、天风证券研究所



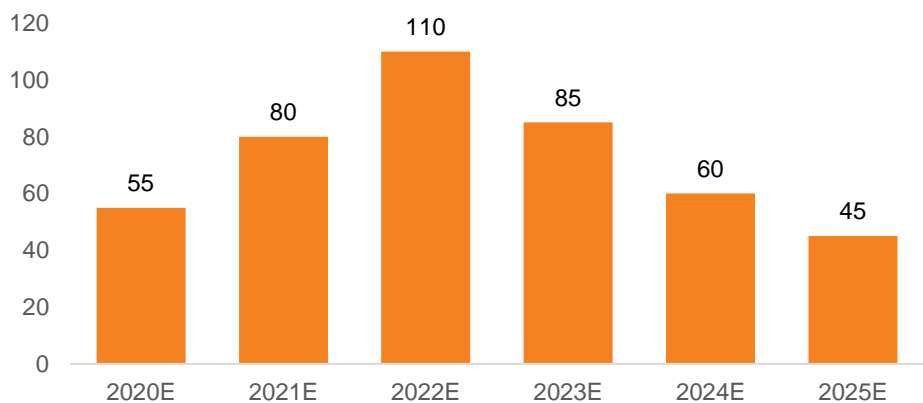
资料来源：招股说明书、Bishop & associates, Inc.、天风证券研究所

### 3.1. 4G 与 5G 基站建设需求不断提升带来增长

根据全球移动通信系统协会（GSMA）数据，在全球范围内，4G 网络至 2019 年已占据移动通信的主导地位，占全球连接数比重已达到 52%，自 2011 年至今，全球运营商资本支出总额约 1.6 万亿美元。与此同时，5G 网络在全球范围内正在加速发展，全球各国均将 5G 作为数字经济战略优先发展的领域，普及 5G 应用，加快数字化转型的步伐。根据全球移动设备供应商协会（GSA），截至 2020 年末，全球已经有 131 个国家/地区的 412 家运营商正在启动或进行相关的 5G 试验，其中 59 个国家的 140 家运营商已经宣布推出 5G 商用。据 GSMA 预测，至 2025 年，5G 将占全球连接的 20%，5G 网络在发达的亚洲国家以及北美和欧洲将更为普及；届时移动网络用户将达到 50 亿，物联网连接数亦将由目前的 120 亿增加至 246 亿。为此，GSMA 预计 2020 年至 2025 年全球运营商将在移动通信资本支出约 1.1 万亿美元（其中约 80% 将用于 5G 网络）以支持网络技术的更新迭代，2020 年开始，全球 5G 基站建设数量也将大幅上涨。

根据 4G 建设规模进行推算，预计 2021-2023 年我国新建 5G 基站数量分别为 80、110、85 万个。

图 16：2020-2025 年中国 5G 基站建设预测（万站）

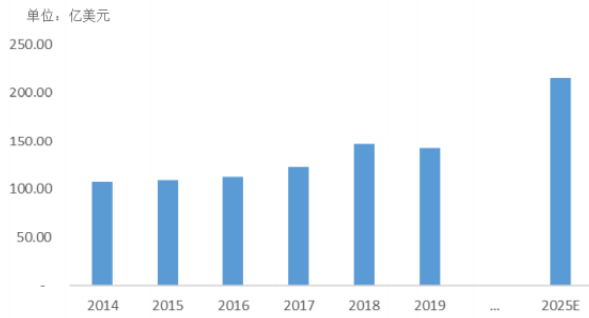


资料来源：观研报告网、天风证券研究所

2019 年，全球通信连接器的市场规模增长到 142.69 亿美元，2014-2019 年该领域市场规模年均复合增长率为 5.85%，高于同期全球连接器总市场规模的增速。2019 年全球连接器市场中通信领域是连接器第二大应用领域。

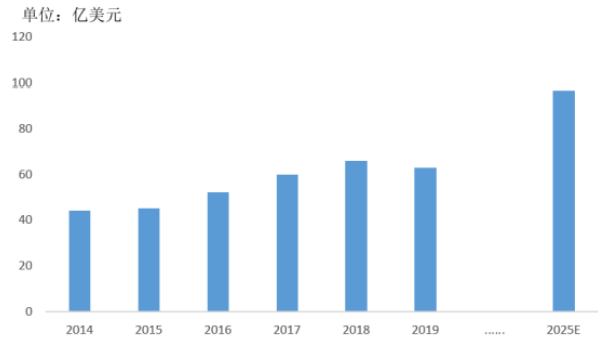
随着 4G 网络的深度覆盖和 5G 网络建设的推进，在可预见的未来，通信领域 连接器将迎来新一轮的增长周期。根据 Bishop & associates, Inc. 的预测数据，至 2025 年全球通信连接器市场规模将达到 215 亿美元。随着我国 5G 建设有序推进，新型信息基础设施能力不断提升，原有 2G 和 3G 基站未来将逐步升级为 4G 和 5G 基站，为连接器行业带来存量升级的替换需求。随着我国移动通信网络建设进程的加快，通信连接器作为通信设备的关键部件之一，市场需求也将不断增长。

图 17：2014-2019 年全球通信连接器市场规模及预测情况



资料来源：招股说明书、Bishop & associates, Inc.、天风证券研究所

图 18：2014-2019 年中国通信连接器市场规模及预测情况



资料来源：招股说明书、Bishop & associates, Inc.、天风证券研究所

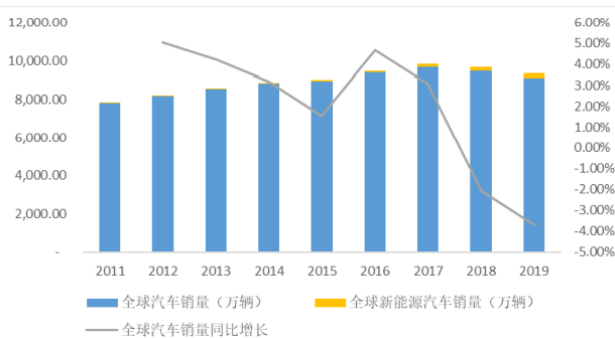
根据 Bishop & associates, Inc.统计数据, 2019 年中国通信连接器市场规模为 62.67 亿美元, 到 2025 年我国通信连接器市场规模亦将达到 95 亿美元。

### 3.2. 新能源汽车市场渗透率不断扩大

2011 年至 2019 年期间, 全球汽车年销量由 7,817.04 万辆增至 9,129.67 万辆, 其中, 新能源汽车的产量销量亦从 4.90 万辆攀升至 221.00 万辆。在全球范围来看, 去碳化、新能源汽车电动化将成为全面共识, 新能源汽车渗透率正在逐步扩大。

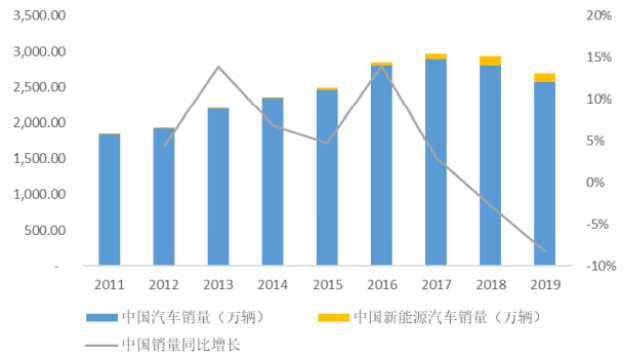
在我国, 汽车产业系重要的支柱产业, 是支撑和拉动中国经济持续快速增长的主导产业之一, 也是我国产业结构转型升级的关键因素。2011 年至 2019 年期间, 我国汽车市场呈现出稳步发展态势, 我国汽车销量从 1,850.51 万辆增加至 2,576.87 万辆, 在全球市场份额占比接近 30%。

图 19：2011-2019 年全球汽车、新能源汽车销量情况



资料来源：招股说明书、中国汽车业工业协会、天风证券研究所

图 20：2011-2019 年中国汽车、新能源汽车销量情况

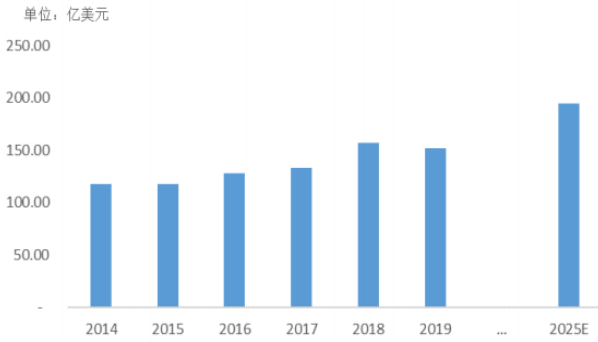


资料来源：招股说明书、中国汽车业工业协会、天风证券研究所

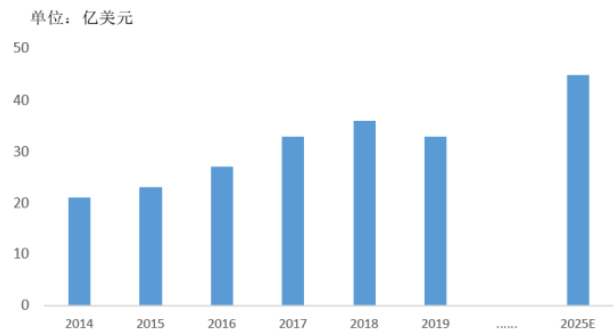
2019 年, 全球汽车连接器的市场规模增长到 152.10 亿美元, 2014-2019 年年均复合增长率为 5.33%, 高于同期全球连接器总市场规模的增速。汽车领域连接器占全球连接器市场比重达 23.70%, 是连接器第一大应用领域。根据 Bishop & Associates, Inc.预测数据, 2025 年全球汽车连接器市场规模将达到 194.52 亿美元。从市场规模来看, 根据盖世汽车的研究, 全球汽车电子市场规模到 2022 年有望达到 21,399 亿元, 较 2017 年增长近 50%, 中国汽车电子市场规模将达到 9,783 亿元, 较 2017 年增长 80%以上。连接器产品作为连接电路的桥梁, 在汽车中起到疏通电路、接通电流的作用, 故汽车电子市场规模快速增长将会同步带动连接器需求的加速提升。

图 21：2014-2019 年全球汽车连接器市场规模及预测情况

图 22：2014-2019 年中国汽车连接器市场规模及预测情况



资料来源：招股说明书、Bishop & associates, Inc.、天风证券研究所



资料来源：招股说明书、中国产业信息网、中商产业研究院整理、天风证券研究所

根据 Bishop & Associates, Inc.统计数据, 2019 年我国汽车连接器市场规模中, 汽车连接器占比达 16.9%, 是仅次于通信、消费电子的第三大连接器应用领域。我国汽车连接器市场规模与全球走势基本趋同, 受到下游汽车的产量下降影响, 虽然连接器市场规模在 2019 年出现小幅下滑, 但并不影响行业整体向上的趋势。**根据中商产业研究院预测, 到 2025 年我国汽车连接器市场规模将达到 44.68 亿美元。**

目前, 普通单一车型所使用的连接器达到 600-1,000 个, 人们对驾驶舒适性、安全性和娱乐性要求日益严苛带来了汽车电动化、智能互联化进程深化, 单车对于连接器的需求将大幅度提升。汽车电子是电控系统与车载电子电器系统的总称, 包括驾驶辅助系统、发动机电子系统、信息娱乐系统和网络系统等在内的汽车电子占新能源整车成本 45%-65%;

从补能端需求来看, 截至 2020 末, 我国公共类充电桩保有量为 80.8 万台, 随着新能源汽车保有量的增加, 充电桩建设加速将提上日程。换电补能方式凭借车电分离形成的补能效率高、补能安全等先天优势, 将与充电补能方式形成互补。根据中国电动汽车百人会预计, 到 2035 年中国换电站的数量将达到 1 万座。

未来随着新能源汽车的快速普及, 汽车电动化的进一步推进, 汽车连接器需求将呈现上升趋势, **预计到 2025 年, 全球汽车连接器市场规模将达到 194.52 亿美元, 我国汽车连接器市场规模将达到 44.68 亿美元, 从而将给公司在内的国内连接器企业带来可观的增长空间。**

## 4. 投资建议

核心假设:

- 1、公司的重要客户份额稳定, 持续开拓新的客户资源
- 2、新能源汽车商用化落地进展顺利
- 3、国内对 5G 基础设施的建设持续

表 6: 营收拆分预测 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3.08	4.2	4.5	5.08	6.1	9.16	15.11	21.15
毛利率			29.37%	30.96%	27.71%	27.98%	28.19%	28.68%
新能源汽车	1.8	2.66	3.17	2.61	2.98	4.62	7.85	11.15
毛利率			29.15%	23.37%	23.08%	25%	25%	26%
通信	1.27	1.15	1	2.15	2.66	4	6.59	9.16
毛利率			28.41%	38.55%	32.91%	32%	32%	32%
工业收入		0.38	0.32	0.31	0.43	0.54	0.67	0.84
毛利率			31.37%	30.75%	28.20%	28%	28%	28%

资料来源: Wind、天风证券研究所

我们短期看好公司已经取得的优质的国内外客户资源对公司利润的可期贡献，中长期看好新能源汽车普及和 5G 基建浪潮对公司主营连接器业务的拉动效果。持续看好公司在核心业务领域所具备的技术优势，这保证了公司对下游需求红利的有效吸收和转化。公司在 2021-2023 年预计实现归母净利润 1.23 亿/1.92/2.80 亿。选取可比公司中航光电、中熔电气，对应 2022 年平均 PE 为 52.91，给予公司 53 倍 PE，目标市值为 101.76 亿元，因此，目标股价为 94.22 元，给予“持有”评级。

表 7：可比公司情况

	市值 (亿元)	2021E PE	2022E PE
中熔电气	119.18	121.31	63.05
中航光电	1,125.57	54.48	42.76

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 新能源汽车行业波动风险。**若未来市场需求变化或竞争加剧，导致公司的下游客户出现竞争不利甚至竞争失败的情形；未来，补贴政策的持续退坡可能会影响新能源汽车的市场需求和销量，进而影响新能源汽车连接器产品的市场需求；近期出现的芯片供应紧张问题将在未来一段时间内对全球新能源汽车生产造成一定影响；
- 公司通信领域收入受中兴通讯影响较大的风险。**未来若因主要客户遭遇贸易纠纷、业务发展未达预期、市场竞争失败等不利情况时，公司通信业务将面临需求不足，甚至下滑的风险；
- 中美摩擦导致境外业务受损的风险。**未来，若中美贸易摩擦进一步升级，公司的美国市场需求可能会受到影响，从而对公司经营发展产生一定的不利影响；
- 通信行业变化风险。**若未来我国 5G 移动通信网络建设速度不达预期或建设规模缩减，导致市场需求不足，可能使得公司通信业务的销售收入增长不达预期，甚至出现下滑的情况；
- 技术迭代的风险。**公司目前的技术水平能够充分满足公司客户对于高性能连接器在稳定性、信号保真、降损能力方面的要求。若未来通信和汽车等下游领域对于连接器的技术要求发生较大的革新，如产品性能指标出现质的改变，或产品形态要求与现有产品相比出现质的改变，而公司又不能迅速达到相应的技术水平，将可能导致公司技术出现落后，进而无法满足客户需求，影响公司盈利能力；
- 核心技术人员流失风险。**随着连接器行业竞争加剧，行业竞争对手对技术人才的争夺日益激烈，公司可能面临技术人员流失的风险，影响公司技术创新能力；
- 新能源汽车行业竞争加剧的风险。**随着新能源汽车行业的快速发展，传统汽车企业和新兴造车企业加入竞争行列，从业企业不断增多，竞争格局不断变化。若公司不能获得新从业企业的认证，可能会出现销售增长缓慢，甚至下滑的风险。同时，连接器厂商针对新能源行业进行持续研发，行业内企业对于优质客户开拓竞争将会加剧，公司存在市场份额被其他新进供应商取得、甚至被其他供应商替代的风险；
- 外协供应商管理的风险。**若公司对外协供应商的质量和交期管理不善，将导致外协产品质量欠佳、供货不及时，影响公司与下游客户的合作关系，进而对公司的客户维护和市场开拓产生不利影响。此外，部分从事金属表面处理的外协供应商，因相关工序涉及特定的环境保护要求，若外协供应商因违反环境保护相关法律法规而受到主管部门的行政处罚，相关生产资质发生重大不利变化或因其他不可控因素影响到业务的正常开展，可能会影响到公司产品的按时交付，对公司产品出货及盈利能力造成不利影响；
- 主要原材料价格上涨的风险。**公司产品生产所需的主要原材料为金属原料、塑胶材料和外购配件等。2018-2020 年度主要原材料占公司营业成本的比例在 70%左右，占比

较高。2020 年底以来，铜材等金属原材料、塑料粒子等塑胶材料价格持续上升，对公司营业成本产生了一定的压力。如果未来公司主要原材料采购价格出现大幅波动，将对公司的生产经营和盈利水平带来一定的影响。如果主要原材料的采购价格持续上升，而且公司未能及时或未能充分向下游转移相关成本，公司将面临毛利率降低，盈利水平下降的风险；

10. **新型冠状病毒肺炎疫情对经营业绩的风险。**目前新型冠状病毒肺炎疫情发展尚存在较多不确定性。若我国当前的新型冠状病毒肺炎防疫成效不能保持或出现疫情反弹，境外疫情尤其是公司销售的重点国家或地区出现疫情进一步发展，则公司的采购、生产和销售等业务将会持续受到不利影响，公司未来经营业绩将存在下降的风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	140.76	200.96	361.30	515.80	316.43
应收票据及应收账款	329.29	331.73	868.26	925.33	1,585.70
预付账款	1.82	4.53	4.88	8.83	11.95
存货	101.71	122.58	242.41	341.83	488.61
其他	81.78	90.38	61.77	86.64	86.41
<b>流动资产合计</b>	<b>655.36</b>	<b>750.17</b>	<b>1,538.62</b>	<b>1,878.42</b>	<b>2,489.09</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	157.41	136.66	154.34	190.86	225.68
在建工程	0.81	7.26	40.36	72.21	73.33
无形资产	11.07	8.55	6.35	4.15	1.95
其他	13.39	58.35	42.55	45.63	48.69
<b>非流动资产合计</b>	<b>182.68</b>	<b>210.81</b>	<b>243.60</b>	<b>312.86</b>	<b>349.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>838.04</b>	<b>960.98</b>	<b>1,782.23</b>	<b>2,191.28</b>	<b>2,838.74</b>
短期借款	40.05	60.07	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	276.56	328.35	681.93	922.08	1,281.08
其他	27.84	24.10	41.73	34.95	51.46
<b>流动负债合计</b>	<b>344.45</b>	<b>412.52</b>	<b>723.66</b>	<b>957.02</b>	<b>1,332.54</b>
长期借款	8.02	0.00	9.71	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.77	14.35	12.15	12.76	13.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>19.79</b>	<b>14.35</b>	<b>21.86</b>	<b>12.76</b>	<b>13.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>364.24</b>	<b>426.87</b>	<b>745.51</b>	<b>969.78</b>	<b>1,345.62</b>
少数股东权益	(2.43)	0.45	(4.23)	(11.49)	(20.05)
股本	81.00	81.00	108.00	108.00	108.00
资本公积	191.53	191.53	548.32	548.32	548.32
留存收益	395.24	452.66	932.94	1,124.99	1,405.17
其他	(191.53)	(191.53)	(548.32)	(548.32)	(548.32)
<b>股东权益合计</b>	<b>473.81</b>	<b>534.12</b>	<b>1,036.72</b>	<b>1,221.50</b>	<b>1,493.12</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>838.04</b>	<b>960.98</b>	<b>1,782.23</b>	<b>2,191.28</b>	<b>2,838.74</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	39.53	72.52	123.48	192.05	280.18
折旧摊销	23.94	26.11	11.41	13.82	16.27
财务费用	2.19	2.21	(0.23)	(2.28)	(2.34)
投资损失	(1.51)	3.84	0.30	0.30	0.30
营运资金变动	(143.19)	(26.67)	(245.98)	46.04	(436.66)
其它	95.10	34.94	(4.92)	(7.39)	(8.75)
<b>经营活动现金流</b>	<b>16.06</b>	<b>112.96</b>	<b>(115.94)</b>	<b>242.56</b>	<b>(151.01)</b>
资本支出	0.19	4.80	62.20	79.39	49.67
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(11.77)	(40.83)	(122.50)	(159.70)	(99.98)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(11.58)</b>	<b>(36.03)</b>	<b>(60.30)</b>	<b>(80.30)</b>	<b>(50.30)</b>
债权融资	52.06	60.07	12.37	2.22	1.63
股权融资	(1.98)	(3.59)	384.03	2.28	2.34
其他	(78.95)	(69.04)	(59.82)	(12.25)	(2.03)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(28.87)</b>	<b>(12.56)</b>	<b>336.58</b>	<b>(7.75)</b>	<b>1.94</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(24.39)</b>	<b>64.37</b>	<b>160.34</b>	<b>154.50</b>	<b>(199.37)</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>508.38</b>	<b>610.39</b>	<b>915.58</b>	<b>1,510.71</b>	<b>2,114.99</b>
营业成本	351.01	441.23	659.39	1,084.90	1,508.45
营业税金及附加	4.14	3.69	7.25	11.14	15.04
营业费用	18.48	13.42	18.31	30.21	42.30
管理费用	31.91	31.00	45.78	83.09	116.32
研发费用	34.45	30.67	45.78	83.09	116.32
财务费用	1.98	3.59	(0.23)	(2.28)	(2.34)
资产减值损失	(15.54)	(4.18)	3.00	4.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.51	(3.84)	(0.30)	(0.30)	(0.30)
其他	36.43	11.27	0.61	0.61	0.61
<b>营业利润</b>	<b>44.00</b>	<b>83.54</b>	<b>136.00</b>	<b>216.25</b>	<b>318.58</b>
营业外收入	1.91	0.40	1.44	1.25	1.03
营业外支出	0.15	0.41	0.19	0.25	0.28
<b>利润总额</b>	<b>45.76</b>	<b>83.53</b>	<b>137.25</b>	<b>217.25</b>	<b>319.32</b>
所得税	6.23	11.01	18.69	32.59	47.90
<b>净利润</b>	<b>39.53</b>	<b>72.52</b>	<b>118.56</b>	<b>184.66</b>	<b>271.42</b>
少数股东损益	(2.50)	(1.10)	(4.92)	(7.39)	(8.75)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>42.03</b>	<b>73.63</b>	<b>123.48</b>	<b>192.05</b>	<b>280.18</b>
每股收益(元)	0.39	0.68	1.14	1.78	2.59

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.98%	20.07%	50.00%	65.00%	40.00%
营业利润	12.66%	89.87%	62.79%	59.01%	47.32%
归属于母公司净利润	10.52%	75.17%	67.71%	55.53%	45.89%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.96%	27.71%	27.98%	28.19%	28.68%
净利率	8.27%	12.06%	13.49%	12.71%	13.25%
ROE	8.83%	13.80%	11.86%	15.58%	18.52%
ROIC	11.53%	20.35%	35.02%	28.19%	40.59%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.46%	44.42%	41.83%	44.26%	47.40%
净负债率	-18.72%	-26.38%	-33.66%	-42.04%	-21.08%
流动比率	1.90	1.82	2.13	1.96	1.87
速动比率	1.61	1.52	1.79	1.61	1.50
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.50	1.85	1.53	1.68	1.68
存货周转率	5.23	5.44	5.02	5.17	5.09
总资产周转率	0.61	0.68	0.67	0.76	0.84
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.39	0.68	1.14	1.78	2.59
每股经营现金流	0.15	1.05	-1.07	2.25	-1.40
每股净资产	4.41	4.94	9.64	11.42	14.01
<b>估值比率</b>					
市盈率	222.85	127.22	75.86	48.77	33.43
市净率	19.67	17.55	9.00	7.60	6.19
EV/EBITDA	0.00	0.00	60.95	38.61	27.02
EV/EBIT	0.00	0.00	66.08	41.11	28.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com