



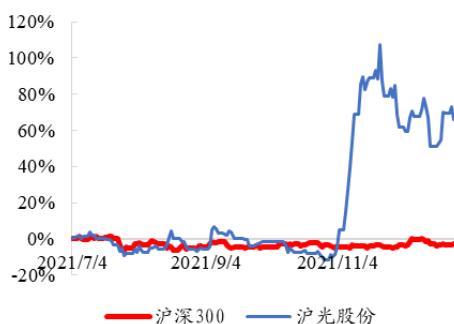
买入 (首次覆盖)

行业: 电力设备与新能源
 日期: 2021年12月29日
 分析师: 开文明
 Tel: 021-53686172
 E-mail: kaiwenming@shzq.com
 SAC 编号: S0870521090002
 联系人: 王琎
 Tel: 021-53686164
 E-mail: wangjin@shzq.com
 SAC 编号: S0870121090013

基本数据 (2021年12月28日)

报告日股价 (元)	22.10
12mth A 股价格区间 (元)	11.60~27.67
总股本 (百万股)	401
无限售 A 股/总股本	15.7%
流通市值 (亿元)	14

最近6个月股票与沪深300比较



相关报告:

量价齐升, 加速成长

汽车线束单车价值量提升, 25年将超800亿元

汽车电动化、智能化进行中, 汽车线束单车价值量有望攀升: 1) 电动化新增高压线束, 单车价值量增加1500元左右; 2) 智能化需要装配更多电子电器, 安波福预估未经优化的L3、L4自动驾驶将增加1倍线束长度。我们假设目前传统汽车线束和新能源车线束单车价值量分别为2500元和4000元, 预计到2025年国内乘用车汽车线束市场空间将达到810亿元, 2021~2025年复合增速约8%。

国内自主线束厂商份额低, 国产化空间大

汽车线束是重要的功能件, 关乎汽车安全和驾乘体验, 整车厂对开发新供应商较为谨慎。从全球看, 汽车线束市场集中度高。2018年前四大厂商住友电气、矢崎、安波福和莱尼全球市占率超75%。从国内看, 国内线束厂商CR10仅为20%左右, 国内市场被国际龙头在华合资和独资公司占据。

自主汽车线束厂商有望崛起

自主车企市占率常年徘徊在40%, 电动化浪潮来接, 新能源车市场自主占比达到75%。未来, 国内线束厂商有望抓住自主崛起和电动化机遇提升市占率水平, 推动市场集中度提升。

三要素助力沪光成长为国内汽车线束龙头

我们认为沪光的三个特质决定未来能够冲出重围成为行业龙头:

- 1) 积极布局智能化生产, 可实现多个环节生产效率提升30%以上。虽然用工成本呈上升趋势, 但是从成本构成来看, 公司人力成本占比依然较低, 稳定在13%-14%的水平;
- 2) 站在客户的角度思考问题, 前沿布局小线束、铝线束的研发和制造, 积极响应客户轻量化需求;
- 3) 乘国产崛起的东风, 公司持续扩大客户圈, 同时加快产能扩张节奏, 新增重庆制造基地, 完善地域布局。

短期, 公司迎来量价齐升

- 1) 量: 公司在第一大客户上汽大众中份额稳定在20%~25%, 并持续突破T公司、理想、奔驰、上汽通用、长安福特等公司, 获得的多个整车线束和高压线束项目将在2022年量产。
- 2) 价: 公司陆续取得大众途昂家族、奥迪C SUV、长安福特林肯MKX等高端车型成套线束定点, 实现了向高端车型的突破, 成套线束均价有望进一步提升。同时, 公司取得多个高压线束项目定点并量产, 高价值量的高压线束占比持续提升中。

盈利预测

公司具备成为国内汽车线束龙头的潜质, 短期将迎来量价齐升, 中长期

增长空间打开。我们预计公司2021~2023年营收分别为24.8、38.2、60.3亿元，同比分别+62%、+54%、+58%，归母净利润分别为0.9、2.6、4.8亿元，同比分别+17%、+196%和+85%，对应的PE分别为102、34、19倍。首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

疫情影响超预期，供应链配套不及预期，原材料价格波动

数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,531	2,476	3,815	6,031
年增长率	-6.2%	61.7%	54.1%	58.1%
归属于母公司的净利润	74	87	258	477
年增长率	-26.8%	17.3%	196.1%	84.9%
每股收益（元）	0.20	0.22	0.64	1.19
市盈率（X）	74.70	101.81	34.38	18.59
市净率（X）	7.67	10.58	8.82	6.74

数据来源: Wind, 上海证券研究所 (2021年12月28日收盘价)

目 录

一、汽车线束：隐藏在角落里 的大市场	6
1.1、产品特性：定制化属性高，考验制造商精益生产	6
1.2、电动化和智能化提升单车价值量，轻量化是永恒主题 ...	9
1.3、2025年国内汽车线束市场规模将达到810亿元	12
二、线束国产化有望加速	13
2.1 国际线束厂商是主要参与者	13
2.2 电动化浪潮和自主车企崛起打开机遇窗口	15
三、沪光：同心同德，二十年成长路	17
3.1 打入合资整车线束供应链，二十年树立行业声望	17
3.2 股权结构稳定，高管伴随公司成长	18
3.3 营收规模向上，盈利能力处于国内上游	20
四、核心竞争力分析，沪光如何成长为线束龙头	23
4.1 从制造到智造，提质又增效	23
4.2 布局前沿技术，想客户所想	25
4.3 扩产提速，扩大地域辐射范围	26
五、量价齐升，加速成长	28
5.1 量：优质客户扩容，多项目迎来量产	28
5.2 价：结构改善，高端整车线束和高压线束占比有望提升	29
六、盈利预测与投资建议	31
6.1、盈利预测	31
6.2、投资建议	32
七、风险提示	33

图

图 1 汽车线束是汽车电路的网络主体（前视角）	6
图 2 汽车线束是汽车电路的网络主体（后视角）	6
图 3 不同的汽车线束	7
图 4 高压线束在电动车上的布局	7
图 5 高压线束为新能源车高压部件传输电力	7
图 6 2020年公司成套线束材料成本占比接近八成	8
图 7 2020年公司发动机线束材料成本占比接近八成	8
图 9 整车线束装配	8
图 8 线束生产工艺流程	9
图 10 新能源车线束单车价值量可达5000元	10
图 11 不同时期汽车线束用量的变化	10
图 12 导线重量占线束重量的七成以上	11
图 13 2018年全球线束市场竞争格局	13
图 14 自主乘用车品牌国内市占率在40%左右	15
图 15 2021年前10月自主品牌在国内电动乘用车市场占比约75%左右	16
图 16 公司营收增长稳定，21Q1-3同比+67%	20
图 17 2020年公司成套线束营收占比70%	20

图 18 各类线束毛利率情况.....	21
图 19 期间费用率呈现上涨趋势，但企稳回落.....	21
图 20 原材料占成本 75%以上.....	21
图 21 2019 年公司原材料成本构成.....	21
图 22 受原材料涨价影响，盈利能力有所下滑.....	21
图 23 同业线束业务营收对比（单位：亿元）.....	22
图 24 同业公司线束业务毛利率对比.....	22
图 25 国内主要线束厂营收对比（单位：亿元）.....	22
图 26 国内主要线束厂净利率对比.....	22
图 27 公司智能制造理念框架.....	24
图 28 公司智能制造系统框架.....	24
图 29 公司生产人员人均产值逐年提升.....	25
图 30 公司人力成本占比低于其它公司.....	25
图 31 公司已在上海和德国设立工程技术中心.....	25
图 32 公司产能利用率保持在 85%以上.....	27
图 33 公司产销率保持在 100%左右.....	27
图 34 公司为上汽大众主要供应商.....	28
图 35 公司已进入各大知名整车厂供应链.....	28
图 36 公司客户结构持续优化.....	29
图 37 公司成套线束平均售价变化趋势.....	30

表

表 1 汽车线束分类及作用.....	6
表 2 线束产品性能要求.....	7
表 3 线束轻量化解决方案.....	11
表 4 2025 年国内乘用车线束市场有望达到 810 亿元.....	12
表 5 市场空间预测敏感性分析（单位，亿元）.....	13
表 6 全球主要线束厂商基本情况.....	13
表 7 国际线束龙头中国布局情况.....	14
表 8 沪光历经多年方才切入上汽大众整车线束供应链.....	14
表 9 主要整车厂线束供应商情况.....	16
表 10 公司发展历史.....	17
表 11 公司得到客户高度认可.....	18
表 12 公司股权集中.....	18
表 13 公司高管伴随公司成长多年.....	19
表 14 公司历年 ROE 情况.....	22
表 15 公司智能制造环节.....	23
表 16 公司智能制造里程碑.....	23
表 17 不同环节的自动化生产提升效率、降低人力成本.....	24
表 18 公司部分研发项目.....	26
表 19 公司参与铝导线研发情况.....	26
表 20 公司 IPO 整车线束智能生产项目产能.....	27
表 21 苏州扩产定增募集资金使用计划.....	27
表 22 各大整车厂在西南地区布局情况.....	27

表 23 公司未来量产新项目情况.....	29
表 24 公司高压线束定点情况.....	30
表 25 公司盈利预测.....	31
表 26 可比公司情况.....	32
表 27 到 2025 年公司国内市占率有望达到 15%，市值有望达到 389 亿元.....	33

一、汽车线束：隐藏在角落里 的大市场

1.1、产品特性：定制化属性高，考验制造商精益生产

对于整车而言，汽车线束是定制化产品，属于重要的功能件，直接关系到整车安全和驾乘体验；对于制造商而言，汽车线束关键是在生产 know how 的积累上，考验的是制造商的生产精益性等。

1) 整车端：汽车线束是重要的功能件，定制化属性高

汽车线束是汽车的 神经网络，是重要的功能件。汽车线束隐藏在汽车内外饰中，把中央控制部件与汽车控制单元、电气电子执行单元、电器件有机地连接在一起，形成一个完整的汽车电器电控系统。所以，汽车线束不被消费者所感知，却对整车的安全性至关重要，也直接关系到客户的驾乘体验。

图 1 汽车线束是汽车电路的网络主体（前视角）

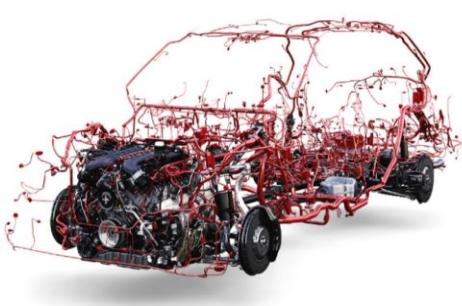


图 2 汽车线束是汽车电路的网络主体（后视角）



数据来源：Geekcar，上海证券研究所

数据来源：Geekcar，上海证券研究所

线束主要由导线、端子、接插件及护套等组成。从电压等级上分，可以分为低压线束和高压线束，低压线束用于连接汽车内低压电气部件，高压线束为新能源车高压零部件传输电力。从功能上分，汽车线束分为运载电力的电力线和传递传感器输入指令的信号线。从复杂度分，可以分为成套线束、其他线束等。

表1 汽车线束分类及作用

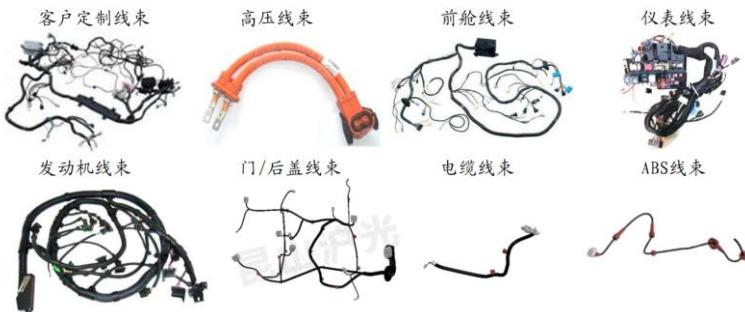
大类	线束名称	产品用途
客户定制线束	为满足客户车辆定制化需求，定制的特殊线束。	
高压线束	为新能源车辆定制开发的特殊线束	
成套 线束	前舱线束	布置在汽车前舱区域，用于连接车身控制系统、前大灯、风扇等位于前舱区域电器。
	仪表线束	布置在汽车仪表区域，用于连接驾驶系统、娱乐系统、空调系统等电器。
发动机线束		布置在汽车发动机本体上，用于连接发动机控制器

和发动机各传感器。

门/后盖线束	布置在汽车门板或后盖，实现门板与后盖的控制。
其他线束	电缆线束 布置在汽车蓄电池附，传递汽车的电源和接地。
ABS 线束	布置在汽车四轮区域，用于连接车身稳定系统和传感器之间的注塑线。

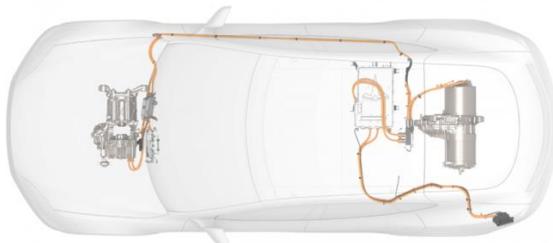
数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

图 3 不同的汽车线束



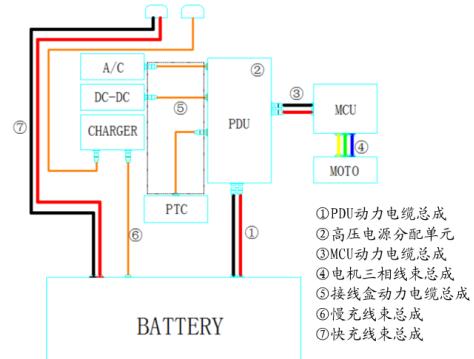
数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

图 4 高压线束在电动车上的布局



数据来源：Geekcar，上海证券研究所

图 5 高压线束为新能源车高压部件传输电力



数据来源：线束工程师之家，上海证券研究所

汽车线束是定制化产品。不同整车厂商及其不同车型均有着不同的设计方案和质量标准。汽车线束在设计及制造时，要保证其机械特性、电气特性、耐环境性，且考虑合理的线径和材料，在保证各项性能的前提下，降低自身重量，优化线束的成本。

表 2 线束产品性能要求

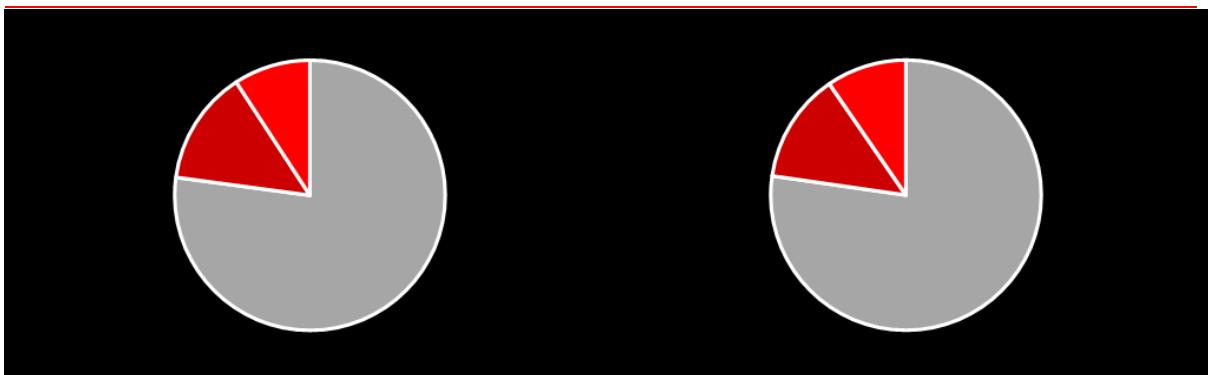
线束特性	具体要求
机械特性	安装尺寸、插拔力、机械冲击与振动等
电气特性	电路载流、信号传递、电磁干扰、电路保护等
耐环境性	耐高低温、耐磨、耐腐蚀、抗噪等

数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

2) 制造商端: 原材料成本占比高, 考验精益生产

汽车线束中原材料成本占比高, 其中线缆(铜)是大宗品属性, 连接器难度较高, 主要是国际巨头和部分国内厂商供货。所以, 汽车线束厂商的盈利水平和生产精益性等息息相关。

图 6 2020 年公司成套线束材料成本占比接近八成



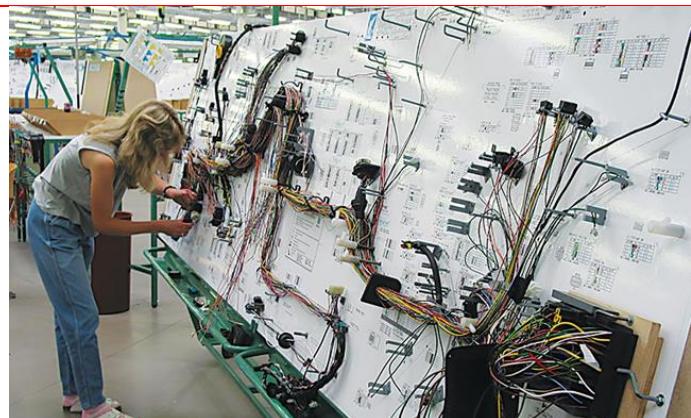
数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 7 2020 年公司发动机线束材料成本占比接近八成

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

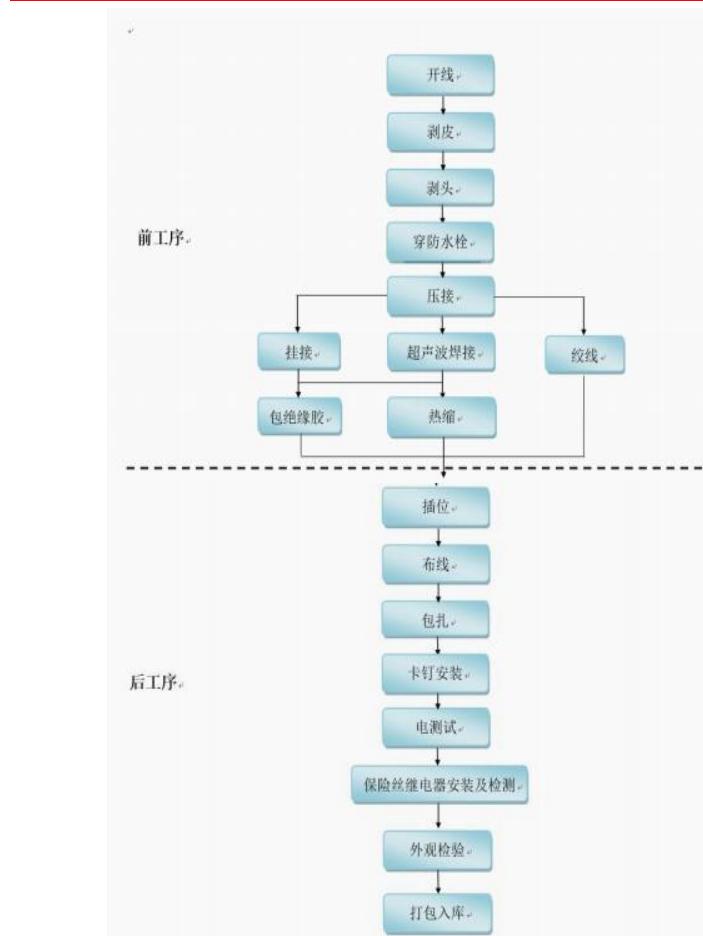
线束生产工艺 know how 多, 需要多年经验积累。线束的制造装配属于劳动密集型, 整车线束物料数量繁多, 导致其制造工艺复杂繁琐, 自动化程度相对较低, 制造过程的质量控制点多。只有各个生产控制点的识别和防错措施的实施才能保障汽车线束在整车上的稳定使用, 避免线束的报废或返工。

图 8 整车线束装配



数据来源: Geekcar, 上海证券研究所

图 9 线束生产工艺流程



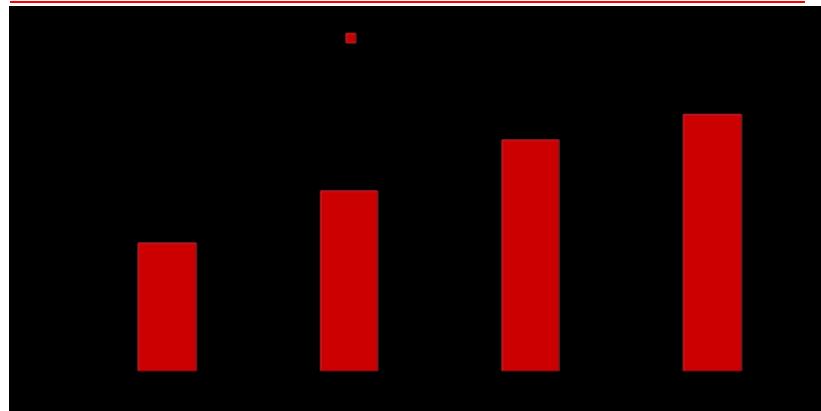
数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

1.2、电动化和智能化提升单车价值量，轻量化是永恒主题

1) 加法：电动化新增高压线束，智能化增加低压线束需求

电动化所需的高压线束对性能要求更高，单车价值量更高。新能源车动力电池所需的高压线束工作电压为 400V 及以上，对线束的输送能力、机械强度、绝缘保护、电磁兼容和抗干扰都提出了更高的要求。据 EV WIRE 数据，新能源车线束单车价值量可达 5000 元，其中高压线束价值量 1500~2500 元。

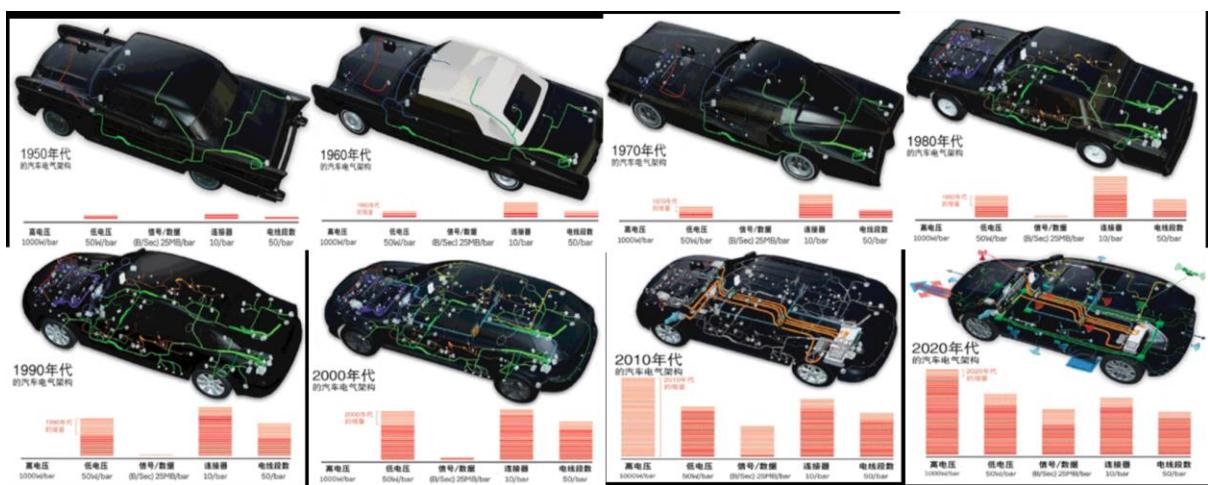
图 10 新能源车线束单车价值量可达 5000 元



数据来源：EV WIRE, 华经产业研究院, 上海证券研究所

汽车智能化需装配更多电子电器，低压试线束用量增长。1950s 汽车只有极少的电气组件，依靠最基本的环形端子连接；1970s，汽车开始引入电子元件，线束开始对电气系统提出专业要求；2000 以后，汽车电子技术与日俱增，消费电子产品集成增加了电气系统的复杂性，线束的用量也相应增多。

图 11 不同时期汽车线束用量的变化



数据来源：ofweek, 上海证券研究所

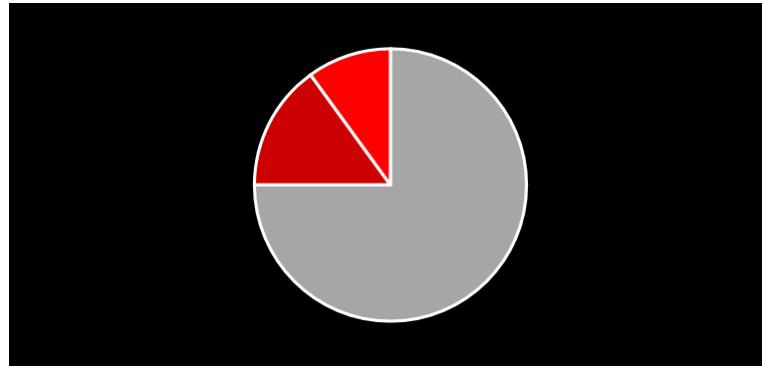
智能化提升线束需求。从智能化角度来看，智能化会增加单车电子器件等的用量。一般单车汽车线束约在 1.5~2km，而根据安波福的预估，未经优化的 L3、L4 自动驾驶系统就需要增加约 2 km 的线束，线束长度提升一倍多。未来，自动驾驶和智能座舱等功能的丰富将是汽车线束需求增长的重要驱动力。

2) 减法：轻量化为重点发展方向

基于智能化带来的电气布线复杂化以及汽车整体轻量化需求，轻量化为线束行业重点发展方向。

从汽车线束重量结构来看，导线占比 75%，端子及接插件占比 15%，外包材料占比 10%。

图 12 导线重量占线束重量的七成以上



数据来源：盖世汽车，上海证券研究所

总体来看，汽车线束轻量化主要为以下三个方向：

- 1) **优化设计，减少线束用量。** a. 优化线束布置路径，减短绕线长度。b. 优化线束保护设计。如：减少护板，利用车身结构、固定件替代护板；布置上尽量减少内连接等。
- 2) **结构优化，减少线束重量。** 如：接插件小型化；使用薄壁导线缩小导线截面积；在信号线中使用特细铜导线可降低 50% 的线束重量。
- 3) **材料优化，减少线束重量。** 铝材以供应量充足、价格低廉、重量轻等优势，被认为是取代铜材的重要方向。此外，对于线束保护材料也可进行轻量化，如在密封要求不高的位置选用发泡替代橡胶件、采用耐磨纤维和布基的纤维管代替波纹管等。

表 3 线束轻量化解决方案

线束子部件	优化方式	优化内容
导线	材料优化	电源线：铝导线的导线特性和铜相近，重量更轻，铝导线已经应用到线径 $2.5\sim50mm^2$ 铜合金导线替代上； 信号线：部分厂家线径 $0.75mm^2$ 铝导线替代 $0.5mm^2$ 铜导线。
	结构优化	莱尼 $0.13mm^2$ 铜导线替代 $0.35mm^2$ 铜导线，重量下降了约 50%。
	设计优化	优化布置，减少导线长度。
端子及接插件	结构优化	接插件小型化，典型的有泰科 MQS 端子和 SUMITOMO 的 0.64 端子，应用在信号传输上可降低 1.5 片宽的使用率，直接降低接插件的规格尺寸。
	材料和设计	高强度塑料护板替代金属支架；

计优化 耐磨纤维和布基纤维管替代波纹管；
 密封要求不高的位置使用发泡替代橡胶件；
 线束的布置上尽量减少内连接。

数据来源：《汽车线束轻量化的发展趋势研究》，上海证券研究所

1.3、2025年国内汽车线束市场规模将达到810亿元

销量方面，根据中汽协预测，2021年国内乘用车销量为2130辆。受疫情反复和芯片供给逐步恢复的影响，我们预计2022~2025年乘用车销量同比增速分别为4%、6%、3%、3%。其中，新能源车方面，预计2021年销量为340万辆，2025年销量将达到873万辆。

单车价值方面：1)根据EV WIRE数据，传统汽车线束单车价值大概在2500-4500元不等，此处保守估计选取2500元作为单车价值量；2)新能源车的高压线束将增加线束单车价值量，此处假设新能源车单车线束价值量比传统车高1500元。由于汽车智能化、网联化的程度不断提升，我们假设2022-2025年新能源车单车价值量以3%的同比增速增长。

根据预测，2025年国内汽车线束市场规模将达810亿元，2021-2025年复合增速约8%。

表4 2025年国内乘用车线束市场有望达到810亿元

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
乘用车销量，万辆						
传统	1,893	1,803	1,685	1,692	1,646	1,620
新能源	120	327	532	658	775	873
合计	2,014	2,130	2,217	2,350	2,420	2,493
乘用车销量yyo						
传统		-5%	-7%	0%	-3%	-2%
新能源		172%	63%	24%	18%	13%
合计		6%	4%	6%	3%	3%
单车价值量，元						
传统	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
新能源	4,000	4,120	4,244	4,371	4,502	4,637
单车价值量yyo						
传统		0%	0%	0%	0%	0%
新能源		3%	3%	3%	3%	3%
市场空间，亿元						
传统	473	451	421	423	411	405
新能源	48	135	226	288	349	405
合计	521	586	647	711	760	810

数据来源：中汽协，EV WIRE，上海证券研究所预测

表5 市场空间预测敏感性分析 (单位, 亿元)

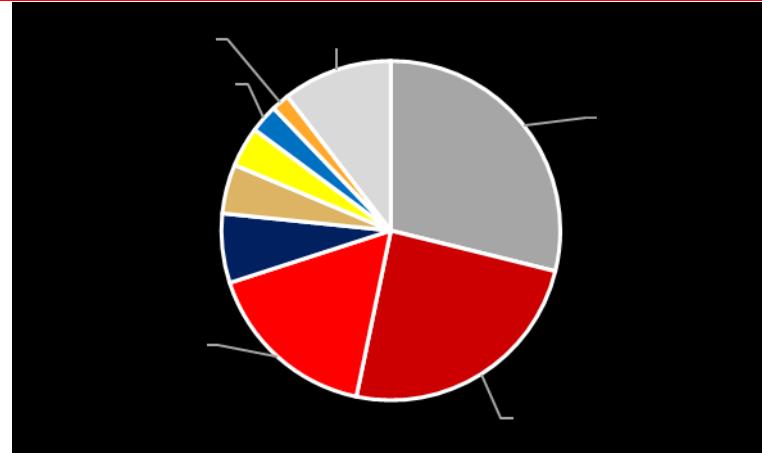
单车价值增速	1%	2%	3%	4%	5%
单车价值, 元					
2000	645	661	678	696	714
2500	772	790	810	830	851
3000	899	920	941	964	987
3500	1026	1049	1073	1098	1124
4000	1153	1178	1205	1232	1261
4500	1279	1307	1336	1366	1397

数据来源: 上海证券研究所

二、线束国产化有望加速

2.1 国际线束厂商是主要参与者

全球市场集中度高, 主要由国际龙头主导。全球汽车线束市场主要由日本的矢崎、住友电气, 韩国的裕罗、京信以及欧美的莱尼、安波福、科伦伯格舒伯特公司等线束龙头厂商主导。前四大厂商住友电气、矢崎、安波福、莱尼市占率达到75%以上。

图 13 2018 年全球线束市场竞争格局


数据来源: 前瞻产业研究院, 上海证券研究所

表6 全球主要线束厂商基本情况

公司	最新财 年营收	主营业务	汽车线束主要客户
住友 电气	291.86 百亿日 元	从事汽车、信息通 信、电子、环境能 源、工业材料相关 业务	本田、奥迪、大众、日产、铃木、 三菱、斯巴鲁等
矢崎	160.9 百亿日 元	生产汽车零部件、 电线、燃气设备、	通用、戴姆勒、本田、丰田、日产、 克莱斯勒、菲亚特、福特、M&M、

请务必阅读尾页重要声明

	元	空调设备等	Tata、大众、玛莎拉蒂、尼桑、特斯拉、马自达、铃木、五十铃等
莱尼	41.33 亿欧元	为以汽车市场为首的各个市场供应电线、光纤、电缆、电缆系统及相关产品	大众、奥迪、戴姆勒、标致、沃尔沃、雪铁龙、雷诺、宾利、保时捷、斯柯达、尼桑、阿尔法罗密欧、西亚特、欧宝、路虎、宝马、小鹏、上汽通用等
安波福	130.66 亿美元	提供电子/电器架构、动力总成系统、保险装置和热工艺解决方案	戴姆勒、标致、奥迪、特斯拉、丰田、福特、通用、吉普、菲亚特、Tata、路虎、法拉利等

数据来源: *Marklines*, 上海证券研究所

注: 住友电气最新财年为2020年3月至2021年3月; 矢崎最新财年为2020年6月至2021年6月

国内合资与外资厂商占据大部分市场份额。国内本土厂商大多呈现规模小、专业化程度低, 研发设计能力弱的特点。据永鼎股份年报, 国内线束厂商CR10仅为20%左右, 国内市场被国际龙头在华合资和独资公司占据。

表7 国际线束龙头中国布局情况

公司	中国工厂情况
住友电气	长春住电(住友60%、长春灯泡40%)、波特尼(住友电气波特耐兹60%、上海金亭40%)等20余家独资、合资工厂
矢崎	16家合资、独资工厂
莱尼	11家独资工厂
安波福	18个制造基地、3个技术中心
科伦伯格舒伯特	7个独资工厂、2个技术中心 科世德润(科伦伯格舒伯特55%、得润电子45%)、科世科(科伦伯格舒伯特55%、科博达45%)等合资工厂

数据来源: 各公司官网, 上海证券研究所

国内厂商切入合资车企过程漫长。汽车线束重要的功能件, 合资厂商对国产供应商的导入非常谨慎。从沪光导入上汽大众的过程来看, 历经多年才供货: 2000年沪光就通过上汽大众的供应商审核, 2009年获得上汽大众难度和价值量较低发动机线束定点。随着产品获得上汽大众的认可, 2011年公司方才获得难度和价值量最高的整车线束定点。

表8 沪光历经多年方才切入上汽大众整车线束供应链

时间	重要事项
2000	通过上汽大众供应商评审
2005	通过大众集团供应商审核, 获得门线束定点
2009	获得上汽大众发动机线束定点

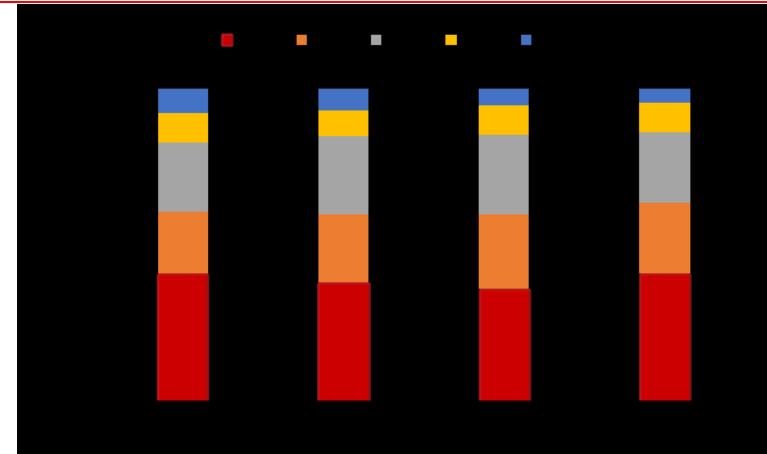
2011	获得斯柯达昕锐整车成套线束定点，首次为上汽大众提供定制化 KSK 整车线束
2012-2016	获得斯柯达多款车型、桑塔纳整车线束和轮速传感器线束定点
2017	获得大众集团 MEB 平台 LOUNGE SUVe、ARRO、A SUVE 三款新能源车高压线束定点
2018	获得上汽大众高端 SUV 途昂车型的 KSK 整车线束定点
2019	获得 MEB 平台奥迪 A+SUVE KSK 整车线束定点
2020	获得上汽大众 ID.6 X 高压线束定点

数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

2.2 电动化浪潮和自主车企崛起打开机遇窗口

自主乘用车品牌国内市占率在 40%左右徘徊。中国汽车产业的发展前期主要走的是市场换技术路线。前期涌入中国市场的海外车企通过合资快速放量。虽然国内自主车企经过多年发展内燃机技术不断进步，不过相对于海外车企的动力总成等技术和品牌效应仍有差距，市占率多年来一直徘徊在 40%左右。

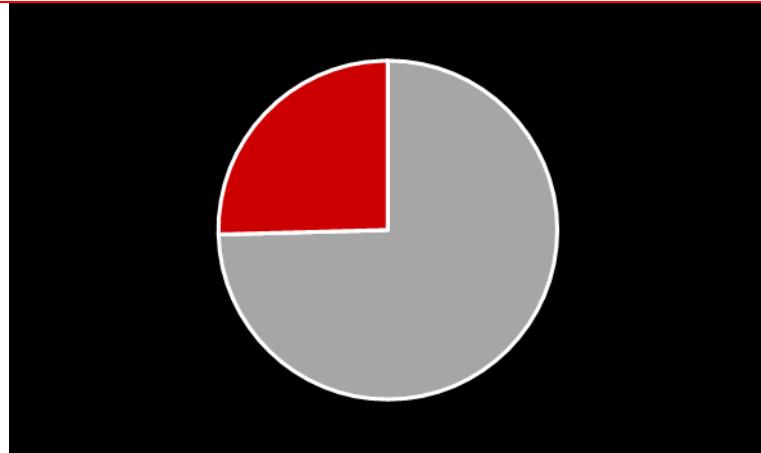
图 14 自主乘用车品牌国内市占率在 40%左右



数据来源：乘联会，上海证券研究所

电动化浪潮来袭，自主占比提升到 75%。得益于自主车企在电动化赛道的领先布局，伴随着电动车行业快速发展，自主车企在国内电动车市占率达到 75%。

图 15 2021 年前 10 月自主品牌在国内电动乘用车市场占比约 75% 左右



数据来源: Marklines, 上海证券研究所

自主崛起为国产线束厂商打开了发展机遇窗口。为合资车企配套的线束供应商仅有沪光股份、上海金亭、柳州双飞等少数厂商。相对于合资车企，自主车企则多由本土厂商供货，自主车企的崛起为国内零部件厂商扩大市场份额提供了重大机遇。

表 9 主要整车厂线束供应商情况

车系	整车企业	主要供应商		
		整车线束	小线束	高压线束
	上汽大众	沪光股份、科世科、苏州波特尼、莱尼、安波福	沪光股份、上海金亭、李尔	沪光股份、安波福、科世科、苏州波特尼
	一汽大众	科世得润、长春住电、安波福、李尔	沪光股份、长春捷翼、长春灯泡电线厂	科世得润
德系	奥迪	科世得润、长春住电、安波福	长春捷翼	安波福、科世得润
	奔驰	莱尼、安波福	沪光股份、德科斯米尔、耐克森	沪光股份、德科斯米尔
	宝马	德科斯米尔、莱尼	德科斯米尔、莱尼、迈恩德	莱尼
美系	通用	安波福、上海金亭、矢崎、莱尼、沪光股份	科世科、上海金亭、河南天海、沪光股份	沪光股份、安波福
	福特	安波福、李尔、矢崎、住友	/	莱尼、安波福、矢崎、李尔
日系		矢崎、住友、藤仓		
		京信、裕罗、悠进		
自主	上汽集团	沪光股份、李尔、天海、安波福	沪光股份、安波福、三智	Auto-Kable、沪光股份
	一汽集团	李尔、长春灯泡	三智	TE (泰科)

	电线厂、安波福	
吉利汽车	豪达、天海、藤仓、京信、李尔	TE (泰科)
长城汽车	保定曼德、长春灯泡电线厂、天津精益	立讯、乐荣、景程
奇瑞汽车	沪光股份、河南天海、侨云电子、安波福等	/ 中航光电、南京康尼、四川永贵等
江淮汽车	沪光股份、河南天海、安波福等	/ 中航光电、安波福

数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

注：永鼎股份100%持有上海金亭，

苏州波特尼股东为住友电气波德耐兹（持股60%）、上海金亭（持股40%），长春住电为住友电子（持股60%）、长春灯泡电线厂（持股40%），

科世科股东为科伦伯格舒伯特（持股55%）、科博达（持股45%），

科世德润股东为科伦伯格舒伯特（持股55%）、得润电子（持股45%）。

三、沪光：同心同德，二十年成长路

3.1 打入合资整车线束供应链，二十年树立行业声望

公司覆盖各种汽车线束品类，适用传统汽车和新能源汽车。公司前身昆山沪光汽车电器有限公司成立于1997年。二十多年来，公司客户从自主车企向一流合资车企拓展，供货产品从难度和要求较低的门线束向难度和要求最高的成套线束拓展。

表10 公司发展历史

时间	公司主要里程碑事件
1997	公司前身昆山沪光汽车电器有限公司成立
1999	通过奇瑞供应商评审并取得风云汽车项目定点，建立长期合作
2000	通过上汽大众供应商评审
2002	取得江淮整车线束定点
2005	进入大众集团供应商体系，获得门线束定点
2006	取得大众中国EA888发动机线束定点并持续供货
2009	获得上汽大众发动机线束定点，与上汽大众建立长期合作
2011	获得斯柯达昕锐整车成套线束定点，首次为上汽大众提供高端定制化KSK整车线束
2015	取得北京宝沃整车线束定点
2017	取得北京奔驰、上汽通用别克VELITE 6和理想ONE的高压线束定点
2018	取得上汽大众MEB高压线束定点

2019	取得长安福特林肯车型整车线束定点
2020	取得上汽通用君威&君越整车线束、上汽大众 MEB-NEO 和上汽大众 ID.6X 新能源高压线束、上汽大众奥迪 MEB A+SUVE 新能源高压线束及成套线束、理想 X01 新能源高压线束定点
2021	取得戴姆勒奔驰 MMA 平台低压线束等定点

数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

质量控制优、客户响应快，公司是多家主机厂的优秀供应商。凭借多年的稳定供货、优质的产品表现和快速的客户响应，公司成为了大众汽车集团评定的 Formel Q 最高级别的 A 级供应商。同时，也是多家其他主整车厂的优秀供应商。

表 11 公司得到客户高度认可

公司	荣誉
大众集团	Formal-Q A 级供应商
大众集团	VW60330 压接过程质量 A 级供应商
大众集团	R&D 研发 B 级供应商
奥迪	物流体系 B 级供应商
上汽大众	优秀供应商
上海大众动力总成	优秀供应商
大众一汽发动机（大连）	优秀供应商
北京奔驰	优秀供应商
奇瑞汽车	优秀供应商
江淮汽车	优秀供应商
上汽乘用车	优秀供应商
上汽通用	优秀供应商

数据来源：公司官网，上海证券研究所

3.2 股权结构稳定，高管伴随公司成长

公司控股股东为董事长成三荣，实际控制人为成三荣及其子金成成，两人合计持股比例为 81.67%。董事长成三荣先生在汽车线束领域拥有三十多年的从业经验，高管团队主要管理层人员也均具备多年汽车线束从业经验，且伴随公司成长。

表 12 公司股权集中

股东	持股数量，万股	持股比例	备注
成三荣	26200	65.34%	控股股东、共同实控人
金成成	6550	16.33%	共同实控人，成三荣之子
昆山德泰	701.61	1.75%	GP 为公司财务总监王建根
昆山德添	672.6	1.68%	GP 为公司监事朱雪青
昆山源海	616.15	1.54%	GP 为公司职工周晔
成锋	350	0.87%	成三荣兄长
成磊	310	0.77%	成锋之子

成国华	263	0.66%	成三荣兄长之子
陈靖雯	170	0.42%	成三荣妹妹之女
社会公众股	4266.64	10.64%	
合计	40100	100.00%	

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表 13 公司高管伴随公司成长多年

姓名	职务	工作经历
成三荣	董事长	1988 年至 1997 年，任昆山市南港沪光电器厂厂长； 1997 年至 2017 年，任本公司执行董事、总经理； 2017 年至 2020 年，任公司董事长、总经理； 2020 年 11 月至今，任公司董事长；目前兼任昆山农商行董事、昆山市沪成投资顾问有限公司执行董事。
金成成	总经理	2009 年至今，历任公司工程师、销售工程师、国际业务部经理及采购部总监； 2017 年至今，任公司董事； 2020 年至今，任公司总经理。
成锋	副总经理	1998 年 2 月至今，担任公司副总经理。
史媛媛	副总经理	2005 年 12 月至今，历任本公司总经理助理、国际业务部经理、副总经理； 现任公司副总经理。
成磊	副总经理	2014 年至 2017 年，任昆山农商行客户经理及业务部经理； 2017 年至今，任公司董事会秘书； 2017 年至今，任公司董事； 2020 年至今，任公司副总经理。
朱静	副总经理	2007 年至 2008 年，担任日佳力机电工业（昆山）有限公司总经理助理； 2009 年至 2010 年，担任昆山德企同步带轮制造有限公司总经理助理； 2010 年至 2020 年，担任公司总经办人员、物流部主管及采购部经理； 2017 年至 2020 年，担任公司监事。 2020 年至今，担任公司副总经理。
王建根	财务总监	1997 年至 2017 年，历任公司财务主管、财务经理； 2017 年至今，任公司董事、财务总监。
吴剑	总工程师	2003 年至 2013 年，历任公司产品工程师、主管工程师、项目经理； 2013 年至今，担任公司总工程师。

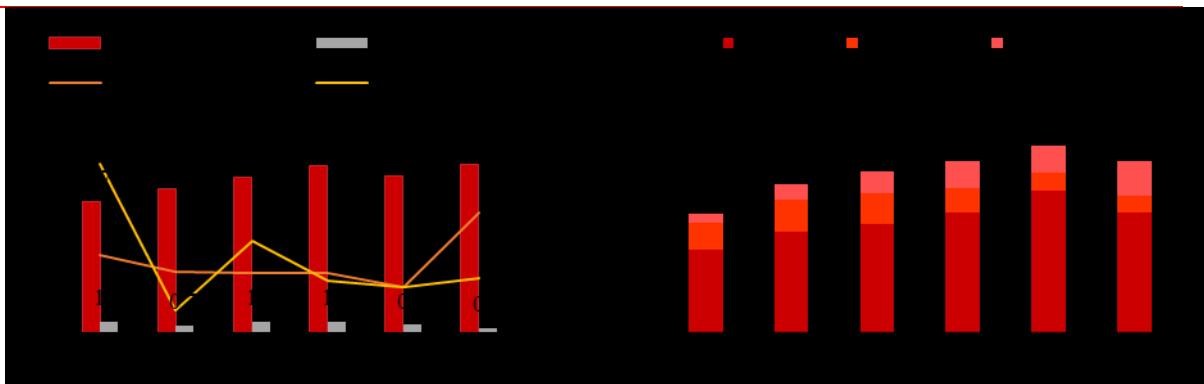
数据来源：公司公告，上海证券研究所

3.3 营收规模向上，盈利能力处于国内上游

排除疫情影响年度，公司营收增长稳定。2016~2019年，公司营收增速保持在8%以上，2020年受疫情影响略下滑。2021年营收快速增长，21Q1-3公司营收为16.4亿元，较20年同期+67%，较19年同期+40%。

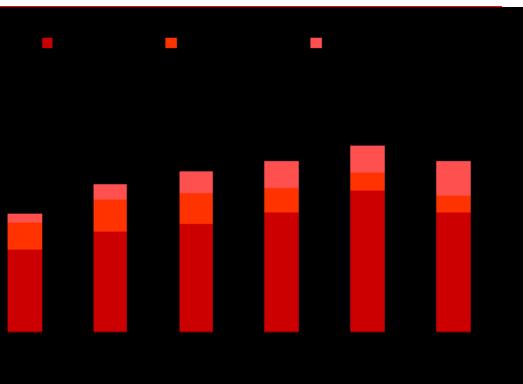
成套线束占比高。公司汽车线束营收占比达90%以上。从产品类别看，成套线束（包含整车线束和高压线束等高价值量产品）占比70%以上。

图 16 公司营收增长稳定，21Q1-3 同比+67%



数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券
研究所

图 17 2020 年公司成套线束营收占比 70%



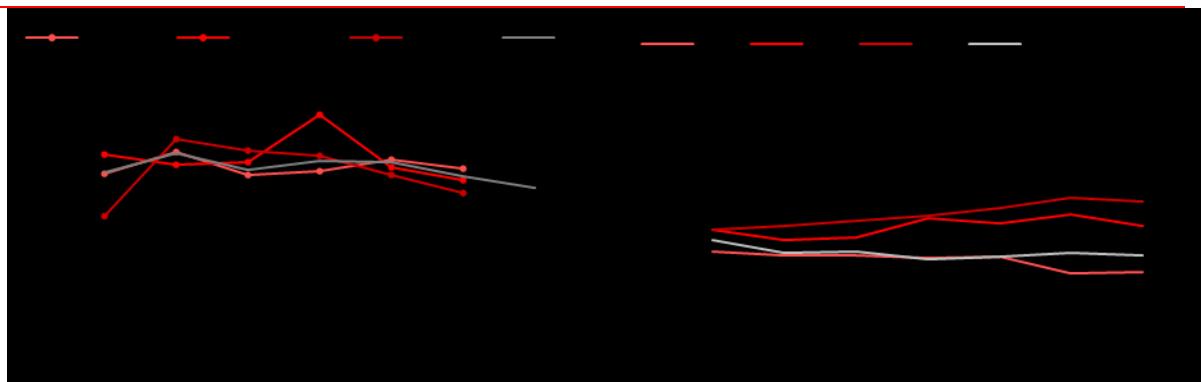
数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券
研究所

原材料价格持续上涨导致公司毛利率略下滑。2015~2020年公司主营业务毛利率保持在15%以上，占营收大头的成套线束毛利率较为稳定。2020-3Q21公司毛利率持续下滑，主要原因系：1) 原材料成本占营业成本75%以上，2020年至今原材料价格持续上涨导致成本增加；2) 客户缺芯导致车型需求不确定，产能利用率下降；3) 原计入销售费用中包装费、仓储费、运输费计入营业成本。

期间费用率呈现上涨趋势，但企稳回落。2020年期间费用率上升至11%，21Q1-3回落至10%以内。主要是和公司规模扩张有关：1) 管理费用率：公司储备管理人员导致员工薪酬增加，但费用率回落0.7pct至3.4%；2) 研发费用率：公司增加研发人员配置，员工薪酬增加，费用率为5.0%；3) 财务费用率：公司财务费用率较为稳定，保持在1.5%左右。

A股上市后公司所有者权益大幅增加，原材料价格上涨导致盈利降低，ROE下滑至5.7%。

图 18 各类线束毛利率情况

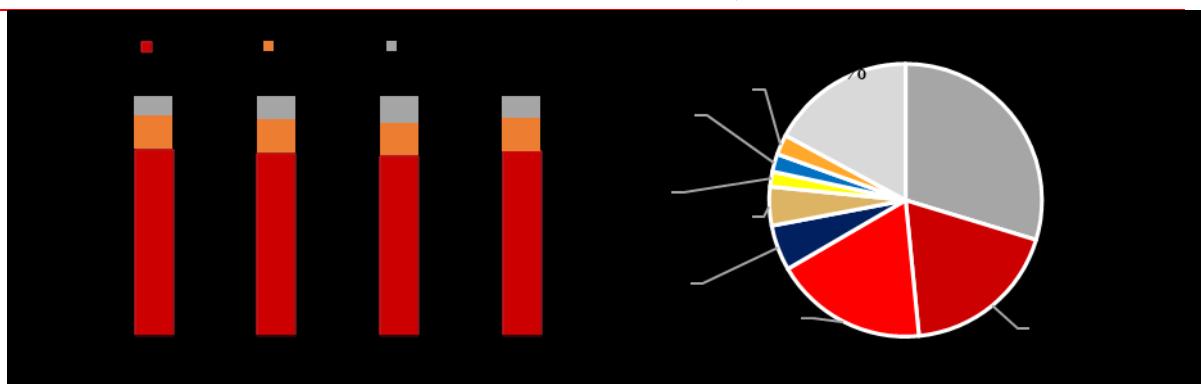


数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券
研究所

图 19 期间费用率呈现上涨趋势，但企稳回落



图 20 原材料占成本 75%以上



数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券
研究所

图 21 2019 年公司原材料成本构成

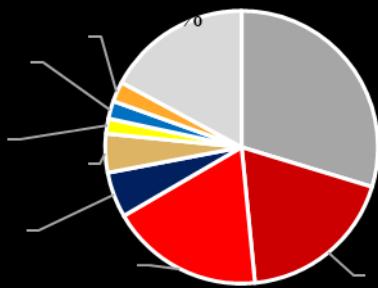
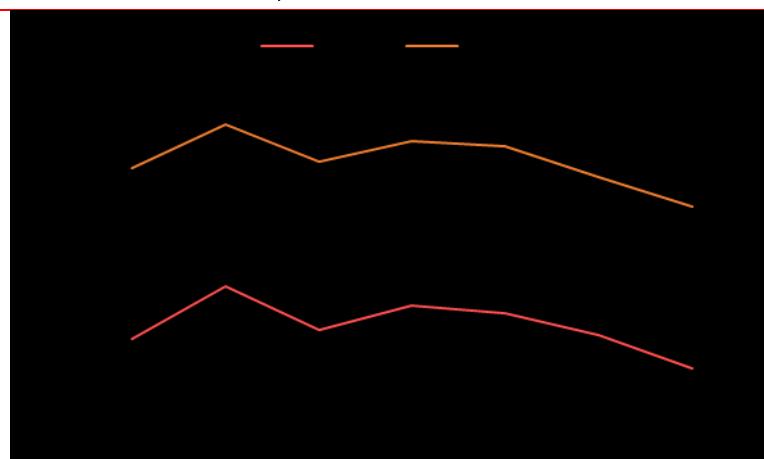


图 22 受原材料涨价影响，盈利能力有所下滑



数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券研究所

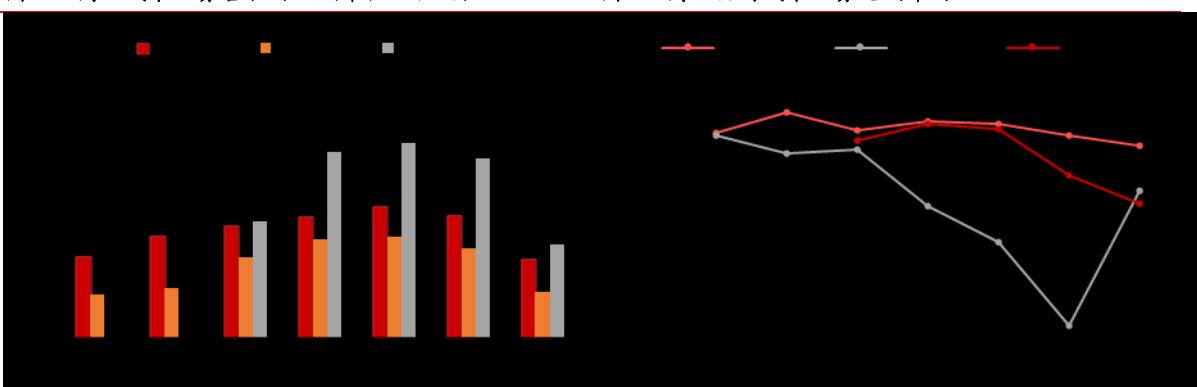
表 14 公司历年 ROE 情况

	2018	2019	2020	3Q21
销售净利率	6.7%	6.2%	4.9%	2.8%
资产周转率	1.17	1.12	0.86	0.73
权益乘数	2.71	3.07	2.47	3.19
ROE (平均)	24.3%	20.2%	11.3%	5.7%

数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券研究所

公司盈利能力处于行业上游。目前国内仅有沪光股份、上海金亭、柳州双飞等少数公司进入国际整车厂供应链。与上海金亭、柳州双飞相比，公司线束业务毛利率均持续保持在较高的稳定水平，净利润较为稳定。

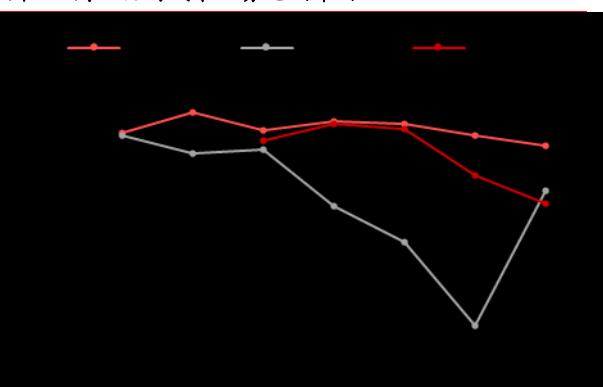
图 23 同业线束业务营收对比 (单位：亿元)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

注：永鼎股份 100% 持有上海金亭；得润电子持有柳州双飞 60% 股权，持有科世德润 45% 股权。这里均选取线束业务做对比

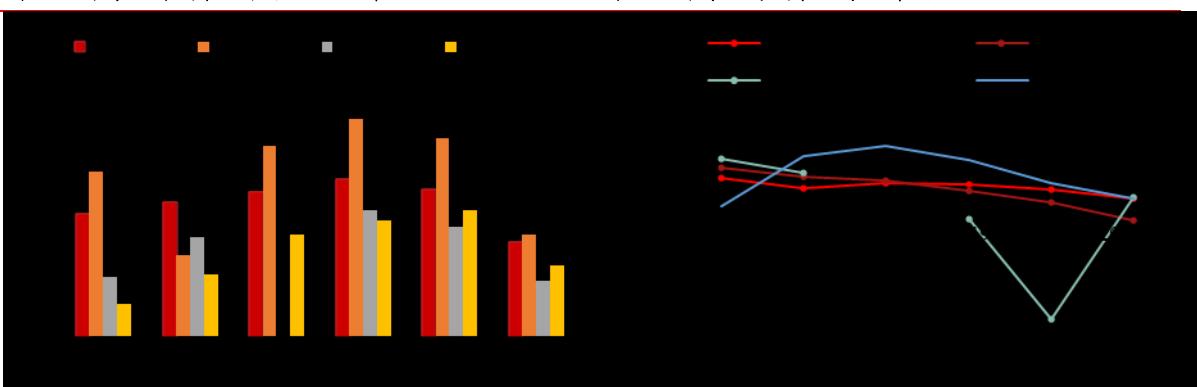
图 24 同业公司线束业务毛利率对比



数据来源：公司公告，上海证券研究所

注：永鼎股份 100% 持有上海金亭；得润电子持有柳州双飞 60% 股权，持有科世德润 45% 股权。这里均选取线束业务做对比

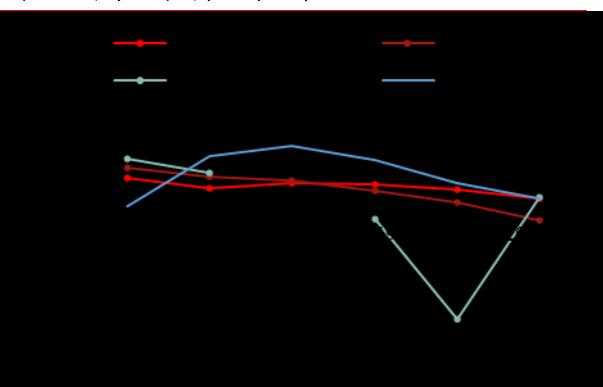
图 25 国内主要线束厂营收对比 (单位：亿元)



数据来源：公司公告，上海证券研究所

注：永鼎股份 100% 持有上海金亭；得润电子持有柳州双飞 60% 股权，持有科世德润 45% 股权。这里均选取线束业务做对比

图 26 国内主要线束厂净利率对比



数据来源：公司公告，上海证券研究所

注：永鼎股份 100% 持有上海金亭；得润电子持有柳州双飞 60% 股权，持有科世德润 45% 股权。这里均选取线束业务做对比

四、核心竞争力分析，沪光如何成长为线束龙头

我们认为沪光的三个特质决定未来能够冲出重围，成为行业龙头：1) 积极布局智能化生产，提升精益生产的水平；2) 站在客户的角度思考问题，前沿布局小线束、铝线束研发和制造，积极响应客户轻量化需求；3) 乘国产崛起的东风，加快产能扩张节奏，完善地域布局。

4.1 从制造到智造，提质又增效

公司智能制造主要分为：智能研发、智能仓储、智能物流、智能生产和装配四个环节。公司以工业 4.0 为标准，与 Komax、ABB、KUKA 等全球智能制造设备供应商合作，利用工业机器人、自动化装备、智能物流系统、物联网、信息化等技术，打造了集仓库管理、数据采集与监视监控、生产执行、工程设计于一体的智能生产制造平台，实现了多个环节的效率提升。

表 15 公司智能制造环节

智能制造环节	内容
智能研发	公司拥有产品设计验证平台和智能工程平台，从研发阶段起即进行了智能化改造，建立了面向设计过程、产品数据、新材料新工艺等不同研究方向的智能研发系统。
智能仓储	公司建立了立体化、全自动的智能仓储系统，实现了无人化仓库、条码识别、自动化先进先出、自动接受生产指令、自动分拣
智能物流	以全自动 AGV 小车、传送带及悬挂系统作为输送网络，结合智能仓储系统，实现了从原材料入库、出库、半成品入库、出库至成品入库、出库的全流程自动化
智能生产、装配	定制化的实现了从开线、绞线、压接、插位、包胶到成品包装等环节的全自动化智能生产及装配系统。包括全自动化智能生产系统、全自动化智能装配系统、LED 总装板生产线

数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

表 16 公司智能制造里程碑

时间	沪光智能制造里程碑
2013	首个智能化仓储架构系统设计完成
2014	WMS、MES 的自动化应用建设完成； 完成导线的立体智能仓库建设； 完成导线智能派送的 AGV 建设； 完成公司信息系统及自动化集成评估。
2015	完成端子、模具的立体智能仓库、智能派送 AGV 建设； 完成前工程半成品的立体智能仓库、智能入库的辊道线建设；

	完成 IT 规划及研发平台更新换代选型论证。
2016	完成工程平台整体系统的升级； 完成后工程成品的立体智能仓库、智能入库系统建设。
2017	完成制造平台 MES 系统的换代改造； 完成制造平台设备联网控制系统的部署 (SCADA)； 启用全三维仿真系统软件，强化虚实结合的设计仿真验证体系； 完成管理平台 ERP 系统的集团化应用方案论证； 完成管理平台供应商协同的应用建设。
2018	完成新能源高压汽车线束智能生产线的规划并投入实施，包括 3、4、35 和 50mm2 的柔性智能高压生产线能高压生产线
2019	完成单线开线插位一体机的研发实现工序合并及全过程的数据精确追溯； 启动宁波沪光全过程物流自动化的实施。
2020	完成奔驰项目高压线束自动化产线，实现了产品的全过程精确追溯、 在线实时数据采集和自动化报工； 完成新厂区全流程智慧物流方案。
2021	自用全自动仓库项目已正式进入试运行状态

数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券研究所

图 27 公司智能制造理念框架



数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

图 28 公司智能制造系统框架



数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

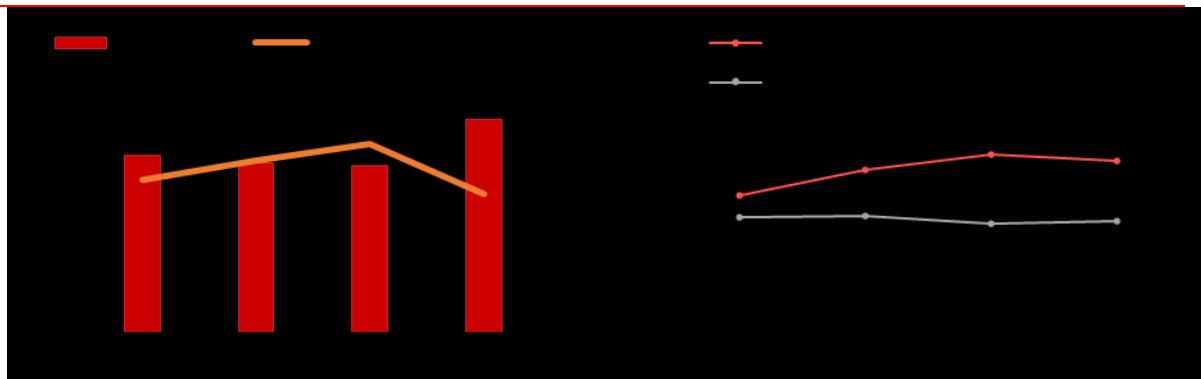
表 17 不同环节的自动化生产提升效率、降低人力成本

环节	主要成果
无人化仓库	目前公司在每年营业收入超过 10 亿元的情况下，仅需不到 10 人即可完成仓储系统的全流程管理
穿、剥、压、插一体化生产	将开线、剥头、穿防水栓、压接、插位共计 5 个工序集成，将生产效率提升了约 40%，所覆盖的半成品库存降低约 65%，过程稳定性达到行业领先水平
扎带自动装配	该技术为行业内首创，于 2016 年投入使用，解决了 60% 以上的扎带装配方式
自动包胶	效率为人工包胶作用的 5 倍，2016 年完成开发，属于行业内首创

智能总装 集成 8 台 KUKA 6 轴机器人，形成柔性制造的研发平台，
 将人员配置由原先的 34 人减至 3 人，生产效率提升约 30%
 数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

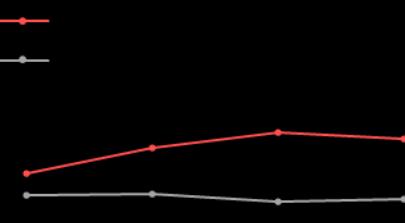
智能制造体系助力公司降低人力成本、提高生产效率。2017 至 2019 年公司生产人员人均产值逐年增加，2020 年疫情影响下游客户需求，公司人均产值下滑。虽然用工成本呈上升趋势，但是从成本构成来看，公司人力成本占比依然较低，稳定在 13%-14% 的水平。

图 29 公司生产人员人均产值逐年提升



数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券
 研究所

图 30 公司人力成本占比低于其它公司



数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券
 研究所

4.2 布局前沿技术，想客户所想

公司已经拥有超过 40 余款整车和平台线的开发经验及试验数据积累，并下设新技术、新材料、高压线束组等多个研发设计团队，且在上海和德国设立工程技术中心，是为数不多拥有主动开发测试能力的线束供应商之一。

图 31 公司已在上海和德国设立工程技术中心



数据来源：公司官网，上海证券研究所

公司想客户所想，积极提升客户体验并布局前沿技术：1) 公司使用三维模拟仿真系统，在虚拟环境中模拟实际工况中的运作状态，提升了主动开发能力，缩短开发周期，增强客户粘性。2) 公司成立专项材料组，开展铝导线代替铜导线的研究工作。目前铝导线的应用已取得相关国家专利，进入实质性的项目试制及产品定型试验阶段，中期数据满足产品的设计需求。3) 智能化拓宽高速数据线在整车线束连接中的应用，公司将着手加大高速数据线的研发制造。

表 18 公司部分研发项目

项目	进度	目标
发泡成型替代传统支架应用技术	在研	解决现有线束产品中线束支架安装的定位、噪音、防水、防尘等技术问题，同时也有助于提高线束组装的自动化程度，降低重量。
铝导线压接滴胶防护应用技术	项目试制	解决铝导线与端子压接后，隔绝空气与铝反应导致的电性能下降，该技术的应用可以采用铝导线替代铜导线用于电路的连接，从而降低产品的重量及成本。
线束新架构应用技术	在研	基于线束空间布局的局限性，以及汽车电气架构的特殊要求，融合智能制造理念，制定线束未来架构的新模式，达成线束产品节约化生产，并提升产品的可靠稳定性
高速数据线	在研	智能化、网联化使得高速数据线在整车线束连接中的使用场景逐步增加，完善公司的产品布局

数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券研究所

表 19 公司参与铝导线研发情况

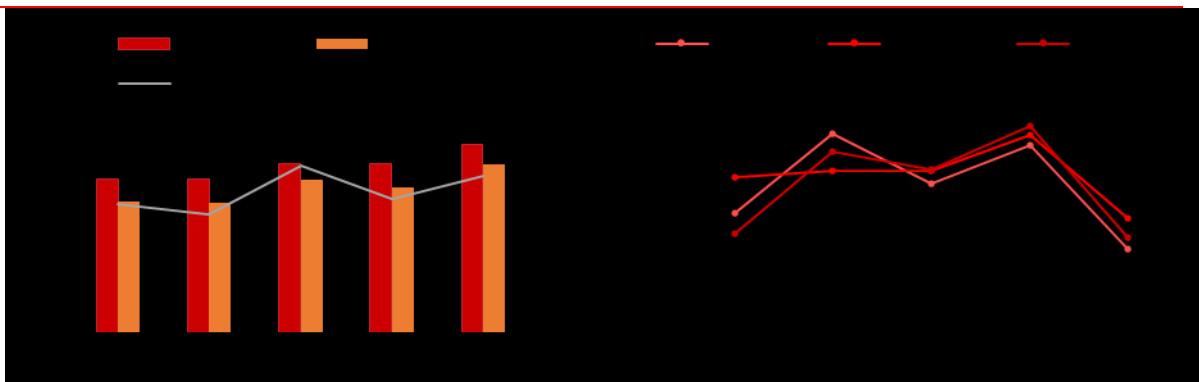
项目	车型	研发时间	研发费用	量产时间
SAIC EP21 线束研发	Marvel X	2016.7 至 2017.12	348.91 万元	2018
EX21 低压整车线 束研发	荣威 EX21	2018.1 至 2020.2	600.61 万元	2019

数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

4.3 扩产提速，扩大地域辐射范围

公司产能利用率保持在 85% 以上，产销率基本保持在 100% 左右。随着下游新能源市场的高速发展与公司整车线束配套升级，对公司产线水平提出更高要求。为突破产能瓶颈，公司通过 IPO 进行产能扩张。IPO 整车线束智能生产项目已于 5 月份陆续投产使用，2021 年产能合计约 92.32 万套（按照成套线束口径），同比+12%。

图 32 公司产能利用率保持在 85%以上



数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券
研究所

图 33 公司产销率保持在 100%左右

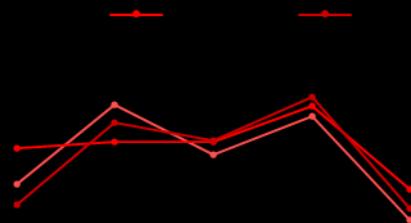


表 20 公司 IPO 整车线束智能生产项目产能

产品	产能，万套
成套线束	30
高压线束	50
发动机线束	30
其他线束	800

数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

扩产提速，扩大地区辐射范围。1) 加码苏州产能，2021.9.14 公司拟定向增发不超过公司总股本 30%的股票，募资 7.03 亿元，用于提升苏州的汽车线束产能等。目前已进入工程建设阶段。2) 战略性布局重庆，重庆作为西南地区和中部地区的中间地带，周边拥有重庆、成都、武汉地区整车厂。2021.12.16 公司公告拟投资 3 亿元设立重庆子公司，开拓西南市场，完善区域布局，进一步巩固并提升公司在汽车高低压线束领域的领先优势。

表 21 苏州扩产定增募集资金使用计划

项目名称	总投资额，亿元	募集资金投入，亿元
昆山泽轩汽车电器有限公司汽车线束部件生产项目	5.5	4.9
补充流动资金	2.1	2.1
合计	7.6	7.0

数据来源：沪光股份 2021 年非公开发行股票预案，上海证券研究所

表 22 各大整车厂在西南地区布局情况

地区	整车厂
成都	一汽大众、一汽丰田、沃尔沃等
重庆	长安汽车、长安福特、金康新能源、上汽通用五菱、长城汽车、北京现代等，理想汽车与重庆市政府签署合作协议框架

武汉 东风汽车、东风本田、神龙汽车、上汽通用等

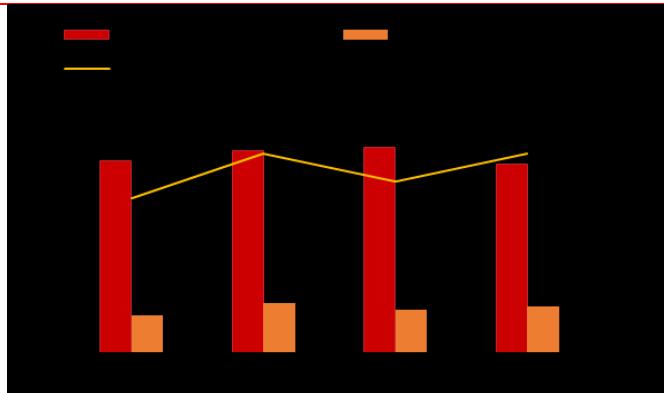
数据来源: Marklines, 上海证券研究所

五、量价齐升，加速成长

5.1 量：优质客户扩容，多项目迎来量产

目前，公司已广泛参与到上汽大众新车型的同步研发中，在上汽大众中的份额稳定，约 20%~25%。

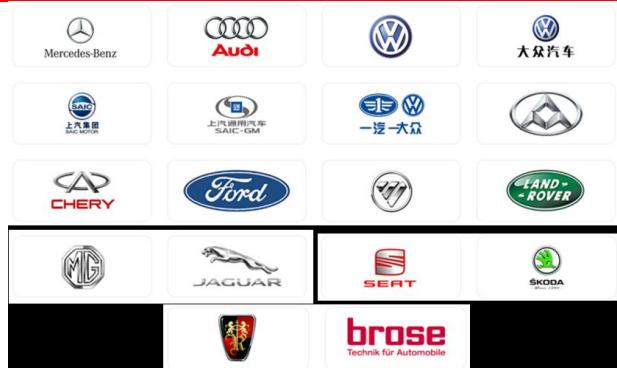
图 34 公司为上汽大众主要供应商



数据来源：沪光股份招股说明书，上海证券研究所

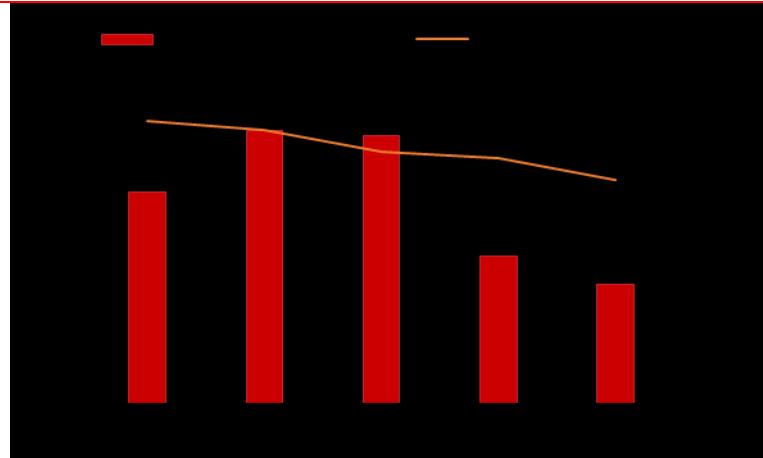
持续扩大优质客户圈。除上汽大众外，公司持续突破 T 公司、理想、戴姆勒奔驰、上汽通用、长安福特、北京奔驰等整车厂供应商体系，客户结构持续优化。2021H1 前五大客户营收占比下降至 71%。

图 35 公司已进入各大知名整车厂供应链



数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券研究所

图 36 公司客户结构持续优化



数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券研究所

多个新项目量产在即。凭借良好的产品品质和在高压线束领域的前沿布局，公司获得多个整车线束和高压线束项目定点，并在 2021、2022 年迎来量产。

表 23 公司未来量产新项目情况

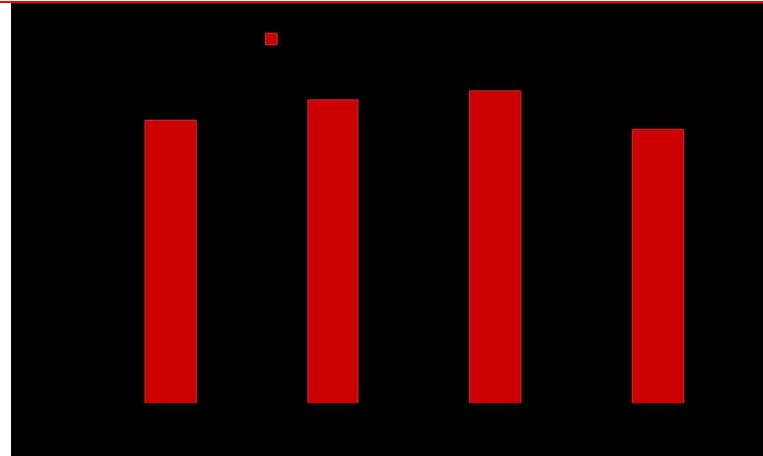
车企	产品类型	产品	配备车型	定点时间	量产时间
上汽大众	整车线束	大众 Lounge SUVe KSK 线束	大众 Lounge SUVe	2020	2022
上汽通用	整车线束	E2LB-2 整车线束	君威&君越	2020	2023
上汽通用	整车线束	9BX 整车线束	昂科拉	/	2022
上汽大众	高压线束	新能源高压线束	奥迪 A+SUVe	2020	/
上汽大众	高压线束	新能源高压线束	MEB-NEO	2020	/
上汽大众	高压线束	新能源高压线束	ID.6X	2020	/
北京奔驰	高压线束	BR254/214 高压线束	/	2020	2023
理想汽车	高压线束	X01 高压线束	X01	2020	2021
大众安徽	高压线束	VW316/8 & SE316/8 新能源汽车高压线束	/	2021H1	2023
上汽集团	高压线束	AS28P 高压线束	/	/	2023 前
上汽通用	高压线束	BEV3 纯电平台高压线束	别克、凯迪拉克	/	2023

数据来源：公司公告，上海证券研究所

5.2 价：结构改善，高端整车线束和高压线束占比有望提升

整车线束向高端车型渗透。公司陆续取得大众途昂家族、奥迪 C SUV、长安福特林肯 MKX 等高端车型整车线束的定点，实现了高端车型突破，未来有望获得更多高端车型定点。随着高端车型的量产放量，成套线束均价有望进一步提升。

图 37 公司成套线束平均售价变化趋势



数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券研究所

高价值量的高压线束占比有望持续提升。相比于百元级别的发动机线束，高压线束价值量更高，超千元。目前，公司已取得T公司、大众汽车、上汽奥迪、北京奔驰、上汽通用、上汽集团、理想汽车等汽车厂商的多款高压线束项目定点并量产，占比持续提升中。

表 24 公司高压线束定点情况

客户	线束类型	车型/项目	定点时间	量产时间
上汽集团	高压线束	荣威 EI5	2016	2018
上汽通用	高压线束	通用 VELITE6	2017	2018
北京奔驰	高压线束	奔驰 X243&H243	2017	2020
上汽集团	高压线束	名爵 EZS	2017	2019
理想汽车	高压线束	理想 ONE	2017	2019
上汽大众	高压线束	MEB 纯电动平台 (三款车型)	2017	2021
上汽集团	高压线束	荣威 EI6	2018	2019
上汽大众	高压线束	大众 Lounge	2018	2020
戴姆勒	高压线束	S class	/	2020
北京宝沃	高压线束	第一款电动车型	/	/
T 公司	高压线束	M3/MY	/	2020
上汽大众	高压线束	MEB 电池包线束	2019	2020
上汽大众	高压线束	奥迪 MEB-A+SUVe	2019	2021
上汽大众	高压线束	奥迪 MEB-A+SUVe	2020	/
上汽大众	高压线束	MEB-NEO	2020	/
上汽大众	高压线束	ID.6X	2020	/
理想汽车	高压线束	X01	2020	2021
理想汽车	高压线束	X02	/	2022
上汽通用	高压线束	BEV3 纯电动平台		2023
上汽集团	高压线束	AS28P	/	2023 年前
北京奔驰	高压线束	BR254/214	2020	2023

大众安徽 高压线束 VW316/8 & SE316/8 2021H1 2023

数据来源：沪光股份招股说明书，公司公告，上海证券研究所

六、盈利预测与投资建议

6.1、盈利预测

公司多个新项目迎来量产，我们对公司业绩作出如下关键假设：

整车线束

1) 营收，2021~2023年受益于需求的复苏好、芯片短缺的缓解和公司配套的新车型如上汽奥迪、上汽通用项目等逐步量产，我们预计2021~2023年的营收同比分别为+40%、+70%、+66%；

2) 毛利率，随着公司规模的扩大和产能利用率的提升，我们假设整体毛利率向上增长，2021~2023年毛利率分别为11%、15%和16%。

高压线束

1) 营收，2021年公司配套的理想one和T公司热销，2022年热度有望延续。同时，大众MEB平台、上汽通用BEV3平台等逐步放量，我们预计营收同比分别为+210%、+50%、+68%；

2) 毛利率，随着高压线束自动化生产占比的提升，我们预计毛利率逐步提升到20%，假设2021~2023年分别为17%、20%、20%。

其他

1) 营收，其他业务包括发动机线束、48V线束等，未来上汽通用、捷豹路虎等项目放量带来增量，这里简单假设2021~2023年营收分别同比+27%、+32%和+29%；

2) 毛利率，随着高毛利的48V线束量产，毛利率有所提高，假设2021~2023年毛利率分别为10%、10%和11%。

表25 公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收，亿元					
整车线束	11.1	7.6	10.7	18.2	30.2
高压线束	0.6	2.4	7.4	11.1	18.7
其他	4.5	5.3	6.7	8.8	11.4
合计	16.3	15.3	24.8	38.2	60.3
营收 yoy					
整车线束	-31%	40%	70%	66%	
高压线束	280%	210%	50%	68%	
其他	16%	27%	32%	29%	
合计	-6%	62%	54%	58%	

毛利率					
整车线束	17%	15%	11%	15%	16%
高压线束	29%	24%	17%	20%	20%
其他	22%	12%	10%	10%	11%
合计	16%	16%	13%	16%	17%

数据来源：公司公告，上海证券研究所预测

注：2019、2020 年整车线束和高压线束的营收、毛利率为预测值

受规模效应的影响，我们假设 2021~2023 年公司的管理费用率分别为 3.3%、3.1% 和 2.9%，研发费用率分别为 4.9%、4.7% 和 4.5%。销售费用率分别为 0.33%、0.5% 和 0.5%。

基于上述假设，我们预计公司 2021~2023 年营收分别为 24.8、38.2、60.3 亿元，同比分别+62%、+54%、+58%，归母净利润分别为 0.9、2.6、4.8 亿元，同比分别+17%、+196% 和+85%。

6.2、投资建议

考虑到公司产品从传统汽车向新能源车扩展，我们选取了从传统业务向新能源车业务拓展的上市公司作为对标公司。

考虑到公司业绩的高增长，我们给予 PEG 1.2~1.3，对应目标价 34.91~37.82 元，较目前股价还有 58%~71% 的上涨空间。首次覆盖，给予 买入 评级。

表 26 可比公司情况

公司	主营业务	2021/12/28	2021/12/28	归母利润，亿元			PE	2021~2023	PEG		
		收盘价，元	市值，亿元	2021E	2022E	2023E		CAGR			
拓普集团*	减震器、内饰件等	53.64	591	11.6	16.0	20.5	51.1	37.0	28.8	33%	1.5
旭升股份*	铝合金压铸件	50.10	224	5.0	6.9	8.9	45.2	32.6	25.1	34%	1.3
文灿股份*	铝合金压铸件	59.85	157	2.0	4.3	5.7	76.8	36.2	27.5	67%	1.1
永鼎股份*	线束、电缆、光缆	5.52	78	1.5	2.9	3.9	51.3	26.7	20.2	59%	0.9
永贵电器*	连接器、线束	15.36	59	1.2	1.6	2.5	47.3	36.3	23.4	42%	1.1
瑞可达*	连接器	144.68	156	1.1	1.9	2.8	136.7	83.5	56.4	56%	2.5
电连技术*	连接器	50.39	212	4.1	5.3	6.6	52.2	40.3	32.2	27%	1.9
平均							65.8	41.8	30.5		
沪光股份	汽车线束	22.10	89	0.9	2.6	4.8	101.8	34.4	18.6	134%	0.8

数据来源：Wind，上海证券研究所

注：* 标的采用 Wind 一致预期

长期看，公司竞争力强，未来有望成为国内汽车线束龙头。我们预计 2025 年营收约 121 亿元，国内市占率 15%。我们假设净利润 8%，PE 40X，对应 2025 年市值约 389 亿元，较目前市值 91 亿元还有 327% 的提升空间。

表 27 到 2025 年公司国内市占率有望达到 15%，市值有望达到 389 亿元

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内市场空间，亿元							
传统	510	473	451	421	423	411	405
新能源	42	48	135	226	288	349	405
合计	552	521	586	647	711	760	810
沪光股份							
营收，亿元							
传统	11.4	14.3	20.1	28.9	39.1	52.7	
新能源	2.9	9.5	16.5	28.9	45.3	68.8	
合计	15.57	14.28	23.77	36.63	57.90	84.4	121.4
营收 yoy							
传统	25%	41%	44%	35%	35%		
新能源	233%	73%	76%	57%	52%		
合计	-8%	66%	54%	58%	46%	44%	
营收占比							
传统	95%	80%	60%	55%	50%	46%	43%
新能源	5%	20%	40%	45%	50%	54%	57%
市占率							
传统	0.0%	2.4%	3.2%	4.8%	6.8%	9.5%	13.0%
新能源	0.0%	5.9%	7.1%	7.3%	10.1%	13.0%	17.0%
合计	2.8%	2.7%	4.1%	5.7%	8.1%	11.1%	15.0%
净利率	6.2%	4.8%	3.5%	6.8%	7.9%	8.0%	8.0%
净利润，亿元							
	0.7	0.9	2.6	4.8	6.8	9.7	
		17%	196%	85%	42%	44%	
PE						40	
2025 年市值，亿元							
						389	
当前市值，亿元						89	

数据来源：公司公告，上海证券研究所预测

注：2019、2020 年公司的传统、新能源车占比为预测值；当前市值选取 2021 年 12 月 28 日收盘值

七、风险提示

疫情影响超预期：若疫情影响超预期，压制需求或供给，对电动车产业链产生负面影响。

供应链配套不及预期：汽车产业链中芯片和电池产业链中隔膜等环节供给依然偏紧。若出现供给低于需求，会影响汽车销量。

原材料价格波动：公司成本结构中原材料占比大，原材料的价格波动会影响公司的盈利能力

附表 公司财务预测与估值

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	73	118	171	290
应收票据及应收账款	613	814	1,150	1,652
存货	244	407	624	1,024
其他流动资产	145	173	239	349
流动资产合计	1,075	1,512	2,185	3,315
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	590	606	567	523
在建工程	57	107	147	177
无形资产	51	51	51	51
其他非流动资产	156	159	162	165
非流动资产合计	855	923	927	916
资产总计	1,930	2,435	3,111	4,231
短期借款	305	375	375	375
应付票据及应付账款	509	765	1,137	1,785
合同负债	1	0	0	0
其他流动负债	49	73	109	171
流动负债合计	864	1,212	1,621	2,331
长期借款	254	354	454	554
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	31	31	31	31
非流动负债合计	285	385	485	585
负债合计	1,149	1,598	2,106	2,916
股本	401	401	401	401
资本公积	132	132	132	132
留存收益	248	304	472	781
归属母公司股东权益	781	837	1,005	1,315
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	781	837	1,005	1,315
负债和股东权益合计	1,930	2,435	3,111	4,231

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	81	90	178	316
净利润	74	87	258	477
折旧摊销	65	91	95	100
营运资金变动	-84	-118	-216	-308
其他	25	30	41	47
投资活动现金流量	-162	-155	-99	-89
资本支出	-159	-155	-95	-85
投资变动	-6	0	0	0
其他	3	0	-4	-4
筹资活动现金流量	65	111	-26	-108
债权融资	-92	100	100	100
股权融资	170	0	0	0
其他	-12	11	-126	-208
现金净流量	-16	46	53	118

数据来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,531	2,476	3,815	6,031
营业成本	1,304	2,147	3,193	5,012
营业税金及附加	7	8	17	27
销售费用	5	11	19	30
管理费用	63	82	118	175
研发费用	80	121	179	271
财务费用	25	28	34	40
资产减值损失	-5	-5	-6	-6
投资收益	2	4	0	0
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	76	96	286	530
营业外收支净额	0	0	0	0
利润总额	76	96	286	530
所得税	2	9	29	53
净利润	74	87	258	477
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	74	87	258	477
主要指标				
盈利能力指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.9%	13.3%	16.3%	16.9%
净利率	4.8%	3.5%	6.8%	7.9%
净资产收益率	9.5%	10.4%	25.6%	36.3%
资产回报率	3.8%	3.6%	8.3%	11.3%
投资回报率	5.5%	6.2%	14.1%	20.7%
成长能力指标				
营业收入增长率	-6.2%	61.7%	54.1%	58.1%
EBIT 增长率	-29.7%	41.1%	168.4%	78.8%
归母净利润增长率	-26.8%	17.3%	196.1%	84.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.22	0.64	1.19
每股净资产	1.95	2.09	2.51	3.28
每股经营现金流	0.20	0.22	0.44	0.79
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.79	1.02	1.23	1.43
应收账款周转率	2.50	3.04	3.32	3.65
存货周转率	5.35	5.28	5.11	4.90
偿债能力指标				
资产负债率	59.5%	65.6%	67.7%	68.9%
流动比率	1.24	1.25	1.35	1.42
速动比率	0.95	0.89	0.94	0.96
估值指标				
P/E	74.70	101.81	34.38	18.59
P/B	7.64	10.58	8.82	6.74
EV/EBITDA	45.85	47.80	24.85	15.46

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20% 以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5% 之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5% 以上

无评级 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级

行业投资评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称 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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。