

连接器小巨人 新能源车助力业绩腾飞

——瑞可达 (688800.SH)

电子/其他电子

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

公司以连接器产品为核心,持续开发迭代,坚持客户需求导向,现已具备包含连接器、组件和模块的完整产品链供应能力,提供移动通信、新能源汽车、工业和轨道交通等领域综合连接系统解决方案。2020年公司入选国家专精特新“小巨人”企业。

公司客户资源深厚,通信领域主要服务于中兴通讯、爱立信、诺基亚等移动通信设备集成商和专业连接器生产商,新能源汽车领域主要服务于美国T公司、蔚来汽车、上汽集团、宁德时代等车企以及“三电”企业。

- 5G 通信基站组网建设需求旺盛,新的基站建设产生了连接器产品的增量需求,通信基站设备行业市场需求向好,带动公司产品销量增加。
- 新能源汽车行业正处于快速渗透期,越来越多的市场参与者开始进入“换电”领域。公司作为蔚来汽车换电连接器的主力供应商,技术积累深厚,随着换电车型和换电站的普及,公司换电连接器产品销量将快速增长。
- 汽车电动化持续快速的发展带动高压连接器持续放量。公司的高压大电流产品已配套供货给蔚来、特斯拉等主流新能源车企,随着 800V 高压平台的普及,该类高端产品将持续受益。
- 汽车智能化的推广带动车载智能网联连接器的应用。公司积极布局 ADAS 领域,相关产品开发工作基本完成,并且已经与部分客户进行了相关的合作,形成新的业绩增量。

投资建议:

我们预测公司 2022-2024 年营业收入为 15.26 亿元、23.43 亿元、33.01 亿元,同比增长 69.21%、53.56%、40.86%。2022-2024 年归母净利润为 2.05 亿元、3.42 亿元、5.06 亿元,同比增长 80.09%、66.86%、47.75%。

综合可比公司估值,考虑到公司新能源汽车业务领域景气度高,成长空间大,给与公司 2022 年 55 倍 PE 的估值,对应股价 104.42 元,市值 112.78 亿元。首次覆盖公司,给予“买入”评级。

风险提示:

新能源车销量不及预期,5G 通信建设不及预期,应收账款无法收回,存货跌价,原材料价格上涨,技术迭代风险,疫情控制不及预期,国外业务发展不及预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	610.39	901.72	1,525.78	2,343.03	3,300.50
增长率(%)	20.07%	47.73%	69.21%	53.56%	40.86%
归母净利润(百万元)	73.63	113.86	205.05	342.16	505.55
增长率(%)	75.17%	54.65%	80.09%	66.86%	47.75%
净资产收益率(%)	13.80%	11.42%	17.45%	23.25%	26.47%
每股收益(元)	0.91	1.23	1.90	3.17	4.68
PE	98.90	73.17	47.40	28.41	19.23
PB	13.66	9.75	8.27	6.60	5.09

资料来源:公司财报,申港证券研究所

评级

买入(首次)

2022年04月15日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

卢宇峰

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121110013

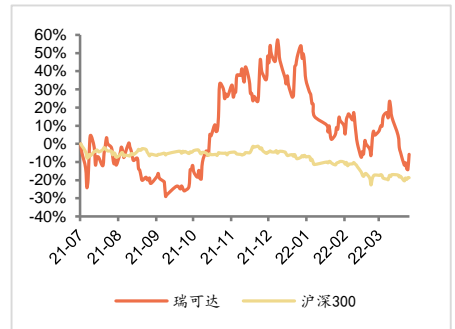
luyufeng@shqsec.com

交易数据

时间 2022.04.15

总市值/流通市值(亿元)	97.2/20.66
总股本(万股)	10800
资产负债率	35.08%
每股净资产(元)	9.23
收盘价(元)	90.00
一年内最低价/最高价(元)	66.9/156.86

公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 致力于成为连接系统行业全球领导者	4
1.1 国内连接器领域的优质供应商	4
1.2 产品应用聚焦三大领域	6
1.3 专精特新小巨人 研发生产和管理能力出众	14
1.4 股权绑定核心员工 融资助力规模扩大	18
1.5 客户结构优化 合作关系稳定	20
2. 连接器行业前景星辰大海	22
2.1 通信和汽车为连接器两大应用场景	22
2.2 行业竞争激烈 国产替代加速	24
3. 业绩多点开花 5G 和新能源车产品齐亮剑	26
3.1 5G 业务稳步推进	26
3.2 新能源汽车业务方兴未艾	28
3.2.1 新能源汽车行业具备高成长性	28
3.2.2 换电赛道异军突起	29
3.2.3 电动化普及 高压连接器持续受益	33
3.2.4 智能化加速 智能网联连接器开拓蓝海	34
4. 业绩预测与估值	35
4.1 关键假设	35
4.2 业绩预测	36
4.3 估值	36
5. 风险提示	37

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 连接器示意图	4
图 3: 连接器组件示意图	4
图 4: 连接器模块示意图	5
图 5: 营业收入 (亿元) 及增速	5
图 6: 归母净利润 (亿元) 及增速	5
图 7: 毛利率和净利率	5
图 8: 分地区收入构成	5
图 9: 公司产品类别	6
图 10: 公司产品在移动通信系统的应用	6
图 11: 公司产品在新能源汽车行业的应用	8
图 12: 产品演变复盘	12
图 13: 主营业务收入构成	13
图 14: 通信连接器产销量 (万套)	13
图 15: 新能源汽车连接器产销量 (万套)	13
图 16: 连接器产品单价 (元)	14
图 17: 三大领域产品毛利率	14
图 18: 连接器产品整体解决方案	15
图 19: 公司研发费用及费率	15
图 20: 核心技术收入 (万元)	17

图 21: 连接器生产工艺流程.....	17
图 22: 连接器组件生产工艺流程.....	17
图 23: 期间费率.....	18
图 24: 公司股权结构.....	19
图 25: 公司产能利用率.....	20
图 26: 公司主要客户.....	20
图 27: 2018-2020 年公司前五大客户演变.....	21
图 28: 2020 年中兴通讯和美国 T 公司合计销售占比.....	22
图 29: 2020 年全球连接器分领域市场份额.....	23
图 30: 2020 年全球连接器分地区市场份额.....	24
图 31: 2021 年可比公司营业收入 (亿元) 及净利率.....	26
图 32: 可比公司毛利率.....	26
图 33: 移动基站数量 (万个).....	26
图 34: 我国 5G 主设备市场份额.....	27
图 35: 公司 5G 和非 5G 产品占比.....	27
图 36: 新能源汽车销量 (万辆).....	29
图 37: 瑞可达乘用车和商用车产品占比.....	29
图 38: EVOGO 换电解决方案.....	30
图 39: 快换站.....	30
图 40: 部分换电乘用车车型.....	31
图 41: 2021 年主要换电运营商换电站数量 (座) 及占比.....	31
图 42: 换电连接器.....	32
图 43: 蔚来汽车销量与瑞可达换电连接器供应量关系.....	32
图 44: 新能源汽车高压连接器应用场景.....	33
图 45: 2020-2025 年我国乘用车 ADAS 各分级占比.....	34
表 1: 移动通信领域连接器产品种类.....	7
表 2: 新能源车领域连接器产品种类.....	9
表 3: 工业及其他领域连接器产品种类.....	11
表 4: 公司核心技术.....	16
表 5: 公司管理层简介.....	18
表 6: IPO 募集资金用途 (万元).....	19
表 7: 定增募集资金用途 (万元).....	19
表 8: 产能变化 (万套).....	20
表 9: 连接器种类.....	22
表 10: 国内外主要连接器制造商.....	24
表 11: 2020-2021 年我国 5G 基站集采汇总.....	28
表 12: 部分企业换电站建设规划.....	31
表 13: 同类高压连接器性能对比.....	34
表 14: 公司营业收入和销量预测 (万元, 万套).....	36
表 15: 可比公司 PE 估值.....	37
表 16: 公司盈利预测表.....	38

1. 致力于成为连接系统行业全球领导者

1.1 国内连接器领域的优质供应商

苏州瑞可达连接系统股份有限公司创立于 2006 年 1 月，位于苏州市吴中区吴淞江科技产业园。公司是专业从事连接器产品的研发、生产、销售和服务的高新技术企业，截止 2021 年底，共有员工 875 人。自设立伊始，公司始终以连接器产品为核心，持续开发迭代，坚持客户需求导向，现已具备包含连接器、组件和模块的完整产品链供应能力，已成为同时具备光、电、微波连接器产品研发和生产能力的企业之一。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申港证券研究所

- ◆ **连接器**：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。
- ◆ **连接器组件**：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。

图2：连接器示意图



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

图3：连接器组件示意图



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

- ◆ **连接器模块**：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。

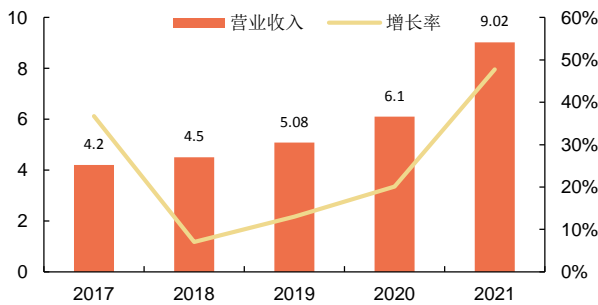
图4：连接器模块示意图



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

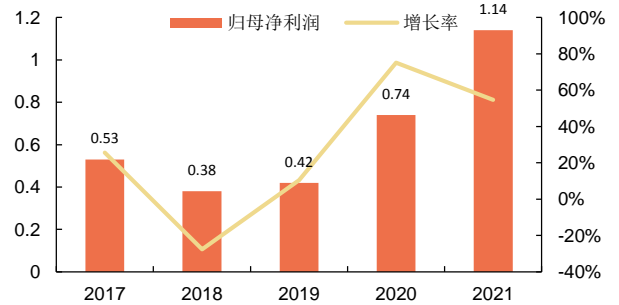
近年来随着市场需求扩大，销售订单及产能均持续增长，公司业绩稳步提升，**2021**年公司营业收入**9.02**亿元，同比增长**47.73%**，营业利润为**1.27**亿元，同比增长**51.68%**，归属于上市公司股东的净利润为**1.14**亿元，同比增长**54.65%**。

图5：营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司财报，申港证券研究所

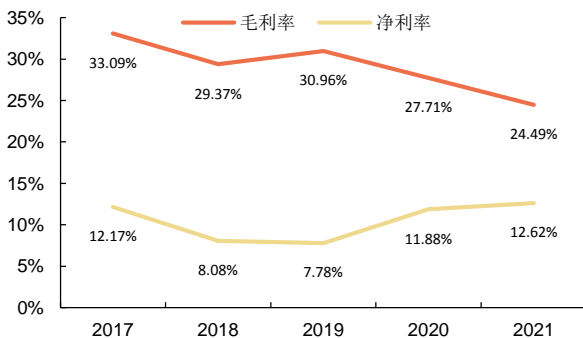
图6：归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司财报，申港证券研究所

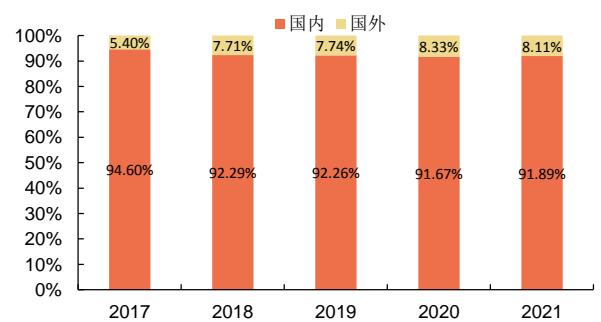
随着规模的扩大，公司面临产品降价风险。市场竞争加剧，原材料价格上涨，公司**整体毛利率逐步下降**。公司通过成本向上下游转移、降本增效、提高产品良品率、提高自动化水平等手段有效控制公司的产品成本，同时加快高毛利率的新品研发，确保公司总体毛利率不出现大幅波动。得益于公司出色的费用控制能力，**净利率保持稳中向好趋势**。公司收入来源以国内收入为主，占比在**90%**以上。

图7：毛利率和净利率



资料来源：公司财报，申港证券研究所

图8：分地区收入构成



资料来源：公司财报，申港证券研究所

1.2 产品应用聚焦三大领域

公司对于产品技术的持续钻研以及应用领域的不断探索,使其能够提供移动通信(包括民用和防务)、新能源汽车、工业和轨道交通等综合连接系统解决方案。

图9: 公司产品类别



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

◆ 通信连接器产品

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。公司产品主要应于通信连接系统中的通信基站的天馈部分:在4G系统中指RRU(远端射频模块)和天线;在5G系统中指AAU(宏基站架构)或MMU(微基站架构)。

图10: 公司产品在移动通信系统的应用



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

由于移动通信领域连接器产品涉及多种形式的传输,而公司作为同时具备电、光、微波或混合连接器产品制造能力的企业,竞争优势明显。

表1: 移动通信领域连接器产品种类

分类	产品名称	功能介绍	用途	图片	
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		
	微波射频连接器	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		
	低频电连接器	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	
	光纤连接器	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	
	高速连接器	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)	

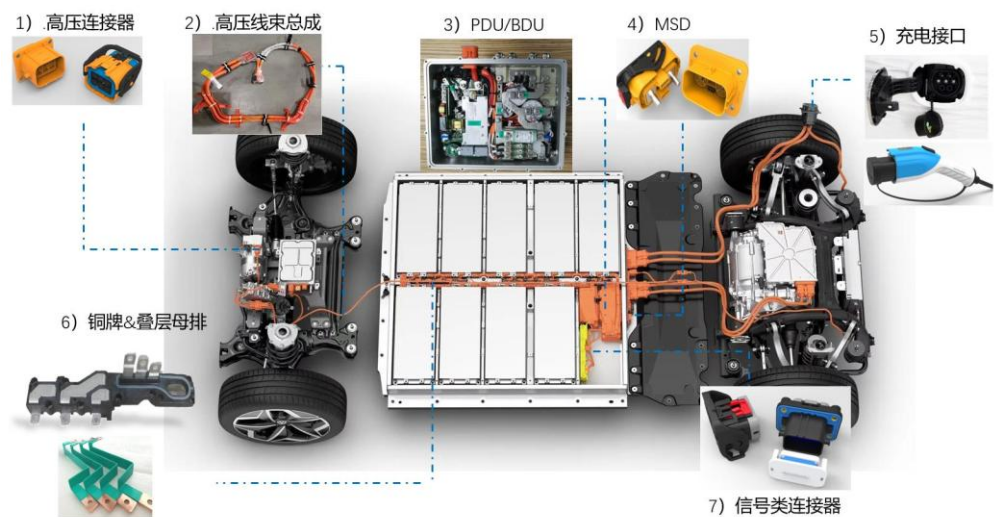
分类	产品名称	功能介绍	用途	图片
防务连接器	军标系列 38999 连接器、毫米波系列连接器	主要应用于防务系统设备间的电、射频等信号连接	应用于防务领域	
低频频连接器组件	低频频连接器组件	智能天线与基站连接线缆, 在传输信号的同时, 具有屏蔽和防雷的功能	用于基站与智能电调天线间信号传输	
	低频频数据束组件	传输多通路数据信号组件, 各路数据具有防串扰功能, 整体电路具有防电磁干扰功能	用于机柜中数字信号传输	
微波射频组件	微波射频连接器组件	按 IEC 标准的微波射频连接器, 适配多种同轴电缆, 系用于 RRU 与天线的微波信号的连接组件	用于基站 RRU 与天线间射频信号传输	

资料来源: 公司官网, 招股说明书, 申港证券研究所

◆ 新能源汽车连接器产品

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11: 公司产品在新能源汽车行业的应用





资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

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2: 新能源车领域连接器产品种类

分类	产品名称	具体产品及用途	产品图例
连接器 件	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 1000V; 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 1000V, 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 1000V, 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	
	低压连接器	主要应用于空调、PDU、PTC (加热设备)、DC-DC (变换器) 等部件的连接	
	塑料多芯信号连接器	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	
	金属多芯信号连接器	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	
	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。用于传输智能驾驶汽车高速与射频信号、传输雷达控制信号以及音频视频传输信号。连接器需要抗震, 防水, 电气性能稳定可靠	
FAKRA 射频连接器	用作汽车高频应用的标准接口, 如无线电天线。GPS 遥测或导航, GSM 移动通信射频蓝牙应用以及无线射频遥感无钥匙进入和车辆辅助加热系统。		

分类	产品名称	具体产品及用途	产品图例
	动力传输连接器组件	为整车内各模块设备间提供大电流传输	
	交流充电座连接器组件	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	
连接器组件	直流充电座连接器组件	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	
	三相动力连接器组件	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	
	换电连接器组件	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	
	交流充电模块	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	
	直流充电模块	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	
模块	MSD (手动维护开关模块)	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	
	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	




分类	产品名称	具体产品及用途	产品图例
	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: 公司官网, 招股说明书, 申港证券研究所

◆ 工业及其他连接器产品

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3: 工业及其他领域连接器产品种类

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: 公司官网, 招股说明书, 申港证券研究所

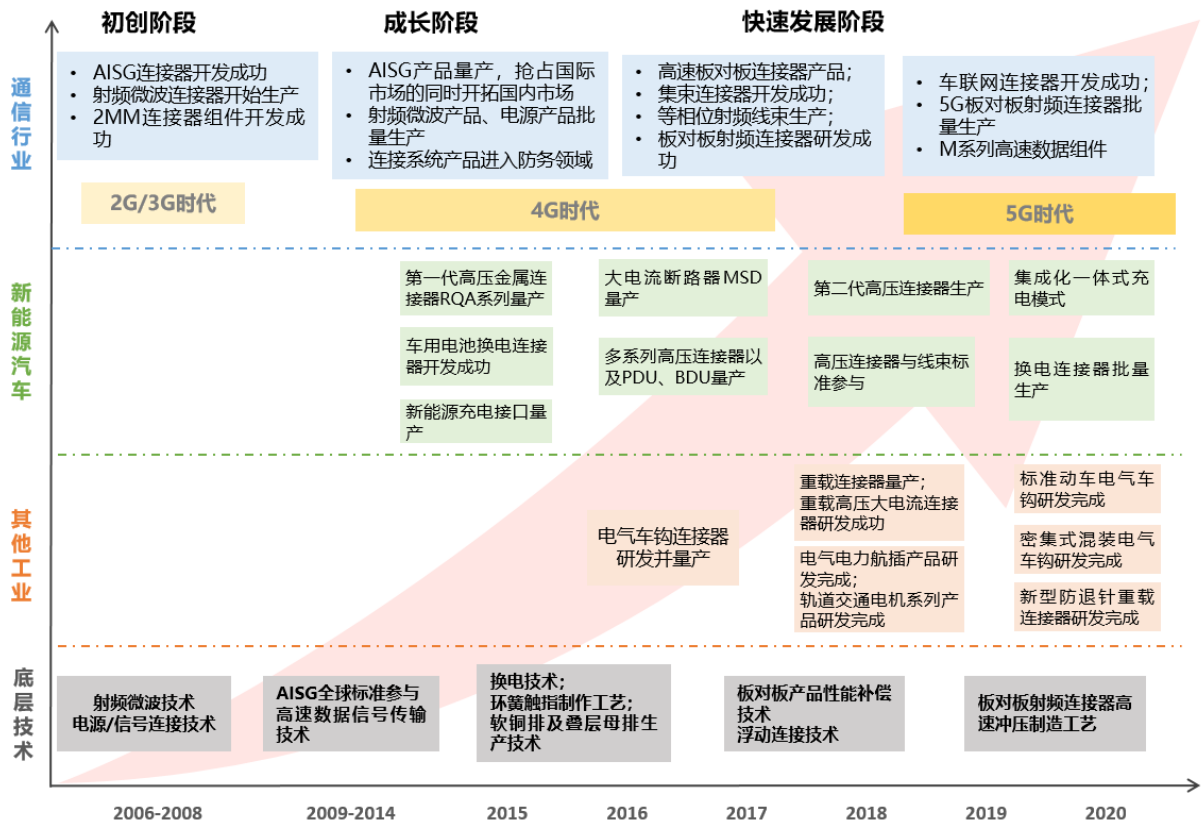
公司产品的技术迭代周期稳定, 公司主要产品的演变情况如下:

- ◆ **初创阶段 (2006-2008 年):** 公司成立初期, 以射频、低频连接器产品为基础开始进入通信系统领域, 自主研发并推出用于通信基站电调天线嵌入式控制系统的 AISG 系列产品; 2008 年起相继推出光器件及组件产品, 推动公司成为国内少数能够同时提供电、微波、光连接器产品的企业; 随着公司产品系列的不断完善, 公司积极开拓其他应用领域市场。
- ◆ **成长阶段 (2009-2014 年):** 随着技术水平的不断提升及连接器产品在诸多客户的成功应用, 公司对客户在连接器产品整体需求有了更深的了解, 开始不断拓展产品应用领域: 2013 年公司成功开发适配新能源汽车的连接器及组件; 2014 年

公司的射频、低频连接器进入防务领域；2014年11月公司成功在全国股转系统挂牌。

- ◆ **快速发展阶段 (2015年-至今):** 在通信领域, 2015年公司立项研发的“HS 高速高密矩形印制板连接器”项目被列入国家火炬计划, 2016年正式成为国际天线标准化组织 AISG 协会成员, 2018年针对 5G 时代推出板对板连接器并不断进行技术革新; 在新能源汽车领域, 自 2015年起公司新能源汽车业务逐步实现产业化, 目前已成为同时具备国内主要车企一级供应商资格的连接系统方案提供商。未来, 公司将沿着下游产业电动化、网联化、智能化、共享化的发展方向, 推动新能源汽车与通信领域全面融合, 实现在高压连接器、换电连接器、车载智能网联连接器、5G 板对板射频连接器等产品的开发上处于国际领先或国内领先的水平。

图12: 产品演变复盘

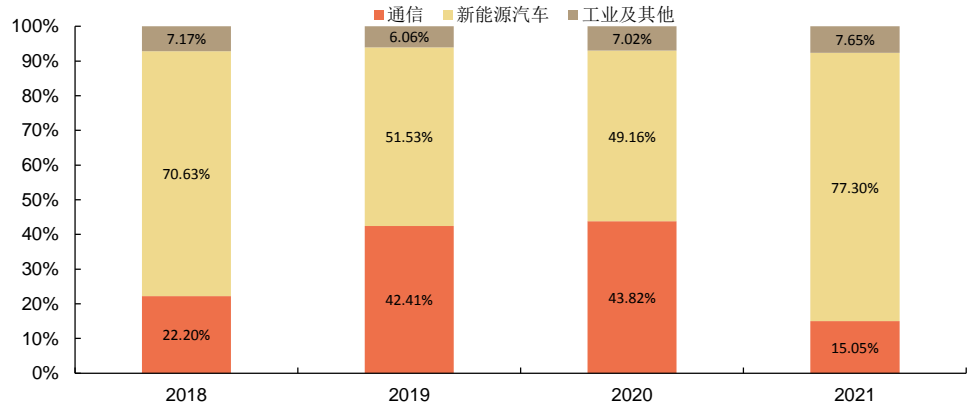


资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

近年来公司主营业务收入主要来源于通信和新能源汽车两大领域。

- ◆ 2021年, 受益于新能源汽车行业景气度持续提升, 订单大幅增加, 该领域实现营业收入 69115.13 万元, 较 2020 年同期增长 131.75%, 占主营业务收入 77.30%, 较 2020 年比重上升 28.14 个百分点。
- ◆ 2021年, 由于 5G 基站集中采购延后和芯片短缺, 移动通信运营商在 5G 领域的投入规模减少, 产量大幅减小, 通信市场实现营业收入 13455.33 万元, 较 2020 年同期下滑 49.38%, 占比为 15.05%, 较 2020 年比重下滑 28.77 个百分点。
- ◆ 2021年, 工业及其他市场实现营业收入 6845.94 万元, 较 2020 年同期增长 60.83%, 占比为 7.65%, 较 2020 年比重上升 0.63 个百分点。

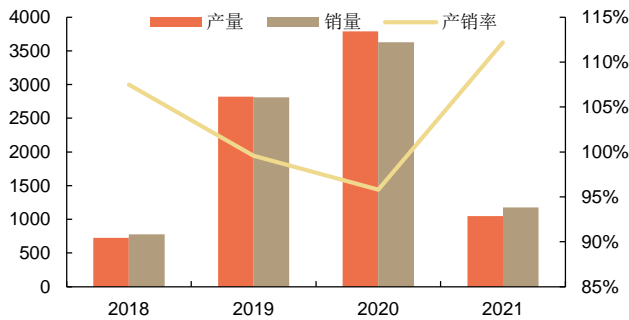
图13: 主营业务收入构成



资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

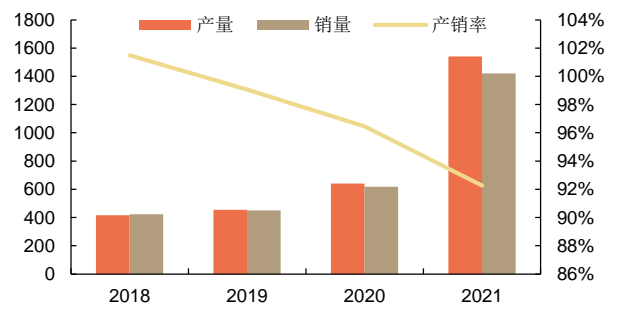
两大重点领域的产销率相对稳定, 保持在90%以上。

图14: 通信连接器产销量 (万套)



资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

图15: 新能源汽车连接器产销量 (万套)

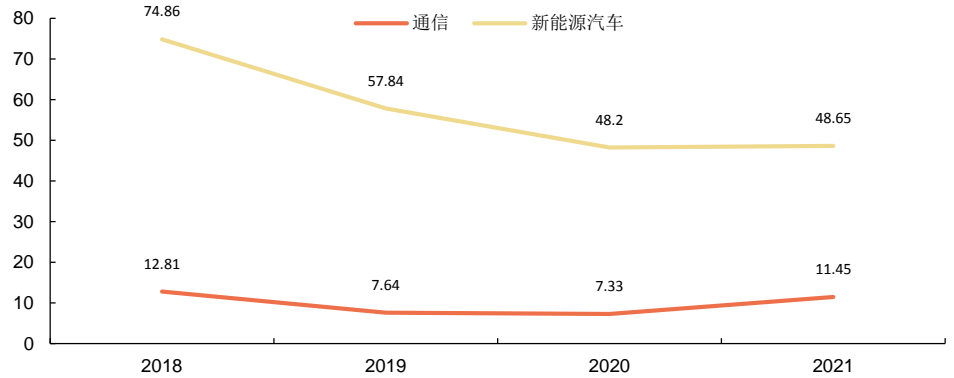


资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

产品销售单价整体呈现下降趋势。

- ◆ **通信领域:** 5G 产品较 4G 产品具有使用量大、体积小、单价低的特点。4G 产品以连接器、组件的形式供应给客户, 5G 产品呈现以连接器为主的供应态势。公司在生产资源和销售资源上优先满足 5G 产品的供应, 通过缩减组件生产以支持 5G 的生产及销售需求。随着 5G 产品出货量增加, 通信连接器销售单价下降。
- ◆ **新能源汽车领域:** 公司积极扩大产能, 同时调整产品结构, 减少低附加值、资金占用量大的集成产品, 随着销售规模扩大, 产品平均售价亦有所下降。

图16: 连接器产品单价 (元)

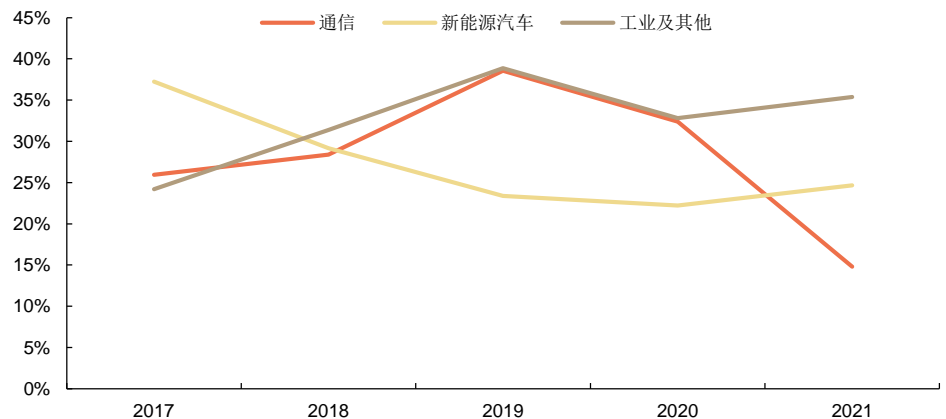


资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

2019 年伴随着 5G 商用化进程的提前推进, 公司下游增量迅速扩大, 公司率先向市场推广并量产 5G 板对板射频连接器为代表的 5G 连接器产品, 新产品的投放使得公司当年度毛利率大幅提升。2020 年随着 5G 通信连接器产品逐步成熟, 出货量增加, 毛利率呈下降趋势。2021 年 5G 建设不及预期, 产品产量大幅减少, 设备开工不足, 毛利率下降幅度较大。

新能源汽车市场竞争激烈, 售价下降带动毛利率下滑, 公司通过不断改进生产工艺、改善生产管理流程、提升材料采购的议价能力等方式降低成本, 有效缓冲了产品售价年降的负面影响。2021 年新能源汽车行业渗透率快速提升, 规模效应初步显现, 毛利率企稳回升。

图17: 三大领域产品毛利率

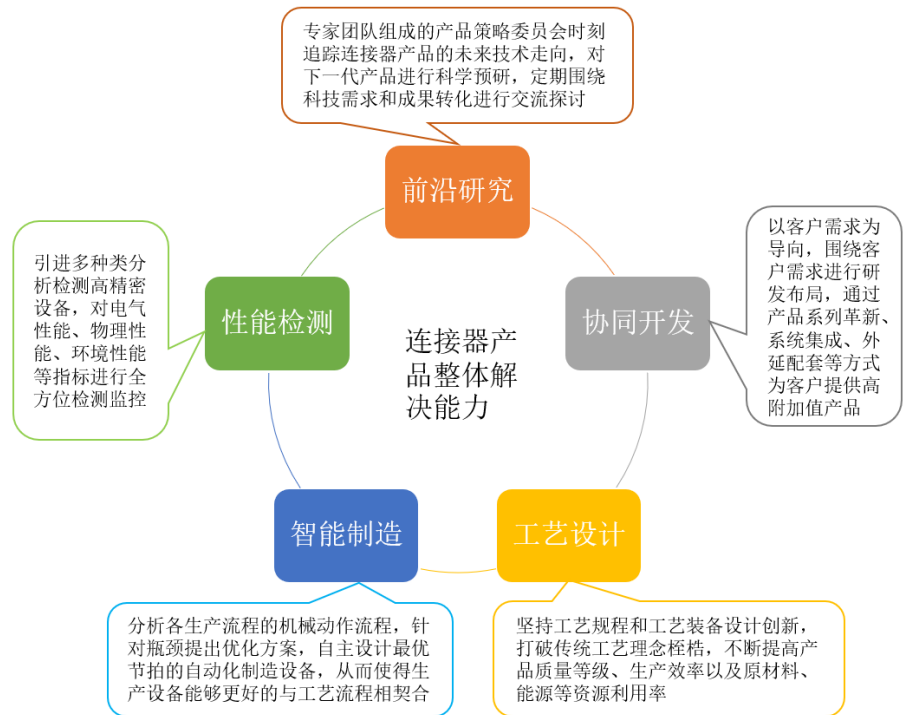


资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

1.3 专精特新小巨人 研发生产和管理能力出众

目前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。

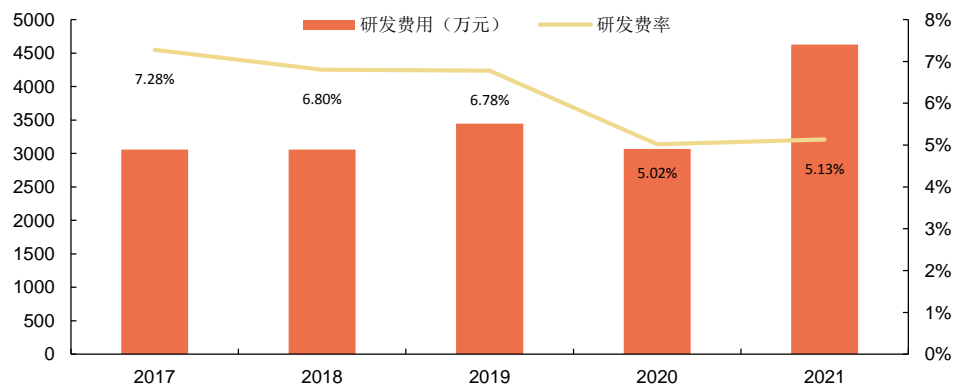
图18: 连接器产品整体解决方案



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

截至 2021 年底, 公司共有研发设计人员 180 人, 占公司总人数的 20.6%。公司在成立之初便非常重视研发技术, 在研发技术上奉行高投入、高标准、高要求的原则, 每年研发费率保持在 5% 以上。

图19: 公司研发费用及费率



资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

公司的研发机构先后通过苏州市、江苏省两级工程技术研究中心和企业技术中心认定; 下属子公司四川瑞可达的研发机构先后通过绵阳市、四川省两级企业技术中心认定; 下属子公司江苏艾立可的研发机构通过无锡市工程技术研究中心认定。公司立项研发的“HS 高速高密矩形印制板连接器”项目被列入 2015 年国家火炬计划, 2020 年公司入选国家专精特新“小巨人”企业。

作为电动汽车核心零部件百强企业, 公司高度重视质量管理。公司先后通过了

ISO9001 质量管理体系认证、IATF16949 质量管理体系认证、IRIS 国际铁路行业标准质量管理体系认证以及 GJB9001C-2017 国军标质量管理体系认证，公司实验室在 2020 年通过了 CNAS 认证。在信息化和工业化融合方面，公司相继建设了 PLM（产品生命周期管理）、ERP（企业资源计划）、MES（制造执行管理系统）、CRM（客户关系管理）等软件管理系统，并在企业经营中得到了深度应用。

公司通过深度挖掘客户需求并根据下游领域发展趋势，围绕提升连接器产品的机械性能、电气性能和环境性能展开公司技术的相关升级和延伸。核心技术系经过多年研发制造经验积累形成。

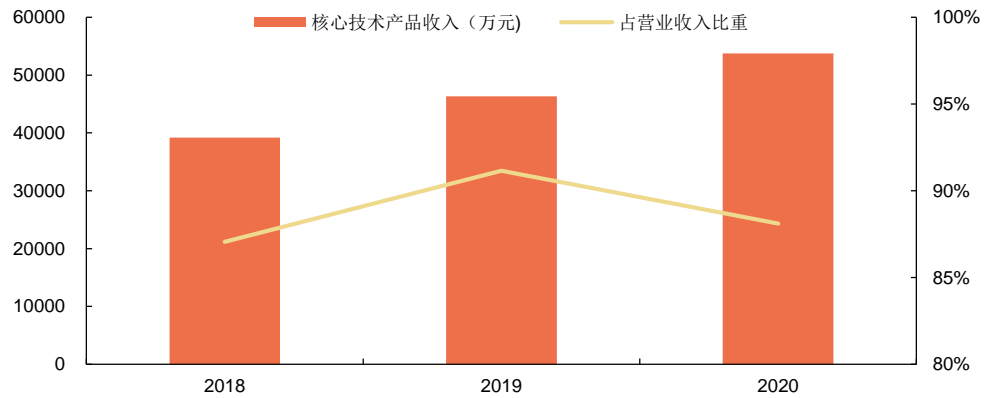
表4：公司核心技术

核心技术名称	应用情况	描述
板对板射频连接器技术	5G 板对板射频盲插连接器、RSMP 板对板射频同轴连接器	板对板射频连接器指两个信号板或模块间（PCB 之间或 PCB 与滤波器之间）进行微波信号传输的连接器。5G 连接器产品的使用数量大幅上升，但体积越来越小。公司板对板射频连接器在浮动容差功能、传输性能、产品成本等方面均具有一定的优势。
高压大电流连接器技术	高压大电流连接器/组件、超大电流连接器/组件、多芯高压连接器/组件、贯穿式高压连接器/组件，MSD（手动维护开关模块），BDU（电池切断单元），交流充电模块、直流充电模块	高压大电流连接器提供 60V-380V 甚至更高的电压等级传输，以及提供 10A-300A 甚至更高的电流等级传输，主要是应用于新能源汽车的高压连接系统。
换电连接器技术	换电连接器组件	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。公司是蔚来汽车的主力换电连接器供应商。
高密度混装连接器技术	重载连接器、车钩连接器	高密度混装连接器主要为电气车钩连接器，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	板对板高速连接器	连接器的传输速度需要与产品使用的芯片运算速度相匹配，板对板高速连接器在通信基站、数据中心均发挥着重要的作用。

资料来源：招股说明书，申港证券研究所

公司核心技术均应用于主营业务，核心技术产品收入为通信连接器、新能源连接器及组件、模块等产品的销售收入。

图20: 核心技术收入 (万元)

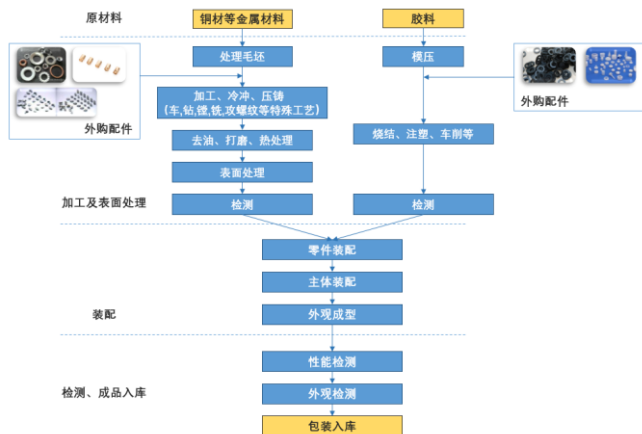


资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

连接器制造行业的各类产品所依据的标准有所不同, 其要求设计与实际制造工艺高度契合, 并且需要研发设计能力与生产加工工艺高度匹配。

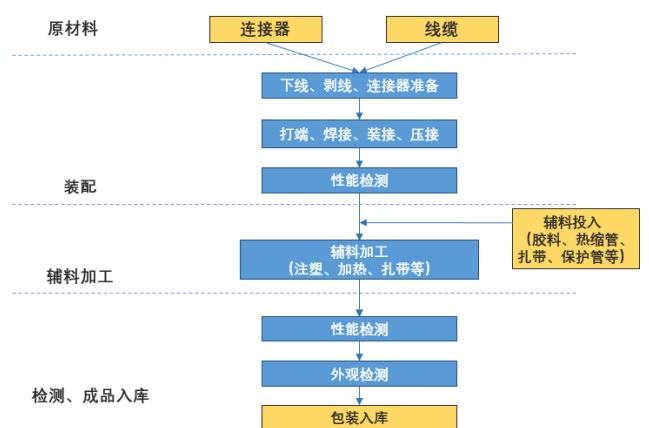
公司生产过程中的主要工序包括: 精密注塑、精密冲压、压铸、机械加工、表面处理、组装和测试。其中特种工艺相关工序 (表面处理、特殊材质材料的压铸和注塑等) 由于需要技术资质和特殊设备, 公司目前还不具备相应条件, 因此采用委外加工; 部分基础加工工序 (包括部分模具制造、冲压、机械加工、注塑和组装等), 公司具备加工能力, 但公司为提升产能利用率并满足交付进度, 会有选择地采取外购或外协方式完成。

图21: 连接器生产工艺流程



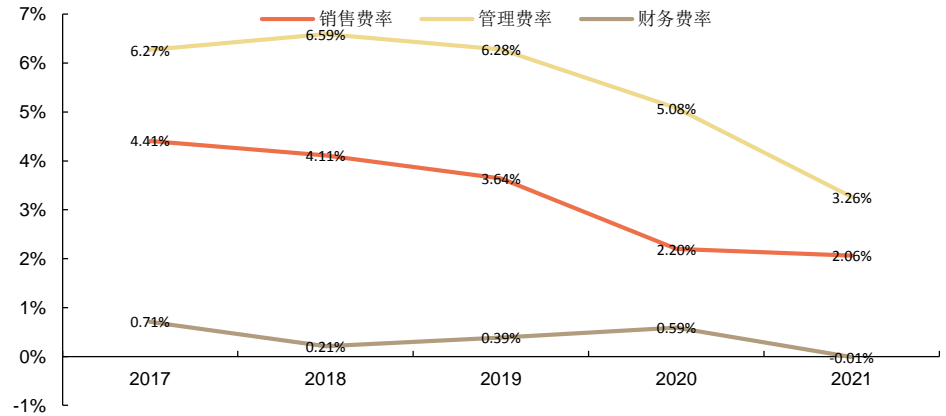
资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

图22: 连接器组件生产工艺流程



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

随着公司管理水平的提升以及对销售相关费用的严格控制, 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23：期间费率


资料来源：公司财报，申港证券研究所

1.4 股权绑定核心员工 融资助力规模扩大

公司管理层深耕连接器行业多年，了解行业发展趋势，拥有丰富的行业技术研发、管理和销售经验。

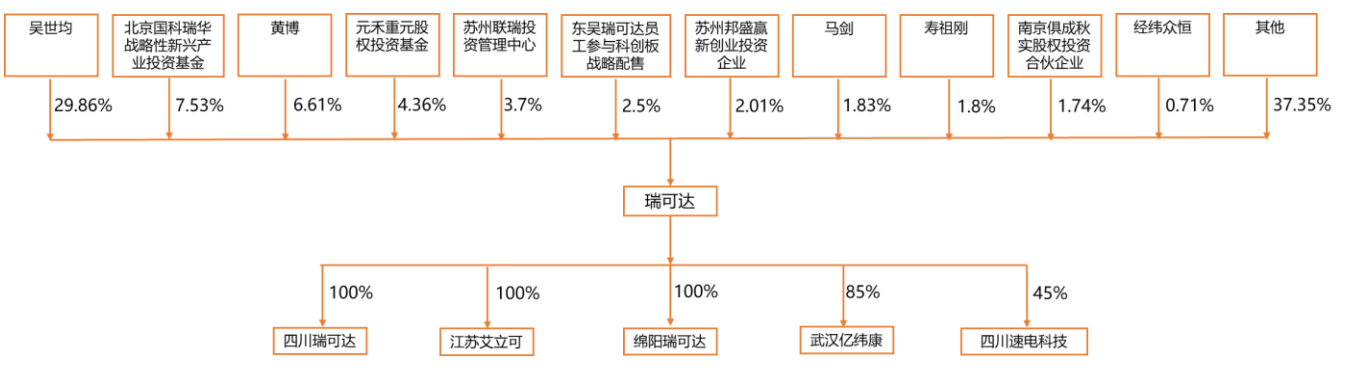
表5：公司管理层简介

高管	职务	履历
吴世均	董事长/总经理	1998年7月至2007年6月任四川华丰销售员、销售副经理；2006年1月创立瑞可达；2007年7月任瑞可达执行董事；2014年5月起任瑞可达董事长、总经理。
黄博	副总经理	1998年7月至2002年7月任重庆金美通信技术员；2003年7月至2006年1月任苏州格博精密机械销售员；2006年1月任瑞可达总经理；2014年5月任瑞可达副总经理。
马剑	财务总监/董秘	1999年11月至2007年6月任四川华丰制造工程部副经理、物料管理部副经理、通用分厂厂长；2007年7月至2008年3月任四川长虹物资部处长助理、零八一电子集团项目组成员；2008年4月至2012年2月任零八一电子集团四川红轮机械副总经理；2012年3月任瑞可达副总经理、财务总监、董事会秘书。
张杰	副总经理	1999年10月至2013年11月任飞利浦消费电子供应商质量管理员，旭电科技客户供应链经理，瑞美无线通信设备采购经理，泰科电子中国区供应链经理，波尔威技术全球采购部高级采购经理；2013年12月任瑞可达副总经理。
寿祖刚	副总工程师	2001年3月至2007年9月任宁波吉品科技技术部经理，光圣科技研发主管；2007年10月任瑞可达技术中心副主任、副总工程师。

资料来源：Wind，申港证券研究所

吴世均董事长为公司的控股股东、实际控制人，持有股份 29.86%。联瑞投资和经纬众恒为公司员工持股平台，分别持股 3.7%和 0.71%，持股平台将核心员工利益与公司长远发展相绑定，激励员工的同时也保证了公司的平稳持续前进。

图24: 公司股权结构



资料来源: 公司年报, 申港证券研究所

2021年7月, 瑞可达IPO募集资金总额4.06亿元, 扣除发行费用后拟用于高性能精密连接器产业化项目, 重点开发适用于5G高频信号传输的板对板射频连接器, 适用于新能源汽车的大电流连接器、电控连接器等产品, 建设周期为2年, 建成后将成为公司新增年产1900万套通信连接器和160万套新能源汽车连接器的生产能力。项目建成达产后预计可实现年新增销售收入4.33亿元。

表6: IPO募集资金用途(万元)

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金额
高性能精密连接器产业化项目	33107.31	25000
补充流动资金	15000.00	9983.34
合计	48107.31	34983.34

资料来源: 上市公告书, 申港证券研究所

2022年3月, 瑞可达定增募资获受理, 本次发行对象为不超过35名, 发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80%, 发行股票的数量不超过3240万股, 募集资金总额不超过7亿元, 扣除发行费用后拟用于“新能源汽车关键零部件项目”、“研发中心项目”及“补充流动资金项目”。

公司将在江苏省苏州市吴中经济开发区建设新能源汽车关键零部件项目, 建设周期为18个月。通过建设生产厂房及配套设施, 购置先进的智能生产和仓储设备满足公司需求, 项目达产后将实现年产1200万套新能源汽车连接器系统的生产能力, 预计项目建成当年达产率为30%, 次年为80%, 下一年起为100%。项目完全达产后预计可实现年新增销售收入6亿元。

表7: 定增募集资金用途(万元)

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金额
1	新能源汽车关键零部件项目	44,659.10	39,500.00
2	研发中心项目	9,524.16	9,500.00
3	补充流动资金项目	21,000.00	21,000.00
合计		75,183.26	70,000.00

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

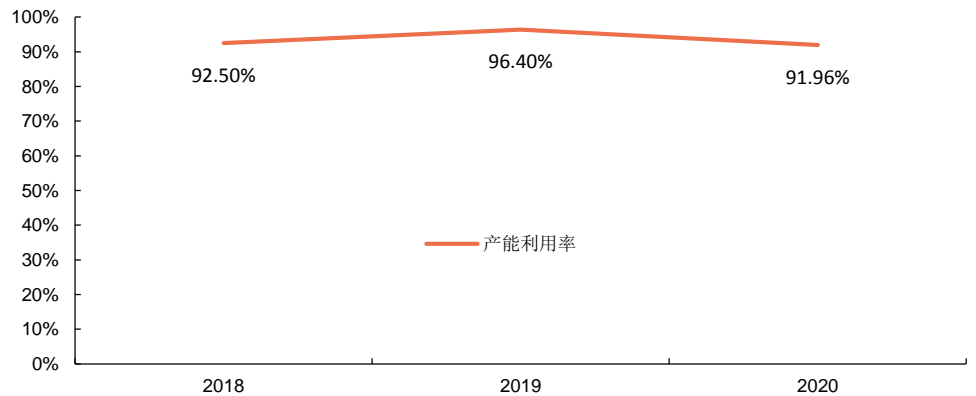
公司近年来产能利用率高, 产能基本饱和。新项目投产后公司规模有望进一步提升, 不断增加的市场需求将有效消化新增产能。

表8: 产能变化 (万套)

产品	截至 2020 年末产能	IPO 新增产能	定增新增产能	总产能
通信连接器	4100	1900	0	6000
新能源汽车连接器	700	160	1200	2080

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图25: 公司产能利用率



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

1.5 客户结构优化 合作关系稳定

公司目前已经积聚了深厚的客户资源。已通过多家知名的移动通信主设备商、汽车整车厂和电子制造服务商、专业连接器生产商的认证, 并为之形成了长期稳定的合作关系。在通信领域, 公司主要服务于中兴通讯、爱立信、诺基亚、三星、KMW 集团、康普、波发特等移动通信设备集成商和专业连接器生产商; 新能源汽车领域, 公司主要服务于美国 T 公司、蔚来汽车、上汽集团、长安汽车、比亚迪、江淮汽车、金龙汽车、小康股份、安波福、宁德时代、鹏辉能源等车企以及“三电”企业。在工业领域, 公司主要客户包括中国中车、国电南瑞、明阳智能、英维克、松芝股份等。

图26: 公司主要客户

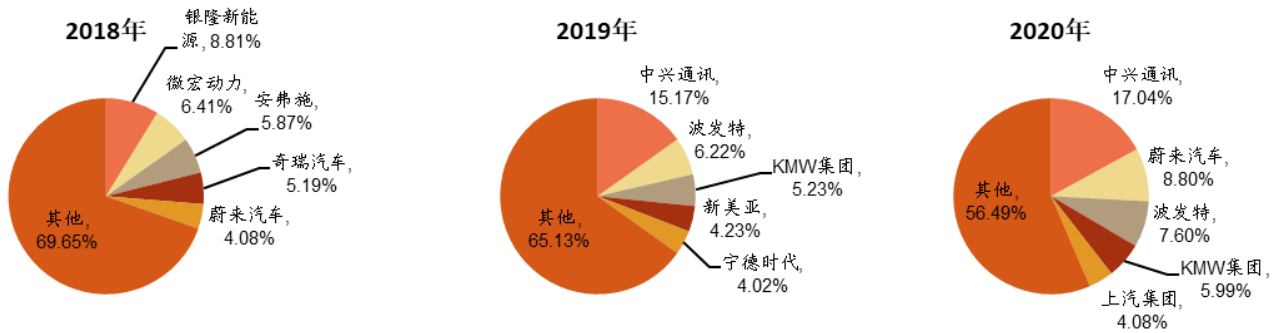


资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

- ◆ **通信领域:** 公司 2014 年之前就开始与中兴通讯进行合作, 是目前中兴通讯唯一具有板对板射频连接器自主知识产权的供应商。中兴通讯的 5G 基站设备采用瑞可达的板对板射频连接方案, 2019 年下半年, 国内 5G 基站开始批量建设, 公司 5G 板对板射频连接器开始批量供货。公司除为中兴通讯供货外, 还为爱立信、诺基亚及三星等全球领先移动通信设备集成商进行供货, 已实现移动通信领域多家主要通信设备集成商的覆盖。
- ◆ **新能源汽车领域:** 公司已成为美国 T 公司和蔚来汽车的连接器产品供应商。2016 年进入美国 T 公司的供应链体系, 为旗下主要电动轿车、电动 SUV、电动卡车及充电设施产品系列提供近 100 余款产品。在国内企业方面, 公司是蔚来汽车关键核心零部件换电连接器组件的主力供应商, 同时也是其高压连接器产品的重要供应商。除了直接为整车企业供货以外, 公司还为宁德时代等“三电”企业进行配套。

近年来, 公司不断优化客户结构。2019 年公司根据客户资质减少了对北京国能、微宏动力、东莞钜威动力及银隆新能源等公司的商用车新能源连接器销售规模。2020 年以后, 公司重点服务蔚来汽车、宁德时代、美国 T 公司及其配套厂商新美亚、捷普等龙头企业, 产品不断往定制化、科技化的方向发展, 专注销售技术含量高的产品。

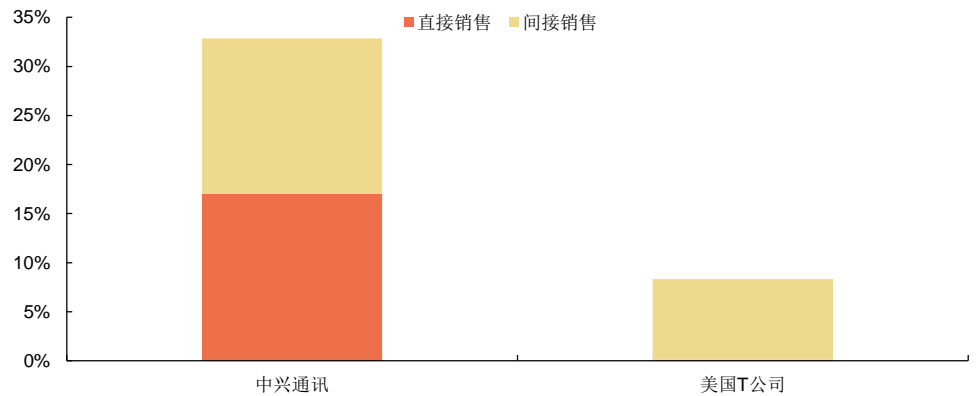
图27: 2018-2020 年公司前五大客户演变



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

对大客户企业, 公司不仅对其直接销售, 还通过其配套企业向其间接销售产品。例如, 通过波发特、KMW 集团等通信设备企业向中兴通讯间接销售, 通过新美亚、捷普等制造服务企业向美国 T 公司间接销售。2020 年, 公司合计向中兴通讯和美国 T 公司销售占比分别为 32.84%和 8.33%。

图28：2020年中兴通讯和美国T公司合计销售占比



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

2. 连接器行业前景星辰大海

2.1 通信和汽车为连接器两大应用场景

连接器系电子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，连接器分为电连接器、微波连接器、光连接器和流体连接器。

- ◆ 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。

表9：连接器种类

类别	主要功能	主要应用
电连接器	用于器件、组件、设备、系统之间的电信号连接，借助电信号和机械力量的作用使电路接通、断开，传输信号或电磁能量，包括大功率电能、数据信号在内的电信号等。	广泛应用于通信、航空航天、计算机、汽车、工业等领域。
微波射频连接器	用于微波传输电路的连接，隶属于高频电连接器，因电气性能要求特殊，行业内企业会将微波射频连接器与电连接器进行区分。	主要应用于通信、军事等领域。
光连接器	用于连接两根光纤或光缆形成连续光通路的可以重复使用的无源器件，广泛应用于光纤传输线路、光纤配线架和光纤测试仪器、仪表，光纤对于组件的对准精度要求。	广泛应用于传输干线、区域光通讯网、长途电信、光检测、等各类光传输网络系统中。

资料来源：招股说明书，申港证券研究所

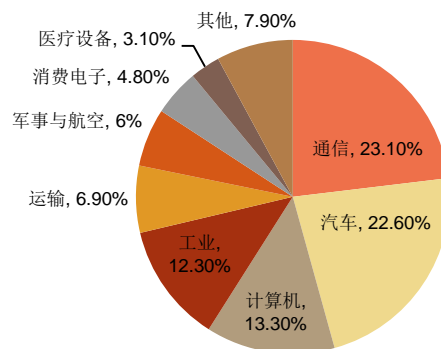
连接器制造在工业化进程中发展为电子信息制造重要电子元器件产业之一。连接器

产业链上游是有色金属、塑胶材料等原材料，中游为连接器的组装生产，下游主要应用于汽车、通信、计算机等消费电子、工业、交通等领域，不同应用领域的连接器需要满足电气性能、机械性能和环境性能等三大基本性能，且因其应用场景不同，功能特征、技术水平的侧重点存在差异。

汽车领域系全球连接器最大应用场景，主要是以电连接器为主，但是随着汽车智能化、网联化发展，车载射频连接器也开始应用。

通信领域作为全球连接器第二大应用场景，会同时使用电连接器、射频连接器、光连接器。

图29：2020年全球连接器分领域市场份额

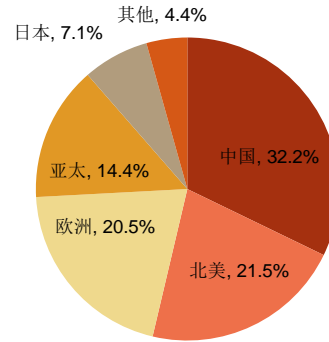


资料来源：Bishop & associates，中国电子元件行业协会，申港证券研究所

近年来全球连接器市场整体呈现稳步增长趋势，据 Bishop & associates 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 2020 年的 627 亿美元。预计 2021 年将提升至 671.22 亿美元，2023 年市场规模将会超过 900 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。

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 2020 年增至 201.84 亿美元，显著高于全球同期增速，占全球市场份额的 32.2%。同时国家推出的“新基建”、“双碳”等政策也将给连接器行业带来海量的需求。

图30: 2020 年全球连接器分地区市场份额



资料来源: Bishop & associates, 中国电子元件行业协会, 申港证券研究所

从连接器产品发展趋势来看, 业内企业需要根据服务行业及领域的需求, 对行业前沿技术进行研究开发, 总体而言, **连接器的发展将以高速传输、高频、高压大电流、高密度、小型化、无线传输、智能化为方向**。《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023年)》亦指明了连接器未来发展趋势。在通信领域, “重点发展高频高速、低损耗、小型化的光电连接器”, 并且“抢抓全球 5G 和工业互联网契机, 重点推进高速传输线缆及连接组件等”。在新能源汽车领域, “把握传统汽车向电动化、智能化、网联化的新能源汽车和智能网联汽车转型的市场机遇, 重点推动连接器与线缆组件等电子元器件应用”。

2.2 行业竞争激烈 国产替代加速

连接器行业为充分竞争的行业。欧美、日本的连接器跨国公司由于研发资金充足及多年技术沉淀, 在产品质量和产业规模上均具有较大优势, 往往在高性能专业型连接器产品方面处于领先地位, 并通过不断推出高端产品引领行业的发展方向。

相比国外的知名连接器企业, 国内连接器生产厂商发展起点相对较低, 整体技术水平和规模较国际企业仍然存在一定的差距。国产机械装备在精度、外观、稳定性等方面与国外先进设备仍存在差距, 高端生产设备未完全实现国产化仍是制约连接器技术发展的因素之一。但凭借外商投资的溢出效应、较强的工艺控制与成本控制能力、更为贴近客户以及反应迅速灵活等优势, **国内连接器企业快速形成了规模优势, 在制造成本、产品品质上已经具有较强的市场竞争力**。在 5G 通信、新能源汽车和消费电子等领域取得重大突破, 占据了较大的市场份额, 在部分领域已经具备与国际领先企业抗衡的能力。

表10: 国内外主要连接器制造商

应用领域	主要国外制造商	主要国内制造商
汽车	泰科、安费诺、莫仕、矢崎、航空电子	中航光电、航天电器、得润电子、永贵电器、徕木股份、瑞可达
通信	泰科、安费诺、莫仕、航空电子、瀚讯、雷迪埃、罗森伯格	中航光电、航天电器、四川华丰、瑞可达
计算机等消费电子	泰科、安费诺、莫仕、航空电子	立讯精密、得润电子、永贵电器、徕木股份
工业和交通	泰科、安费诺、莫仕、矢崎、航空电子、瀚讯、罗森伯格	中航光电、航天电器、永贵电器、四川华丰

应用领域

军事、航空航天

主要国外制造商

泰科、安费诺、莫仕、航空电子

主要国内制造商

中航光电、永贵电器、四川华丰

资料来源：招股说明书，申港证券研究所

连接器的制造和消费由北美向亚洲，特别是向中国转移的趋势非常明显。由于全球疫情发展的不确定性，世界局势的不可预测性，原材料上涨和短缺问题，使得国外行业巨头的价格不断上涨，交货期变长，连接器国产替代再次迎来发展机遇期。同时国外行业巨头也在积极调整经营策略、加快国内本土化步伐，加大中国市场的布局力度，国内龙头企业也积极实施“走出去”战略，加快在国外研发和生产的布局力度，使得行业竞争日趋激烈。

- ◆ 通信连接器领域，随着 5G 网络建设、云计算、物联网、数据中心、高级辅助驾驶、6G 网络预研的发展，将推动通信连接器技术面向高频段、模块化、小型化、高速传输、低成本等方向推进，板对板射频连接器、高速背板连接器、I/O 连接器、光模块连接器等通信连接器未来将有巨大的市场需求。
- ◆ 新能源汽车市场渗透率的加快，促进了汽车连接器产品的不断迭代，在超高压充电、系统高度模块化集成、液体冷却、多场景换电、低成本连接技术等方面的技术研究、工艺研究持续深入，带动国内高压连接器、换电连接器、智能网联连接器等汽车连接器产品不断推陈出新。
- ◆ 国家大力扶持的风、光、储产业，其庞大的市场容量也会带动该领域连接器新技术、新工艺的快速发展，工业连接器、光伏连接器、储能连接器和定制类连接器将迎来较大的市场需求。

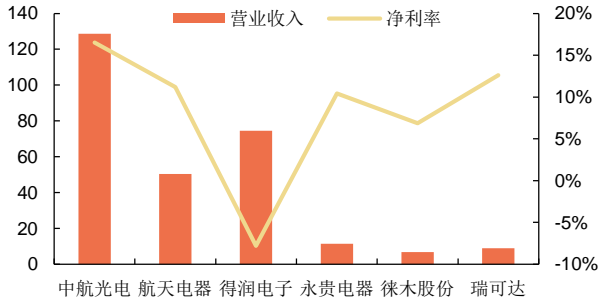
在通信和汽车连接器领域，我们选取中航光电、航天电器、得润电子、永贵电器、徕木股份五家作为同行业可比公司。

- ◆ **中航光电：**专业从事中高端光、电、流体连接技术与设备的研究与开发，产品广泛应用于航空航天和军事领域、通讯网络与数据中心、轨道交通、新能源汽车、电力、石油装备、医疗设备以及智能装备等民用高端制造领域。
- ◆ **航天电器：**在高端连接器、继电器、微特电机、光电、线缆组件、二次电源、控制组件和遥测系统等领域从事研制生产和技术服务，产品广泛应用于航空、航天、船舶、兵器、核能、电子、通讯、医疗、轨道交通、能源装备、网络设备、家用电器、以及新能源汽车等各个领域。
- ◆ **得润电子：**主要经营家电和消费类电子、汽车相关电子连接器和精密组件和车联网相关技术，分为家电和消费类电子事业部，汽车电气系统事业部和新能源汽车电子及车联网事业部。
- ◆ **永贵电器：**专注于各类电连接器、连接器组件及精密智能产品的研发、制造、销售和技术支持，以连接器技术为同心，形成了轨道交通与工业、车载与能源信息、军工与航空航天三大产业板块集群。
- ◆ **徕木股份：**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，为汽车、通讯等多领域客户提供内、外部连接器、保护核心组件以免受到电磁干扰的屏蔽罩的设计方案及产品。

公司营业收入在可比公司中处于下游，受益于 5G 和新能源汽车的快速发展，成长

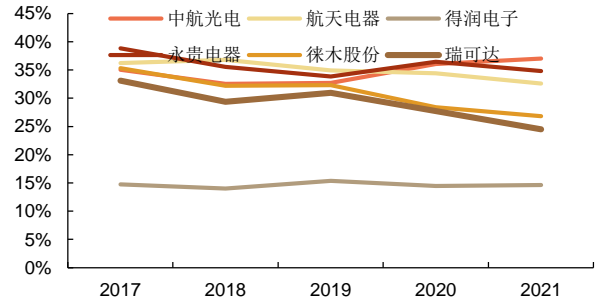
空间巨大。优异的期间费率控制保证了公司净利率处于中上游水平。公司毛利率与行业平均值接近，低于永贵电器、中航光电、航天电器和徕木股份，主要是因为各公司服务的重点领域存在差异，永贵电器重点服务的轨道交通领域、中航光电及航天电器重点服务的航空航天等领域均为资质门槛较高的行业，毛利率相对较高，而徕木股份有部分汽车智能化连接器产品，产品价值量较高。

图31：2021年可比公司营业收入（亿元）及净利率



资料来源：各公司财报，申港证券研究所，得润电子和徕木股份数据采用业绩预告中位值

图32：可比公司毛利率



资料来源：各公司财报，申港证券研究所，得润电子和徕木股份数据采用三季报数据

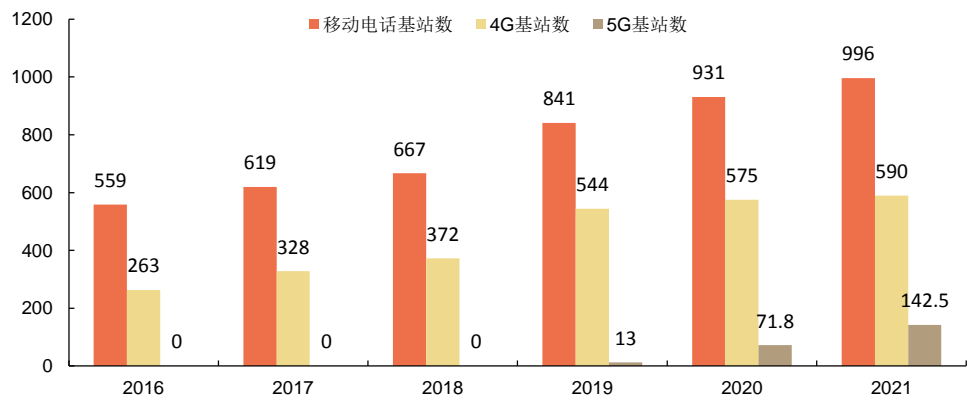
3. 业绩多点开花 5G 和新能源车产品齐亮剑

3.1 5G 业务稳步推进

5G 通信基站建设需求旺盛，而且未来 5G 网络覆盖需要布局更多的站点，新的基站建设产生了连接器产品的增量需求，通信基站设备行业市场需求向好，通信市场需求增长带动公司产品销量增加。

截至 2021 年底，我国累计建成并开通 5G 基站 142.5 万个，建成全球最大 5G 网，我国 5G 基站总量占全球 60% 以上，实现覆盖全国所有地级市城区、超过 98% 的县城城区和 80% 的乡镇镇区，并逐步向有条件、有需求的农村地区逐步推进。工信部预计 2022 年底，5G 基站超过 200 万个。

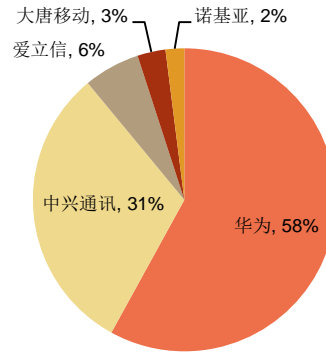
图33：移动基站数量（万个）



资料来源：工信部，申港证券研究所

综合 2020 年和 2021 年规模较大的 4 次公开集采的情况来看，五大设备商在中国 5G 无线主设备市场最新一轮的座次排定。华为名列榜首，总份额为 58%，中兴通讯位列第二，总份额为 31%。中兴通讯作为公司的主要客户，行业地位稳固，保证了公司 5G 板对板射频连接器具备稳定的市场需求。

图34：我国 5G 主设备市场份额

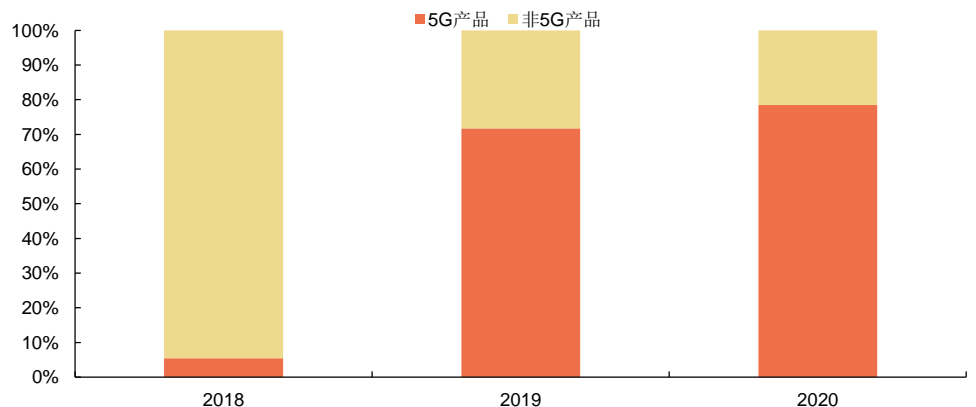


资料来源：通信产业网，申港证券研究所

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，接收信号时则相反。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。

公司 4G 相关产品达上千种，以连接器、组件的形式供应给客户，与 4G 产品不同的是，公司 5G 产品品类相对集中，且呈现以连接器为主的供应态势。公司 5G 产品可实现大批量规模化生产，自动化程度高。公司把握 5G 发展机遇，销售量及销售额得到了较快的增长。

图35：公司 5G 和非 5G 产品占比



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

公司在 5G 领域研发的板对板射频盲插连接器为 5G 基站 AAU 板对板连接器的首

选解决方案。根据当前 5G 通信基站的主流架构,每座宏基站需要板对板连接器 192 套(采用介质滤波器的结构)或 384 套(采用金属滤波器的结构)。公司 2019 年和 2020 年相关产品的销量达到 2283.81 万套和 3160.25 万套,因公司主要客户采用金属滤波器为主,按每座宏基站需要 384 套微波射频连接器测算,公司相关产品两年能够覆盖约 14.18 万站 5G 宏基站的建设需求。根据工信部数据,2019 年国内建设 5G 宏基站数量超过 13 万站,2020 年新建 5G 宏基站 58 万站,公司产品能够覆盖约 20%的基站建设。

2021 年公司通信业务收入较 2020 年同期下滑 49.38%,主要由于 5G 基站建设不及预期所致。**2021 年移动广电运营商开始建设 700M 频段 5G 基站,该基站天线为 4 通道,对连接器需求量较小。**同时 2021 年上半年未完成 5G 基站集中采购,开标时间较 2020 年推迟了 3 个月,叠加受到 5G 基站芯片短缺的困扰,5G 业务订单量出现大幅下滑。

另一方面,2021 年公司开始给爱立信、诺基亚、三星等全球领先移动通信设备集成商小批量供应 5G 板对板射频连接器,建立了国际营销团队,新增 3 处海外销售办事处,未来国际业务增量可观。2022 年将是 5G 小基站建设元年,单个基站搭载的板对板射频连接器数量下降的同时,销售单价将呈现上涨态势。**随着 5G 基站集采的进行、国际化战略的落地实施以及 5G 芯片短缺的缓解,未来公司通信业务收入有望出现反弹。**

表11: 2020-2021 年我国 5G 基站集采汇总

批次	项目	开标时间	基站数(万个)
1	中国移动 2020 年 5G 无线网主设备集中采购	2020.3.27	23.2
2	2020 年 5G SA 新建工程无线主设备电信联通联合集中采购	2020.4.24	25
3	移动广电 5G 700M 无线网主设备集中采购	2021.7.16	48
4	电信联通 2021 年无线网主设备(2.1G)集中采购	2021.7.30	24.2

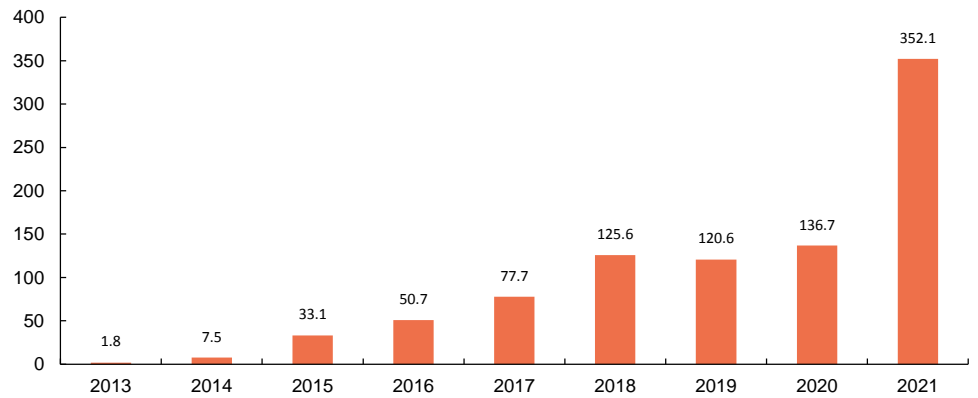
资料来源:移动、联通、电信官网,通信产业网,申港证券研究所

3.2 新能源汽车业务方兴未艾

3.2.1 新能源汽车行业具备高成长性

新能源汽车行业正处于快速渗透期,具备较高的成长性。2021 年,我国新能源汽车销量 352.1 万辆,同比增长 1.6 倍,渗透率从 2020 年的 5.4% 迅速攀升至 2021 年的 13.4%,2022 年 1-3 月,新能源汽车销量 125.7 万辆,同比 1.4 倍,渗透率高达 19.3%。根据新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年),2025 年我国新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右,2035 年节能汽车与新能源汽车年销售量占比达到 50%,行业向上空间巨大。

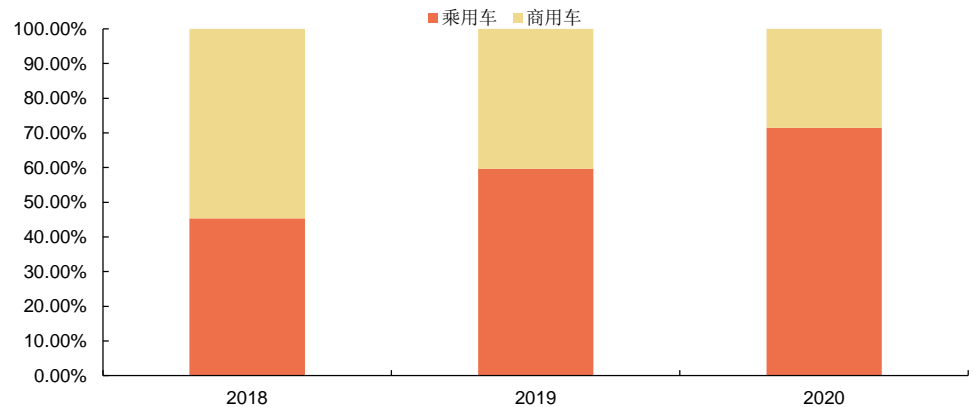
图36: 新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 申港证券研究所

公司新能源汽车领域产品销售收入与新能源汽车销量强相关。2019年, 公司新能源汽车领域产品销售收入较2018年下滑7.62%, 主要原因为当年度新能源汽车补贴标准在2018年基础上平均退坡50%。补贴退坡一定程度上冲击了新能源汽车的市场需求, 一方面导致新能源整车厂面临大规模洗牌; 另一方面新能源整车销量增速放缓导致新能源连接产品供应商之间的竞争加剧, 公司作为新能源连接器的重要供应商亦在不断寻求突破, 结合客户的经营情况及资信情况调整公司的产品销售结构及客户结构, 逐步将销售重心由商用车连接产品转向乘用车连接产品。

图37: 瑞可达乘用车和商用车产品占比



资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

公司作为新能源连接系统的专业供应商, 自研发新能源连接器之日起, 即专注于新能源连接器产品的研发, 较传统车连接器产品供应商减少了转型的时间, 具备一定的先发优势。

3.2.2 换电赛道异军突起

电池是电动汽车最核心的核心部件, 是提升出行体验的重要环节。近年来, 续航里程的提升, 已经大幅缓解了电动车消费者的里程焦虑, 这得益于头部电池企业的技术升级, 以宁德时代为代表的中国电池企业, 通过材料、结构等一系列创新, 不断提升电池能量密度, 帮助电动车实现了更高的续航。

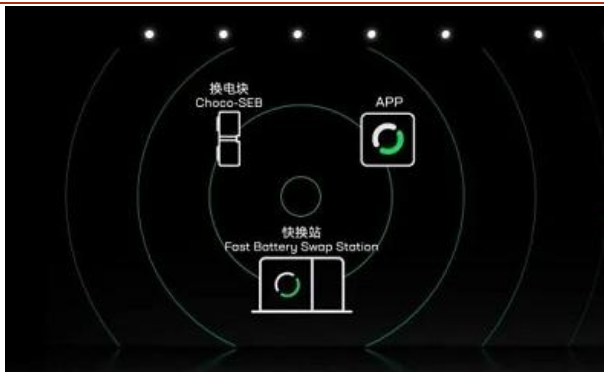
但是,补能问题仍然存在。目前,新能源汽车主要有充电与换电两种能源补给模式,这两种补能模式的载体一种是充电桩,另一种是换电站。与充电桩的充电模式不同,换电是通过集中型充电站对大量电池集中存储充电,同时在电池配送站内直接完成对电动车进行电池更换。

随着我国新能源汽车保有量越来越大,以充电为目前主要补电的模式,矛盾日益凸显。很多电动汽车的慢充时间都在 8 小时左右,部分车型则超过 10 小时。部分车型的快充时间能够缩短至 30 分钟,但很多车型的快充时间仍会长达 2 小时。在这样的背景下,仅数分钟即能完成换电的换电模式的优势大大凸显。换电模式作为一种补能的有效形式被提到重要位置,利好不断。

- ◆ 2020 年 4 月,财政部等四部委联合发布了《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》,30 万以上新能源汽车不享受补贴,但“换电模式”车辆不受此规定。
- ◆ 2021 年 10 月,工信部印发《关于启动新能源汽车换电模式应用试点工作的通知》,决定在 13 个城市启动新能源汽车换电模式应用试点工作。

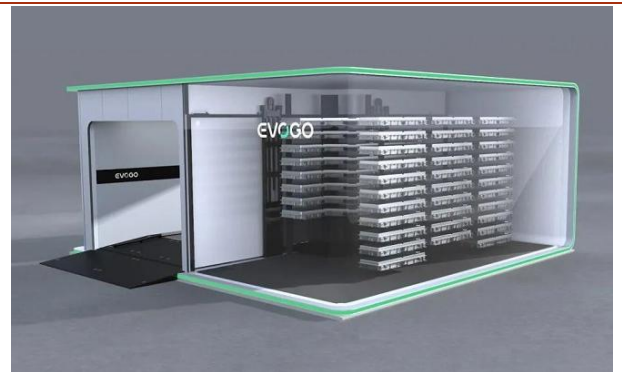
随着政策环境利好,越来越多的市场参与者开始布局和进入“换电”领域,“换电”模式逐渐发力。2022 年 1 月,宁德时代全资子公司宁德电服发布换电服务品牌 EVOGO,以及由“换电块、快换站、APP”三大产品共同构成组合换电整体解决方案。EVOGO 换电服务将在 10 个城市首批启动。

图38: EVOGO 换电解决方案



资料来源:宁德时代官网,申港证券研究所

图39: 快换站



资料来源:宁德时代官网,申港证券研究所

截至目前,蔚来、北汽、上汽荣威、吉利枫叶、长安、一汽奔腾、一汽红旗等车企已推出了换电乘用车型。其中,蔚来主要面向 C 端消费者,其余车企的换电车型由之前面向出租车运营公司慢慢转变为面向 C 端消费者。

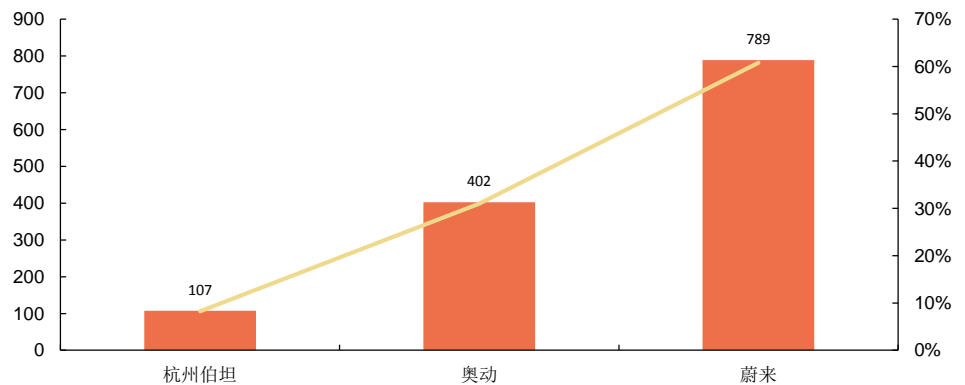
图40: 部分换电乘用车车型



资料来源: 汽车之家, 申港证券研究所

根据中国充电联盟数据显示, 2021 年我国换电站保有量达到 1298 座, 较 2020 年底的 555 座翻了一番。目前已有换电站的玩家, 有蔚来汽车、奥动新能源、杭州伯坦。越来越多的企业开始投资建设换电站, 纷纷公布未来五年的换电站建设计划, 排除双方合作建站 (如中石化、国家电投等将与蔚来、奥动新能源合作建设) 导致的计数重叠, 并考虑暂未公布具体规划的企业, 换电站数量在 2025 年将达到 2-3 万座。

图41: 2021 年主要换电运营商换电站数量 (座) 及占比



资料来源: 中国充电联盟, 申港证券研究所

表12: 部分企业换电站建设规划

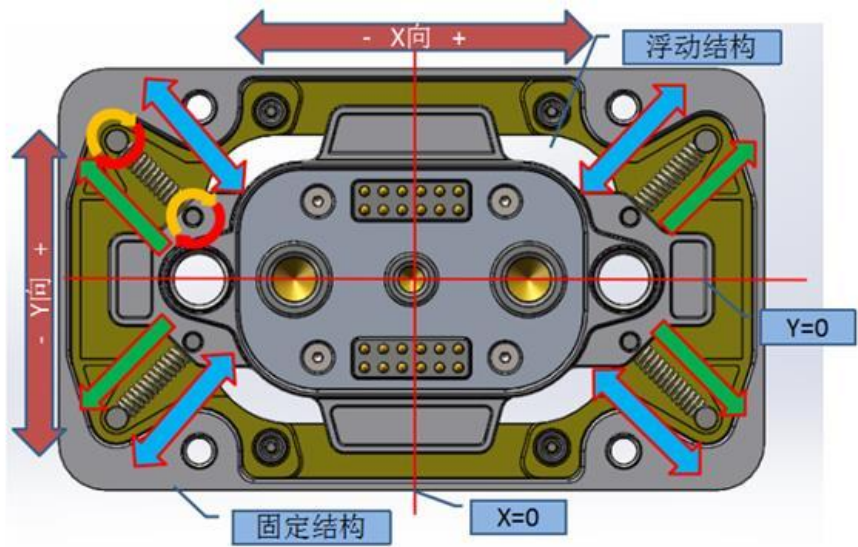
企业	换电站建设规划
蔚来汽车	2022 年至 2025 年, 中国市场每年新增换电站 600 座; 到 2025 年底, 全球换电站总数将超过 4000 座, 其中中国以外市场电站约 1000 座。
吉利汽车	在 2025 年建设超过 5000 座换电站。
中国石化	到 2025 年将建 5000 座充换电站。
奥动	2021-2025 年发展规划: 建设 10000 个以上 20 秒极速换电站。
国家电投	到 2025 年, 新增总投资规模 1150 亿元, 推广重卡 20 万台, 新增投资持有

企业	换电站建设规划
	换电站 4000 座，新增投资持有电池 22.8 万套。
长安新能源	预计 2025 年，全国累计建立换电站 10000 座
协鑫能科	2022 年建成投运不低于 450 座换电站；到 2025 年完成 5000-6000 座换电站建设。

资料来源：各公司官网，申港证券研究所

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。

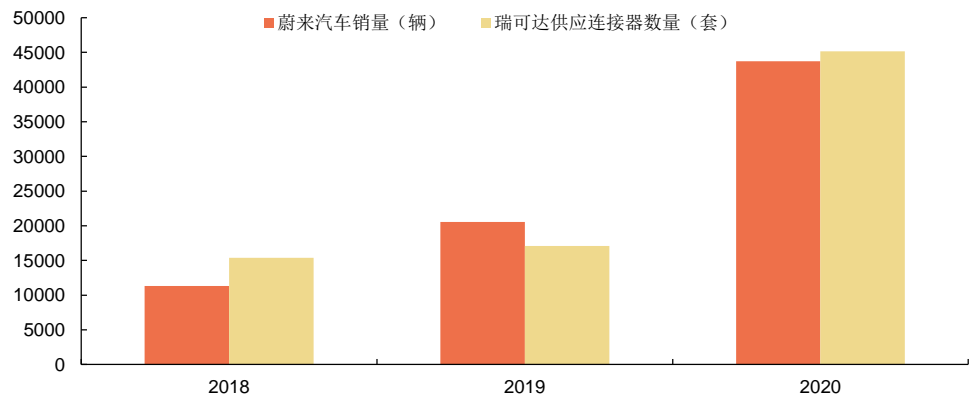
图42：换电连接器



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

换电站数量的增加促进换电车型销量的上涨。公司作为蔚来汽车换电连接器的主力供应商，技术积累深厚，随着换电车型和换电站的普及，公司换电连接器产品客户有望扩展，销量将快速增长。

图43：蔚来汽车销量与瑞可达换电连接器供应量关系

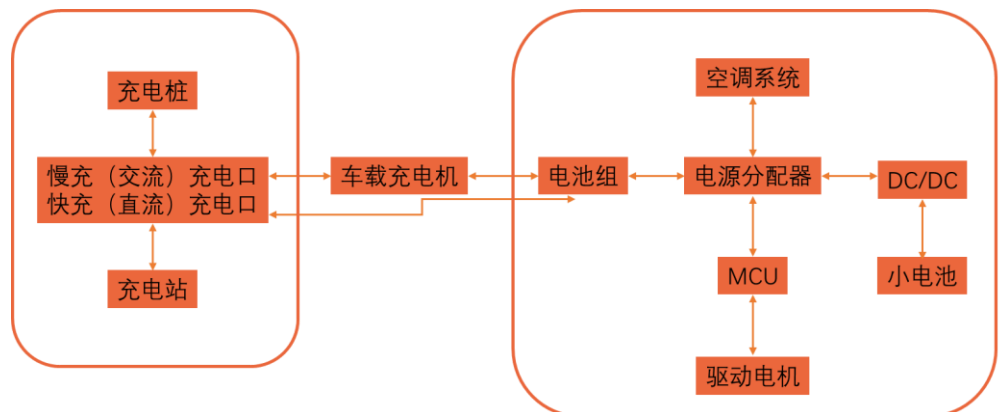


资料来源：招股说明书，乘联会，申港证券研究所

3.2.3 电动化普及 高压连接器持续受益

新能源汽车的电动化在持续快速的发展，其内部电气连接部件的要求也逐渐提高，与传统燃料汽车相比，电动汽车往往有较高的电压和电流平台。高压连接器作为新能源汽车的“血管”，是汽车高压系统中较为核心的组件之一，主要应用于 DC、水暖 PTC 充电机、风暖 PTC、直流充电口、动力电机、高压线束、维修开关、逆变器、动力电池、高压箱、电动空调、交流充电口等。我国新能源汽车的销量增长带动高压连接器持续放量。

图44：新能源汽车高压连接器应用场景



说明：箭头代表连接器

资料来源：一览众咨询，申港证券研究所

传统燃油汽车使用低压连接器价值在 1000 元左右，而高压连接器的材料成本以及屏蔽、阻燃要求等性能指标高于传统的低压连接器，因此新能源汽车单车使用连接器价值远高于低压连接器。纯电动乘用车单车使用连接器价值区间为 3000 元左右，纯电动商用车单车使用连接器价值区间为 8000 元左右。按照 2022 年新能源汽车 550 万辆的销量预估，今年车载高压连接器市场规模将突破 160 亿元。

新能源汽车三电及其连接器都朝着小型化、轻量化、集成化、模块化的方向发展。同时，在 800V 的平台架构下，整套电气部件都需要更高的电气绝缘强度来保证操作时的安全。公司研发了众多高压大电流产品，涉及充电桩、电池、电源分配、电控、电机、加热等系统的连接方案。

- ◆ 使用环簧大电流端子接触技术，增加接触点提高载流能力的同时，有效控制温升；
- ◆ 采用复合材料制作端子，接触区采用高导电率材料，保证产品的电性能，外部采用弹性材料保证产品的机械性能，能够同时实现接触件高弹性以及高导电性；
- ◆ 防护等级能够达到 IP68；
- ◆ 振动环境下能够保持可靠接触，插拔寿命能够达到 10000 次；
- ◆ 全屏蔽的 EMC 设计

代表公司高压大电流连接器先进性水平的 RQA II 系列与行业内主要企业同类型产品指标趋同。

表13: 同类高压连接器性能对比

性能指标	瑞可达	安费诺	瀚迅	中航光电	四川华丰
产品系列	RQA II 系列连接器	RTHP 系列连接器	RADOX® EV-C 系列连接器	EP1 系列连接器	EVP 系列连接器
额定电流	300A-400A	最大 320A	450A (95mm ²)@ 85°C	300A	60A-400A
工作温度范围	-40°C—125°C	-40-125°C	-40°C-140°C	-40-125°C	-
额定电压	1000V	630V	1000V	1000V	220V-630V
防护等级	IP68	IP67	IP67、IP6K9K	IP67	IP67

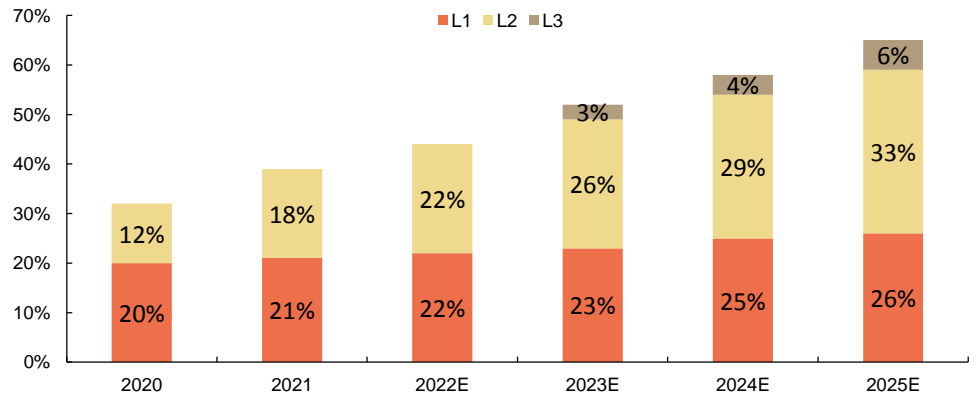
资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

为了提高补能效率, 大功率快充成为各车企的研发重点。相较于 400V 架构, 切换 800V 架构能够使充电时间减少一半。目前小鹏汽车、广汽埃安、吉利极氪、理想汽车、北汽极狐等车企都已经布局 800V 快充技术, 将在 2022 年陆续实现量产。从 400V 增至 800V 对连接器的可靠性、体积和电气性能提出了更高要求, 其在机械性能、电气性能、环境性能三方面均将持续提升。升压后, 高压连接器将重新选型, 增加大功率快充接口及 400V 到 800V 的转化接口, 带动高压连接器单车价值量上升。公司的高压大电流产品已配套供货给蔚来、特斯拉等主流新能源车企, 随着高压平台的普及, 该类高端产品将持续受益。

3.2.4 智能化加速 智能网联连接器开拓蓝海

根据《智能网联汽车技术路线图 2.0》规划, 到 2025 年, 国产 L2 级、L3 级自动驾驶的智能网联汽车将占汽车总销量的 50%; 到 2030 年, 国产 L2 级、L3 级自动驾驶的智能网联汽车在销量中的占比达到 70%, L4 级自动驾驶车型占比达到 20%。

图45: 2020-2025 年我国乘用车 ADAS 各分级占比



资料来源: 艾瑞咨询, 申港证券研究所

根据高工智能汽车研究院数据显示, 2021 年全年国内新车搭载前向 ADAS 上险量为 807.89 万辆, 同比增长 29.51%。其中 L2 级 ADAS 新车搭载上险量为 395.62 万辆, 同比上年同期增长 77.65%, 而 L2+级 ADAS 新车全年的上险量也已经呈现出快速攀升的态势。

智能驾驶系统需要将超声波雷达、毫米波雷达、摄像头、激光雷达、网关、VCU、天线、GPS、5G 通信等进行互连。随着高级别 ADAS 的渗透率快速提升, 车载传感器用量增加, 数据传输要求 (高速高频大数据量) 相应提高, 智能网联连接器使

用量也随之增长。

智能网联连接器分为 FAKRA 连接器、Mini-FAKRA (HFM) 连接器、HSD (High Speed Data) 连接器和以太网连接器。

- ◆ **FAKRA 连接器**：一种用于射频信号传输的连接器，其出色的电气、机械和环境性能使其能够广泛应用于车载 AM/FM、GPS 全球定位系统、蓝牙、车载互联网、远程控制和无钥匙接入等汽车天线领域。
- ◆ **Mini-FAKRA (HFM) 连接器**：作为 FAKRA 的升级产品，HFM 不仅在频率范围上进行了扩展，从 FAKRA 传统的 6GHz 提升到最新的 20GHz，而且在尺寸上进行了优化，4 合 1 的体积较现有产品缩小 80%，可以更好的支持未来的天线应用 (如 5G 技术)。
- ◆ **HSD 连接器**：具有 5Gbit/s 高速率数据传输能力，主要应用于智能天线、车载摄像头、流媒体后视镜、虚拟仪表、电子大屏、HUD 抬头显示及 USB 等。
- ◆ **以太网连接器**：分为非屏蔽 MTD 连接器和适配屏蔽和非屏蔽线缆的 H-MTD 连接器。MTD 支持 100M 和 1000M 以太网，而 H-MTD 的传输速率最高可达 PAM2 28Gbit/s，PAM4 56Gbit/s。主要应用于 4K 摄像头或显示屏、自动驾驶等。

以 L1 及以下功能的单车智能网联连接器价值为 200 元，L2 及以上功能的单车智能网联连接器价值为 800 元进行推测，2022 年我国车载智能网联连接器市场规模将突破 60 亿元。

公司持续关注 ADAS 及智能驾驶领域，积极布局，相关产品开发工作基本完成，并且已经与部分客户进行了相关的合作，开始了小批量试产。未来车载智能网联连接器产品将开拓蓝海，带来可观的业绩增量。

4. 业绩预测与估值

4.1 关键假设

公司营业收入分成 4 部分：通信业务收入、新能源汽车业务收入、工业及其他业务收入和非主营业务收入。

通信业务：随着国内 5G 业务发展放缓，公司通信领域发展进入瓶颈期，5G 微基站占比增加导致订单量下滑，但同时公司积极布局海外业务，整体业务进入平稳发展期。收入 2022-2024 年增长率分别为 15.09%、8.56%、6.25%，毛利率 2022-2024 年分别为 18.15%、21.36%、23.67%。

新能源汽车业务：新能源行业发展迅猛，产品出货量保持高增长，毛利率延续上涨态势。随着换电和车载智能网联产品销量增加，带动整体销售单价上涨。收入 2022-2024 年增长率分别为 82.52%、60.43%、44.44%，毛利率 2022-2024 年分别为 26.06%、27.11%、27.81%。

工业及其他业务：收入 2022-2024 年增长率分别为 40%、35%、30%，毛利率 2022-2024 年分别为 35.4%、35.4%、35.4%。

非主营业务: 收入 022-2024 年增长率分别为 80%、60%、40%，毛利率 2022-2024 年分别为 79.6%、79.6%、79.6%。

销售费率稳定在 2.1%，管理费率稳定在 3.3%，研发费率稳定在 5.1%，财务费率稳定在 0.2%。

4.2 业绩预测

根据关键假设，我们预测公司 2022-2024 年营业收入为 15.26 亿元、23.43 亿元、33.01 亿元，同比增长 69.21%、53.56%、40.86%。2022-2024 年归母净利润为 2.05 亿元、3.42 亿元、5.06 亿元，同比增长 80.09%、66.86%、47.75%。

表14: 公司营业收入和销量预测 (万元, 万套)

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
通信	产品收入	26583.22	13455.33	15486.29	16811.72	17862.45
	YOY	23.81%	-49.38%	15.09%	8.56%	6.25%
	销量	3628.22	1175.09	1325.94	1411.20	1470.00
	YOY	29.14%	-67.61%	12.84%	6.43%	4.17%
	毛利率	32.38%	14.81%	18.15%	21.36%	23.67%
新能源汽车	产品收入	29823.43	69115.13	126147.16	202375.06	292319.54
	YOY	14.33%	131.75%	82.52%	60.43%	44.44%
	销量	618.72	1420.73	2401.00	3633.84	5047.00
	YOY	37.19%	129.62%	69.00%	51.35%	38.89%
	毛利率	22.21%	24.67%	26.06%	27.11%	27.81%
工业及其他	小计	4256.55	6845.94	9584.32	12938.83	16820.47
	YOY	38.73%	60.83%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	32.83%	35.39%	35.40%	35.40%	35.40%
非主营业务	小计	375.54	755.95	1360.71	2177.14	3047.99
	YOY	77.46%	101.30%	80.00%	60.00%	40.00%
	毛利率	76.51%	81.81%	79.60%	79.60%	79.60%
	合计	61038.74	90172.35	152578.48	234302.75	330050.45
	YOY	20.07%	47.73%	69.21%	53.56%	40.86%
	毛利率	27.71%	24.49%	26.32%	27.64%	28.45%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

4.3 估值

公司 2022-2024 年对应的 PE 分别为 47.4、28.41、19.23 倍。我们选取中航光电、航天电器、得润电子、永贵电器与公司进行估值对比，4 家公司平均 PE 为 29.08、22.19、17.37 倍。综合可比公司估值，考虑到公司新能源汽车业务领域景气度高，成长空间大，给与公司 2022 年 55 倍 PE 的估值，对应股价 104.42 元，市值 112.78 亿元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

表15: 可比公司 PE 估值

证券代码	公司简称	股价	市值 (亿元)	PE			EPS		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002179	中航光电	71.28	809	30	23.17	18.54	2.38	3.08	3.84
002025	航天电器	59.32	269	36.03	27.67	22.58	1.65	2.14	2.63
002055	得润电子	10.08	61	28.08	21.46	-	0.36	0.47	-
300351	永贵电器	9.82	38	23.52	17.73	13.24	0.42	0.55	0.74
-	均值	-	-	29.41	22.51	18.12	1.2	1.56	2.4
688800	瑞可达	90.00	97	47.4	28.41	19.23	1.9	3.17	4.68

资料来源: Wind, 申港证券研究所, 数据采用 2022 年 4 月 15 日收盘价, 除瑞可达外其余数据来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

新能源车销量不及预期, 5G 通信建设不及预期, 应收账款无法收回, 存货跌价, 原材料价格上涨, 技术迭代风险, 疫情控制不及预期, 国外业务发展不及预期。

表16: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	610	902	1526	2343	3301	流动资产合计	750	1267	1919	2875	3996
营业成本	441	681	1124	1695	2361	货币资金	201	461	641	985	1387
营业税金及附加	4	4	6	9	13	应收账款	202	369	565	868	1223
营业费用	13	19	32	49	69	其他应收款	5	3	5	7	10
管理费用	31	29	50	77	109	预付款项	5	5	8	14	21
研发费用	31	46	78	119	168	存货	123	256	367	554	772
财务费用	4	0	3	5	7	其他流动资产	5	3	8	14	22
资产减值损失	-4.18	-4.50	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	211	270	267	264	261
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0	12	12	12	12
投资净收益	-3.84	-5.04	0.00	0.00	0.00	固定资产	136.66	151.55	159.26	163.53	166.12
营业利润	84	127	232	388	573	无形资产	9	52	47	42	38
营业外收入	0.40	0.10	0.00	0.00	0.00	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	0.41	0.02	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	23	6	6	6	6
利润总额	84	127	232	388	573	资产总计	961	1537	2186	3139	4257
所得税	11	13	27	45	67	流动负债合计	413	523	1002	1659	2338
净利润	73	114	205	342	506	短期借款	60	0	157	404	607
少数股东损益	-1	0	0	0	0	应付账款	209	354	551	831	1157
归属母公司净利润	74	114	205	342	506	预收款项	0	0	-3	-8	-15
EBITDA	117	202	248	406	592	一年内到期的非流动负债	0	1	1	1	1
EPS (元)	0.91	1.23	1.90	3.17	4.68	非流动负债合计	14	16	8	8	8
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	427	539	1010	1667	2347
营业收入增长	20.07%	47.73%	69.21%	53.56%	40.86%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	89.87%	51.68%	83.29%	66.86%	47.75%	实收资本(或股本)	81	108	108	108	108
归属于母公司净利润增长	80.09%	66.86%	80.09%	66.86%	47.75%	资本公积	192	514	514	514	514
获利能力						未分配利润	238	345	464	663	957
毛利率(%)	27.71%	24.49%	26.32%	27.64%	28.45%	归属母公司股东权益合计	534	997	1175	1472	1910
净利率(%)	11.88%	12.62%	13.44%	14.60%	15.32%	负债和所有者权益	961	1537	2186	3139	4257
总资产净利润(%)	7.66%	7.41%	9.38%	10.90%	11.88%	现金流量表					
ROE(%)	13.80%	11.42%	17.45%	23.25%	26.47%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	113	39	63	157	284
资产负债率(%)	44%	35%	46%	53%	55%	净利润	73	114	205	342	506
流动比率	1.82	2.42	1.91	1.73	1.71	折旧摊销	30.23	75.46	0.00	8.55	8.82
速动比率	1.52	1.93	1.55	1.40	1.38	财务费用	4	0	3	5	7
营运能力						应付帐款减少	0	0	-196	-303	-355
总资产周转率	0.68	0.72	0.82	0.88	0.89	预收帐款增加	0	0	-3	-5	-7
应收账款周转率	3	3	3	3	3	投资活动现金流	-36	-65	-10	-10	-10
应付账款周转率	2.96	3.20	3.37	3.39	3.32	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.23	1.90	3.17	4.68	投资收益	-4	-5	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	0.79	2.45	1.67	3.18	3.73	筹资活动现金流	-13	291	127	197	129
每股净资产(最新摊薄)	6.59	9.23	10.88	13.63	17.69	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	98.90	73.17	47.40	28.41	19.23	普通股增加	0	27	0	0	0
P/B	13.66	9.75	8.27	6.60	5.09	资本公积增加	0	323	0	0	0
EV/EBITDA	60.91	45.82	37.18	22.54	15.09	现金净增加额	64	265	180	344	402

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上