

意华股份 (002897.SZ) 光伏支架向阳生长，汽车连接器星辰大海

2022 年 10 月 24 日

——公司首次覆盖报告

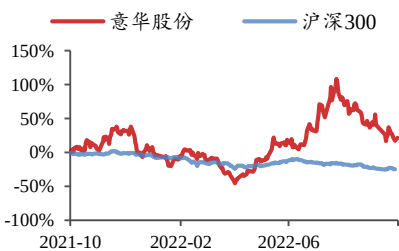
投资评级：买入（首次）
戴晶晶（分析师）

daijingjing@kysec.cn

证书编号：S0790522080005

日期	2022/10/24
当前股价(元)	49.71
一年最高最低(元)	87.92/21.58
总市值(亿元)	84.84
流通市值(亿元)	78.78
总股本(亿股)	1.71
流通股本(亿股)	1.58
近 3 个月换手率(%)	188.2

股价走势图



数据来源：聚源

● 连接器领军企业，光伏支架持续高增，首次覆盖，给予“买入”评级

意华股份公司是国内最具实力的通讯连接器生产商之一，主营通讯+消费电子连接器及光伏支架业务。对于新能源汽车而言，内部动力电流及信息电流复杂，对连接器的要求从传统的电气连接逐步增加对控制系统、射频天线、传感器等的要求，对连接器及线束产品的需求相对传统汽车也更高，新能源汽车带来连接器量价齐升，有望打开公司新的成长空间。光伏支架业务，公司背靠光伏领域领先厂商 NEXTracker、GameChangeSolar、FTC 等，随着中国跟踪支架渗透率持续提升，业绩有望持续高增长。我们预测公司 2022/2023/2024 年可实现归母净利润为 3.32/4.47/5.78 亿元，同比增长为 145.0%/34.6%/29.1%，EPS 为 1.95/2.62/3.39 元，当前股价对应 PE 分别为 25.5/19.0/14.7 倍，相对可比公司，存在一定估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 光伏跟踪支架星辰大海，背靠大客户，业绩有望持续高增长

公司 2021 年营收 44.9 亿元，光伏支架营收 22.56 亿元，对应出货量 4.5GW，光伏支架成为公司第一大收入来源。核心客户包括全球光伏领域领先厂商 NEXTracker、GameChangeSolar、FTC 等。随着我国不断加大光伏装机量，预计未来光伏支架的市场规模将会继续稳步提高，公司通过募投项目等加快国内外产业布局，抢占光伏支架蓝海赛道，业绩有望持续高增长。

● 深耕通讯+消费电子领域，汽车连接器打开成长新空间，业绩有望超预期

公司以通讯连接器为核心，消费电子连接器为重要构成，汽车等其他连接器为延伸。下游客户关系稳固且优质，已与华为、中兴、富士康、伟创力、和硕、亚旭、TCL 等全球著名企业建立了长期的合作伙伴关系。随着新能源汽车快速增长，对连接器及线束产品的需求也更高，带来连接器量价齐升，有望带来业绩增长新动力。

● 风险提示：汇率波动风险、行业与市场竞争风险、大客户需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,268	4,490	5,709	7,134	8,748
YOY(%)	101.4	37.4	27.2	24.9	22.6
归母净利润(百万元)	180	136	332	447	578
YOY(%)	310.0	-24.7	145.0	34.6	29.1
毛利率(%)	22.5	17.1	18.5	19.5	20.0
净利率(%)	5.3	2.7	5.2	5.6	5.9
ROE(%)	13.0	8.6	17.6	19.3	20.1
EPS(摊薄/元)	1.06	0.79	1.95	2.62	3.39
P/E(倍)	47.1	62.5	25.5	19.0	14.7
P/B(倍)	6.5	6.2	5.0	4.0	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 意华股份：国内连接器标杆企业，光伏支架持续高增	4
1.1、 公司专注于连接器+光伏支架两翼发展	4
1.2、 股权结构稳定，控股股东和实控人明晰	6
1.3、 一体两翼，通讯连接器和光伏支架业务为主要营收来源	6
1.4、 新能源产品带来需求放量，各项财务数据迎来转折点	7
2、 通讯+汽车为连接器主要下游应用，国产替代打开国内厂商增长新空间	8
2.1、 连接器应用广泛，市场前景广阔	8
2.2、 新能源汽车有望带来连接器市场增长新动力	10
2.3、 5G 应用与新兴技术将打开市场成长空间	11
2.3.1、 5G 基站大规模建设，带动行业放量增长	11
2.3.2、 智能终端迎来 5G，加速消费电子连接器产品升级	11
2.4、 连接器以海外厂商为主，国产连接器厂商快速成长	12
3、 光伏支架行业：背靠全球大客户前景广阔	13
3.1、 光伏发电竞争力强，光伏支架产业市场前景广阔	13
3.2、 公司具备长期合作的优质客户以及稳固持续的客户合作关系	14
3.3、 公司加快国内外产业布局，募集资金建设光伏基地	15
4、 公司竞争壁垒高，有望打好 5G 攻坚战	16
4.1.1、 注重研发投入，技术行业领先	16
4.1.2、 布局高端通讯连接器，具有先发优势	16
4.1.3、 深耕通讯连接器领域，客户关系稳固且优质	17
5、 盈利预测与投资建议	17
5.1、 核心假设	17
5.2、 P/E 估值预测	18
6、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 公司自成立以来，不断扩张布局连接器领域	4
图 2： 公司股权结构清晰	6
图 3： 公司各类产品营收稳步增加	6
图 4： 公司积极拓展海外市场	7
图 5： 公司营业总收入逐年攀升	7
图 6： 公司归母净利润迎来转折点	7
图 7： 公司各产品毛利率逐步稳定	8
图 8： 公司加权净资产收益率迎来转折点	8
图 9： 连接器产业链分为原材料、连接器加工制造和应用	9
图 10： 通信领域位列连接器应用第二位	9
图 11： 全球连接器市场规模持续上升	10
图 12： 中国新能源汽车销量激增	10
图 13： 中国新能源汽车连接器市场前景广阔	11
图 14： 2016-2023 年全球消费电子产品市场规模保持增长态势	12
图 15： 国内连接器行业集中度不断提高	13

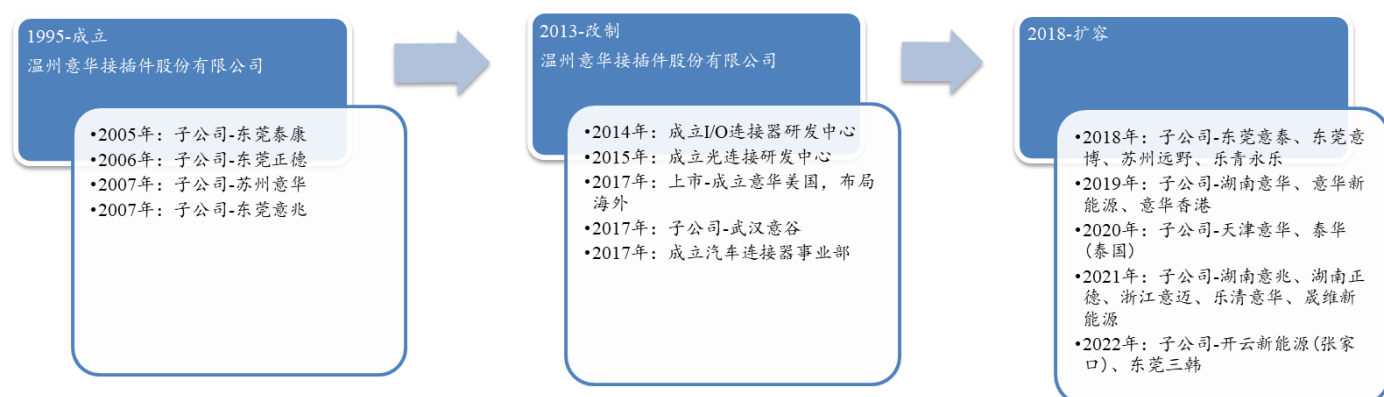
图 16: 中国连接器市场规模快速增长	13
图 17: 中国是连接器最大市场	13
图 18: 全球光伏发电累计装机容量保持高增长	14
图 19: 我国光伏发电累计装机容量保持高增长	14
图 20: 全球光伏跟踪支架出货量不断增加	14
图 21: 2020 年全球光伏跟踪支架市场份额	15
图 22: 公司研发投入大幅增加, 营收占比大	16
表 1: 各子公司产品业务范围主要为连接器+光伏支架	4
表 2: 公司细分产品种类丰富	5
表 3: 连接器主要分为电连接器、光连接器和流体连接器	8
表 4: 全球 TOP10 电子连接器制造商中国占据两家	12
表 5: 高速连接器主要应用于 5G 基站和数据中心	17
表 6: 公司客户关系稳固且优质	17

1、意华股份：国内连接器标杆企业，光伏支架持续高增

1.1、公司专注于连接器+光伏支架两翼发展

公司主营业务为连接器业务及太阳能支架业务。温州意华接插件股份有限公司成立于 1995 年 12 月，于 2017 年在 A 股上市。连接器业务，公司以通讯连接器为核心，消费电子连接器为重要构成，汽车等其他连接器为延伸，延伸产品应用范围及应用场景；太阳能支架业务，经营主体为公司全资子公司乐清意华新能源科技有限公司，其核心客户为全球光伏系统领域领先厂商 NEXTracker，光伏跟踪支架领域排名第一。

图1：公司自成立以来，不断扩张布局连接器领域



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司通过系列资本运作不断拓展业务边界。公司在东莞、苏州、乐清设立六家全资子公司，在北京、上海、深圳、成都、武汉、中国台湾、美国等地设有办事处或联络点，致力于为客户提供完善的互连产品应用解决方案，与华为、中兴通讯、富士康、伟创力、和硕、亚旭、TCL 等全球知名企业建立了长期的合作伙伴关系。公司成立或收购东莞意博、东莞意泰、苏州远野、乐清永乐等子公司，并对武汉意谷、晟维新能源进行增资，2019 年以现金收购方式意华新能源 100% 股权，意华新能源主营太阳能光伏支架业务，收购将进一步开拓公司新能源领域业务，为公司带来新的利润增长点。各业务协同发展，形成规模效应。2021 年收购晟维新能源 51% 股权并对其增资，天津晟维在光伏跟踪支架的研发上有丰富的经验，意华股份通过股权收购与天津晟维开展战略合作，是意华股份在光伏支架领域的重要布局，通过有效整合各方的优势资源，加速公司的战略布局，对公司的长远发展具有积极意义。

表1：各子公司产品业务范围主要为连接器+光伏支架

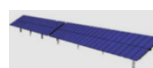
主要子公司/控股公司	直接持股比例	主营产品
东莞泰康	100%	HDMI 等连接器
东莞正德	100%	USB 等连接器
苏州意华	100%	汽车连接器、电脑线束、网络 RJ45 集成变压器、SFP 高速连接器、适配器等精密连接器
东莞意兆	100%	通讯接插件：RJ11、RJ45、RJ45+Transformer、水晶头等
武汉意谷	87.50%	光模块、光器件、光连接产品

东莞意泰	70%	精密注塑件及其配套的塑胶模具、USB 连接线及接头、飞利浦灯罩、华为读卡器、汽车配件等
东莞意博	70%	充电器、电动工具电机控制器、电动汽车驱动电机控制器、家电控制器
苏州远野	54%	汽车电子连接器、汽车零部件等
乐青永乐	100%	塑料件、模具、面罩、口罩等
意华新能源	100%	新能源技术研发、光伏组件、太阳能支架、模具等
乐清意华	100%	光伏产品研发、新能源金属配件制造、太阳能构件、太阳能支架、塑料件、模具
晟维新能源	51%	光伏跟踪支架等产品
浙江意迈	51%	智能机器人的研发；家用电器研发；汽车零部件研发；新材料技术研发；智能家庭消费设备制造；智能家庭消费设备销售；电子元器件制造；物联网设备制造；汽车零部件及配件制造；汽车零配件批发；服务消费机器人销售；电子产品销售；人工智能硬件销售

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司现有十余种产品，是国内少数实现高速连接器量产的企业之一。公司产品包括网络类接插件、光电类连接器、消费电子连接器、电器电源连接器、消费性电子连接线束、工业及汽车电子连接线束等，共 13 种系列产品，每种产品下设多种细分产品，种类丰富。公司于 2014 年建立 I/O 产品事业部，2015 年建立光互连产品事业部，产品线向高速连接器和光互连产品延伸。凭借通讯连接器领域积累的客户资源与技术优势，公司不断加强对消费电子连接器产品的拓展与提升，并对汽车电子产品、智能终端消费电子产品、新能源设备领域进行战略布局，进一步拓展公司产品线，延伸产品应用范围及应用场景。

表2：公司细分产品种类丰富

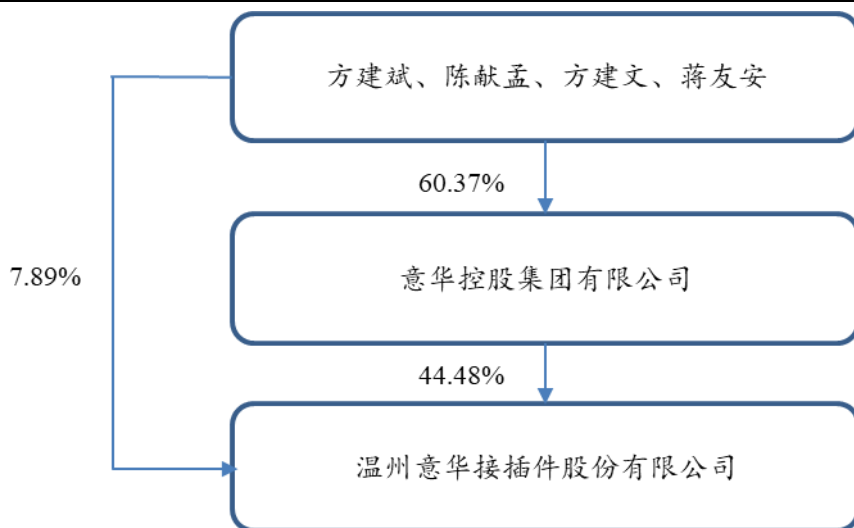
产品系列名称	图示	产品系列名称	图示	产品系列名称	图示
SFP 系列		汽车连接器系列		JACK 系列	
PLUG 系列		插座系列		RJ45+Transformer 系列	
USB 系列		HDMI 系列		电源连接器	
线束产品		电镀加工系列		SATA 系列	
精密压铸系列		光伏跟踪支架		塑料件类	
冲压件类		机加工类		拨码开关系列	
涂装类		安防类			

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、股权结构稳定，控股股东和实控人明晰

公司共有四位一致行动人暨实际控制人，合计直接持有公司 7.89% 股份，分别为方建斌、陈献孟、方建文、蒋友安，分别持有公司 2.45%、2.13%、1.72%、1.59% 的股份，并通过意华集团间接控制上市公司 44.48% 股份，合计控制 52.37% 股份。蔡胜才现任公司董事长；方建斌现任公司副董事长；蒋友安现任公司董事兼总经理；方建文、陈献孟现任公司董事。

图2：公司股权结构清晰

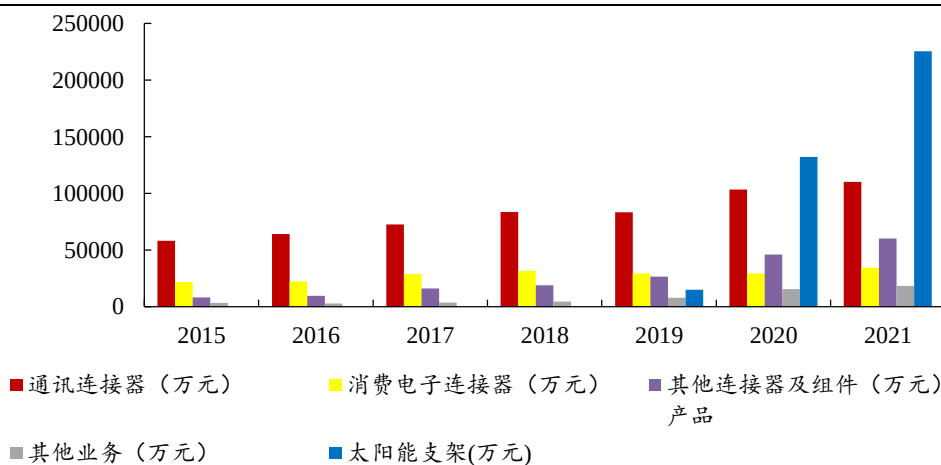


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.3、一体两翼，通讯连接器和光伏支架业务为主要营收来源

公司主营业务为连接器业务及太阳能支架业务。连接器方面，公司产品涵盖传统及高速通讯连接器、消费电子连接器、汽车电子连接器及其它组件产品，2021 年实现营收 22.34 亿元，占营业总收入的 49.76%。太阳能支架业务从 2019 年开始迅速发展，并在 2021 年实现营收 22.56 亿元，略超深耕多年的连接器业务。

图3：公司各类产品营收稳步增加

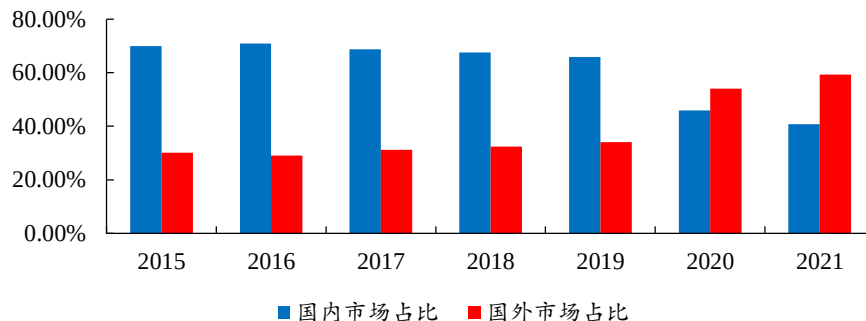


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司积极布局国际市场，海外营收占比稳定。公司目前营业收入以国内市场为主，国外市场占比近年来稳步提高，先后成立泰华新能源（泰国）、意华美国、意华

新能源（香港）、中国台湾分公司拓展海外业务，参与国际市场的努力成果初显，国外市场业务占比逐步上升，2020 年海外业务表现优异，首次超过国内市场占比，并在 2021 年持续保持增长。

图4：公司积极拓展海外市场

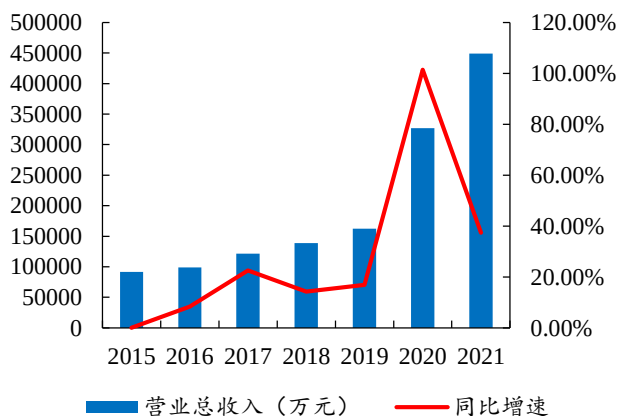


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、新能源产品带来需求放量，各项财务数据迎来转折点

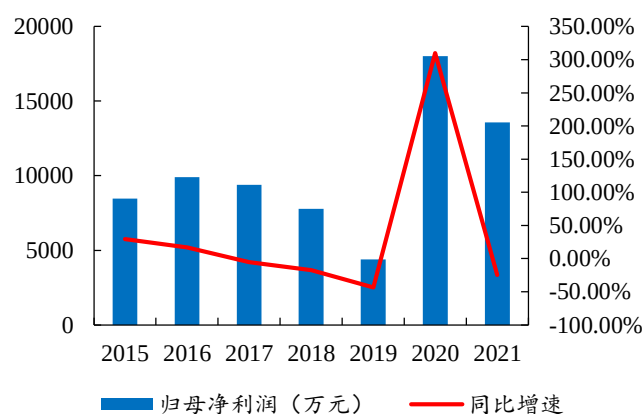
公司营业收入自 2015 年起稳步增加，2021 年实现营业总收入 44.9 亿元，同比增加 37.37%。主要系公司高端 5G 高速连接器的较高毛利拉动与 TYPE-C、RJ45+变压器的销售收入增加所致。公司 2016-2019 年归属于母公司的净利润下滑，2019 年末归母净利润 0.44 亿元，同比减少 43.50%。主要系外部经济政治环境的改变与冲击、新设立子公司（2018 年 11 月设立苏州远野、2019 年 1 月设立湖南意华、2019 年 11 月现金收购意华新能源等）支出较大、研发费用不断提高等原因。2019 年公司收购意华新能源进军光伏跟踪支架业务以来，来自太阳能支架业务的营业收入逐渐提升，占比快速提高。2020 年公司总收入陡增，太阳能支架业务功不可没，公司归母净利润也实现了较高增长，2021 年来自太阳能支架业务的营业收入及占比继续提升，增速较 2020 年放缓，但发展势头仍迅猛，归母净利润有所下降，公司太阳能支架进入高速发展期，为公司发展注入新的活力。

图5：公司营业总收入逐年攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

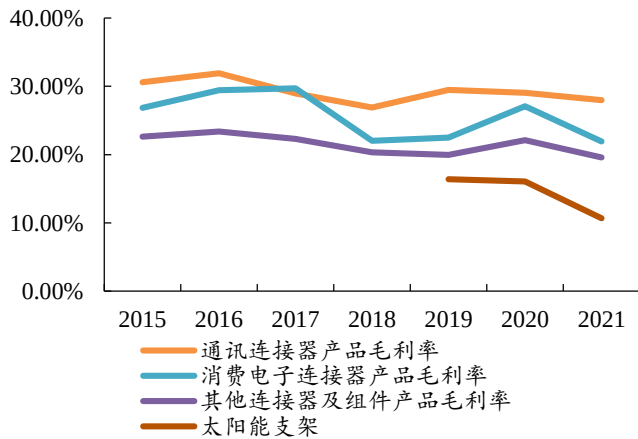
图6：公司归母净利润迎来转折点



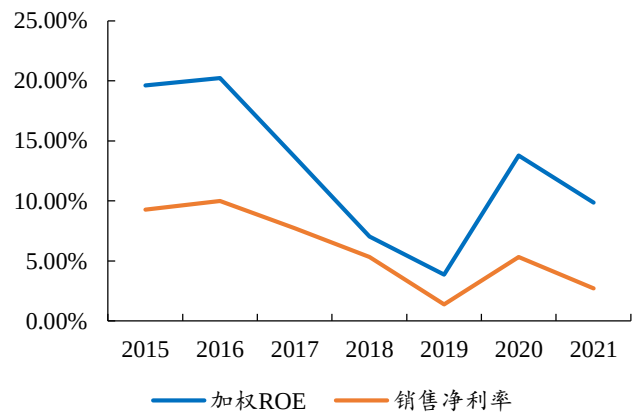
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率、加权净资产收益率触底反弹后略有下降。由于近年来市场竞争不断加剧，公司毛利率较前期有所下降。2020 年公司太阳能支架业务进入高速发展期，为公司发展注入新活力，2020 年公司毛利率为 22.53%，加权净资产收益率为 13.78%，

2021 年公司毛利率为 17.12%，加权净资产收益率为 9.86%，2021 年前三季度由于原材料价格上涨，公司毛利率及加权净资产收益率下降明显。但公司已完成针对下游客户的调价，预计未来毛利率及加权净资产收益率将回升。

图7：公司各产品毛利率逐步稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司加权净资产收益率迎来转折点


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、通讯+汽车为连接器主要下游应用，国产替代打开国内厂商增长新空间

2.1、连接器应用广泛，市场前景广阔

连接器是为不同电路之间实现连接的装置，使电流流通、电路实现预定的功能。广泛应用于消费电子、汽车、数据通信、工业、医疗、航空航天及军事等领域。可分为电连接器、光连接器和流体连接器等。

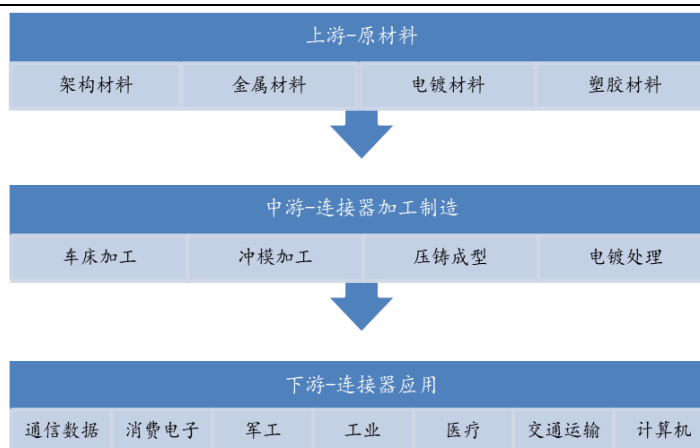
表3：连接器主要分为电连接器、光连接器和流体连接器

连接器种类	内容
电连接器	按形状：圆形连接器、矩形连接器
	按要求：通用连接器、大功率连接器、高电压连接器、脉冲连接器
	环境条件：密封连接器、耐辐射连接器、高温连接器、低温连接器
光连接器	连接头类型：FC/圆头、SC/方头、ST
	优点：损耗低、稳定性好
流体连接器	TSA 系列卡口式、TSC 系列推拉式、TSN 系列三曲槽式、TQC 系列卡瓣式

资料来源：中航光电官网、开源证券研究所

连接器产业链包括上游原材料、中游连接器加工制造和下游应用。连接器上游原材料成本约占产品成本比例的 30% 左右，其中金属材料所占成本最大，包括黄铜、钛铜、SPCC（冷轧铜板）等；塑胶材料次之；电镀材料成本较小，包括镀金、镀银等，架构材料包括锌合金、玻璃、底座等。

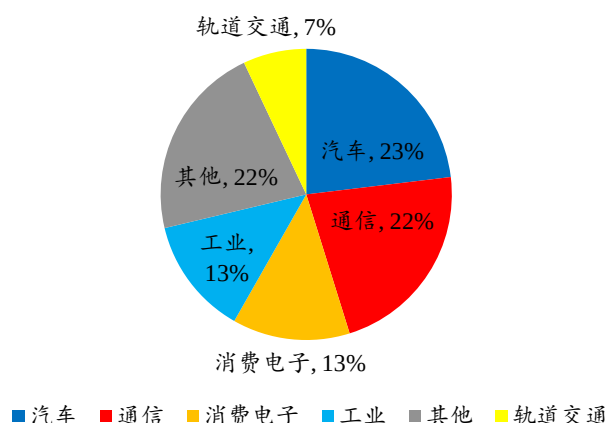
图9：连接器产业链分为原材料、连接器加工制造和应用



资料来源：中国产业信息网、开源证券研究所

连接器下游应用十分广泛，根据中商产业研究院，2021 年全球连接器应用领域分布中汽车领域占 23.6%，通信领域分割 22%，消费电子占据 13.5%的市场份额，工业占据 12.3%，其它应用主要包括军工、医疗、仪器仪表等行业。

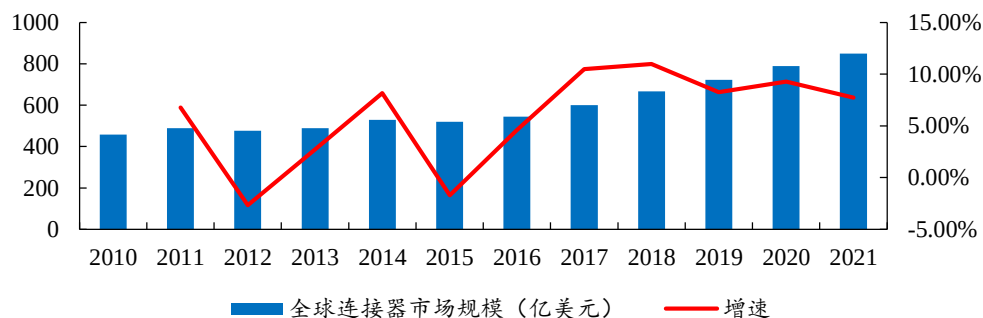
图10：通信领域位列连接器应用第二位



数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

通信领域连接器应用广泛，可用于设备内部，如射频连接器、印制电路板连接器等；可用于基站单元之间，如基站天线、射频拉远与处理单元；可用于解决光电信号的输出输入问题，也可用于电路板与模块间的光电互联。高速通讯连接器及光互连产品作为 FTTx（光纤接入）、云计算、数据中心、SDN（软件定义网络）等方面的基础元件，伴随下游产业发展将迎来更大发展空间。

连接器作为基础性电子元件，在各类行业应用十分广泛，全球区域内需求稳增。近年来全球连接器市场整体呈稳步增长趋势，Bishop&Associates 数据显示，全球连接器市场规模从 2010 年的 458 亿美元增长至 2021 年的 850 亿美元，预计在终端市场增长和技术更迭推动下 2023 年市场规模将超过 900 亿美元。

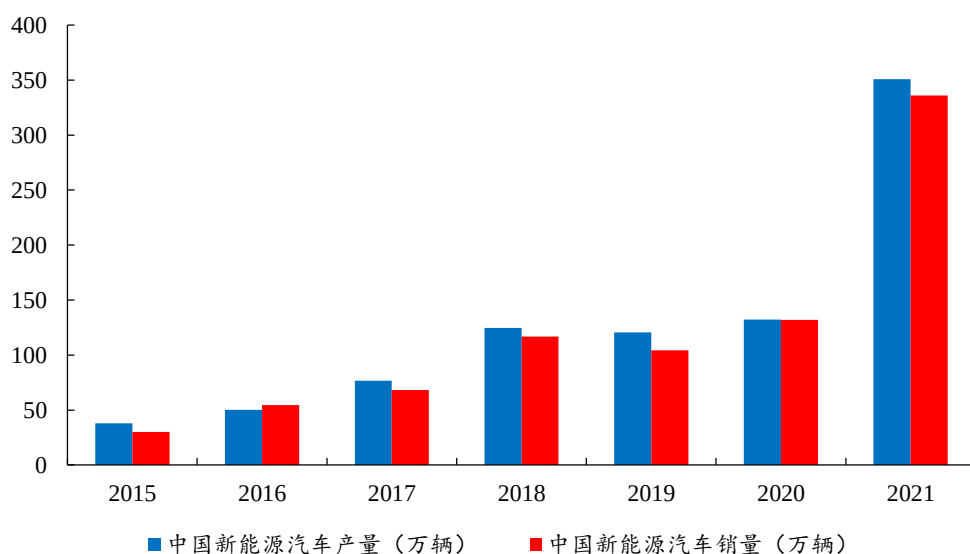
图11：全球连接器市场规模持续上升


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

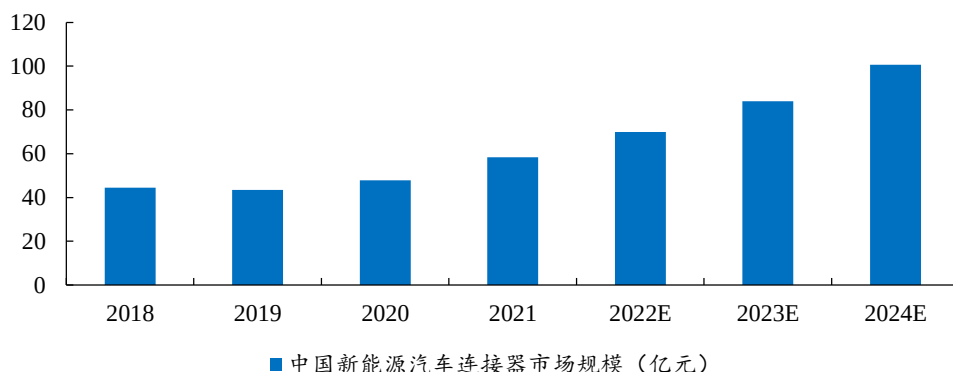
2.2、新能源汽车有望带来连接器市场增长新动力

新能源汽车市场的快速增长有望为连接器行业带来增长新动力。汽车连接器市场是全球连接器最大的细分市场，目前汽车需要的连接器种类有一百多种，一辆汽车所需的连接器数量达 500 只以上。对于新能源汽车而言，内部动力电流及信息电流复杂，对连接器的要求从传统的电气连接逐步增加对控制系统、射频天线、传感器等的要求，对连接器及线束产品的需求相对传统汽车也更高。前瞻产业研究院的数据显示，传统汽车内的连接器（端子+线束）价值约 2000 元，而新能源汽车中则达 5000 元。

2015 年起，中国新能源汽车迎来了井喷式的增长。随着国家政策的引导、购置税减免等各项补贴的落地，我国新能源汽车需求不断扩大，2021 年中国新能源汽车销量达 351 万台。新能源汽车的快速增长将推动连接器需求保持快速增长，预计未来我国新能源汽车连接器市场规模将因此受益，迎来快速上升。智研咨询数据显示，到 2023 年预计将达到 81.17 亿元。

图12：中国新能源汽车销量激增


数据来源：中国汽车工业协会、开源证券研究所

图13：中国新能源汽车连接器市场前景广阔


数据来源：产业信息网、开源证券研究所

2.3、5G 应用与新兴技术将打开市场成长空间

2.3.1、5G 基站大规模建设，带动行业放量增长

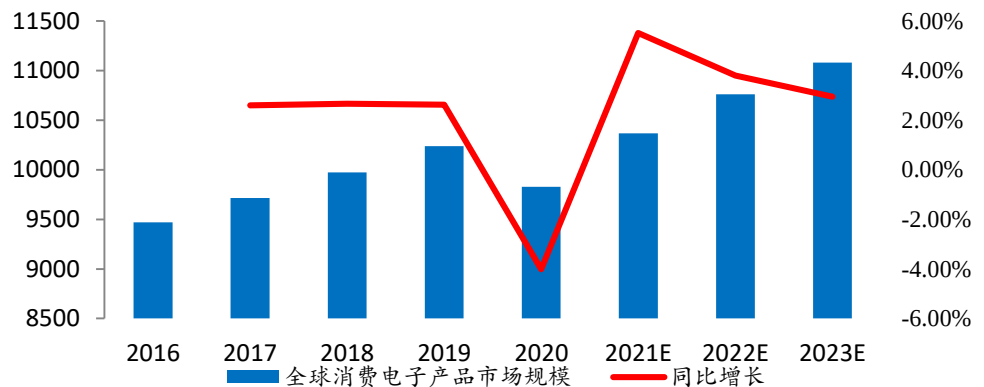
连接器在通讯系统中主要应用于基站天线、BBU 等移动通信基站设备中和移动交换网络等。具体类型包括射频连接器、电源连接器、背板连接器、输入/输出连接器、印制电路板连接器等。

5G 逐步进入商用阶段，5G 基站大规模建设已至。伴随“新基建”的战略部署和各地政府的积极响应，5G 建设成为通信行业目前发展的重点。宏基站与小基站的加速建设，加之 5G 网络架构转型升级带来的承载网的变化，都将对通信连接器的数量与质量产生新的需求，5G 通信连接器发展空间可见一斑。连接器作为通信设备中不可缺少的重要配件之一，在通信设备中的价值占比约 3-5%，在一些大型通信设备中价值占比超过 10%，在 5G 建设驱动下，通信连接器市场有望实现价值量的提高与需求量的提升，成长空间较大。

国内三大运营商积极响应政策，加快基站的建立速度，为连接器市场的需求提供保障。据工信部数据，2022 年我国 5G 新建基站将超 60 万个，加上目前累计建成开通的 142.5 万个，2022 年底 5G 基站总数将突破 200 万个。大量增加的数据流量输送和回程需要新增高速互连连接器，主要包括 SFP、SFP28、QSFP28、光纤贴片线和跳线等；以及高性能背板和夹层连接器、电源接口的需求。

2.3.2、智能终端迎来 5G，加速消费电子连接器产品升级

智能终端迎来 5G、物联网、人工智能、虚拟现实等新兴技术，消费电子产品将加速更新换代，催生新的产品形态，推动消费电子行业保持增长态势。根据中商产业研究院数据，2020 年受新冠疫情影响，全球消费电子行业市场规模有所下跌，2020 年全球消费电子产品市场规模为 9827 亿美元，但并未改变消费电子行业市场规模长期向上的发展趋势，未来新兴技术与消费电子产品的融合，将会加速产品更新换代，推动消费电子行业保持增长态势，根据 Statista 预测，2023 年市场规模将达到 1.11 万亿美元。根据 IDC 数据显示，2020 年全球平板电脑出货量达 1.65 亿台；根据 Counterpoint 数据显示，全球智能手机出货量达 13.31 亿台。受益于我国自主品牌家用电器、智能手机的发展带动，我国逐步涌现一批具备良好研发能力和经营实力的大中型企业，凭借自身技术实力、成本控制能力以及更为贴近客户的响应和服务优势抢占市场，正在逐步完成消费电子连接器领域内的国产替代。

图14：2016-2023年全球消费电子产品市场规模保持增长态势


数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

5G 智能终端对连接器提出了更高要求。消费电子连接器是电子连接器的一个重要细分应用市场，消费电子产品主要包括手机、电脑及周边设备。智能手机和平板行业经过多年发展已经进入相对成熟的阶段。5G 技术要求 I/O 连接器的集成化、轻薄化；整体信号传输高速化；信号高频化带来的低损耗等，将对行业高端产品的需求加大，带动行业升级，需求放量。

2.4、连接器以海外厂商为主，国产连接器厂商快速成长

全球连接器行业前十大厂商以美国、日本厂商为主，市场份额稳定。国外公司目前占有市场份额的优势，主要因其发展历程较长、业务遍布全球，泰科、安费诺、莫仕、鸿海集团、JST 等知名厂商的竞争优势明显。我国连接器厂商成立时间较短，客户主要在中国大陆和中国台湾地区。2019 年，全球电子连接器制造商前十企业中，2 家来自中国，美国 4 家，日本 3 家。未来，随着国产厂商研发、技术的不断提升，将有望不断扩展海外市场。

表4：全球 TOP10 电子连接器制造商中国占据两家

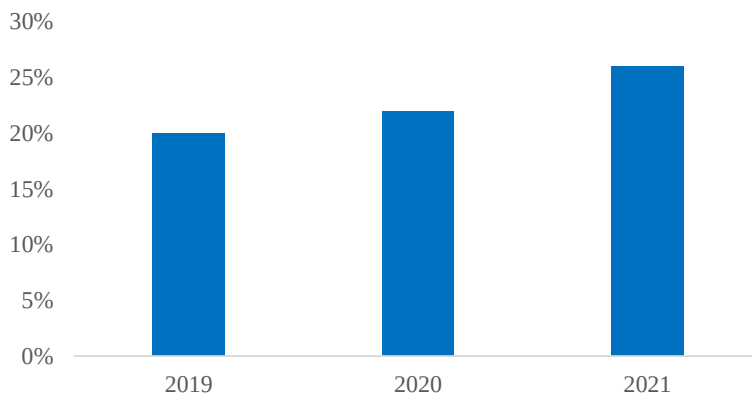
排名	主要子公司/控股公司	国家/地区
1	TE Connectivity（泰科）	美国
2	Amphenol（安费诺）	美国
3	Molex Incorporated（莫仕）	美国
4	Aptiv（安波福，原德尔福连接系统）	美国
5	Foxconn（鸿海集团&富士康）	中国台湾
6	Luxshare（立讯精密）	中国广东
7	Yazaki（矢崎）	日本
8	JAE（日本航空电子）	日本
9	JST（日本压着端子）	日本
10	Rosenberger（罗森伯格）	德国

资料来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

国内连接器厂商数量众多，规模普遍较小，行业集中度加大。国内连接器厂商近年来加速收购兼并。如立讯精密收购美律电子、美特科技、协讯电子等，得润电子收购美达电器、柳州双飞、惠州升华等。根据 Bishop&Associate 统计数据，2021

年中国连接器市场规模为 269 亿美元，2019-2021 年，我国连接器制造市场集中度处于逐步上升趋势，2021 年 CR4 为 25.52%，市场集中度仍然有待提升。2021 年市场份额占比前三名的国内企业与占比情况分别是立讯精密占比 9.48%，中航光电 7.88%，信维通信 4.71%。

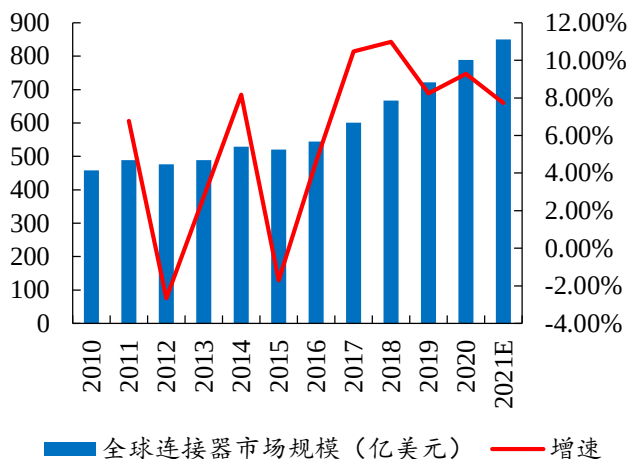
图15：国内连接器行业集中度不断提高



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

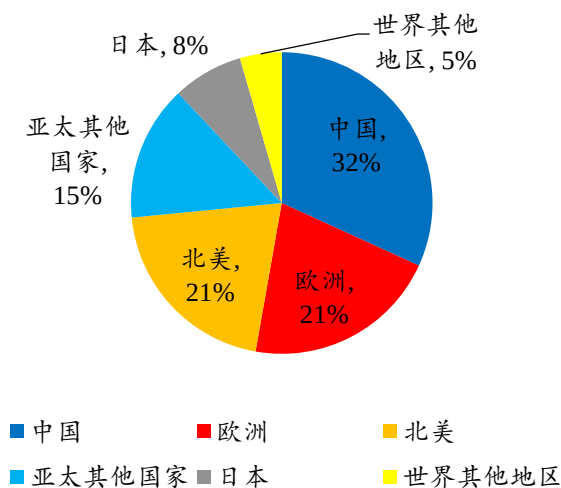
我国连接器市场发展态势良好，成为全球最大的连接器市场。根据 Bishop&Associates 2022 年公布的数据显示，2021 年中国连接器市场规模是 249.78 亿美元，占全世界 32% 的市场份额，是世界最大的连接器销售市场，其次为北美地区，连接器市场规模为 164.84 亿美元，占世界总规模比重的 21%。

图16：中国连接器市场规模快速增长



数据来源：Bishop Associate、开源证券研究所

图17：中国是连接器最大市场



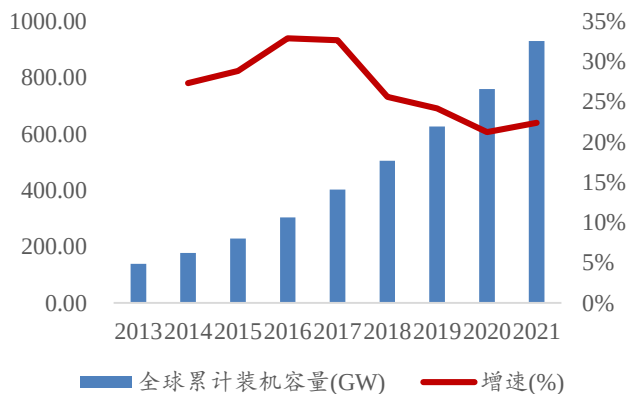
数据来源：Bishop Associate、开源证券研究所

3、光伏支架行业：背靠全球大客户前景广阔

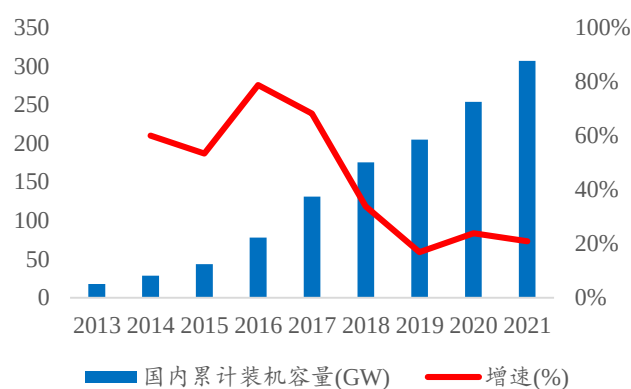
3.1、光伏发电竞争力强，光伏支架产业市场前景广阔

我国光伏发电累计装机容量增长迅速。国家能源局数据显示，2013 年全国光伏发电累计装机容量仅为 17.75GW，到 2021 年底已经增长至 306.40 GW，实现超过 10 倍增长。2013 年，全球光伏发电累计装机容量仅为 139GW，到 2020 年底已经增长

至 760GW，全球光伏发电装机容量增速均处于较快水平。根据中国光伏行业协会预测，今年全球光伏新增装机规模在 205GW 至 250GW，我国光伏新增装机规模在 85GW 至 100GW。随着光伏技术的不断提升，光伏发电成本随之下降，未来光伏发电增长空间大。

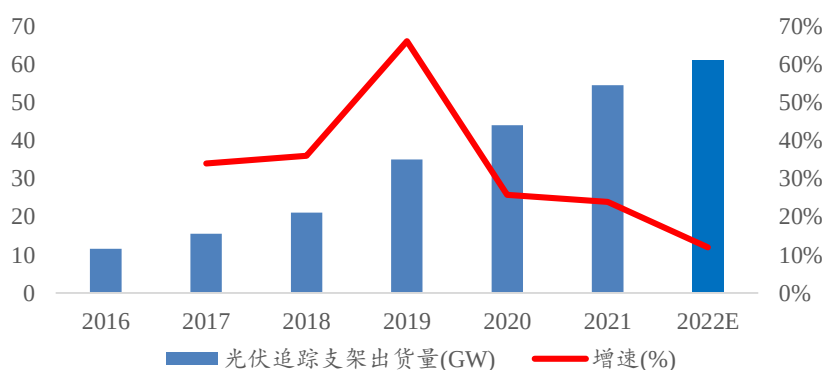
图18：全球光伏发电累计装机容量保持高增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：我国光伏发电累计装机容量保持高增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

越来越多的光伏电站建设在环境恶劣的偏远地区，对光伏支架的稳定可靠性提出了更高的要求。光伏跟踪支架主要应用在分布式光伏场景，基于智能跟踪算法，可以根据光照环境、地理位置的不同自动调整高度和角度，提高光照发电效率。从测算数据看，跟踪支架较固定支架的发电效率高 10%以上。全球光伏支架出货量维持稳定增长，2020 年出货量为 125.7GW，跟踪支架出货量为 44GW，渗透率为 35%。光伏跟踪支架在我国市场的渗透率依然较低，据 CPIA 统计，2019 年我国跟踪支架渗透率仅为 16%，未来仍有较大的提升空间。

图20：全球光伏跟踪支架出货量不断增加


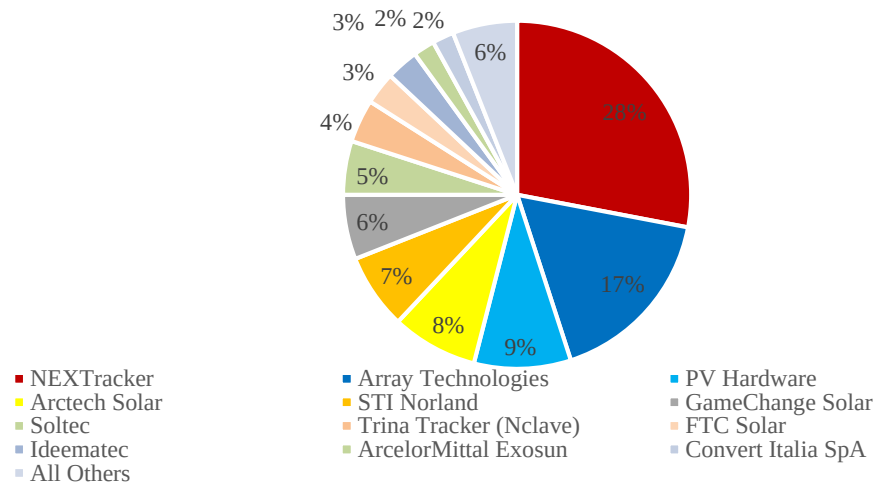
数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

3.2、公司具备长期合作的优质客户以及稳固持续的客户合作关系

在光伏跟踪支架领域，公司为全球排名第一的光伏跟踪支架厂商供货。2019 年 10 月，公司收购意华新能源 100%股权进军光伏跟踪支架业务。意华新能源是专业的太阳能跟踪支架制造商，其核心客户包括全球光伏领域领先厂商 NEXTracker、

GameChangeSolar、FTC 等。2020 年 NEXTracker 在全球光伏跟踪器出货量中占比达到 29%，市场排名第一。公司其他客户 GameChangeSolar、FTC 等也都在市场占有较大份额。目前公司立足于跟踪支架的零部件，着眼于国外市场，目前中国跟踪支架渗透率较低，所以公司主要市场在国外市场。

图21：2020 年全球光伏跟踪支架市场份额



数据来源：伍德麦肯兹、开源证券研究所

3.3、公司加快国内外产业布局，募集资金建设光伏基地

公司拟增设 1 家国内子公司和 3 家海外子公司，加速国内光伏业务布局。2021 年公司收购晟维新能源科技发展（天津）有限公司 51% 股权。天津晟维以研发设计业务为主，在光伏跟踪支架的研发上有丰富的经验，目前已研发设计出三大类平单轴跟踪支架产品：双排组件独立驱动跟踪系统，单排组件独立驱动跟踪系统，单排组件联排驱动系统，公司具备多项专利及 TUV 国际认证，并在收购后进行了多项光伏支架装备相关的专利申请，与公司重点布局领域高度契合。本次收购将有效整合各方的优势资源，加速公司的战略布局，促进公司长远发展。晟维新能源科技发展（天津）有限公司拟以自有资金与陈雷需、陈芊诺共同投资设立安徽意华新能源科技有限公司，注册地淮北，主要从事光伏设备及元器件销售等业务，加速国内光伏支架业务布局。泰华新能源科技（泰国）有限公司拟以自有资金与海银（温州）企业管理合伙企业共同投资设立海银新能源（泰国）有限公司，注册地泰国，主营业务为光伏面板组件、光伏逆变器、汇流箱等光伏配套电器设备，有望拓宽新能源业务产品品类；泰华新能源科技（泰国）有限公司拟以自有资金与 DAYVLLC 共同投资设立 CZTENERGYINC 和 NEXTRISEINC 两家子公司，注册地均在美国，旨在贴近美国大客户生产需求，深度绑定下游客户。

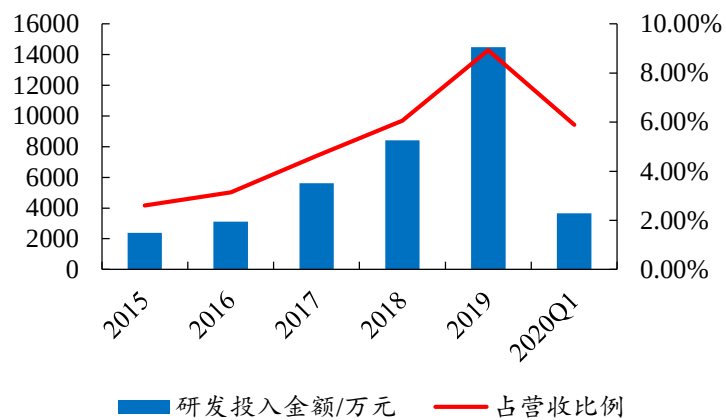
为顺应能源结构调整及光伏行业规模不断扩张的发展趋势，抓住光伏支架需求持续增长的市场机遇，公司发起资金募集项目总金额为 6,894.09 万元，拟在乐清购置土地新建厂房，并购置配套生产设备，推进光伏跟踪支架控制器的量产，提升冲压件 RAIL、机器人焊接件 BHA 以及控制器的生产能力，实现光伏支架核心部件产品生产规模的进一步扩张，持续增强公司市场竞争力。通过此次建设丰富公司产品结构，以满足公司未来业务的发展需求。

4、公司竞争壁垒高，有望打好 5G 攻坚战

4.1.1、注重研发投入，技术行业领先

公司一直坚持新产品开发创新和生产制造技术创新并进的技术发展策略，不断加强自主创新力度，把技术创新能力的建设作为公司持续发展的原动力。在新产品的开发过程中，公司通过与供应商和客户之间形成联动的开发机制，及时把握市场动态和客户具体需求，实现产品研发与市场的良性互动，灵活有效地满足客户对不同产品的个性化需求。公司通过发展完善研发体系，培养研发人员，提升研发效率，技术水平一直处于行业前列。截至 2019 年，公司累计已申请发明专利和实用新型专利 378 项。

图22：公司研发投入大幅增加，营收占比大



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司精密模具有自主开发优势，保证对客户需求的快速响应。模具开发技术是精密电子元件研发和生产的核心技术之一，也是公司赖以生存和发展的核心竞争力之一。公司的模具开发过程可分为模具设计、模具零件加工及组试三个阶段，在各阶段的技术及组织模式上均体现出较强的竞争优势。

4.1.2、布局高端通讯连接器，具有先发优势

公司在高速通讯连接器领域的优势产品以 SFP、SFP+光电连接器为代表。5G 具有大带宽、高速、低延迟、超高流量密度等基本特征，因此对特定尺寸要求的产品，尤其是产品结构设计能力、模具开发能力、精密制造能力和产品检验验证能力都有更高要求。目前已成功并通过关键客户各项性能测试，技术研发能力和精益生产水平均处于行业领先地位。

公司在高速连接器领域具有先发优势。由于高速连接器在当前市场环境下具有多品种、小批量的特点，后进企业在产品研发和市场开拓阶段需要投入大量资金、人力和时间成本，进入门槛相对较高。公司已先发占领了这一新兴领域的市场和技术高点，为未来的发展奠定了良好的基础。

表5：高速连接器主要应用于 5G 基站和数据中心

分类	产品代表	特点	应用
高速连接器产品	SFP、SFP+、高速 RJ45 (带变压器和共模磁环) 等	多产品、 小批量	5G 基站和数据中心
传统连接器产品	RJ11 等	大批量、 技术含量低	固网终端

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.1.3、深耕通讯连接器领域，客户关系稳固且优质

在传统 RJ 类通讯连接器领域，公司凭综合实力位居国内行业前列。公司自成立以来深耕连接器领域，具有成熟的产品开发及生产经验、优秀的产品品质及供货能力。

在高速通讯连接器领域，公司把握行业发展先机。公司紧跟下游通讯领域“铜退光进”的发展趋势，较早地进行规划布局和团队组建，于 2015 年建立光互连产品事业部，产品线向高速连接器和光互连产品延伸。

表6：公司客户关系稳固且优质

领域	合作客户
通讯连接器	华为、中兴、富士康、和硕、Duratel、TCL
消费电子和汽车连接器	正崧、伟创力、莫仕、Full Rise、FCI

资料来源：公司公告、开源证券研究所

连接器行业的下游客户更倾向于选择有长期合作关系的供应商。公司已融入到下游优质客户的供应链体系，并通过定制化研发生产的模式，深入参与到下游优质客户的设计、研发和生产流程中，进一步巩固客户关系，与其建立互利互惠、高度信任的联系。目前已设置专案生产工厂，负责专供华为等大客户。同时，公司现有的大量优质客户资源也对行业新进入者设置了较高的进入门槛，有利于公司长期稳固市场竞争地位。

公司根据客户订单确定生产计划，充分考虑客户个体需求，满足不同客户与市场的多品种多批量需求。公司自成立以来依靠高质量产品吸引并积累了大量优质客户资源。目前在通讯连接器领域，公司与华为等多位优质客户建立了长期合作关系，积极增加合作的广度和深度；在消费电子和汽车连接器领域，公司与伟创力、FCI 等多内外知名公司都签有合作关系，在国内外有口皆碑，树立了良好的企业品牌形象，为公司未来的发展打下坚实基础。此外，公司在不同领域内的客户呈现出重叠情况，有助于公司与相关客户进一步巩固深度合作关系，实现共赢。

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设

随着我国不断加大光伏装机量，预计未来光伏支架的市场规模将会继续稳步提高，公司与核心客户包括全球光伏领域领先厂商 NEXTracker、GameChangeSolar、FTC 等保持良好合作的同时着眼于国外市场，目前中国跟踪支架渗透率较低，我们预期公司太阳能支架业务 2022-2024 年营收增速分别为 40%、34%、30%。

随着新能源汽车快速增长，对连接器及线束产品的需求也更高，带来连接器量价齐升，我们预期其他连接器组件产品（包含汽车连接器）2022-2024 年营收增速分别为 30%、28%、23%。

5.2、P/E 估值预测

意华股份公司是国内最具实力的通讯连接器生产商之一，主营通讯+消费电子连接器及光伏支架业务。对于新能源汽车而言，内部动力电流及信息电流复杂，对连接器的要求从传统的电气连接逐步增加对控制系统、射频天线、传感器等的要求，对连接器及线束产品的需求相对传统汽车也更高，新能源汽车带来连接器量价齐升，有望打开公司新的成长空间。光伏支架业务，公司背靠光伏领域领先厂商 NEXTracker、GameChangeSolar、FTC 等，随着中国跟踪支架渗透率持续提升，业绩有望持续高增长。

我们预测公司 2022/2023/2024 年可实现归母净利润为 3.32/4.47/5.78 亿元，同比增长为 145.0%/34.6%/29.1%，EPS 为 1.95/2.62/3.39 元，当前股价对应 PE 分别为 25.5/19.0/14.7 倍，相对可比公司，存在一定估值优势。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司估值：意华股份存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS(元)		PE（倍）	
				2022E	2023E	2022E	2023E
688408.SH	中信博	138	101.50	1.41	3.8	71.99	26.71
688668.SH	鼎通科技	65.8	76.93	1.8	2.59	42.74	29.70
688800.SH	瑞可达	135	119.50	2.29	3.53	52.18	33.85
	平均值			1.83	3.31	59.54	30.09
002897.SZ	意华股份	84.80	49.71	1.95	2.62	25.5	19.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2022/10/24，除意华股份外均使用 Wind 一致预期预测数据）

6、风险提示

汇率波动风险。公司出口主要采用现汇结算，汇率波动可能导致公司出现汇兑损益，且海外业务处于持续增长中，因此汇率的波动，可能影响公司的盈利水平。

行业与市场竞争风险。随着中国连接器市场的扩大，部分欧美、日本和中国台湾连接器厂商如泰科、莫仕、安费诺、鸿海等开始进入中国市场，进一步加剧国内连接器市场竞争。虽然公司目前在成本管理、贴近下游市场、反应速度等方面具备一定优势，但如果公司不能持续提高竞争力，或开拓新的高盈利产品领域，未来或将面临较大市场竞争风险。

大客户需求不及预期。受全球经济增速放缓和新冠疫情影响，部分客户需求降低，公司对美、日等主要贸易伙伴出口下降，国内市场竞争激烈。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2019	3090	3643	4179	5033
现金	454	341	433	541	664
应收票据及应收账款	542	698	990	1047	1426
其他应收款	70	58	104	98	150
预付账款	104	266	204	383	337
存货	724	1632	1815	2013	2361
其他流动资产	125	95	95	95	95
非流动资产	1594	1806	2123	2478	2834
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	797	1059	1324	1633	1956
无形资产	127	120	123	129	135
其他非流动资产	670	626	676	717	744
资产总计	3613	4895	5766	6657	7867
流动负债	1750	2741	3408	3989	4775
短期借款	849	1068	1421	2084	2107
应付票据及应付账款	523	564	1033	779	1522
其他流动负债	378	1109	954	1126	1146
非流动负债	523	748	671	597	522
长期借款	378	566	489	415	339
其他非流动负债	145	182	182	182	182
负债合计	2273	3489	4079	4586	5297
少数股东权益	33	31	-4	-51	-112
股本	171	171	171	171	171
资本公积	514	514	514	514	514
留存收益	632	751	1011	1361	1813
归属母公司股东权益	1307	1376	1691	2122	2683
负债和股东权益	3613	4895	5766	6657	7867

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	277	-420	463	137	830
净利润	174	121	297	400	517
折旧摊销	111	135	126	167	215
财务费用	91	97	67	115	109
投资损失	-8	-21	-21	-21	-21
营运资金变动	-106	-835	2	-507	78
其他经营现金流	15	84	-8	-17	-68
投资活动现金流	-381	-412	-424	-498	-543
资本支出	343	359	444	522	571
长期投资	63	29	0	0	0
其他投资现金流	-101	-82	20	24	28
筹资活动现金流	281	727	-468	-194	-188
短期借款	208	219	353	663	23
长期借款	271	188	-77	-74	-76
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-199	320	-744	-783	-135
现金净增加额	157	-116	-429	-555	99

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3268	4490	5709	7134	8748
营业成本	2532	3721	4653	5742	6998
营业税金及附加	16	18	23	29	35
营业费用	83	104	132	157	192
管理费用	130	158	201	250	300
研发费用	188	203	258	328	411
财务费用	91	97	67	115	109
资产减值损失	-55	-72	-69	-86	-96
其他收益	19	31	31	31	31
公允价值变动收益	18	-11	1	5	9
投资净收益	8	21	21	21	21
资产处置收益	-1	-3	-3	-3	-3
营业利润	211	145	347	467	602
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	210	144	346	466	601
所得税	35	22	48	65	84
净利润	174	121	297	400	517
少数股东损益	-6	-14	-35	-47	-61
归属母公司净利润	180	136	332	447	578
EBITDA	383	370	554	741	939
EPS(元)	1.06	0.79	1.95	2.62	3.39

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	101.4	37.4	27.2	24.9	22.6
营业利润(%)	428.4	-31.4	139.7	34.5	29.1
归属于母公司净利润(%)	310.0	-24.7	145.0	34.6	29.1
获利能力					
毛利率(%)	22.5	17.1	18.5	19.5	20.0
净利率(%)	5.3	2.7	5.2	5.6	5.9
ROE(%)	13.0	8.6	17.6	19.3	20.1
ROIC(%)	10.8	6.8	11.2	11.7	13.5
偿债能力					
资产负债率(%)	62.9	71.3	70.7	68.9	67.3
净负债比率(%)	62.6	113.2	97.0	102.9	76.6
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.4	0.5	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	6.0	7.4	7.0	7.2	7.3
应付账款周转率	5.2	7.5	6.4	6.9	6.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	0.79	1.95	2.62	3.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	-2.46	2.72	0.80	4.87
每股净资产(最新摊薄)	7.66	8.06	9.91	12.43	15.72
估值比率					
P/E	47.1	62.5	25.5	19.0	14.7
P/B	6.5	6.2	5.0	4.0	3.2
EV/EBITDA	24.4	27.3	18.2	14.3	11.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

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