



Research and
Development Center

行业扩容+格局优化+公司突破, 三重拐

点向上

—卡 倍 亿(300863)公司深度报告

陆嘉敏 汽车行业首席分析师	王欢 汽车行业分析师
S1500522060001	S1500522100003
13816900611	18643122434
lujiamin@cindasc.com	wanghuan1@cindasc.com

相关研究

1. 卡倍亿: 22Q3 业绩同比高增, 盈利能力大幅提升
2. 卡倍亿: 专业线缆供应商龙头, 智能电动化驱动新成长
3. 卡倍亿: 线缆业务量利双增, 持续受益于电动轻量化升级

证券研究报告

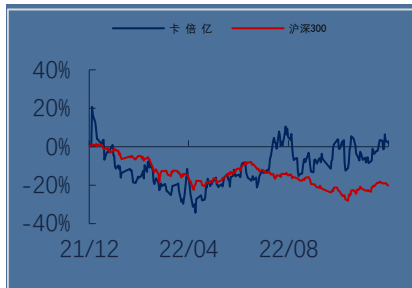
公司研究

公司深度报告

卡倍亿(300863)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	88.76
52 周内股价波动区间(元)	105.01-57.11
最近一月涨跌幅(%)	9.58
总股本(亿股)	0.55
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	49.03

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

卡倍亿：行业扩容+格局优化+公司突破，三重拐点向上

2022 年 12 月 19 日

本期内容提要：

◆**汽车线缆行业扩容，较高壁垒下新厂商难以进入。**电动智能化趋势下新增高压线、数据线需求，使得汽车线缆单车价值量从传统燃油车 1000 元，大幅提升至电动车 1500-2000 元的水平，行业规模倍增。我们预计到 2025 年乘用车线缆市场规模为 323.7 亿元，其中新能源乘用车线缆市场规模为 191.1 亿元，新能源车线缆 CAGR 为 51%；在行业扩容的背景下，“认证、技术、资金”三维因素构筑汽车线缆行业壁垒，新厂商进入难度较高。汽车线缆是安全件，遍布车体全身，犹如人类血管和神经，汽车内部存在震动、摩擦、油污、高热、电磁辐射等复杂工作环境，线缆测试严苛、技术要求较高，供应商认证复杂。从资金角度来看，线缆主要原材料铜材购买时需以现金采购，占用流动资金较多，故为资金密集型行业。综合以上来看，在行业扩容的背景下，因为线缆行业的较高壁垒属性，新厂商进入难度较高。

◆**格局松动下本土企业崛起正当时，卡倍亿有望凭借先发优势率先跑出。**1) 合资车企或寻求国产供应商以求成本递减：自主品牌销量强势，日德等合资车在国内市场走弱，矢崎等日系线缆厂或在国内加速出清，德美系等合资品牌在经营压力较大的情况下，或需切换国内供应商以求成本递减；2) 合资线缆厂战略收缩利润率较低的线缆业务：国内车用线缆厂大部分份额被外资线束厂占据，但以目前情况来看，由于低压线缆的利润率水平较低，外资厂商在华几无新产能布局。且以莱尼为代表的线束厂，迫于现金周转压力，在陆续出售其下属线缆产能。我们认为在此背景下，快速扩大的市场蛋糕有望被成本更低、响应更快的本土企业攫取。国内汽车线缆市场规模较大的本土企业仅卡倍亿、北京福斯等少数几家，卡倍亿通过 IPO、转债募得资金均用于扩产，并大举投入新能源领域，产品、客户、产能均已具备较强先发优势，有望充分享受行业红利并凭借先发优势率先跑出。

◆**卡倍亿--公司层面的“三个优化”。**1) **产品结构优化：**高价值量特殊线缆增长明显，营收占比快速提升，带来技术壁垒提升、毛利率改善。2) **客户结构优化：**终端客户从合资燃油车快速拓展至极氪、比亚迪、特斯拉、等新能源品牌，增量确定性高。公司原有终端客户主要围绕合资品牌大众、奔驰等燃油车为主，直接客户以安波福、矢崎等外资线束厂为主。从前五大客户营收占比情况来看，2021 年相比 2020 年下降 4.2pct，可见新客户拓展成效已现。3) **成本结构优化：**高毛利率产品占比提升叠加原材料铜材价格回落企稳，Q3 利润率拐点已现。新能源车用高压线毛利率相比于低压线明显提升，提升约 5pct，随着其占比的提升，公司的盈利能力有望向上。综合以上三点来看，公司层面从量、价、利的角度来看都已经出现了明显优化现象，我们认为公司未来的业绩增长确定性较高。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2022 年-2024 年归母净利润为 1.6 亿元、2.4 亿元、3.5 亿元，同比增长 90.4%、46.1%、44.5%，对应 EPS 为 2.98、4.35、6.29 元，PE 为 29.8/20.4/14.1 倍。参考可比公司估值水平，给予公司 2023 年 30 倍目标 PE，对应目标价 130.5 元，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**新能源车销量不及预期；特殊线缆占比提升不及预期；上游原材料涨价风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,264	2,268	3,110	4,097	5,386
增长率 YoY %	38.4%	79.4%	37.1%	31.8%	31.5%
归属母公司净利润 (百万元)	53	86	164	240	347
增长率 YoY%	-12.3%	63.2%	90.4%	46.1%	44.5%
毛利率%	11.0%	10.9%	13.5%	14.0%	14.4%
净资产收益率ROE%	9.1%	13.0%	20.4%	23.5%	25.8%
EPS(摊薄)(元)	0.96	1.56	2.98	4.35	6.29
市盈率 P/E(倍)	92.67	56.78	29.83	20.41	14.12
市净率 P/B(倍)	8.45	7.40	6.07	4.79	3.65

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为2022年12月19日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
1、汽车线缆行业扩容，较高壁垒下新厂商难以进入.....	7
1.1 电动智能化趋势下，线缆行业规模倍增.....	7
1.2 “认证、技术、资金”构筑汽车线缆壁垒.....	8
2、格局松动，本土企业崛起正当时.....	11
2.1 线缆行业外资占比较大，逐渐向亚太区转移.....	11
2.2 主机厂寻求降本，外资供应商战略收缩.....	12
2.3 本土崛起时机已至，卡倍亿有望率先跑出.....	16
3、卡倍亿——公司层面的“三个优化”.....	21
3.1 产品结构优化.....	21
3.2 客户结构优化.....	21
3.3 成本结构优化.....	22
4、盈利预测.....	23
4.1 盈利预测及假设.....	23
4.2 估值与投资评级.....	24
5、风险因素.....	25

表 目 录

表 1：线缆市场规模预测.....	8
表 2：新能源车线缆与光伏、工业线缆区别.....	9
表 3：线束公司对线缆的采购方式.....	12
表 4：莱尼线缆业务全球布局.....	14
表 5：莱尼线缆中国布局.....	15
表 6：鑫宏业主要产品.....	18
表 7：卡倍亿和鑫宏业募投项目情况.....	19
表 8：卡倍亿募投项目产能、营收情况.....	20
表 9：卡倍亿募投项目毛利率、净利率情况.....	20
表 10：公司各业务收入及毛利率预测.....	24
表 11：可比公司估值.....	24

图 目 录

图 1：新能源汽车高压线分布.....	7
图 2：数据线应用场景.....	7
图 3：资质认证流程.....	9
图 4：卡倍亿 2021 年线缆产品营业成本构成.....	10
图 5：卡倍亿 2019 年原材料成本结构.....	10
图 6：卡倍亿、鑫宏业等公司应收账款+票据/营收.....	10
图 7：卡倍亿、鑫宏业等公司应付账款+票据/营收.....	10
图 8：卡倍亿、鑫宏业等公司应收账款周转天数.....	11
图 9：卡倍亿、鑫宏业等公司应付账款周转天数.....	11
图 10：卡倍亿、鑫宏业等公司购买原材料、接受劳务支付现金与营收比值.....	11
图 11：2020 年全球电线电缆消费量区域分布.....	12
图 12：2009 年-2022 年前 10 月各品牌车型销量占比.....	13
图 13：2015 年-2022 前三季度各主机厂销售毛利率.....	13
图 14：莱尼线束、线缆业务.....	14
图 15：莱尼线缆及线束业务营收（亿欧元）.....	14
图 16：2021 年莱尼各地区收入占比.....	14
图 17：莱尼出售线缆业务梳理.....	16
图 18：卡倍亿直接客户和终端客户.....	16
图 19：卡倍亿近几年营收（亿元）及增速.....	17
图 20：卡倍亿近几年归母净利润（亿元）及增速.....	17
图 21：福斯集团发展历程.....	17
图 22：鑫宏业直接客户和终端客户.....	18
图 23：鑫宏业近几年营收（亿元）及增速.....	19
图 24：鑫宏业近几年归母净利润（亿元）及增速.....	19
图 25：卡倍亿常规线缆和特殊线缆营收（亿元）.....	21
图 26：卡倍亿特殊线缆营收占比提升.....	21
图 27：卡倍亿客户拓展.....	21

图 28: 卡倍亿 2019 年前五大客户营收 (亿元) 及占比	22
图 29: 前五大客户对应主机厂情况	22
图 30: 卡倍亿近几年前五大客户营收 (亿元) 及增速	22
图 31: 卡倍亿近几年前五大客户营收占比	22
图 32: 电解铜价格 (元/吨)	23
图 33: 常规线缆和特殊线缆毛利率	23
图 34: 卡倍亿单季度毛利率&净利率	23
图 35: 卡倍亿单季度净利润 (亿元) 及增速	23

投资聚焦

汽车线缆行业扩容，较高壁垒下新厂商难以进入。电动智能化趋势下新增高压线、数据线需求，使得汽车线缆单车价值量从传统燃油车 1000 元，大幅提升至电动车 1500-2000 元的水平，行业规模倍增。我们预计到 2025 年乘用车线缆市场规模为 323.7 亿元，其中新能源乘用车线缆市场规模为 191.1 亿元，新能源车线缆 CAGR 为 51%；在行业扩容的背景下，“认证、技术、资金”三维因素构筑汽车线缆行业壁垒，新厂商进入难度较高。汽车线缆是安全件，遍布车体全身，犹如人类血管和神经，汽车内部存在震动、摩擦、油污、高热、电磁辐射等复杂工作环境，线缆测试严苛、技术要求较高，供应商认证复杂。从资金角度来看，线缆主要原材料铜材购买时需以现金采购，占用流动资金较多，故为资金密集型行业。综合以上来看，在行业扩容的背景下，因为线缆行业的较高壁垒属性，新厂商进入难度较高。

格局松动下本土企业崛起正当时，卡倍亿有望凭借先发优势率先跑出。1) 合资车企或寻求国产供应商以求成本递减：自主品牌销量强势，日德等合资车在国内市场走弱，矢崎等日系线缆厂或在国内加速出清，德美系等合资品牌在经营压力较大的情况下，或需切换国内供应商以求成本递减；2) 合资线缆厂战略收缩利润率较低的线缆业务：国内车用线缆厂大部分份额被外资线束厂占据，但以目前情况来看，由于低压线缆的利润率水平较低，外资厂商在华几无新产能布局。且以莱尼为代表的线束厂，迫于现金周转压力，在陆续出售其下属线缆产能。我们认为在此背景下，快速扩大的市场蛋糕有望被成本更低、响应更快的本土企业攫取。国内汽车线缆市场规模较大的本土企业仅卡倍亿、北京福斯等少数几家，卡倍亿通过 IPO、转债募得资金均用于扩产，并大举投入新能源领域，产品、客户、产能均已具备较强先发优势，有望充分享受行业红利并凭借先发优势率先跑出。

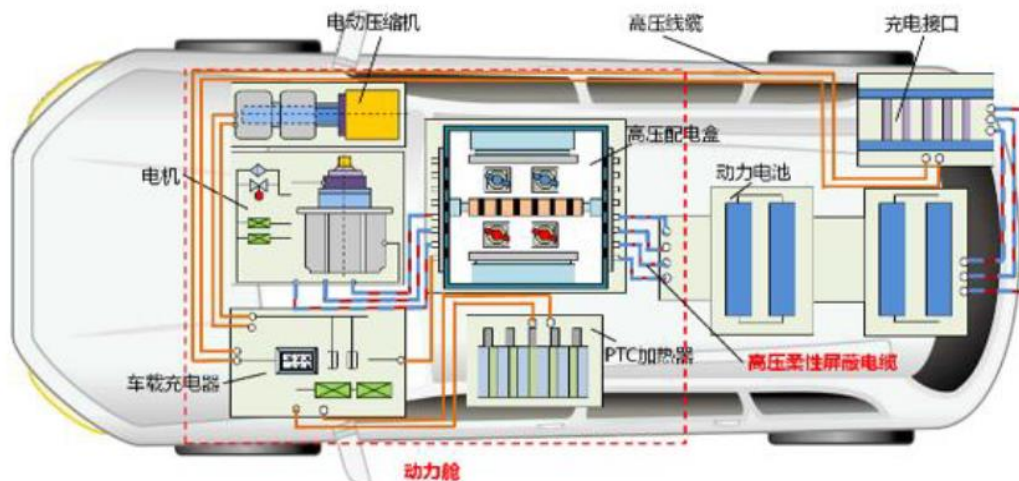
卡倍亿--公司层面的“三个优化”。1) 产品结构优化：高价值量特殊线缆增长明显，营收占比快速提升，带来技术壁垒提升、毛利率改善。2) 客户结构优化：终端客户从合资燃油车快速拓展至极氪、比亚迪、特斯拉、等新能源品牌，增量确定性高。公司原有终端客户主要围绕合资品牌大众、奔驰等燃油车为主，直接客户以安波福、矢崎等外资线束厂为主。从前五大客户营收占比情况来看，2021 年相比 2020 年下降 4.2pct，可见新客户拓展成效已现。3) 成本结构优化：高毛利率产品占比提升叠加原材料铜材价格回落企稳，Q3 利润率拐点已现。新能源车用高压线毛利率相比于低压线明显提升，提升约 5pct，随着其占比的提升，公司的盈利能力有望向上。综合以上三点来看，公司层面从量、价、利的角度来看都已经出现了明显优化现象，我们认为公司未来的业绩增长确定性较高。

1、汽车线缆行业扩容，较高壁垒下新厂商难以进入

1.1 电动智能化趋势下，线缆行业规模倍增

电动化趋势下，高压线需求提升。电动车需要的高压线有动力电池高压电缆、电机控制器电缆、快充线束、慢充线束、高压附件线束。新能源汽车中的车内高压线束主要是对车辆提供高压强电的供电作用，在新能源汽车中属于高安全件，具有大电压、大电流、大线径导线数量多等特点。

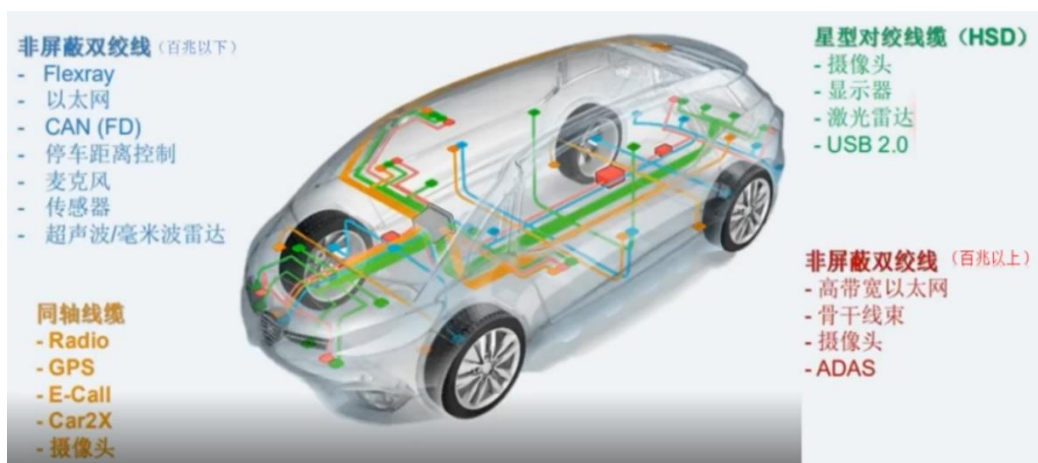
图 1：新能源汽车高压线分布



资料来源：鑫宏业招股书，信达证券研发中心

智能化升级下，车用传感器增加有望显著提升数据线需求。随着汽车智能化的逐渐普及，以及辅助驾驶功能由 L1 级别向 L3、L4 高级别升级，车用传感器所需数量有望增多。用于数据传输的车用线缆主要有非屏蔽双绞线、星型对绞线缆，同轴线缆等。可以应用于传感器、显示器、摄像头、超声波雷达、毫米波雷达、以太网传输等。

图 2：数据线应用场景



资料来源：线缆世界公开课，信达证券研发中心

我们预计到 2025 年乘用车线缆市场规模为 323.7 亿元，其中新能源乘用车线缆市场规模为 191.1 亿元。随着电动智能化升级，线缆单车价值量提升。据卡倍亿公司数据，燃油车线缆

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

单车价值量约 1000 元，新能源车线缆单车价值量约 1500-2000 元。我们预计到 2025 年燃油车线缆单车价值量为 1000 元，新能源车用线缆单车价值量为 1500 元。乘用车总体销量方面，我们预计 2024 年、2025 年总销量有望稳定在 2600 万辆，其中新能源乘用车稳步增长，到 2025 年约 1274 万辆。**对应新能源乘用车线缆市场规模约 191 亿元，CAGR 为 51%。**

表 1：线缆市场规模预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
乘用车销量（万辆）	2018	2148	2300	2523	2600	2600
燃油车销量占比	93.80%	84.50%	71.30%	66.30%	59.10%	51.00%
燃油车销量（万辆）	1893	1815	1640	1673	1537	1326
燃油车线缆单车价值（元）	500	600	700	800	900	1000
燃油车线缆市场规模（亿元）	94.7	108.9	114.8	133.8	138.3	132.6
新能源乘用车销量占比	6.20%	15.50%	28.70%	33.70%	40.90%	49.00%
新能源乘用车销量（万辆）	125	333	660	850	1063	1274
新能源乘用车线缆单车价值量（元）	1000	1100	1200	1300	1400	1500
新能源乘用车线缆市场规模（亿元）	12.5	36.6	79.2	110.5	148.9	191.1
线缆市场总规模（亿元）	107.2	145.5	194.0	244.4	287.2	323.7

资料来源：中汽协，信达证券研发中心

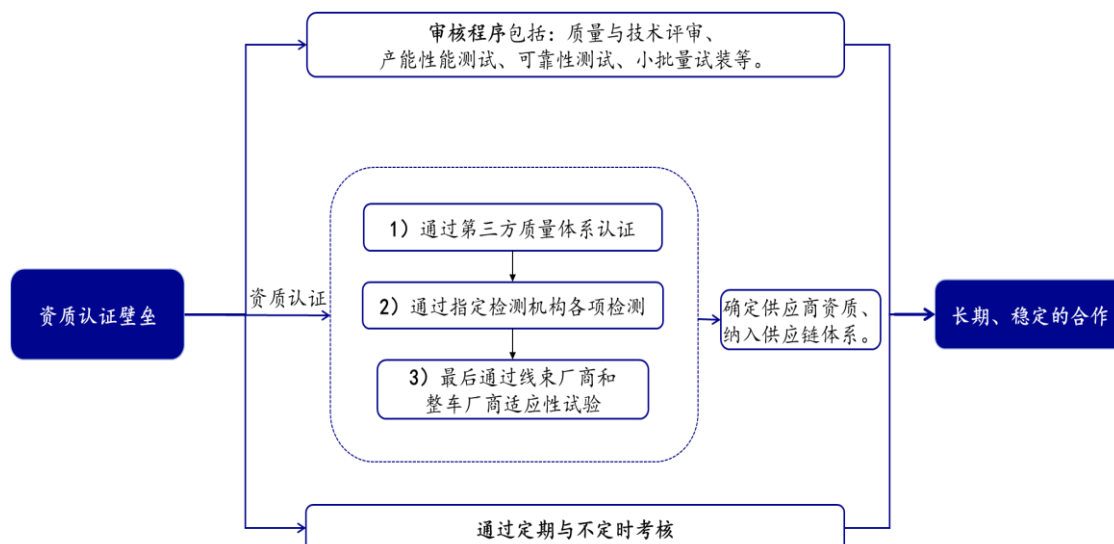
1.2 “认证、技术、资金” 构筑汽车线缆壁垒

1.2.1 资质认证

汽车线缆认证程序复杂、周期长，资质认证壁垒较高。汽车线缆属于汽车安全件，所以主机厂对线缆供应商的选择非常严格。主机厂对供应商的**审核过程**通常包括：质量与技术评审、产能性能测试、可靠性测试、小批量试装等，**内容涵盖**供应商质量控制能力、产品研发能力、生产组织能力、市场应变能力及信息技术能力等。

主机厂对线缆供应商的**资质认证过程**为：1) 首先要通过**第三方质量体系认证**，2) 其次通过新能源整车厂商指定的**检测机构**的各项检测，3) 最后通过线束厂商和新能源整车厂商的适应性试验后确定供应商资质，才能纳入供应链体系。对于已进入合格供应商名录的企业还需要在后续合作中通过定期和不定期的考核。**此外，新能源车用高压线因为技术要求及安全性要求更高，所以高压线需单独认证。**

图 3：资质认证流程



资料来源：卡倍亿招股书、鑫宏业招股书，信达证券研发中心

1.2.2 技术壁垒

车用线缆因工作环境较复杂，所需技术工艺较高。汽车线缆的生产主要由拉丝、束绞、挤出等主要工序构成。车用线缆的工作环境不同于工业、光伏等线缆产品，要适应**震动、摩擦、臭氧、油污、高热、寒冷和电磁辐射**等各种复杂的车辆运行环境，因此对材料研发能力、设备操作水平、工艺的改良创新和品质的检测评定等多种技术能力综合要求较高。

表 2：新能源车线缆与光伏、工业线缆区别

分类	图片	性能特点	应用场景
新能源车内高压线		1、良好的屏蔽性能，抗电磁干扰优异； 2、优异的耐高低温性，保持-40℃~+200℃冷热循环冲击不开裂； 3、耐化学液体腐蚀性强，在汽车常见酸液浸渍后不溶解； 4、抗老化性好，耐受高温不开裂； 5、阻燃性、柔软弯曲性好。	新能源车的“三电系统”（动力电池、驱动电机、整车控制）
光伏线缆		1、耐高温（最高温度等级 125℃）、高压（电压等级 1.8KV）； 2、高阻燃、低烟无卤无磷，耐寒、耐磨、抗紫外线、耐臭氧、耐水解、防白蚁、具有较高的机械强度，放水耐油、耐溶剂、具有良好的胶水相容性； 3、同时有双并产品，敷设灵活性较大； 4、通过 25 年使用寿命认证	光伏电池板、光伏接线盒、光伏连接器、光伏逆变器。

工业线缆



- 1、工作温度高, 过载能力大;
- 2、防火性能好;
- 3、柔软、耐寒、耐热、防潮、防腐、抗紫外线性能好, 使用寿命长。

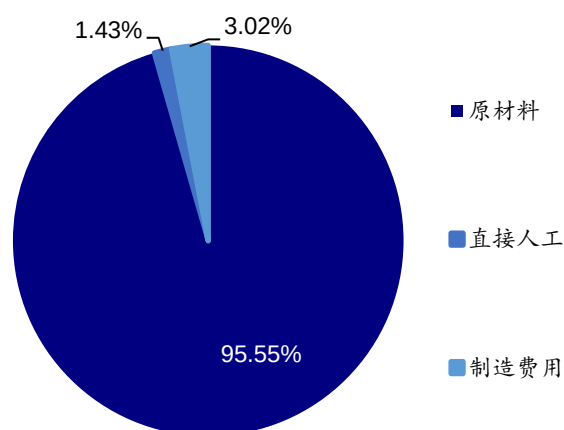
工业控制设备、
储能、消费电子、
家用电器、
医疗器械等。

资料来源: 鑫宏业招股书, 信达证券研发中心

1.2.3 资金壁垒

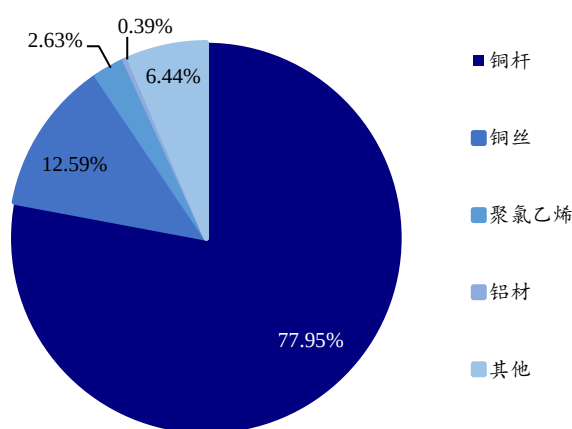
因原材料铜占比较高, 占用流动资金较多。以卡倍亿为例, 公司的营业成本中原材料成本占比约 96%, 而其中主要由铜材构成, 铜杆+铜丝在原材料中占比大约为 90%左右。而铜材因其大宗商品属性, 主要由现金采购, 故汽车线缆厂经营活动中购买铜材的流动资金占比较大。

图 4: 卡倍亿 2021 年线缆产品营业成本构成



资料来源: 卡倍亿公告, 信达证券研发中心

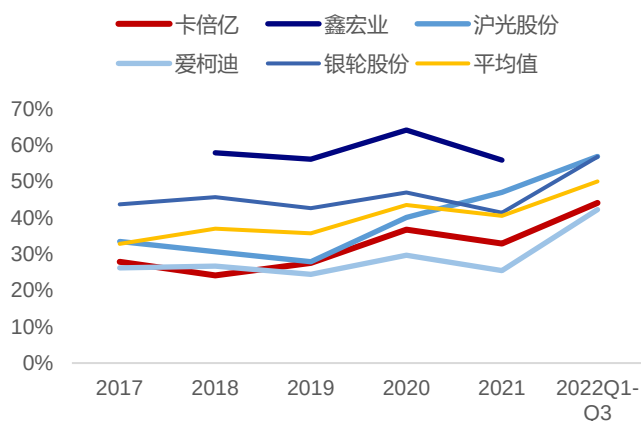
图 5: 卡倍亿 2019 年原材料成本结构



资料来源: 卡倍亿招股书, 信达证券研发中心

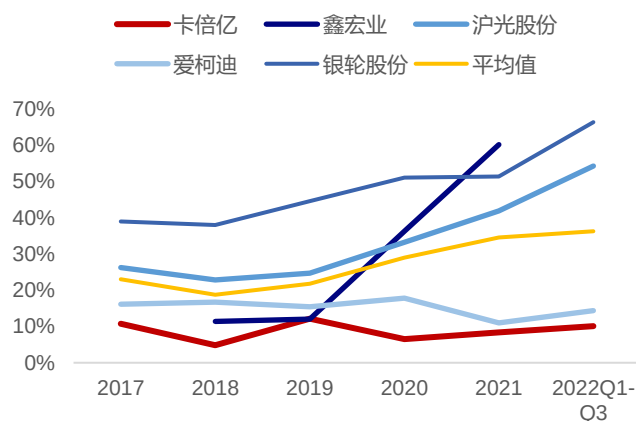
通过对比多家零部件公司的应收、应付、现金流量情况, 可以看出线缆为资金密集型行业。我们选取行业内几家零部件企业如鑫宏业、沪光股份、爱柯迪、银轮股份进行对比。可以看出, 与其他零部件企业相比, 卡倍亿应收款项在营收中占比接近行业的平均水平, 约 30% 的水平。但因为铜材等需现金采购, 故应付款项在收入中占比水平较低, 约 10%。

图 6: 卡倍亿、鑫宏业等公司应收账款+票据/营收

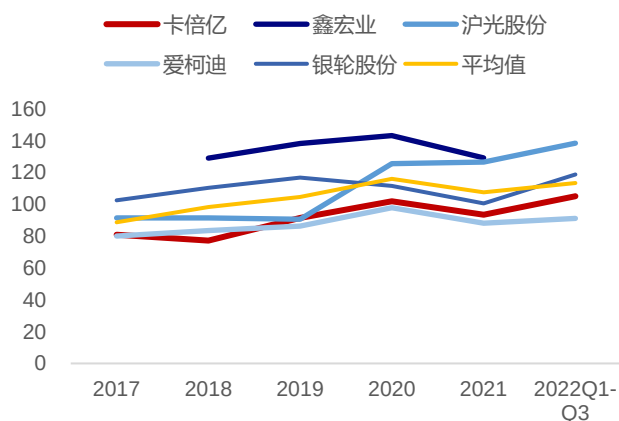


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

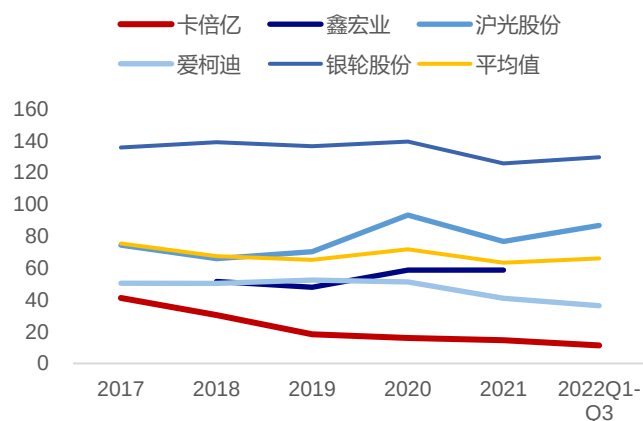
图 7: 卡倍亿、鑫宏业等公司应付账款+票据/营收



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

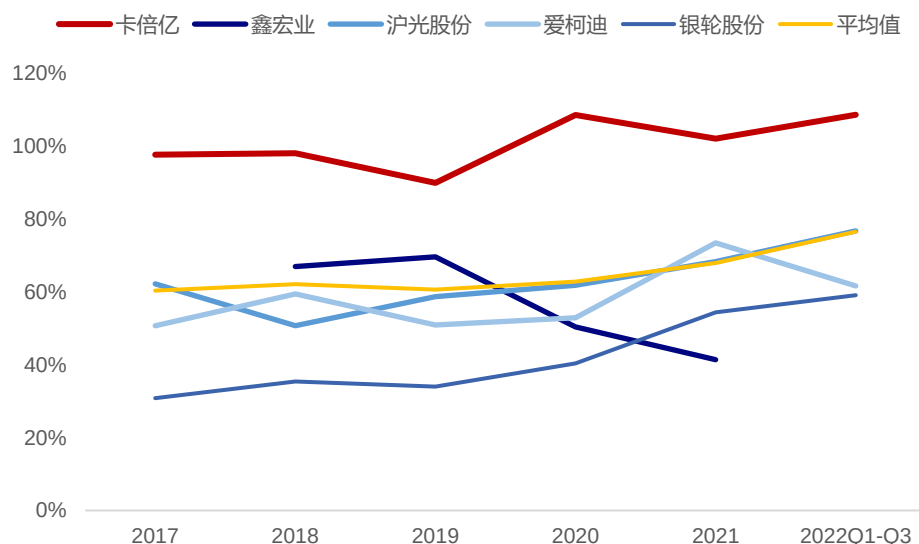
图 8：卡倍亿、鑫宏业等公司应收账款周转天数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：卡倍亿、鑫宏业等公司应付账款周转天数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

通过对比现金流出情况来看,卡倍亿的购买原材料及接受劳务支付现金与公司营收占比水平最高,且远高于其他零部件公司水平。

图 10：卡倍亿、鑫宏业等公司购买原材料、接受劳务支付现金与营收比值


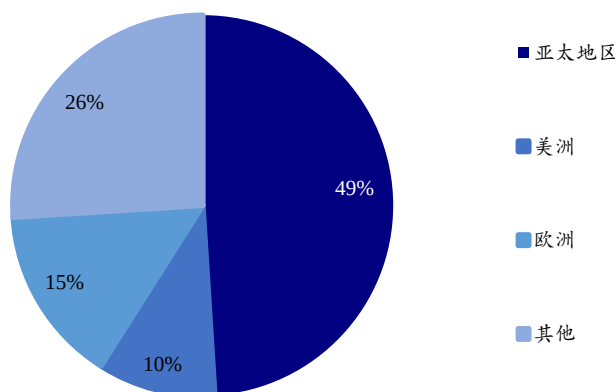
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、格局松动，本土企业崛起正当时

2.1 线缆行业外资占比较大，逐渐向亚太区转移

全球电线电缆生产重心逐渐向亚洲转移。全球电线电缆制造国家及地区主要集中于欧洲（德国、法国、意大利、西班牙等）、北美（美国）以及东北亚（日本、韩国）。近年来，因为亚洲等新兴国家经济增长较快，电线电缆的生产重心逐渐向亚洲转移，亚太市场份额逐渐扩大。2020 年，亚太地区电线电缆消费量占全球消费量规模比重约 49%。

图 11：2020 年全球电线电缆消费量区域分布



资料来源：鑫宏业招股书，信达证券研发中心

线缆属于汽车安全件，供应体系较为封闭。目前汽车线缆的制造商主要有两类：第一类为线束公司旗下的线缆厂商；第二类为独立专门生产线缆的公司。目前日系线束厂商如矢崎、住电、古河等，欧美系线束厂商如安波福、莱尼等的线束为“自产+外购”模式；美系线束厂商李尔，德系线束厂商德科斯米尔，国内线束厂商沪光、金亭等均为外购模式。

外资线束厂下属线缆厂份额在国内占比较高。如矢崎、莱尼等外资零部件厂商，因伴随日系、德系等本国车企逐步成长，在相应部件领域内深耕多年，市场份额较高。截至 2021 年，国内本土供应商中福斯集团、卡倍亿两家企业头部趋势明显，份额占比较高，剩余份额主要由外资线束厂下属线缆厂商占据。

表 3：线束公司对线缆的采购方式

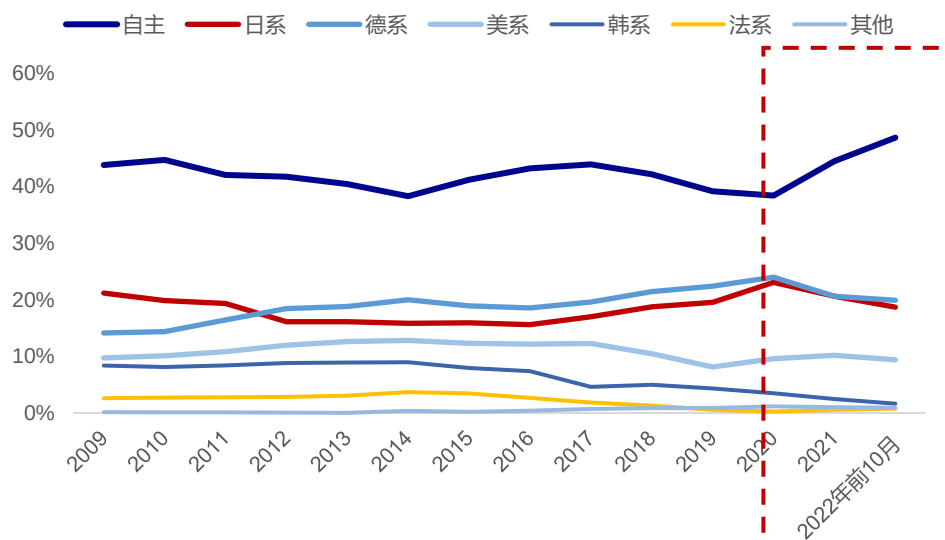
采购方式	类别	公司
自产+外购	日系	矢崎、住电、古河
	欧美系	安波福、莱尼、科络普
外购	美系	李尔
	德系	德科斯米尔
	国内	昆山沪光、上海金亭等

资料来源：卡倍亿招股书，信达证券研发中心

2.2 主机厂寻求降本，外资供应商战略收缩

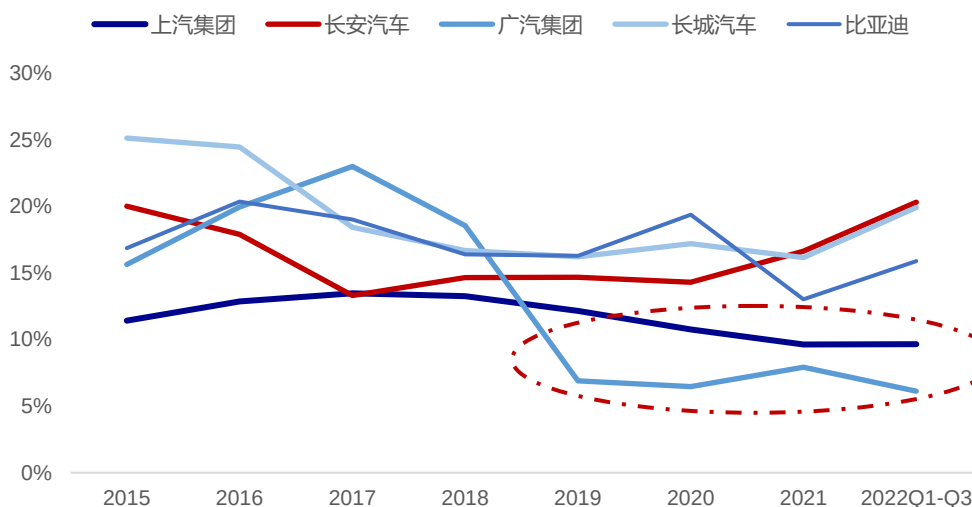
2.2.1 合资车企或寻求国产供应商以求成本递减

随着自主品牌销量占比提升，对国内线束线缆厂商需求有望提升。国内自主品牌凭借领先的电动智能化技术，在各细分产品市场打破合资垄断，2020 年至今自主品牌销量占比提升明显。相应的，日系、德系、韩系车型均有所下滑，与之配套牢固的外资供应商供应格局逐渐松动。随着自主品牌销量的逐步提升，对国内的线束线缆等零部件厂商的配套需求有望提升。

图 12：2009 年-2022 年前 10 月各品牌车型销量占比


资料来源:Wind, 信达证券研发中心

合资品牌经营压力较大，或迫切寻求国内供应商以图降本。国内上市的车企来看，外资车型占比较大的上汽集团、广汽集团近三年盈利能力承压，毛利率水平呈现下滑趋势，而自主车企如长城汽车、比亚迪等近两年盈利能力逐步增强。合资车企由于较大的经营压力，或许会迫切寻求国内自主供应商以图降本。

图 13：2015 年-2022 前三季度各主机厂销售毛利率


资料来源:Wind, 信达证券研发中心

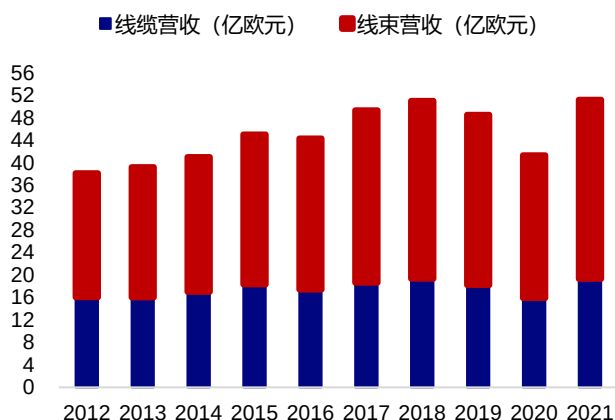
2.2.2 线束厂商战略性放弃

莱尼是世界范围内知名的电气线缆、线束系统供应商之一。德国莱尼集团在汽车线束领域有着丰富的经验，为克莱斯勒、奥迪、保时捷、德国宝马等国际知名汽车整车厂商提供服务。2021 年底，莱尼在亚洲、美洲和 EMEA（欧洲、中东和非洲）的 28 个国家拥有 72 家子公司。线束系统部门由 3 家国内公司和 30 家国外公司组成，其中 6 家位于亚洲，7 家位于美洲，17 家位于 EMEA 地区。电线电缆解决方案部拥有 14 家国内公司和 19 家国外公司，其中 4 家在亚洲，6 家在美洲，9 家在 EMEA 地区。此外，这两个部门还有 6 家子公司。

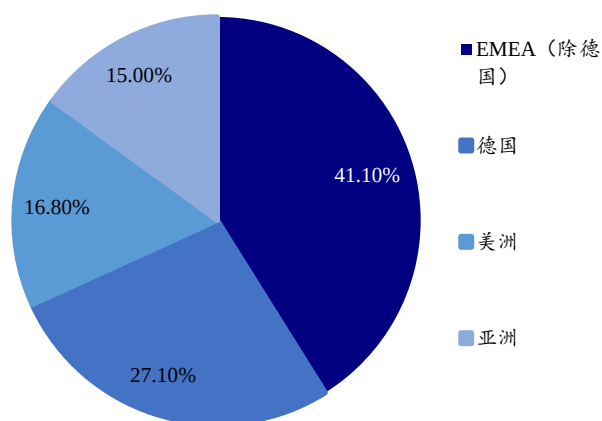
图 14：莱尼线束、线缆业务


资料来源：莱尼官网，信达证券研发中心

近几年，莱尼线缆和线束业务营收较稳定。自 2019 年，受新冠疫情影响，汽车和工业行业的需求逐渐减弱，莱尼的线缆及线束业务受到影响，线缆业务 2019 年、2020 年营收同比分别下降 5.91%、23.57%。线束业务同比下降 4.29%、16.21%，莱尼为应对全球经济环境影响，启动 value21 自救计划，降低各业务条线成本。2021 年，市场需求逐渐复苏，虽然仍存在疫情及供应链问题，但公司成功扩大两个部门的业务量，叠加公司的 value 21 战略计划，线束业务自 2018 年底到 2021 财年结束累计降本 3 亿欧元。2021 年线束及线缆业务营收分别达到 31.9 亿欧元、19.3 亿欧元，同比分别增长 25.58%和 21.39%。分地区看，莱尼在 EMEA 地区收入占比由 2020 年的 45.4%下降到 41.1%，亚洲地区收入占比略降为 15%。

图 15：莱尼线缆及线束业务营收（亿欧元）


资料来源：莱尼年报，信达证券研发中心

图 16：2021 年莱尼各地区收入占比


资料来源：莱尼年报，信达证券研发中心

莱尼线缆全球布局较广。1991 年，佳品电子有限公司在厦门成立，1993 年，莱尼中国收购佳品电线电缆（新加坡）有限公司 50% 的股权，随后原佳品厦门公司更名为佳品-莱尼电子有限公司，主营家用电源线业务，莱尼正式进入中国。1998 年公司成立莱尼（常州）电子有限公司投入汽车电线生产线项目。

表 4：莱尼线缆业务全球布局

序号	区域	国家	公司数量
1	美洲	墨西哥	2
2	美洲	美国	2
3	非洲	埃及	1
4	亚洲	中国	3
5	亚洲	土耳其	1
6	欧洲	德国	7
7	欧洲	匈牙利	1
8	欧洲	波兰	1
9	欧洲	斯洛伐克	1
10	欧洲	瑞士	1
11	欧洲	英国	1

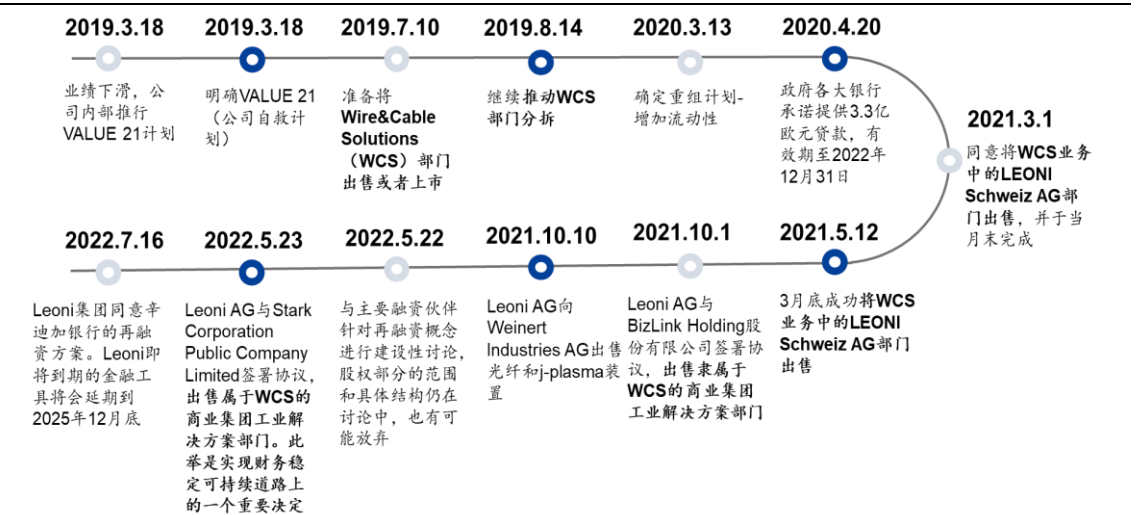
资料来源：莱尼官网，信达证券研发中心

表 5：莱尼线缆中国布局

序号	公司名称	业务
1	莱尼电缆（中国）有限公司	·汽车电缆解决方案 ·电器
2	莱尼电缆（常州）有限公司	·电线产品和解决方案
3	莱尼电缆（中国）有限公司	·汽车电缆解决方案

资料来源：莱尼官网，信达证券研发中心

经营压力较大，莱尼出售线缆业务补充流动性。莱尼公司的主要业务分为线束业务（WSD）及线缆业务（WCS），2019 年，公司的业绩出现明显下滑，叠加新冠疫情影响，公司 2019 年总营收同比下降 4.9%，为了能维持现金流的稳定公司决定将线缆业务出售，但出售过程受到疫情影响并不顺利。2020 年，公司受到汽车行业低迷及供应链中断等影响，总营收同比下降 14.85%。在业绩逐年下滑的影响下，公司决定实施转型计划，将 WCS 业务分拆出售，剥离利润率较低的低压线束，将业务核心放在价值量更高的高压线束领域。直至 2021 年 3 月底，莱尼成功将莱尼线缆瑞士分公司出售，包含 WCS 业务中 Schweiz AG 部门以及 Karpen GmbH 的数据通信业务部门，线束业务将是公司未来的发展核心。

图 17：莱尼出售线缆业务梳理


资料来源:莱尼官网, 莱尼年报, 信达证券研发中心

2.3 本土崛起时机已至，卡倍亿有望率先跑出

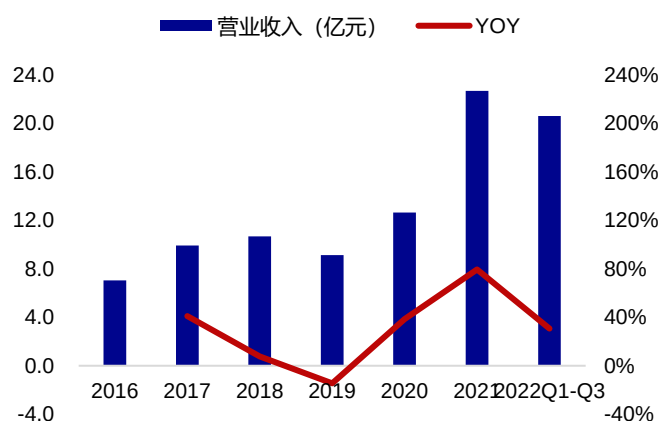
2.3.1 卡倍亿

卡倍亿成立 30 多年来，深耕汽车线缆领域，客户结构优质。公司作为二级供应商，已进入通用、福特、宝马、戴姆勒-奔驰、本田、丰田、日产、菲亚特-克莱斯勒、沃尔沃、路虎、上汽集团、广汽集团、吉利控股、特斯拉等国际主流汽车整车厂商供应链体系。公司直接客户包括安波福、矢崎、李尔、德科斯米尔、住电、古河等龙头汽车线束厂商。在新能源汽车领域，公司已取得通用、本田、日产、上汽大通、吉利等多家整车厂商的高压线缆认证，并已向大众、日产、通用、本田、上汽大通、吉利、特斯拉等厂商供应与新能源车相关的汽车线缆产品。

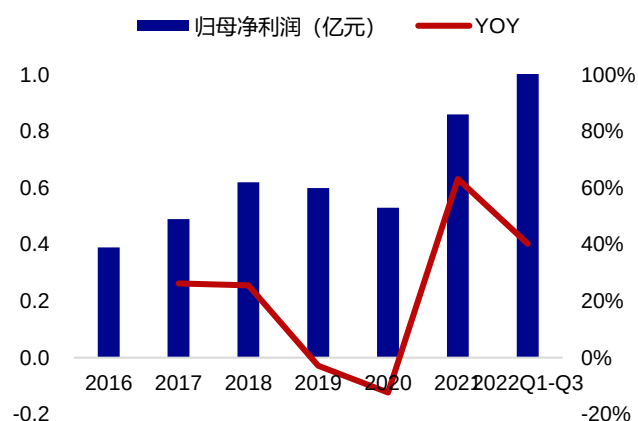
图 18：卡倍亿直接客户和终端客户


资料来源:卡倍亿招股书, 信达证券研发中心

卡倍亿业绩增长强劲。公司近年来扎实主业发展，营收稳步增长，2016 年-2021 年营收复合增速为 26.4%。2016 年-2020 年净利润基本维持稳定，在 0.5 亿元左右。2021 年在营收大幅增长的带动下，净利润同比增长 63.2%至 0.86 亿元。

图 19：卡倍亿近几年营收（亿元）及增速


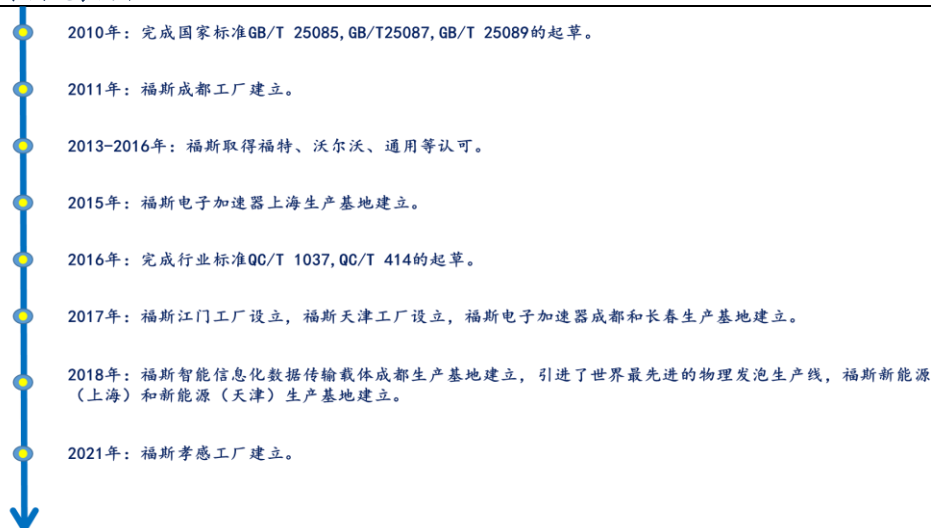
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20：卡倍亿近几年归母净利润（亿元）及增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3.2 福斯集团

福斯始建于 20 世纪 90 年代，长期为各大汽车制造商和汽车线束配套商提供优质的电线电缆产品。在上海、北京、长春、成都、天津、江门和孝感设有生产基地，上海福尔欣线缆有限公司是福斯的核心控股企业。福斯在上海设有技术中心。据福斯官网数据，其员工总数逾 1600 人，占地约 300,000 平米，年产量约 1700 万公里，产值达 80 亿元。其客户主要为：长城、长安、一汽、广汽、通用、福特等。

图 21：福斯集团发展历程


资料来源: 福斯集团官网, 信达证券研发中心

2.3.3 鑫宏业

鑫宏业线缆产品覆盖光伏、工业、新能源汽车领域。鑫宏业主营业务为光伏线缆、新能源汽车线缆及工业线缆等特种线缆。在光伏线缆领域，于 2004 年着手研发光伏线缆，凭借产品的持续创新迭代，使公司保持市场领先地位。公司研发的 125°级光伏线缆具有耐高低温、低电阻、高柔软性等出众的物理、化学性能优点，产品被广泛应用于光伏电池板、光伏连接

器、光伏逆变器等终端产品。新能源车方面，产品被广泛应用于新能源车型车内电池、充电桩、充电桩等领域。

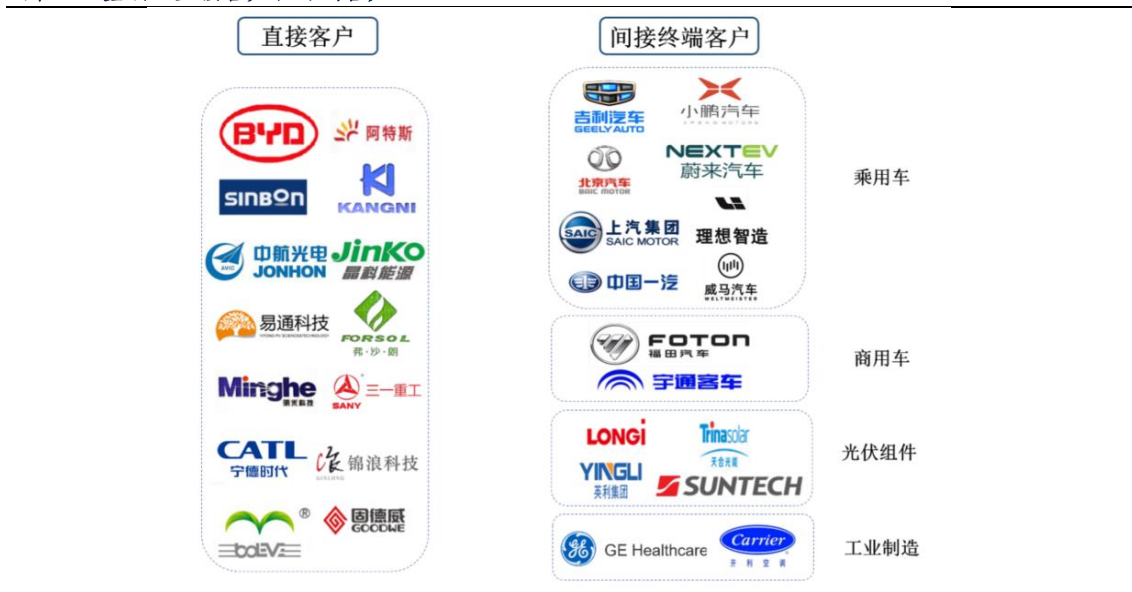
表 6：鑫宏业主要产品

分类	产品名称	产品图片	应用场景
光伏线缆	光伏线缆		广泛应用于光伏电池板、光伏接线盒、光伏逆变器
新能源汽车线缆	车内高压线		应用于新能源汽车“三电系统”（动力电池系统、驱动电机系统、整车控制系统）的电力及控制信号传输
	充电线缆		应用于连接新能源汽车充电装置与充电基础设施
工业线缆	储能线缆		应用于工业控制设备、储能、消费电子、家用电器、医疗器械等领域
	机器人线缆		

资料来源：鑫宏业招股书，信达证券研发中心

鑫宏业光伏线缆主要客户为晶科光伏，汽车线缆主要客户为比亚迪。2022 年 1 月-6 月，鑫宏业前五大客户分别为比亚迪、明禾新能源、晶科光伏、八达光电、阿特斯阳光电力，其中对比亚迪销售金额为 1.30 亿元，占销售收入的比重为 15.83%，为鑫宏业第一大客户。2020 年、2021 年、2022 年 1-6 月，鑫宏业前五大客户合计销售金额占销售收入比重为 33.04%、29.76%、32.91%。

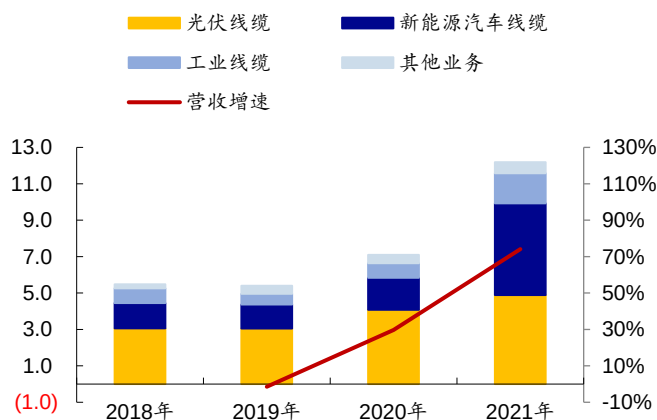
图 22：鑫宏业直接客户和终端客户



资料来源：鑫宏业招股书，信达证券研发中心

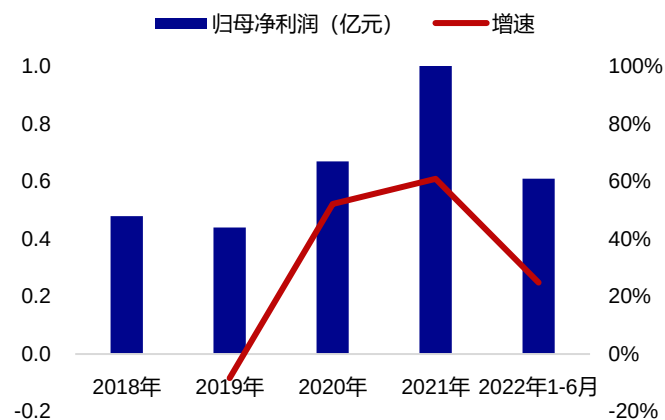
鑫宏业受益于近年来国内光伏装机量及新能源汽车销量的增长，营收稳步增长。2019-2021年，公司营收分别为 5.39、7.00、12.19 亿元，同比增长-1.46%、+29.87%、+74.14%，归母净利润分别为 0.44、0.67、1.07 亿元，同比增长-8.37%、+52.22%、+60.96%。

图 23：鑫宏业近几年营收（亿元）及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24：鑫宏业近几年归母净利润（亿元）及增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3.4 卡倍亿有望凭借先发优势率先跑出

卡倍亿有望通过 IPO 及可转债项目快速扩大产能，巩固先发优势。公司 IPO 及可转债项目用于扩建新能源高压线、铝线缆以及智能网联用线缆，合计投入 6.3 亿元，项目建设周期不超过两年。募投项目的顺利推行有助于公司快速扩充产能以应对目前智能电动车对高压线及数据线的需求。

表 7：卡倍亿和鑫宏业募投项目情况

公司	序号	项目	总投资额 (万元)	使用 IPO 募投资金 (万元)	使用可转债募集资金 (万元)	实施主体	项目建设期
卡倍亿	1	新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆项目	34,688.00	21,588.37	12,400.00	上海卡倍亿	24 个月
	2	本溪卡倍亿铝线缆建设项目	4,445.00	—	—	本溪卡倍亿	12 个月
	3	新能源汽车线缆生产线建设项目	24,298.18	—	15,500.00	本溪卡倍亿	24 个月
	合计		63,431.18	21,588.37	27,900.00	/	
鑫宏业	1	新能源特种线缆智能化制造中心项目	26,300.00	26,300.00	/	/	36 个月
	2	新能源特种线缆研发中心及信息化建设项目	13,300.00	13,300.00	/	/	36 个月
	3	补充流动资金项目	5,000.00	5,000.00	/	/	
	合计		44,600.00	44,600.00	/	/	

资料来源：卡倍亿招股书、卡倍亿公告、鑫宏业招股书，信达证券研发中心

据卡倍亿可转债公告测算，募投项目有望为公司新增年收入 11.8 亿元，净利润约 1.03 亿元。以公司 2021 年营收 22.68 亿元，净利润 0.86 亿元为基数比较，营收和净利润增幅分别为 52%和 120%。

表 8：卡倍亿募投项目产能、营收情况

项目	产品	核定产能 (KM)	单价 (万元/千米)	营收 (万元)
新能源汽车线 缆及智能网联 汽车线缆项目	新能源汽车用充电线	6,200	1.30	8,060
	智能网联汽车车载娱乐信息交 付系统用线（普通连接用对绞 线 FLRY）	20,000	0.04	800
	智能网联汽车车载娱乐信息交 互系统用线（同轴电缆）	10,000	0.18	1,800
	智能网联汽车车载娱乐信息交 互系统用线（以太网线）	50,000	0.07	3,500
	新能源汽车高压导线	10,000	4.80	48,000
	智能网联汽车车载娱乐信息交 互系统用线（USB、LVDS、 HDMI 线）	27,000	0.12	3,240
	合计	123,200	/	65,400
新能源汽车线 缆生产线建设 项目	新能源汽车高压导线（硅胶 线，FHLR2GCB2G35 等）	2,500.00	3.71	9,275
	新能源汽车用充电线 （EV-EYU3*2.5+0.5 等）	15,000	0.97	14,550
	XLPO 新能源线 （FHLR91XCB91X2X2.5B 等）	35,000	0.83	29,050
	合计	52,500	/	52,875

资料来源：卡倍亿公告，信达证券研发中心

表 9：卡倍亿募投项目毛利率、净利率情况

	新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆项目	新能源汽车线缆生产线建设项目
核定产能 (KM)	123,200	52,500
营收 (万元)	65,400	52,875
毛利率	17.62%	16.05%
毛利 (万元)	11,523.5	8,486.4
净利率	8.61%	9.07%
净利润 (万元)	5,630.9	4,795.8

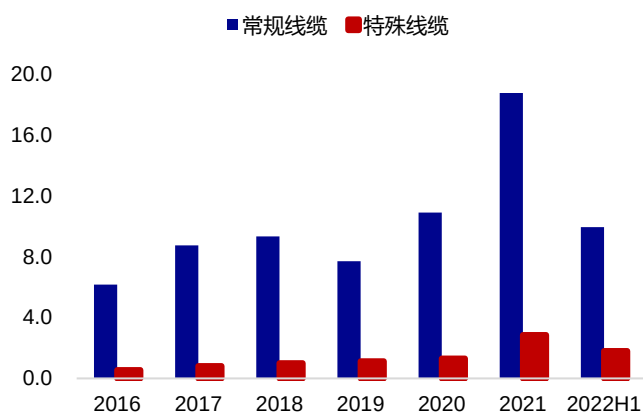
资料来源：卡倍亿公告，信达证券研发中心

3、卡倍亿—公司层面的“三个优化”

3.1 产品结构优化

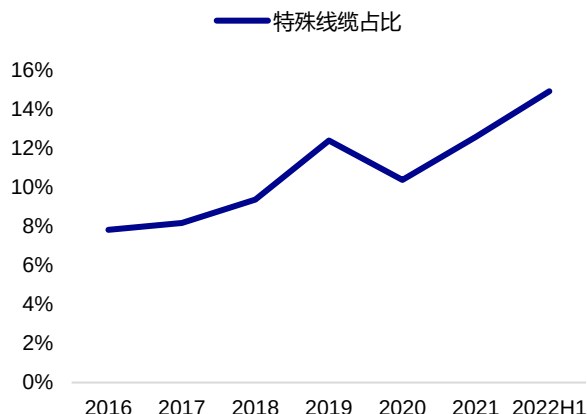
卡倍亿近几年特殊线缆占比逐步提升。常规线缆是车内使用较为普遍的线缆，主要应用于汽车内仪器仪表、控制器等的连接，所以在公司营收中占比较高。2021 年公司常规线缆营收 18.75 亿元，占比 82.7%。随着汽车向智能化、电动化转型，对线缆的技术要求提升，如汽车内进行通讯的线缆需要满足电磁兼容性要求，所以需要在线缆上加入屏蔽层；在新能源车充电系统中，需要高压充电线缆，该线缆需要具备良好的耐高低温、耐紫外线、耐磨等性能。在新的需求下，公司特殊线缆营收占比由 2016 年的 7.8% 提升至 2022H1 的 14.9%。

图 25：卡倍亿常规线缆和特殊线缆营收（亿元）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26：卡倍亿特殊线缆营收占比提升

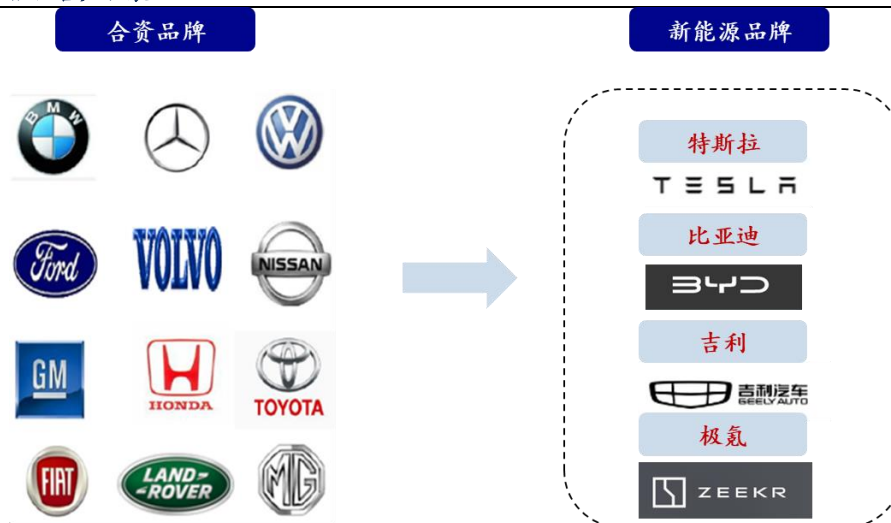


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 客户结构优化

终端客户由合资燃油车拓展至自主新能源车品牌，增量确定性高。公司成立以来终端客户主要围绕在合资燃油车，以大众、奔驰、沃尔沃、本田为主。随着国内新能源车的快速发展公司终端客户已拓展至吉利、极氪、比亚迪、特斯拉等新能源车企，增量确定性较高。

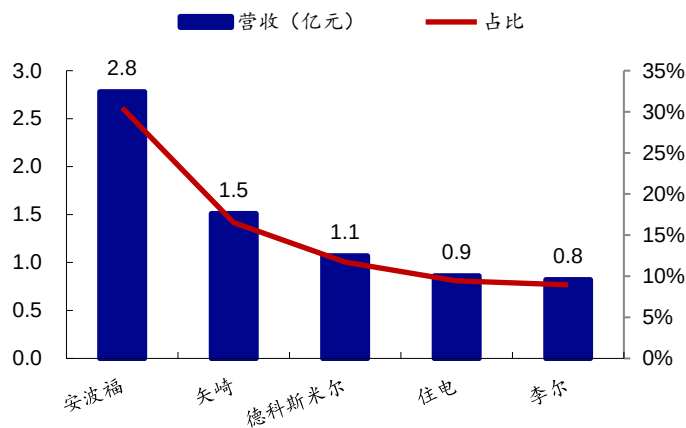
图 27：卡倍亿客户拓展



资料来源: 卡倍亿招股书, 各公司官网, 信达证券研发中心

公司前五大客户为外资线束厂，对应的终端客户为合资品牌。卡倍亿近几年前五大客户比较稳定，分别为安波福、矢崎、德科斯米尔、住电、李尔，均是头部的线束厂商。这些外资线束厂商下游的客户主要为合资品牌，如上汽大众、一汽大众、宝马等。

图 28：卡倍亿 2019 年前五大客户营收（亿元）及占比



资料来源：卡倍亿招股书，信达证券研发中心

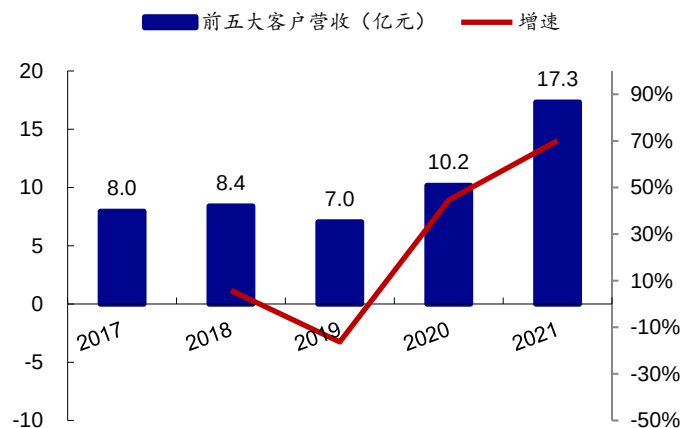
图 29：前五大客户对应主机厂情况



资料来源：沪光股份招股书，信达证券研发中心

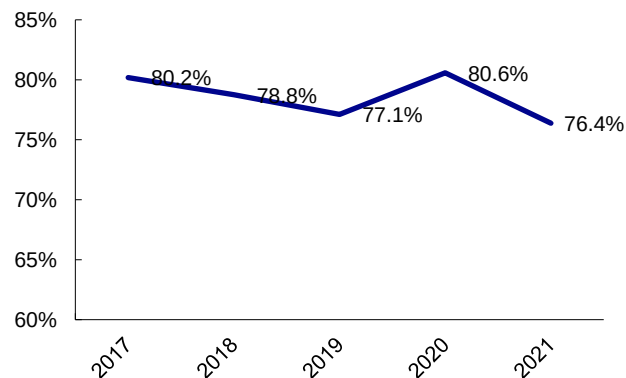
在前五大客户营收保持增长的情况下，2021 年其占比略有下降，可见新客户拓展成效已现。2021 年公司前五大客户营收为 17.3 亿元，同比+70%，在前五大客户营收增长的情况下，占比略下降至 76.4%，相比于 2020 年的 80.6%下降 4.2pct。

图 30：卡倍亿近几年前五大客户营收（亿元）及增速



资料来源：卡倍亿招股书，卡倍亿年报，信达证券研发中心

图 31：卡倍亿近几年前五大客户营收占比



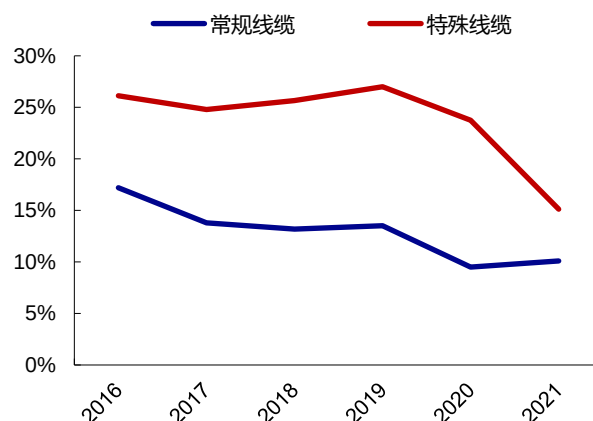
资料来源：沪光股份招股书，信达证券研发中心

3.3 成本结构优化

高毛利率产品占比提升叠加上游原材料价格回落，成本端持续优化。铜材在公司产品成本中占比较大，随着上游原材料电解铜价格的回落，公司成本端压力有望减轻。同时，具有较高毛利率水平的特殊线缆产品占比逐年提升，产品结构的优化有望带动公司盈利上行。

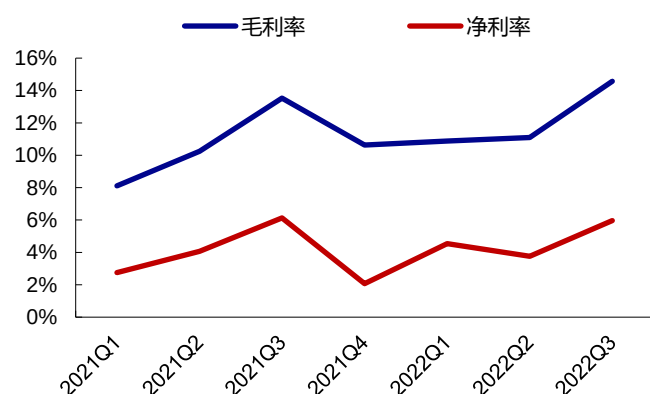
图 32：电解铜价格（元/吨）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

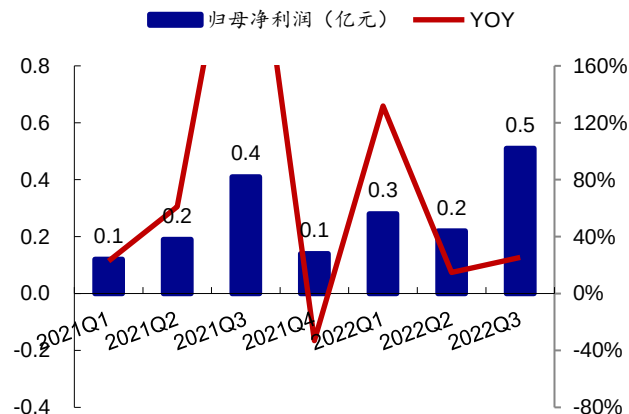
图 33：常规线缆和特殊线缆毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利拐点已现，22Q3 利润率上行。在原材料成本和产品结构改善的背景下，公司盈利拐点已现，22Q3 毛利率&净利率均实现上行。公司 22Q3 毛利率和净利率分别为 14.57% 和 5.97%。我们认为随着公司高毛利率产品占比的持续提升，公司盈利能力有望延续上行趋势。

图 34：卡倍亿单季度毛利率&净利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35：卡倍亿单季度净利润（亿元）及增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4、盈利预测

4.1 盈利预测及假设

公司各业务收入及毛利率预测假设如下：

(1) 常规线缆：随着国产替代进程加速，我们预计公司 2022-2024 年常规线缆营收增速分别为 26.5%、30.1% 和 26.1%。毛利率方面 2022 年上游原材料价格铜价回落，我们预计常规线缆 2022 年毛利率提升至 13.0%，2023 年-2024 年常规线缆毛利率水平保持 13.0% 左右的平均水平。

(2) 特殊线缆：随着新能源车渗透率提升，高压线需求提升，以及智能化变革下数据线需求提升，特殊线缆营收稳步增长。我们预计公司 2022-2024 年特殊线缆营收增速分别为

119.0%、43.0%和 53.6%。随着数据线占比提升,毛利率稳定增长,我们预计公司 2022-2024 特殊线缆毛利率分别为 17.0%、18.5%和 19.0%。

(3) 其他业务: 合理假设收入增速为 5%, 毛利率稳定。

综上,我们预计公司 2022-2024 年的营业收入为 31.10 亿元、40.97 亿元、53.86 亿元,对应增速分别为 37.1%、31.8%、31.5%,对应毛利率分别为 13.6%、14.0%、14.4%。

表 10: 公司各业务收入及毛利率预测

业务	项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
常规线缆	收入(亿元)	10.88	18.75	23.71	30.85	38.89
	增速	41.3%	72.2%	26.5%	30.1%	26.1%
	毛利率	9.5%	10.1%	13.0%	13.0%	13.0%
特殊线缆	收入(亿元)	1.31	2.85	6.25	8.93	13.72
	增速	15.9%	117.6%	119.0%	43.0%	53.6%
	毛利率	23.8%	15.1%	17.0%	18.5%	19.0%
其他业务	收入(亿元)	0.43	1.08	1.13	1.19	1.25
	增速	66.0%	151.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	8.4%	10.3%	14.0%	6.0%	6.0%
总计	收入(亿元)	12.64	22.68	31.10	40.97	53.86
	增速	38.4%	79.4%	37.1%	31.8%	31.5%
	毛利率	11.0%	10.9%	13.6%	14.0%	14.4%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.2 估值与投资评级

我们预测公司 2022 年-2024 年归母净利润为 1.6 亿元、2.4 亿元、3.5 亿元,同比增长 90.4%、46.1%、44.5%,对应 EPS 为 2.98、4.35、6.29 元,PE 为 29.8/20.4/14.1 倍。参考可比公司估值水平,给予公司 2023 年 30 倍目标 PE,对应目标价 130.5 元,维持“买入”评级。

表 11: 可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS (元)					PE		
		2022/12/19	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
605333.SH	沪光股份	21.90	0.00	0.21	0.63	1.20	/	104.3	34.8	18.3
605005.SH	合兴股份	15.96	0.49	0.47	0.61	0.76	32.6	34.0	26.2	21.0
688800.SH	瑞可达	112.40	1.05	2.38	3.61	5.17	107	47.2	31.1	21.7
平均								61.8	30.7	20.3
300863.SZ	卡倍亿	88.76	1.56	2.98	4.35	6.29	56.9	29.8	20.4	14.1

资料来源: Wind 一致性预期, 信达证券研发中心

5、风险因素

新能源车销量不及预期：若下游新能源车销量增速放缓，对于新能源用高压线缆需求降低，新能源车线缆市场规模增长速度将低于预期。

特殊线缆占比提升不及预期：因为特殊线缆为公司高毛利率产品，若其占比提升不及我们预测速度，公司毛利率恢复步伐将放慢。

上游原材料涨价风险：铜价的上升或者波动将压缩公司盈利空间。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	827	1,573	1,647	2,084	2,478
货币资金	101	422	175	336	396
应收票据	0	31	21	70	80
应收账款	464	714	925	892	1,199
预付账款	6	4	54	70	92
存货	184	331	340	538	485
其他	72	72	132	177	228
非流动资产	369	579	673	703	705
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	124	356	351	376	385
无形资产	37	42	56	61	69
其他	208	181	266	266	252
资产总计	1,195	2,152	2,320	2,787	3,184
流动负债	602	1,206	1,220	1,467	1,536
短期借款	503	978	947	1,047	997
应付票据	10	100	154	198	315
应付账款	73	91	73	161	146
其他	17	38	45	61	78
非流动负债	13	283	293	298	303
长期借款	0	12	22	27	32
其他	13	271	271	271	271
负债合计	615	1,489	1,513	1,765	1,839
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	580	663	807	1,022	1,345
负债和股东权益	1,195	2,152	2,320	2,787	3,184

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,264	2,268	3,110	4,097	5,386
同比(%)	38.4%	79.4%	37.1%	31.8%	31.5%
归属母公司净利润	53	86	164	240	347
同比(%)	-12.3%	63.2%	90.4%	46.1%	44.5%
毛利率(%)	11.0%	10.9%	13.5%	14.0%	14.4%
ROE%	9.1%	13.0%	20.4%	23.5%	25.8%
EPS(摊薄)(元)	0.96	1.56	2.98	4.35	6.29
P/E	92.67	56.78	29.83	20.41	14.12
P/B	8.45	7.40	6.07	4.79	3.65
EV/EBITDA	85.70	39.66	20.58	14.67	10.83

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,264	2,268	3,110	4,097	5,386
营业成本	1,125	2,020	2,688	3,524	4,612
营业税金及附加	3	5	9	12	16
销售费用	12	20	28	38	50
管理费用	24	35	50	61	81
研发费用	32	53	81	111	148
财务费用	18	35	72	78	78
减值损失合计	0	-2	-1	-1	-1
投资净收益	1	14	3	1	0
其他	7	-17	8	8	8
营业利润	59	95	192	282	408
营业外收支	3	2	2	1	1
利润总额	62	96	193	283	408
所得税	9	10	29	42	61
净利润	53	86	164	240	347
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	53	86	164	240	347
EBITDA	74	146	289	402	534
EPS(当年)(元)	1.15	1.56	2.98	4.35	6.29

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	-273	-252	-4	239	268
净利润	53	86	164	240	347
折旧摊销	18	26	34	48	54
财务费用	17	34	76	79	82
投资损失	-1	-14	-3	-1	0
营运资金变动	-357	-400	-267	-120	-207
其它	-3	16	-9	-8	-8
投资活动现金流	-179	-234	-126	-78	-57
资本支出	-181	-248	-89	-57	-42
长期投资	1	14	-28	-33	-25
其他	0	0	-9	11	10
筹资活动现金流	501	792	-117	1	-152
吸收投资	239	276	0	0	0
借款	625	1,073	-21	105	-45
支付利息或股息	-13	-50	-96	-104	-107
现金流净增加额	49	305	-247	161	59

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。