

国产汽车线缆领先者，开启电动智能转型

——卡倍亿(300863.SZ)首次覆盖报告

报告要点:

● 公司是国内领先汽车线缆供应商，技术与客户资源优质

卡倍亿深耕线缆行业三十余年，曾与德国 KBE 合资。借助长期的历史积累以及合资公司工艺技术和客户底蕴，公司掌握汽车线缆核心技术，能够满足主要汽车生产国线缆生产和测试标准，并获得国内外领先车企认证，进入大众、奔驰、宝马、特斯拉等供应链。直接客户覆盖全球线束龙头企业

● 线缆行业开启国产化替代，公司有望受益行业格局优化

受汽车行业迭代加快以及降成本等要求，汽车供应链国产化替代加速。线缆行业因受疫情和俄乌冲突影响，国际龙头有转移生产基地及剥离线缆业务的趋势，线缆国产替代加速。同时受国内企业加速出海影响，对海外线缆认证标准能力依赖性增强。公司作为 A 股线缆龙头，拥有较强的技术、认证标准和客户优势，有望受益行业格局优化。

● 新能源线缆快速发展，智能网联和轻量化线缆孕育全新空间

新能源车快速发展驱动高压线缆需求激增，且单价提升 200%，量价齐升趋势明显。至 2025 年，市场规模年化增速有望达到 50% 左右。同时由于新能源汽车国产品牌领先，高压线缆国产化趋势更为明显。智能网联与轻量化发展趋势，同样带动线缆行业展现新的发展空间。公司 2017 年开始投建新能源线缆，并通过两次募投积极投建相关产能，储备充足，受益明显

● 上游价格下行叠加产品升级，公司盈利能力提升

全球通胀缓解带动线缆上游铜价呈现下行趋势，有利公司盈利水平提升。汽车行业产品升级带动公司产品结构中均价 1500 元/千米的高压线缆逐步替代均价 500 元左右的常规线缆，常规线缆中均价 700 元左右的交联高温线缆，逐步替代均价 400 元左右的 PVC 低压线缆。未来盈利提升空间明显

● 投资建议与盈利预测

随着公司新能源及智能网联和轻量化业务布局深入，叠加国产替代趋势，预计公司 2022-2024 年收入分别为 31.27\37.80\48.62 亿元，同比增长 37.89%\20.88%\28.63%，归母净利润分别为 1.46\2.02\2.52 亿元，同比增长 68.93%\38.24%\25.1%。取 30 倍 PE，对应目标价格 109.72 元，较当前市值增幅空间 25.3%。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

汽车行业及新能源汽车行业发展不及预期风险、线缆行业国产替代进程不及预期风险、原材料价格下行不及预期风险、新能源线缆产能不足风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1263.87	2267.91	3127.21	3780.23	4862.41
收入同比(%)	38.41	79.44	37.89	20.88	28.63
归母净利润(百万元)	52.91	86.34	145.85	201.62	252.35
归母净利润同比(%)	-12.33	63.20	68.93	38.24	25.16
ROE(%)	9.12	13.03	18.42	20.63	20.98
每股收益(元)	0.96	1.56	2.64	3.65	4.57
市盈率(P/E)	90.96	55.73	32.99	23.87	19.07

资料来源：同花顺 IFIND, 国元证券研究所

买入|首次推荐

当前价/目标价: 87.57 元/109.72 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元): 109.98/54.40

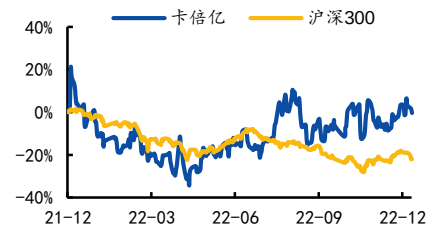
A 股流通股(百万股): 18.73

A 股总股本(百万股): 55.24

流通市值(百万元): 1639.76

总市值(百万元): 4836.94

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2023 年汽车行业投资策略:把握熊彼特创新,决胜结构化市场》

报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-5109-7188

邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-5109-7188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

目录

1. 国内线缆领先企业，开启电动智能转型	4
1.1 深耕汽车线缆行业三十余年，开启电动智能转型	4
1.2 公司竞争力强、客户丰富，盈利能力处于上升通道	7
1.3 公司股权清晰集中，管理层专业性强、经验丰富	10
2. 公司线缆行业地位稳固，国产化替代引领份额提升	11
2.1 线缆行业壁垒较高，公司行业领先地位稳固	11
2.2 行业格局优化，公司受益国产化替代发展进程	18
3. 新四化推动线缆升级，特殊线缆未来空间广阔	21
3.1 “新四化”持续快速发展，线缆需求量价齐升	21
3.2 公司顺应行业发展，产能、研发、客户全面开启电动智能化转型	24
4. 投资建议	27
5. 风险提示	31

图表目录

图 1：卡倍亿按收入业务分布（2022H1）	4
图 2：卡倍亿在主要领域的营收额（2021,百万元）	4
图 3：卡倍亿发展历程	6
图 4：卡倍亿主要客户情况	7
图 5：上游铜价呈下行趋势（元/吨）	8
图 6：卡倍亿单季销售毛利率（%）	9
图 7：卡倍亿单季销售净利率（%）	9
图 8：常规线缆和特殊线缆毛利率	9
图 9：卡倍亿股权结构情况（更新时间 2022 年 12 月 5 日）	10
图 10：汽车线束使用领域	12
图 11：2016 款丰田皇冠汽车线束布局示意图	12
图 12：不同地区的车企遵循的线缆标准不同	13
图 13：典型车企供应商质量管理流程	14
图 14：汽车导线生产工艺概况	15
图 15：汽车导线到线缆生产工艺概况	15
图 16：硅橡胶高压线缆工艺流程	15
图 17：数据传输线缆工艺流程	16
图 18：中国线束行业市场格局（2019）	18
图 19：汽车供应链国产化替代示意图	19
图 20：莱尼（LEONI）盈利情况（¥亿元）	20
图 21：莱尼（LEONI）主要财务指标（%）	20
图 22：卡倍亿产能布局	21
图 23：新能源汽车主要线缆类别	22
图 24：纯电动汽车高压部件布局图	22

图 25: 传统车和新能源车线缆市场空间测算 (亿元)	23
图 26: 各级别以上自动驾驶渗透率	23

表 1: 卡倍亿主要产品展示	5
表 2: 卡倍亿市场占有率	8
表 3: 卡倍亿公司主要管理层经历	11
表 4: 汽车线束分类	13
表 5: 线缆主要机器设备及价值 (2019)	16
表 6: 公司固定资产中各主要部分占比(2019)	16
表 7: 卡倍亿优势展示	17
表 8: 国内汽车线缆市场格局	19
表 9: 汽车线束轻量化措施及主要优势	24
表 10: 公司电动智能化产能建设情况	25
表 11: 公司主要电动智能相关研发项目	26
表 12: 公司主要新能源领域客户	26
表 13: 常规线缆量价及收入预测	27
表 14: 特殊线缆量价及收入预测	28
表 15: 线缆业务量价及收入预测	29
表 16: 公司盈利预测	30
表 17: 可比公司估值 (百万元)	31

1. 国内线缆领先企业，开启电动智能转型

1.1 深耕汽车线缆行业三十余年，开启电动智能转型

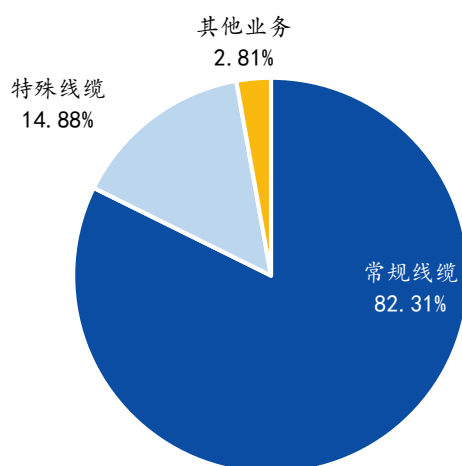
卡倍亿主要从事汽车线缆业务。卡倍亿主营业务汽车线缆的研发、生产和销售。公司作为汽车供应链中的二级供应商，在取得汽车整车厂商的产品认证后，为一级供应商——汽车线束厂商提供汽车线缆配套服务。按照线缆类型的不同，公司产品具体分为常规线缆和特殊线缆。

其中，常规线缆包括PVC低压线缆及交联高温线缆。PVC低压线缆以聚氯乙烯作为线缆的绝缘材料，因其成本较低且加工相对容易为我国汽车线缆普遍采用；交联高温线缆使用的绝缘材料主要为交联聚乙烯，具有更好的耐高温、耐磨损和耐化学腐蚀等特性。目前交联高温线缆在汽车上的使用越来越广泛。

特殊线缆包括铝线缆、对绞线缆、屏蔽线缆、硅橡胶线缆、多芯护套线缆、同轴线缆、数据传输线缆、充电线缆等。特殊线缆中的硅橡胶线缆、充电线缆等主要应用于新能源汽车。随着新能源汽车的快速发展，相关用量持续增加。

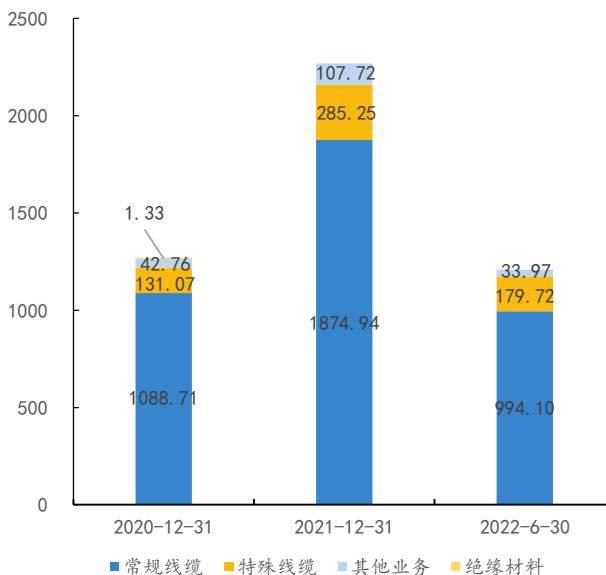
2021年，公司整体实现营业收入21.6亿元，其中常规线缆18.75亿元，特殊线缆2.85亿元，分别占营业收入的82.67%和12.85%。2022年H1公司实现总收入11.74亿，其中特殊线缆1.80亿，占比达到14.88%。

图 1：卡倍亿按收入业务分布（2022H1）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：卡倍亿在主要领域的营收额（2021, 百万元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

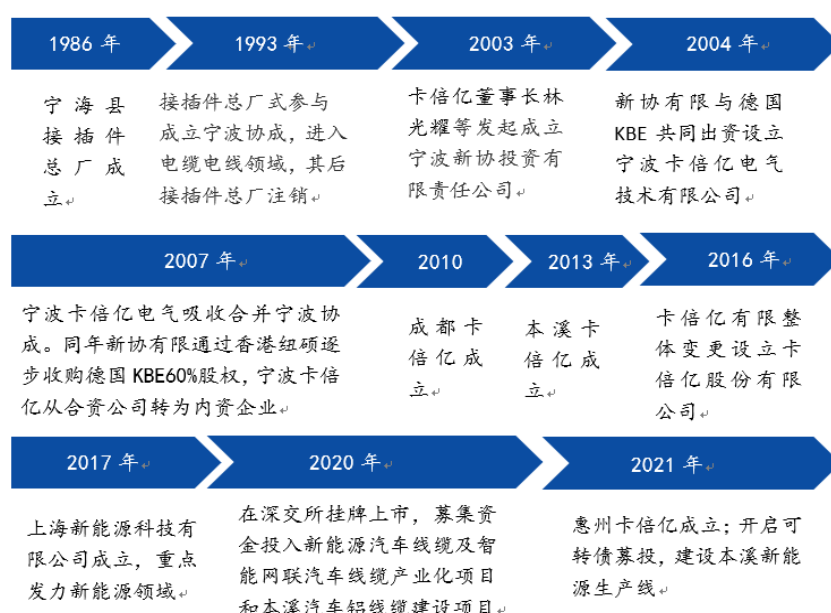
表 1：卡倍亿主要产品展示

产品名称	应用领域	性能及特点	产品展示
常规线缆	一般用于汽车内仪器仪表、电机控制器、电子设备等装置，传输电流及控制信号。	使用 PVC、PP、XLPE 绝缘材料，外径小易安装，耐高温、耐磨损、耐油、耐老化等优良性能。	
铝线缆	一般用于传统电瓶连接线，用于重量轻，适应汽车减重的传输电流，主要用于传统汽车发轻量化要求；节油、减少动机舱、蓄电池间以传输大功率排放且成本远低于铜导线。	体。	
对绞线缆	一般用于汽车中的 CAN-BUS 数据总线，主要用于汽车内传感器和控制单元，实现信息实时传输。	由相互绝缘的金属导线绞合而成，减少外界电磁干扰、弯曲性好。	
屏蔽线缆	一般用于通讯、音视频、仪表和电子设备以及自动化装置等有电性的要求，解决了非屏蔽电磁兼容要求的线路连接。	通过添加屏蔽层来实现线路与外界电磁信号的屏蔽。汽车线缆容易受到外界电磁干扰或对外界产生电磁干扰的问题。	
硅橡胶线缆	一般应用于电动汽车内部充放具有优良的耐高温、耐高压电系统高压电源的连接，用于传压、柔软弯曲、优异的输电电流。	磁兼容性能。	
多芯护套线缆	一般应用于汽车控制部件的连接，用于信息共享、数据信号控制等功能。	具有多信号传输和可承受反复弯曲及扭曲的特性。	
同轴线缆	一般用于高频数字、移动通信、GPS、无线电广播等信号传输。	具有优异的耐高温性、耐弯曲性、信号高速传输性以及电磁兼容性。	
数据传输线缆	一般用于高速数字信号传输，该系列数据传输线缆可广泛应用于后视镜摄像系统、USB 等。	具有使用灵活、传输性能优越等特性。	
充电线缆	应用于新能源电动汽车充电系统与外部电源的连接，用于动力电源传输和控制信号传输。	具有优良的耐高低温、耐紫外线、耐磨及柔软弯曲等性能。	

资料来源：卡倍亿 2022 年半年度报告，国元证券研究所

深耕线缆三十余年，逐步转型电动智能市场。公司前身可上溯至 1986 年成立的宁海县接插件总厂，该公司主营接插件，塑料，五金胶木件以及模具制造、加工。1993 年，宁海县接插件总厂以实物出资方式参与成立宁波协成电子电线有限公司，正式进入电缆电线领域，其后宁海接插件总厂注销。2003 年，卡倍亿董事长林光耀等发起成立宁波新协投资有限责任公司（简称“新协有限”，后经多次更名，目前注册名称为宁波新协实业集团有限公司）。2004 年，新协有限与德国 KBE 共同出资设立宁波卡倍亿电气技术有限公司。其中德国 KBE 为一家总部设在德国柏林，专业生产汽车线缆的跨国公司，工厂遍布世界多地，产品覆盖德国标准、美国标准以及欧洲标准等多个领域，广泛应用于包括大众、奥迪、宝马、戴姆勒-克莱斯勒、福特、欧宝、沃尔沃、雷诺等在内的世界汽车品牌。借助与德国 KBE 的合资，宁波卡倍亿在汽车线缆领域迅速发展。2007 年起，新协有限通过香港纽硕逐步收购德国 KBE 手中宁波卡倍亿 60% 股权，并实现控股，宁波卡倍亿从合资公司转为内资企业。同年 12 月，宁波卡倍亿电气技术有限公司吸收合并宁波协成电子电线有限公司，至此插件总厂和协成有限一脉正式并入卡倍亿。2010 年以来，随着业务不断扩大，公司成都、本溪等生产基地相继成立，实现跨越式发展。2016 年卡倍亿有限整体变更设立卡倍亿股份有限公司。2017 年上海卡倍亿新能源科技有限公司成立，重点发力新能源领域。2020 年公司在深交所挂牌上市，募集资金投建新能源与智能网联基地，2021 年公司启动可转债融资，投建本溪新能源基地。同时开启惠州卡倍亿建设，就近服务新能源汽车企业。公司智能新能源汽车领域发展进入快车道。

图 3：卡倍亿发展历程



资料来源：卡倍亿官网及公告，企业预警通，电工网库，wind，国元证券研究所

截止 2021 年，公司新能源相关线缆销售 15 万千米，实现销售收入 2.29 亿元，较 2020 年增长 214%；渗透率达到 10.55%，较 2020 年增长 9 个百分点。电动智能化转型快速推进。

1.2 公司竞争力强、客户丰富，盈利能力处于上升通道

卡倍亿技术能力先进，下游客户丰富。借助长期的历史积累以及合资公司的工艺技术和客户认证支持，公司掌握了压缩导体加工技术、铝导线加工技术、高温线加工技术、原材料分析技术、产品性能测试技术等线缆关键技术。强大的技术研发团队以及深厚的技术积累，为公司带来广泛的行业资源和客户群体。公司已进入大众、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。公司的直接客户包括安波福、德科斯米尔、矢崎、李尔、住电、古河等龙头汽车线束厂商，已经获得安波福、德科斯米尔、安费诺、古河、金亭等知名汽车线束企业的优秀供应商、战略供应商等称号，并为上述各家国际知名汽车线束厂商提供长期稳定的配套服务。

图 4：卡倍亿主要客户情况



资料来源：公司可转债募集说明书，国元证券研究所

借助持续扩张的发展态势，公司市占率不断提升，从 2018 年的 7.1% 上升到 2020 年的 8.9%。据公司披露，2022 年公司在线缆市场的份额已经达到 10-15% 的水平，位居中国汽车线缆领先地位。

表 2：卡倍亿市场占有率

时间	市场占有率 (%)
2018 年	7.1
2019 年	6.56
2020 年	8.94
2022 年	10-15

资料来源：公司可转债募集说明书，2022 年 11 月 15 日投资者关系活动记录表,国元证券研究所

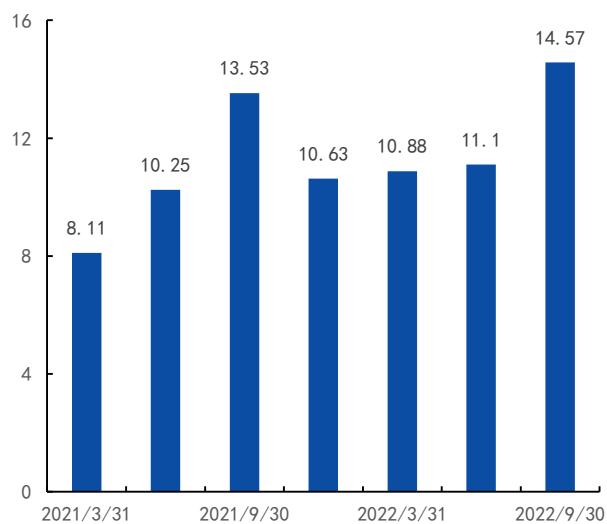
公司盈利水平重回上升通道，电动智能化发展有望持续推升盈利能力。公司历史盈利水平较好，2020-2021 年先后遭受疫情冲击和主要原材料价格上涨，盈利水平下滑。2022 年以来随着上游价格下行和疫情逐步好转，盈利水平出现回升趋势。毛利率从 2021 年一季度单季度的 8.11%逐步提升到 2022 年三季度的 14.57%；同期净利率也从 2.75%，回升到 5.97%。盈利水平明显提升。未来随着全球主要市场通胀缓解，上游原材料的进一步下行，预计毛利率仍将继续提升。另一方面，随着公司以特种线缆为主的新能源和智能车用线缆占比增加，较常规线缆毛利率高约一倍的特种线缆，也将带动公司盈利水平稳步提升。

图 5：上游铜价呈下行趋势（元/吨）



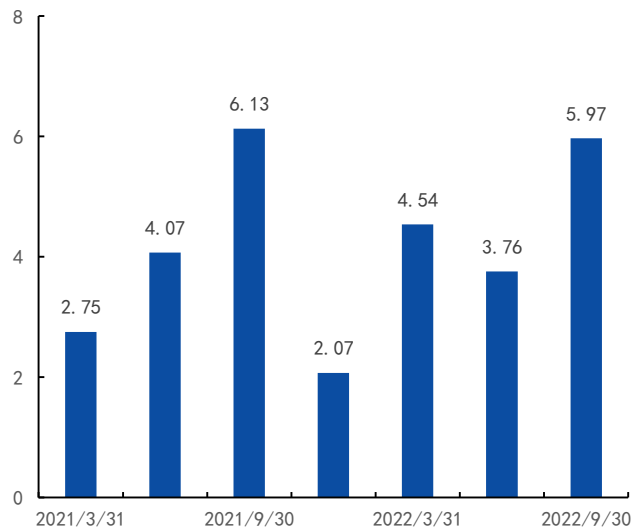
资料来源：wind，国元证券研究所

图 6：卡倍亿单季销售毛利率（%）



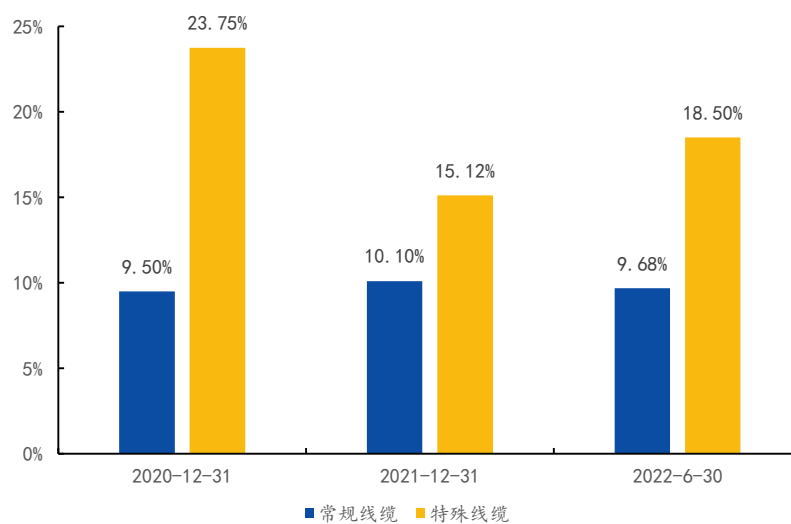
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 7：卡倍亿单季销售净利率（%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 8：常规线缆和特殊线缆毛利率

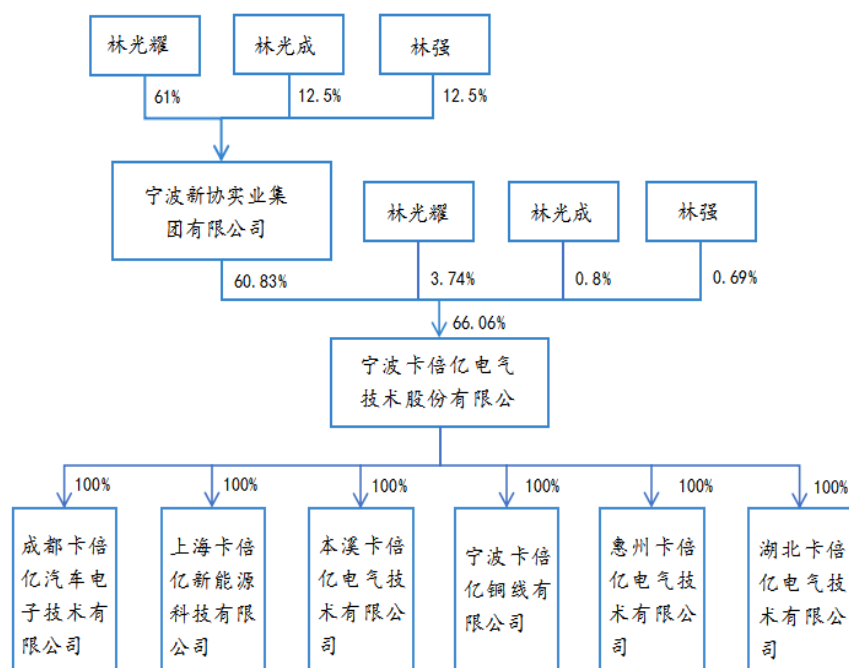


资料来源：wind，国元证券研究所

1.3 公司股权清晰集中，管理层专业性强、经验丰富

公司实际控制人，股权结构清晰集中，控制力强。公司实际控制人为林光耀、林光成和林强。截至 2022 年 6 月 30 日，林光耀直接持有公司 3.74% 的股份，林光成直接持有公司 0.80% 的股份，林强直接持有公司 0.69% 的股份；前述三人通过新协投资合计持有公司 60.83% 的股份，共计控制公司 66.06% 的股份。实控人对公司有较强控制力，在转型成长期，有利于公司业务高效落地。

图 9：卡倍亿股权结构情况（更新时间 2022 年 12 月 5 日）



资料来源：wind，国元证券研究所

公司高管团队专业性强，经验丰富。公司管理团队主要成员，均为专业技术和业务人员身份，具有丰富的相关领域经验，且多数都是从公司与德国 KBE 合资公司阶段持续服务公司至今的资深人士，具有较强的技术、质量控制和市场开拓能力。有助于公司持续发展。

表 3：卡倍亿公司主要管理层经历

高管姓名	职务	主要经历
林光耀	董事长、总经理	硕士研究生学历。2001 年 7 月至 2007 年 12 月任协成电子经理；2003 年 11 月至 2007 年 4 月，任新协投资执行董事；2007 年 5 月至 2016 年 11 月，任新协投资监事；2016 年 12 月至今任新协投资执行董事；2004 年 3 月至 2016 年 5 月历任卡倍亿有限董事长、副董事长、总经理；2016 年 6 月至今任股份公司董事长、总经理
徐晓巧	董事、副总经理	高级经济师，硕士研究生学历。2001 年 5 月至 2001 年 7 月任中科院宁波研究所工程师；2001 年 8 月至 2007 年 12 月任协成电子副总经理、副董事长、总经理；2003 年 11 月至 2016 年 12 月历任新协宁波卡倍亿电气技术股份有限公司投资监事、经理、执行董事；2004 年 3 月至 2016 年 5 月，历任卡倍亿有限董事、副董事长、副总经理；2016 年 6 月至今，任股份公司董事、副总经理
蒋振华	董事、副总经理	本科学历，1992 年 7 月至 1993 年 3 月 任桂林电器科学研究所绝缘材料检测中心工作助理工程师；1993 年 4 月至 2001 年 11 月任恒都集团有限公司工程师、技术部主管；2002 年 3 月至 2005 年 6 月任中山杰士美电子有限公司高级工程师、质量部主管；2005 年 7 月至 2016 年 5 月任卡倍亿有限技术副总；2016 年 6 月至今，任股份公司董事、技术副总。2016 年 12 月至今，任卡倍亿股份副总经理
戴武生	管理规划部经理、 监事	大专学历，1993 年 8 月至 1996 年 7 月任绍兴电缆厂测试室主任；1996 年 8 月至 2001 年 9 月任绍兴市宝线缆有限责任公司质量科科长；2001 年 10 月至 2004 年 4 月任协成电子质量部经理；2004 年 5 月至 2016 年 5 月历任卡倍亿有限生产部经理、质量部经理、管理规划副总；2016 年 6 月至今，任股份公司管理规划部经理、监事

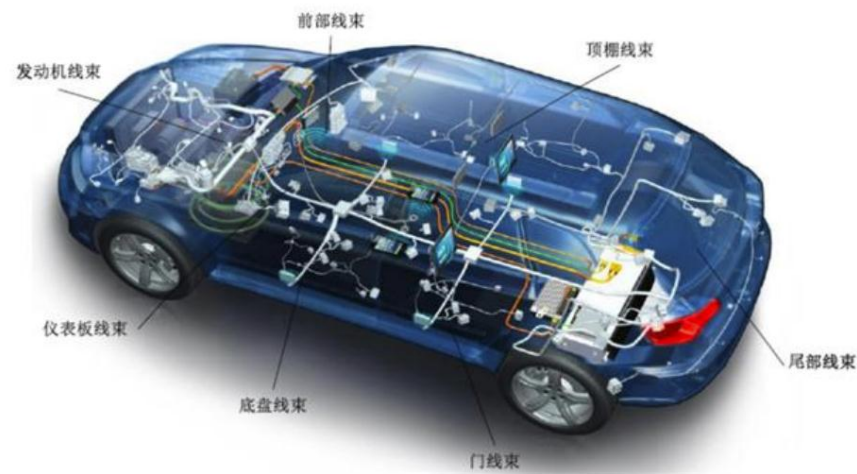
资料来源：2021 年年报，国元证券研究所

2. 公司线缆行业地位稳固，国产化替代引领份额提升

2.1 线缆行业壁垒较高，公司行业领先地位稳固

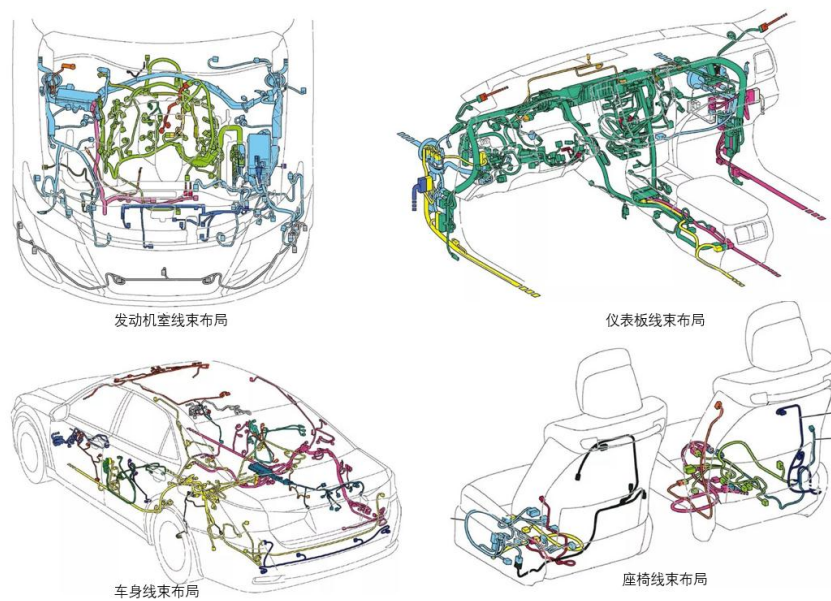
汽车线缆是法规件，认证壁垒显著。汽车线缆是汽车电器的重要元器件之一，用于汽车的电能传输、信号传递和控制。汽车线缆与铜材冲制而成的接触件端子（连接器）压接后，外面再塑压绝缘体或外加金属壳体捆扎成汽车线束，是汽车内部输送电能及通讯的基本载体，在汽车上用途广泛。发动机、仪表板、顶棚、底盘以及车身内外饰等涉及需要电能与信号传递与控制的领域，均需要用到汽车线束，而汽车线束的重量组成 75%-80%是汽车线缆。

图 10：汽车线束使用领域



资料来源：公司可转债募集说明书，国元证券研究所

图 11：2016 款丰田皇冠汽车线束布局示意图



资料来源：汽车维修技术网，国元证券研究所

表 4：汽车线束分类

产品	功能
车身总成线束	实现了整车电路无触点化及对系统多个负载的控制功能，解决了线束复杂问题，提高了系统工作的可靠性和安全性
电喷发动机线束	采用一束普通导线传输多路信号，实现了对发动机电喷系统多个负载的控制功能，解决了线束复杂问题
仪表板线束	线束装配极为方便，工艺性更好
门控系统线束	通过与车身线束的对接，实现了电动玻璃升降、电加热控制反光镜、电控门锁及扬声器等功能
车顶线束	通过与车身线束对接，实现了车内顶灯、电动天窗、雨量传感器及 ONSTAR 等功能
地板线束	连接四门、驻车、座椅等地板上所有电气件，如门开关、手刹、安全带预警、座椅调节等
高压线束	新能源车中专用

资料来源：华经情报网,国元证券研究所

汽车线缆不同于其他类型线缆，是根据汽车的需求而专门设计和生产的。由于汽车内部是一个存在震动、摩擦、臭氧、油污、高热、寒冷和电磁辐射等各种复杂条件的工作环境，要求汽车线缆具有耐热、耐寒、耐磨、耐油和抗干扰等各种功能。且由于线缆的功能涉及到通信与控制，与汽车的安全息息相关，是汽车零部件领域的“法规件”，对性能和可靠性要求又高于一般汽车零部件，主要汽车生产国均有相应的专业汽车线缆标准，如 ISO（国际标准）、DIN（德国标准）、JASO（日本标准）、SAE（美国标准）等，因而汽车线缆产品的资质认证门槛较高。

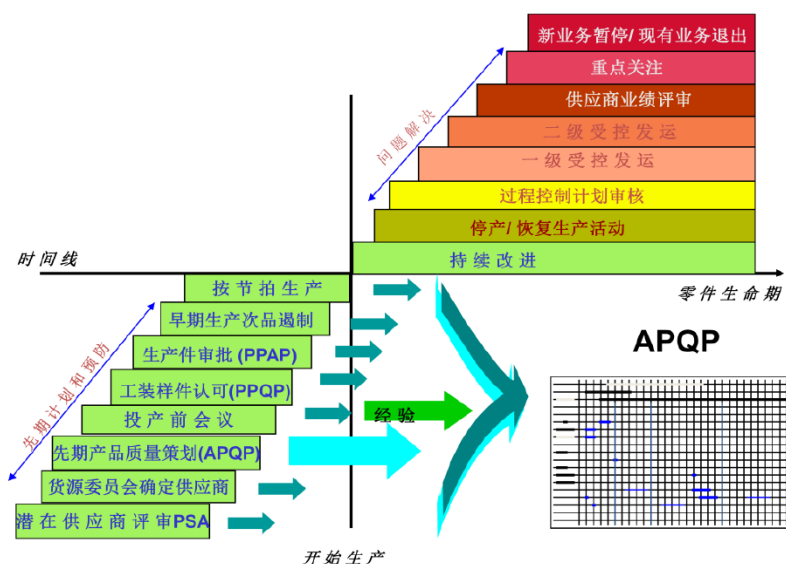
图 12：不同地区的车企遵循的线缆标准不同



资料来源：杨华山《新四化发展趋势下的汽车线缆现状与未来》，国元证券研究所

除行业标准外，汽车线缆进入整车企业和下游客户同样需较为严苛的审核环境。虽然线缆是 TIER2 供应商，但汽车整车厂商针对某款车型甄选某具体型号的汽车线束供应商时，线束供应商的线缆供应来源也需要进入整车厂商的供应商目录，线束厂商需从该目录中选取线缆供应商，否则整车厂商不予认可。因此线缆与线束对于整车而言属于同步认证，且线缆需要经过整车厂和线束厂商的双重认证，进一步提高了认证壁垒。线缆供应商进入线束厂商和整车厂商的供应商名录后，通常会保持稳定持续的供货关系。即使整车厂商在车型更新换代时，仍会优先选择原汽车线束的生产商及其线缆供应商作为新车型的线束定点供应商。使得汽车线缆供应商与汽车线束厂商及整车厂商之间的粘性较强，形成了由认证带来的强客户关系壁垒。

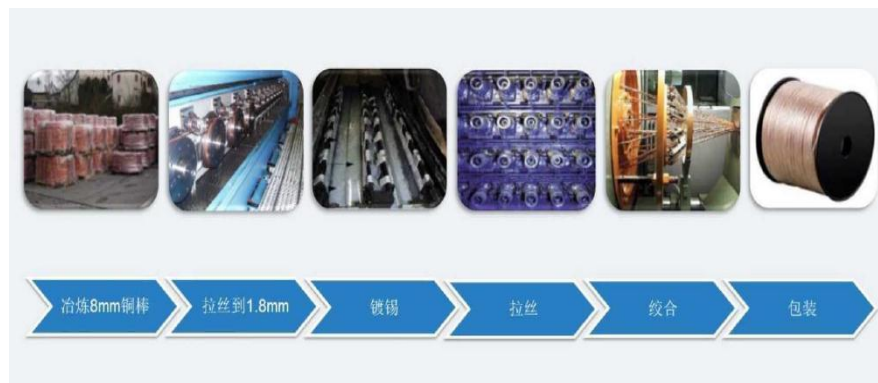
图 13：典型车企供应商质量管理流程



注：PPAP 批准后成为合格供应商。上述 PSA 至 PPAP，每一过程均有详细流程，整体要求严格，时间周期长
资料来源：鲍树楠《北京汽车供应商产品质量先期策划模型改进》，国元证券研究所。

汽车线缆工艺技术壁垒和资金壁垒较高。车规级的适用性和高安全性要求，以及复杂严格的标准认证程序，要求汽车线缆企业具有较高的技术工艺水平、检测水平以及合理的绝缘材料配方等。因此，汽车线缆行业是对材料研发能力、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的行业，需要长时间的实践和积累，从而形成了较强的技术壁垒。

图 14：汽车导线生产工艺概况



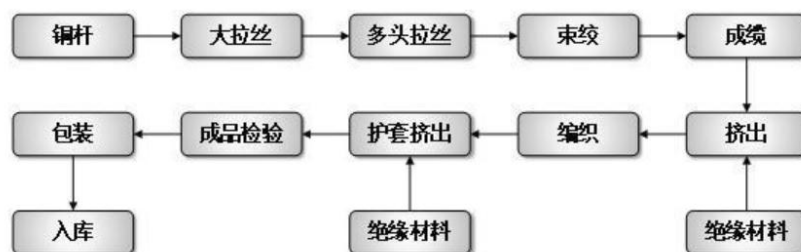
资料来源：杨华山《新四化发展趋势下的汽车线缆现状与未来》，国元证券研究所

图 15：汽车导线到线缆生产工艺概况



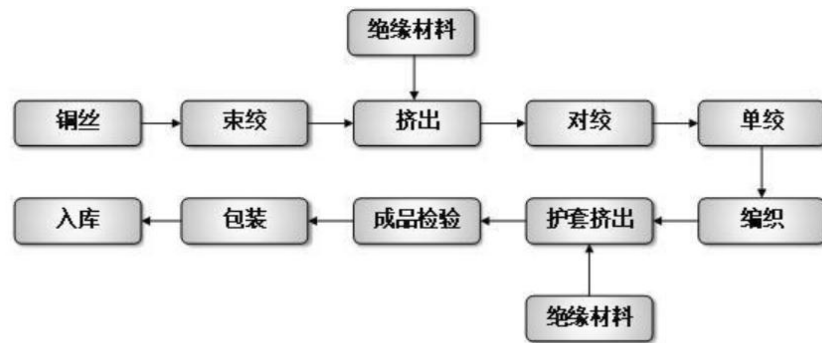
资料来源：杨华山《新四化发展趋势下的汽车线缆现状与未来》，国元证券研究所

图 16：硅橡胶高压线缆工艺流程



资料来源：公司可转债募集说明书，国元证券研究所

图 17：数据传输线缆工艺流程



资料来源：公司可转债募集说明书，国元证券研究所

由于工艺技术要求教高，汽车线缆生产需要购置大量的高端加工生产设备，引进专业技术人才，设立专门的研发、检测机构等，这些都需要大量、持续的资金支持。同时，线缆产品具有“料重工轻”的特点，主要原材料铜的价值较高且价格波动较为明显，需要占用较多的流动资金，要求企业必须拥有较多的营运资金，保证生产的正常运行。

表 5：线缆主要机器设备及价值（2019）

设备名称	单位	数量	原值（万元）	占固定资产比重
大拉丝机	台	3	336.8	1.50%
挤出机	台	27	3752.72	16.75%
多头拉丝机	台	10	3587.05	16.01%
辐照设备	台	1	273.5	1.22%
束丝机	台	111	1294.72	5.78%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

表 6：公司固定资产中各主要部分占比(2019)

固定资产类别	原值（万元）	占比
房屋建筑物	7901.81	37.20%
机器设备	12302.21	57.92%
运输设备	415.47	1.96%
电子设备及其他	621.83	2.93%
合计	21241.31	100.00%

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

公司多年积累，工艺技术和资金壁垒雄厚，认证客户丰富。卡倍亿 30 多年线缆生产经验叠加德国合资公司经验，积累了丰富的汽车线缆研发、制造经验，形成了自己的技术和配方优势，掌握了压缩导体加工技术、铝导线加工技术、高温线加工技术、原材料分析技术、产品性能测试技术等关键技术。

为了确保产品设计的可靠性和安全性，使产品性能更完善，公司设有独立实验室，配置完善的实验室设备，具有自主进行线缆及相关原材料各项性能测试的能力，能够针对 ISO（国际标准）、DIN（德国标准）、JASO（日本标准）、SAE（美国标准）等广域汽车电线标准以及绝缘材料和导体材料性能进行测试，满足各类客户需求；在生产工艺方面，公司采用国内先进成熟的制造技术，采用多头拉丝机、快速换色挤出机、工业自动化控制设备等先进生产设备。

在绝缘材料方面，公司通过多年的研发和试验，不断完善绝缘材料配方，根据汽车线缆使用的部分及对应的性能需求，使绝缘材料符合抗震动、适应摩擦、臭氧、油污、高热、寒冷和电磁辐射等各种情况条件下的汽车线缆需求。

同时由于公司为国内本行业唯一上市公司，具备较强的融资能力，具有较高的资金优势。在技术工艺与资金优势的多重配合下，截止 2021 年公司取得了大众、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、吉利控股等国际主流汽车整车制造商的产品认证，并在新能源汽车高压线缆领域获得上汽大通、日产、通用、本田、大众等整车厂商多款高压汽车线缆认证，为公司持续开拓未来业务奠定基础。

表 7：卡倍亿优势展示

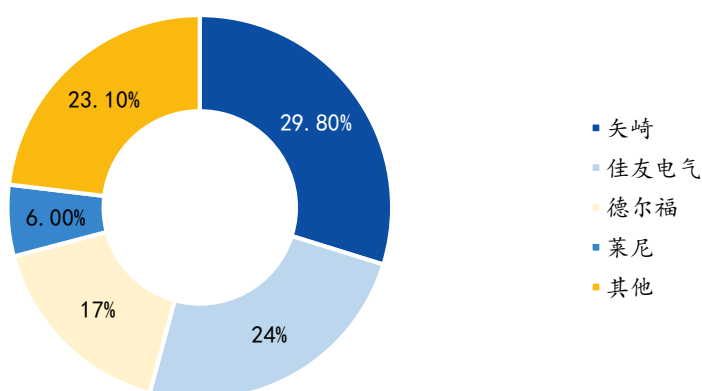
领域	内容
关键技术	掌握压缩导体加工技术、铝导线加工技术、高温线加工技术、原材料分析技术、产品性能测试技术等关键技术。
研发与测试	公司设有独立实验室，配置完善的实验室设备，具有自主进行线缆及相关原材料各项性能测试的能力，能够针对 ISO（国际标准）、DIN（德国标准）、JASO（日本标准）、SAE（美国标准）等广域车电线标准以及绝缘材料和导体材料性能进行测试
生产工艺	采用国内先进成熟的制造技术，采用多头拉丝机、快速换色挤出机、工业自动化控制设备等先进生产设备
绝缘材料	绝缘材料符合抗震动、适应摩擦、臭氧、油污、高热、寒冷和电磁辐射等各种情况条件下的汽车线缆需求。
资金优势	公司为国内本行业唯一上市公司，具备较强的融资能力
资质认证	公司取得了大众、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、吉利控股等国际主流汽车整车制造商的产品认证，并在新能源汽车高压线缆领域获得上汽大通、日产、通用、本田、大众等整车厂商多款高压汽车线缆认证

资料来源：公司可转债募集说明书,国元证券研究所

2.2 行业格局优化，公司受益国产化替代发展进程

线束线缆企业以外资为主，国产化空间广阔。汽车线缆的下游产品主要为汽车线束。由于汽车线束、线缆的安全件属性，资质认证壁垒较高，汽车整车厂商对汽车线缆供应商的选择非常严格，因此汽车线缆行业形成了较为封闭的供应体系。线束和线缆企业目前市场格局均呈现外资主导的发展局面。在线束行业，国内矢崎、住友、德尔福、莱尼等外资占据市场 75% 以上份额，国内其他厂商合占 23% 左右市场份额。

图 18：中国线束行业市场格局（2019）



资料来源：华商情报网，国元证券研究所

在线缆行业，参与企业主要包括两类：第一类为汽车线束企业旗下的线缆公司；第二类为独立专业生产线缆的公司。线束生产企业中，日系线束厂商矢崎、住友、古河等，欧美系线束厂商安波福、莱尼、科洛普等，汽车线缆来源采用“自产+外购”的模式。美系线束厂商李尔、德系线束厂商德科斯米尔、国内线束厂商昆山沪光、金亭等，汽车线缆全部采用外购模式。

独立专业从事汽车线缆生产的公司，其销售客户为汽车线束厂商，为卡倍亿主要竞争对手。在国内，这一类线缆公司中规模较大的有福斯集团、武汉太平爱克电线电缆有限责任公司、苏州特雷卡电缆有限公司等。其中卡倍亿和福斯集团为内资企业，太平爱克和特雷卡均为外资企业。产业链相关信息显示，福斯集团市占率 25% 左右，卡倍亿市占率 10%-15%，其他市场份额主要为海外线束公司、外资线缆公司和其他规模较小的企业占据。公司国产化替代空间和潜力较好。

表 8：国内汽车线缆市场格局

类型	企业	模式或类型
汽车线束生产企业及其旗下线缆公司	李尔、德科斯米尔、昆山沪光、金亭等	外购
	矢崎、住电、古河、安波福、莱尼、科洛普等	自产+外购
独立从事汽车线缆生产的公司	卡倍亿、福斯集团	内资
	武汉太平爱克、苏州特雷卡等	外资

资料来源：公司可转债募集说明书，国元证券研究所

海外竞对企业呈现收缩趋势，国产化替代正当其时。随着汽车电动智能化趋势发展，主要整车企业竞争向电动化与智能化核心领域以及座舱、内外饰等用户可感知，能制造产业化品牌形象的领域集中，对线缆等用户感知度较低的性能件，趋势上越来越注重安全性、实用性和性价比。同时在较高的电池成本和智能化增量部件不断上车的基础上，车企成本压力加大，降成本成为汽车“新四化”发展过程中始终面对的长线话题。加之电动智能化发展，推动车企越来越倾向于以用户为中心的发展策略，车企向市场迭代和响应的速度加快，对上游零部件的产能布局、服务能力、响应速度等要求同步提高。从整体发展特征看，随着国产品牌技术水平提升，成本控制能力以及从产能到产品和服务的高度敏捷性，外资市占率仍然较高的线缆领域国产化替代将呈现蓬勃发展的态势。

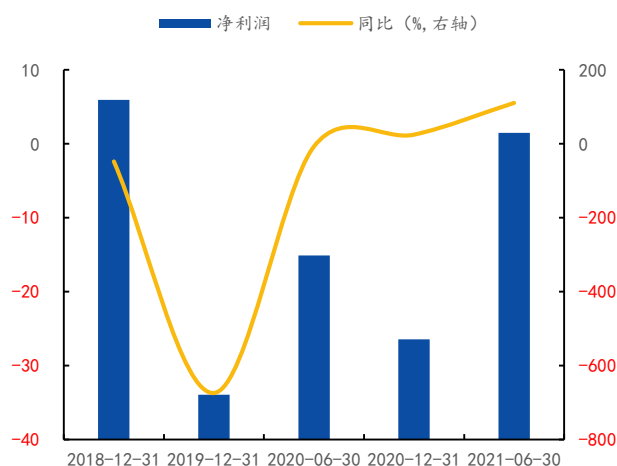
图 19：汽车供应链国产化替代示意图



资料来源：国元证券研究所分析绘制

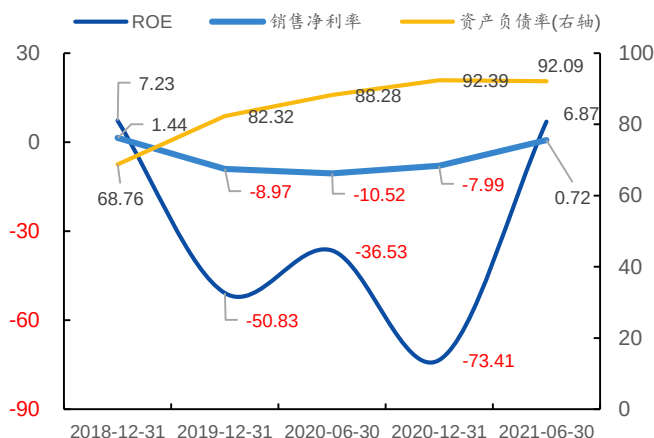
而在线缆行业层面，除了汽车零部件大行业的国产化替代趋势外，当前海外竞争对手已经呈现一定的收缩趋势。2020 年起，全球汽车线束领先企业莱尼（LEONI）因受疫情冲击、供应链不畅、原材料涨价等多重因素等影响，公司财务遭遇明显冲击。今年以来，受俄乌冲突影响，莱尼在乌克兰的两个生产基地遭遇冲击，被迫搬迁，带来公司开支加大、产销收缩。公司一度面临破产困境。为了摆脱困境，莱尼通过德国国家援助计划融资、出售旗下业务部门再融资等方式自救。而这其中纳入出售的部门就包括莱尼的线缆部门。虽然当前线缆部门出售暂未达成协议。但从莱尼的境况和策略可以管窥海外线束线缆企业发展处境，以及线缆业务在零部件巨头业务组合中的非核心地位。与此同时，另一线束巨头住友电工在乌克兰的工厂也受到冲击，作为欧洲汽车线束线缆的重要基地，俄乌冲突下欧洲汽车供应链正在重构之中。我们认为在动荡的全球供应链局势下，汽车供应商向国内转移，线缆等非核心部门剥离出售第三方化，将成为趋势性事件。利好国内线缆企业加速国产化替代。

图 20：莱尼（LEONI）盈利情况（¥亿元）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 21：莱尼（LEONI）主要财务指标 (%)



资料来源：Wind, 国元证券研究所

公司布局丰富，强技术和服务水平，享受国产化红利。在国产化替代方面，公司具有如下优势：一是技术水平先进，认证标准广泛。卡倍亿具备研发、生产符合 ISO（国际标准）、DIN（德国标准）、JASO（日本标准）、SAE（美国标准）等专业汽车线缆标准的能力，同时具备对上述标准的汽车电线进行试验以及相关绝缘材料和导体材料重要性能的测试能力。

根据产业链信息来看，当前国内矢崎、住电、古河等日系线束公司中部分企业仅生产日本标准线缆，因此供应德国标准线缆时，往往需要外购线缆。而除此之外，部分线束企业的配套线缆公司仅向国外供货，因此其国内业务线缆需采用外购模式。而对于国内汽车厂商来说，由于出口需求增加，具备广泛认证标准的线缆企业，也更容易在自主品牌产业链中获取替代优势。卡倍亿的广泛认证标准不仅为其进入主要线束企业和整车厂创造便利，也在未来线缆领域的国产化竞争中创造优势。

二产能充足，就近服务，满足车企敏捷性需求。随着电动智能化推进，国内新能源车成为汽车销量增长的主要动力，并带动行业内部格局洗牌，领先车企推陈出新，快速扩张和创新发展，对供应链的产能储备以及产品、服务敏捷性提出了较高要求。尤其是涉及新能源车的高压线缆方面，不仅用量加大，且由于在新能源领域崛起的 OEM 以过去渗透率较低自主品牌为主，产生较大针对高压线缆的增量需求，国产化替代进程更加明显。当前部分有线缆工厂的线束企业仍然采用外供线缆模式的重要原因之一即是产能相对不足。

近年来，卡倍亿积极跟踪行业发展态势，持续推动电动智能创新，围绕主要 TIER1 周边构建产能和仓储基地，以就近服务的策略提升产能水平和敏捷度。目前已经在 本溪（覆盖东北、华北汽车集群）、上海和宁波（覆盖长三角汽车集群）、惠州（覆盖珠三角产业集群）以及成都（覆盖川渝产业集群）等地形成覆盖全国主要汽车产业集群地的产业布局，截止 2021 年，公司合计产能年产 500 万公里以上，并在深圳、长沙、武汉、杭州、南通、烟台、长春、菲律宾马尼拉等地建有仓库，确保敏捷服务。

图 22：卡倍亿产能布局



资料来源：卡倍亿官网，国元证券研究所

3. 新四化推动线缆升级，特殊线缆未来空间广阔

3.1 “新四化”持续快速发展，线缆需求量价齐升

电动化推动高压线缆发展，展现量价齐升趋势。与传统车主要使用低压线缆不同，新能源车除了低压线缆使用外，在动力连接等领域需要使用高压线缆。由于智能化水平的提高，部分新能源车对数据线的需求也有所增加，但当前用量仍然较少。因此高压线缆成为当前新能源汽车市场的关键增量。

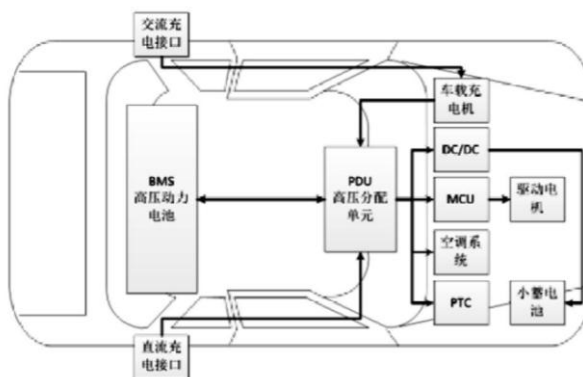
图 23：新能源汽车主要线缆类别



资料来源：杨华山《新四化发展趋势下的汽车线缆现状与未来》，国元证券研究所

新能源汽车的动力电池所需的高压线缆工作电压为 600V 以上，部分高达 1,000V，输出电流高达 300A。根据新能源车高压架构不同，涉及到高压线束线缆的领域一般包括直流充电插座—动力电池、交流充电插座—车载充电机、车载充电机—高压配电盒、高压配电盒—动力电池、高压配电盒—电机、车载充电机—电动压缩机、车载充电机—PTC 加热器以及动力电池内部高压线束等。由于新能源汽车高压线所处环境电压、电流较高、电磁环境复杂，线缆截面积和连接器接触面较大，同时需要综合考虑耐高温、屏蔽性能、耐腐蚀性、薄壁、柔软度、与整车电气系统的电磁兼容性等因素，因此新能源汽车高压线缆相较于传统汽车线缆价值更高。

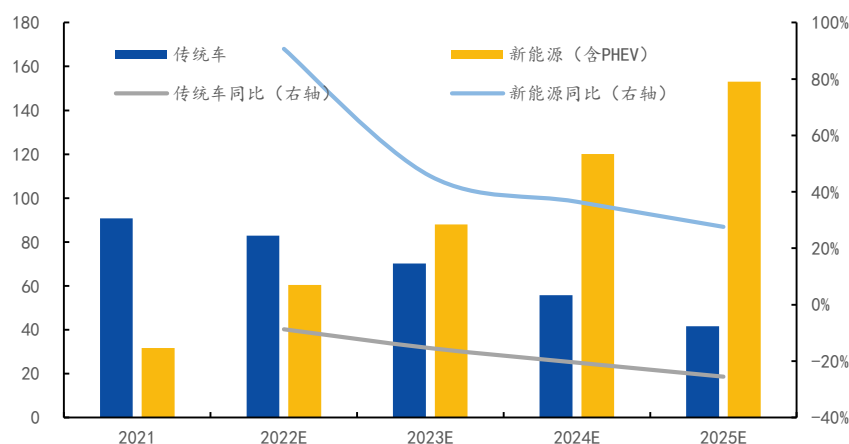
图 24：纯电动汽车高压部件布局图



资料来源：线束工程师之家，国元证券研究所

新能源汽车使用的高压线缆主要选用 XLPE 电缆或者硅橡胶电缆。XLPE 电缆耐高温等级较低但耐磨性好，美系汽车厂商以选用 XLPE 为多。硅橡胶电缆耐高温等级高但耐磨性差，德系汽车厂商以选用硅橡胶电缆为主。国内汽车厂商选用 XLPE 电缆和硅橡胶电缆均有。据统计，目前一辆传统汽车线缆的厂商供货均价约为 500 元，由于高压线束的出现，一辆新能源汽车线缆的厂商供货均价约为 1,000 元。高压线缆为高附加值且属于纯增量市场，将随新能源汽车发展而迅速增长。假定线缆价格不变，根据新能源汽车销量计算，预计到 2025 年，我国新能源汽车线缆市场空间有望达到 153 亿元，年化增速 48%。

图 25：传统车和新能源车线缆市场空间测算（亿元）

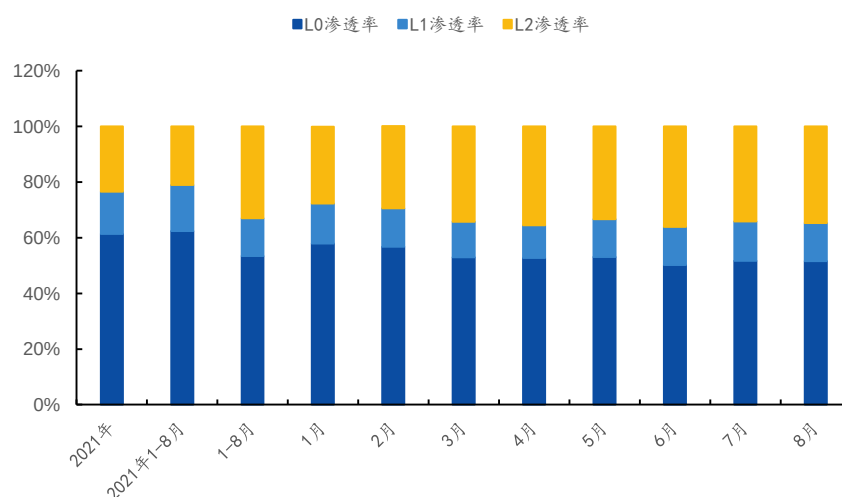


资料来源：wind，中汽协，卡倍亿照顾说明书，国元证券研究所

高压线缆技术质量要求高、生产难度大，目前大多以进口为主，卡倍亿等国内公司已经开始国产替代。随着国内线缆厂商技术能力的提升，新能源汽车使用的 XLPE 电缆和硅橡胶电缆将转至国内线缆厂商生产，进口替代将带来显著增量空间。

智能网联加大信号数据线使用，轻量化推动铜线向铝线转型。随着汽车领域智能化、网联化以及轻量化的推进，线缆行业正在孕育新的发展空间。在智能网联化方面，智能汽车由于电子器件增多，在当前电子电器架构下，线缆用量显著增大。同时由于智能与网联发展要求，车内通信的数据量、传输速度要求大幅增加。传统 CAN/LIN 总线的低速通信，向千兆以太网等方向转型。随着 L2 级别以上汽车加速渗透，信号数据线发展面临全新发展空间。

图 26：各级别以上自动驾驶渗透率



资料来源：CAICV，国元证券研究所

在轻量化方面，据统计汽车线束作为整车的重要零部件，占整车重量的 5% 左右。随着汽车轻量化发展，汽车线束轻量化已成为未来重点发展领域。目前，汽车线束轻量化主要有三种途径，一是导线绝缘层薄壁化；二是改进工艺使线束截面小型化；三是采用更轻质的材料。其中轻质原材料方面与线缆关系密切。目前为了推动减重，铝线缆取代铜线缆已成重要方向之一。铝（Al）的质量比铜（Cu）轻 2/3 左右，可以有效降低电缆线束的整体质量。具有相同电阻的铝线仍然比同等的铜线轻 50% 左右。同时铝是一种供应量充足、容易获取导电用的基础材料，其价格将相对稳定且低于铜的价格，对成本有着比较好的控制。

表 9：汽车线束轻量化措施及主要优势

轻量化措施	主要优势
导线绝缘层薄壁化	0.35 平方毫米导线为例，超薄壁导线较薄壁导线减少了 27% 直径，47% 体积和 30% 多的重量，其轻量化效果明显
线束截面小型化	采用合金导线，可极大程度降低导线质量及体积，并且具有比纯铜更强的抗拉强度，且弯曲性能也优于纯铜导线
采用更轻质的材料	采用铝线束代替铜线束可大大降低成本，且重量可减轻 48%

资料来源：懂车帝，佐思车研，国元证券研究所

当前铝线应用关键在解决铜铝接触的电偶腐蚀问题，目前主要采用铜铝端子压接或铝线与铜端子超声波焊接的方式来解决电偶腐蚀问题。铝线技术除在比较粗的汽车蓄电池线应用外，细线上也开始得到应用。目前特斯拉已经在高压线束上采用铝导线代替铜导线，引领行业发展趋势。未来行业有望通过铝线发展实现利润率等的提升。

3.2 公司顺应行业发展，产能、研发、客户全面开启电动智能化转型

较早布局新能源领域，募投项目推动产能提升。随着电动智能汽车的快速发展，公司较早开启了向新能源和智能汽车转型的发展道路。2017 年，为推动公司新能源相关业务发展，公司成立上海卡倍亿新能源科技有限公司，主要从事新能源科技、电气科技、汽车电线电缆、新材料科技领域内的相关业务。

2020 年，公司启动 IPO，募资基金净额 21.59 亿元。分别投向新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产业化项目和本溪卡倍亿汽车铝线缆建设项目。其中前者由上海卡倍亿新能源科技有限公司负责实施，主要是新建新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产品线。项目已于 2021 年达产，2022 持续爬坡中，项目完全建成后可以新增新

能源线缆产能 12.32 万千米。

2021 年，公司又开启可转债融资，募投项目除继续支持新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产业化项目外，另外由本溪卡倍亿为实施主体，新建新能源汽车线缆生产线建设项目，项目建成后将新增能源线缆产能 5.25 万千米，预计 2023 年 6 月底达产。两项目建设完成后，加上公司原有宁波工厂 10.31 万千米产能，和本溪卡倍亿 2000 千米/年用于产品认证和试生产的小规模产能，公司共有能源线缆产能 28.08 万千米/年，较原有产能增长 170%，实现较快增长。此外公司还通过租用厂房等方式快速推进新能源汽车产能，为未来发展创造空间。

表 10：公司电动智能化产能建设情况

时间	事项	新能源领域	产能情况
2017 年	成立上海卡倍亿新能源科技有限公司	主要从事新能源科技、电气科技、汽车电线电缆、新材料科技领域内的相关业务。	-
2020 年	IPO	投向新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产业化项目和本溪卡倍亿汽车铝线缆建设项目。	项目已于 2021 年达产，2022 持续爬坡中。完全建成后可以新增能源线缆产能新增产能 12.32 万千米
2021 年	可转债融资	支持新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产业化项目，另外由本溪卡倍亿为实施主体，新建能源汽车线缆生产线建设项目。	项目建成后将新增能源线缆产能 5.25 万千米，预计 2023 年 6 月底达产

资料来源：公司招股说明书、可转债募集说明书，国元证券研究所

积极推动产品研发，加快进入电动智能化赛道。在产能扩张的同时，公司智能电动产品研发持续推进。新能源汽车充电线、EPB 电子驻车制动系统汽车电线、铜锡合金导体以太网线，耐温屏蔽型铝导体硅橡胶绝缘护套新能源汽车高压线、车规级千兆以太网线等多个电动智能化研发项目在最近几年不断投入开发。从公司 2021 年年报披露的研发 16 项研发项目来看，其中 10 项瞄准智能电动领域，体现公司转型发展的趋势导向。

表 11：公司主要电动智能相关研发项目

项目名称	所处阶段	目标
满足 UL62 标准新能源汽车充电线研发	客户现场适应性试验	研制环保高性能 TPE 配方解决现有的新能源汽车充电线耐油性较差的问题。保证了 TPE 的高弹性，同时满足电线的耐油性要求，提高新能源汽车充电线寿命和性能。
新型耐温 125 度 EPB 电关键工艺固化，生产子驻车制动系统汽车电工艺及设备批量化线研发	验证阶段	针对 EPB（电子驻车制动系统）电子驻车频繁震动特点，要求电缆采用多层成缆绞合的方式，增加导体的耐弯折性能，搭配柔韧性优异的辐照交联 EVA 材料做绝缘材料，以达到所需的弯折新能。
超高抗拉强度铜锡合金样品生产及工艺验证阶段	导体以太网线研发	项目铜锡合金导采用连铸连轧工艺生产，经轧制形成铜锡合金线坯经连续拉丝成型设备拉丝成型制得抗张强度优异的铜锡合金导线；可以用 0.13 平方替代 0.35 纯铜导体，同样可以达到汽车上要求的拉断力，同时能够满足 100M 以太网线的传输性能要求。
耐温 200 度屏蔽型铝导体硅橡胶绝缘护套新能源汽车高压线开发	样品生产及工艺验证阶段	铝合金导体通过微量元素的添加，使其内部形成稳定不易分解的晶界，提高了铝合金的高温抗蠕变性能、电导率及拉伸强度；采用柔性电磁屏蔽材料作为屏蔽层，基材表面镀覆合金，利用金属层的高导电性和导磁性实现从低频到高频的宽频屏蔽；使用硅橡胶材料提高耐热性能。
1000M 以太网线开发	原材料验证及配方试制验证阶段	在满足汽车线缆标准的基础上传输性能达到 1000M 的传输要求。

资料来源：公司可转债募集说明书，国元证券研究所

客户认证广泛，未来潜力充足。在充足的产能和不断提升的技术水平支持下，公司不断取得新能源汽车企业认证，新能源客户群不断扩大。截止 2021 年底，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。

表 12：公司主要新能源领域客户

主要项目	客户
高压线缆认证	通用、本田、日产、上汽大通、吉利
供应与新能源车相关的汽车线缆产品	大众、日产、通用、本田、上汽大通、吉利、特斯拉

资料来源：公司 2021 年报,国元证券研究所

2022 年公司重点开拓比亚迪、吉利等重点新能源客户，目前已经实现供货。公司披露未来两到三年，公司将全力开拓国内新能源汽车的高压线缆相关市场，以提升公司的经营业绩。预计 2023 年相关业务仍有较好成长，带动公司整体通过电动智能

化转型，实现持续向好发展。

4. 投资建议

考虑到公司新能源高压线缆的快速发展趋势和国产替代发展趋势，以及常规线缆领域价格较高的交联高温线缆对 PVC 低压线缆的替代，结合公司原材料+加工费的定价方式，预计公司 2022-2024 年收入分别为 31.27\37.80\48.62 亿元，同比增长 37.89%\20.88%\28.63%，其中

(1) **常规线缆领域**，主要由 PVC 低压线缆和交联高温线缆组成，PVC 低压线缆价格较低，交联高温线缆价格较高。且交联高温线缆形成对 PVC 低压线缆的持续替代。根据公司披露 2021 年上半年交联高温线缆价格 711.31 元/千米，占常规线缆比重 6.52%。考虑到 2021 年铜价持续上升的趋势和交联高温线缆对 PVC 常规线缆的替代趋势，假设 2021 年全年交联高温线缆价格上升到 750 元/千米，2022 年后随铜价下降逐步降低至 2024 年的 730 元/千米。且交联高温线缆 2021 年占常规线缆比例达到 7%，此后每年占比提升 1 个百分点。PVC 低压线缆方面，考虑到乘用车领域 2022 年的繁荣局面，以及 2023 年-2024 年的可能下探，叠加国产化替代效应，假设 2022-2024 销量增速分别为 40%/10%/15%。PVC 低压线缆价格方面，以 2021 年价格为基础，考虑到铜价下行趋势，假设 2022-2024 价格分别为 430/420/420 元/千米。综合测算 2022-2024 年公司常规线缆收入分别为 25.37\29.05\35.49 亿元。

表 13：常规线缆量价及收入预测

主要项目	2021	2022E	2023E	2024E
PVC 低压线缆 (万元)	166801.87	220660.90	247858.63	297430.36
yoy	71.53%	32.29%	12.33%	20.00%
销量 (千米)	3665463.38	5131648.73	5901396.04	7081675.25
yoy	37.03%	40.00%	15.00%	20.00%
价格 (元/千米)	455.06	430.00	420.00	420.00
交联高温线缆 (万元)	20692.13	33080.84	42606.78	57440.25
yoy	77.97%	59.87%	28.80%	34.81%
销量 (千米)	275895.09	446230.32	583654.55	786852.81

yoy	71.81%	61.74%	30.80%	34.81%
价格 (元/千米)	750.00	741.34	730.00	730.00
占常规线缆份额	7.00%	8.00%	9.00%	10.00%
常规线缆 (万元)	187494.00	253741.73	290465.42	354870.62
yoy	72.22%	35.33%	14.47%	22.17%
销量 (千米)	3941358.47	5577879.05	6485050.59	7868528.05
yoy	39.00%	41.52%	16.26%	21.33%
价格 (元/千米)	475.71	454.91	447.90	451.00

资料来源：公司可转债募集说明书,国元证券研究所

(2) **特殊线缆领域**，核心增量为新能源线缆，且公司只对新能源线缆进行了拆分披露。且根据公司披露信息，新能源相关线缆需求增长较快，数据线缆目前仍然处于初步阶段。根据公开数据测算，公司2020年新能源相关线缆价格约为3122.48元/公里，2021年为争取客户等原因下探至1522.12元/公里，下调幅度较大，预期后续将保持稳定。考虑到2022年行业新能源汽车销量增速较快，公司产能布局仍有局限，预期公司新能源相关线缆销量约为22.83万公里，对应增速51.96%；后续2023-2024年随着公司产能补充，新能源线缆销量将得以提升，假设2023/2024年增速分别为70%/50%。价格方面，假设2022-2024年新能源相关线缆平均价格为1500/1400/1400元/公里。其他新能源线缆近期增速较慢，呈逐渐加快趋势。假设2022-2024年销量增速分别为5%/10%/20%，对应价格保持428元/公里不变。综合测算2022-2024年公司特殊线缆收入分别为4/6.07/8.92亿元。

表 14：特殊线缆量价及收入预测

主要项目	2021	2022E	2023E	2024E
特殊线缆 (万元)	28525.00	40044.38	60714.71	89158.28
yoy	117.63%	40.38%	51.62%	46.85%

销量 (千米)	279282.53	363799.45	537159.40	761024.28
yoy	70.20%	30.26%	47.65%	41.68%
价格 (元/千米)	1021.37	1100.73	1130.29	1171.56
其中, 新能源线缆 (万元)	22867.60	34245.00	54335.40	81503.10
yoy	214.82%	49.75%	58.67%	50.00%
销量 (千米)	150235.43	228300.00	388110.00	582165.00
yoy	545.83%	51.96%	70.00%	50.00%
价格 (元/千米)	1522.12	1500.00	1400.00	1400.00
新能源线缆占特殊线缆比重	53.79%	62.75%	72.25%	76.50%
其中, 其他特殊线缆 (万元)	5657.40	5799.38	6379.31	7655.18
yoy	-3.18%	2.51%	10.00%	20.00%
销量 (千米)	129047.10	135499.45	149049.40	178859.28
yoy	-8.37%	5.00%	10.00%	20.00%
价格 (元/千米)	438.40	428.00	428.00	428.00

资料来源: 公司可转债募集说明书, 国元证券研究所

考虑到新能源汽车领域的快速发展势头, 以及新能源高压线缆的国产化替代趋势, 叠加智能线缆领域未来扩张趋势。以公司 2021 年实际情况为基础, 假设 2022 年公司特殊线缆占线缆销量比重达到 10%, 2023-2024 分别达到 15%和 20%, 对应 2022-2024 年公司线缆业务整体收入分别为 29.38/35.12/44.40 亿元

表 15: 线缆业务量价及收入预测

主要项目	2021	2022E	2023E	2024E
线缆整体 (万元)	216019.00	293786.11	351180.13	444028.89
yoy	77.10%	36.00%	19.54%	26.44%
销量 (千米)	4220641.00	5941678.51	7022209.99	8629552.33
yoy	40.37%	40.78%	18.19%	22.89%
价格 (元/千米)	511.82	494.45	500.10	514.54
常规线缆 (万元)	187494.00	253741.73	290465.42	354870.62
特殊线缆 (万元)	28525.00	40044.38	60714.71	89158.28
特殊线缆占线缆销量比重 (%)	6.62%	10.00%	15.00%	20.00%

资料来源：公司可转债募集说明书,国元证券研究所

综合考虑公司发展情况，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.46\2.02\2.52 亿元，同比增长 68.93%\38.24%\25.1%，对应 PE 32.99x\23.87x\19.0x。

表 16：公司盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1263.87	2267.91	3127.21	3780.23	4862.41
收入同比(%)	38.41	79.44	37.89	20.88	28.63
归母净利润(百万元)	52.91	86.34	145.85	201.62	252.35
归母净利润同比(%)	-12.33	63.20	68.93	38.24	25.16
ROE(%)	9.12	13.03	18.42	20.63	20.98
每股收益(元)	0.96	1.56	2.64	3.65	4.57
市盈率(P/E)	90.96	55.73	32.99	23.87	19.07

资料来源：同花顺 IFIND，国元证券研究所

公司作为 A 股汽车线缆行业龙头，技术领先、认证客户优质，受益新能源与智能网联发展趋势和汽车供应链国产替代大潮，除具备线缆行业特征外，同时呈现成长属

性。我们使用可比公司法对公司进行估值

结合公司汽车“神经网络”的电子连接产品特性，分别选取同为电子连接领域的汽车线束 A 股领先企业沪光股份和汽车连接系统领先企业瑞可达作为可比公司，两家公司 2023 年一致性预期 PE 平均值 29.02。考虑到公司较为优质的客户体系和行业领先地位，给与一定估值溢价，取 30 倍 PE 作为公司 2023 年合理估值水平。对应目标市值 60.6 亿元，较当前市值增幅空间 25.3%。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值（百万元）

代码	名称	市值	归母净利润				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
605333.SH	沪光股份	8292.68	-1.06	92.83	275.00	524.25	-7851.3	101.4	34.23	17.95
688800.SH	瑞可达	11763.81	113.86	269.72	408.66	585.04	132.11	43.62	28.79	20.11
平均值							45.63	49.22	29.02	20.17

资料来源：同花顺 IFIND，国元证券研究所，股价为 2022 年 12 月 21 日收盘价，净利润预测为 wind 一致性预期

5. 风险提示

汽车行业及新能源汽车行业发展不及预期风险

受燃油车购置税减半政策退坡和汽车整体周期下行，叠加出口边际走弱影响，预计 2023 年整体汽车销量走平。新能源车虽然增长潜力仍在，但受供给端和政策端压力影响，2023 年增长速度虽然保持中高速，但边际也有下行压力。虽然我们对公司的盈利预测充分考虑了上述因素的影响。但仍存在行业销量下行超预期的可能，将使公司业绩不及预期。

线缆行业国产替代进程不及预期风险

国产替代发展趋势确定性较高，但具体到某一时间阶段的发展节奏受多种因素影响。我们看好公司长期国产替代的发展趋势，同时考虑到相关不确定性，对公司未来两年的盈利预测层面，也进行了安全边际调整。但仍然存在国产替代进程不及预期的可能，将使公司业绩低于预期。

原材料价格下行不及预期风险

公司定价方式为原材料价格+加工费，但在原材料价格的计量上采用历史成本法，存在一定的滞后期。因此下行的原材料价格有利于公司利润率上升。我们判断伴随全球通胀水平下行，公司上游铜材等原材料趋势上呈现下行态势。但原材料价格受多种因素影响，未来公司原材料价格仍然存在上行可能。将影响公司利润率水平。

新能源线缆产能不足风险

新能源高压线用量快速扩张，公司虽然快速扩充产能，并通过租用厂房等方式补充产能。但与行业需求比仍有差距。由于产能布置完成需要时间，预期未来公司将逐步提升产能。但近 1-2 年新能源高压线缆发展仍有可能受产能不足风险制约。影响

公司业绩提升。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	826.54	1573.06	1699.94	2057.56	2614.69
现金	100.80	421.81	194.45	239.02	285.10
应收账款	463.86	714.25	1018.64	1243.67	1582.95
其他应收款	5.29	2.27	9.77	10.47	11.18
预付账款	6.03	3.85	18.39	15.39	18.77
存货	183.57	330.62	346.45	427.08	581.55
其他流动资产	67.00	100.26	112.25	121.92	135.15
非流动资产	368.69	578.85	686.06	855.60	972.50
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	123.61	355.95	506.68	682.30	799.68
无形资产	37.11	41.98	46.34	48.99	52.46
其他非流动资产	207.97	180.92	133.04	124.31	120.36
资产总计	1195.24	2151.92	2386.00	2913.15	3587.19
流动负债	602.46	1206.09	1303.99	1631.90	2068.17
短期借款	502.63	977.63	991.81	1303.90	1630.85
应付账款	72.58	90.80	133.00	174.04	206.83
其他流动负债	27.25	137.65	179.19	153.97	230.49
非流动负债	12.54	283.30	290.28	304.18	316.60
长期借款	0.00	12.00	24.00	36.00	48.00
其他非流动负债	12.54	271.30	266.28	268.18	268.60
负债合计	615.00	1489.39	1594.27	1936.08	2384.77
少数股东权益	0.00	0.00	-0.09	-0.11	-0.15
股本	55.23	55.23	55.23	55.23	55.23
资本公积	273.58	273.58	273.58	273.58	273.58
留存收益	251.42	318.44	447.72	633.09	858.47
归属母公司股东权益	580.24	662.53	791.82	977.19	1202.57
负债和股东权益	1195.24	2151.92	2386.00	2913.15	3587.19

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-272.90	-251.55	-16.14	10.07	1.31
净利润	52.91	86.34	145.76	201.60	252.31
折旧摊销	18.29	25.21	50.51	75.04	100.47
财务费用	18.07	35.05	39.10	48.15	61.96
投资损失	-1.43	-13.82	-7.62	-10.72	-9.17
营运资金变动	-356.91	-399.62	-278.26	-312.71	-419.70
其他经营现金流	-3.82	15.29	34.38	8.72	15.44
投资活动现金流	-179.08	-234.44	-177.90	-226.17	-205.88
资本支出	180.89	248.28	184.18	241.71	212.95
长期投资	-1.43	-13.82	0.99	-0.50	0.25
其他投资现金流	0.39	0.02	7.28	15.05	7.31
筹资活动现金流	500.98	791.69	-33.32	260.66	250.65
短期借款	294.23	475.01	14.18	312.09	326.95
长期借款	0.00	12.00	12.00	12.00	12.00
普通股增加	13.81	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	202.07	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-9.13	304.69	-59.50	-63.42	-88.30
现金净增加额	48.81	304.75	-227.35	44.57	46.07

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1263.87	2267.91	3127.21	3780.23	4862.41
营业成本	1124.84	2020.48	2755.08	3310.07	4256.07
营业税金及附加	2.66	4.78	7.88	8.49	11.14
销售费用	12.29	19.72	28.80	33.84	44.16
管理费用	23.60	35.17	53.44	61.61	81.16
研发费用	32.46	52.99	78.18	94.51	121.56
财务费用	18.07	35.05	39.10	48.15	61.96
资产减值损失	-0.28	-1.85	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	19.09	-3.49	5.20	6.93	2.88
投资净收益	1.43	13.82	7.62	10.72	9.17
营业利润	58.53	94.99	165.12	228.41	285.78
营业外收入	3.63	1.78	3.25	3.63	3.92
营业外支出	0.32	0.27	0.29	0.28	0.29
利润总额	61.84	96.49	168.08	231.76	289.42
所得税	8.93	10.15	22.31	30.16	37.10
净利润	52.91	86.34	145.76	201.60	252.31
少数股东损益	0.00	0.00	-0.09	-0.02	-0.04
归属母公司净利润	52.91	86.34	145.85	201.62	252.35
EBITDA	94.88	155.25	254.73	351.60	448.21
EPS (元)	0.96	1.56	2.64	3.65	4.57

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	38.41	79.44	37.89	20.88	28.63
营业利润(%)	-6.91	62.30	73.84	38.33	25.12
归属母公司净利润(%)	-12.33	63.20	68.93	38.24	25.16
获利能力					
毛利率(%)	11.00	10.91	11.90	12.44	12.47
净利率(%)	4.19	3.81	4.66	5.33	5.19
ROE(%)	9.12	13.03	18.42	20.63	20.98
ROIC(%)	7.58	8.40	9.92	10.66	10.93
偿债能力					
资产负债率(%)	51.45	69.21	66.82	66.46	66.48
净负债比率(%)	81.73	66.45	63.72	69.21	70.40
流动比率	1.37	1.30	1.30	1.26	1.26
速动比率	1.07	1.03	1.04	1.00	0.98
营运能力					
总资产周转率	1.37	1.36	1.38	1.43	1.50
应收账款周转率	3.36	3.66	3.43	3.17	3.27
应付账款周转率	22.49	24.73	24.62	21.56	22.35
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.56	2.64	3.65	4.57
每股经营现金流(最新摊薄)	-5.51	-2.98	-0.29	0.18	0.02
每股净资产(最新摊薄)	10.51	12.00	14.34	17.69	21.77
估值比率					
P/E	90.96	55.73	32.99	23.87	19.07
P/B	8.29	7.26	6.08	4.92	4.00
EV/EBITDA	58.49	35.74	21.79	15.78	12.38

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188