

## 沪光股份（605333.SH）客户结构持续优化，电动智能化浪潮注入增长动力

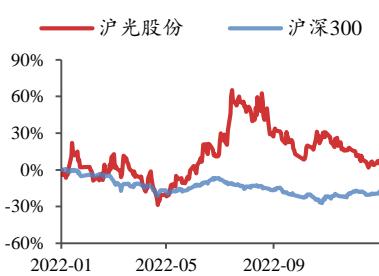
2023年01月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

日期	2023/1/5
当前股价(元)	22.03
一年最高最低(元)	36.10/13.50
总市值(亿元)	96.22
流通市值(亿元)	13.78
总股本(亿股)	4.37
流通股本(亿股)	0.63
近3个月换手率(%)	111.8

## 股价走势图



邓健全（分析师）

dengjianquan@kysec.cn

证书编号：S0790521040001

赵悦媛（分析师）

zhaoyueyuan@kysec.cn

证书编号：S0790522070005

肖碧海（联系人）

xiaobihai@kysec.cn

证书编号：S0790121060020

## ● 公司概况：主营汽车线束，业绩有望快速增长

公司深耕汽车线束，拥有领先的正向研发及设计能力。公司客户开拓顺利，有望充分受益于电动化和智能化变革带来的发展机遇。随着公司在手订单快速放量，以及募投项目产能逐步落地，公司业绩有望再上一个台阶。我们预计公司2022-2024年归母净利润0.45/2.06/4.00亿元，对应EPS为0.10/0.47/0.92元，对当前股价PE为213.4/46.6/24.0倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

## ● 汽车线束市场外资占据主导，国产替代空间广阔

汽车线束是汽车电路的网络主体，为整车电器部件提供电能、信号传输。全球汽车线束行业集中度较高，矢崎、住友电气与安波福等外资品牌占主导地位，2021年CR3达71%。随着电动化自主品牌崛起，汽车线束国产化进程有望加速。

## ● 产品ASP提升+客户拓展+产能投放，三大看点助力公司成长

(1) 电动化增加高压线束需求，用于连接充电插座、高压电池包、逆变器、电机、车载充电桩等设备，对线束输送能力、机械强度、绝缘保护和电磁兼容要求较高；智能化增加自动驾驶、智能网联等功能的电子器件用量，高速线束需求量加大。高压线缆和高速线缆单价较常规线缆显著提升，电动化和智能化趋势下，汽车线束ASP有望持续增长。(2) 公司积极拓展理想、美国T公司、赛力斯等新能源客户，戴姆勒奔驰、上汽奥迪、长安福特、捷豹路虎、大众安徽等外资/合资品牌客户，客户结构呈多元化发展。未来，公司有望充分受益于新能源汽车高景气度，实现对新能源客户销售收入的快速增长。(3) 公司在江苏、浙江、重庆、福建等地布局了生产基地。2022年7月公司定增募集资金，拟加大成套线束、新能源高压线束等产品的产能布局，并进一步提升智能化生产水平，实现降本增效。募投项目产能逐步落地，进一步保障了公司对于客户新项目的配套能力，有望支撑公司业绩增长。

## ● 风险提示：汽车行业景气度不及预期、客户拓展不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,531	2,448	3,463	5,407	7,547
YOY(%)	-6.2	59.9	41.5	56.1	39.6
归母净利润(百万元)	74	-1	45	206	400
YOY(%)	-26.8	-101.4	4369.0	357.5	94.1
毛利率(%)	14.9	9.5	11.3	13.5	14.8
净利率(%)	4.8	-0.0	1.3	3.8	5.3
ROE(%)	9.5	-0.1	5.7	20.7	28.8
EPS(摊薄/元)	0.17	-0.00	0.10	0.47	0.92
P/E(倍)	129.6	-9110.0	213.4	46.6	24.0
P/B(倍)	12.4	12.8	12.1	9.7	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司概况：主营汽车线束，业绩有望快速增长.....	4
1.1、 汽车线束产品矩阵丰富，客户持续拓展.....	4
1.2、 2021 年以来营收快速增长，2022Q1-3 盈利能力有所改善.....	6
1.3、 注重研发投入，持续提升产品技术及质量.....	7
2、 汽车线束市场外资占据主导，国产替代空间广阔.....	8
3、 产品 ASP 提升+客户拓展+产能投放，三大看点助力公司成长.....	10
3.1、 受益于电动化和智能化变革，汽车线束 ASP 有望持续提升 .....	10
3.2、 客户开拓顺利，业绩弹性可期 .....	11
3.3、 定增投建新产能，助力业绩增长 .....	13
4、 盈利预测与投资建议 .....	16
4.1、 关键假设 .....	16
4.2、 盈利预测与估值 .....	16
5、 风险提示 .....	18
附：财务预测摘要 .....	19

## 图表目录

图 1： 2015-2021 年公司发动机用线束营收占比下降 .....	5
图 2： 2019-2021 年公司主要产品毛利率均有所下降 .....	5
图 3： 2021 年公司成套线束销量 111 万套，同比+54% .....	5
图 4： 2021 年公司成套线束平均售价 1608 元/套 .....	5
图 5： 2021-2022Q1-3 公司营收同比快速增长 .....	6
图 6： 2020-2022Q1-3 公司归母净利润承压 .....	6
图 7： 2015-2022Q3 公司期间费用率总体保持稳定 .....	7
图 8： 2022Q1-3 公司毛利率和净利率均有所回暖 .....	7
图 9： 2015-2022Q3 公司研发费用率有所提升 .....	7
图 10： 2019-2021 年公司研发人员数量有所提升 .....	7
图 11： 汽车线束是汽车电路的网络主体 .....	8
图 12： 新能源车线束平均单车价值量约 5000 元 .....	8
图 13： 2021 年外资厂商占据全球汽车线束市场主要份额 .....	8
图 14： 高压线束用于连接电动车各高压部件 .....	10
图 15： 2019 年沪光股份导线占原材料采购总额 30% .....	11
图 16： 以太网线及新能源汽车线缆较常规线缆单价显著提升（元/千米） .....	11
图 17： 2017-2019 年上汽大众占公司总营收比例约 50% .....	11
图 18： 2017-2019 年公司成套线束在上汽大众份额稳定 .....	11
图 19： 2015-2021 年公司客户集中度有所下降 .....	13
图 20： 公司在全球布局分支机构 .....	14
图 21： 2019 年公司成套线束产能利用率为 90% .....	15
图 22： 2021 年公司成套线束产量 120 万套，同比+69% .....	15

表 1： 公司汽车线束产品矩阵丰富 .....	4
表 2： 公司客户开拓顺利 .....	6

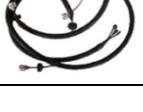
表 3: 线束自主品牌有所突破国内市场 .....	9
表 4: 国内自主线束厂商有永鼎股份、得润电子、沪光股份等 .....	9
表 5: 蔚来 ES8、理想 L9、问界 M7 等智能汽车的智能驾驶硬件配置丰富 .....	10
表 6: 车用总线类型包括 LIN、CAN、FlexRay、MOST 等 .....	11
表 7: 公司与上汽大众建立了长期稳定的合作关系 .....	12
表 8: 公司新项目定点持续落地 .....	13
表 9: 公司积极开展成套线束、高压线束产能建设 .....	14
表 10: 公司营收拆分及预测 (亿元) .....	16
表 11: 可比上市公司估值 (PE/PEG) .....	17

## 1、公司概况：主营汽车线束，业绩有望快速增长

### 1.1、汽车线束产品矩阵丰富，客户持续拓展

公司深耕汽车线束，产品矩阵丰富。公司主营汽车线束，主要产品包括成套线束、发动机线束及其他线束。(1) 成套线束：构成车身主要部分的线束组合，通常包括客户定制化线束、新能源汽车高压线束、仪表板线束、前舱线束、地板线束等，视整车生产工艺不同具有一定差异。(2) 发动机线束：整车发动机舱内的相关线束。(3) 其他线束：门线束、顶篷线束、尾部线束等非核心部分的线束。

**表1：公司汽车线束产品矩阵丰富**

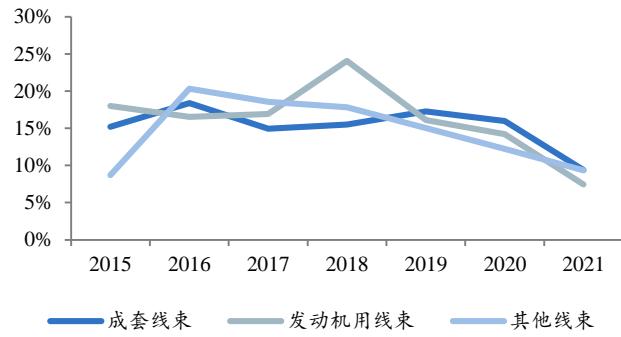
线束大类	主要线束名称	产品图片	产品用途
成套线束	客户定制化线束		集合了车身主要线束的整车线
	仪表板线束		与地板、前舱线束连接，沿着管梁行走连接仪表板上的各种电气件如组合仪表、空调开关、收放机、点烟器等
	前舱线束		连接车前部的所有电气件，如灯具、风扇、雨刮等
	地板线束		连接四门、驻车、座椅等地板上所有电气件，如门开关、手刹、安全带预警、座椅调节等
	各类高压线束		专用于新能源汽车的各类线束统称
	发动机线束		连接发动机上的各种传感器和执行器，围绕在发动机的周围
	门线束		连接四门及后门内板上的所有电气件，如中控锁、玻璃升降器、扬声器、后雨刮、尾灯等
	顶棚线束		连接天窗控制模块，及内部照明灯如阅读灯等
	尾部线束		连接前后雷达，前雾灯、后雾灯等

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

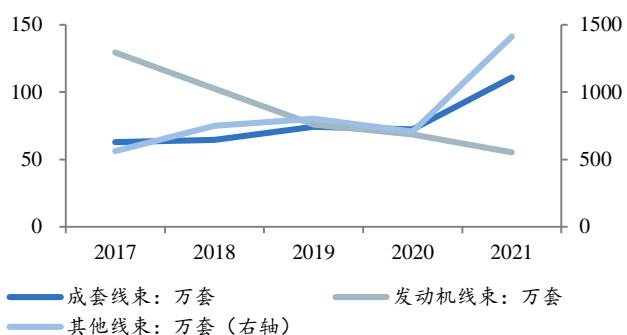
2015-2021 年公司成套线束和其他线束营收占比有所提升，发动机用线束营收占比快速下降。2021 年公司成套线束/发动机线束/其他线束业务占总营收比例分别为 73%/5%/17%，其中成套线束占总营收比例明显提升。从毛利率来看，2021 年公司成套线束/发动机线束/其他线束业务毛利率分别为 9.4%/7.4%/9.3%。2021 年公司成套线束销量 111 万套，同比+54%；平均售价 1608 元/套，同比+16%。

**图1：2015-2021 年公司发动机用线束营收占比下降**

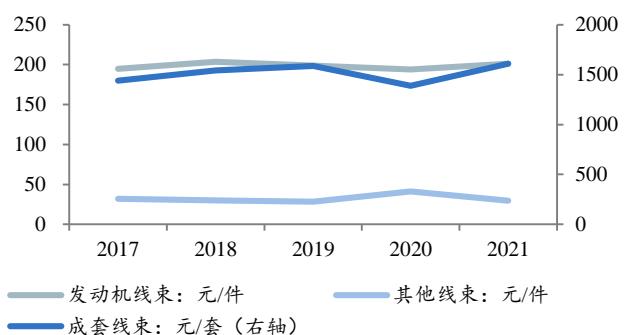

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：2019-2021 年公司主要产品毛利率均有所下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：2021 年公司成套线束销量 111 万套，同比+54%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图4：2021 年公司成套线束平均售价 1608 元/套**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司客户开拓顺利，有望受益于新能源汽车高景气度。公司成立于 1997 年，成立初期，主要配套奇瑞、江淮等自主品牌车企。2005 年，公司进入大众集团供应体系。2009 年，公司获得上汽大众定点。2017 年以来，公司客户结构持续优化，进入戴姆勒奔驰、上汽通用、上汽奥迪、长安福特、捷豹路虎、大众安徽等外资/合资品牌整车厂配套体系。此外，公司积极开拓理想、美国 T 公司、赛力斯等新能源客户，有望充分受益于新能源汽车高景气度，实现对新能源客户销售收入的快速增长。

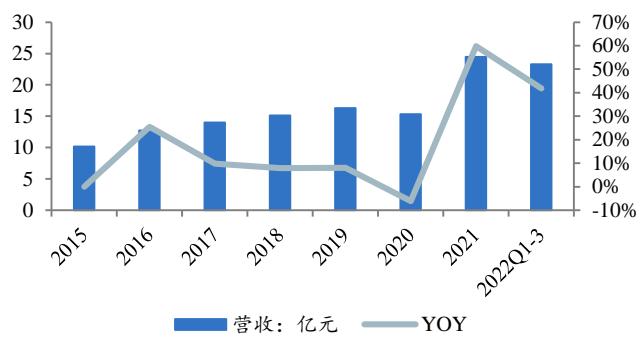
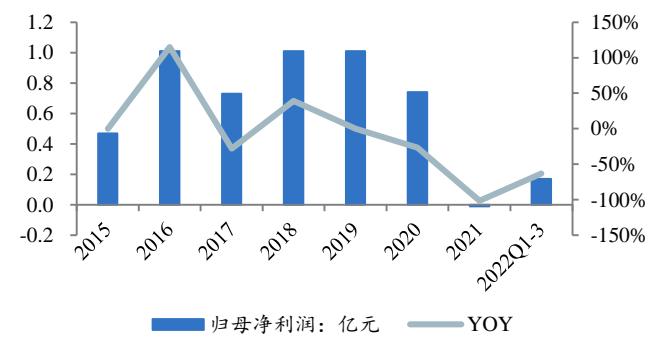
**表2：公司客户开拓顺利**

时间	自主品牌客户	外资/合资品牌客户	新能源客户
2000	获得奇瑞整车线束定点		
2002	获得江淮整车线束定点		
2005		获得大众集团门线束定点	
2009		获得上汽大众发动机线束定点	
2011		获得上汽大众整车线束定点	
2016	获得上汽集团整车线束和高压线 束定点		
2017		获得北京奔驰、上汽通用、上汽大众 MEB 高压线束定点	获得理想高压线束定点
2018		获得上汽奥迪、上汽通用整车线束定点	
2019		获得长安福特整车线束定点	
2020		获得捷豹路虎低压线束定点	
2021		获得大众安徽高压线束定点	获得赛力斯整车高、低压线束定点
2022H1			获得美国 T 公司热管理线束定点

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、2021 年以来营收快速增长，2022Q1-3 盈利能力有所改善

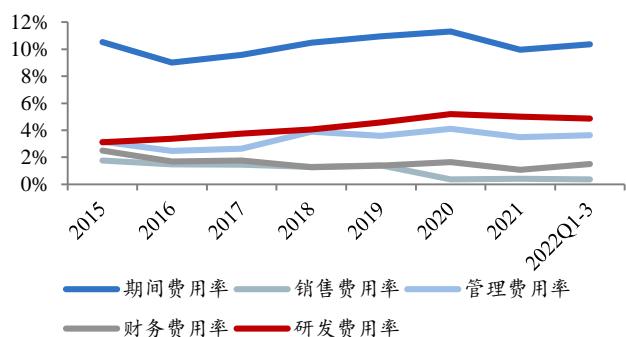
2021-2022Q3 公司营收同比高增，归母净利润承压。2017 年以来公司大力拓展新能源和外资/合资品牌客户，经过 2017-2020 年的储备期，营收快速释放。2021-2022Q3 公司归母净利润承压，主要是受原材料价格上涨、人工成本上涨等因素影响。同时，2021 年由于客户芯片短缺，公司根据客户需求频繁变更产品型号，导致生产效率下降，生产成本上涨；2022Q1-3 由于公司新设全资子公司重庆沪光处于初办期，其承接的部分项目尚处在样线制作、试生产阶段，导致出现亏损。

**图5：2021-2022Q1-3 公司营收同比快速增长**

**图6：2020-2022Q1-3 公司归母净利润承压**


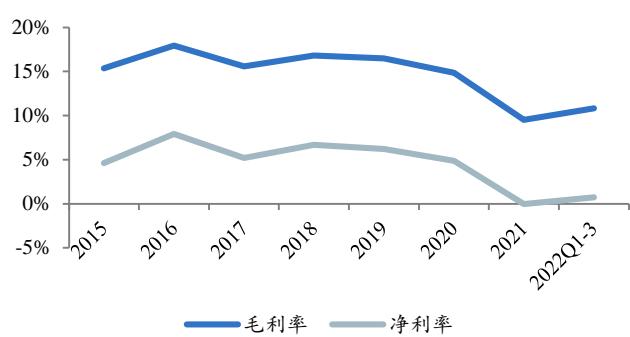
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2017-2021 年公司期间费用率总体保持稳定，2022Q1-3 公司毛利率和净利率均有所回暖。2017-2021 年公司期间费用率分别为 9.6%/10.5%/11.0%/11.3%/10.0%，总体保持稳定。2022Q1-3 公司毛利率和净利率分别为 10.8%/0.7%，分别较 2021 年 +1.3pcts/+0.8pcts。

**图7：2015-2022Q3 公司期间费用率总体保持稳定**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2022Q1-3 公司毛利率和净利率均有所回暖**


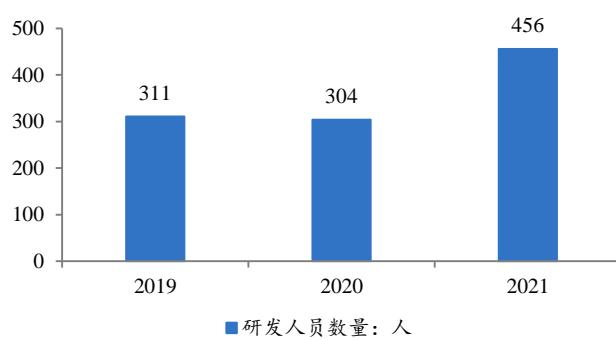
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、注重研发投入，持续提升产品技术及质量

公司持续加大研发投入，研发人员数量显著增加。公司高度重视研发投入，2015-2021年间，研发费用由0.32亿元提高至1.23亿元（CAGR为25.2%），研发费用率由3.1%提高至5.0%。2019-2021年间研发人员数量从311人增加至456人。

**图9：2015-2022Q3 公司研发费用率有所提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2019-2021年公司研发人员数量有所提升**


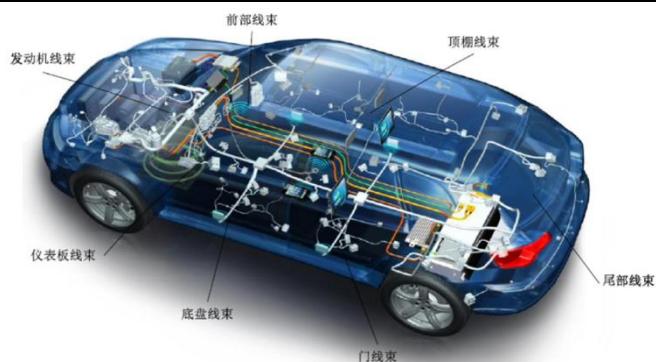
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司技术储备充足，拥有领先的正向研发及设计能力。随着汽车消费需求向多元化、个性化、时尚化演变，汽车车型更新换代周期逐步缩短，线束企业需具备配合整车厂商实现同步开发的技术实力。公司高度重视技术研发，与西门子、KUKA、同济大学等国内外企业、科研机构、高校开展技术合作，围绕汽车线束中新材料、新工艺等重点应用领域开展研究，推动汽车线束轻量化、小型化落地应用。据公司2021年年报，公司已完成特定客户高压线束中铝导线替代铜导线产品推广。据公司2022半年报，公司小平方铝线应用进入实质项目阶段，高频通讯相关产品进入产品试制阶段，创新性研究的新产品已完成技术可行性研究。

## 2、汽车线束市场外资占据主导，国产替代空间广阔

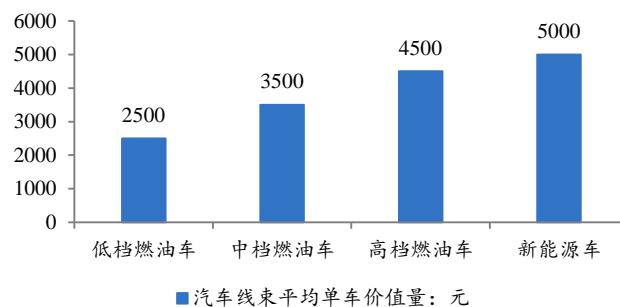
汽车线束由导线、端子、接插件及护套等组成，是汽车电路的网络主体，为整车电器电子部件提供电能、信号传输，属于定制型产品。汽车线束是由接触件端子（连接器）与线缆压接后，塑压绝缘体或外加金属壳体等，捆扎形成的组件。汽车线束主要用于连接汽车的蓄电池、分电盒、执行器、控制器、传感器等部件，为整车电器电子部件提供电能、信号传输。据华经情报网，低/中/高档燃油车线束平均单车价值量分别约为 2500/3500/4500 元，新能源车由于增加了高压线束，线束平均单车价值量约为 5000 元。

图11：汽车线束是汽车电路的网络主体



资料来源：卡倍亿招股书

图12：新能源车线束平均单车价值量约 5000 元

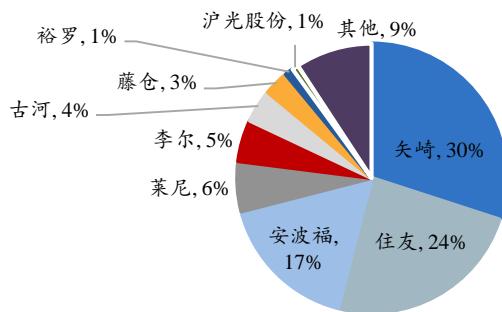


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

全球汽车线束行业集中度较高，矢崎、住友电气与安波福等外资品牌占主导地位。2021 年，矢崎、住友与安波福合计占据全球汽车线束市场 71% 的份额。除前三名外，全球汽车线束主要厂商还包括德国的莱尼、德科斯米尔、科络普，以及美国的李尔等。住友、古河等厂商拥有自己的上游铜矿资源，安波福、藤仓等厂商拥有很强的连接器技术实力。

随着电动化自主品牌崛起，汽车线束国产替代进程有望加速。（1）外资/合资整车厂主要选择国际零部件厂商在国内的独资或者合资企业配套。（2）国内自主线束厂商通常配套自主品牌车企，沪光股份、上海金亭（永鼎股份旗下汽车线束子公司）等部分企业已进入到合资品牌的供应体系。（3）一些规模较大的自主品牌有自己专门配套的线束厂，如曼德电气、弗迪科技、豪达分别为长城汽车、比亚迪、吉利汽车配套。

图13：2021年外资厂商占据全球汽车线束市场主要份额



数据来源：华经产业研究院、MarketsandMarkets、开源证券研究所

**表3：线束自主品牌有所突破国内市场**

车系	整车企业	主要供应商		
		整车线束	小线束	高压线束
德系	上汽大众	昆山沪光、科世科、苏州波特尼、莱尼、安波福	昆山沪光、上海金亭、李尔	昆山沪光、安波福、科世科、苏州波特尼
	一汽大众	科世得润、长春住电、安波福、李尔	昆山沪光、长春捷翼、长春灯泡电线厂	科世得润
	奥迪	科世得润、长春住电、安波福	长春捷翼	安波福、科世得润
	奔驰	莱尼、安波福	昆山沪光、德科斯米尔、耐克森	昆山沪光、德科斯米尔
	宝马	德科斯米尔、莱尼	德科斯米尔、莱尼、迈恩德	莱尼
美系	通用	安波福、上海金亭、矢崎、莱尼、科世科、上海金亭、河南天海、昆山沪光	山沪光	昆山沪光、安波福
	福特	安波福、李尔、矢崎、住友		莱尼、安波福、矢崎、李尔
	日系		矢崎、住友、藤仓	
	韩系		京信、裕罗、悠进	
内资	上汽集团	昆山沪光、李尔、天海、安波福	昆山沪光、安波福、三智	Auto-Kable、昆山沪光
	一汽集团	李尔、长春灯泡电线厂、安波福	三智	TE(泰科)
	吉利汽车	豪达、天海、藤仓、京信、李尔	天海、京信	TE(泰科)
	长城汽车	保定曼德、长春灯泡电线厂、天津精益	立讯、乐荣、景程	TE(泰科)
	奇瑞汽车	昆山沪光、河南天海、侨云电子、安波福等	/	中航光电、南京康尼、四川永贵等
	江淮汽车	昆山沪光、河南天海、安波福等	/	中航光电、安波福

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

**表4：国内自主线束厂商有永鼎股份、得润电子、沪光股份等**

	永鼎股份（上海金亭）	得润电子（柳州双飞）	沪光股份
2021年营业收入 (亿元)	12.82	22.6	24.48
2021年毛利率	6.37%	8.43%	9.53%
主要客户	上汽通用、上汽大众、沃尔沃等	上汽通用五菱、东风柳汽、上汽大众、上汽通用、上汽奥迪、江淮、奇北汽福田、柳工机械等	瑞、戴姆勒奔驰、理想、赛力斯、T客户等
主要产品	顶棚线束、行李舱线束、座椅线束、保险杠线束等单功能小线束，仅通过下属参股子公司苏州波特尼（持股比例40%）为客户提供少量客户定制化整车线束	乘用车和商用车整车高低压线束	乘用车整车高低压线束

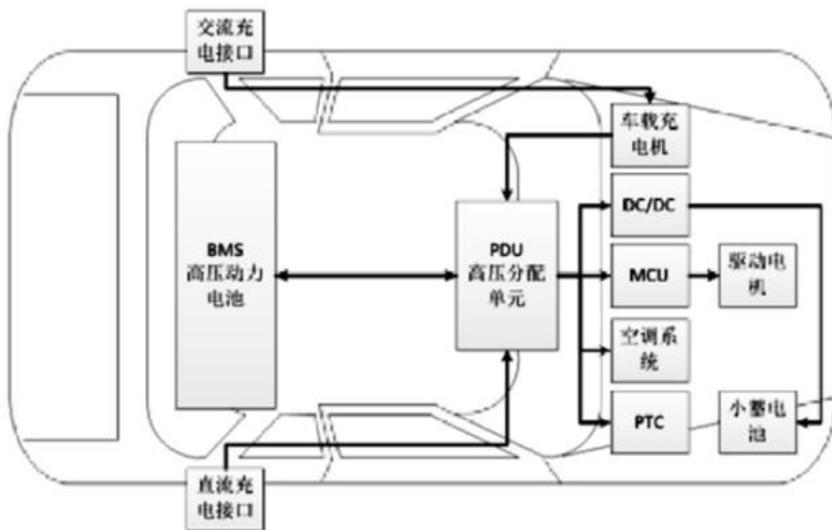
资料来源：华经产业研究院、开源证券研究所

### 3、产品 ASP 提升+客户拓展+产能投放，三大看点助力公司成长

#### 3.1、受益于电动化和智能化变革，汽车线束 ASP 有望持续提升

**高压线束：**电动车的纯增量，需求量有望跟随电动化趋势持续增长。新能源汽车用高压线束取代传统燃油车的发动机线束，用于连接充电插座、高压电池包、逆变器、电机、车载充电机等设备。由于驱动电压较高，且交流电机的电磁干扰较为强烈，新能源汽车对线束输送能力、机械强度、绝缘保护和电磁兼容要求较高。

图14：高压线束用于连接电动车各高压部件



资料来源：《浅谈纯电动汽车整车级高压线束开发》

**高速线束：**应用于智能网联，ASP 有望跟随智能化趋势快速提升。智能驾驶、智能座舱等功能的快速发展带动电子器件用量增加，蔚来 ES8、理想 L9、问界 M7 等智能汽车的智能驾驶硬件配置较传统汽车明显提升，高速线束需求量加大。据汽车线缆供应商卡倍亿公司公告，以太网线单价约 700 元/千米，较常规线缆约 400 元/千米的单价显著提升。

表5：蔚来 ES8、理想 L9、问界 M7 等智能汽车的智能驾驶硬件配置丰富

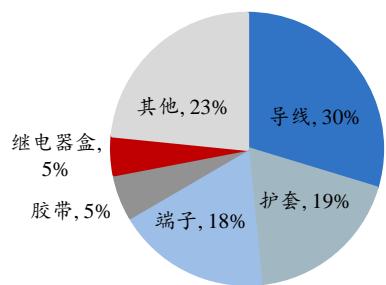
	蔚来 ES8	理想 L9	问界 M7	极氪 001	飞凡 R7
售价（万元）	52.8-63.8	45.98	31.98-37.98	29.9-38.6	30.25-36.95
摄像头	11	11	8	15	12
毫米波雷达	5	1	3	1	5
超声波雷达	12	12	12	12	12
激光雷达	1	1	0	0	标配 0, 选配 1
驾驶辅助级别	标配 L2, 选配 L3	L2	L2	标配 L2, 选配 L3	L2

资料来源：太平洋汽车网、开源证券研究所

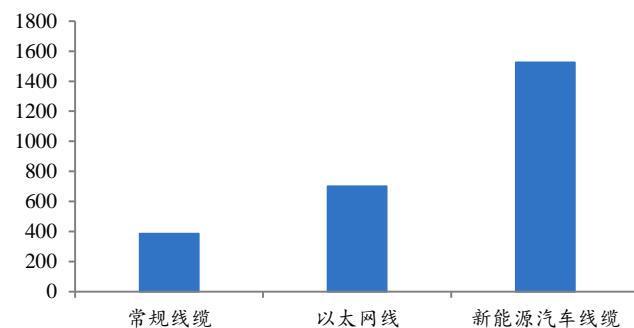
**表6：车用总线类型包括 LIN、CAN、FlexRay、MOST 等**

总线类型	传输速率	应用
LIN	10-125Kbps	大灯，灯光，门锁，电动座椅等
CAN/CAN-FD	1Mbps (CAN) /8Mbps (CAN-FD)	汽车空调，电子指示，故障检测等
FlexRay	1-10Mbps	引擎控制，ABS，悬挂控制，线控转向等
MOST	>10Mbps	汽车导航系统，多媒体娱乐
车载以太网	1Gbps	高级驾驶辅助系统，车载诊断系统，车载信息娱乐系统

资料来源：懂车帝、开源证券研究所

**图15：2019年沪光股份导线占原材料采购总额30%**


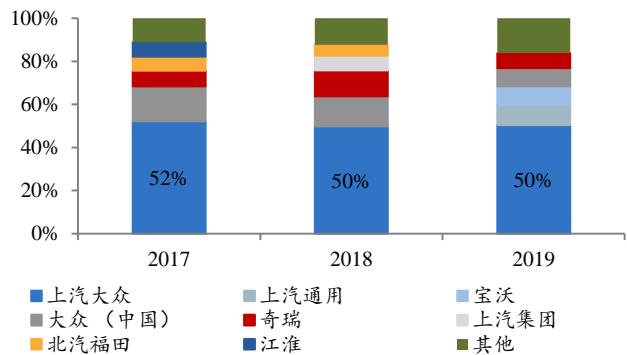
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**图16：以太网线及新能源汽车线缆较常规线缆单价显著提升（元/千米）**


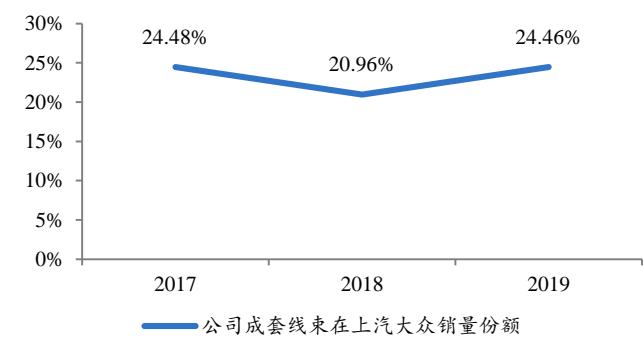
数据来源：卡倍亿公司公告、开源证券研究所

### 3.2、客户开拓顺利，业绩弹性可期

公司于2000年进入上汽大众的供应商体系，2005年进入大众汽车集团（中国）供应商体系，并在获得大众集团西雅特LEON门线束SE359项目定点后，逐步参与上汽大众新车型新项目的同步研发，先后获得发动机线束、定制化KSK整车线束、高压线束产品的定点。凭借突出的正向研发实力、严格的产品质量及优质的供货服务，公司获得上汽大众的高度认可，2017-2019年上汽大众占公司总营收比例为50%-52%，公司成套线束在上汽大众的销量份额稳定在20%-25%。

**图17：2017-2019年上汽大众占公司总营收比例约50%**


数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**图18：2017-2019年公司成套线束在上汽大众份额稳定**


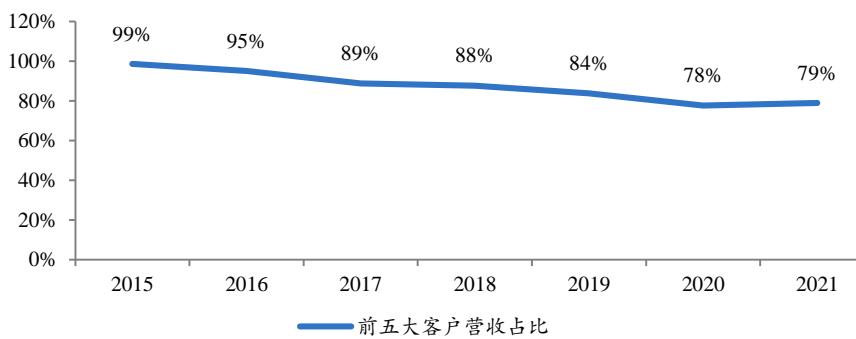
数据来源：公司招股书、开源证券研究所

**表7：公司与上汽大众建立了长期稳定的合作关系**

时间	重要合作事件
2000 年	通过上汽大众潜在供应商评审，取得供应商代码
2005 年	进入大众集团的供应商体系，通过评审取得供应商编号 获得 SE 359 门线束，并于 2006 年正式量产
2007 年	取得大众集团 Formel QA 级供应商资质
2009 年	取得上汽大众旗下斯柯达明锐车型 EA113 2.0L MPI 发动机线束定点，并于 2010 年量产
2011 年	取得斯柯达昕锐 SK253 KSK 整车成套线束定点，首次为上汽大众提供高端定制化 KSK 整车线束 取得 EA888 EVO2 发动机线束定点，装配于上汽大众途观、斯柯达速派、斯柯达明锐等车型，2012 年量产
	取得斯柯达新速派 SK461 FL KSK 整车成套线束定点，2013 年量产
2012 年	成为斯柯达昕动 SK253 SP KSK 整车线开发供应商，2014 年量产 取得斯柯达明锐 SK371 KSK 整车线束定点，2013 年量产
	取得上汽大众朗逸车型 PQ34 蓄电池线束定点，2013 年量产
2013 年	成为桑塔纳浩纳车型 VW350 KSK 开发供应商，2015 年量产
2014 年	成为新桑塔纳车型 VW351 KSK 开发供应商，2016 年量产
	取得新桑塔纳、斯柯达昕锐、昕动车型 ABS 轮速传感器线束定点，2016 年量产
2016 年	成为斯柯达柯米克车型 SK316 KSK 开发供应商，2018 年量产
	取得大众集团专门建立的用于生产电动车型的 MEB 平台中 LOUNGE SUVe、AERO、A SUVe 三款新能源车型高压线束定点，开始为上汽大众提供新能源汽车高压线束研发设计，2021 年量产
2017 年	成为上汽大众 T-CROSS 车型 KSK 开发供应商，2019 年量产
	取得 T-CROSS、POLO 车型 ABS 轮速传感器线束，2019 年量产
	取得上汽大众途昂 X 车型 VW416 COUPE KSK 整车线束项目定点，2019 年量产
2018 年	成为上汽大众途昂系列车型 VW416 PA KSK 整车线束开发供应商，2020 年量产
	成为 37W 平台斯柯达新明锐 SK381 KSK 整车线束开发供应商，2020 年量产
2019 年	成为上汽大众 MEB 平台奥迪纯电动汽车 A+SUVE 车型 AU316 KSK 整车线束开发供应商，2021 年量产
	取得上汽大众 MEB 纯电动平台电池包线束项目定点，2020 年量产

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

**新能源和外资/合资品牌客户拓展顺利，客户结构呈多元化发展。**公司积极开拓戴姆勒奔驰、上汽通用、上汽奥迪、长安福特、捷豹路虎、大众安徽等外资/合资品牌整车厂，以及理想、美国 T 公司、赛力斯等新能源整车厂客户，新项目定点持续落地。2015-2021 年，公司前五大客户营收占比由 99% 下降至 79%。未来，公司有望充分受益于新能源汽车高景气度，实现对新能源客户销售收入的快速增长。

**图19：2015-2021年公司客户集中度有所下降**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表8：公司新项目定点持续落地**

定点时间	类型	客户	车型	配套产品
2020 年	传统燃油车	上汽集团	名爵 MG5	成套线束
		上汽奥迪	CSUV	成套线束
		上汽大众	帕萨特	其他线束
		捷豹路虎	揽胜极光	48V 低压线束
	新能源汽车	上汽大众	MEB-NEO	高压线束
		上汽大众	ID.6X	高压线束
		上汽奥迪	MEB-A+SUV	高压线束及成套线束
		北京奔驰	BR254/214	高压线束
		理想汽车	X01	高压线束
		上汽通用	凯迪拉克 XT5	成套线束
2021 年	传统燃油车	上汽通用	君威&君越	成套线束
		上汽通用	雪佛兰探界者	电瓶线束
		上汽通用	别克 CUV&SUV	电瓶线束
		上汽大众	途观、朗逸、明锐	发动机线束
		上汽通用	别克威朗	其他线束
	新能源汽车	长安福特	平台项目	其他线束
		赛力斯	问界 M5、M5 EV、M7	整车高低压线束
		理想汽车	X02	高压线束
		大众安徽	VW316/8	高压线束
		戴姆勒奔驰	MMA 平台	电池包低压线束
2022H1	新能源汽车	理想汽车	W01	高压线束
		智己汽车	S12L	高压线束
		美国 T 公司	M3	热管理线束

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.3、定增投建新产能，助力业绩增长

公司在江苏、浙江、重庆、福建等地布局了生产基地，通过上述生产基地的建设，可以有效地降低产品的运输费用、缩短供货时间。此外，公司在上海、重庆及

德国设立工程技术中心，为整车厂提供同步开发设计，更好地服务客户及整合周边资源。

图20：公司在全球布局分支机构



资料来源：公司官网

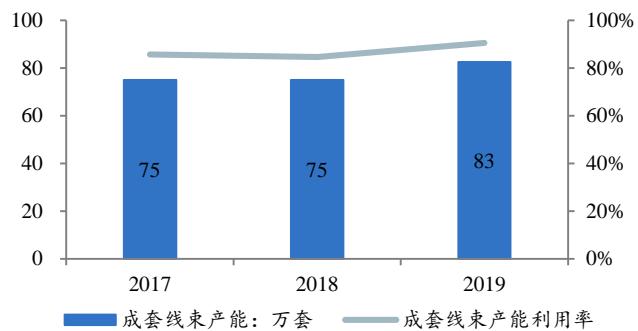
公司积极开展成套线束、高压线束产能建设，伴随募投项目产能逐步落地，业绩有望再上一个台阶。2020、2022年公司分别通过首次公开发行股票、非公开发行股票募集资金，用于整车线束智能生产项目、昆山泽轩汽车电器有限公司汽车线束部件生产项目产能建设，主要生产成套线束、高压线束等产品，并进一步提升智能化生产水平，实现降本增效。2019年，公司成套线束产能83万套，产能利用率为90%。

表9：公司积极开展成套线束、高压线束产能建设

项目名称	整车线束智能生产项目*	昆山泽轩汽车电器有限公司汽车线束部件生产项目**
投资总额（亿元）	5.72	5.50
拟投入募集资金（亿元）	1.40	4.93
产品	成套线束、高压线束、发动机线束、其他线束	成套线束、高压线束
产能规划（每年）	成套线束30万套、高压线束50万套、发动机线束30万件、其他线束800万件	-
预计达产后营收（亿元）	14.66	-
预计达产后净利润（亿元）	1.55	-
项目达到预定可使用状态日期	2021年	2023年

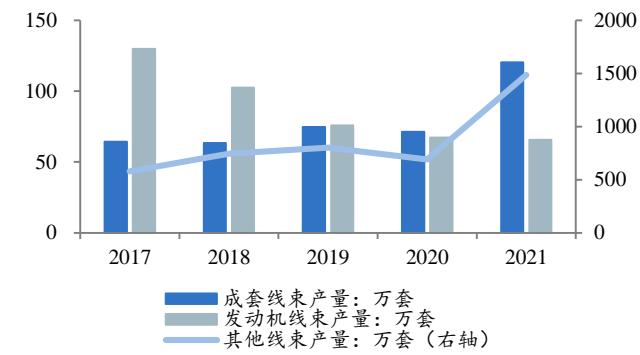
资料来源：公司公告、开源证券研究所（“\*”项目系2020年IPO募投项目；“\*\*”项目系2022年非公开发行股票募投项目）

图21：2019年公司成套线束产能利用率为90%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：2021年公司成套线束产量120万套，同比+69%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

**(1) 成套线束业务：**受益于电动化和智能化趋势，高压线束和高速线束需求量加大，且对线束输送能力、机械强度、绝缘保护和电磁兼容要求更高，汽车线束市场规模有望持续扩大。公司积极开拓理想、美国 T 公司、赛力斯等新能源客户，有望充分受益于电动化和智能化变革带来的发展机遇。我们预计 2022-2024 年营收同比增速分别为：48.0%/66.0%/43.3%。

**(2) 发动机用线束业务：**围绕在发动机的周围，用于连接发动机上的各种传感器和执行器。随着电动车销售占比持续提升，公司发动机用线束业务营收逐年下降。我们预计 2022-2024 年营收同比增速分别为：-15.0%/-10.0%/-5.0%。

**(3) 其他线束业务：**公司 2020 年获得上汽大众帕萨特其他线束项目定点；2021 年获得上汽通用别克威朗、长安福特其他线束项目定点，以及上汽通用雪佛兰探界者、别克 CUV&SUV 电瓶线束定点；2022H1 获得美国 T 公司 M3 热管理线束定点。我们预计 2022-2024 年营收同比增速分别为：33.0%/30.0%/27.0%。

表10：公司营收拆分及预测（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成套线束营收	10.0	17.8	26.4	43.8	62.8
YOY		77.9%	48.0%	66.0%	43.3%
毛利率	16.0%	9.4%	11.4%	13.9%	15.3%
发动机用线束营收	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8
YOY		-16.5%	-15.0%	-10.0%	-5.0%
毛利率	14.2%	7.4%	10.0%	12.0%	13.0%
其他线束营收	2.9	4.2	5.5	7.2	9.1
YOY		42.6%	33.0%	30.0%	27.0%
毛利率	12.2%	9.3%	10.0%	11.0%	12.0%
其他业务营收	1.0	1.4	1.8	2.2	2.8
YOY		32.7%	28.0%	26.0%	24.0%
毛利率	12.1%	13.5%	13.6%	13.7%	13.8%
总营收	15.3	24.5	34.6	54.1	75.5
YOY		59.9%	41.5%	56.1%	39.6%
毛利率	14.9%	9.5%	11.3%	13.5%	14.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 4.2、盈利预测与估值

公司深耕汽车线束，拥有领先的正向研发及设计能力。公司客户开拓顺利，有望充分受益于电动化和智能化变革带来的发展机遇。随着公司在手订单快速放量，以及募投项目产能逐步落地，公司业绩有望再上一个台阶。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 0.45/2.06/4.00 亿元，对应 EPS 为 0.10/0.47/0.92 元，对应当前股价 PE 为 213.4/46.6/24.0 倍。沪光股份 3 家可比公司 2022-2024 年 PE 均值分别为 45.2/31.4/22.3 倍。公司 2022-2024 年估值水平高于可比上市公司平均估值。理想、

美国 T 公司、赛力斯等新能源客户有望为公司带来业绩增量，我们认为公司应享受更高的估值溢价。首次覆盖，给予“增持”评级。

表11：可比上市公司估值（PE/PEG）

证券代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	归母净利润(亿元)			PE		PEG
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688800.SH	瑞可达	124	110.00	2.67	4.06	5.83	46.6	30.7	21.3
300351.SZ	永贵电器	60	15.45	1.78	2.41	3.54	33.4	24.7	16.8
603786.SH	科博达	273	67.50	4.90	7.02	9.52	55.7	38.9	28.7
可比公司平均 PE							45.2	31.4	22.3
605333.SH	沪光股份	96	22.03	0.45	2.06	4.00	213.4	46.6	24.0
									0.26

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2023/1/5，瑞可达盈利预测数据采用 Wind 一致预测，永贵电器、科博达、沪光股份盈利预测数据来自开源证券研究所）

## 5、风险提示

汽车行业景气度不及预期、客户拓展不及预期。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1075	1898	1910	3937	4143	<b>营业收入</b>	1531	2448	3463	5407	7547
现金	73	221	173	270	377	营业成本	1304	2215	3073	4678	6429
应收票据及应收账款	613	1150	1109	2617	2562	营业税金及附加	7	9	16	23	32
其他应收款	16	6	25	24	44	营业费用	5	10	25	26	41
预付账款	14	30	32	65	71	管理费用	63	85	128	189	234
存货	244	410	497	884	1014	研发费用	80	123	180	270	370
其他流动资产	115	81	74	77	76	财务费用	25	26	37	60	80
<b>非流动资产</b>	866	1026	1261	1768	2325	资产减值损失	-5	-11	-7	-18	-25
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	33	33	32	39	36
固定资产	590	727	929	1373	1861	公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
无形资产	51	98	102	107	111	投资净收益	2	-4	1	1	-0
其他非流动资产	224	202	230	288	353	资产处置收益	0	-2	-1	-1	-1
<b>资产总计</b>	1941	2924	3172	5705	6468	<b>营业利润</b>	76	-18	48	225	439
<b>流动负债</b>	867	1846	2044	4321	4653	营业外收入	1	1	2	2	1
短期借款	305	661	961	1910	2350	营业外支出	0	1	1	1	1
应付票据及应付账款	509	1025	938	2224	2073	<b>利润总额</b>	76	-18	50	227	440
其他流动负债	53	160	144	187	231	所得税	2	-17	4	20	40
<b>非流动负债</b>	295	327	331	388	426	<b>净利润</b>	74	-1	45	206	400
长期借款	254	292	294	352	390	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	35	37	36	37	<b>归属母公司净利润</b>	74	-1	45	206	400
<b>负债合计</b>	1162	2173	2375	4709	5080	EBITDA	175	124	202	459	774
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.17	-0.00	0.10	0.47	0.92
股本	401	401	401	401	401						
资本公积	132	132	132	132	132	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	245	218	259	443	789	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	779	751	796	996	1389	营业收入(%)	-6.2	59.9	41.5	56.1	39.6
<b>负债和股东权益</b>	1941	2924	3172	5705	6468	营业利润(%)	-29.9	-124.1	361.5	369.5	94.8
						归属于母公司净利润(%)	-26.8	-101.4	4369.0	357.5	94.1
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	14.9	9.5	11.3	13.5	14.8
						净利率(%)	4.8	-0.0	1.3	3.8	5.3
						ROE(%)	9.5	-0.1	5.7	20.7	28.8
						ROIC(%)	7.7	0.1	4.4	8.5	12.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	59.9	74.3	74.9	82.5	78.5
						净负债比率(%)	66.9	111.7	148.9	213.5	182.5
						流动比率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
						速动比率	0.9	0.8	0.6	0.7	0.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
						应收账款周转率	2.9	2.8	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	3.9	4.7	10.9	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.17	-0.00	0.10	0.47	0.92
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	-0.48	0.06	-0.52	1.01
						每股净资产(最新摊薄)	1.78	1.72	1.82	2.28	3.18
						<b>估值比率</b>					
						P/E	129.6	-9110.0	213.4	46.6	24.0
						P/B	12.4	12.8	12.1	9.7	6.9
						EV/EBITDA	53.5	77.7	49.6	23.9	14.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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形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9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