

电子

2023 年 01 月 08 日

# 维峰电子 (301328)

## ——毛利率高筑，兼具成长和稳健的稀缺工控连接器公司

报告原因：首次覆盖

### 买入 (首次评级)

市场数据：2023 年 01 月 06 日

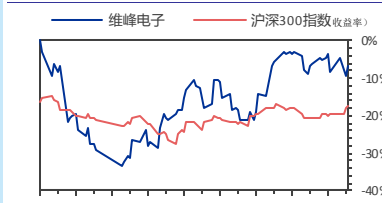
收盘价 (元)	81.75
一年内最高/最低 (元)	99.8/56.42
市净率	3.3
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万 元)	1350
上证指数/深证成指	3157.64/11367.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	24.6
资产负债率%	7.38
总股本/流通 A 股 (百 万)	73/17
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

#### 一年内股价与大盘对比走势：



#### 证券分析师

刘菁菁 A0230522080003  
liujj@swsresearch.com

#### 联系人

刘菁菁  
(8621)23297818x  
liujj@swsresearch.com

#### 投资要点：

- **维峰电子已形成以工业控制连接器为主体，汽车及新能源连接器为两翼的发展格局。**工控连接器产品已经得到下游知名客户认可，公司在工业控制连接器领域处于国内领先水平，是工业控制连接器国产化代表性企业。2021 年公司工业控制连接器销售收入近 3 亿元，前 5 大客户中有 4 个客户均为工业控制连接器客户，总销售额合计超过 9000 万元。公司工控连接器对应客户包括汇川技术、台达电子、泰科电子等工控设备及元器件厂商。工控板块是目前公司的营收主心骨，与其他连接器公司形成差异化，2021 年营收占比 73%。2021 年，公司工业控制板块营收 2.99 亿元，汽车板块营收 0.59 亿元，新能源板块营收 0.43 亿元。
- **连接器产业属于成熟行业，具备差异化下游，各不同下游的产品和供应模式差异带来对连接器公司产品能力和经营模式，毛利率往往能作为一种结果体现这种差异（产品技术壁垒相对较高、定制化程度较高的毛利率一般高）。**维峰电子三大下游包括工控、汽车、新能源，各领域竞争格局、主要竞争对手等均有较大差异。（1）工控领域受到工业自动化驱动持续增长，我国工业自动化市场规模年复合增速超过 8%，其中本土企业份额提升快；（2）汽车领域国产替代刚起步，我们认为该领域核心壁垒在于技术突破和先发优势（3）新能源光伏面板、电池组件、逆变器等广泛用到连接器，双碳目标下需求高增。
- **产品多品种小批量，隐含高效研发/高效生产工艺流程。**产品的丰富性是公司具有的显著特征，也是公司快速响应客户定制化需求的基础。公司产品依据设计结构、连接方式、功能特征等不同特点可划分为 15 大系列，形成了诸多应用场景下的平台化产品体系。2019-2021 年，公司实现批量销售的产品品号超过 15000 个，复杂品号的背后，离不开平台化、柔性化、精益化。
- **实现高于行业平均的毛利率水平，2022Q1-Q3 毛利率达到 42.8%。**凭借产品高品质定位、多品类小批量模式，以及落实该模式的内在管理优势，实现高于可比公司的高毛利率。2019-2021 年，维峰电子毛利率高于同行业几家主要上市公司。2019-2021 年，公司毛利率分别为 45.49%、47.74%、45.71%，可比公司均在 40%以下。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2022-2024 年实现营收分别为 5.11/7.09/9.22 亿元，同比增速为 25.0%/38.9%/30.0%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.20/1.81/2.37 亿元，同比增速为 20.0%/50.5%/30.8%。给予公司 2023 年 40 倍的 PE 估值，对应目标市值为 72 亿，对应当前股价有超过 20%的上升空间。
- **风险提示：**国际宏观经济政治形势波动风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

#### 财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	409	357	511	709	922
同比增长率 (%)	49.4	17.3	25.0	38.9	30.0
归母净利润 (百万元)	100	82	120	181	237
同比增长率 (%)	64.1	5.9	20.0	50.5	30.8
每股收益 (元/股)	1.82	1.12	1.64	2.47	3.23
毛利率 (%)					
ROE (%)	25.3	4.5	6.1	8.5	10.0
市盈率	60		50	33	25

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2022-2024 年实现营收分别为 5.11/7.09/9.22 亿元，同比增速为 25.0%/38.9%/30.0%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.20/1.81/2.37 亿元，同比增速为 20.0%/50.5%/30.8%。给予公司 2023 年 40 倍的 PE 估值，对应目标市值为 72 亿，对应当前股价有超过 20% 的上升空间。

### 关键假设点

预计公司工业控制连接器业务 2022 年增速较低，2023-2024 年维持稳健增长，预计营收增速分别为 12%、29%、27%。预计公司汽车连接器业务 2022-2024 年较快增长，预计营收增速分别为 55%、55%、35%。预计公司新能源连接器业务 2022-2024 年较快增长，预计营收增速分别为 75%、53%、34%。

主要板块毛利率假设：由于公司获取较高且稳定毛利率的关键因素和公司经营策略和销售定价策略没有发生变化，我们预计公司主要板块毛利率仍将保持稳定，预计工业控制连接器、汽车连接器、新能源连接器板块 2022-2024 年毛利率分别稳定在 43%、48%、44%。

期间费用假设：假设 2022-2024 年公司销售费用率维持在 3.8%、管理费用率维持在 3.9%、研发费用率维持在 10.5%。

### 有别于大众的认识

**市场可能担心在汽车领域公司的潜在市场空间和竞争力。**由于公司在汽车领域主要从事中低压连接器（三电系统，以及车载媒体设备、高清影像系统），单车价值量大约在 200 元左右，市场可能担心其单车价值量较低且偏存量市场，**我们认为中低压连接器存量空间大且国产替代刚起步，国内厂商实际可参与空间巨大。**此外市场可能认为汽车中低压连接器壁垒较低，实际上该领域对制造精密化程度等要求高，技术壁垒不亚于汽车其他产品如高压连接器。

**市场可能担心其他连接器行业竞争对手进入公司所在领域，我们认为友商可能进入，但难度较大。**第一从应用领域上而言，公司从事差异化工控等应用，已经积累丰富行业经验，属于厚积薄发。第二从产品类型或者性质而言，公司所擅长和主要销售的是具备小批量定制化特征的产品，竞争对手进入在生产工艺流程等方面面临挑战。

### 股价表现的催化剂

工控、汽车、新能源领域终端国产替代加速，带动连接器国产化需求提升；公司突破大客户、或核心客户份额提升；毛利率稳健甚至提升，进一步验证产品力和竞争优势等。

### 核心假设风险

国际宏观经济政治形势波动风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

## 目录

<b>1 . 维峰电子：工控主业，汽车和新能源为两翼.....</b>	<b>6</b>
1.1 稀缺的国内工控领域连接器领先企业.....	6
1.2 聚焦三大细分行业，工控领域已国内领先.....	9
<b>2 . 连接器行业：差异化下游要求不同基因 .....</b>	<b>13</b>
2.1 工控连接器：本土下游崛起.....	14
2.2 新能源汽车连接器：国产替代刚起步.....	17
2.3 我国连接器：后发制人.....	18
<b>3. 差异化竞争：柔性化、多品种、高毛利.....</b>	<b>19</b>
3.1 多品种小批量，隐含高效研发/高效生产工艺流程.....	19
3.2 超行业平均的稳健高毛利率.....	24
3.3 切入海外客户验证产品力.....	26
<b>4. 盈利预测和估值.....</b>	<b>27</b>
4.1 盈利预测.....	27
4.2 PE 估值法.....	31
4.3 风险提示.....	32

## 图表目录

图 1：公司历史沿革 .....	6
图 2：公司产品应用领域.....	7
图 3：公司近年营收及净利润（单位：亿元） .....	8
图 4：公司 2021 年各业务营收结构（单位：亿元） .....	8
图 5：公司销售费用率及管理费用率（单位：%） .....	8
图 6：公司近年研发费用情况（单位：亿元） .....	8
图 7：公司各产品线毛利率情况（单位：%） .....	9
图 8：同业研发费用营收占比对比（单位：%） .....	9
图 9：维峰电子收入主要来自于工控、汽车和新能源连接器三大方面 .....	11
图 10：2021 年维峰电子收入中工控、汽车和新能源连接器占比分别为 74%、14%、11% .....	11
图 11：2015-2021 年中国工业自动化市场规模从 1390 亿元增长至 2200 亿元（单位：亿元） .....	15
图 12：2021 年我国工业自动化本土品牌市场份额达到 41% .....	15
图 13：泰科 2021 和 2022 年营收拆分（单位：亿美元） .....	15
图 14：泰科 2021 和 2022 年工业解决方案板块营收拆分（单位：亿美元） .....	15
图 15：2015-2021 年我国光伏新增装机量从 15GW 提高至 55GW .....	16
图 16：2015-2021 年我国风电新增装机量从 31GW 提高至 48GW .....	16
图 17：传统汽车到新能源汽车，连接器单车价值量提升 .....	17
图 18：2021 年我国新能源汽车产量达到 354.5 万辆，同比增长 159.5% .....	18
图 19：我国连接器贸易顺差逐年提升，印证国产替代持续推进 .....	19
图 20：通过柔性化方式，平衡通用平台和定制，是维峰一大竞争力.....	20
图 21：维峰电子产品生产工艺流程 .....	22
图 22：维峰电子存货周转率和营收账款周转率.....	23
图 23：维峰电子产品体系示意图.....	24
图 24：维峰电子毛利率相比其他连接器公司较高 .....	25
图 25：维峰电子净利率较高（单位：%） .....	25
图 26：维峰电子存货周转率在连接器公司中处于中上水平 .....	25
图 27：维峰电子应收账款周转率较高 .....	26
图 28：维峰电子 ROE 较高（单位：%） .....	26

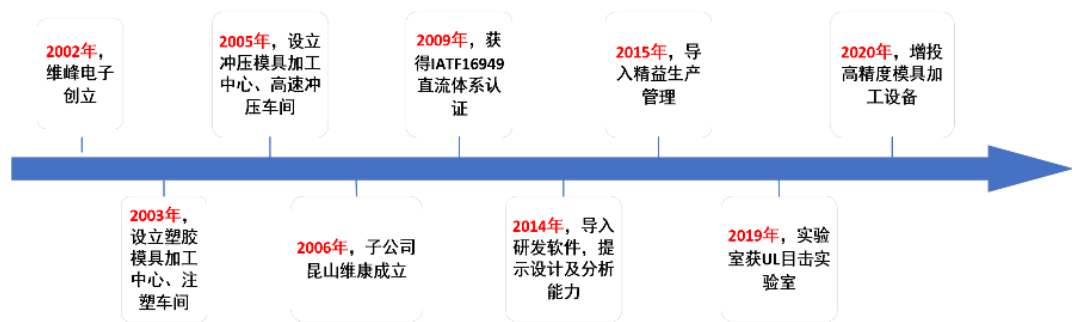
图 29：2021 年，维峰电子外销收入占比明显高于其他连接器公司（单位：%）	26
图 30：维峰电子外销毛利率高于内销毛利率（单位：%）	27
图 31：2020 年维峰电子外销平均单价高于内销，其他年份无明显差异（单位：元/KPCS）	27
表 1：维峰电子产品主要布局在工控、汽车、新能源连接器三大细分领域	9
表 2：维峰电子以工控类连接器为主，瞄准细分市场，实现差异化布局	10
表 3：维峰电子不同领域产品与国际对标竞品对比	12
表 4：公司工控连接器向泰科电子、汇川技术、台达电子等知名客户供货	13
表 5：维峰电子在三大下游主要布局情况	13
表 6：不同设备连接器用量和价值量	21
表 7：公司首次公开发行股票募投项目及募集资金使用计划	23
表 8：维峰电子业绩拆分（单位：百万元）	29
表 9：维峰电子利润表（单位：百万元）	30
表 10：可比公司 PE 估值表	31
表 11：维峰电子增速较快，毛利率显著高于同行	31

# 1. 维峰电子：工控主业，汽车和新能源为两翼

## 1.1 稀缺的国内工控领域连接器领先企业

维峰电子是一家提供高端精密连接器产品及解决方案，专业从事工业控制连接器、汽车连接器及新能源连接器的研发、设计、生产和销售的企业。公司最早创立于 1999 年 5 月，专业经营电脑及电脑周边板对板，线对板类精密连接器，太阳能光电连接器组件，端子台连接器及线缆组合，经过快速发展现已成为一家综合性连接器制造商。2002 年 11 月，维峰有限公司成立，2022 年 9 月 8 日，公司在创业板上市。

图 1：公司历史沿革



资料来源：招股书、申万宏源研究

公司拥有 2 家全资子公司昆山维康和香港维峰，昆山维康成立于 2006 年 7 月 21 日，主营业务为电子连接器和电子连接线的设计、生产、销售；香港维峰成立于 2018 年 1 月 23 日，主要承担公司对部分海外客户的进出口业务。此外二级子公司欧洲维峰成立于 2019 年 6 月 3 日，主要承担对欧盟地区的客户开发以及客户售后服务。

公司致力于提供高端精密连接器产品及解决方案，专业从事工业控制连接器、汽车连接器及新能源连接器的研发、设计、生产和销售，产品可广泛用于工业控制与自动化设备、新能源汽车“三电”系统、光伏逆变系统等系列应用场景。连接器是电子设备中一种不可或缺的基础元器件，对电子设备的质量和性能起着关键性作用。公司主要产品已达国际一流厂商同等技术水平，为众多国内外知名企业提供高端精密连接器产品及解决方案。

公司已形成以工业控制连接器为主体，汽车及新能源连接器为两翼的发展格局，尤其在工业控制连接器领域处于国内领先水平，是工业控制连接器国产化代表性企业。公司先后通过美国 UL、加拿大 CUL 安规认证，以及美国 UL 目击实验室认证，产品符合欧盟 RoHS 及 REACH 环保指令，并获得汽车行业 IATF16949 质量管理体系认证。公司在客户需求定制化、产品生产平台化的经营模式下，将结合已有技术储备及客户资源，积极把握国产化替代机遇，利用自身成本优势及本土化服务优势不断提升市场份额，持续保持竞争力。

图 2：公司产品应用领域



资料来源：招股书、申万宏源研究

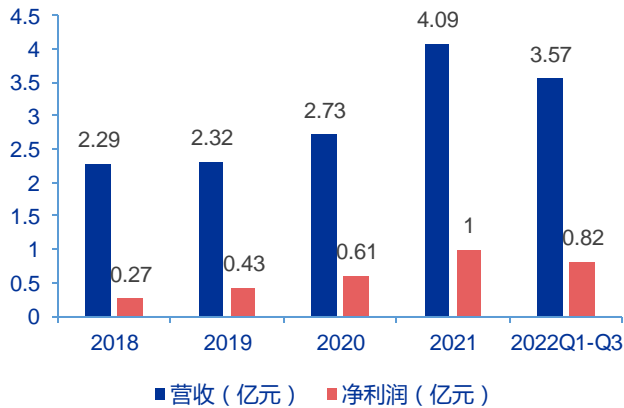
**在工业控制领域**，公司产品具体可应用在伺服电机、可编程逻辑控制器（PLC）、机械手臂、工业电脑等工业控制与自动化设备，对应客户包括汇川技术、台达电子、泰科电子等工控设备及元器件厂商。工业控制与自动化设备长期在振动和噪音环境下处于不间断运作状态，部分还涉及光电传感、电磁耦合等非接触式连接，应用场景复杂多样，零部件维修或更换成本高。这对工业控制连接器的可靠性及耐用性都提出了较高要求。

**在汽车领域**，公司产品具体可应用在新能源汽车最为核心的电池、电机和电控系统（简称“三电系统”），以及车载媒体设备、高清影像系统等，对应客户包括比亚迪、上汽集团、安波福等整车及零部件厂商。汽车连接器需关注行驶状态下人车交互间的数据传输，包括反馈交通环境变化、执行驾驶员各种操作指令等。故连接器的稳定性成为安全性能的重要指标之一。同时汽车连接器还需匹配汽车厂商所提出的高集成度、高精度及轻量化标准，以降低整车能耗。

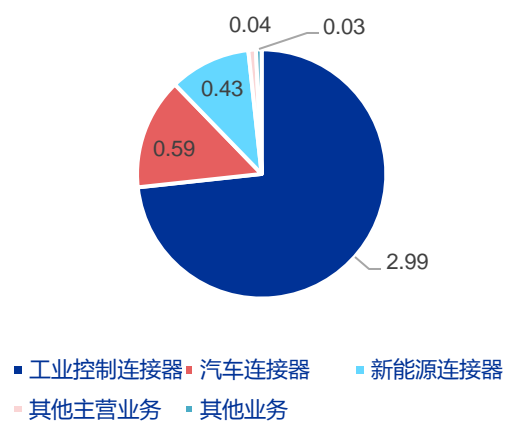
**在新能源领域**，公司产品主要应用在太阳能及风能逆变系统，对应客户包括阳光电源、固德威、Solaredge 等逆变器及其他配件厂商。逆变器在新能源系统中主要起到电流转换功能，而持续电流承载易导致元器件加速老化。据此连接器的高电气及机械性能便尤为重要。同时户外条件下动物撞击、天气影响等不确定因素也对新能源系统抗干扰能力形成挑战。故新能源连接器在有效处理电信号的同时，往往还需兼顾抗腐蚀、防漏电和面对户外复杂多变的气候环境等特点。

**营收稳步增长，工控业务是目前公司营收最主要板块和基本盘。**公司 2018 年-2021 年营收分别为 2.29/2.32/2.73/4.09 亿元，净利润 2018 年-2021 年分别为 0.27/0.43/0.61/1 亿元；2022 年前三季度收入和净利润增速收窄，主要受到疫情反复和宏观环境两方面因素影响，上半年昆山子公司停工停产 2 个月，产生了额外的经营费用和停工损失，此外受俄乌地缘政治的影响，外销出口的客户（尤其是欧洲地区）开工率较往年有所下降，影响外销客户的订单和提货意愿，从而使得 1-9 月的外销销售增长幅度较小。

工控板块是目前公司的营收主心骨，2021 年营收占比 73%。2021 年，公司工业控制板块营收 2.99 亿元，汽车板块营收 0.59 亿元，新能源板块营收 0.43 亿元，其他主营业务营收 0.04 亿元，其他业务营收 0.03 亿元。

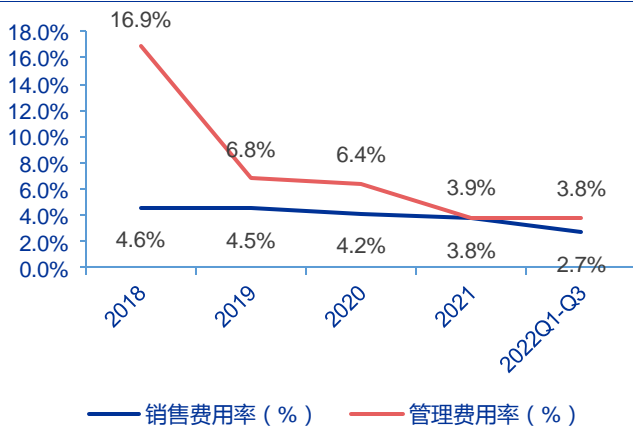
**图 3：公司近年营收及净利润（单位：亿元）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

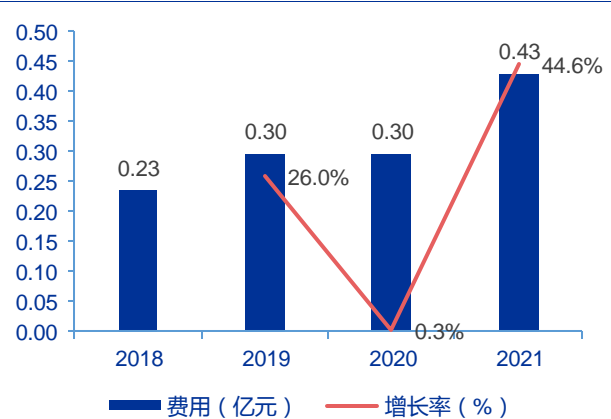
**图 4：公司 2021 年各业务营收结构（单位：亿元）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

销售费用率及管理费用率收窄并趋于稳定，不断投入研发。随着销售规模的不断扩大，公司的销售费用率和管理费用率呈现持续下降的趋势并趋于稳定，2018-2021 年公司销售费用率分别为 4.6%/4.5%/4.2%/3.8%，管理费用率分别为 16.9%/6.8%/6.4%/3.9%，2022Q1-Q3 进一步收窄；同时公司注重研发，研发费用常年占销售比 10%以上，2022Q1-Q3 研发费用率达到了 12.01%，2018-2021 年，公司研发费用分别为 0.23/0.3/0.3/0.43 亿元。

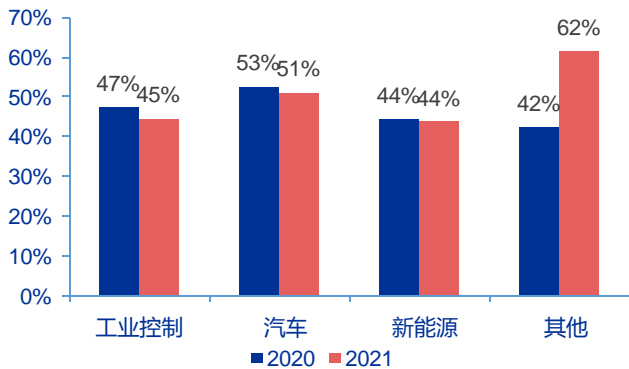
**图 5：公司销售费用率及管理费用率（单位：%）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

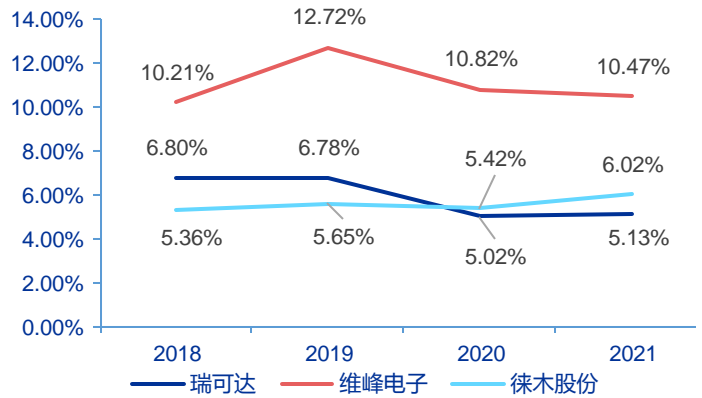
**图 6：公司近年研发费用情况（单位：亿元）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

毛利率常年保持在高水平位置，研发费率领先同行。2020 和 2021 年，公司综合毛利率始终保持在 40%以上，2021 年工业控制板块毛利率为 44.56%，汽车连接器毛利率为 51.10%，新能源板块毛利率为 43.73%，其他业务毛利率为 61.53%。公司近年研发费用营收占比保持在 10%以上，相较同行竞争对手处于高位。

**图 7：公司各产品线毛利率情况（单位：%）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 8：同业研发费用营收占比对比（单位：%）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

## 1.2 聚焦三大细分行业，工控领域已国内领先

在产品布局方面，维峰电子以工业控制连接器为主体，汽车及新能源连接器为两翼，瞄准三个细分行业，不断提升市场份额。公司专业从事工业控制连接器、汽车连接器及新能源连接器的研发、设计、生产和销售，产品可广泛用于工业控制与自动化设备、新能源汽车“三电”系统、光伏逆变系统等系列应用场景，销售的主要产品已达到国际一流厂商水平。公司尤其在工业控制连接器领域处于国内领先水平，是工业控制连接器国产化代表性企业。公司先后通过美国 UL、加拿大 CUL 安规认证，以及美国 UL 目击实验室认证，产品符合欧盟 RoHS 及 REACH 环保指令，并获得汽车行业 IATF16949 质量管理体系认证。

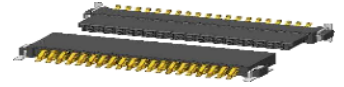
**表 1：维峰电子产品主要布局在工控、汽车、新能源连接器三大细分领域**

产品	特点与优势	产品应用	图例
工业控制板对板连接器	多用于信号传输与供电，间距从 0.4mm、0.5mm 到 3.96mm、5.08mm 不等，传输速率从 5Gbps 到 30Gbps 不等，可提供 SMT、THT 等各种线路板安装方式	广泛应用于伺服电机、可编程控制器、机械手臂、工业电脑、变频控制器、数据存储设备、仪器仪表等	
工业控制线对板连接器	多用于信号输入及输出，间距从 0.8mm、1.0mm、1.27mm 到 5.08mm、7.5mm 不等，传输速率从 5Gbps 到 30Gbps 不等，具有即插即用、抗干扰的特点，可提供 18-36AWG 多种线径规格方案		

## 汽车连接器

多用于信号传输与供电，间距从 0.5mm、0.8mm、2.2mm 到 3.0mm、4.0mm、6.0mm 不等，防水等级达到 IP67、IP68、IP6K9K，具有端子加固、互配防呆及二次锁扣设计，抗震动性强，有稳定的接触与传输性能，可提供多种安装设计

广泛应用于新能源汽车的电池、电机和电控系统，以及车载媒体设备、毫米波雷达、高清影像系统等



## 新能源连接器

多用于信号控制传输，间距从 1.27mm、2.0mm 到 5.08mm、7.62mm 不等，具有双触点、多触点端子结构设计，实现可靠连接的同时延长使用寿命，能在温差较大的环境下稳定工作

主要应用于太阳能及风能逆变器



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**以工业控制连接器为主体，与其他连接器公司形成差异化。**在 A 股已有连接器上市公司（2020 年连接器营收占比超过 50%）中，剔除以消费电子为主要应用领域（所在领域国产化程度高、市场竞争激烈，与公司多品种、小批量、定制化经营特点存在显著差异）的连接器上市公司后，可以看到目前 A 股并未有其他以工控连接器为主的上市公司。

连接器应用领域广泛，涉及到很多技术壁垒较高的细分产品和应用领域。部分历史悠久、规模庞大的跨国企业在多个应用领域占优，而建立时间较短、资产规模较小的领先企业则以细分领域的优势产品作为行业切入点。根据 Bishop&Associates 统计数据，2019 年全球连接器销售收入前五企业分别为泰科电子、安费诺、莫仕、安波福以及富士康。这些连接器厂商规模体量较公司具有明显优势，均为多领域布局的综合性多元化连接器厂商。公司只在其中几个细分领域深耕，更有利于构建细分领域的竞争优势，在起步较晚的背景下实现单点突破。

表 2：维峰电子以工控类连接器为主，瞄准细分市场，实现差异化布局

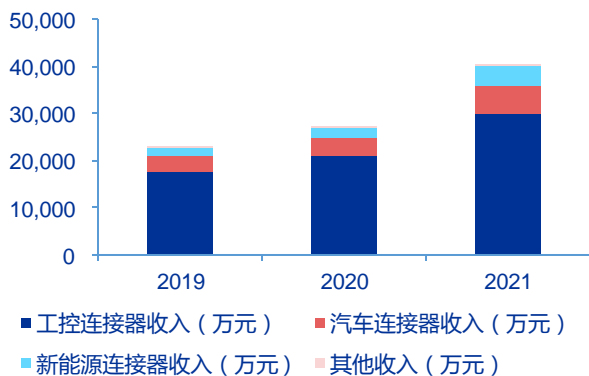
公司	主营业务	连接器类型	连接器类型								
			通信	工控	汽车	新能源	消费电子	轨交	军工	航空航天	
中航光电	高可靠光、电、流体连接器及相关设备	2021 年电连接器及集成组件销售占比约 74.26%，光器件及光电设备销售占比约 20.21%	√		√				√	√	√
航天电器	高端继电器、连接器、微特电机、光电器件、电缆组件	2020 年连接器销售占比 64.67%，包括圆形连接器、射频连接器、光纤连接器等	√						√		√
永贵电器	各类电连接器、连接器组件及精密智能产品	2021 年轨道交通与工业连接器销售占比约 62.21%							√		
鼎通科技	通讯连接器精密组件和汽车连接器精密组件	2021 年通讯连接器组件销售占比 77.94%，汽车连接器组件销售占比 .%	√		√						

合兴股份	汽车电子、消费电子产品	2020 年汽车电子销售占比约 75.69%，消费电子连接器销售占比约 24.31%	√	√		
徕木股份	以连接器和屏蔽罩为主的精密电子元件	2020 年汽车精密连接器及配件、组件销售占比约 54.57%，手机精密屏蔽罩及结构件销售占比约 26.39%	√	√		
瑞可达	移动通信、新能源汽车、工业和轨道交通等综合连接系统解决方案	2021 年通信连接系统销售占比约 15.05%，新能源连接系统销售占比 77.30%	√	√	√	√
维峰电子	主工业控制连接器、汽车连接器及新能源连接器	<b>2021 年工业控制连接器销售占比约 73.81%，汽车连接器销售占比约 14.48%，新能源连接器销售占比约 10.68%</b>	√	√	√	√

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

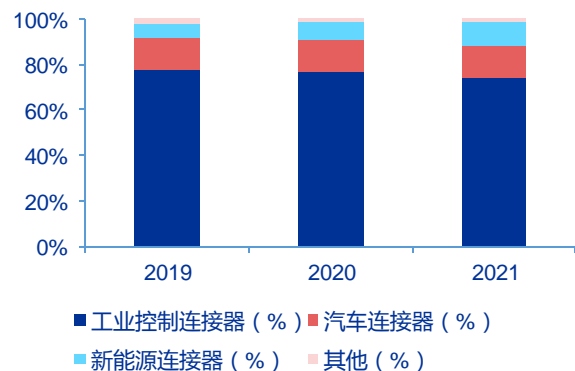
2019-2021 年，维峰电子收入中，工控连接器、汽车连接器、新能源连接器三大业务三年平均收入占比为 76%、14%、8%。

图 9：维峰电子收入主要来自于工控、汽车和新能源连接器三大方面



资料来源：公司招股书、申万宏源研究

图 10：2021 年维峰电子收入中工控、汽车和新能源连接器占比分别为 74%、14%、11%



资料来源：公司招股书、申万宏源研究

成立以来一直致力于工控连接器的研发生产，在细分领域形成竞争优势。在工业控制领域，公司产品具体可应用在伺服电机、可编程逻辑控制器 (PLC)、机械手臂、工业电脑等工业控制与自动化设备。工业控制与自动化设备长期在振动和噪音环境下处于不间断运作状态，部分还涉及光电传感、电磁耦合等非接触式连接，应用场景复杂多样，零部件维修或更换成本高。这对工业控制连接器的可靠性及耐用性都提出了较高要求。

公司成立以来一直致力于高精密度、高可靠连接器的研发生产，已经掌握小间距浮动式板对板连接器、小间距高频高速板对板连接器、模组化集成式连接器等高性能专业型连接器产品的核心技术。在所处细分领域里，公司相较国内连接器厂商在产品品质、产品丰富性及定制化方面存在优势，而相较国际一流厂商则在成本控制、客户响应方面表现更优。

**表 3：维峰电子不同领域产品与国际对标竞品对比**

产品	维峰电子产品	国际对标产品
工业控制领域 D-SUB 6241	额定电流：5 AMP； 接触电阻：10mΩ Max； 绝缘阻抗：5000MΩ Min； 耐压：800V AC； 工作温度：-40°C-85°C； 防水等级：IP67； CPK≥1.33	额定电流：7.5AMP； 接触电阻：10mΩ Max； 绝缘阻抗：5000MΩ Min； 耐压：1200V AC； 工作温度：-35°C-125°C； 防水等级：IP67
工业控制领域 PC104	额定电流：3 AMP； 接触电阻：30mΩ Max； 绝缘阻抗：1000MΩ Min； 耐压：1000V AC； 耐久：10 次； 工作温度：-55°C-105°C； CPK≥1.33	额定电流：2 AMP； 接触电阻：30mΩ Max； 绝缘阻抗：1000MΩ Min； 耐压：500V AC； 耐久：30 次； 工作温度：-55°C-105°C； 混合气体测试：336h
IND \ 汽车领域 SDC	耐压：500VAC； 额定电流：20°C 1.7A Max； 接触电阻：20mΩ Max； 绝缘阻抗：10000MΩ Min； 端子保持力：0.2kg/Pin Min； 插拔寿命：500 次 Min； 工作温度：-55°C-125°C； CPK≥1.67； 导通耐压 100%测	耐压：500VAC； 额定电流：20°C 1.7A Max； 接触电阻：10mΩ Max； 绝缘阻抗：10000MΩ Min； 插拔寿命：500 次 Min； 工作温度：-55°C-125°C； 传输数据：3Gbit/s
汽车领域 74040	额定电压：250V； 耐压：1000V AC； 额定电流：40°C 8A Max(TIN)； 接触阻抗：10mΩ Max； 绝缘阻抗：5000MΩ Min； 公/母自锁强度：160N Min； 防水等级：IP68； 与面板锁合强度：0.5N-m； 插拔寿命：500 次 Min； 混合气体：96H； 工作温度：-40°C-105°C； CPK≥1.67； 导通耐压 100%测	额定电压：250V； 耐压：1000V AC； 额定电流：40°C 8A Max(TIN)； 40°C 10A Max (Au)； 接触阻抗：10mΩ Max； 绝缘阻抗：100MΩ Min； 公/母自锁强度：160N Min； 防水等级：IP67； 与面板锁合强度：0.6-0.8Nm； 插拔寿命：10 次 Min； 混合气体：480H； 工作温度：-40°C-105°C ( TIN )、-40°-125°C ( Au )

**资料来源：维峰电子公告，申万宏源研究**

注 1：国际对标品牌数据选自 Molex、泰科电子、恩尼电子、SAMTEC、IRISO 对应产品公开说明书参数；

注 2：CPK 指制程能力指数，是制程水准的量化指标，可反映工序保证质量的能力，国际品牌产品公开说明书未披露该指标。

工控连接器产品已经得到下游知名客户认可。2021 年公司工业控制连接器销售收入近 3 亿元，前 5 大客户中有 4 个客户均为工业控制连接器客户，总销售额合计超过 9000 万元。公司工控连接器对应客户包括汇川技术、台达电子、泰科电子等工控设备及元器件厂商。前五大客户中，瑞士泰科电子是全球第一大连接器厂商，汇川技术是国内工控的龙头企业，台达电子是中国台湾地区领先电源设备厂商供应商，全球最大电源管理及散热解决方案供应商之一。

表 4：公司工控连接器向泰科电子、汇川技术、台达电子等知名客户供货

公司前五大客户	年份		
	2019	2020	2021
第一大客户	泰科电子	泰科电子	合肥鑫硕
第二大客户	香港克琛达	汇川技术	泰科电子
第三大客户	Würth 集团	合肥鑫硕	汇川技术
第四大客户	汇川技术	Würth 集团	台达电子
第五大客户	比亚迪	香港克琛达	Würth 集团

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

注：红色为工控连接器客户，绿色为新能源连接器客户，黄色为汽车连接器客户

## 2. 连接器行业：差异化下游要求不同基因

连接器产业属于成熟行业，具备差异化下游，各不同下游的产品和供应模式差异带来对连接器公司产品能力和经营模式，毛利率往往能作为一种结果体现这种差异（产品技术壁垒相对较高、定制化程度较高的毛利率一般高）。

维峰电子三大下游包括工控、汽车、新能源，各领域竞争格局、主要竞争对手等均有较大差异，具体情况如下表。

表 5：维峰电子在三大下游主要布局情况

	工控	汽车	新能源
竞争格局	海外国际一流大厂主导	海外国际一流大厂主导，国内厂商加速进入	海外国际一流大厂主导
主要竞争对手	泰科（ERNI 恩尼电子）、安费诺、Harting、Phoenix	泰科、安费诺、安波福、莫仕等（主要指中低压连接器）	欧姆龙、JST、意力速
主要客户	汇川技术、台达电子、泰科电子、Würth 集团	比亚迪、上汽集团、安波福	阳光电源、固德威、Solaredge
特殊性能要求	可靠性及耐用性	高稳定性，及高集成度、高精度、轻量化	高电气及机械性能，兼顾抗腐蚀、防漏电和面对户外复杂多变的气候环境
应用终端设备	可编程逻辑控制器、伺服电机、步进驱动器、专用控制器、人机界面、工业电脑等	三电系统、车载媒体设备、高清影像系统等	光伏组件、逆变器、汇流箱、储能系统等

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

总的来看，（1）工控领域由泰科、安费诺、Harting 等国际大厂主导，工控领域重视可靠性及耐用性，工控终端产品类别丰富，对应丰富连接器产品型号；（2）汽车领域（中低压汽车连接器）由海外传统连接器大厂主导，汽车连接器具备车规级高稳定性要求，且相较于高压连接器等精密化程度要求更高；（3）新能源领域由海外大厂如欧姆龙、JST 主导，对户外灯应用环境适应性要求较高。

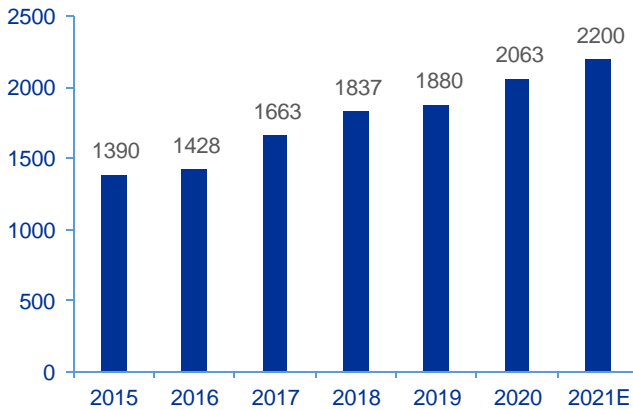
## 2.1 工控连接器：本土下游崛起

**工业控制系统中包含大量电气元件及设备，形成对于工业控制连接器的需求。**从 PCB 线路板、传感器，到驱动器、电机，再到工业电脑、电气柜等，此类设备都需相互连接协同工作，形成对工业控制连接器的需求。区别于常见的家用连接器，工控连接器考虑到极端环境与常年连续使用的问题，比一般的连接器要求具有更长的寿命、更高的强度与良好的特殊环境下工作能力。相较来说，工控连接器的损坏往往伴随着高昂的维护费用，影响到工业生产的连续性、安全性，因此工控连接器的供应好坏，将直接影响到工业设备的制作与工业生产。

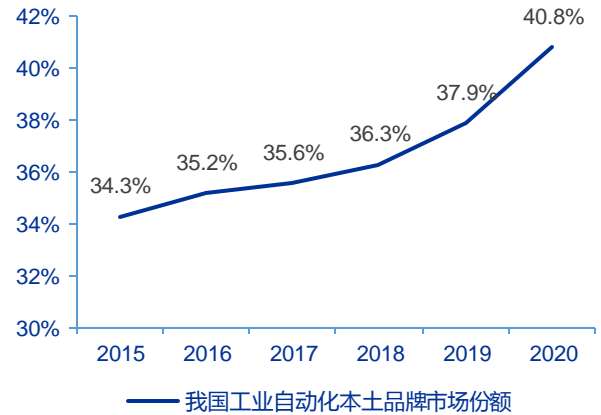
**工控连接器市场规模 2020 年近 80 亿美元，呈现平稳增长趋势。**根据 Bishop&Associate 数据，2020 年工业控制连接器全球市场规模约 77.22 亿美元，2010 年到 2020 年实现年均复合增长率约 4.03%。

**工业自动化驱动我国工控连接器需求持续增长。**根据《中国自动化及智能制造市场白皮书》数据，2015 年到 2020 年，中国工业自动化市场规模从 1,390 亿元增加至 2,063 亿元，年均复合增长率超过 8%。根据《2019 中国智能制造研究报告》数据，仅有 40% 的制造企业实现数字化管理，未来数字化、网络化、智能化制造企业占比将进一步提升。工业自动化是推动制造业由低端向中高端升级的关键引擎，是推动我国实现由制造业大国向强国迈进的重要途径。

**下游工控环节本土企业份额提升，国产化需求不断壮大。**根据中国工控网数据，2010 年至 2020 年，工业自动化行业本土品牌市场份额从 27.10% 增长至 40.80%，本土品牌在部分领域已具备较强竞争水平。2018 年贸易战之后，我国各类电子元器件的国产替代需求愈发迫切，下游国产化的逐步推进将为我国工控连接器行业带来更多国产替代机遇。

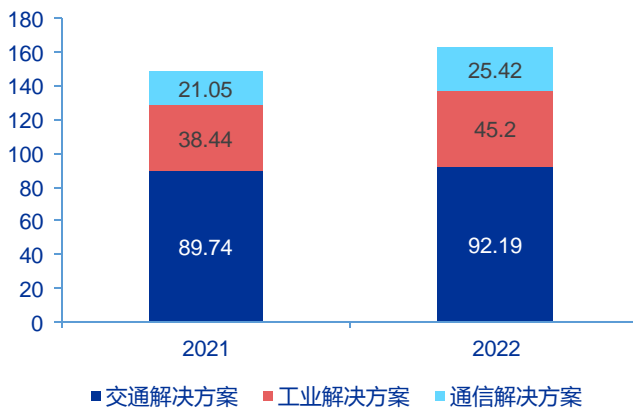
**图 11：2015-2021 年中国工业自动化市场规模从 1390 亿元增长至 2200 亿元（单位：亿元）**


资料来源：中国工控网、《中国自动化市场白皮书》、公司招股书、申万宏源研究

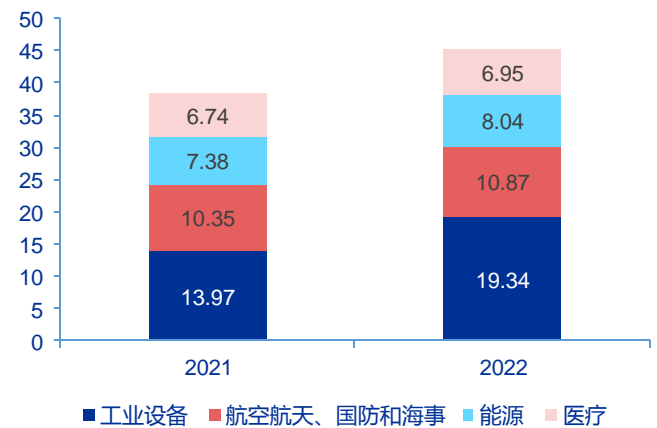
**图 12：2021 年我国工业自动化本土品牌市场份额达到 41%**


资料来源：中国工控网、公司招股书、申万宏源研究

泰科作为工控领域头部厂商，其营收规模具备参考性，2022 财年泰科工业解决方案营收 45.2 亿美元，其中工控设备营收 19.34 亿美元。由于所有地区的增长以及工厂自动化和控制应用的持续增长，2022 财年泰科工业设备板块销售额增长 38.4%，其有机增长率为 28.5%。

**图 13：泰科 2021 和 2022 年营收拆分（单位：亿美元）**


资料来源：泰科年报、申万宏源研究

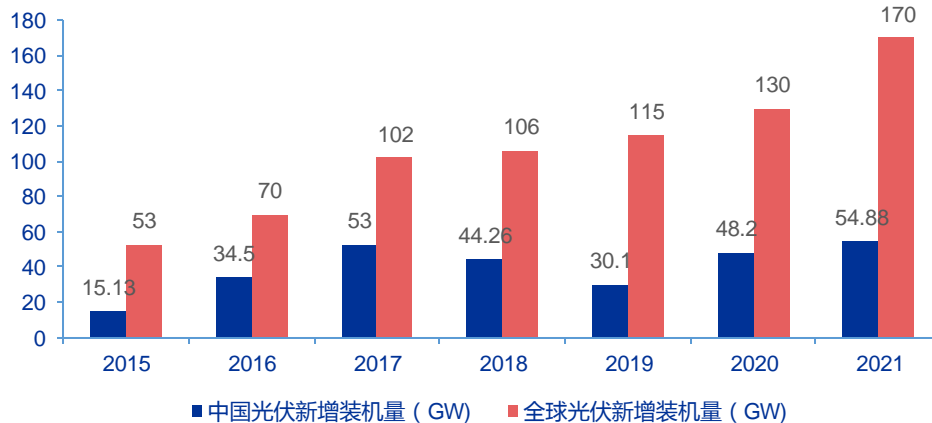
**图 14：泰科 2021 和 2022 年工业解决方案板块营收拆分（单位：亿美元）**


资料来源：泰科年报、申万宏源研究

连接器在光伏、风电等新能源领域也有应用，在双碳目标的要求下，从新能源装机量的提升中受益。新能源连接器是光伏、风能等新能源发电装置内部设备相互连接的关键零件，包括光伏面板、电池组件、汇流箱和逆变器等均需用到连接器，且此类装置对连接器的安全性要求较高。在双碳目标的要求下，大力发展光伏、风电等新能源是必然趋势。随着我国新能源装机量的提升，对应的新能源连接器需求也将得到增长。

光伏方面：根据中国光伏行业协会统计数据（为保持增速测算一致性本段数据均选取该来源），2015年至2021年，全球光伏新增装机规模从53GW增长至170GW，国内也从15.13GW增长至54.88GW，2021年同比增长分别达到30.8%和13.9%。

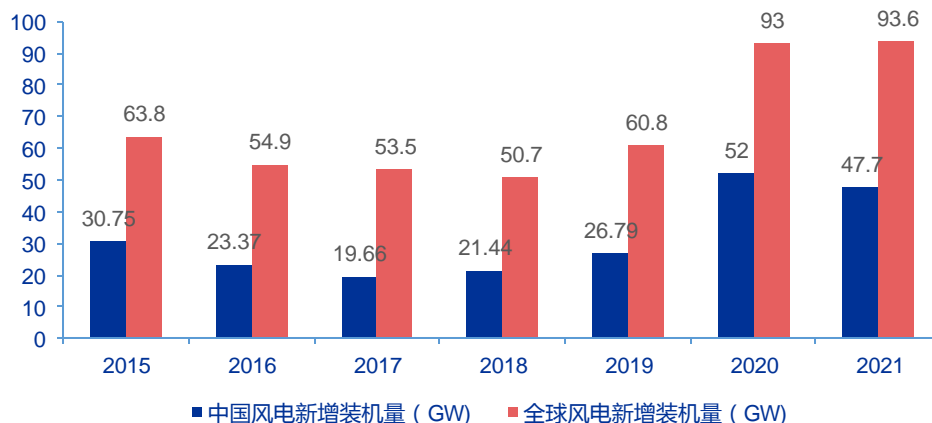
**图 15：2015-2021 年我国光伏新增装机量从 15GW 提高至 55GW**



资料来源：中国光伏行业协会、申万宏源研究

风电方面：根据全球风能理事会（GWEC）统计数据，2015年至2021年，全球风能年度新增装机规模从63.8GW增长至93.6GW，国内则从30.75GW增长至47.7GW。我国风能年度新增装机规模占全球超过一半的份额，已经是全球风能装机规模第一大国。GWEC的《全球风能报告2022》指出，若想实现本世纪末全球温升1.5°C以内及2050年净零排放，到2030年，全球风电的年安装量需要翻两番。因此风能市场未来预计也会保持稳健增长趋势。

**图 16：2015-2021 年我国风电新增装机量从 31GW 提高至 48GW**

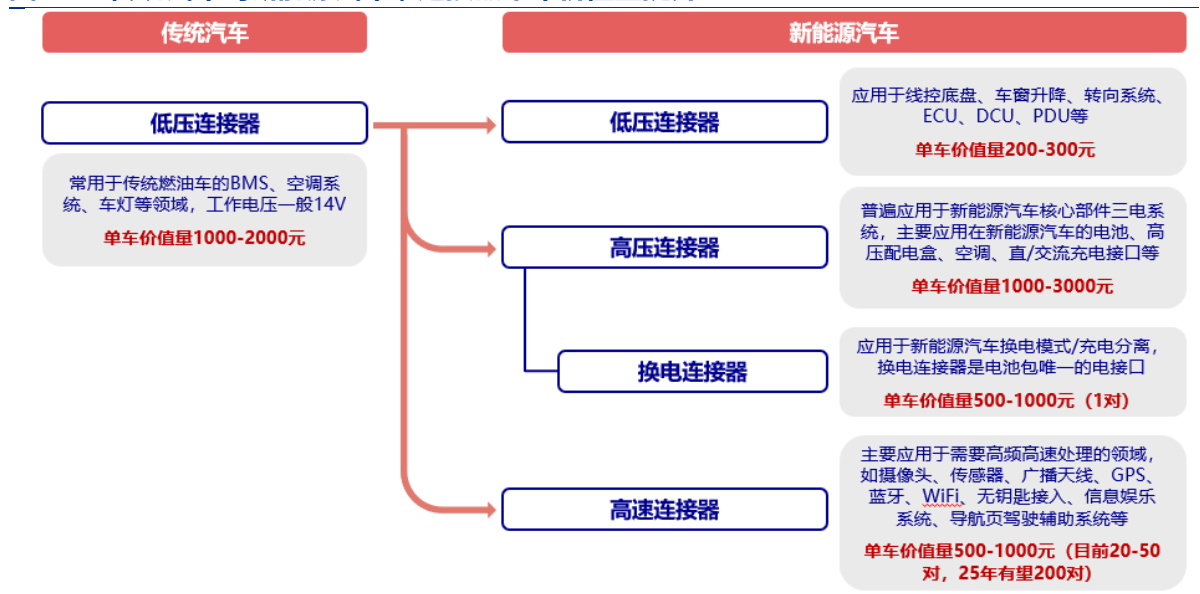


资料来源：全球风能理事会、申万宏源研究

## 2.2 新能源汽车连接器：国产替代刚起步

新能源汽车的智能化和电气化带动单车连接器数量提升。汽车连接器广泛应用于传统汽车动力系统及新能源汽车“三电系统”、车身系统、信息控制系统、安全系统、车载设备等方面，涉及油路、汽门、排放装置、配电系统、仪表盘、防抱死制动系统、GPS 导航仪、显示屏等设备。相较于连接器的其他应用领域，新能源汽车连接器在安全性、可靠性等方面要求更高，除了要比传统汽车连接器有更好的机械性能、抗震、抗冲击等以外，还要在传导性能与环境适应性上有所提升。预计随着全球汽车工业不断向智能化趋势发展，且新能源汽车相较传统汽车所使用的电气设备更多，每辆汽车所使用的连接器数量也将呈现上升趋势。

图 17：传统汽车到新能源汽车，连接器单车价值量提升



资料来源：瑞可达等公告，申万宏源研究

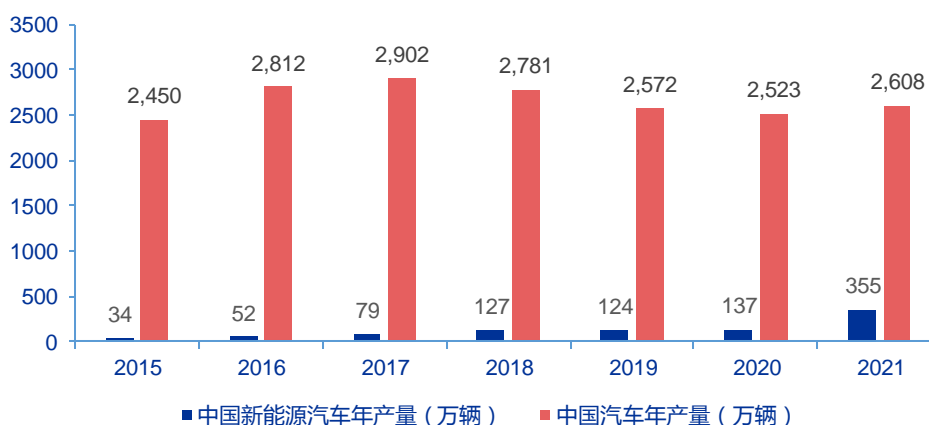
我们认为汽车连接器核心壁垒在于技术突破和先发优势。

**技术突破**主要体现在电气、机械、环境性能，同时磨具的设计制造、自动机组装进行自动化生产也至关重要。各类型连接器对具体性能要求具备差异。

**先发优势**对汽车连接器领域而言亦十分关键，下游车厂往往对供应商的行业经验要求较高，且车规级认证周期较长，因此率先通过认证拿到车企定点，进入整车厂供应链是技术之外的重要竞争优势。

**新能源汽车销量高速增长，对应连接器成为行业新一轮增长驱动力。**根据 OICA 数据，2020 年全球汽车年产量达 7,762.16 万辆，而中国汽车产量达 2,522.52 万辆，中国汽车产量连续多年保持全球第一，是全球最大的汽车市场。根据中国汽车工业协会数据，2021 年我国新能源汽车产量及销量显著提升，分别达 354.5 万辆和 352.1 万辆，同比增长 159.5%和 157.6%，全年累计渗透率达到 13.4%，呈现加速渗透趋势。

图 18：2021 年我国新能源汽车产量达到 354.5 万辆，同比增长 159.5%



资料来源：OICA（国际汽车制造商协会）、中国汽车工业协会、申万宏源研究

**新能源汽车连接器市场规模持续扩大，2021 年迎来爆发。**根据 Bishop&Associates 统计数据，2020 年汽车连接器全球市场规模约 141.46 亿美元，2010 年到 2020 年实现年均复合增长率约 4.33%。

## 2.3 我国连接器：后发制人

**全球连接器行业整体市场化程度较高，竞争较激烈，呈现出集中化趋势。**连接器行业是一个具有市场全球化和分工专业化特征的行业，竞争较为充分。在全球范围内，连接器市场逐渐呈现集中化的趋势，自 1980 年以来，全球前 10 大连接器供应商的市场份额已从 1980 年的 38.0% 上升至 2020 年的 60.8%。

**连接器前十大厂商主要由欧美、日本等地企业所占据。**欧美、日本的大型连接器企业凭借充足的研发资金及多年的技术沉淀，在业务规模和产品质量上均有明显优势，尤其高性能专业型连接器产品方面处于领先地位，并通过不断推出高端产品引领行业发展方向。根据 Bishop&Associates 统计数据，2019 年全球连接器销售收入前五企业分别为泰科电子、安费诺、莫仕、安波福以及富士康。

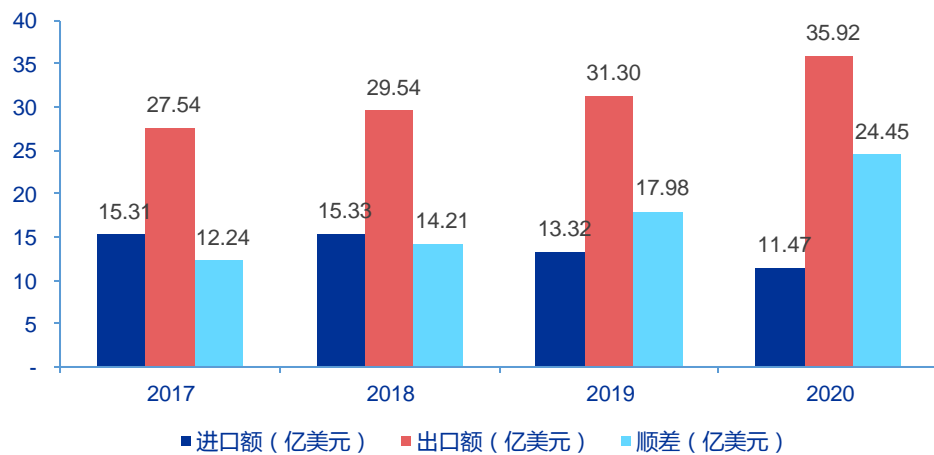
**世界主要连接器生产商根据其自身技术储备和客户资源的差异，选择了不同的发展方向和业务领域。**泰科、安费诺、莫仕等全球性龙头企业，凭借技术和规模优势在通信、航天、军工等高端连接器市场占据领先地位，同时将大量的标准化制造业务外包给代工企业，利润水平相对较高。日本的矢崎、航空电子等连接器从业企业，利用其在精密制造方面的优势，在医疗设备、仪器仪表、汽车制造等领域的连接器产品方面占有较高份额。台湾地区则通过代工生产，逐步形成了鸿海精密、正崧精密等领先企业，通过大规模、标准化生产建立成本优势，具有较强工艺控制与成本控制能力，在消费电子连接器市场上占据了主要份额。

**我国连接器产业起步较晚，但近年来发展迅速。**相比国外的知名连接器企业，我国国内连接器生产厂商发展起点相对较低，目前难以进入以国际一流厂商为主的全球高端连接

器市场，整体仍以中低端产品居多，但国内连接器制造企业凭借较强的工艺控制与成本控制能力、更为贴近客户以及反应迅速灵活等优势，正在逐步扩大市场份额，研发能力也持续提升。同时，受到新冠疫情影响，国际厂商的货运时效大大增长，再加之中美贸易摩擦对于跨境采购的不利影响，国产连接器在近几年得到快速发展。下游的国内企业希望在降低成本的同时还可以缩短采购时间，倾向于购买在同等质量标准下价格更低、服务更好的国内连接器，这加速推进了连接器的国产替代。

我国中低端连接器基本已经完成国产替代，中高端市场竞争实力不断增强，贸易顺差不断拉大。根据海关总署数据，2017-2020年，我国连接器进口额逐年下降，出口额逐年提升，贸易顺差从2017年12.2亿元提升至2020年24.45亿元，印证国产替代的深入推进。

图 19：我国连接器贸易顺差逐年提升，印证国产替代持续推进



资料来源：海关总署、申万宏源研究

### 3. 差异化竞争：柔性化、多品种、高毛利

#### 3.1 多品种小批量，隐含高效研发/高效生产工艺流程

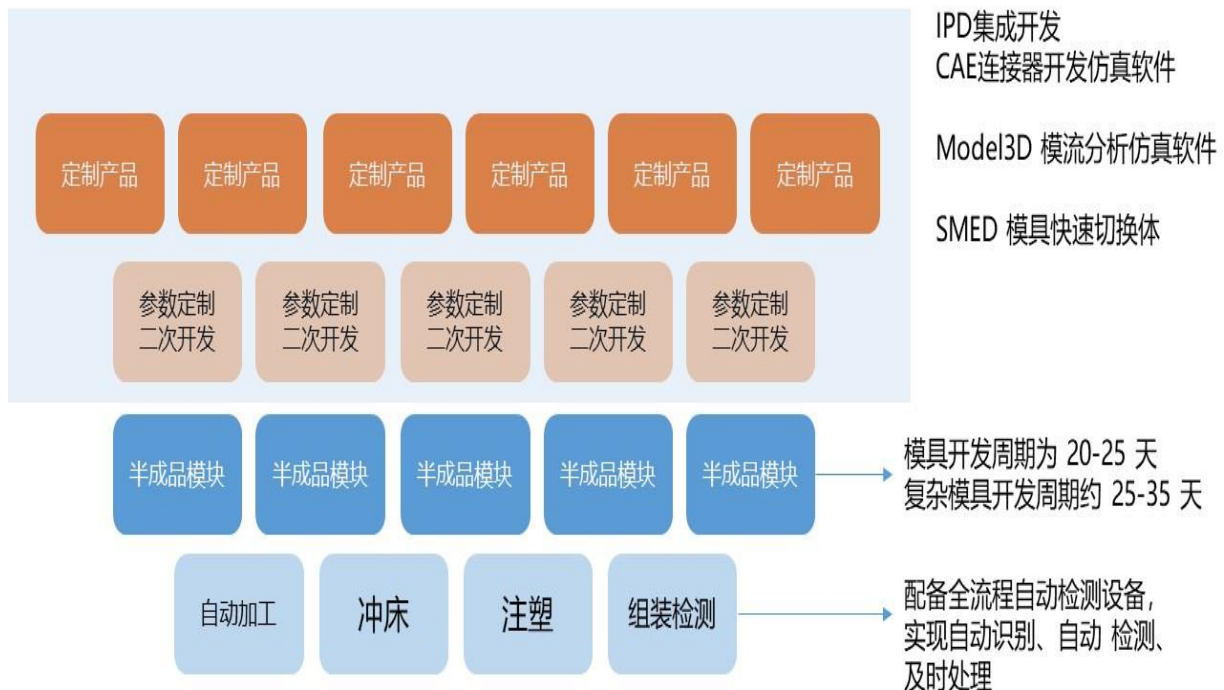
产品的丰富性是公司具有的显著特征，也是公司快速响应客户定制化需求的基础。公司产品依据设计结构、连接方式、功能特征等不同特点可划分为 15 大系列，形成了诸多应用场景下的平台化产品体系。2019-2021 年，公司实现批量销售的产品品号超过 15000 个，表现出明显的“小批量、多品种”特点，不同产品在产品售价、成本水平方面具有显著差异。

复杂品号的背后，离不开平台化、柔性化、精益化。公司将客户定制化需求与产品平台化生产相结合，即以标准化的生产模式满足客户定制化的需求。将半成品部件进行模块化并建立专门仓库，成品在此基础上快速进行参数定制及二次开发。半成品主要按需求预测进行规模化生产并预留一定的安全库存：

- 1) 在产品设计阶段，公司采取 IPD 产品集成开发模式，利用 CAE 连接器产品开发仿真软件、Model3D 模流分析仿真软件等专业软件工具，提高开发效率。
- 2) 在模具开发阶段，公司引入 SMED 模具快速切换体系，能够较好缩短模具开发周期，一般模具开发周期为 20-25 天左右，复杂模具开发周期约 25-35 天左右。
- 3) 在精密制造阶段，公司已经配备全流程自动检测设备，实现自动识别、自动检测、及时处理，产品质量和检测效率都得到充分提升。

上述具体架构图如下：

图 20：通过柔性化方式，平衡通用平台和定制，是维峰一大竞争力



资料来源：公司招股书、申万宏源研究

公司连接器产品的主要下游具备分散的特点，比如工业终端设备分散，单个终端设备所需的连接器数量和种类也有较多细分。工业控制领域涉及的终端设备众多，包括但不限于可编程逻辑控制器、伺服电机、步进驱动器、专用控制器、人机界面、工业电脑等，而新能源终端设备则包括光伏组件、逆变器、汇流箱、储能系统等。各终端设备内部信号传输需使用连接器，同时终端设备之间相互连接也需使用连接器，并配合传感单元、显示单元等其他功能模块，共同组成整套自动化系统或新能源系统。

根据公司问询函回复，公司统计了各类终端产品所需连接器数量，抽取工业控制、汽车及新能源等领域的不同终端设备，统计所使用连接器数量作为估算基础，并结合业务人员经验判断进行测算。相关数据主要指该终端设备本身使用的连接器数量，而终端设备之间乃至更高层级的功能模块之间，以及整个终端系统配套使用的其他连接器数量未纳入统计范围。据不完全统计，工业控制设备中，中小型可编程逻辑控制器约需使用连接器 30-PCS，大型可编程逻辑控制器约需使用连接器 -PCS，工业电脑约使用连接器 -

80PCS，伺服电机约需使用连接器 20-50PCS。而单辆汽车根据其电动化及智能化程度有所差异，传统汽车约需 500PCS，新能源汽车约需 800-1,000PCS。新能源逆变器约需使用连接器 80-100PCS，汇流箱约需使用连接器 20-50PCS。

**表 6：不同设备连接器用量和价值量**

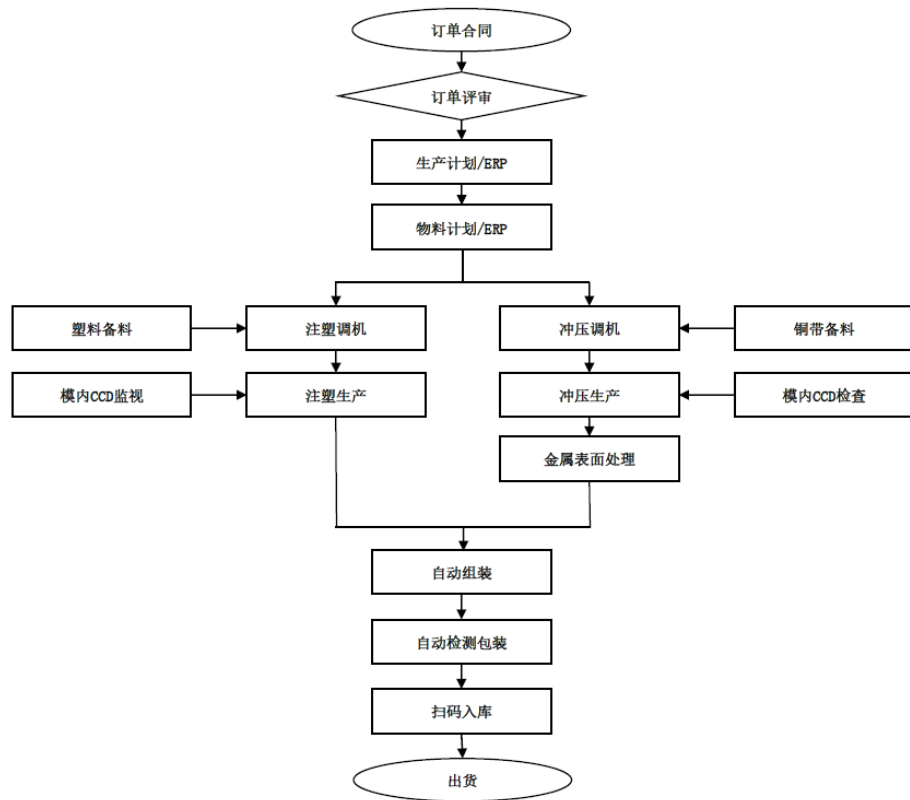
领域	终端设备	用量 ( PCS )	维峰产品单价 ( 元 )	粗略估计单台设备连接器单价 ( 元 )
工控	中小型可编程逻辑控制器	30-55	0.85	36
	大型可编程逻辑控制器	80-100		77
	工业电脑	65-80		66
	伺服电机	20-50		30
汽车	传统汽车	500	0.994	497
	新能源汽车	800-1000		895
新能源	逆变器	80-100	0.961	86
	汇流箱	20-50		34

资料来源：维峰电子公告，申万宏源研究

综合以上可知，连接器作为基础元器件应用领域及其广泛，并且各应用领域所涉及的终端设备种类庞杂，故上述终端设备所使用连接器数量仅代表相关应用领域的小部分需求。并且主要终端设备市场需求多处于增长趋势，预计未来也将带动连接器需求进一步提升。

**公司具备完善自主的连接器的生产工艺，对“多品种、小批量、定制化”的市场特点有重要意义。核心技术包括自主设计的端子台自动组装机工艺，截至 2021 年底具有 584 台自动组装机设备。**公司已建立起包括注塑生产、冲压生产及自动组装机在内的成熟工艺流程。注塑生产即将塑胶原料通过模具注塑成型制成塑胶半成品，而冲压生产则指将金属材料通过模具冲压成型制成五金半成品，而后经金属表面处理并通过装配检测形成成品入库。公司半成品经过多年生产实践积累已形成模块化的开发体系，标准化程度高，公司在此基础上通过快速二次开发生成成品。其中半成品根据需求预测规模化生产并保有安全库存，而成品则按订单即时生产并严格控制库存，整体形成平台化的生产体系，快速响应客户的定制化需求。

图 21：维峰电子产品生产工艺流程

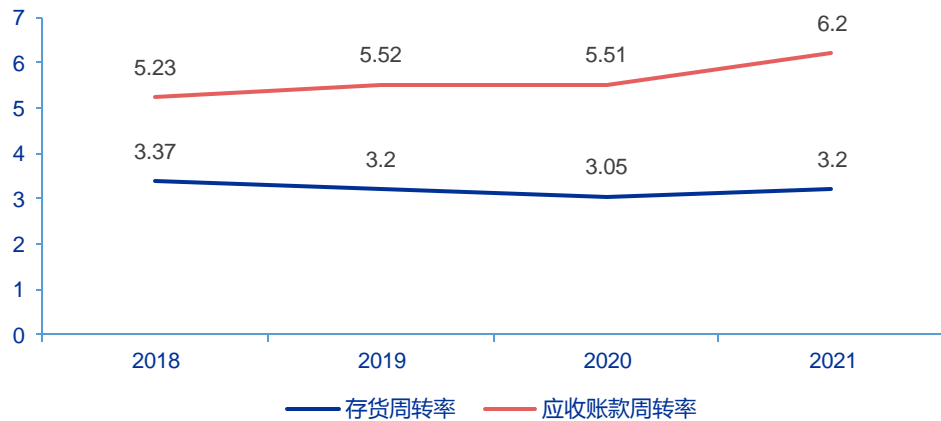


资料来源：招股书、申万宏源研究

在生产管理方面，公司采取柔性生产理念，在规范的生产流程体系下，不断提升生产制程的数字化、自动化、信息化水平，从而可以根据不同产品的工艺要求，科学安排生产计划，保证产能充分利用的同时快速消化客户订单，实现效率提升。在成本管控方面，公司引进了 JIT 精益生产管理模式，通过目视化管理、标准化作业、单件流生产等方式实现精益生产，结合全流程质量检验体系以及智能仓储物流系统等，实现降本增效。

**以销定产，存货周转率和应收账款周转率较短，是行业特性和公司管理能力的体现。**

公司的库存以半成品为主，该类半成品主要由通用属性较强的塑胶半成品和五金半成品构成，这是“小批量、多品类”的销售特点下公司主动选择的高效经营模式，也是公司核心竞争力具体体现之一。公司发出商品包括已经发货但尚未确认收入的存货和部分 VMI 模式的发出商品，VMI 模式以汇川技术和比亚迪为主。

**图 22：维峰电子存货周转率和营收账款周转率**


资料来源：招股书、申万宏源研究

注：注：该数据为公司招股书披露数据，计算方法如下，应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额，存货周转率=营业成本/存货平均余额

为解决产能瓶颈、提高公司自动化生产能力和研发能力，公司 IPO 募投项目主要投向“华南总部智能制造中心建设项目”和“华南总部研发中心建设项目”。公司 IPO 募集资金投资项目紧紧围绕现有核心技术及主营业务展开，均由公司独立实施，符合行业发展趋势及产业政策指导方向，具备良好的可行性。其中“华南总部智能制造中心建设项目”将进一步提高公司连接器系列产品的生产规模，解决公司产能瓶颈，并提高生产自动化水平，促进生产效率及产品质量提高。

公司 IPO 募集资金总额为人民币 14.4 亿元，扣除不含增值税发行费用人民币 1.19 亿元，实际募集资金净额为人民币 13.2 亿元，其中超募资金总额为人民币 7.2 亿元。

根据公司公告，为顺利推进公司募投项目建设，本次募集资金到位前，公司根据项目进度的实际情况，利用自筹资金对募投项目进行了先行投入。截止 2022 年 9 月 30 日，公司以自筹资金实际投入募集资金投资项目及置换安排的具体情况如下：

**表 7：公司首次公开发行股票募投项目及募集资金使用计划**

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
1	华南总部智能制造中心建设项目	44,098.51	44,098.51
2	华南总部研发中心建设项目	6,270.73	6,270.73
3	补充流动资金	10,000.00	10,000.00
合计		60,369.24	60,369.24

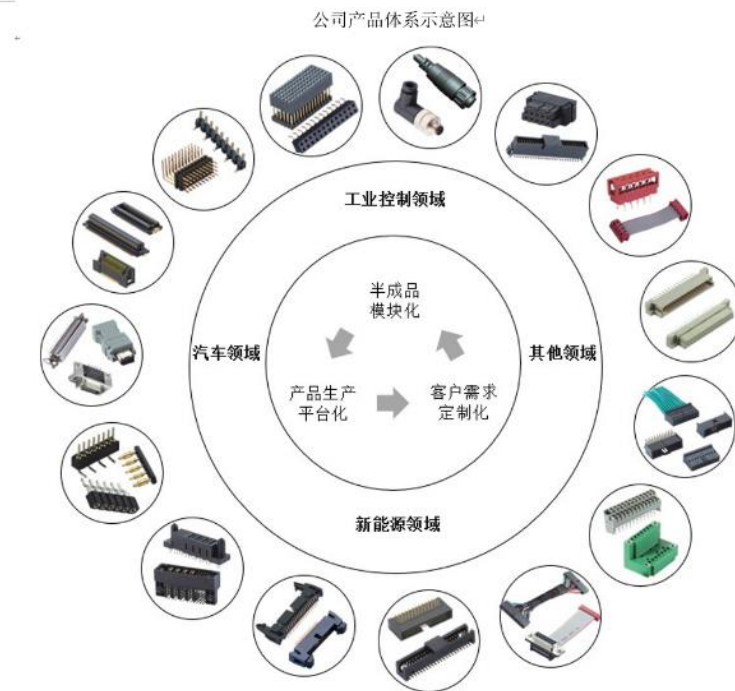
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司近年机器设备账面价值和产销规模增长匹配。**公司为了满足产能扩张的需要，不断购置新设备以满足生产需求。2019-2021 年，公司机器设备合计账面价值分别为 5,616.24 万元、6,423.83 万元、9,002.66 万元，逐年增加，与公司产销规模的增长趋势相匹配。

## 3.2 超行业平均的稳健高毛利率

“多品种、小批量、定制化”战略，与同行差异化，实现高效运营。公司通过半成品模块化、产品生产平台化丰富产品，以此为基础快速响应客户定制化需求，以标准化的生产模式满足客户定制化的需求。

图 23：维峰电子产品体系示意图



数据来源：公司招股书、申万宏源研究

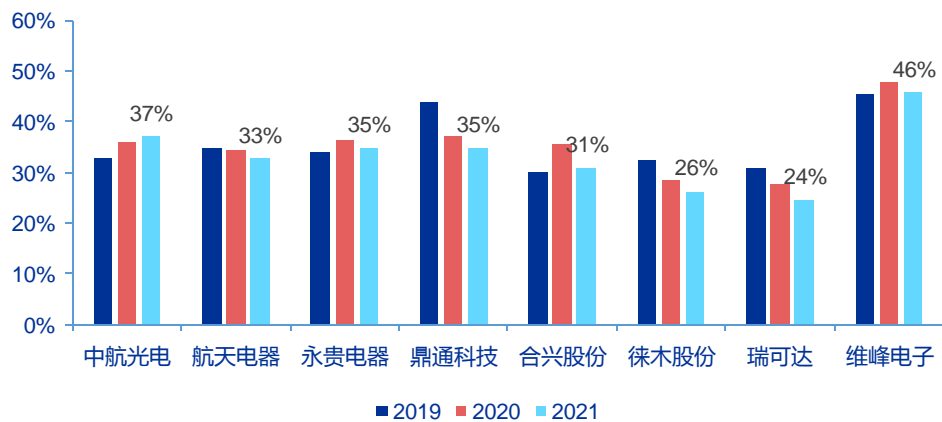
- **产品平台化，丰富产品能力圈**：公司产品依据设计结构、连接方式、功能特征等不同特点可划分为 15 大系列，形成了诸多应用场景下的平台化产品体系。据公司招股书披露，公司实现批量销售的具体产品品号超过 15,000 个。
- **半成品模块化，高效定制化**：将半成品部件进行模块化并建立专门仓库，成品在此基础上快速进行参数定制及二次开发。半成品主要按需求预测进行规模化生产并预留一定的安全库存，产成品则严格按客户订单即时生产。
- **全流程优化，快速响应**：在产品的设计阶段，采取 IPD 产品集成开发模式，利用专业软件工具，提高开发效率。在模具开发阶段，引入 SMED 模具快速切换体系，缩短模具开发周期，一般模具开发周期为 20-25 天左右，复杂模具开发周期约 25-35 天左右。在精密制造阶段，配备全流程自动检测设备，实现自动识别、自动检测、及时处理。在产品销售阶段，紧贴客户建立华东和华南两大营销中心，成立了大客户部，对客户的要求及时响应、随时处理，构建本土化服务优势。

全面扎实的管理能力助力公司将“多品种、小批量、定制化”战略落到实处。1) 在流程管理方面，采取柔性生产理念，紧凑、合理地机器、产线进行排列布局，最大限度降低原材料、半成品及成品的产线流转时间。并在规范的生产流程及高效的管理体系下，不断提升生产制程的数字化、自动化、信息化水平，从而根据不同工艺要求，科学安排生产计划。) 在生产管理方面，引进精益生产管理模式，通过目视化管理、标准化作业、

单件流生产等方式实现精益生产，结合全流程质量检验体系以及智能仓储物流系统等，实现降本增效。3) 在财务管理方面，在应收账款管理、存货管理等方面均有良好效果。对应收账款账期实现高标准把控，各年末应收账款账龄全部控制在 1 年以内。对存货，贯彻最小库存策略，通过半成品保留一定库存实现成品的低库存，避免产生呆滞品，各年末产成品（含发出商品）周转时间基本控制在 1 个月以内。

**凭借产品高品质定位、多品类小批量模式，以及落实该模式的内在管理优势，实现高于可比公司的高毛利率。**2019-2021 年，维峰电子毛利率高于同行业几家主要上市公司。2019-2021 年，公司毛利率分别为 45.49%、47.74%、45.71%，可比公司均在 40% 以下。

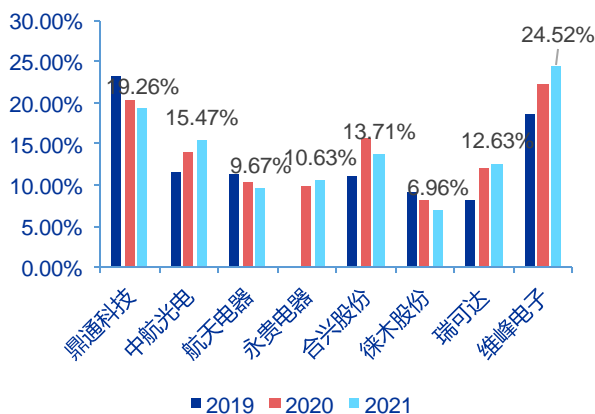
**图 24：维峰电子毛利率相比其他连接器公司较高**



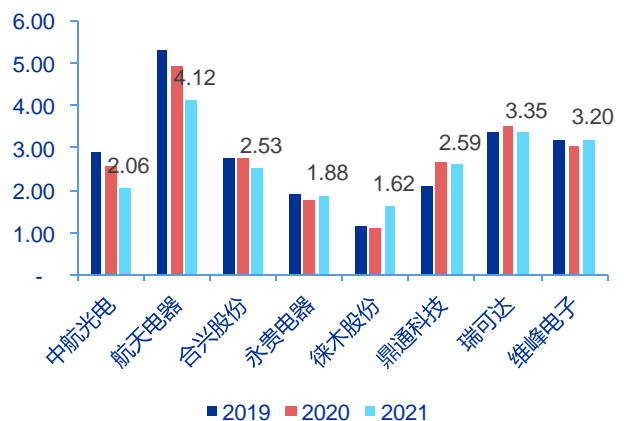
数据来源：iFinD、公司招股书

**除毛利率外，维峰电子在净利率水平、存货周转率、应收账款及应收票据周转率、ROE 等指标方面同样较可比公司表现优秀。**1) 2019-2021 年，维峰电子净利率分别为 18.7%、22.3%、24.5%，稳步提升，在连接器公司中处于最高水平。2) 2019-2021 年，维峰电子存货周转率分别为 3.20、3.05、3.20，在连接器公司中处于中上水平。3) 2019-2021 年，维峰电子应收账款周转率分别为 5.52、5.51、6.20，在连接器公司中处于最高水平。4) 2019-2021 年，维峰电子 ROE 分别为 28.66%、29.85%、29.03%，在连接器公司中处于最高水平。

**图 25：维峰电子净利率较高（单位：%）**

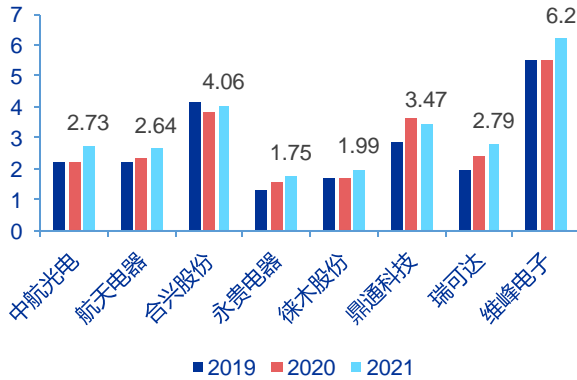


**图 26：维峰电子存货周转率在连接器公司中处于中上水平**



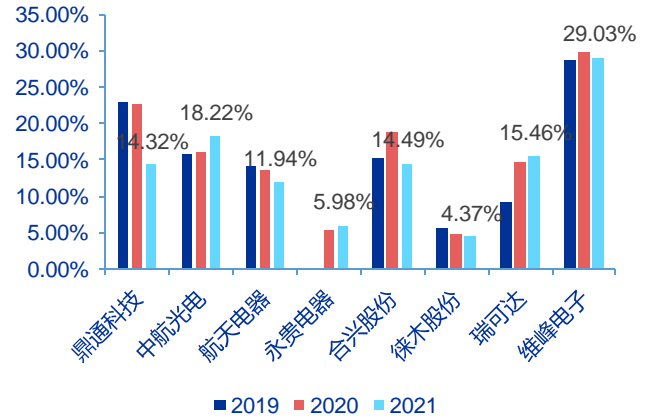
资料来源：iFinD，申万宏源研究

注：永贵电器 2019 年净利率为负，在本图中未列示

**图 27：维峰电子应收账款周转率较高**


资料来源：iFinD，申万宏源研究

资料来源：iFinD，申万宏源研究

**图 28：维峰电子 ROE 较高 (单位：%)**


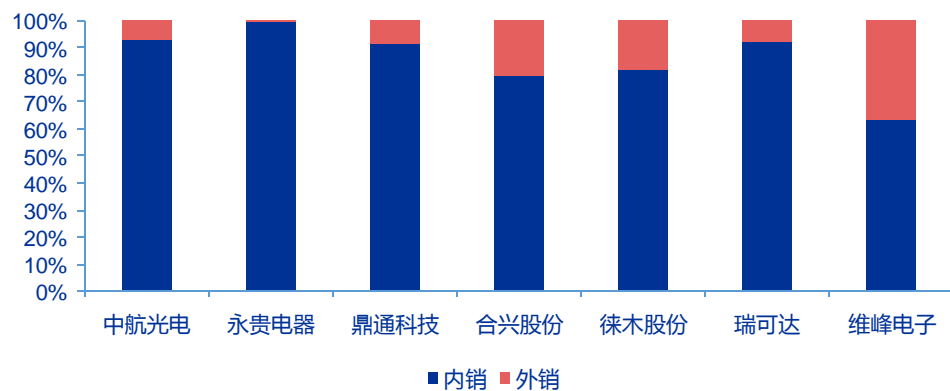
资料来源：iFinD，申万宏源研究

注：永贵电器 2019 年 ROE 为负，在本表中未列示

### 3.3 切入海外客户验证产品力

公司的产品和服务对海外头部客户同样有竞争力。

积极开拓海外客户，境外收入占比明显高于可比公司。2019-2021 年，公司境外收入占比分别为 41.06%、41.96%、36.36%。虽然由于国内市场增速更快，境外收入占比有所波动，但横向比较来看，2021 年公司境外收入占比依然高于其他连接器公司，在境内外收入结构上与竞争对手存在明显差异化。

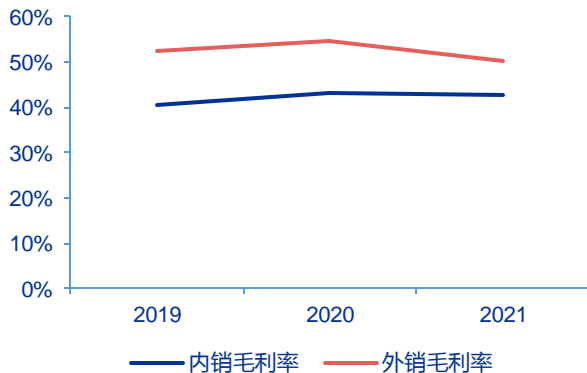
**图 29：2021 年，维峰电子外销收入占比明显高于其他连接器公司 (单位：%)**


数据来源：iFinD、公司招股书

注：航天电器 2021 年并未披露境内外收入占比，未在本图中列出，根据其 2020 年年报，2020 年无海外地区营业收入。

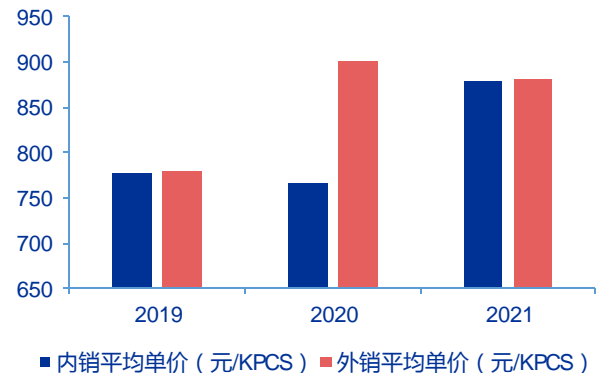
拓展海外客户也对公司的高毛利率做出一定贡献。2019-2021 年，公司外销毛利率高于内销毛利率，主要原因是公司内销与外销的销售定价策略不同。外销往往对应了国际一流连接器厂商无法满足的空白市场需求，叠加境外连接器厂商生产成本及定价均较高，使得境外客户对产品品质和服务具有高要求，但对产品价格的敏感度相对较低，这为公司实施差异化价格策略提供了空间，相应取得了更高毛利率水平。

图 30：维峰电子外销毛利率高于内销毛利率（单位：%）



资料来源：公司招股书、申万宏源研究

图 31：2020 年维峰电子外销平均单价高于内销，其他年份无明显差异（单位：元/KPCS）



资料来源：公司招股书、申万宏源研究

## 4. 盈利预测和估值

### 4.1 盈利预测

主要板块收入假设：

#### （一）工业控制连接器

预计公司工业控制连接器业务 2022 年增速较低，2023-2024 年维持稳健增长，预计营收增速分别为 12%、29%、27%。其中 2022 年预计增速较低，主要原因是前三季度受到疫情反复和宏观环境影响，据公司公告，公司上半年昆山子公司停工停产 2 个月，产生了额外的经营费用和停工损失；受俄乌地缘政治的影响，外销出口的客户（尤其是欧洲地区）开工率较往年有下降，影响外销客户的订单和提货意愿，从而使得 1-9 月的外销销售增长幅度较小。

预计未来几年工业控制连接器业务维持稳定增长的原因包括：（1）我国工业自动化市场空间持续扩大。根据《中国自动化及智能制造市场白皮书》数据，2015 年到 2020 年，中国工业自动化市场规模从 1,390 亿元增加至 2,063 亿元，年均复合增长率超过 8%；（2）连接器国产化替代需求增加。以汇川技术为代表的工控本土企业崛起，推动国内工业控制连接器厂商率先受益。（3）公司技术具备先进性，有能力获得海外头部客户订单。在所处细分领域里，公司相较国内连接器厂商在产品品质、产品丰富性及定制化方面存在

优势，而相较国际一流厂商则在成本控制、客户响应方面表现更优。（4）公司该业务目前体量小，2021年工控连接器收入约3亿，目前市场占有率较小（根据Bishop&Associate数据，2020年工业控制连接器全球市场规模约77.22亿美元），尚不会见到增长瓶颈。

## （二）汽车连接器

**预计公司汽车连接器业务 2022-2024 年较快增长，预计营收增速分别为 55%、55%、35%。**

**预计汽车连接器业务较快增长的原因包括：**（1）汽车连接器市场存量空间大。根据 Bishop & Associates 统计数据，2020 年汽车连接器全球市场规模约 141.46 亿美元。国内外汽车产量保持在较高水平，持续推动汽车连接器需求攀升；（2）我国新能源汽车崛起，有利国产连接器供应商实现突破。公司已经突破的客户包括比亚迪、上汽集团、安波福、长安汽车等整车及零部件厂商，汽车领域进入壁垒高，一旦进入能有效复制到其他项目。国内汽车连接器厂商在服务客户上往往有就近匹配客户且高效的优势，有望持续在该领域突破一定份额；（3）公司该业务目前体量小，2021 年汽车连接器收入 0.59 亿，市场占有率较小，尚不会见到增长瓶颈。

## （三）新能源连接器

**预计公司新能源连接器业务 2022-2024 年较快增长，预计营收增速分别为 75%、62%、34%。**

**预计新能源连接器业务高速增长的原因包括：**（1）新能源连接器下游光伏装机规模不断扩大，新能源连接器市场有望步入上行周期。2015 年至 2020 年，中国光伏新增装机规模年均复合增长率为 26.08%，到 2020 年达到 48.20GW。同时风能市场也保持较快速度增长，中国 2020 年年度新增装机规模达 52.00GW，同比增长 94.10%；（2）公司具备阳光电源等头部客户，具备较好的客户基础，有望持续获取订单扩大供应份额。在新能源领域，公司产品主要应用在太阳能和风能和储能逆变系统，对应客户包括阳光电源、固德威、艾罗能源、SMA、Solarage 等逆变器及其他配件厂商。（3）公司该业务目前体量小，2021 年新能源连接器收入 0.43 亿，市场占有率较小，尚不会见到增长瓶颈。

### 主要板块毛利率假设：

总体而言，公司各板块毛利率水平较为稳定，且相较同行业可比公司处在较高水平。主要原因在于公司选择的细分领域竞争格局较优，且公司选择较为高端场景，利润率水平较高。

2019-2021 年，公司各类产品均具有较高且稳定的毛利率水平，综合毛利率处于 % - % 之间。其中工业控制连接器 - 年毛利率分别为

44.1%/47.3%/44.6%；汽车连接器毛利率分别为 54.5%/52.7%/51.1%、新能源连接器毛利率分别为 40.5%/44.5%/43.7%。

公司优先确保合理利润水平的销售报价策略是毛利率整体保持稳定的根本原因，过去几年在原材料成本变动下仍旧能够保持稳定的利润率也侧面验证了这点。公司具有服务国内外行业龙头的能力，具有实施差异化竞争的优势，并通过差异化竞争获取定价的主动权，从而获取较高的毛利率。通过锁定行业龙头，发行人可以保证销售的稳定性，同时通过产品种类的优化和结构化调整，不断深入与合作客户的合作，以及提升高毛利产品的销售。

综合以上考虑，由于公司获取较高且稳定毛利率的关键因素和公司经营策略和销售定价策略没有发生变化，我们预计公司主要板块毛利率仍将保持稳定，预计工业控制连接器、汽车连接器、新能源连接器板块 2022-2024 年毛利率分别稳定在 43%、48%、44%。

综合来看，预计公司 2022-2024 年营收增速分别为 25.0%、38.9%、30.0%，对应毛利率分别为 44.2%、44.3%、44.3%。

表 8：维峰电子业绩拆分（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>1 工业控制连接器</b>							
营业收入	177	178	208	299	335	433	551
(+/-%)		0.5%	17%	44%	12%	29%	27%
占销售收入比重	77.0%	76.5%	76.0%	73.3%	65.7%	61.0%	59.8%
营业成本	95	99	109	166	191	247	314
毛利率	46.2%	44.1%	47.3%	44.6%	43.0%	43.0%	43.0%
<b>2 汽车连接器</b>							
营业收入	30	32	39	59	91	144	194
(+/-%)		8.8%	21%	50%	55%	55%	35%
占销售收入比重	13.0%	14.0%	14.3%	14.4%	17.8%	20.3%	21.1%
营业成本	14	15	19	29	47	75	101
毛利率	54.0%	54.5%	52.7%	51.1%	48.0%	48.0%	48.0%
<b>3 新能源连接器</b>							
营业收入	17	15	22	43	76	123	164
(+/-%)		-8.4%	46%	97%	75%	62%	34%
占销售收入比重	7.2%	6.5%	8.1%	10.6%	14.8%	17.3%	17.8%
营业成本	10	9	12	24	42	69	92
毛利率	40.8%	40.5%	44.5%	43.7%	44.0%	44.0%	44.0%
<b>4 其他主营业务</b>							
营业收入	5	5	3	4	5	6	7
(+/-%)		-8.8%	-44%	57%	20%	20%	20%
占销售收入比重	2.3%	2.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%
营业成本	3	3	2	2	2	3	4
毛利率	40.7%	42.9%	42.6%	61.4%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>5 其他业务</b>							
营业收入	1	2	2	3	4	4	5
(+/-%)		%	-%	%	%	%	%

占销售收入比重	0.5%	0.9%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
营业成本	0	1	1	1	2	2	3
毛利率	88.1%	62.4%	33.9%	62.1%	50.0%	50.0%	50.0%
总营业收入(百万元)	229	232	273	409	511	709	922
总营业成本(百万元)	122	126	143	222	285	395	513
毛利率(%)	46.9%	45.5%	47.7%	45.7%	44.2%	44.3%	44.3%

资料来源：Wind，申万宏源研究

#### 期间费用预测：

预计 2022 年-2024 年期间费用保持合理增长趋势，随着公司整体营收规模扩大，期间费用占比可能呈收敛趋势，出于谨慎原则考虑，我们假设销售/管理/研发费用率维持不变。假设 2022-2024 年公司销售费用率维持在 3.8%、管理费用率维持在 3.9%、研发费用率维持在 10.5%。此外，公司往年财务费用率规模较小，考虑到 IPO 发行后净资产规模提升，一定程度上提升公司利息收入，假设 2022-2024 年财务费用为-0.08、-0.15、-0.09 亿元。

综上假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 5.11、7.09、9.22 亿元，归母净利润分别为 1.20、1.81、2.37 亿元。

表 9：维峰电子利润表（单位：百万元）

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	273	409	511	709	922
营业收入	273	409	511	709	922
营业总成本	207	301	380	514	672
营业成本	143	222	285	395	513
税金及附加	2	3	4	5	6
销售费用	11	16	20	27	35
管理费用	17	16	20	27	36
研发费用	30	43	53	74	97
财务费用	4	3	-2	-15	-15
其他收益	3	3	0	3	10
投资收益	1	2	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	69	111	133	201	262
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	69	111	133	201	262
所得税	8	11	13	19	26
净利润	61	100	120	181	237
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	61	100	120	181	237

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 4.2 PE 估值法

维峰主要生产工业控制连接器、汽车连接器及新能源连接器，主要应用于工业控制与自动化设备、新能源汽车“三电”系统、光伏逆变系统等领域，其中工业控制连接器是公司最主要的业务领域，而连接器行业中尚没有以工业控制连接器为主要产品的上市公司。综合考虑市场竞争格局、所处细分领域的竞争优势、产品特点、经营地域及规模等因素，在已有连接器上市公司中选取具备可比性的公司，选择中航光电（电连接器及集成组件为主，应用于军工、航空航天、通信、汽车、轨交等）、航天电器（主要应用于航空航天、通信、轨交）、永贵电器（主要应用于轨交、汽车）、鼎通科技（主要应用于通信、汽车）、瑞可达（主要应用于汽车）作为公司的可比公司。

与可比公司相比，维峰电子优势和差异主要体现在：（1）技术能力较为领先。自有模具研发和加工中心，从模具的开发、加工到模具的组立进行全过程管控，从而在不降低模具的加工精度的同时，大大提高模具的开发效率；（2）产品平台化及快速响应优势。产品的丰富性，以及半成品模块化、产品生产平台化使得公司能够快速响应客户定制化需求；（3）柔性生产流程管理，对接不同客户的差异化需求形成“多品种、小批量、定制化”的特点。

表 10：可比公司 PE 估值表

证券代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）					PE			
		2023/1/6	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
002179.SZ	中航光电	954.5	19.9	27.1	34.1	43.4	47.9	35.2	28.0	22.0	
002025.SZ	航天电器	289.2	4.9	6.3	8.3	10.7	59.3	46.1	34.9	27.0	
300351.SZ	永贵电器	61.2	1.2	1.6	2.2	3.0	50.0	37.5	27.9	20.7	
688668.SH	鼎通科技	64.8	1.1	1.8	2.6	3.6	59.3	35.5	24.5	17.8	
688800.SH	瑞可达	127.0	1.1	2.7	4.1	5.8	111.5	47.5	31.3	21.8	
可比公司平均			-	-	-	-	65.6	40.4	29.3	21.9	

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：维峰电子增速较快，毛利率显著高于同行

证券代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润增速（%）					毛利率（%）	
		2023/1/6	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022Q1-Q3	
002179.SZ	中航光电	954.5	38%	36%	26%	27%	37%	37%	
002025.SZ	航天电器	289.2	12%	29%	32%	29%	33%	32%	
300351.SZ	永贵电器	61.2	16%	33%	35%	35%	35%	31%	
688668.SH	鼎通科技	64.8	50%	67%	45%	37%	35%	36%	
688800.SH	瑞可达	127.0	55%	135%	52%	44%	24%	27%	
301328.SZ	维峰电子	59.9	64%	20%	51%	31%	46%	43%	

资料来源：Wind，申万宏源研究

**可比公司 2023 年的平均 PE 估值为 29.3 倍，考虑到：**（1）公司是工控连接器领域稀缺公司，工控领域差异化需求较多，带来行业进入壁垒较高，而公司已取得行业领先地位；（2）公司毛利率水平显著高于同行，2021 年和 2022 年 1-9 月分别达到 46%和 43%，同期可比公司毛利率平均值均为 33%左右。体现公司较强的产品能力和差异化竞争能力；（3）预计 2023 年公司归母净利润增速达 51%，成长性较好。

**考虑到以上因素，在可比公司平均 PE 估值基础上，给予公司 2023 年 40 倍的 PE 估值，对应目标市值为 72 亿。**

**首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2022-2024 年实现营收分别为 5.11/7.09/9.22 亿元，同比增速为 25.0%/38.9%/30.0%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.20/1.81/2.37 亿元，同比增速为 20.0%/50.5%/30.8%。给予公司 2023 年 40 倍的 PE 估值，对应目标市值为 72 亿，对应当前股价有超过 20%的上升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 4.3 风险提示

**国际宏观经济政治形势波动风险。**宏观经济波动对连接器下游如工业控制、汽车及新能源等相关行业将产生不同程度的影响，进而影响连接器行业的需求。近年来，国际经济政治形势复杂多变，全球贸易摩擦升级与政策不确定性增加，叠加新冠疫情的不利影响，对全球经济带来不确定性风险加剧。公司连接器业务需求可能受到宏观环境不确定性因素影响而波动。

**行业竞争加剧风险。**全球连接器行业整体市场化程度较高，竞争较激烈。从市场规模看，连接器前十大厂商主要由欧美、日本等地企业所占据，并逐渐呈现集中化的趋势。公司在连接器行业已经经营近二十年，但与国际知名企业相比，公司在经营规模、市场占有率等方面存在较大差距。如未来行业竞争加剧，比如国内连接器厂商进入公司所在领域，或者海外连接器厂商在响应速度和市场营销方面持续优化，可能对公司未来经营业绩造成不利影响。

**原材料价格波动风险。**公司采购的主要内容包括金属材料、塑胶原料，以及外协加工服务等，外协加工主要项目为金属表面处理服务。若金属材料等采购价格上升，公司可能不能及时向下游转移相关成本，从而可能导致公司毛利率水平下降。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	273	409	511	709	922
营业收入	273	409	511	709	922
营业总成本	207	301	380	514	672
营业成本	143	222	285	395	513
税金及附加	2	3	4	5	6
销售费用	11	16	20	27	35
管理费用	17	16	20	27	36
研发费用	30	43	53	74	97
财务费用	4	3	-2	-15	-15
其他收益	3	3	0	3	10
投资收益	1	2	2	2	2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	69	111	133	201	262
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	69	111	133	201	262
所得税	8	11	13	19	26
净利润	61	100	120	181	237
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	61	100	120	181	237

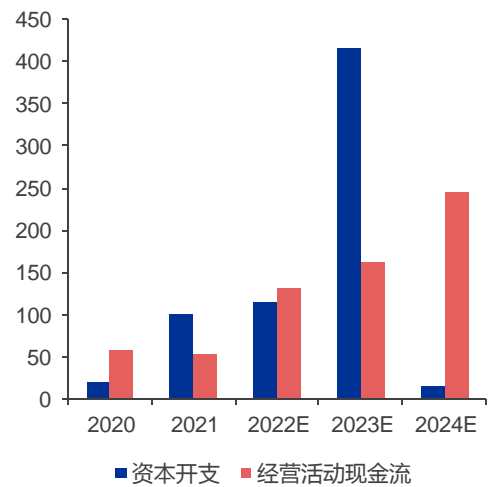
资料来源：wind，申万宏源研究

### 合并现金流量表

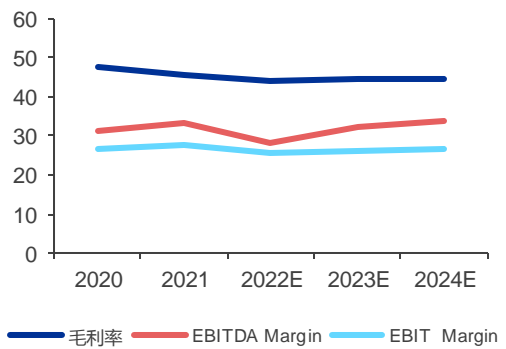
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	61	100	120	181	237
加：折旧摊销减值	13	22	12	42	65
财务费用	3	2	-2	-15	-15
非经营损失	-1	-2	-2	-2	-2
营运资本变动	-21	-70	4	-44	-39
其它	4	1	0	0	0
经营活动现金流	59	53	132	162	245
资本开支	19	100	115	417	15
其它投资现金流	-15	43	43	43	43
投资活动现金流	-34	-57	-72	-374	28
吸收投资	58	0	1,444	0	0
负债净变化	-7	-2	-5	0	0
支付股利、利息	1	0	-2	-15	-15
其它融资现金流	-29	-9	0	0	0
融资活动现金流	20	-12	1,440	15	15
净现金流	43	-16	1,500	-197	289

资料来源：wind，申万宏源研究

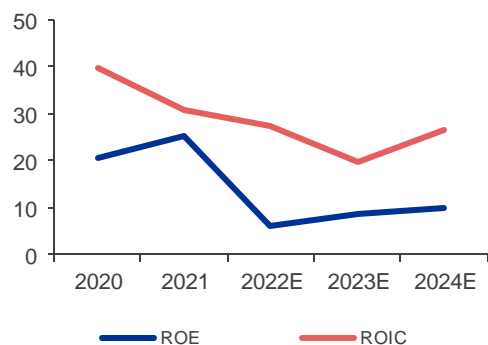
### 资本开支与经营活动现金流



### 经营利润率(%)



### 投资回报率趋势(%)



**合并资产负债表**

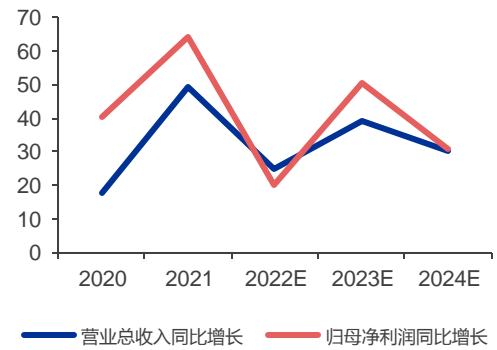
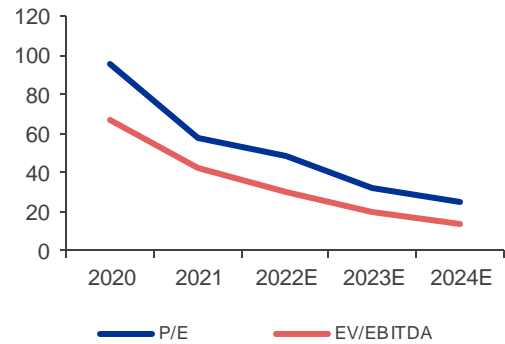
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	279	300	1,755	1,562	1,849
现金及等价物	146	88	1,547	1,309	1,557
应收款项	79	125	147	185	220
存货净额	53	84	59	66	70
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	2	2	2	2
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	72	105	208	583	533
无形资产及其他资产	13	77	77	77	77
资产总计	364	482	2,041	2,222	2,459
流动负债	68	78	73	73	73
短期借款	12	15	10	10	10
应付款项	50	60	60	60	60
其它流动负债	7	3	3	3	3
非流动负债	0	8	8	8	8
负债合计	68	86	81	81	81
股本	55	55	73	73	73
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	143	143	1,568	1,568	1,568
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	8	17	27	42	61
未分配利润	89	181	291	457	674
少数股东权益	0	0	0	0	1
股东权益	295	395	1,959	2,140	2,377
负债和股东权益合计	364	482	2,041	2,222	2,459

资料来源：wind，申万宏源研究

**重要财务指标**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.83	1.37	1.64	2.47	3.23
每股经营现金流	0.80	0.72	1.80	2.21	3.35
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	4.03	5.39	26.74	29.21	32.44
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	39.9	30.9	27.5	19.7	26.6
ROE	20.7	25.4	6.1	8.5	10.0
毛利率	47.7	45.7	44.2	44.3	44.3
EBITDA Margin	31.2	33.1	28.0	32.1	33.8
EBIT Margin	26.6	27.8	25.7	26.2	26.8
营业总收入同比增长	17.9	49.4	25.0	38.9	30.0
归母净利润同比增长	40.6	64.1	20.0	50.5	30.8
资产负债率	18.8	17.9	4.0	3.7	3.3
净资产周转率	0.93	1.03	0.26	0.33	0.39
总资产周转率	0.75	0.85	0.25	0.32	0.38
有效税率	11.4	9.8	9.8	9.8	9.8
P/B	19.7	14.7	3.0	2.7	2.4
EV/Sale	20.8	14.1	8.4	6.4	4.6
EV/EBITDA	66.5	42.6	29.9	19.9	13.7
股本	55	55	73	73	73

资料来源：wind，申万宏源研究

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swyhsc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。