

意华股份 (002897)

证券研究报告

2023 年 01 月 28 日

连接器老牌劲旅，拓展光伏支架业务扬帆起航

1、持续拓展业务布局，第二曲线增长动能强劲扬帆起航

连接器劲旅，光伏支架业务崛起之秀。意华股份成立于 1995 年 12 月，在发展过程中不断拓展业务，并通过收购来丰富产品布局和提升业务能力。分业务类别来看有连接器和光伏支架两大核心业务，连接器又包括通讯连接器、消费电子连接器和汽车连接器等。

业务持续快速增长。受益于公司持续拓展下游业务，过去数年公司营业收入呈现持续增长态势，2021 年达到 44.90 亿元，2017-2021 年营业收入复合增速达到 38.65%。2022 年前三季度，公司营业收入维持快速增长态势，前三季度实现营业收入 39.32 亿元，同比增长 28.12%。我们认为，未来随着公司连接器业务持续深耕，同时在太阳能支架及配件业务不断拓展，第二成长曲线发展动能强劲，带动公司营收持续快速增长。

2、光伏支架业务有望快速突破，背靠大客户未来发展可期

行业有望加速建设推动。光伏行业有望持续推动建设，并且上游原材料价格的企稳下降有望加速行业下游建设，目前晶硅光伏组件价格已呈现企稳下降态势，未来随着光伏整体建设成本的持续下降，同时上游原材料成本压力缓解后，建设有望加速。

收购增强业务实力，背靠大客户赋能增长。公司陆续收购意华新能源、晟维新能源夯实技术能力，具备包括跟踪支架系统、多类固定可调系统、光伏发电系统等产品，完善业务布局与业务能力；同时公司不断提升市场份额与竞争实力，客户涵盖了 NT、GCS、FTC、天合光能、正泰安能等国内外知名光伏企业，同时公司为光伏跟踪支架领域排名第一的 NEXTracker 供货太阳能跟踪支架，赋能公司业务拓展与增长。此外，公司发布定增预案，用于乐清光伏支架核心部件生产基地建设项目和光伏支架全场景应用研发及实验基地建设项目，为未来发展增添助力。

3、通讯连接器有望稳定增长，汽车连接器受益于智能化电动化发展

网络建设持续推动，通讯连接器有望稳定增长。运营商资本开支在 19-20 年出现明显增长后，后续或将稳定或略微下降。但我国网络建设仍然在快速推动，基站数量持续增长，带动通讯连接器需求。据 Bishop&Associates, Inc. 预测数据，至 2025 年全球通讯连接器市场规模将达到 215 亿美元。

汽车连接器市场有望随电动化&智能化发展快速增长。根据 Bishop&Associates, Inc. 预测数据，2025 年全球汽车连接器市场规模将达到 194.52 亿美元。汽车连接器相比其他类型连接器发展潜力大，随着汽车电子架构演进，电动化和智能化的发展，高压/高速连接器的需求不断增长，推动汽车连接器市场的快速增长。

公司客户资源强劲，老牌劲旅业务稳健发展。意华股份在连接器领域深耕，拥有丰富的客户资源，包括华为、中兴、比亚迪、吉利等等，公司稳健发展连接器业务，有望在通信领域稳健增长，同时抓住汽车连接器行业发展机遇，在该领域实现营收持续增长。

盈利预测与估值：

公司深耕连接器领域，同时拓展光伏支架及配件业务，通过并购增强自身竞争实力，并成功开拓国际大客户赋能后续增长。预计公司 22-24 年归母净利润为 2.7/4.2/5.3 亿元，对应 22-24 年市盈率分别为 36、24、19 倍。参考可比公司 23 年平均 34 倍估值，考虑公司积极开拓光伏国际大客户，并积极扩产，同时向汽车连接器领域开拓，受益于行业快速发展有望实现较高增速，给予公司 2023 年 30-35 倍 PE，对应股价为 73.82-86.12 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：光伏行业需求不及预期、行业竞争激烈，价格下降风险、新能源汽车渗透率不及预期、消费电子景气度持续低迷导致相应业务收入和毛利不及预期的风险

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	57.97 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	170.67
流通 A 股股本(百万股)	158.47
A 股总市值(百万元)	9,893.86
流通 A 股市值(百万元)	9,186.61
每股净资产(元)	9.59
资产负债率(%)	64.50
一年内最高/最低(元)	87.92/21.58

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,268.28	4,489.59	5,504.51	7,210.64	8,914.37
增长率(%)	101.43	37.37	22.61	31.00	23.63
EBITDA(百万元)	689.63	694.33	635.17	814.95	956.82
归属母公司净利润(百万元)	180.07	135.64	271.94	419.96	532.80
增长率(%)	310.00	(24.67)	100.48	54.43	26.87
EPS(元/股)	1.06	0.79	1.59	2.46	3.12
市盈率(P/E)	54.94	72.94	36.38	23.56	18.57
市净率(P/B)	7.57	7.19	5.99	4.90	4.00
市销率(P/S)	3.03	2.20	1.80	1.37	1.11
EV/EBITDA	7.69	15.80	16.34	13.01	11.17

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 连接器劲旅，拓展光伏支架业务紧抓行业机遇.....	6
1.1. 持续延展业务，成立子公司分管两大核心业务	6
1.2. 持续快速成长，新业务有望赋能高增长	7
2. 光伏行业春风将至，成本下降主推行业快速发展.....	11
2.1. 光伏建设成本持续下行，有望推动下游建设加速.....	12
2.1.1. 光伏组件成本有望企稳下降	13
2.1.2. 光伏支架细分赛道受益于行业景气迎来良好发展机遇.....	14
2.2. 光伏领域崛起新秀，背靠大客户赋能快速发展	17
2.2.1. 外延收购增强实力	17
2.2.2. 背靠大客户赋能需求增长	18
2.2.3. 发布定增为后续发展注入动能.....	18
3. 汽车电动化智能化催生汽车连接器机遇，传统连接器劲旅有望深度受益.....	19
3.1. 通讯连接器市场有望在通信基础设施持续建设下稳步增长	21
3.1.1. 整体资本开支有望维稳，网络建设持续推进	21
3.1.2. 通讯连接器市场有望稳定增长	21
3.2. 汽车连接器有望受益于电动化&智能化价值量提升	22
3.2.1. 汽车连接器应用领域丰富，市场规模或持续增长.....	22
3.2.2. 汽车架构演进，智能化&电动化推动连接器价值量提升	23
3.3. 连接器劲旅，通信领域稳步增长，汽车领域进入业绩收获期.....	26
4. 盈利预测与投资建议.....	28
4.1. 盈利预测	28
4.2. 投资建议	29
5. 风险提示：	29

图表目录

图 1：意华股份下属业务.....	6
图 2：意华股份股权结构（截至 2022.12.9）	6
图 3：意华股份营业收入与归母净利润情况及增速	7
图 4：意华股份营业收入占比构成	8
图 5：意华股份销售毛利率与净利率情况	8
图 6：意华股份分业务毛利率	9
图 7：意华股份费用率情况	9
图 8：意华股份固定资产及在建工程情况	10
图 9：意华股份研发投入与占主营收入比例情况	10
图 10：中国光伏发电新增装机容量情况	11
图 11：中国光伏发电量及增长情况.....	11

图 12: 全球光伏新增装机规模以及 2022-2030 年新增规模预测 (单位: GW)	11
图 13: 国内光伏新增装机规模以及 2022-2030 年新增规模预测 (单位: GW)	11
图 14: 光伏产业链构成	12
图 15: 地面光伏系统初始全投资成本 (元/W)	13
图 16: 工商业分布式光伏系统初始全投资成本 (元/W)	13
图 17: 2021-2030 年光伏分布式电站不同等效利用小时数 LCOE 估算 (元/kWh)	13
图 18: 光伏组件产业链	13
图 19: 光伏组件价格变化趋势	14
图 20: 光伏支架市场规模预测	14
图 21: 光伏支架分类	15
图 22: 光伏支架价格变动情况	15
图 23: 中国光伏支架行业市场集中度提升	16
图 24: 晟维新能源光伏相关产品	17
图 25: NEXTracker 光伏领域竞争能力出众	18
图 26: 2017-2022 年中国连接器市场规模及预测	19
图 27: 连接器产业链	19
图 28: 全球连接器应用领域划分的市场占比情况	20
图 29: 三大基础电信运营商资本开支及增速	21
图 30: 我国基站数量统计	21
图 31: 2014-2025 年中国通信连接器市场规模及预测	22
图 32: 2014-2025 年全球汽车连接器市场规模及预测	22
图 33: 汽车架构的演进	23
图 34: 泰科电子 GEMnet 以太网连接器使用情况	24
图 35: 汽车连接器使用区域	25
图 36: 我国新能源汽车销量及同比增速	25
图 37: 中国高压连接器市场规模预测趋势图	25
图 38: 意华股份通讯连接器近年收入与增速	26
图 39: 意华股份消费电子连接器近年收入与增速	26
表 1: 公司高管人员从业经历	7
表 2: 2022 中国光伏支架企业 20 强	16
表 3: 晟维新能源财务情况	17
表 4: 非公开发行股票募集资金用途	18
表 5: 连接器种类划分	20
表 6: 汽车连接器应用范围及领域	23
表 7: 汽车连接器种类	23
表 8: 连接器领域客户	26
表 9: 苏州远野汽车连接器产品	27
表 10: 苏州远野收入利润情况	27

表 11：公司业务拆分预测（单位：百万元）	28
表 12：意华股份可比公司估值（可比公司参考 WIND 一致盈利预测数据，截至 2022 年 1 月 11 日）	29

1. 连接器劲旅，拓展光伏支架业务紧抓行业机遇

1.1. 持续延展业务，成立子公司分管两大核心业务

逐步拓展与丰富业务布局。温州意华接插件股份有限公司成立于 1995 年 12 月，于 2017 年 9 月在国内 A 股中小板挂牌上市。公司不断拓展业务，分业务类别来看有连接器和光伏支架两大核心业务。其中，连接器产品包括通讯连接器、消费电子连接器和汽车连接器等。

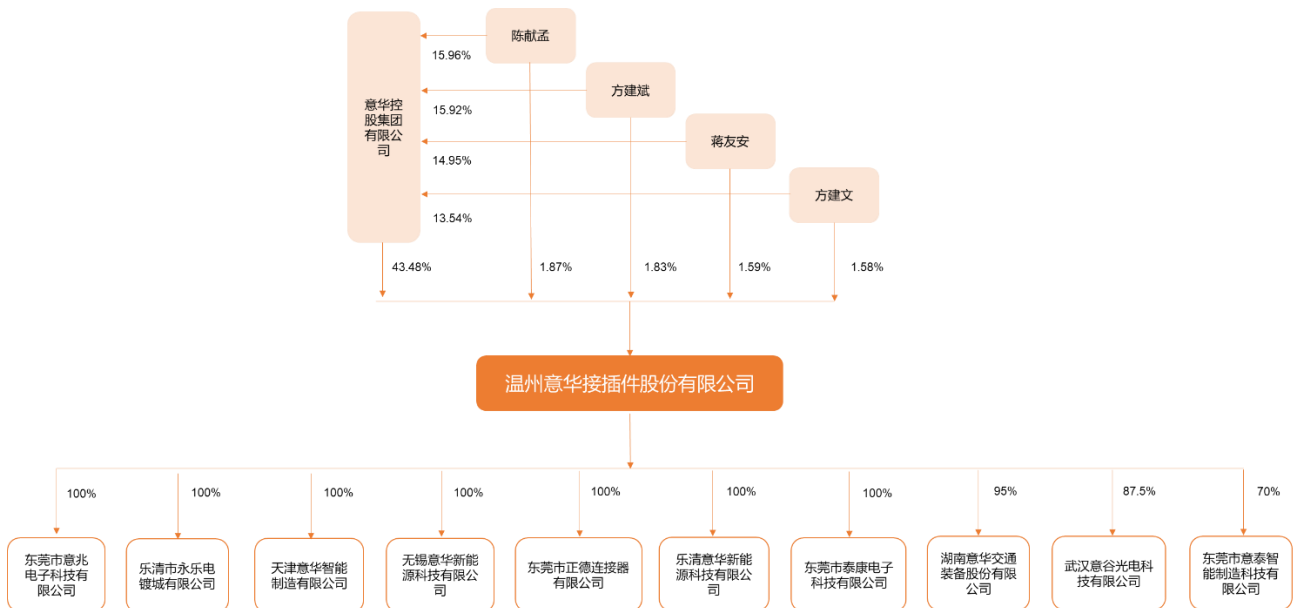
图 1：意华股份下属业务



资料来源：意华股份官网，企查查，意华股份半年度报告，企查查，天风证券研究所

股权结构相对集中。截至 2022 年 12 月 9 日，公司的第一大股东为意华控股集团，持有公司股权比例 43.48%，同时管理层如陈献孟、方建斌、蒋友安、方建文等除通过持有意华控股集团股权间接持股意华股份上市公司外，还直接持有公司 6.87% 的股权。

图 2：意华股份股权结构（截至 2022.12.9）



资料来源：企查查，Wind，天风证券研究所

高管人员从业经验丰富，陪伴公司成长。公司管理层履历来，都拥有丰富的行业从业经历，从业时长多超过 20 年。此外公司高管在公司任职多年，陪伴公司成长，对公司具有深厚的理解，对于公司未来的发展方向与战略规划也有清晰的认知。

表 1：公司高管人员从业经历

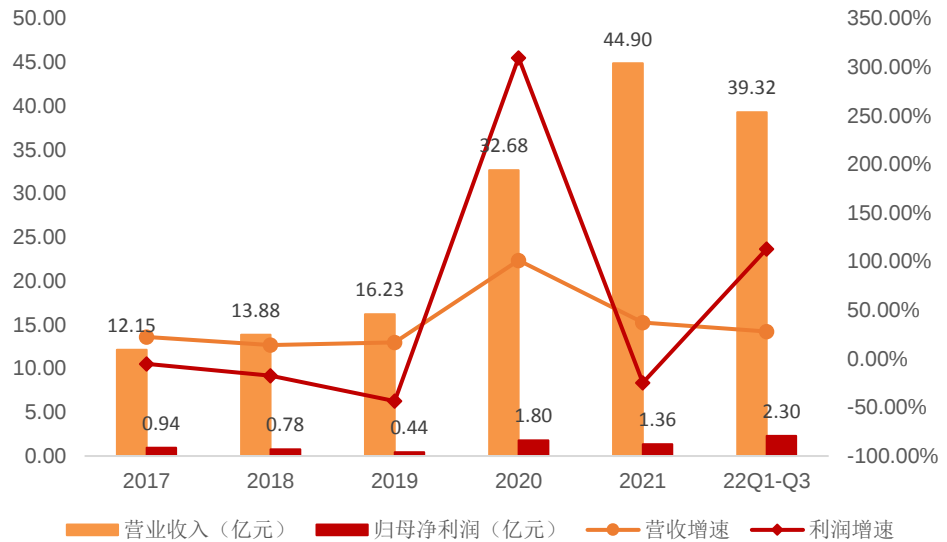
高管	职位	从业经历
蔡胜才	董事长	1994 年 8 月至 2006 年 3 月任乐清清华安电子有限公司，董事长，2004 年至 2010 年任乐清意华连接器有限公司总经理，2010 年至今任意华控股集团有限公司总经理，2002 年 9 月至今任上海意华精密电工有限公司董事长
方建斌	副董事长	1992 年 4 月至 1995 年 11 月任浙江龙光通讯电子有限公司技术负责人，1995 年 12 月至 1997 年 6 月任意华有限技术负责人，1997 年 7 月至 2004 年 11 月任东莞市龙光电子科技有限公司副董事长，2004 年 5 月至 2013 年 9 月任意华集团监事，2013 年 11 月至今任意华集团董事
朱松平	董事	1994 年 6 月至 2004 年 8 月任乐清清华安电子有限公司总经理，2010 年 8 月至 2012 年 12 月任意华有限董事，2012 年 6 月至 2015 年 9 月任苏州意华电工有限公司总经理
金爱钗	监事会主席	2001 年 10 月至今任温州意华接插件股份有限公司销售总监；2018 年 11 月至今任苏州远野汽车技术有限公司董事
蒋甘雨	副总经理	1997 年 9 月至 2012 年 12 月历任意华有限技术员、主管、QA 工程师、品管部副部长、副总经理，2012 年 12 月至今任公司副总经理，2018 年 09 月至今担任乐清市富华物业管理有限公司执行董事兼总经理
蒋新荣	副总经理	1995 年 2 月至 1996 年 2 月任温州永泰电器有限公司技术主管，1996 年 3 月至 2012 年 12 月历任意华有限技术员、车间主管、模具技术组长、注塑厂厂长、技术研发主管、模具开发部部长，2012 年 12 月至今任公司副总经理
吴艳梅	副总经理、市场能力建设中心总监	2007 年 7 月至 2009 年 7 月在华为技术有限公司生产采购连接器线缆 PCB 专家团技术质量担任认证工程师；2009 年 8 月至 2011 年 10 月在华为技术有限公司生产采购产品专家团担任采购代表；2011 年 11 月至 2014 年 2 月在华为技术有限公司担任采购工程运营 PMO；2014 年 3 月至 2016 年 8 月担任温州意华接插件股份有限公司深圳办事处负责人；2016 年 9 月至今担任温州意华接插件股份有限公司市场能力建设中心总监
程牧	副总经理、高速连接器事业部总经理	2001 年 7 月至 2003 年 2 月在顺达电脑厂有限公司（MITAC）汉达产品开发部担任工业设计工程师；2003 年 3 月至 2004 年 3 月在中建电讯有限公司（CCT）开发部担任产品开发工程师；2004 年 3 月至 2014 年 5 月在富士康科技集团 CIS 产品开发部担任产品开发工程师及产品开发课长；2014 年 6 月至今在温州意华接插件股份有限公司高速连接器事业部担任事业部总经理
吴陈冉	副总经理、董事会秘书	2010 年 5 月至 2015 年 12 月担任温州意华接插件股份有限公司证券事务专员。2015 年 12 月至 2019 年 8 月担任温州意华接插件股份有限公司证券事务代表

资料来源：意华股份年度报告，天风证券研究所

1.2. 持续快速成长，新业务有望赋能高增长

从营业收入与净利润来看，2022 年前三季度公司实现营收 39.32 亿元，同比增长 28.12%，归母净利润 2.30 亿元，同比增长 113.13%。受益于公司持续拓展下游业务，过去数年公司营业收入呈现持续增长态势，从 2017 年 12.15 亿元提升至 2021 年 44.90 亿元，2017-2021 年营业收入复合增速达到 38.65%，公司营收呈现明显增长（其中 2020 年增长主要系意华新能源并购所致）。

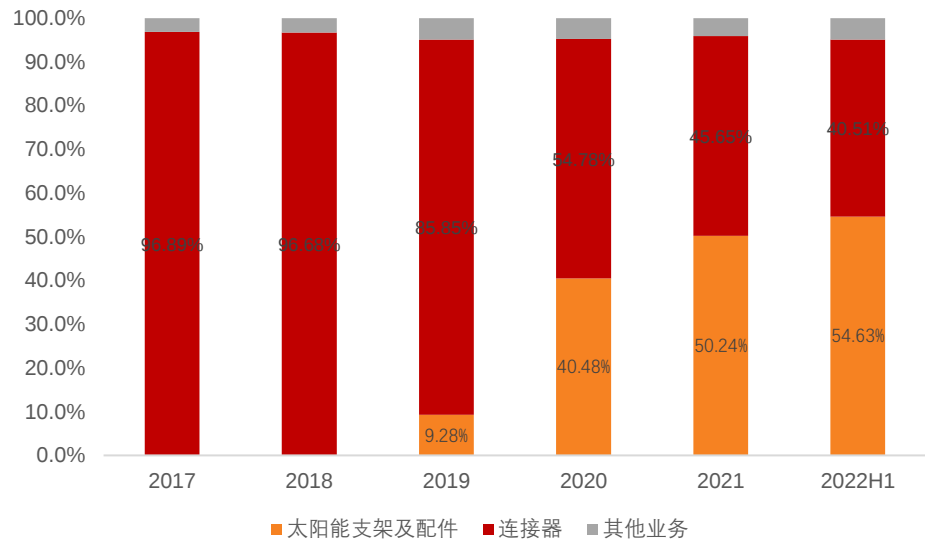
图 3：意华股份营业收入与归母净利润情况及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

业务构成来看, 光伏支架业务占比明显提升, 展现强劲增长动力。公司主营业务占比 90% 以上, 包括太阳能支架及配件业务以及连接器业务。公司自 2019 年发力太阳能支架及配件领域后, 该业务快速增长, 营业收入占比持续提升 (其中 2020 年提升较大主要系并购意华新能源所致)。我们认为, 公司连接器业务有望持续增长, 太阳能支架及配件业务有望紧抓行业机遇高速增长, 第一曲线稳定发展+第二曲线动能强劲推动公司营收有望持续快速增长。

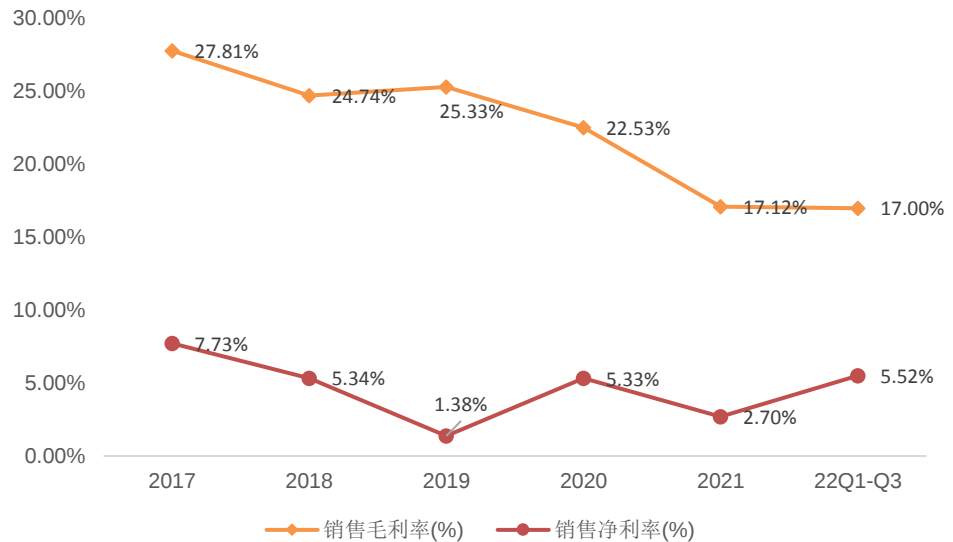
图 4: 意华股份营业收入占比构成



资料来源: Wind, 天风证券研究所

从盈利水平来看, 由于新业务开拓, 公司毛利率近年呈现下滑态势, 从 2017 年 27.81% 毛利率下降至 2021 年 17.12%。2022 年公司毛利率有所企稳, 前三季度小幅变动至 17%。净利率来看, 公司 22 年前三季度净利率有明显回升, 主要为财务费用率下降带来的的盈利能力回升。

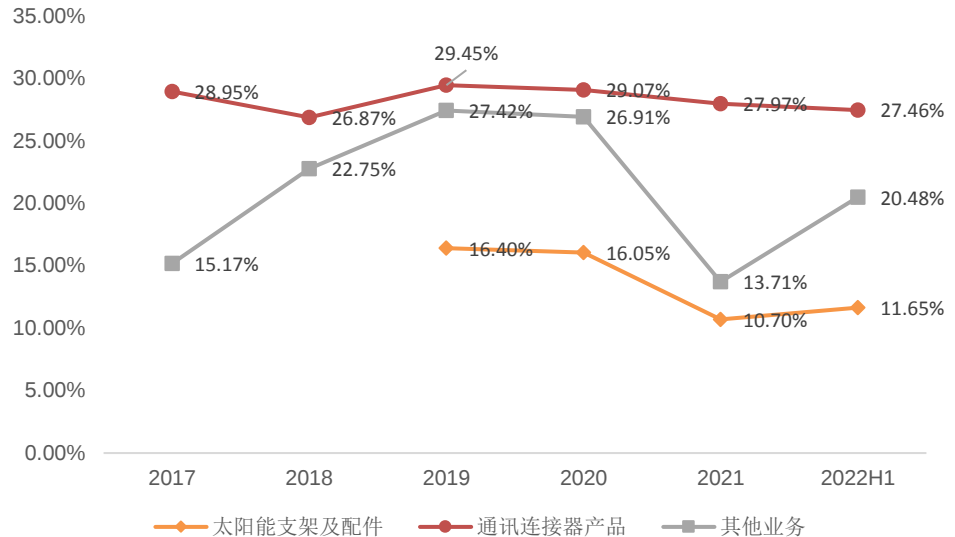
图 5: 意华股份销售毛利率与净利率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分业务毛利率来看, 光伏支架毛利率较低, 2019-2020 年仅为 16%左右, 同时 2021 年呈现下滑态势至 10.70%, 也导致整体毛利率被拉低, 主要原因在于原材料钢材价格在 2020 年末大幅上涨。2022 年, 该业务毛利率已呈现企稳回升的态势, 上半年毛利率回升至 11.65%。连接器业务维持基本稳定, 2022 年上半年毛利率为 27.46%。我们认为, 公司连接器业务有望维持相对稳定, 太阳能支架及配件业务毛利率未来有望逐步回升。

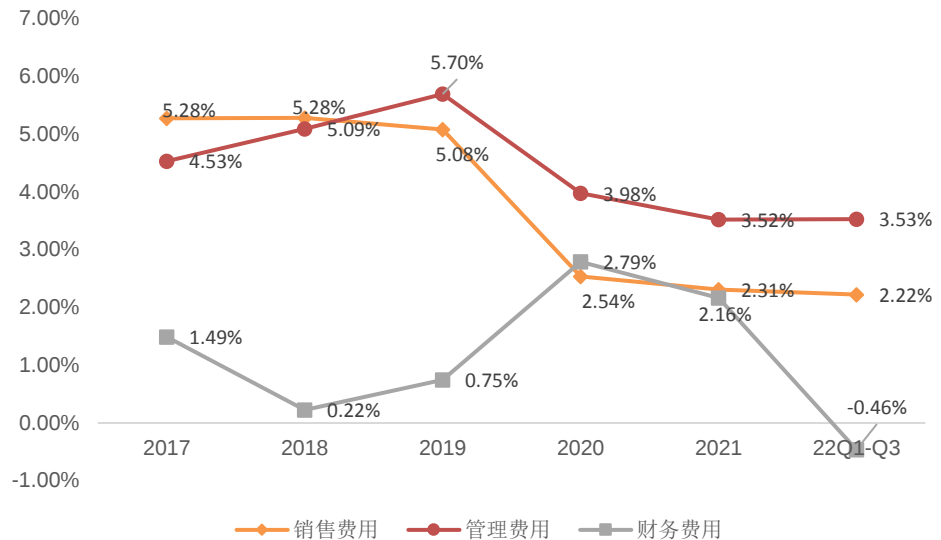
图 6: 意华股份分业务毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

费用率来看, 公司费用管控颇具成效, 销售费用率近年持续下降; 管理费用率也在 2019-2021 年间稳步下降, 2022 年前三季度维持稳定。同时 22 年前三季度受益于汇兑收益, 财务费用率大幅下降, 带动盈利能力的提升。

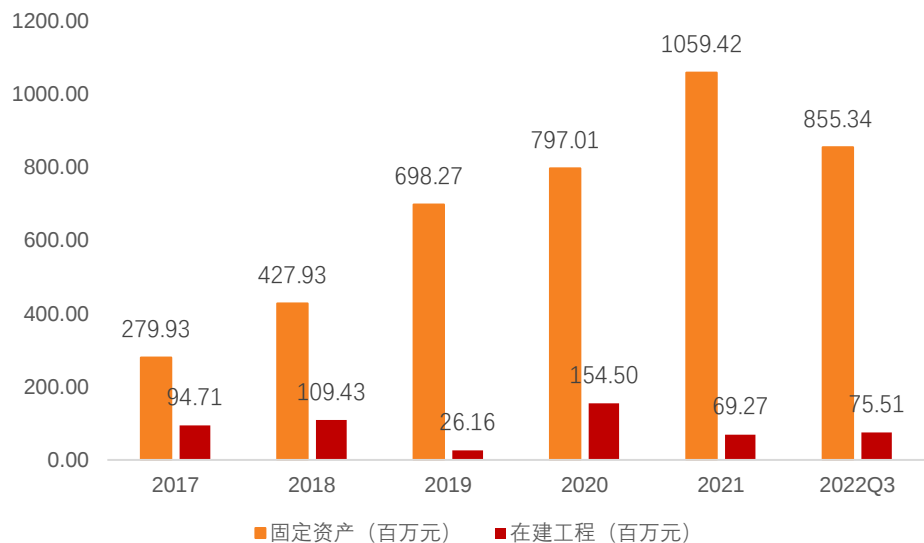
图 7: 意华股份费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

从固定资产及在建工程来看，公司不断扩充固定资产，持续投入建设提升业务竞争实力，2017-2021 年公司固定资产呈现持续提升，2022 年前三季度在建工程对比 21 年末有所回升，公司持续进行建设投入。

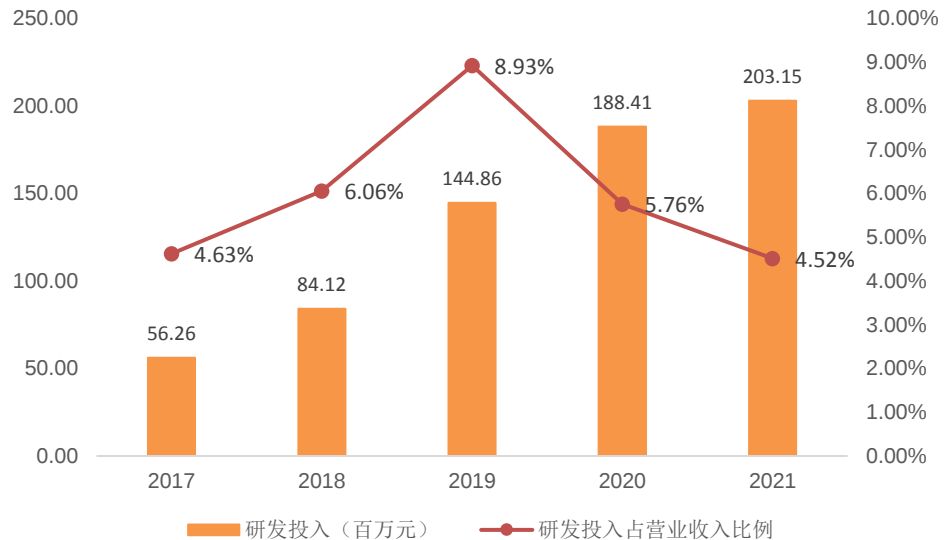
图 8：意华股份固定资产及在建工程情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

研发费用来看，目前公司已进入研发投入收获期，整体研发投入占主营收入比例下降。2019 年至 2021 年研发投入占主营收入比例从 8.93%逐步下降至 4.52%，2021 年研发费用达 2.03 亿元。目前公司主要在研项目包括高速连接器产品、5G T-BOX 产品、雷达壳体新产品等，针对汽车智能网联化做相应的研发布局。

图 9：意华股份研发投入与占主营收入比例情况

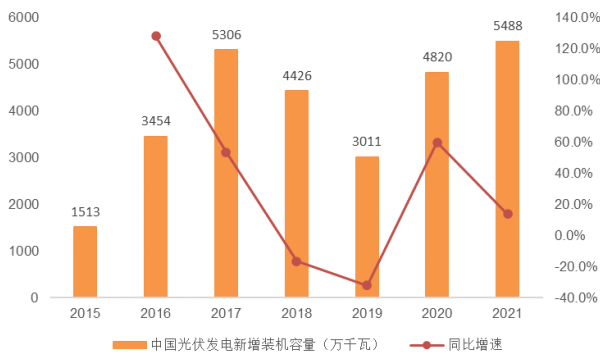


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 光伏行业春风将至，成本下降主推行业快速发展

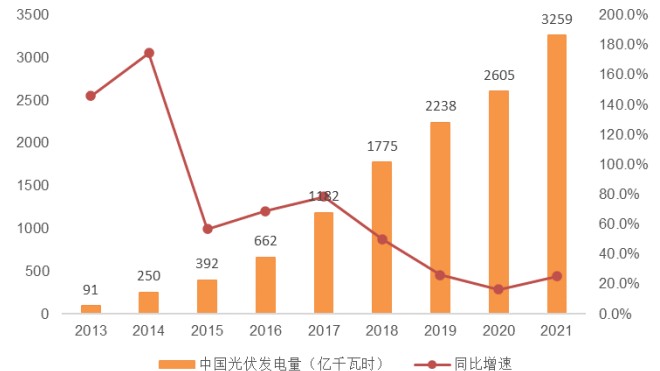
我国光伏行业装机量及发电量持续快速增长。据前瞻产业研究院数据显示，2015 年我国光伏发电新增装机容量为 1513 万千瓦，在“十四五”期间，随着应用市场的多样化以及电力市场化交易、“隔墙售电”的开展，新增光伏装机稳步上升，2021 年我国光伏发电新增装机达到 54.88GW，同比增长 14%。同时近几年我国光伏发电量增速维持在 15%以上，增长迅速，2013 年全国光伏发电量仅为 91 亿千瓦时，2021 年实现光伏发电 3259 亿千瓦时，同比增长 25%。

图 10：中国光伏发电新增装机容量情况



资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

图 11：中国光伏发电量及增长情况

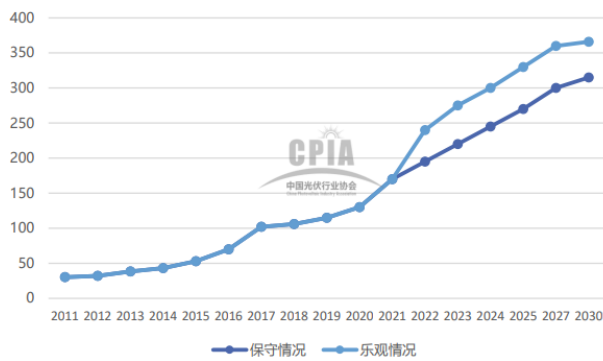


资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

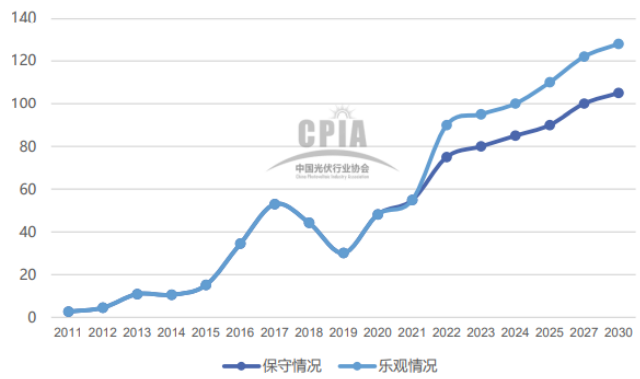
光伏新增装机量预测仍将快速增长。1) 全球来看，据中国光伏行业协会 CPIA 数据，2021 年全球光伏新增装机 170GW，创历史新高。未来十年在光伏发电成本持续下降和全球绿色复苏等有利因素的推动下，全球光伏新增装机或将快速增长，CPIA 预计“十四五”期间，全球光伏年均新增装机将超过 220GW。2) 国内来看，2021 年，国内光伏新增装机 54.88GW，同比增加 13.9%，其中，分布式光伏装机 29.28GW，占全部新增光伏发电装机的 53.4%，历史上首次突破 50%。根据 CPIA 的保守、乐观预测，2030 年中国的光伏新增装机量有望达到 110GW、130GW 左右。

图 12：全球光伏新增装机规模以及 2022-2030 年新增规模预测（单位：GW）

图 13：国内光伏新增装机规模以及 2022-2030 年新增规模预测（单位：GW）



资料来源：CPIA,《中国光伏产业发展路线图(2021年版)》,天风证券研究所

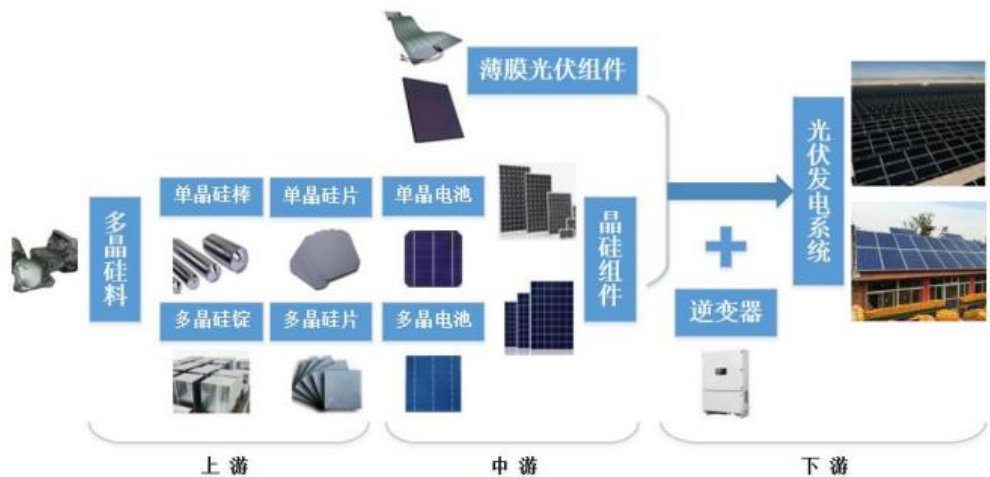


资料来源：CPIA,《中国光伏产业发展路线图(2021年版)》,天风证券研究所

2.1. 光伏建设成本持续下行，有望推动下游建设加速

光伏产业是半导体技术与新能源需求相结合而衍生的产业。我国已将光伏产业列为国家战略性新兴产业之一，在产业政策引导和市场需求驱动的双重作用下，**全国光伏产业快速发展，已成为我国为数不多可参与国际竞争并取得领先优势的产业**。光伏的上游产业链为光伏原材料的加工，中游包括晶硅组件、薄膜光伏组件等，下游产业链在采用晶硅板、逆变器等电子元件的基础上组成光伏发电系统，主要分为独立发电系统、并网发电系统和分布式光伏发电系统。光伏产业链构成如下图所示。

图 14：光伏产业链构成



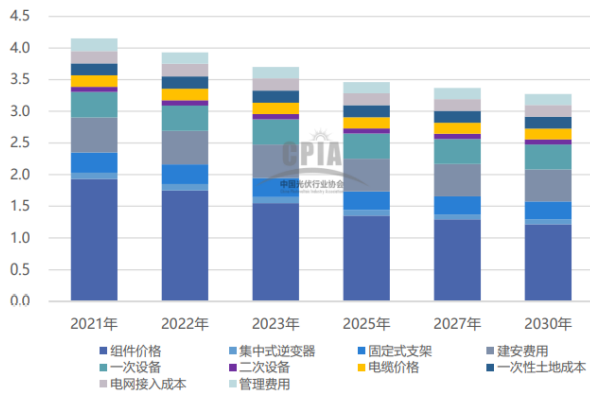
资料来源：CPIA,《中国光伏产业发展路线图(2021年版)》,天风证券研究所

初始全投资成本或将持续下行，有望推动光伏产业快速发展。据 CPIA 数据显示，2021 年我国地面光伏系统的初始全投资成本为 4.15 元/W 左右，较 2020 年上涨 0.16 元/W，涨幅为 4%。其中，组件约占投资成本的 46%，占比较 2020 年上升 7 个百分点。非技术成本约占 14.1%（不包含融资成本），较 2020 年下降了 3.2 个百分点。CPIA 预计 2022 年，随着产业链各环节新建产能的逐步释放，组件价格回归合理水平，光伏系统初始全投资成本可下降至 3.93 元/W。

我国工商业分布式光伏系统的初始全投资主要由组件、逆变器、支架、电缆、建安费用、电网接入、屋顶租赁、屋顶加固以及一次设备、二次设备等部分构成。其中一次设备包括箱变、开关箱以及预制舱。2021 年我国工商业分布式光伏系统初始投资成本为 3.74 元/W，

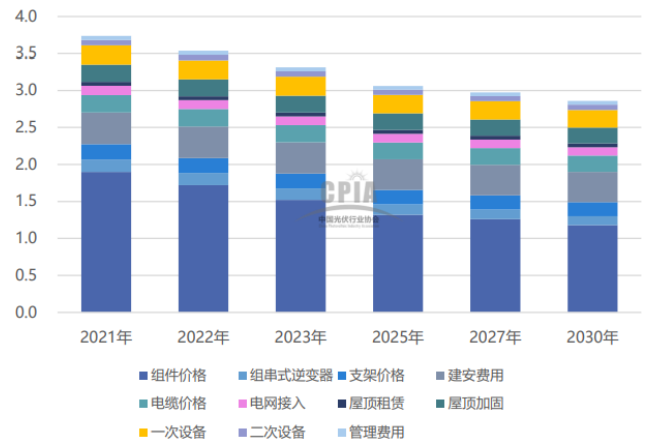
2022 年预计下降至 3.53 元/W。2021 年,全投资模型下分布式光伏发电系统在 1800 小时、1500 小时、1200 小时、1000 小时等效利用小时数的 LCOE 分别为 0.19、0.22、0.28、0.33 元/kWh。目前国内分布式光伏主要分布在山东、河北、河南、浙江等省份,在全国大部分地区也都具有经济性。

图 15: 地面光伏系统初始全投资成本 (元/W)



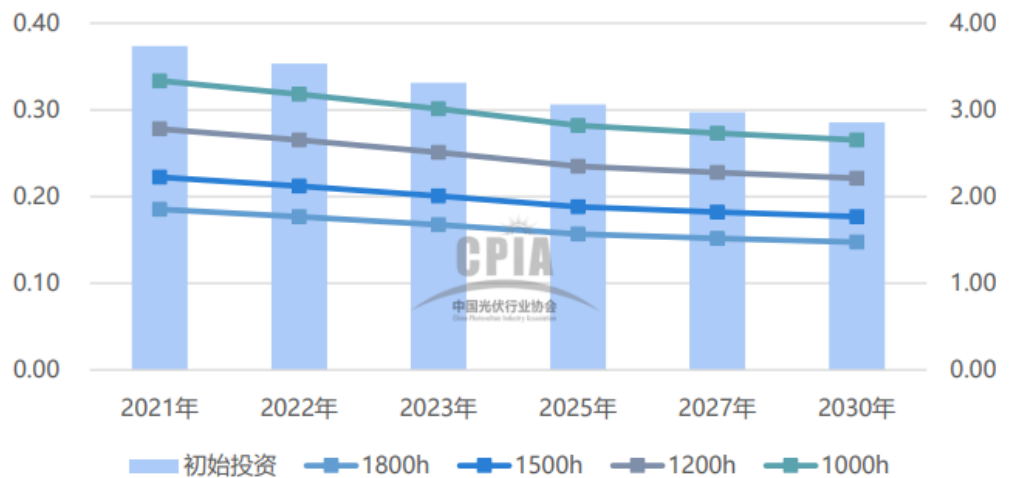
资料来源: CPIA,《中国光伏产业发展路线图(2021年版)》,天风证券研究所

图 16: 工商业分布式光伏系统初始全投资成本 (元/W)



资料来源: CPIA,《中国光伏产业发展路线图(2021年版)》,天风证券研究所

图 17: 2021-2030 年光伏分布式电站不同等效利用小时数 LCOE 估算 (元/kWh)

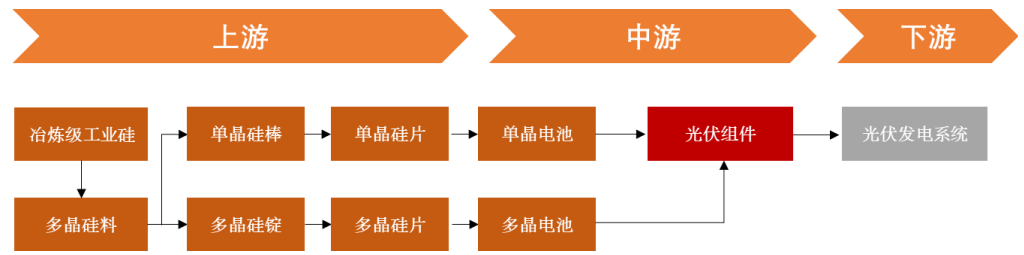


资料来源: CPIA,《中国光伏产业发展路线图(2021年版)》,天风证券研究所

2.1.1. 光伏组件成本有望企稳下降

光伏组件指的是具有封装及内部连接,能单独提供直流电输出的最小不可分割的太阳能电池组合装置。根据中国光伏行业协会统计数据显示,2021 年,我国地面光伏系统的初始全投资成本为 4.15 元/W 左右,其中组件约占总投资成本的 46%。

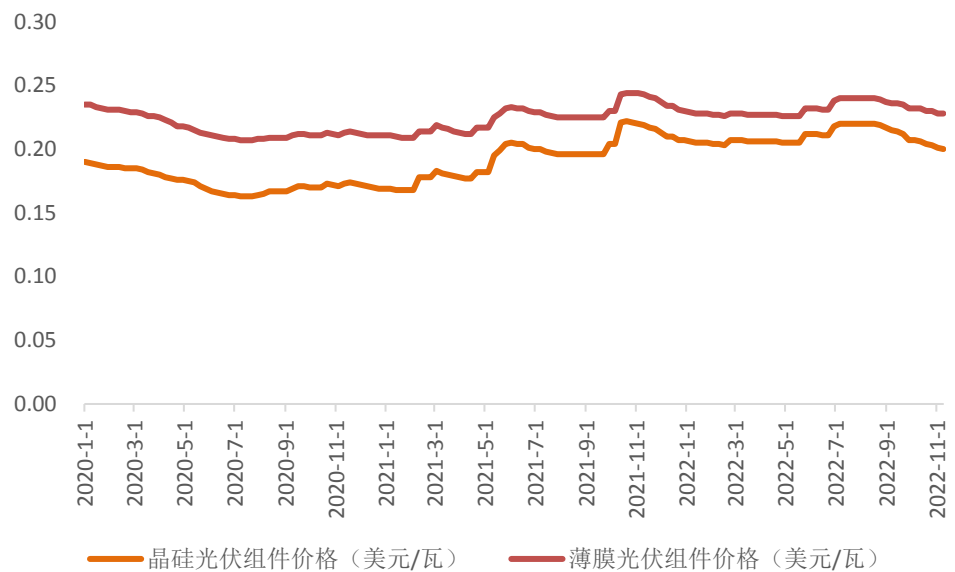
图 18: 光伏组件产业链



资料来源：同花顺，天风证券研究所

光伏组件价格已经开始企稳下降。根据 Wind 数据显示，2022 年 11 月晶硅光伏组件和薄膜光伏组件价格分别为 0.20 美元/瓦、0.23 美元/瓦。182mm 和 210mm 光伏单晶组件 12 月下跌 3.54%。随着光伏产业链上游进入降价通道，组件价格也表现出明显的下行趋势。

图 19：光伏组件价格变化趋势

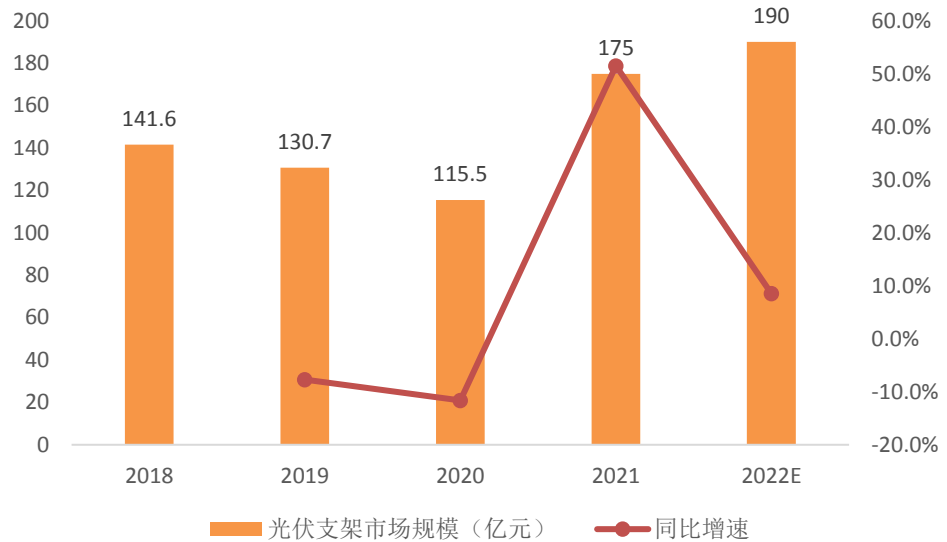


资料来源：wind，天风证券研究所

2.1.2. 光伏支架细分赛道受益于行业景气迎来良好发展机遇

光伏支架市场规模有望持续增长。2018 年，我国光伏支架市场规模达到高点 141.6 亿元，之后开始出现下滑。主要原因在于光伏支架行业整体单价出现下降，对行业整体营收有一定影响。2020 年，我国光伏支架行业的市场规模下滑至 115.5 亿元。2021 年恢复增长至 175 亿元左右，同比增速达到约 51.91%。随着我国不断加大光伏装机量，中商产业研究院预计未来光伏支架的市场规模将会继续稳步提高，2022 年市场规模将达 190 亿元。

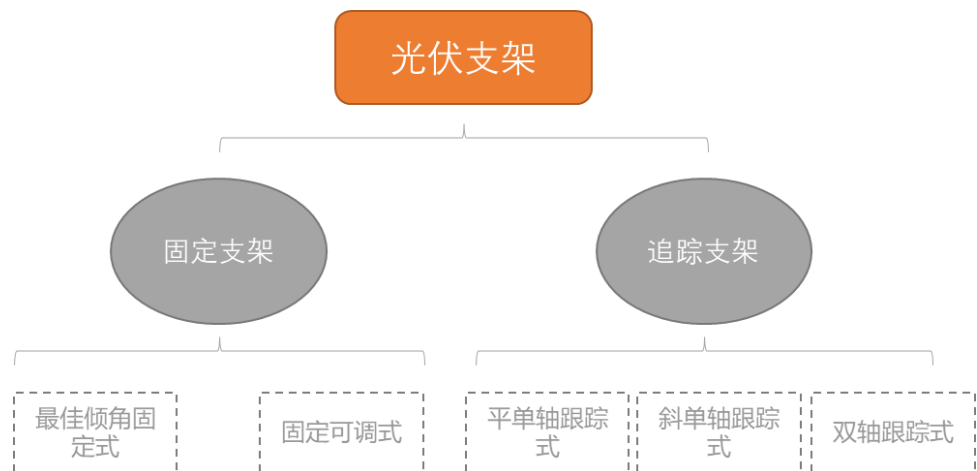
图 20：光伏支架市场规模预测



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

光伏支架可分为跟踪支架与固定支架，根据发电量差异、初始投资和运维成本等分为 5 种不同的安装方式，包括最佳倾角固定式（目前应用最广泛）、平单轴跟踪式、斜单轴跟踪式、双轴跟踪式和固定可调式。最佳倾角固定式光伏支架以辐射量最大倾角固定不变为特点，全年累计辐射量较其他固定式支架更大，初始投资和运维成本最小，目前在平顶屋面和地面电站得到广泛使用。

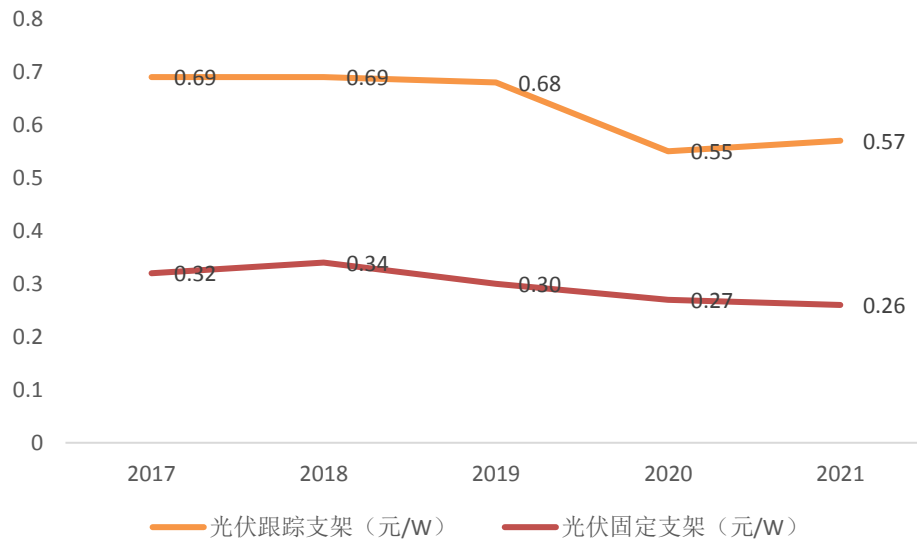
图 21：光伏支架分类



资料来源：光伏家官网，天风证券研究所

跟踪支架价格已企稳有所回升。中国光伏支架中跟踪支架由于造价高、技术附加值高等特点，其出厂单价一直高于固定支架。2017 年，我国光伏跟踪支架的单价为 0.69 元/W，固定支架的单价为 0.32 元/W。随着制造成本的下降，跟踪支架和固定支架的单价都有一定程度的降低，2021 年跟踪支架的单价约为 0.57 元/W，固定支架的单价约为 0.26 元/W。

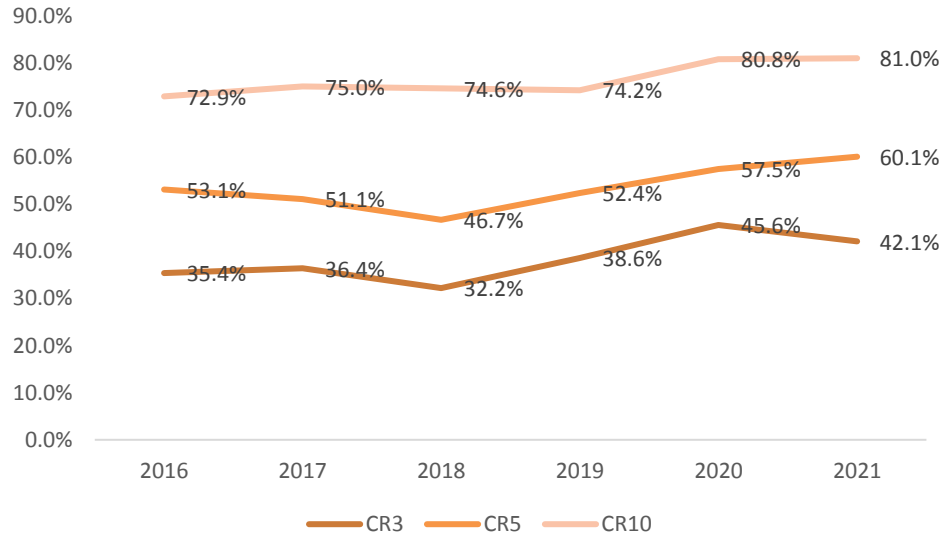
图 22：光伏支架价格变动情况



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

竞争格局来看，行业呈现头部集中效应。2021 年中国光伏支架企业全球出货量前三名分别达到 11950MW、6518MW 和 5625MW，分别占前二十出货量的 20.9%、11.4%和 9.8%。近两年行业集中度逐步提高，2021 年 CR3/CR5/CR10 分别达到 81%、60.1%、42.1%，其中 CR5/CR10 创造近 5 年新高，我们认为光伏支架行业市场集中度有望继续提升，头部效应凸显。

图 23：中国光伏支架行业市场集中度提升



资料来源：365 光伏电站网，前瞻产业研究院，证券之星，天风证券研究所

表 2：2022 中国光伏支架企业 20 强

排名	公司名称	全球出货量（兆瓦）
1	江苏国强兴晟能源科技有限公司	11950
2	江苏中信博新能源科技股份有限公司	6518
3	天津鑫润恒信新能源科技发展有限公司	5625
4	深圳市安泰科能源环保股份有限公司	5200
5	乐清意华新能源科技有限公司	5100
6	金海新源电气集团	3000
7	江苏火蓝电气有限公司	2797
8	清源科技(厦门)股份有限公司	2193

9	杭州华鼎新能源有限公司	1994
10	天津市共益钢铁有限公司	1970
11	天合光能股份有限公司	1800
12	江阴市泰坦光伏材料有限公司	1500
13	苏州爱康金属科技有限公司	1383
14	索沃（厦门）新能源有限公司	1100
15	江苏振江新能源装备股份有限公司	1065
16	杭州帷盛科技有限公司	955
17	上海晨科太阳能科技有限公司	921
18	天津益兆新能源科技有限公司	800
19	上海维旺光电科技有限公司	735
20	厦门国瑞能新能源技术有限公司	600

资料来源：365 光伏微信公众号，天风证券研究所

备注：

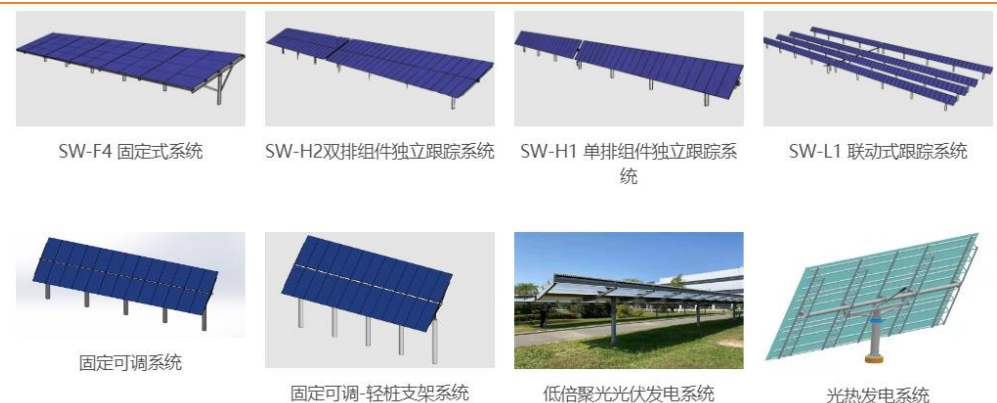
- 1、此榜单排名依据为各企业 2021 全年度的全球支架出货量；
- 2、本榜单依据 365 光伏能够调研到的数据形成，如有误差，谨表歉意！

2.2. 光伏领域崛起新秀，背靠大客户赋能快速发展

2.2.1. 外延收购增强实力

收购晟维新能源夯实技术能力。2021 年 7 月，意华股份收购天津晟维 51% 股权，后者在光伏跟踪支架的研发上有丰富的经验，且具备丰富的渠道资源，与意华股份在跟踪支架生产制造上的优势恰好形成互补。2022 年 9 月，意华股份发布公告称，同意控股子公司晟维新能源科技发展(天津)有限公司、泰华新能源科技(泰国)有限公司以自有资金与第三方共同投资设立安徽意华新能源科技有限公司、海银新能源（泰国）有限公司、CZT ENERGY INC、NEXTRISE INC。

图 24：晟维新能源光伏相关产品



资料来源：晟维新能源官网，天风证券研究所

晟维新能源财务状况改善，营业收入有望高速增长。2021 年晟维新能源实现营收 1125.01 万元，同比增加 42993.52%，2022 年 H1 实现营收 1312.85 万元，晟维新能源被收购后营收改善明显，有望在未来继续保持高速增长。

表 3：晟维新能源财务情况

项目（万元）	2019	2020	2021	2022H1
营业收入	14.15	2.61	1125.01	1312.85
营业成本		0.67	1098.48	-
销售费用		0.16	28.12	-

管理费用	26.42	50.72	308.46	-
研发费用		-	127.85	-
财务费用	-0.04	0.10	5.27	-
营业利润	-12.23	-49.05	-484.24	-389.55
净利润	-12.23	-49.05	-483.65	-389.55
资产合计	87.08	95.46	1935.31	3229.61
净资产	88.77	95.72	732.07	342.52

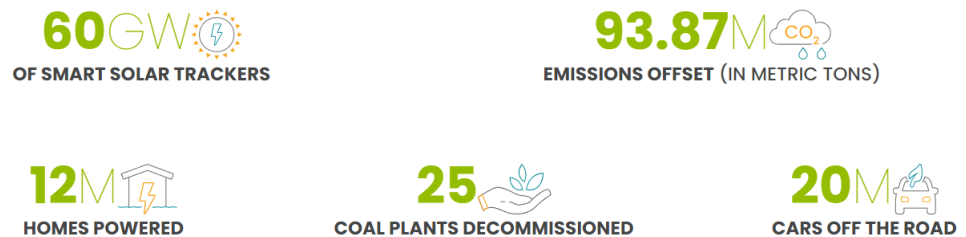
资料来源：晟维新能源评估报告，意华股份年度报告，意华股份 2022 年半年度报告，天风证券研究所

注：空格代表值为 0，“-”代表未披露

2.2.2. 背靠大客户赋能需求增长

背靠 NEXTracker，全球光伏支架龙头。公司客户涵盖了 NT、GCS、FTC、天合光能、正泰安能等国内外知名光伏企业。2019 年 11 月，公司收购意华新能源 100%股权，意华新能源作为专业的太阳能跟踪支架制造商，长期致力于光伏支架核心部件的研发、生产和销售，已经在国际市场获得较好的客户口碑，出货量实现了持续稳定的增长，其核心客户为全球光伏系统领域领先厂商 NEXTracker，光伏跟踪支架领域排名第一。意华新能源作为其太阳能跟踪支架的重要供应商，与其建立了稳固的合作关系，并通过天津子公司布局国内市场。随着国际国内市场的不断拓展，正逐渐成长为业内具备影响力的企业，为公司长远发展奠定良好客户基础。

图 25：NEXTracker 光伏领域竞争能力出众



资料来源：Nextracker 官网，天风证券研究所

2.2.3. 发布定增为后续发展注入动能

定增为光伏业务发展增添助力。2022 年 8 月意华股份通过了《2022 年度非公开发行 A 股股票预案》（修订稿）。本次非公开发行募集资金主要投向乐清光伏支架核心部件生产基地建设项目和光伏支架全场景应用研发及实验基地建设项目，补充流动资金，增强自身研发实力，强化技术优势，有利于提升公司的核心竞争力与持续盈利能力，有望为公司未来可持续发展赋能。

表 4：非公开发行股票募集资金用途

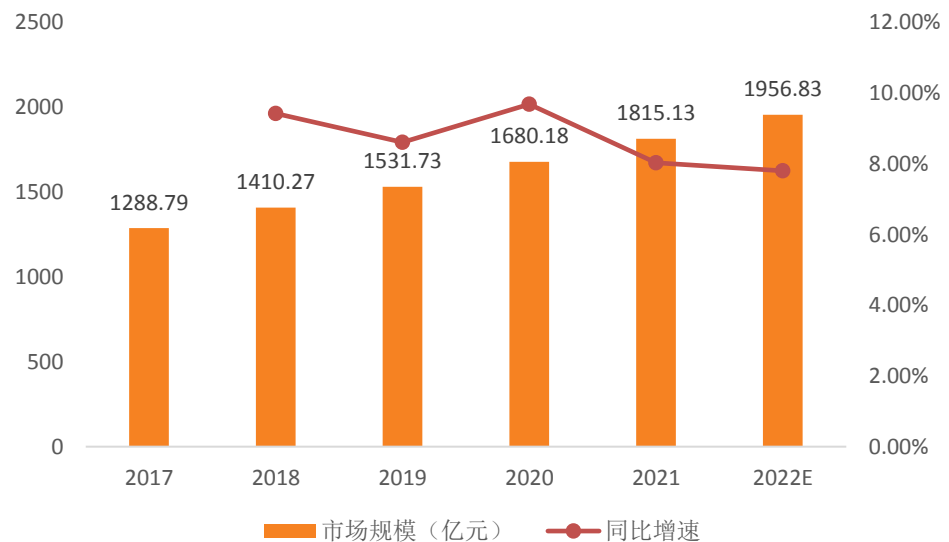
项目名称（单位：万元）	投资总额	拟投入募集资金金额
乐清光伏支架核心部件生产基地建设项目	40483.88	37370.78
光伏支架全场景应用研发及实验基地建设项目	6894.09	5415.31
补充流动资金	18000.00	18000.00
合计	65377.97	60786.09

资料来源：意华股份公告，天风证券研究所

3. 汽车电动化智能化催生汽车连接器机遇，传统连接器劲旅有望深度受益

连接器市场规模稳定增长。近年来，中国经济保持持续快速增长，通信、交通、电脑、消费电子等连接器下游市场也取得了快速增长，直接带动我国连接器市场需求快速增长，根据中商情报网数据显示，2017 年到 2019 年，中国连接器市场规模由 1288.79 亿元增长到 1531.73 亿元，年均复合增长率为 11.22%。中商产业研究院预测，2022 年我国连接器市场规模将达 1956.83 亿元。

图 26：2017-2022 年中国连接器市场规模及预测



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

连接器是实现电子设备电能、信号传输与交换的电子部件，连接器作为节点，是构成电子系统连接必需的基础元件。从产业链来看，连接器产业上游包括金属材料、电镀材料等原材料。中游为连接器制造厂商。下游应用覆盖汽车、通讯、消费电子、电脑等多领域。

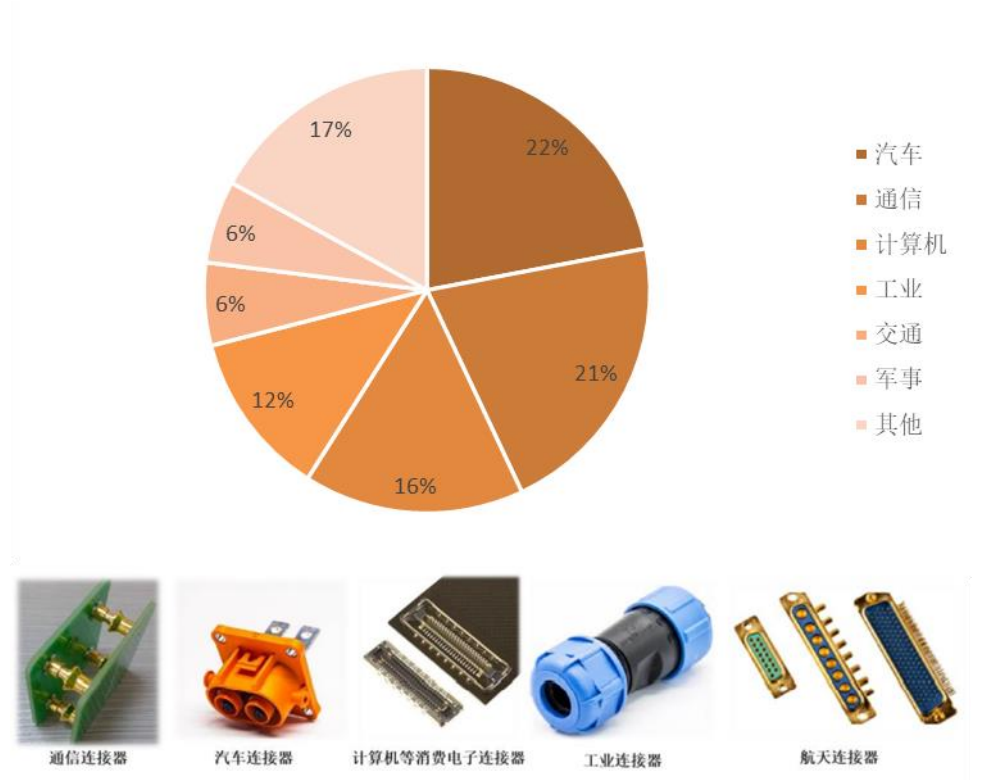
图 27：连接器产业链



资料来源：深投研顾问微信公众号，天风证券研究所

下游领域最主要应用为汽车、通信，汽车领域市场规模有望持续增长。根据 Bishop & Associates 数据显示，汽车、通信市场占比分别为 22%、21%。2021 年汽车连接器的市场规模约为 170 亿美元，预计 2025 年全球汽车连接器市场规模将达到 194.52 亿美元，随着全球新能源汽车占比以及汽车智能化渗透率的持续，有望持续带动汽车连接器的市场规模的增长。其他占比较高的包括计算机（16%）、工业（12%）。

图 28：全球连接器应用领域划分的市场占比情况



资料来源：Bishop&associates,Inc.，瑞可达招股说明书，天风证券研究所

按照传输介质的不同，连接器可分为电连接器、微波射频连接器、光连接器和流体连接器，不同类别连接器的功能及应用具体如下表。

表 5：连接器种类划分

类别	主要功能	主要应用
电连接器	用于器件、组件、设备、系统之间的电信号连接，借助电信号和机械力量的作用使电路接通、断开，传输信号或电磁能量，包括大功率电能、数据信号在内的电信号等。	广泛应用于通信、航空航天、计算机、汽车、工业等领域。
微波射频连接器	用于微波传输电路的连接，隶属于高频电连接器，因电气性能要求特殊，行业内企业会将微波射频连接器与电连接器进行区分。	主要应用于通信、军事等领域。
光连接器	用于连接两根光纤或光缆形成连续光通路的可以重复使用的无源器件，广泛应用于光纤传输线路、光纤配线架和光纤测试仪器、仪表，光纤对于组件的对准精度要求。	广泛应用于传输干线、区域光通讯网、长途电信、光检测、等各类光传输网络系统中
流体连接器	能实现液体通路的快速连接或断开，是液冷散热系统中非常重要的元件，可以保障液体冷却系统环路中各部件间的快速连接和断开。	流体连接器广泛应用于航空、航天、数据中心、医疗设备等高端制造领域。

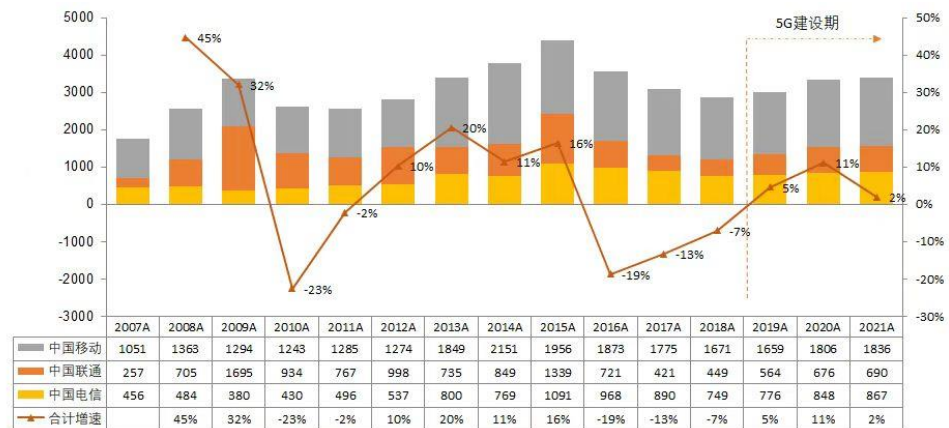
资料来源：瑞可达招股说明书，万硕（成都）航空科技有限公司官网，天风证券研究所

3.1. 通讯连接器市场有望在通信基础设施持续建设下稳步增长

3.1.1. 整体资本开支有望维稳，网络建设持续推进

资本开支或将维稳，仍将推动网络建设。从历史情况看三大运营商资本开支有一定的周期性波动，2012-2015 年连续增长 4 年，2016-2018 年有所下滑，2019-2021 年重新进入增长通道，运营商的资本开支直接带动主设备、传输网设备以及上游各类元器件的销售，对经济带来直接的拉动。我们预计，22-23 年资本开支或将维稳小幅略降，但运营商对于网络的建设与优化仍将持续推进。

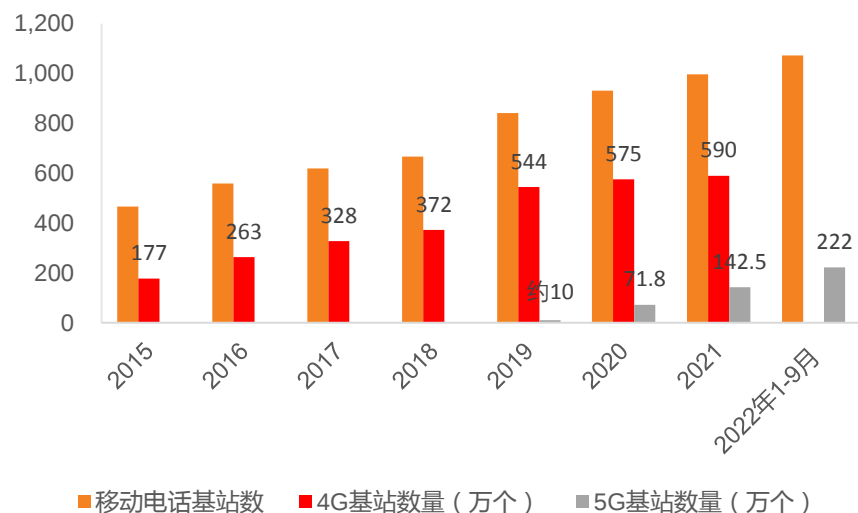
图 29：三大基础电信运营商资本开支及增速



资料来源：三大运营商官网，天风证券研究所

基站数量不断增加，提供网络支持。我国 4G 基站数量 2021 年已达到 590 万个，5G 基站 2021 年建设超过 70 万个，总量达到 142.5 万个，2022 年前三季度，我国 5G 基站继续快速建设，前九月份新增近 80 万个基站，整体基站数量仍然持续增长。

图 30：我国基站数量统计



资料来源：工信部，天风证券研究所

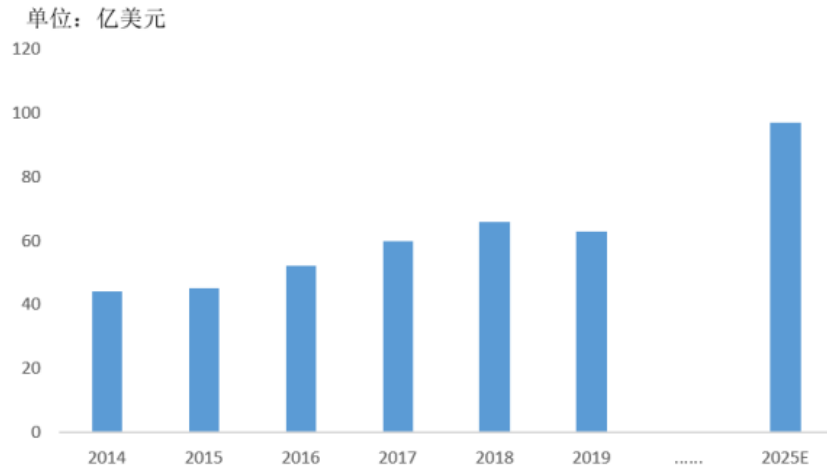
注：22 年开始未披露 4G 基站数量

3.1.2. 通讯连接器市场有望稳定增长

通讯连接器市场规模预期持续发展。随着 4G 网络的深度覆盖和 5G 网络建设的推进，在

可预见的未来，通信领域连接器或将迎来新一轮的增长周期。根据 Bishop & associates, Inc. 的预测数据，至 2025 年全球通信连接器市场规模将达到 215 亿美元。而我国随着 5G 建设有序推进，新型信息基础设施能力不断提升，通信连接器市场需求持续提升，2019 年中国通信连接器市场规模为 62.67 亿美元，预计到 2025 年我国通信连接器市场规模亦将达到 95 亿美元。

图 31：2014-2025 年中国通信连接器市场规模及预测



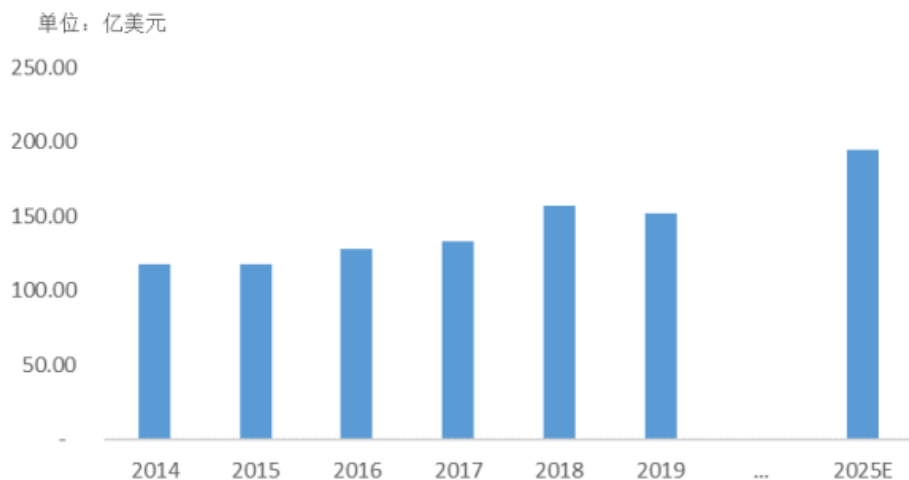
资料来源：Bishop&associates,Inc.，瑞可达招股说明书，天风证券研究所

3.2. 汽车连接器有望受益于电动化&智能化价值量提升

3.2.1. 汽车连接器应用领域丰富，市场规模或持续增长

汽车连接器未来有望迎来大规模放量。2019 年，全球汽车连接器的市场规模增长到 152.10 亿美元，2014-2019 年年均复合增长率为 5.33%，高于同期全球连接器总市场规模的增速。根据 Bishop& Associates, Inc. 预测数据，2025 年全球汽车连接器市场规模将达到 194.52 亿美元。汽车连接器相比其他类型连接器发展潜力大，在新能源汽车快速发展之下，汽车连接器市场规模有望继续增长。

图 32：2014-2025 年全球汽车连接器市场规模及预测



资料来源：Bishop&associates,Inc.，瑞可达招股说明书，天风证券研究所

汽车连接器应用领域丰富，涵盖不同类型汽车。按照传输介质的不同，汽车连接器可以分

为传输交换数据信号的高速连接器和传输交换电流的电连接器，根据工作电压的不同，电连接器可以进一步划分为低压连接器和高压连接器。

表 6：汽车连接器应用范围及领域

分类	应用范围	应用领域
低压连接器	传统燃油车	传统燃油车的 BMS、空调系统、车灯等，工作电压一般为 14V
高压连接器	新能源汽车	应用于新能源汽车的电池、PDU（高压配电盒）、OBC（车载充电机）、DC/DC、空调、PTC 加热、直/交流充电接口等。根据场景不同需要提供 60V-380V 甚至更高的电压等级传输，以及提供 10A-300A 甚至更高的电流等级传输。
高速连接器	新能源汽车、传统燃油车	应用于摄像头、传感器、广播天线、GPS、蓝牙、WiFi、无钥匙进入、信息娱乐系统、导航与驾驶辅助系统等。

资料来源：前瞻产业研究院微信公众号，天风证券研究所

汽车连接器种类主要分为 Fakra 连接器、MiniFakra（HFM）、HSD 连接器和以太网连接器。FAKRA 连接器常用于无线信号传输如车载 AM/FM、GPS 和视频信号传输如摄像头。由于信息技术的发展，车载通讯功能不断增加，一辆车上需要的传统射频信号连接器 FAKRA 越来越多，占用空间也越大，因此出现了 HFM 这类射频连接器，在保证信号传输的前提下，大大节省了车内空间。而 HSD 连接器通常与 Fakra、Mini-Fakra 配合使用。以太网连接器将功能聚合起来，以整合车内的数据传输效率。

表 7：汽车连接器种类

连接器种类	概述
Fakra 连接器	起初为 BMW 需求用于车载收音机天线连接，如今 FAKRA 已成为汽车行业通用标准的射频连接器，被业内广泛应用。
MiniFakra（HFM）	GPS 全球定位系统、车载 AM/FM、车载互联网介入、远程车辆诊断、蓝牙、无钥匙进入及 ADAS 等需求一般用于车载信息娱乐系统、摄像头接口等高速传输数据的功能，单线四芯。HSD 连接器是一种差分连接器，专为汽车行业开发设计，用在如 LVDS 摄像头、USB 和 IEEE1394 等应用上，具有高速传输及很高的屏蔽效率。
HSD 连接器	
以太网连接器	汽车以太网连接器主要针对车载差分信号链路传输，是 360° 全屏蔽系统。

资料来源：深圳市汽车电子行业协会微信公众号，罗森伯格汽车电子微信公众号，祥龙嘉业微信公众号，天风证券研究所

3.2.2. 汽车架构演进，智能化&电动化推动连接器价值量提升

汽车架构不断演进，对于连接器以及数据传输的要求提升。新的汽车架构需要新的更高传输速率、更高频率的连接器，通过开发基于开关的域控制系统，以及基于区域网域的连接系统，来不断升级架构以满足更高需求。

图 33：汽车架构的演进



资料来源：泰科电子 TEConnectivity 微信公众号，天风证券研究所

连接器在车内应用领域众多，数据传输超高速、超高频需求提升。最新架构中的 GEMnet 是一款兼容了当下市场规范的屏蔽式差分连接器系统，可实现高达 15GHz 和 25Gbps 的数据传输性能。该系统不仅采用紧凑的汽车级设计，还可灵活支持各种以太网应用和行业协议，包括 4K 显示器、雷达/激光雷达、高分辨率摄像机和安全关键应用。

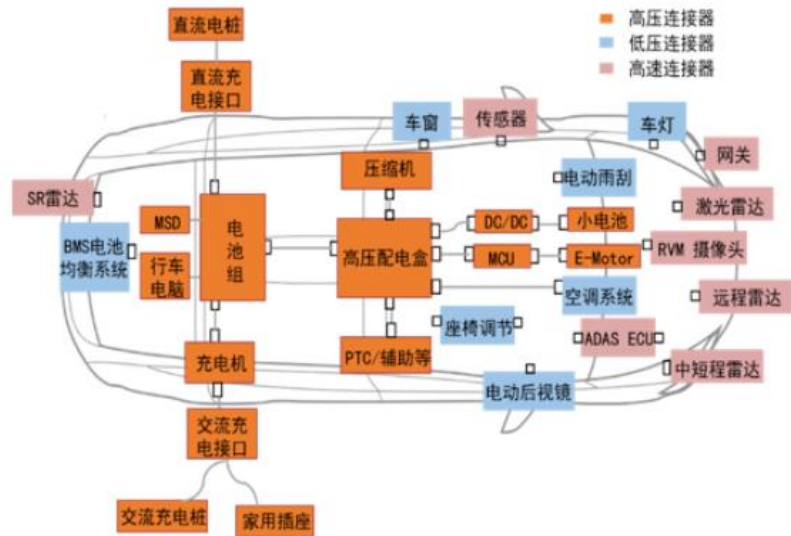
图 34：泰科电子 GEMnet 以太网连接器使用情况



资料来源：泰科电子 TEConnectivity 微信公众号，天风证券研究所

新能源汽车提升连接器用量，高压连接器应用增多提升价值量。传统燃油车单车所用连接器数量约为 500 个，而新能源汽车单车将运用 800-1000 个连接器，车载连接器数量需求翻番。汽车电动化、智能化、网联化趋势下，汽车电子应用将从中高端车型向低端车型渗透，在整车制造成本中的占比不断提高，在新能源整车中成本占比达到 45%-65%。汽车连接器作为各个电子系统连接的信号枢纽，广泛应用于动力系统车身系统、信息控制系统、安全系统、车载设备等方面。新能源汽车电气系统除了增加高压电气系统外，还包括了低压电气系统及 CAN 通讯信息网络系统，同时汽车功能增多将带动相应 ECU、传感器等部件增长，需要低压数据网络以更加可靠安全的方式工作，连接器应用数量增多。

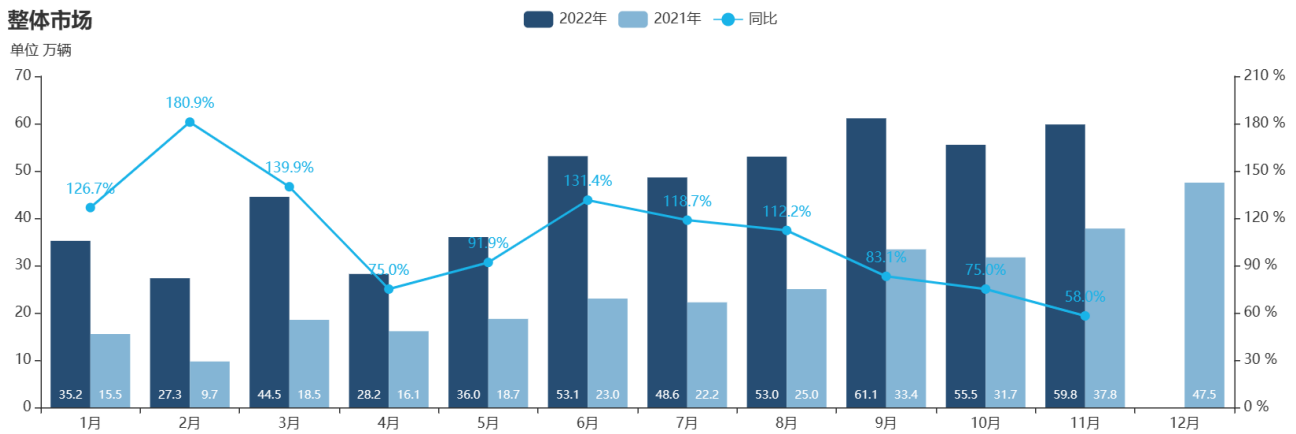
图 35：汽车连接器使用区域



资料来源：前瞻产业研究院微信公众号，天风证券研究所

新能源汽车销量持续快速提升。2022 年 11 月我国新能源汽车销量达 59.8 万台，2022 年 1 月-11 月我国新能源汽车月销量同比增速始终保持 50%以上高速增长，新能源汽车销量不断增长，催生车载连接器发展的新趋势。

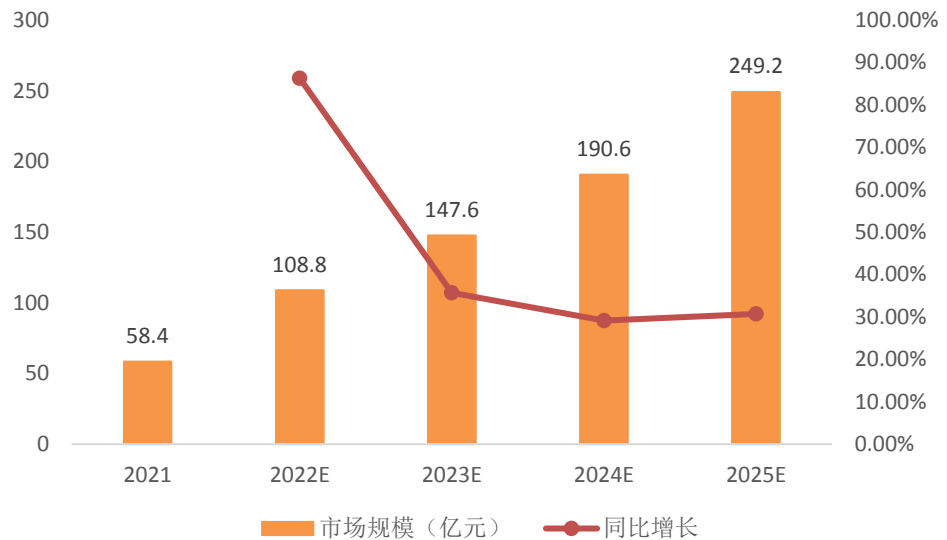
图 36：我国新能源汽车销量及同比增速



资料来源：乘联会，天风证券研究所

新能源布局推进我国汽车高压连接器市场规模快速增长。高压大电流的连接器对汽车电动化的发展至关重要，新能源汽车高压连接器的单车价值量约 700-3500 元，远高于低压连接器。根据中商情报网预测，随着新能源汽车渗透率持续提升及各大车厂新能源布局推进，高压连接器迎来高速增长，2025 年中国市场新能源车高压连接器增量需求有望达 249.2 亿元，2021 至 2025 年年均复合增长率有望达 43.7%。

图 37：中国高压连接器市场规模预测趋势图



资料来源：深圳市电子商会，中商产业研究院，天风证券研究所

3.3. 连接器劲旅，通信领域稳步增长，汽车领域进入业绩收获期

公司客户资源优质，客户关系稳固。在通讯连接器领域，公司和包括华为、中兴在内的多个优质客户建立了长期合作关系，通过 SFP、SFP+ 等高端系列的高速连接器产品，进一步加强与华为、中兴等大客户合作的广度和深度。此外，在消费电子和汽车连接器领域也与国内和国际知名客户建立了合作关系，公司进入了华为、比亚迪、吉利、奔驰、宝马、长安、长城、蔚来、理想等车厂的供应体系，汽车连接器业务有望快速增长。

此外，公司客户也开始呈现重叠现象，为公司进一步延伸市场和产品应用领域提供了便利条件。公司与华为的合作也从通讯延伸到了汽车，目前深度配套华为为车载智能网联相关业务，在车载 ADAS，MDC，5GT-BOX 等相关模块定制开发了多系列连接器。

表 8：连接器领域客户

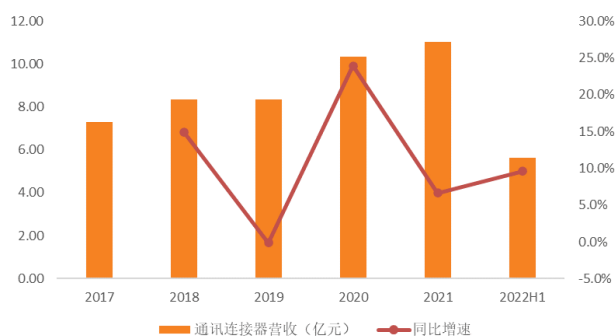
领域	客户
通讯连接器	华为、中兴、富士康、和硕、Duratec
消费电子&汽车连接器	正崧、伟创力、莫仕、Full Rise、FCI；汽车领域客户还包括华为、比亚迪、吉利、奔驰、宝马、长安、长城、蔚来、理想、通用、大众等。

资料来源：意华股份 2021 年年度报告，全景投资者互动平台，意华股份公告，天风证券研究所

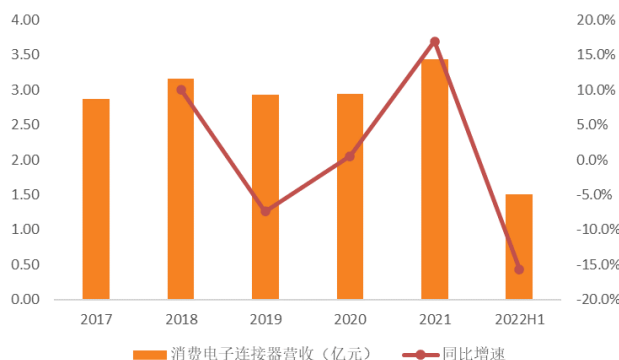
通讯连接器近年稳定增长，消费电子连接器由于下游行业不景气，上半年呈现下滑。2022 年 H1 通讯连接器营收实现 5.64 亿元，同比上升 9.60%；2022 年 H1 消费电子连接器营收实现 1.51 亿元，同比下降 15.71%。

图 38：意华股份通讯连接器近年收入与增速

图 39：意华股份消费电子连接器近年收入与增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

子公司苏州远野汽车连接器产品众多, 公司拥有多年中小型精密模具开发经验。公司从 2005 年开始涉足汽车连接器领域, 专业生产汽车电机连接器、BMS 低压连接器、车载高频高速连接器、电子控制(ECU)连接器等, 分别应用于车窗升降系统、电池包管理系统、汽车电子控制(ECU)单元、传感器、毫米波雷达、助力转向(ESP)、车身稳定(ESP)、驾驶辅助系统(ADAS)、车联网(T-BOX)等领域。

表 9: 苏州远野汽车连接器产品

产品	主要应用领域
低压连接器 (常规款)	BMS(电池管理系统模块)、车载低压低信号模块接插件、MCU.OBC 车载电源产品
低压低高度连接器	传动装置、BMS(电池管理系统模块)、MCU.OBC 车载电源产品、5GT-BOX
ECU 连接器	ECU 控制单元
电机连接器	汽车车窗玻璃升降器、电机接插件
车载高频高速连接器	车载驾驶辅助系统、车载 360°全景摄像头、车载多功能天线、自动驾驶、车载互联网和移动通信、车载蓝牙、车载信息娱乐系统
嵌件注塑结构件	三电系统、高压互联系统系统、汽车电子变速箱执行器、新能源直流变换器、电子涡轮增压器、汽车防撞、自动泊车、行人检测
传感器连接器	汽车变速箱传感器模块、发动机系统、变速箱系统、刹车系统、转向系统、空调系统等

资料来源: 苏州远野官网, 天风证券研究所

苏州远野收入利润高速增长, 盈利能力逐步改善。子公司苏州远野 2022 年 H1 实现营收 6482.56 万元, 同比上升 97.23%, 净利润 1450.21 万元, 同比上升 1914.66%。公司近年发展迅速, 2018-2021 年间营业收入高速增长, 未来发展值得期待。

表 10: 苏州远野收入利润情况

	2018	2019	2020	2021	2022H1
营业收入 (万元)	130.18	2520.99	3732.22	7652.25	6482.56
营收同比增速	-	1836.57%	48.05%	105.03%	97.23%
净利润 (万元)	-55.68	-1615.187	-1502.51	406.65	1450.21
净利润同比增速	-	-	-	-	1914.66%

资料来源: 意华股份年度报告, 天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

核心业务假设：

业务基本假设：

太阳能支架及配件业务方面，考虑到光伏行业有望持续推动建设，并且上游原材料价格的企稳下降有望加速行业下游建设；同时公司不断开拓下游客户并提升产能，我们预计该业务将会迎来快速增长，假设太阳能支架及配件业务 2022-2024 年收入增速分别为 45%、45% 和 30%；随着上游包括铜等原材料的企稳，预计毛利率有所回升，预计 22-24 年毛利率分别为 12%、14%和 15%；

通讯连接器业务作为公司连接器基础业务，在通信稳步发展的市场下，预计 22-24 年该业务收入增速分别为 5%、3%、3%，由于行业相对成熟，预计毛利率呈现小幅度下滑趋势，预计 22-24 年毛利率分别为 28%、26%、25%；

消费电子连接器业务今年受疫情等因素影响，消费电子行业行情较弱，我们预计明年有望迎来复苏，带动消费电子零部件包括连接器需求回暖。预计 2022-2024 年收入增速为-20%、5%、5%；由于行业相对成熟，预计毛利率呈现小幅度下滑趋势，毛利率分别为 22%、21%、20%；

其他连接器业务主要包括汽车连接器等，我们认为随着新能源汽车销量的持续增长，带动高压连接器需求，预计该业务将保持稳健增速，假设其他连接器业务 2022-2024 年收入增速为-10%、20%、20%；新能源高压连接器以及高速连接器的应用预计将提升盈利能力，预计 22-24 年毛利率皆为 25%；

其他业务 2022-2024 年收入增速分别为 40%、30%、30%；毛利率分别为 15%、14%、14%；

表 11：公司业务拆分预测（单位：百万元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
太阳能支架及配件	业务收入	2255.58	3270.59	4742.35	6165.06
	同比增长率	70.47%	45.00%	45.00%	30.00%
	成本	2014.16	2878.12	4078.42	5240.30
	毛利率	10.70%	12.00%	14.00%	15.00%
通讯连接器	业务收入	1103.28	1158.44	1193.19	1228.99
	同比增长率	6.63%	5.00%	3.00%	3.00%
	成本	794.73	834.08	882.96	921.74
	毛利率	27.97%	28.00%	26.00%	25.00%
消费电子连接器	业务收入	344.24	275.39	289.16	303.62
	同比增长率	16.93%	-20.00%	5.00%	5.00%
	成本	268.79	214.81	228.44	242.90
	毛利率	21.92%	22.00%	21.00%	20.00%
其他连接器	业务收入	602.01	541.81	650.17	780.20
	同比增长率	30.55%	-10.00%	20.00%	20.00%
	成本	484.02	406.35	487.63	585.15
	毛利率	19.60%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	业务收入	184.49	258.28	335.77	436.50
	同比增长率	19%	40%	30%	30%
	成本	159.20	219.54	288.76	375.39
	毛利率	13.71%	15.00%	14.00%	14.00%
合计	业务收入	4489.59	5504.51	7210.64	8914.37
	同比增长率	37.37%	22.61%	31.00%	23.63%
	成本	3720.89	4552.90	5966.21	7365.48

毛利率	17.12%	17.29%	17.26%	17.38%
-----	--------	--------	--------	--------

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

公司深耕连接器领域，同时拓展光伏支架及配件业务，通过并购增强自身竞争实力，并成功开拓国际大客户赋能后续增长。预计公司 22-24 年归母净利润为 2.7/4.2/5.3 亿元，对应 22-24 年市盈率分别为 36、24、19 倍。

我们选取连接器领域的瑞可达（产品包括汽车连接器、通讯连接器），光伏支架领域的中信博（产品包括光伏跟踪支架系统、固定支架系统等）、清源股份（主要提供光伏储能系统解决方案、光伏支架解决方案等）作为可比公司，参考可比公司 23 年平均 34 倍估值，考虑公司积极开拓光伏国际大客户，并积极扩产，同时向汽车连接器领域开拓，受益于行业快速发展有望实现较高增速，给予公司 2023 年 30-35 倍 PE，对应股价为 73.82-86.12 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 12：意华股份可比公司估值（可比公司参考 WIND 一致盈利预测数据，截至 2022 年 1 月 11 日）

	EPS				PE			
公司	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
瑞可达	1.05	2.36	3.58	5.16	132.11	42.05	27.70	19.25
中信博	0.11	0.38	2.34	3.96	1593.28	281.17	45.03	26.64
清源股份	0.17	0.37	0.58	0.87	77.28	45.49	28.71	19.39
平均						122.90	33.81	21.76

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示：

- 1、光伏行业需求不及预期：**光伏行业是重点布局的新能源行业，近年发展较快，存在光伏行业未来需求不及预期的风险，影响业务在增速。
- 2、行业竞争激烈，价格下降风险：**光伏支架领域存在较多竞争者，存在行业竞争加剧，影响厂商盈利能力的风险。
- 3、新能源汽车渗透率不及预期：**新能源汽车近年需求增速较高，但存在渗透率提升速度放缓的风险，或将导致整体行业销量低于预期，行业景气度不及预期，产业链各家公司产品需求受到影响。
- 4、消费电子景气度持续低迷导致相应业务收入和毛利不及预期：**目前消费电子整体景气度较差，明年预期或有所复苏，但存在消费电子景气度持续低迷，导致公司相关业务销售收入与毛利情况不及预期的可能。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	454.44	340.80	829.95	617.24	713.15	营业收入	3,268.28	4,489.59	5,504.51	7,210.64	8,914.37
应收票据及应收账款	542.00	698.07	678.06	1,084.54	1,045.00	营业成本	2,531.91	3,720.89	4,552.90	5,966.21	7,365.48
预付账款	113.34	266.02	189.26	407.36	329.19	营业税金及附加	16.07	18.12	22.21	29.10	35.97
存货	723.75	1,631.67	1,277.12	2,367.66	2,254.96	销售费用	83.00	103.70	123.85	151.42	187.20
其他	193.75	153.33	179.69	215.43	233.78	管理费用	130.01	158.13	176.14	223.53	276.35
流动资产合计	2,027.28	3,089.90	3,154.08	4,692.24	4,576.07	研发费用	188.41	203.15	217.43	281.22	347.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	91.19	97.16	83.60	76.31	82.69
固定资产	797.01	1,059.42	968.28	951.32	942.71	资产/信用减值损失	(60.44)	(82.77)	(64.21)	(69.14)	(77.48)
在建工程	154.50	69.27	39.63	119.82	134.91	公允价值变动收益	17.86	(10.69)	(5.88)	7.35	(2.99)
无形资产	126.85	119.69	100.61	91.03	81.44	投资净收益	8.36	21.19	30.00	40.00	35.00
其他	371.32	557.13	527.60	474.60	506.31	其他	50.81	115.91	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	1,449.67	1,805.51	1,636.12	1,636.76	1,665.38	营业利润	211.09	144.79	288.28	461.06	573.54
资产总计	3,476.95	4,895.41	4,790.20	6,329.00	6,241.45	营业外收入	1.13	0.81	0.90	0.95	0.89
短期借款	848.76	1,067.96	1,000.00	1,000.00	1,194.94	营业外支出	2.71	2.01	1.73	1.65	1.80
应付票据及应付账款	522.69	563.59	701.10	1,259.32	946.16	利润总额	209.52	143.59	287.46	460.36	572.63
其他	344.67	814.79	833.40	1,485.65	1,087.67	所得税	35.41	22.20	44.65	73.50	91.62
流动负债合计	1,716.11	2,446.34	2,534.51	3,744.97	3,228.76	净利润	174.11	121.39	242.80	386.87	481.01
长期借款	377.76	565.57	400.00	400.00	419.73	少数股东损益	(5.95)	(14.26)	(29.14)	(33.10)	(51.79)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	180.07	135.64	271.94	419.96	532.80
其他	32.21	182.27	200.00	188.16	190.15	每股收益（元）	1.06	0.79	1.59	2.46	3.12
非流动负债合计	409.96	747.84	600.00	588.16	609.88						
负债合计	2,136.94	3,488.62	3,134.51	4,333.13	3,838.64	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	33.15	30.62	5.15	(23.78)	(69.05)	成长能力					
股本	170.67	170.67	170.67	170.67	170.67	营业收入	101.43%	37.37%	22.61%	31.00%	23.63%
资本公积	513.90	513.90	513.90	513.90	513.90	营业利润	428.38%	-31.41%	99.11%	59.93%	24.40%
留存收益	632.09	750.67	988.39	1,355.51	1,821.27	归属于母公司净利润	310.00%	-24.67%	100.48%	54.43%	26.87%
其他	(9.81)	(59.07)	(22.42)	(20.43)	(33.98)	获利能力					
股东权益合计	1,340.01	1,406.79	1,655.70	1,995.87	2,402.82	毛利率	22.53%	17.12%	17.29%	17.26%	17.38%
负债和股东权益总计	3,476.95	4,895.41	4,790.20	6,329.00	6,241.45	净利率	5.51%	3.02%	4.94%	5.82%	5.98%
						ROE	13.78%	9.86%	16.48%	20.79%	21.55%
						ROIC	16.18%	10.08%	11.71%	21.16%	20.22%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债率	61.46%	71.26%	65.44%	68.46%	61.50%
净利润	174.11	121.39	271.94	419.96	532.80	净负债率	59.26%	110.43%	43.49%	46.45%	45.22%
折旧摊销	111.23	134.73	139.86	146.35	153.10	流动比率	1.17	1.13	1.24	1.25	1.42
财务费用	62.54	67.55	83.60	76.31	82.69	速动比率	0.75	0.53	0.74	0.62	0.72
投资损失	(8.36)	(21.19)	(30.00)	(40.00)	(35.00)	营运能力					
营运资金变动	(56.80)	(749.62)	439.09	(486.15)	(572.53)	应收账款周转率	6.03	7.24	8.00	8.18	8.37
其它	(5.28)	27.61	(35.02)	(25.75)	(54.78)	存货周转率	4.60	3.81	3.78	3.96	3.86
经营活动现金流	277.44	(419.54)	869.47	90.73	106.28	总资产周转率	1.00	1.07	1.14	1.30	1.42
资本支出	303.23	146.48	(17.73)	211.84	148.02	每股指标（元）					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.06	0.79	1.59	2.46	3.12
其他	(684.15)	(558.74)	59.18	(386.53)	(257.04)	每股经营现金流	1.63	-2.46	5.09	0.53	0.62
投资活动现金流	(380.92)	(412.26)	41.45	(174.69)	(109.02)	每股净资产	7.66	8.06	9.67	11.83	14.48
债权融资	409.74	548.57	(427.88)	(82.05)	172.72	估值比率					
股权融资	(28.49)	(66.33)	6.10	(46.69)	(74.07)	市盈率	54.94	72.94	36.38	23.56	18.57
其他	(100.35)	244.38	(0.00)	0.00	(0.00)	市净率	7.57	7.19	5.99	4.90	4.00
筹资活动现金流	280.89	726.62	(421.78)	(128.74)	98.65	EV/EBITDA	7.69	15.80	16.34	13.01	11.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.01	19.19	20.95	15.86	13.30
现金净增加额	177.42	(105.18)	489.15	(212.70)	95.91						
资料来源：公司公告，天风证券研究所											

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com