

信义山证汇通天下

证券研究报告

汽车零部件 III

卡倍亿 (300863.SZ)

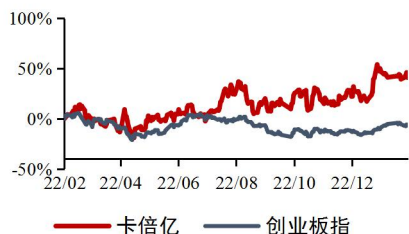
买入-A(维持)

受益于电动智能化及国产替代的车用线缆龙头

2023 年 2 月 13 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023 年 2 月 10 日

收盘价（元）：	98.88
总股本（亿股）：	0.56
流通股本（亿股）：	0.19
流通市值（亿元）：	18.52

基础数据：2022 年 9 月 30 日

每股净资产（元）：	13.53
每股资本公积（元）：	4.96
每股未分配利润（元）：	6.93

资料来源：最闻

分析师：

林帆

执业登记编码：S0760522030001

邮箱：linfan@sxzq.com

投资要点：

➤ 汽车用线缆龙头企业，盈利能力快速提升。公司创始于 1986 年，2004 年与德国卡倍亿（KBE）成立合资企业卡倍亿有限，近 37 年来一直聚焦于汽车用线缆的研发、生产和销售，是国内车用线缆龙头企业之一，也是 A 股唯一一家此类上市公司。公司目前终端客户已涵盖大众、奔驰、宝马、沃尔沃、路虎、菲亚特、通用、福特、特斯拉、丰田、本田、日产等国际汽车主流企业，国内客户主要包括上汽集团、广汽集团、吉利控股等。公司具有历史悠久、技术积累雄厚、客户资源优质等优势，是国内规模仅次于福斯集团的第二大车用线缆企业。受益于汽车新能源化和智能化的快速发展，公司 2020 年开始营收和净利润实现快速增长，2020 年、2021 年营收增速分别为 38.4%、79.4%，2021 年、2022 年（预告）净利润增速分别为 63.2%、73.7%-96.9%。

➤ 汽车电动智能化渗透率快速提升，带来车用线缆量价齐升。汽车智能化与电动化一体两面、相互促进，随着新能源汽车的快速增长，汽车智能化率也迅速提高。2020 年开始，全球新能源汽车产销进入快车道，2020-2022 年新能源汽车销量（EVTank 统计）分别为 331.1 万辆（+49.8%）、670.0 万辆（+102.4%）和 1082.4 万辆（+61.6%），其中中国新能源汽车销量（中汽协统计）分别为 136.7 万辆（+10.9%）、352.1 万辆（+157.6%）和 688.7 万辆（+93.4%）。至 2022 年，全球新能源汽车市场渗透率提升至约 13.0%，中国市场渗透率提升至 25.6%。电动智能汽车的快速增长，带来车用线束和线缆单车用量和价值量的双提升。经测算，应用 L3、L4 级自动驾驶系统的智能电动乘用车线束长度约为传统燃油车的 1 倍以上，使用高压充电系统的新能源乘用车单车线束价值量较传统燃油车增加约 70% 以上。我们判断，未来随着汽车的智能化程度越高、高压系统使用得越多，单车线束和线缆的使用量 and 价值量将进一步增加。

➤ 线束线缆的国产替代加速，将给公司中长期盈利保持较高增长提供有力保证。当前，日本的矢崎、住友和美国的德尔福前三大线束厂商占据全球车用线束约 70% 左右的市场份额，具有较强的垄断地位。国内线束厂商如河南天海、昆山沪光等近年进步较快，特别是在低端车型配套上发展很快，但从全球价值量占比来看仍不足 10%，国内市场价值占比也低于 40%，仍处于不高的水平。随着中国汽车在全球占比的提升，特别是蔚来、小鹏、理想等造车新势力的崛起，将给国产线束线缆企业带来很好的国产替代机会，也给公司中长期盈利保持高增长提供有力保证。

盈利预测、估值分析和投资建议：我们预计公司 2022-2024 年净利润为



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

1.63/2.21/3.03 亿元，同比增长 89.1%/35.4%/37.1%，EPS 为 2.94/3.98/5.46 元，对应于 2023 年 2 月 10 日收盘价 98.88 元，PE 分别为 33.6/24.8/18.1 倍。维持“买入-A”的投资评级。

风险提示：疫情反复的影响超预期；新能源汽车补贴政策退出的影响超预期；上游原材料价格大幅波动的影响。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,264	2,268	3,181	4,141	5,381
YoY(%)	38.4	79.4	40.3	30.2	29.9
净利润(百万元)	53	86	163	221	303
YoY(%)	-12.3	63.2	89.1	35.4	37.1
毛利率(%)	11.0	10.9	12.3	12.6	12.7
EPS(摊薄/元)	0.95	1.55	2.94	3.98	5.46
ROE(%)	9.1	13.0	20.2	21.6	23.0
P/E(倍)	103.8	63.6	33.6	24.8	18.1
P/B(倍)	9.5	8.5	6.9	5.4	4.2
净利率(%)	4.2	3.8	5.1	5.3	5.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 快速成长的线缆龙头企业.....	6
1.1 公司发展历程.....	6
1.2 公司股权结构.....	6
1.3 公司主营业务产品.....	7
1.4 公司主要客户.....	8
1.5 公司主要财务数据.....	9
1.6 公司主要竞争优势.....	9
2. 受益于电动智能化的高速成长.....	11
2.1 全球新能源汽车的高速成长.....	11
2.2 电动化与智能化的一体两面.....	11
2.3 汽车电动智能化给线束行业带来的机会.....	12
3. 国产替代提供中长期发展良机.....	13
3.1 全球汽车线束行业竞争格局.....	13
3.2 外资（合资）知名线束线缆企业的优劣势.....	14
3.2.1 外资（合资）知名线束线缆企业的优势.....	14
3.2.2 外资（合资）知名线束线缆企业的劣势.....	14
3.3 国产线束线缆企业的优劣势.....	14
3.3.1 国产线束线缆企业的优势.....	14
3.3.2 国产线束线缆企业的劣势.....	15
3.4 国产替代的潜力.....	15
3.5 汽车线束产业链及成本构成.....	16
4. 盈利预测及投资建议.....	16
4.1 可比公司财务对比.....	16
4.2 盈利预测.....	18
4.3 投资建议.....	20

5. 风险提示.....	20
--------------	----

图表目录

图 1: 公司主要发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构（截至 2022 年三季报）.....	6
图 3: 公司主要客户.....	8
图 4: 近五年公司前五大客户营收及占比.....	8
图 5: 公司近年营收及增速.....	9
图 6: 公司近年净利润及增速.....	9
图 7: 公司主要竞争优势.....	10
图 8: 中国新能源汽车销量及增速.....	11
图 9: 全球新能源汽车渗透率.....	11
图 10: 汽车电动化与智能化的关系.....	12
图 11: 中国乘用车新四化指数.....	12
图 12: 传统燃油车与新能源乘用车线束用量对比（km）.....	12
图 13: 传统燃油车与新能源乘用车单车线束价值量对比（元）.....	12
图 14: 全球主要汽车线束厂商竞争格局（2020 年）.....	13
图 15: 中国市场主要汽车线束厂商竞争格局.....	13
图 16: 汽车线束产业链.....	16
图 17: 沪光股份线束成本构成（2019 年）.....	16
图 18: 可比公司营收（亿元）对比.....	17
图 19: 可比公司营收增速对比.....	17
图 20: 可比公司归母净利润（亿元）对比.....	17

图 21: 可比公司净利润增速对比.....	17
图 22: 可比公司毛利率对比.....	17
图 23: 可比公司净利率对比.....	17
表 1: 公司主要产品.....	7
表 2: 2021 年前五大客户销售额及占比.....	8
表 3: 国内知名线缆企业一览.....	10
表 4: 国内知名线缆企业一览.....	13
表 5: 线缆市场规模预测（亿元）.....	15
表 6: 公司各业务板块盈利拆分及预测.....	18
表 7: 公司主要财务数据及估值.....	19
表 8: 可比公司估值及比较.....	19

1. 快速成长的线缆龙头企业

1.1 公司发展历程

公司前身卡倍亿有限设立于 2004 年 3 月，但是其产品和业务沿承自 1986 年创始人所设企业，至今已近 37 年，一直聚焦于汽车用线缆的研发、生产和销售。公司目前终端客户已涵盖大众、奔驰、宝马、沃尔沃、路虎、菲亚特、通用、福特、特斯拉、丰田、本田、日产等国际汽车主流企业，国内客户主要包括上汽集团、广汽集团、吉利集团等。2020 年 8 月，公司于深交所创业板上市，是目前 A 股唯一一家汽车用线缆上市公司，具有一定的稀缺性。

图 1：公司主要发展历程

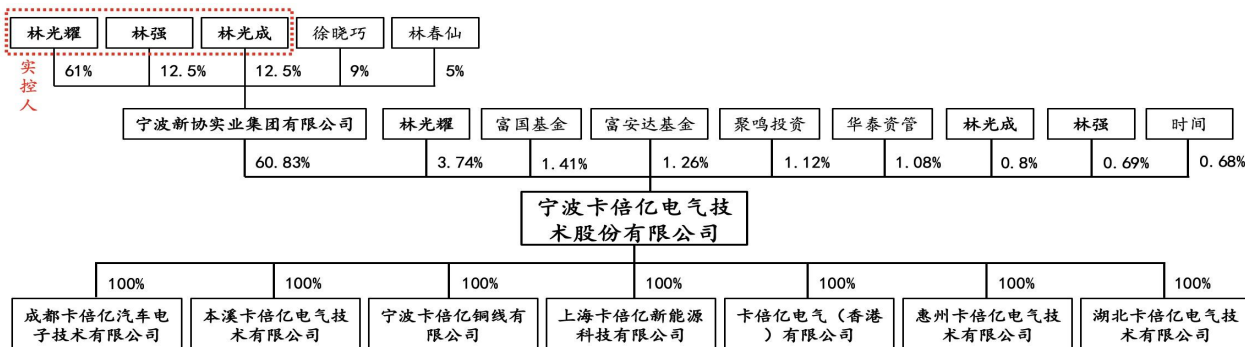


资料来源：公司招股说明书，公司官网，山西证券研究所

1.2 公司股权结构

截至 2022 年三季报，公司实控人为林光耀、林光成、林强，合计持有 57.54% 的股份。股权相对集中，林氏家族处于绝对控股地位。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年三季报）



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.3 公司主营业务产品

公司的主要产品为汽车用线缆，具体分为两大类：常规线缆、特殊线缆。其中常规线缆包括 PVC 低压线缆及交联高温线缆，特殊线缆包括铝线缆、对绞线缆、屏蔽线缆、硅橡胶线缆、多芯护套线缆、同轴线缆、数据传输线缆、充电线缆等，可满足国际标准、德国标准、日本标准、美国标准、中国标准等专业汽车线缆标准，并可满足部分客户的特殊技术要求。

常规线缆广泛应用于汽车各子系统和零部件，具有技术成熟、性能稳定、成本低廉、易于安装等特点；特殊线缆中的硅橡胶线缆和充电线缆主要应用于新能源汽车。

表 1：公司主要产品

分类		图片	应用领域	性能特点
常规线缆	PVC 低压线缆 交联高温线缆		汽车用仪器仪表、低压电机控制器、低压电子设备等	使用 PVC、PP、XLPE 等绝缘材料，外径小，耐高温、耐磨损、耐油、耐老化
	铝线缆		传统低压蓄电池用连接线、传统汽车发动机舱内各类用线	成本低、重量轻，适应汽车轻量化要求，达到节油、减少排放的目的
特殊线缆	对绞线缆		用于 CAN-BUS 等数据总线，汽车内传感器和控制单元等	由相互绝缘的金属导线绞合而成，可减少外界电磁干扰、弯曲性好
	屏蔽线缆		通讯、音视频、仪表和电子设备及自动化装置等有电磁兼容要求的线路连接	通过添加屏蔽层来实现线路与外界电磁信号的屏蔽，满足线路的电磁兼容性的要求，解决了非屏蔽汽车线缆容易受到外界电磁干扰或对外界产生电磁干扰的问题
	硅橡胶线缆		用于电动汽车内部充放电系统高压电源的连接	耐高温、耐高压、柔软弯曲、优异的电磁兼容性
	多芯护套线缆		用于汽车控制部件的连接	具有多信号传输和可承受反复弯曲及扭曲的特性
	同轴线缆		用于高频数字、移动通信、GPS、无线电广播	具有优异的耐高温性、耐弯曲性、信号高速传输性以及电磁兼容性
	数据传输线缆		后视摄像系统、USB 等	使用灵活、传输性能优越等
	充电线缆		新能源电动汽车充电系统与外部电源的连接	具有优良的耐高低温、耐紫外线、耐磨及柔软弯曲性能

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

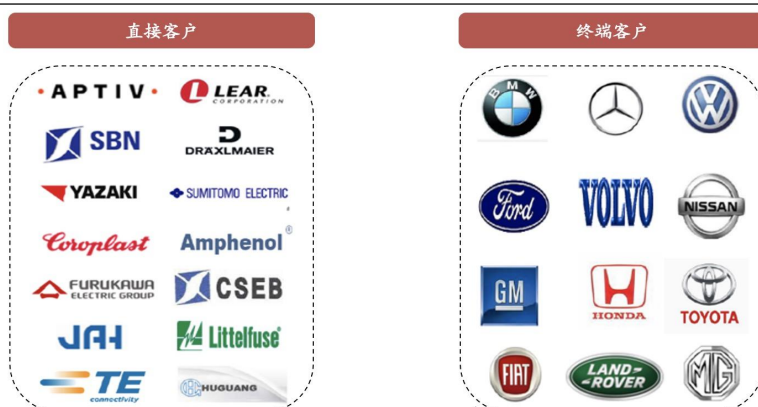
1.4 公司主要客户

公司作为整车制造商的二级供应商，主要向线束企业（一级供应商）供货，产品的销售方式主要为直销。目前，公司的直接客户主要有安波福、德科斯米尔、矢崎、李尔、古河等全球大型线束生产厂商；随着国产线束企业的崛起，公司给国内厂商供货的比例也有较大幅度的提升。全球主要汽车整车厂如奔驰、宝马、大众、沃尔沃、菲亚特-克莱斯勒、路虎、特斯拉、通用、福特、丰田、本田、日产、上汽集团、广汽集团、吉利控股等均为公司的间接客户。

在新能源车用线缆领域，公司已经取得上汽大通、吉利、通用、本田、日产等多家整车企业高压线缆的供货认证，并已向特斯拉、大众、日产、通用、本田、上汽大通、吉利等厂商供货。

2021年，公司前五大客户营收17.3亿元，占比76.4%。从近5年来看，公司前五大客户营收占比均超75%，集中度较高；我们认为，未来随着给国产线束厂商供货的增多，公司客户集中度有望趋势性下行。

图3：公司主要客户



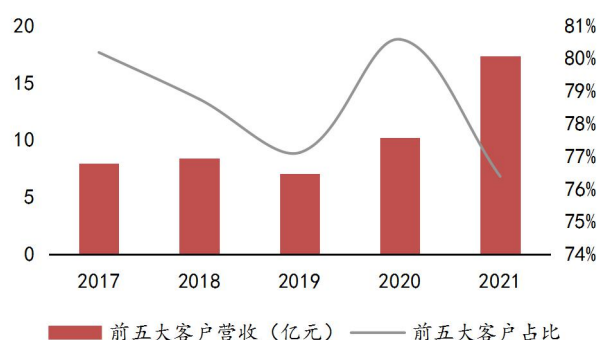
资料来源：公司公告，公司招股说明书，山西证券研究所

表2：2021年前五大客户销售额及占比

序号	客户名称	销售额（亿元）	占比
1	客户一	5.65	24.93%
2	客户二	4.98	21.98%
3	客户三	4.22	18.61%
4	客户四	1.62	7.15%
5	客户五	0.84	3.71%

资料来源：公司年报，山西证券研究所

图4：近五年公司前五大客户营收及占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.5 公司主要财务数据

从 2020 年开始，公司营收开始快速增长（+38.4%），2021 年开始净利润实现快速增长（+63.2%，2022 年业绩预告扣非净利润增速为+99.3%至+125.9%），成长性较好。由于莱尼等外资巨头开始退出车用线缆业务，该行业的格局正在发生良性变化。

图 5：公司近年营收及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：公司近年净利润及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.6 公司主要竞争优势

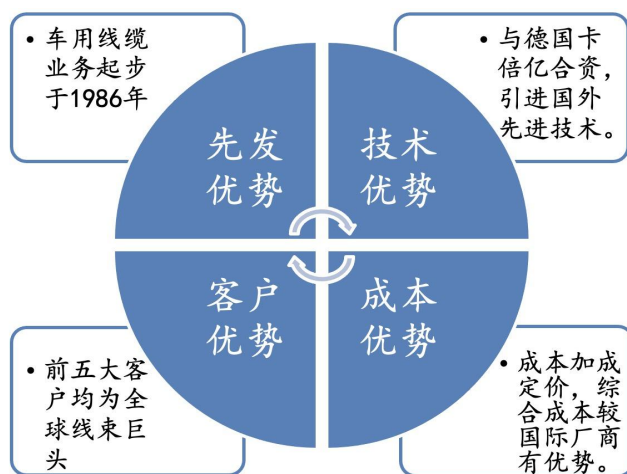
公司创始于 1986 年，已有 37 年历史，伴随着早期国内的合资车企对零部件国产化的要求，一直从事汽车线缆的研发、生产、服务，具有历史悠久、技术和客户积累雄厚的优势。

2003 年底与德国卡倍亿（KBE）成立合资公司后，凭借德方在技术上的优势，及全球客户和生产基地布局优势，迅速进入全球主要知名线束厂商供应商体系。领先的技术和优质的客户资源一直保持至今。

与国内同行业其它企业比，2022 年卡倍亿产能有望超越江苏江扬，成为仅次于福斯集团的第二大车用线缆企业，且未来增速大概率将高于竞争对手。

公司生产所需原材料主要为铜杆和铜丝，铜材的定价采用“电解铜价格+加工费”的定价方式，其中加工费主要通过年度框架协议或订单确定，电解铜价格则按照“下单价格+现货升水”确定。“成本加成”的定价模式，有利于将原材料价格波动对公司利润的影响降到最低，保证盈利的稳定性。优于定价模式的特殊性，线缆行业定价定能要优于线束行业，因此线缆行业的格局好于线束行业可能将是未来较长时间内的趋势。

图 7：公司主要竞争优势



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

表 3：国内知名线缆企业一览

序号	企业	年生产能力	营收规模	人员规模	核心产品	竞争优势
1	莱尼电气线缆（中国）有限公司	/	21 年突破 20 亿元	453	单芯线、汽车线、多芯线、数据线、同轴线、高压线、挤出扁平线、EV 充电线、创新型材料电缆。	德国莱尼集团成立于 1917 年，是世界上最大的电缆、铜线、线束生产厂商之一。2022 年 9 月常州高新区第 3 家工厂开业投产，标志着莱尼瞄准新能源汽车产业进入全面市场化扩张期。
2	江苏江扬线缆有限公司	600 万公里	/	204	单芯低压汽车电线、耐高温汽车电缆、新能源车车辆用高压电缆、无卤低烟阻燃环保型线缆等车用电线电缆。	公司技术力量雄厚，2018 年被认定为国家高新技术企业，公司建有江苏省技术中心和江苏省新能源电缆工程技术研究中心，到 2022 年止，已获得授权国家专利 52 件。
3	北京斯普乐电线电缆有限公司	150 万公里	超过 4 亿元	176	编织屏蔽电线、铝箔屏蔽电线、单芯无屏蔽电线。	专注研究汽车用电线电缆的生产、使用特性，重视产品品质，公司先后通过 ISO 9000 系列及 TS 16949 的质量体系认证，拥有通过中国合格评定认可委员会（CNAS）认可的 ISO 17025 实验室。
4	宁波卡倍亿电气技术股份有限公司	21 年 430 万公里	22 年预计 31.81 亿元	757	PVC 低压线缆、交联高温线缆、铝线缆、对绞线缆、屏蔽线缆、硅橡胶线缆、多芯护套线缆、同轴线缆、数据传输线缆、充电线缆。	已进入多家主流国际知名汽车整车厂商的供应商体系。在目前外资品牌仍占有较大份额的国内汽车线缆市场中，卡倍亿凭借深厚的技术积累和品牌优势，约占 10%-15% 的市场份额。
5	福斯集团	1700 万公里	22 年预计超 70 亿元	1600+	车用数据线缆、车用环保绝缘单芯线缆、车用屏蔽或非屏蔽护套线缆、新能源车用高压线缆。	福斯装备了国际先进的生产设备，可生产以 ISO 国际标准为主的各种汽车电线电缆产品，在国内市场占有率超过 25%。全球市场占有率超过 5%。

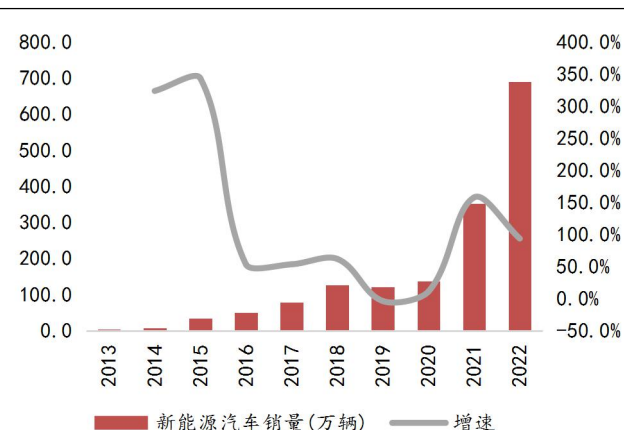
资料来源：各公司官网，线束世界，Wind，山西证券研究所

2. 受益于电动智能化的高速成长

2.1 全球新能源汽车的高速成长

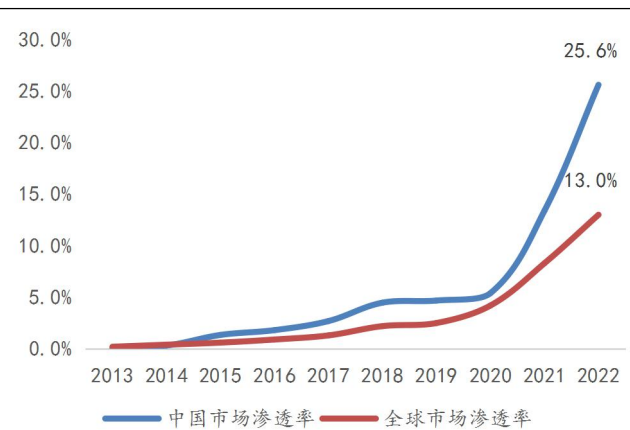
从 2021 年开始，无论是国内还是全球，新能源汽车产销量均迎来爆发式增长。2021 年全球新能源汽车销量约 670 万辆（据 EVTank 统计，下同），同比+102.4%，市场渗透率约 8.3%；中国市场新能源汽车销量 352.1 万辆（中汽协统计，下同），同比+157.5%，市场渗透率快速提升至 13.4%。2022 年全球新能源汽车销量约 1082.4 万辆，同比+61.6%，市场渗透率上升至约 13.0%；中国市场新能源汽车销量 688.7 万辆，同比+93.4%，市场渗透率提升至 25.6%，较全球市场渗透率大幅领先。

图 8：中国新能源汽车销量及增速



资料来源：中汽协，山西证券研究所

图 9：全球新能源汽车渗透率



资料来源：中汽协，EV-Volumes，山西证券研究所

2.2 电动化与智能化的一体两面

从行业发展历程来看，汽车智能化的发展十分依赖电动化，因为智能化水平提升的同时也带来更大的能耗，对大容量高能量密度电池的需求也越大，而电动车具有天然优势。同时我们也看到，智能座舱以及智能驾驶带来的极致体验带来电动车产品力相较于燃油车的进一步提升，从而反向促进电动化的渗透。汽车的电动化与智能化一体两面、互为促进。

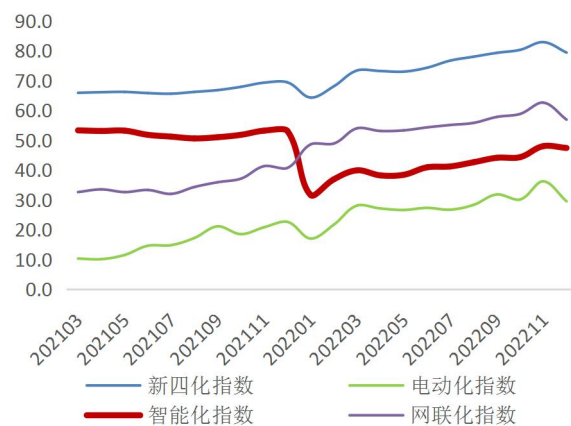
随着新能源汽车快速普及，汽车智能化的发展也异常迅猛。从国内情况来看，2022 年 12 月中国乘用车智能化指数为 47.4（网联化指数为 56.9），智能车基本上已与非智能车平分秋色。从全球情况来看，2022 年 9 月网联化新车销售比例为 50.5%，首次超过非网联汽车的占比，或具有标志性意义。

图 10：汽车电动化与智能化的关系



资料来源：百度百科，山西证券研究所

图 11：中国乘用车新四化指数



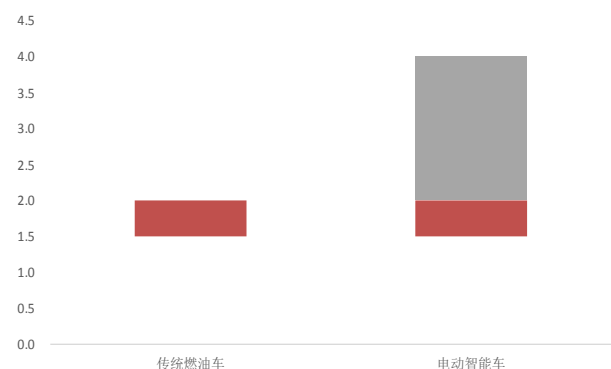
资料来源：中国汽车流动协会，山西证券研究所

2.3 汽车电动智能化给线束行业带来的机会

根据沪光股份的招股说明书显示，目前燃油车单车线束长度约为 1.5-2.0km；而根据安波福的预估，未经优化的 L3、L4 自动驾驶系统就需要增加约 2km 的线束，这将带来电动智能汽车整车线束长度提升一倍以上。

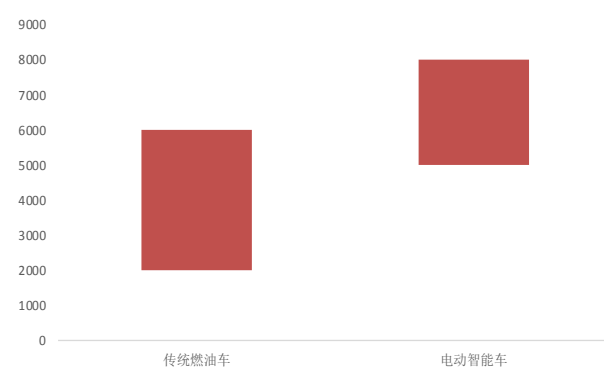
从单车价值量来看，以 A 级燃油车为例，整车线束价值约为 2000-2500 元（豪华车会更高），纯电动汽车仅高压线束单车价值增加量就可达 1500 元左右。未来随着智能化程度的提高，车用线束长度和价值量将进一步增加，线缆将迎来量价齐升的良好局面。

图 12：传统燃油车与新能源乘用车线束用量对比（km）



资料来源：沪光股份招股说明书，安波福，山西证券研究所

图 13：传统燃油车与新能源乘用车单车线束价值量对比（元）



资料来源：华经产研，山西证券研究所

3. 国产替代提供中长期发展良机

3.1 全球汽车线束行业竞争格局

根据华经产研等相关机构的研究统计，2020 年日本的矢崎、住友和美国的德尔福前三大线束厂商，占据全球车用线束约 70% 左右的市场份额，具有较强的垄断地位。国内线束厂商如河南天海、昆山沪光、上海金亨、柳州双飞、长春灯泡电线厂、深圳弗迪、保定曼德等发展较快，但是相较于国际厂商来说，体量尚很小，竞争力尚很弱。

国内线束厂商近几年在中低端车型配套上发展很快，但从全球价值量占比来看仍很小，不足 10%；国内市场价值占比也低于 40%，仍处于不高的水平。

图 14：全球主要汽车线束厂商竞争格局（2020 年）

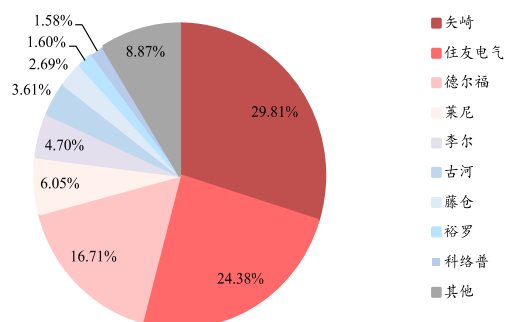
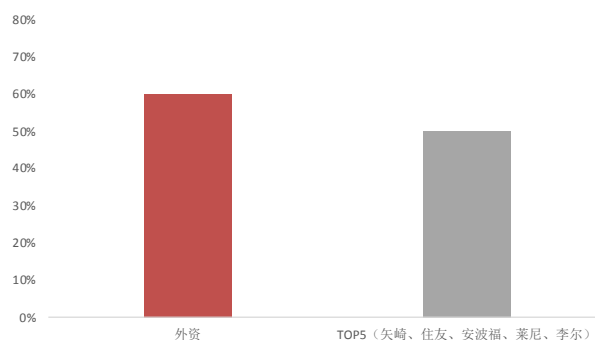


图 15：中国市场主要汽车线束厂商竞争格局



资料来源：华经产研，搜狐汽车，山西证券研究所

资料来源：线束工程师之家，山西证券研究所

表 4：国内知名线缆企业一览

车系	整车厂	整车线束供应商	小线束供应商	高压线束供应商
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、上海金亨、李尔	昆山沪光、科世科、苏州波特尼、莱尼、安波福
	一汽大众	科室得润、长春住电、安波福、李尔	昆山沪光、长春捷翼、长春灯泡电线厂	科室得润
	奥迪	科室得润、长春住电、安波福	长春捷翼	安波福、科室得润
	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	德克斯米尔、莱尼	德科斯米尔、莱尼、迈恩德	莱尼
美系	通用	安波福、上海金亨、矢崎、莱尼、昆山沪光	科世科、上海金亨、河南天海、昆山沪光	昆山沪光、安波福
	福特	安波福、李尔、矢崎、住友		莱尼
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、河南天海、安波福	昆山沪光、安波福、三智	昆山沪光、Auto-Kable
	一汽集团	李尔、长春灯泡电线厂、安波福	三智	TE
	吉利汽车	豪达、河南天海、藤仓、京信、李尔	河南天海、京信	TE
	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
	奇瑞汽车	昆山沪光、河南天海、乔云电子、安波福	-	中航光电、南京尼康、四川永贵

江淮汽车	昆山沪光、河南天海、安波福	-	中航光电、安波福
比亚迪	昆山沪光、深圳弗迪、安波福	-	中航光电、瑞可达、深圳弗迪

资料来源：沪光股份招股说明书，盖世汽车网，山西证券研究所

3.2 外资（合资）知名线束线缆企业的优劣势

3.2.1 外资（合资）知名线束线缆企业的优势

外资（合资）知名线束线缆企业由于起步早，给全球主要汽车整车和线束企业配套全，因此具有以下优势：

①市场份额高，行业集中度高，具有一定的定价权。

②下游配套客户全，体量大，长时间服务于全球主流汽车整车企业，形成一定的认证壁垒。

③历史悠久，技术积累雄厚，具有很强的技术壁垒。

④部分国际线束和线缆企业，具有大集团的资金支持，因此有很强的资金壁垒。（如德尔福 2020 年营收达 348 亿美元，李尔 2021 年营收达 193 亿美元，矢崎 2021 年营收 149 亿美元、住友 2021 年营收 143 亿美元、安波福 2021 年营收 115 亿美元、德科斯米尔 2021 年营收 51 亿美元）。

3.2.2 外资（合资）知名线束线缆企业的劣势

但是，由于全球主要经济体在汽车产业格局中的变化，特别是中国汽车整车和零部件企业的崛起，外资（合资）线束线缆企业相对中国企业来说，也具有以下一些劣势：

①成本下降速度慢。

②技术进步速度慢，特别是汽车智能化快速发展和普及后，很难适应市场的快节奏。

③市场服务反应慢。

3.3 国产线束线缆企业的优劣势

3.3.1 国产线束线缆企业的优势

由于中国汽车市场和汽车产业的崛起，国内线束线缆企业也因此受益，近年得到了较大发展，其主要优势有：

①市场响应速度快，服务水平好、效率高。

②与国际知名线束线缆企业相比，具有一定的成本优势，而且成本下降速度较快。

③随着中国自主品牌汽车产销量在全球占比的提升，越来越多的国产线束企业与之配套的比例越来越高，也带动了国产线束企业的发展，与国际线束线缆企业在国内市场可能呈现此消彼长的格局。

④我国在汽车电动智能化领域，无论是产品还是技术，领先优势越来越明显；这给与国产电动智能汽车配套的高压、通信、数据传输线束和线缆企业带来业务的高速增长、技术的快速进步，提供良好的保障。

3.3.2 国产线束线缆企业的劣势

国产线束线缆企业虽然具有一定优势，但是目前劣势也比较明显：

①国产企业的行业集中度低，目前车用线束、线缆行业由一千多家一、二级供应商组成，寡头局面尚未形成，因此价格战时有发生，行业盈利水平整体不佳。

②由于起步时间晚，国产线束企业与国际知名线束企业相比，在技术上尚有不小的差距，线缆企业技术差距相对较小。

③目前体量相对还都比较小，在未来的发展中，资金保障可能显得尤为重要。

3.4 国产替代的潜力

我们按照中性假设，到 2025 年中国汽车销量为 3000 万辆左右，其中燃油车和新能源车各占 50%市场份额进行测算，车用线缆市场规模预计可达约 232.5 亿元，自 2021 年起 CAGR 约为 11.4%；其中新能源汽车线缆市场规模预计约为 157.5 亿元，CAGR 约为 43.6%，远高于汽车行业整体增长水平。

表 5：线缆市场规模预测（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2025E
汽车销量（万辆）	2460	2803	2888	2808	2577	2531	2628	3000
传统汽车销量占比	98.7%	98.2%	97.3%	95.5%	95.3%	94.6%	86.6%	50.0%
传统汽车销量（万辆）	2426.9	2752.3	2810.3	2682.4	2456.4	2394.3	2275.9	1500
传统汽车线缆单价（元）	505	503	502	495	498	500	500	500
传统汽车线缆市场规模（亿元）	122.5	138.4	141.2	132.7	122.4	119.7	113.8	75.0
新能源汽车销量占比	1.3%	1.8%	2.7%	4.5%	4.7%	5.4%	13.4%	50%
新能源汽车销量（万辆）	33.1	50.7	77.7	125.6	120.6	136.7	352.1	1500

新能源汽车线单价(元)	1000	1000	1000	1011	1030	1050	1050	1050
新能源汽车线市场规模(亿元)	3.3	5.1	7.8	12.7	12.4	14.4	37.0	157.5
线缆市场总规模(亿元)	125.9	143.5	149.0	145.4	134.8	134.1	150.8	232.5

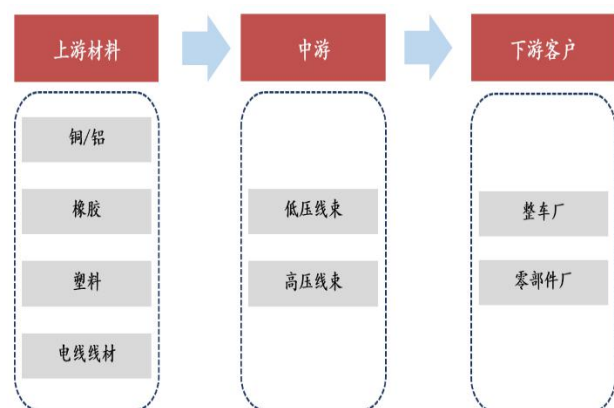
资料来源：线束工程师之家，山西证券研究所

3.5 汽车线束产业链及成本构成

汽车线束产业链不长，上游主要由铜、铝、橡胶、塑料和电线线材等构成，中游主要为线束总成，下游主要由整车及系统零部件厂商等构成。从议价能力来看，下游整车企业最强，上游原材料及线材企业次之，线束企业最弱。

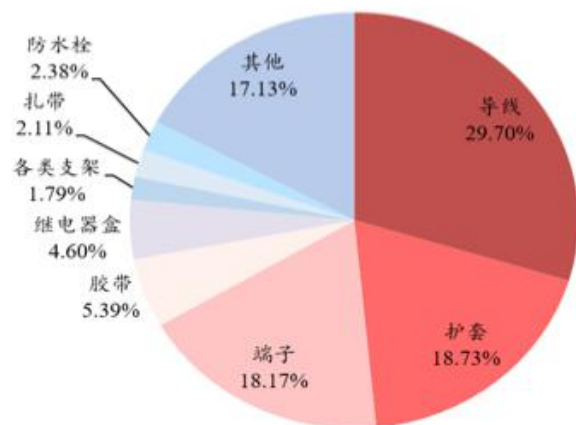
从成本构成来看，线缆占比最大，约为 30% 左右，其它护套和端子次之，占比不到 20%。

图 16：汽车线束产业链



资料来源：线束工程师之家，山西证券研究所

图 17：沪光股份线束成本构成（2019 年）



资料来源：沪光股份招股说明书，山西证券研究所

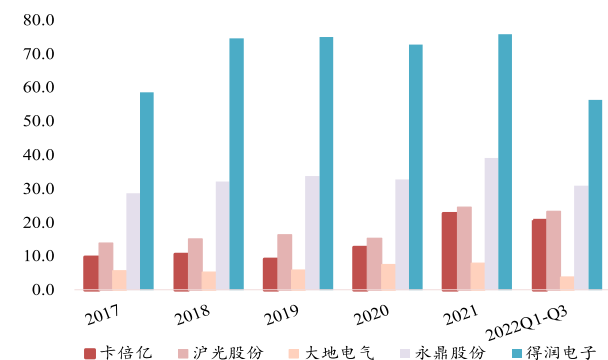
4. 盈利预测及投资建议

4.1 可比公司财务对比

参考行业上下游情况及主营收入占比，我们选取沪光股份、大地电气、永鼎股份、得润电子作为可比公司。其中得润电子（收购柳州双飞，2021 年营收 22.6 亿元，毛利率 8.4%）、永鼎股份（收购上海金亭，2021 年营收 12.8 亿元，毛利率 6.4%）营收规模较大，若剔除这两家公司其它业务因素卡倍亿的营收及增速

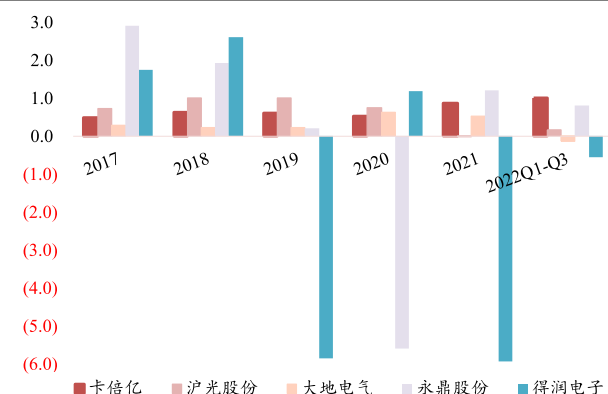
均有优势。从近两年来看，如剔除永鼎股份其它业务增厚利润的因素，卡倍亿的净利润值和净利率均有明显优势。从毛利率来看，卡倍亿在可比公司中并不占优，但其净利率优势明显，费用率也最低，体现了优秀的成本管控能力。

图 18：可比公司营收（亿元）对比



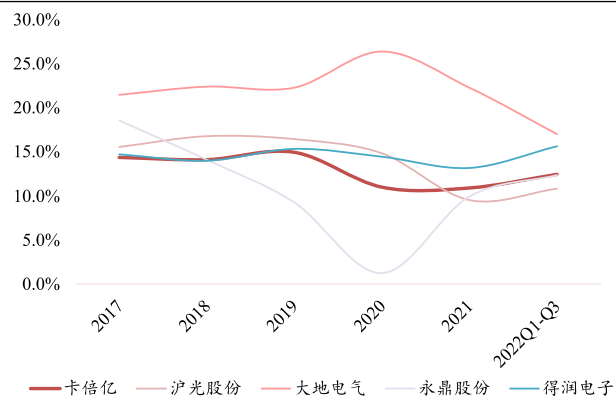
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 20：可比公司归母净利润（亿元）对比



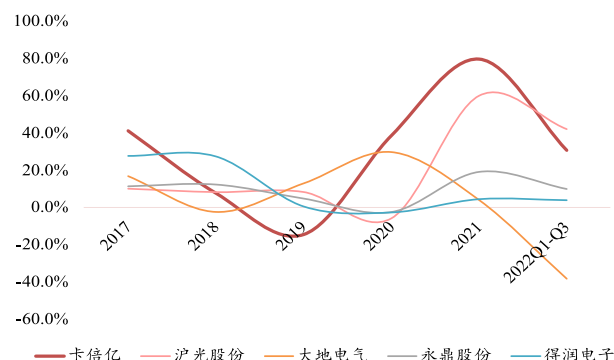
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：可比公司毛利率对比



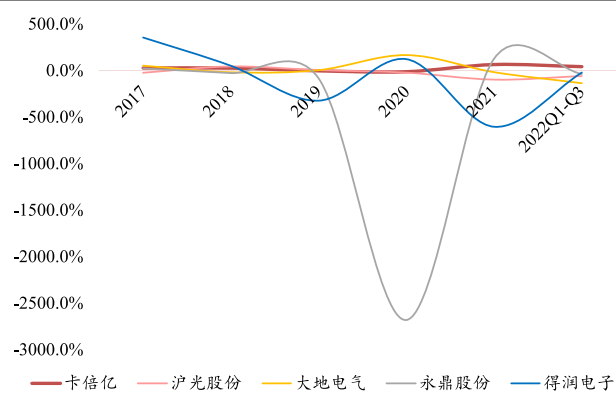
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 19：可比公司营收增速对比



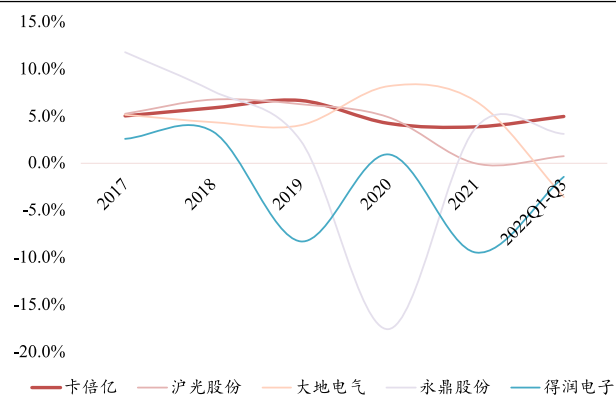
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 21：可比公司净利润增速对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：可比公司净利率对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 盈利预测

我们按照常规线缆、特殊线缆和其他业务三大类对公司未来三年做盈利预测。

其中常规线缆营收规模相对较大，业务占比也高，是公司非常成熟的主要产品，我们主要参考国内汽车行业产销量增速水平、国产替代加速趋势及公司产能扩张计划，预测 2022-2025 年营收增速分别为 33.33%、28.80%和 30.43%，即分别为 25.00 亿元、32.20 亿元和 42.00 亿元，毛利率基本稳定，分别为 11.20%、11.40%和 10.60%。

特殊线缆因为涵盖新能源汽车用的硅橡胶线缆和充电线缆，国内新能源汽车产销量未来几年仍有望维持较高增速，且高压充电系统的上车率有望快速发展，故给予较高的增速预测。我们预测特殊线缆业务 2022-2025 年营收增速分别为 68.42%、37.50%和 30.30%，即 4.80 亿元、6.60 亿元和 8.60 亿元，毛利率将逐年提升，分别为 16.67%、16.97%和 21.98%。

包含绝缘材料等辅料的其他业务体量较小，其增速或主要随产能扩张而增长。我们预测其他业务 2022-2025 年营收增速分别为 87.85%、29.85%和 22.99%，即分别为 2.01 亿元、2.61 亿元和 3.21 亿元，毛利率基本稳定，分别为 16.42%、15.71%和 15.89%。

综上，我们预测 2022-2025 年公司整体营收分别为 31.81 亿元、41.41 亿元和 53.81 亿元，同比增速分别为 40.26%、30.18%和 29.94%，毛利率分别为 12.34%、12.55%和 12.72%。

表 6：公司各业务板块盈利拆分及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
常规线缆	10.89	18.75	25.00	32.20	42.00
YOY	41.43%	72.18%	33.33%	28.80%	30.43%
毛利	1.03	1.89	2.80	3.67	4.45
毛利率	9.50%	10.10%	11.20%	11.40%	10.60%
特殊线缆	1.31	2.85	4.80	6.60	8.60
YOY	15.93%	117.56%	68.42%	37.50%	30.30%
毛利	0.31	0.43	0.80	1.12	1.89
毛利率	23.75%	15.12%	16.67%	16.97%	21.98%
汽车线缆合计	12.20	21.60	29.80	38.80	50.60
YOY	38.00%	77.05%	37.96%	30.20%	30.41%
毛利	1.34	2.32	3.60	4.79	6.34
毛利率	10.98%	10.74%	12.08%	12.35%	12.53%
其他业务	0.44	1.07	2.01	2.61	3.21
YOY		143.18%	87.85%	29.85%	22.99%
毛利	0.06	0.16	0.33	0.41	0.51
毛利率	13.64%	14.95%	16.42%	15.71%	15.89%

总收入	12.64	22.68	31.81	41.41	53.81
YOY	38.41%	79.44%	40.26%	30.18%	29.94%
毛利	1.39	2.47	3.93	5.20	6.84
毛利率	11.00%	10.91%	12.34%	12.55%	12.72%

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 7：公司主要财务数据及估值

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,264	2,268	3,181	4,141	5,381
YOY(%)	38.4	79.4	40.3	30.2	29.9
净利润(百万元)	53	86	163	221	303
YOY(%)	-12.3	63.2	89.1	35.4	37.1
毛利率(%)	11.0	10.9	12.3	12.6	12.7
EPS(摊薄/元)	0.95	1.55	2.94	3.98	5.46
ROE(%)	9.1	13.0	20.2	21.6	23.0
P/E(倍)	103.8	63.6	33.6	24.8	18.1
P/B(倍)	9.5	8.5	6.9	5.4	4.2
净利率(%)	4.2	3.8	5.1	5.3	5.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

可比公司 2022-2024 年 PE 估值的平均值（EPS 按 WIND 一致预期，PE 平均值计算剔除公司负值）分别为 134.28、26.26 和 15.86 倍，卡倍亿 2022-2024 年 PE 估值分别为 33.63、24.84 和 18.11 倍，参考整体市值规模和成长性情况，公司处于较低估值水平。

表 8：可比公司估值及比较

证券代码	公司名称	收盘价	EPS					PE			
		2023/2/10	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
300863.SZ	卡倍亿	98.88	1.55	2.94	3.98	5.46	63.79	33.63	24.84	18.11	
605333.SH	沪光股份	23.88	0.00	0.16	0.57	1.08	/	149.25	41.89	22.11	
870436.BJ	大地电气	7.41	0.55	/	/	/	13.47	/	/	/	
600105.SH	永鼎股份	4.16	0.09	0.19	0.25	0.35	46.22	21.89	16.64	11.89	
002055.SZ	得润电子	9.97	(1.26)	0.03	0.46	0.88	(7.91)	332.33	21.67	11.33	
平均值							41.16	134.28	26.26	15.86	

资料来源：Wind，山西证券研究所（注：EPS 按 Wind 一致预期，PE 平均值计算剔除负值）

4.3 投资建议

基于公司 2022 年业绩预告的高增长，及我们对于未来几年的乐观预期，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 1.63/2.21/3.03 亿元，同比增长 89.1%/35.4%/37.1%，EPS 为 2.94/3.98/5.46 元，对应于 2023 年 2 月 10 日收盘价 98.88 元，PE 分别为 33.6/24.8/18.1 倍。我们维持对公司“买入-A”的投资评级。

5. 风险提示

➤ 疫情反复的影响超预期

目前全球主要国家对疫情的管控基本已经完全放开，汽车产业的供给和需求正在缓慢恢复，但由于新冠病毒的不稳定性，未来是否会出现新的变异病毒，尚存在较大不确定性；如果由于新的变异病毒带来新一轮的防控管制，将会对全球汽车产业带来又一轮较大冲击。

➤ 新能源汽车补贴政策退出的影响超预期

国内对新能源汽车的国家和地方补贴已经于 2022 年年底全部结束，补贴退出对消费者购买新能源车带来成本的上升，由此带来的需求抑制程度如何，目前尚无法准确评估，不排除有超预期的可能。

➤ 上游原材料价格大幅波动的影响

自 2022 年下半年开始，上游原材料等大宗商品价格有所回落，对汽车等中游制造业的提润提升形成利好；但 2023 年全球经济仍存在较高的脆弱性，地缘政治的风险热点也较多，均将给原材料价格带来不稳定；如果上游大宗原材料价格恢复上行，或将压制汽车制造业的净利润。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	827	1573	2642	3036	4194
现金	101	422	1242	1617	2101
应收票据及应收账款	464	745	920	920	1471
预付账款	6	4	20	8	24
存货	184	331	384	420	519
其他流动资产	72	72	75	71	79
非流动资产	369	579	671	749	836
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	124	356	435	507	594
无形资产	37	42	41	43	43
其他非流动资产	208	181	195	199	199
资产总计	1195	2152	3312	3785	5030
流动负债	602	1206	2256	2549	3541
短期借款	503	978	1931	2159	3027
应付票据及应付账款	83	190	232	285	405
其他流动负债	17	38	94	105	109
非流动负债	13	283	246	213	171
长期借款	0	266	231	197	155
其他非流动负债	13	18	15	16	16
负债合计	615	1489	2503	2762	3712
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	55	55	56	56	56
资本公积	274	274	274	274	274
留存收益	251	318	464	655	910
归属母公司股东权益	580	663	810	1023	1318
负债和股东权益	1195	2152	3312	3785	5030

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-273	-252	34	359	-130
净利润	53	86	163	221	303
折旧摊销	18	25	42	54	68
财务费用	18	35	43	52	63
投资损失	-1	-14	-5	-7	-9
营运资金变动	-357	-400	-210	39	-555
其他经营现金流	-4	15	0	-0	0
投资活动现金流	-179	-234	-131	-124	-146
筹资活动现金流	501	792	-36	-88	-108
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.55	2.94	3.98	5.46
每股经营现金流(最新摊薄)	-4.91	-4.53	0.61	6.46	-2.34
每股净资产(最新摊薄)	10.45	11.65	14.30	18.15	23.45

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1264	2268	3181	4141	5381
营业成本	1125	2020	2788	3621	4696
营业税金及附加	3	5	7	9	11
营业费用	12	20	32	41	54
管理费用	24	35	56	75	97
研发费用	32	53	78	101	129
财务费用	18	35	43	52	63
资产减值损失	-12	-16	-2	-2	-3
公允价值变动收益	19	-3	0	0	0
投资净收益	1	14	5	7	9
营业利润	59	95	186	252	344
营业外收入	4	2	2	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	62	96	187	253	344
所得税	9	10	24	32	41
税后利润	53	86	163	221	303
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	53	86	163	221	303
EBITDA	97	162	272	359	475

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	38.4	79.4	40.3	30.2	29.9
营业利润(%)	-6.9	62.3	95.5	35.9	36.2
归属于母公司净利润(%)	-12.3	63.2	89.1	35.4	37.1
获利能力					
毛利率(%)	11.0	10.9	12.3	12.6	12.7
净利率(%)	4.2	3.8	5.1	5.3	5.6
ROE(%)	9.1	13.0	20.2	21.6	23.0
ROIC(%)	6.2	6.4	6.6	7.7	7.8
偿债能力					
资产负债率(%)	51.5	69.2	75.6	73.0	73.8
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	3.5	3.8	3.8	4.5	4.5
应付账款周转率	11.6	14.8	13.2	14.0	13.6
估值比率					
P/E	103.8	63.6	33.6	24.8	18.1
P/B	9.5	8.5	6.9	5.4	4.2
EV/EBITDA	60.7	39.0	23.7	17.5	14.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

