

瑞可达 (688800.SH)

经营短期承压，海外市场取得明显进展

增持

核心观点

2023 前三季度收入利润同比均下滑。公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度公司实现营业收入 10.41 亿元，同比下降 10.63%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比下降 51.39%。2023 年第三季度，公司实现收入 3.92 亿元，同比下降 8.75%，实现归母净利润 0.29 亿元，同比下降 59.10%，整体经营承压。

收入下滑由客户需求减少导致。公司主营产品为连接器，主要用于新能源汽车、储能、通信、工业等领域，前三季度收入下滑原因：1) 新能源车领域，营收比重超过 80%，下游客户需求结构有所调整叠加可能存在的价格调整，导致销售收入减少；2) 通信领域，公司产品主要用于基站侧，行业整体建设节奏有所放缓，导致收入下滑；3) 工业领域：整体需求恢复节奏较慢。公司三大下游领域需求调整导致公司前三季度收入出现下滑。

利润明显下滑主要是费用大幅增加导致。前三季度，公司毛利率为 26.04%，去年同期为 27.12%，下滑程度可控；费用端，公司三大费用同比均有明显增长（销售费用+60%，研发费用+55%，管理费用费用+130%），原因：1) 公司于新加坡、美国、墨西哥新设立子公司，公司各项费用有所增加；2) 公司于 2022 年 12 月实施股权激励计划，2023 年股份支付金额较高；3) 公司加大研发投入，研发费用增加较多。

汽车连接器和光伏产品已实现海外新客户突破，完善产业布局。产业布局上，公司和江苏泰州港经济开发区签订《项目投资意向协议》；客户突破上：1) 公司已经获得欧洲某车企电池连接系统产品项目定点通知；2) 与美国某知名光伏发电跟踪系统提供商签订《销售合同》，合同金额为 1.06 亿美元，自合同生效之日起两年内全部履行完成。

投资建议：下调 2023-2025 年盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到 2023 年前三季度由于客户需求变化等带来的订单减少和该年度费用大幅增加，同时结合对于未来需求恢复程度的不确定性，我们下调 2023-2025 年公司盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.5/2.3/3.0 亿元（下调前为 3.4/4.9/6.5 亿元），对应 PE 分别为 40/27/20 倍。看好公司在新能源汽车及储能、通信等领域的全球布局，并不断扩充产能满足需求，维持“增持”评级。

风险提示：海外市场业务拓展不及预期；市场竞争加剧；储能等市场拓展不及预期。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 902 | 1,625 | 1,517 | 2,028 | 2,662 |
| (+/-%) | 47.7% | 80.2% | -6.7% | 33.7% | 31.3% |
| 净利润(百万元) | 114 | 253 | 151 | 226 | 302 |
| (+/-%) | 54.7% | 121.9% | -40.3% | 49.7% | 33.8% |
| 每股收益(元) | 1.05 | 2.23 | 0.95 | 1.42 | 1.91 |
| EBIT Margin | 13.6% | 17.2% | 10.5% | 12.2% | 12.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 11.4% | 13.4% | 7.5% | 10.2% | 12.3% |
| 市盈率(PE) | 36.3 | 17.1 | 40.2 | 26.8 | 20.0 |
| EV/EBITDA | 31.6 | 17.3 | 35.9 | 24.1 | 19.6 |
| 市净率(PB) | 4.14 | 2.29 | 3.00 | 2.74 | 2.46 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙
021-60933150
machenglong@guosen.com.cn
S0980518100002

证券分析师：朱锟旭
021-60375456
zhukunxu@guosen.com.cn
S0980523060003

基础数据

| | |
|-------------|----------------|
| 投资评级 | 增持(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 38.22 元 |
| 总市值/流通市值 | 6055/4074 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 130.98/36.60 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 76.21 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《瑞可达 (688800.SH) -2022 年净利润同比+122%，加快海外市场布局》——2023-04-12
- 《瑞可达 (688800.SH) -三季度净利润同比增长 105%，在手订单持续增长》——2022-10-23
- 《瑞可达 (688800.SH) -新能源车在手订单充裕，持续受益赛道红利》——2022-08-21
- 《瑞可达-688800-21 年业绩预告点评：业绩符合预期，持续受益汽车新三化》——2022-01-24
- 《瑞可达-688800-21 年三季报点评：业绩快速增长，换电模式迎政策利好》——2021-10-31

图1: 瑞可达营业收入及增速 (单位: 百万元、%)

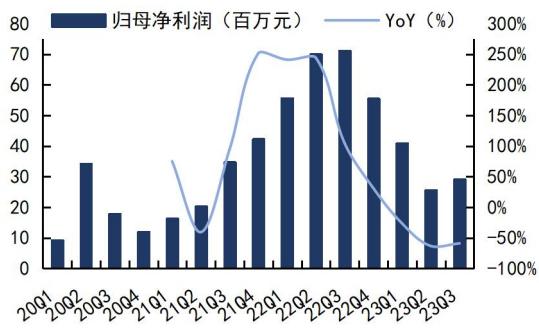

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 瑞可达单季营业收入及增速 (单位: 百万元、%)

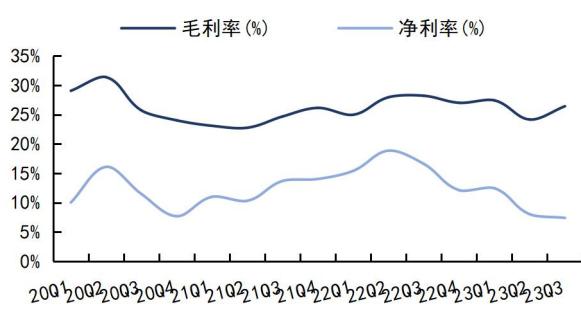

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 瑞可达归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)

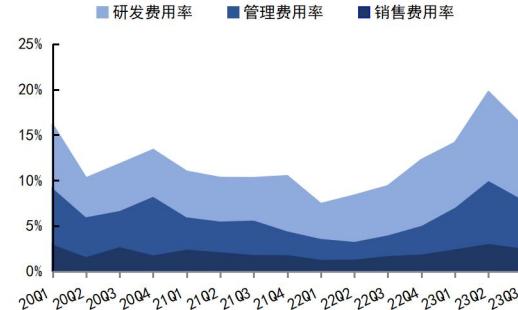

资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 瑞可达单季归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)


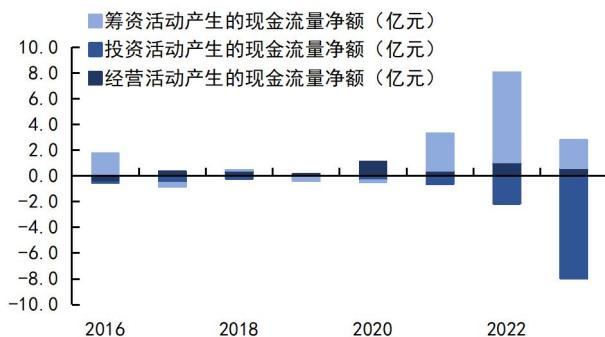
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 瑞可达单季度毛利率、净利率变化情况


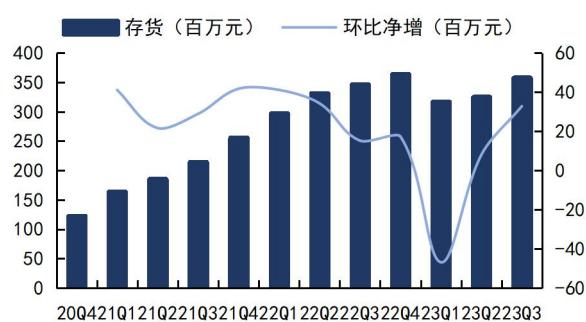
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 瑞可达单季度三项费用率变化情况


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 瑞可达现金流量情况 (亿元)


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图8: 瑞可达存货及季度变动情况 (百万元)


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测拆分

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

通信连接器：

此前假设：

公司本身在通信领域已有产品布局，依托公司在通信领域的高速板端连接器、射频连接器、光连接器和高速 I/O 连接器等多种产品组合，公司计划继续拓展通信产品在 5G 通信、服务器、交换机设备、数据中心的业务拓展，我们预计未来三年公司通信连接器的业务增速为 16%/18%/18%，毛利率为 18%/17%/17%。

调整预测：

因为全球 5G 通信建设节奏有所放缓，我们降低未来三年增速预期假设，预计 2023-2025 年公司通信连接器的业务增速为 10%/12%/12%（调整前为 16%/18%/18%）。

毛利率：考虑到后续行业需求有可能放缓，我们降低 2023-2025 年毛利率预测，预计 2023-2025 年公司通信连接器业务毛利率为 18%/15%/15%（调整前为 18%/17%/17%）。

新能源连接器：

此前假设：

新能源车领域，公司已实现明确进展，主要客户包括玖行能源、美国 T 公司、蔚来汽车、上汽集团、长安汽车、比亚迪、赛力斯、江淮汽车、江铃汽车、宁德时代、安波福、华为技术等，考虑到新能源汽车渗透率仍有明显提升空间，我们认为公司有望持续受益行业发展；在新能源领域，公司将在风电、光伏、氢能、储能、充电设施等领域加大研发力度，推出相应的产品，提升市场份额，带来持续增量。我们预计未来三年公司新能源连接器业务增速为 60%/45%/38%，毛利率分别

为 25. 7%/25. 5%/25. 0%。

调整假设：

由于 2023 年受到客户需求结构变化，销售收入有所减少，当前新能源汽车渗透率已经相对较高，后续连接器行业整体需求有可能降速，公司高速连接器新品类还未进入放量阶段，我们下调未来三年增速假设。预计 2023-2025 年公司新能源连接器业务增速为-8%/37%/34%（调整前为 60%/45%/38%）。

毛利率：维持此前假设。

工业连接器：

此前假设：

2022 年由于疫情影响，行业需求整体受到负面影响，预计 2023 年开始有望恢复到正常水平，同时公司也将大力拓展连接器产品在轨道交通、工业机器人、医疗器械等行业的应用。我们预计 2023-2025 年公司工业连接器业务增速为 15%/17%/18%，预计毛利率分别为 26. 2%/26%/25%。

调整假设：

2023 年行业需求恢复不及预期，考虑到公司在工业连接器部分包括工业机器人等新业务布局，有望带来长期增长。我们预计 2023-2025 年公司工业连接器业务增速分别为-20%/30%/20%（调整前为 15%/17%/18%）。

毛利率：维持此前假设。

费用预测：

研发费用：由于营收增速下滑，公司仍保持研发投入，我们上调 2023 年公司研发费用率至 8. 5%（此前假设为 5%），并预计 2023-2025 年随着收入增长研发费用率有所降低。

管理费用：因为 2023 年存在股权激励支付，导致管理费用出现快速增长，上调 2023 年费用率假设至 4%（此前假设为 2. 6%），维持 2024-2025 年费用率假设不变。

销售费用：维持此前预测，并预计 2023-2025 年销售费用率保持不变。

表1: 瑞可达营收拆分

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 通信连接器 | | | | |
| 收入 (百万元) | 155. 31 | 170. 84 | 191. 34 | 214. 30 |
| 增速 | 15. 4% | 10. 0% | 12. 0% | 12. 0% |
| 毛利率 | 19. 7% | 18. 0% | 15. 0% | 15. 0% |
| 新能源连接器 | | | | |
| 收入 (百万元) | 1394. 80 | 1283. 21 | 1758. 00 | 2355. 72 |
| 增速 | 101. 8% | -8. 0% | 37. 0% | 34. 0% |
| 毛利率 | 27. 5% | 25. 7% | 25. 5% | 25. 0% |
| 工业连接器 | | | | |
| 收入 (百万元) | 64. 80 | 51. 84 | 67. 39 | 80. 87 |
| 增速 | -5. 3% | -20. 0% | 30. 0% | 20. 0% |
| 毛利率 | 26. 6% | 26. 2% | 26. 0% | 25. 0% |
| 其他 | | | | |
| 收入 (百万元) | 10. 23 | 11. 00 | 11. 00 | 11. 00 |
| 毛利率 | 86. 1% | 86. 1% | 86. 1% | 86. 1% |
| 合计 | | | | |
| 总营收 (百万元) | 1625. 14 | 1516. 89 | 2027. 74 | 2661. 90 |
| 增速 | 80. 2% | -6. 7% | 33. 7% | 31. 3% |
| 毛利率 | 27. 1% | 25. 4% | 24. 9% | 24. 5% |

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计公司 2023-2025 年营收分别为 15. 17/20. 3/26. 6 亿元, 同比增长-6. 7%/33. 7%/31. 3%; 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1. 5/2. 3/3. 0 亿元, 同比增长-40. 3%/49. 7%/33. 8%。

投资建议：下调 2023–2025 年盈利预测，维持“增持”评级。

考虑到 2023 年前三季度由于客户需求变化等带来的订单减少和该年度费用大幅增加，同时结合对于未来需求恢复程度的不确定性，我们下调 2023–2025 年公司盈利预测，预计公司 2023–2025 年归母净利润分别为 1.5/2.3/3.0 亿元（下调前为 3.4/4.9/6.5 亿元），对应 PE 分别为 40/27/20 倍。看好公司在新能源汽车及储能、通信等领域的全球布局，并不断扩充产能满足需求，维持“增持”评级。

表2：同类公司估值比较

| 证券代码 | 证券简称 | 投资评级 | 股价 | | EPS (元) | | | PE | PB | 总市值(亿元) | |
|-----------|------|------|----------|-------|---------|-------|-------|------|------|---------|-----|
| | | | (10月27日) | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | | | | |
| 688800.SH | 瑞可达 | 增持 | 38.22 | 0.95 | 1.42 | 1.91 | 40.2 | 26.8 | 20.0 | 3.1 | 61 |
| 688668.SH | 鼎通科技 | 买入 | 45.85 | 1.95 | 1.82 | 2.79 | 26.9 | 25.2 | 16.5 | 2.7 | 45 |
| 300351.SZ | 永贵电器 | 买入 | 19.59 | 0.50 | 0.67 | 0.89 | 39.3 | 29.1 | 22.1 | 3.3 | 75 |
| 002179.SZ | 中航光电 | 无评级 | 40.26 | 1.61 | 2.04 | 2.55 | 24.9 | 19.7 | 15.8 | 4.3 | 854 |
| 002025.SZ | 航天电器 | 无评级 | 51.89 | 1.72 | 2.31 | 3.02 | 30.2 | 22.5 | 17.2 | 3.9 | 237 |
| 平均 | | | | | | | 30.3 | 24.1 | 17.9 | 3.5 | |

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测, 其中鼎通科技、永贵电器、中航光电、航天电器采用 Wind 一致预期数据

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 461 | 1070 | 1193 | 1208 | 1430 | 营业收入 | 902 | 1625 | 1517 | 2028 | 2662 |
| 应收款项 | 422 | 753 | 702 | 939 | 1233 | 营业成本 | 681 | 1185 | 1132 | 1522 | 2010 |
| 存货净额 | 256 | 364 | 364 | 507 | 643 | 营业税金及附加 | 4 | 6 | 6 | 8 | 11 |
| 其他流动资产 | 127 | 270 | 0 | 0 | 0 | 销售费用 | 19 | 27 | 28 | 34 | 45 |
| 流动资产合计 | 1267 | 2456 | 2259 | 2654 | 3305 | 管理费用 | 29 | 40 | 63 | 53 | 66 |
| 固定资产 | 163 | 397 | 614 | 748 | 778 | 研发费用 | 46 | 88 | 129 | 162 | 202 |
| 无形资产及其他 | 52 | 52 | 50 | 48 | 46 | 财务费用 | (0) | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 43 | 64 | 64 | 64 | 64 | 投资收益 | (5) | 5 | 5 | 0 | 5 |
| 长期股权投资 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 资产减值及公允价值变动 | 5 | 8 | 4 | 4 | 4 |
| 资产总计 | 1537 | 2983 | 3000 | 3526 | 4206 | 其他收入 | (42) | (107) | (129) | (162) | (202) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1 | 84 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 127 | 282 | 168 | 252 | 337 |
| 应付款项 | 492 | 900 | 856 | 1145 | 1517 | 营业外净收支 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 30 | 61 | 48 | 62 | 83 | 利润总额 | 127 | 282 | 168 | 252 | 337 |
| 流动负债合计 | 523 | 1046 | 904 | 1207 | 1599 | 所得税费用 | 13 | 29 | 17 | 26 | 35 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 16 | 46 | 77 | 108 | 138 | 归属于母公司净利润 | 114 | 253 | 151 | 226 | 302 |
| 长期负债合计 | 16 | 46 | 77 | 108 | 138 | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 539 | 1092 | 981 | 1315 | 1738 | 净利润 | 114 | 253 | 151 | 226 | 302 |
| 少数股东权益 | 0 | 3 | 4 | 4 | 5 | 资产减值准备 | 0 | 3 | 53 | 15 | 7 |
| 股东权益 | 997 | 1887 | 2015 | 2207 | 2464 | 折旧摊销 | 25 | 33 | 37 | 58 | 69 |
| 负债和股东权益总计 | 1537 | 2983 | 3000 | 3526 | 4206 | 公允价值变动损失 | (5) | (8) | (4) | (4) | (4) |
| | | | | | | 财务费用 | (0) | (10) | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (70) | (129) | 346 | (30) | (1) |
| 每股收益 | 1.05 | 2.23 | 0.95 | 1.42 | 1.91 | 其它 | (0) | (3) | (52) | (14) | (6) |
| 每股红利 | 0.02 | 0.32 | 0.14 | 0.21 | 0.29 | 经营活动现金流 | 64 | 150 | 530 | 249 | 367 |
| 每股净资产 | 9.23 | 16.68 | 12.72 | 13.93 | 15.55 | 资本开支 | 0 | (277) | (300) | (200) | (100) |
| ROIC | 14% | 17% | 8% | 13% | 16% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 11% | 13% | 7% | 10% | 12% | 投资活动现金流 | (12) | (277) | (300) | (200) | (100) |
| 毛利率 | 24% | 27% | 25% | 25% | 25% | 权益性融资 | (0) | 675 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 14% | 17% | 11% | 12% | 12% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 16% | 19% | 13% | 15% | 15% | 支付股利、利息 | (2) | (36) | (23) | (34) | (45) |
| 收入增长 | 48% | 80% | -7% | 34% | 31% | 其它融资现金流 | 213 | 133 | (84) | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 55% | 122% | -40% | 50% | 34% | 融资活动现金流 | 208 | 736 | (107) | (34) | (45) |
| 资产负债率 | 35% | 37% | 33% | 37% | 41% | 现金净变动 | 260 | 609 | 123 | 15 | 221 |
| 股息率 | 0.0% | 0.8% | 0.5% | 0.8% | 1.0% | 货币资金的期初余额 | 201 | 461 | 1070 | 1193 | 1208 |
| P/E | 36.3 | 17.1 | 40.2 | 26.8 | 20.0 | 货币资金的期末余额 | 461 | 1070 | 1193 | 1208 | 1430 |
| P/B | 4.1 | 2.3 | 3.0 | 2.7 | 2.5 | 企业自由现金流 | 0 | (122) | 226 | 50 | 263 |
| EV/EBITDA | 31.6 | 17.3 | 35.9 | 24.1 | 19.6 | 权益自由现金流 | 0 | 11 | 141 | 50 | 263 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032