

电连技术 (300679. SZ)

国内射频连接器龙头，三季度业绩环比改善

买入

核心观点

受益安卓产业链复苏，扣非利润同、环比大幅提升。公司前三季度实现营收 22.05 亿元 (YoY -0.43%)，实现归母净利润 2.47 亿元 (YoY -40.02%)。对应单季度，3Q23 实现营业收入 8.40 亿元 (YoY +18.25%，QoQ +12.30%)，实现归母净利润 1.22 亿元 (YoY -43.81%，QoQ +56.41%)，扣非后归母净利润为 1.19 亿元 (YoY +38.42%，QoQ +60.8%)，主要由于公司去年同期出售了电连科技大厦导致的非流动资产处置损益较高，公司实际经营环比显著改善。我们认为，公司 3Q 业绩快速增长主要系受益于下半年各大品牌新机集中发布，安卓产业链全面回暖以及汽车连接器业务快速增长。

汽车智能化大周期，高频高速连接器出现国产替代窗口期。汽车连接器领域由于认证壁垒高、客户粘性强，国内厂商在传统燃油车领域难以切入，随着国内造车新势力崛起，软硬件迭代快，为国内连接器厂商提供了窗口期。此外，汽车智能化大周期下，高频高速连接器量价齐升，L2 至 L4 级，单车价值量将有翻倍以上增长，随着 L3+ 渗透率提升，高频高速连接器市场将高速增长，根据华经产业研究院数据，2025 年我国汽车高速连接器市场将达到 187 亿元，2021-2025 CAGR 为 19%。

公司布局汽车连接器十年，产品覆盖全面，客户导入顺利。公司从 2013 年起布局汽车连接器市场，产品覆盖全面包括 Fakra、Mini-Fakra、HSD、以太网连接器，车载高频高速连接器产品国内领先。目前，公司产品已导入吉利、长城、比亚迪、长安等，并进入大陆、法雷奥供应链。公司有望抓住汽车智能化大周期下的国产替代窗口期，成为公司的第二成长曲线。

公司微型连接器积累深厚，受益安卓产业链全面复苏。公司是国内消费电子微型射频连接器龙头，在产品质量与性能、研发能力、产销规模等方面居于领先地位。公司产品矩阵完备，其射频 BTB、LCP 组件可用于 5G/Sub-6G 手机天线；下游客户优质，覆盖三星、华为、小米等头部安卓手机厂，随着华为高端机型自主可控进程的突破，鲇鱼效应下各终端品牌积极备货以稳定自身市场份额，公司有望受益于安卓系手机复苏带来的需求回暖。

盈利预测与估值：预计公司 2023-25 年归母净利润 3.10/4.59/5.97 亿元 (-30.0%/+48.0%/+30.1%)，EPS 分别为 0.73/1.09/1.41 元。基于可比公司相对估值，我们给予公司 24 年 38-40 倍 PE，对应目标价 41.26-43.43 元，维持“买入”评级。

风险提示：汽车客户拓展不及预期的风险、消费电子需求下滑的风险。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,246	2,970	3,090	3,943	4,941
(+/-%)	25.2%	-8.5%	4.0%	27.6%	25.3%
净利润(百万元)	372	443	310	459	597
(+/-%)	38.3%	19.3%	-30.0%	48.0%	30.1%
每股收益(元)	0.88	1.05	0.73	1.09	1.41
EBIT Margin	12.1%	9.4%	10.6%	13.3%	14.3%
净资产收益率(ROE)	9.6%	10.8%	7.2%	9.9%	11.9%
市盈率(PE)	42.1	35.4	50.7	34.2	26.3
EV/EBITDA	34.6	42.9	38.3	26.2	20.7
市净率(PB)	4.05	3.81	3.63	3.40	3.13

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

电子·消费电子

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

证券分析师：周靖翔
021-60375402
zhoujingxiang@guosen.com.cn
S0980522100001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

联系人：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	42.00 元
总市值/流通市值	17740/14952 百万元
52 周最高价/最低价	43.77/27.38 元
近 3 个月日均成交额	170.99 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

《电连技术 (300679. SZ) -2022 年汽车连接器营收同比增长 65%，Q3 毛利率环比回升》——2023-05-04

国内射频连接器龙头，抓住汽车智能化窗口

消费电子连接器龙头前瞻布局车用领域，开启第二成长曲线

电连技术股份有限公司于 2006 年在中国深圳成立，并于 2017 年在深圳证券交易所上市。截至 2022 年初，在全球拥有 22 个分支机构，拥有员工 8000 余人。电连技术专业从事连接器、连接线，天线以及电磁屏蔽产品的研发和制造，同时为电子设备提供一站式射频解决方案。2013 年开始，公司前瞻性布局汽车领域，截至 2022 年，公司汽车连接器产品营收占整体营收比例达到 17.33%。公司发展历程根据其对消费电子和汽车的侧重不同，主要可以分为以下三个阶段：

2006-2013 年：立足射频连接技术，深耕消费电子连接器。公司开发出精密同轴 RF 连接器与微型高频 RF 连接器研发。先后导入华为、荣耀、中兴、联想、OPPO、VIVO 等头部消费电子客户。

2013-2017 年：业绩快速爬坡期，布局车载连接器业务。客户导入小米、三星等手机大厂。2013-2016 年公司业绩快速爬坡，营收由 4.69 亿元增长至 13.92 亿元，CAGR 43.71%。公司 2017 年登陆创业板，融资约 20.3 亿元用于微型化、高可靠性射频连接器及互连系统相关产品生产线建设、FPC/BTB 窄间距连接器生产线建设、Type-C 高速连接器生产线建设、汽车用射频连接器生产线建设等。

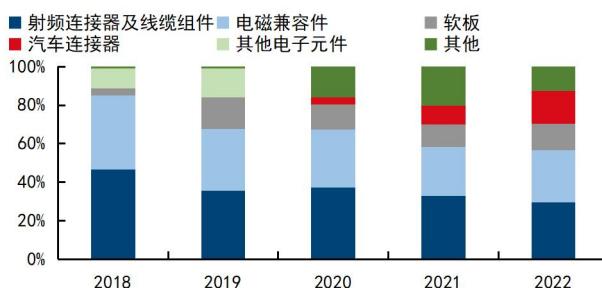
2017 年至今：抓住国产新能源车窗口期，汽车电子开启第二发展曲线。公司汽车连接器产品已导入华为、长城、长安、吉利、奇瑞、比亚迪等客户。产品覆盖 mini Fakra、HSD、以太网产品等，在车载高速连接器领域处于国内领先地位。期间，公司收购恒赫鼎富，引入软板、软硬结合板和 LCP 产品；收购爱默斯，引入 pogo pin，与公司业务形成协同。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：公司分产品营收占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司产品：微型电连接器及互连系统相关产品

按公司产品体系具体可分为以下四类：

1) 微型电连接器及互连系统相关产品、射频 BTB 为主的 BTB 产品：微型电连接器以微型射频连接器及线缆组件为核心产品，包括微型射频测试连接器、微型射频同轴连接器及射频微同轴线缆组件，是智能手机等智能移动终端产品以及其他新兴智能设备中的关键电子元件。射频 BTB 产品广泛应用于高可靠性，多通道、高频高速的射频连接，是 Sub-6G 频率以上智能设备中的关键电子元件。

2) 汽车连接器：目前主要为射频类连接器以及高速类连接器，计划进军汽车高压连接器。产品主要类型为射频类 Fakra 板端&线端，HDCamera 连接器，高速类以太网连接器、HSD 板端&线端、车载 USB 等，主要应用于燃油车及新能源车厂商、TIER1、模组客户、自动驾驶电子系统客户的射频及高速的连接。

图3: 公司微型电连接器及互连系统相关产品



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图4: 公司汽车连接器产品



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

3) 软板：子公司恒赫鼎富专注于软硬结合板及 LCP 组件，客户主要以消费电子可穿戴及国内外 5G 毫米波需求客户为主。同时具备卷对卷的制程产能及较高的 SMT 制程能力。

4) 电磁兼容件：射频连接器中的必要零部件。电磁兼容件包括弹性接触件与电磁屏蔽件。弹性接触件可为部件、模块之间提供电气连接、支撑固定或电磁屏蔽功能。电磁屏蔽件可与天线配套，屏蔽电磁干扰，保障各功能模块正常工作，保证设备的射频指标。

图5: 恒赫鼎富主营产品



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图6: 公司 ECT 产品



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

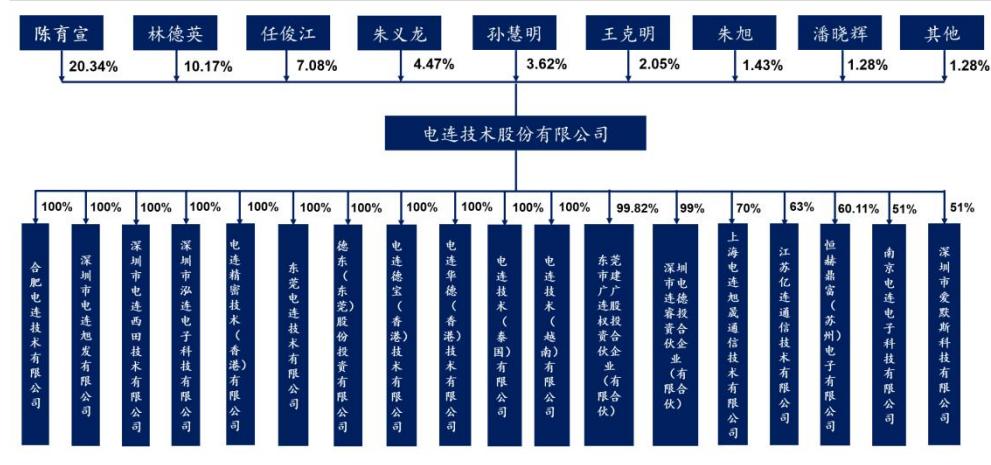
股权结构稳定，兼并收购拓宽产品边界

公司实控人为陈育宣、林德英夫妇，二者为一致行动人。截至 2023 年上半年，二人合计持有公司股份 30.51%。公司分别在 2021 年、2022 年实施了限制性股票激励计划，其中 2022 年股权激励业绩考核目标为 2023-2024 年收入同比增速均达到 20%。

子公司方面，公司 2018 年 10 月收购子公司恒赫鼎富（苏州）电子有限公司 60% 股权，借助赫比 Flex 成熟的 FPC 和 SMT 生产制造技术，打造公司面向 5G 的基于 LCP/PPS/PI 新材料的高频高速传输线，高频射频连接器，毫米波天线产业链。公司 2021 年 10 月收购深圳市爱默斯科技有限公司 51% 股权，涉足弹簧顶针连接器

领域。此外，公司于 2022 年通过参与投资设立的股权投资合伙企业收购了 Future Technology Devices International Limited (简称“FTDI”) 80.2%的股权，同年 6 月公司拟以发行股份及支付现金方式将 FTDI 收购为全资子公司，最终受宏观因素影响，项目终止。

图7: 公司股权结构图

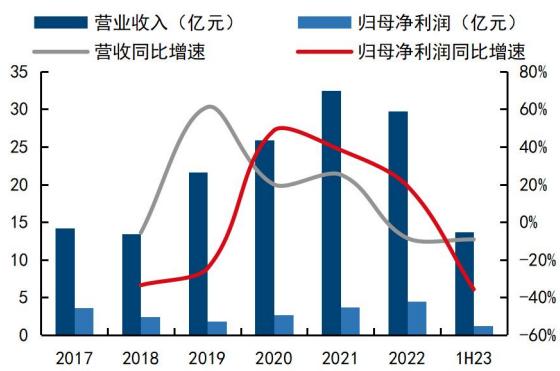


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力较为稳定，汽车连接器营收占比快速提升

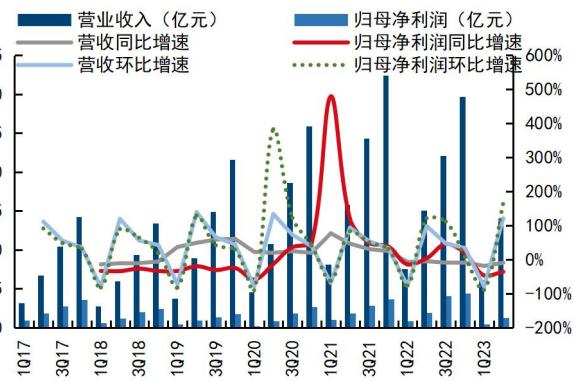
公司受到下游手机行业景气度影响较大，营收和利润均具有明显的季节性，一至四季度，逐季上升。从年份来看，公司 2018 年受到主要客户所在的手机行业整体下滑影响，公司主要产品的价格在季节性调价的基础上出现了较常年幅度更大的下滑，导致当年营收、利润下滑。2020 年，尽管国内手机行业出货量同比下滑，但在 3Q20 进入消费电子旺季后公司下游需求快速提升，这主要得益于这是首个 5G 手机换机潮季度，5G 高频信号传输提升射频连接器需求，在天线数量增加以及设计模块化结构趋势下，射频组件需求量提升 50%，射频连接器需求将从 1 根增加至 3 根。

图8: 公司营收、利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司分季度营收、利润、毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司营收、利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

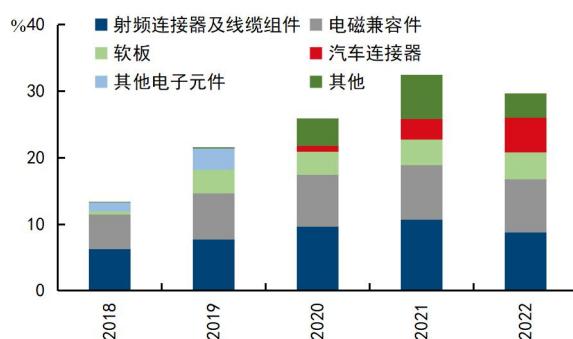
图11: 公司分季度营收、利润、毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

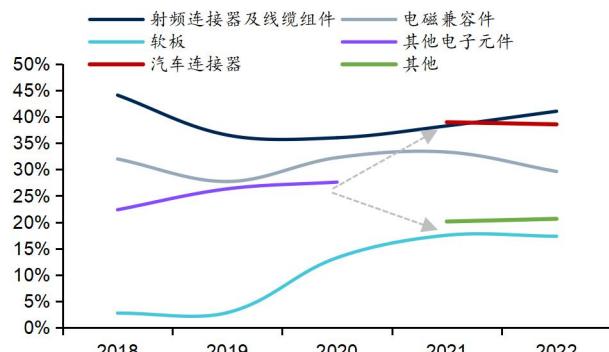
分产品来看, 射频连接器是公司毛利最高的产品, 2019-2021年, 射频连接器及线缆毛利率均在35%以上, 2022年毛利率为41%。此外, 公司汽车连接器业务增速较快, 2021-2022年, 公司汽车连接器营收同比增速分别为236.2%、64.7%, 毛利率维持在39%, 随着汽车连接器在总营收中的比重持续攀升, 预计将进一步优化公司总体盈利能力。

图12: 公司分产品营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

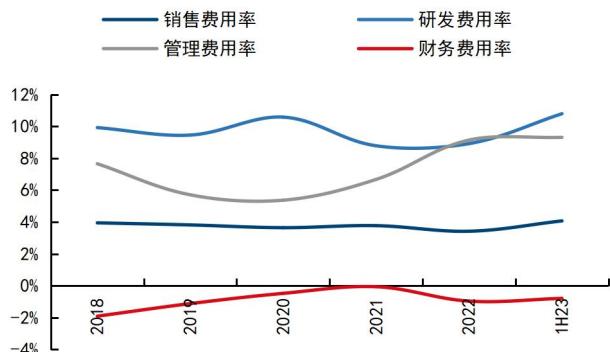
图13: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司高度重视研发, 2020-2022年, 公司研发支出维持在2.6亿以上, 三年分别占营业收入的10.58%、8.78%、8.92%。从人员构成来看, 截至2022年末研发人员共908人, 占员工总人数的15.9%, 同比提升1.6pct。

图14: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司研发人员数量和研发支出占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

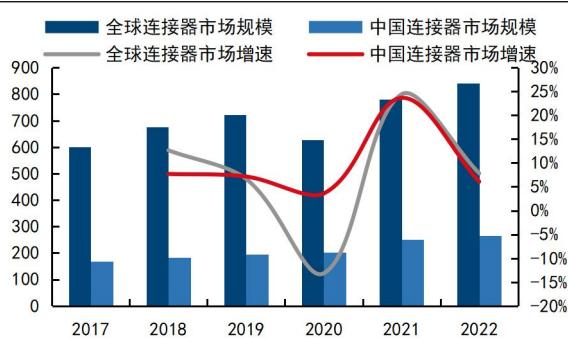
汽车智能化大趋势，高速连接器需求增长

连接器市场竞争充分，市场格局集中且相对稳定

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。连接器种类繁多、功能多样，按照传输介质的不同，可分为电连接器、微波连接器、光连接器和流体连接器。

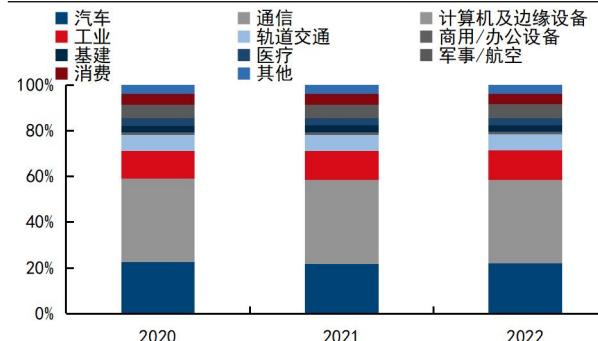
根据 Bishop&Associate 统计，全球连接器市场规模已经从 2011 年的 489 亿美元增长至 2022 年的 841 亿美元，预计 2023 年市场将超过 900 亿美元。根据统计，2022 年连接器前三大应用领域占比分别是汽车 22%、通信 24%、计算机及边缘设备 13%。

图16: 全球和中国连接器市场规模（亿美元）及增速



资料来源: Bishop & associates, 国信证券经济研究所整理

图17: 连接器的下游应用占比



资料来源: Bishop & associates, 国信证券经济研究所整理

连接器行业竞争较为充分，市场逐渐集中。目前在全球范围内，连接器市场呈现逐渐集中化的趋势，根据 Bishop 统计，1980 年至 2020 年，全球前十大连接器厂商市占率从 38% 上升至 61%。2021 年，全球十大连接器制造商出货量为 431.85 亿美元，同比增长 19.3%，其中 4 家来自北美，3 家来自日本，1 家来自中国。过去五年前 10 名供应商的增长超过整体连接器行业的增长，分别实现了 4.4% 和 3.0% 的 CAGR，这主要是归因于过去十年十大供应商的收购，在过去十年中，排名前 10

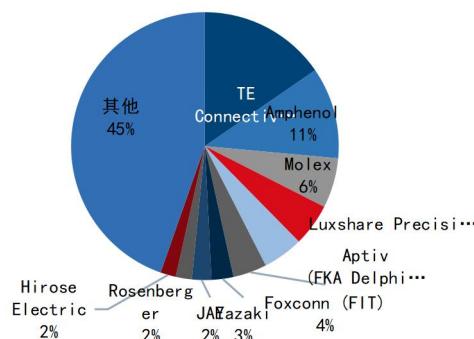
的公司收购了 80 余家公司。

图18: 全球前十大厂商营收 (百万美元) 及 CR10



资料来源: Bishop & associates, 国信证券经济研究所整理

图19: 2021 全球前十大连接器厂商市场份额



资料来源: Bishop & associates, 国信证券经济研究所整理

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:

- 1) 欧美的泰科、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。
- 2) 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。
- 3) 中国的台湾地区则通过代工生产, 逐步形成了鸿海精密、正崴精密等领先企业, 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。

相比国外的知名连接器企业, 中国(除港、澳、台地区)连接器生产厂商发展起点相对较低, 技术储备不足。但中国厂商抓住通信领域技术迭代、国内新能源造车新势力崛起、电子制造服务产能转移等契机, 在通信、汽车、消费电子等行业中快速崛起。目前, 在规模效益凸显的计算机、手机等消费电子领域, 国内连接器厂商凭借产业集群效益、市场优势占据了较高的市场份额。但是, 国内企业在技术壁垒、地域限制和附加值较高的工业、航空航天等领域的连接器产品研发和制造方面不占优势。

表1: 分应用领域的连接器领先厂商

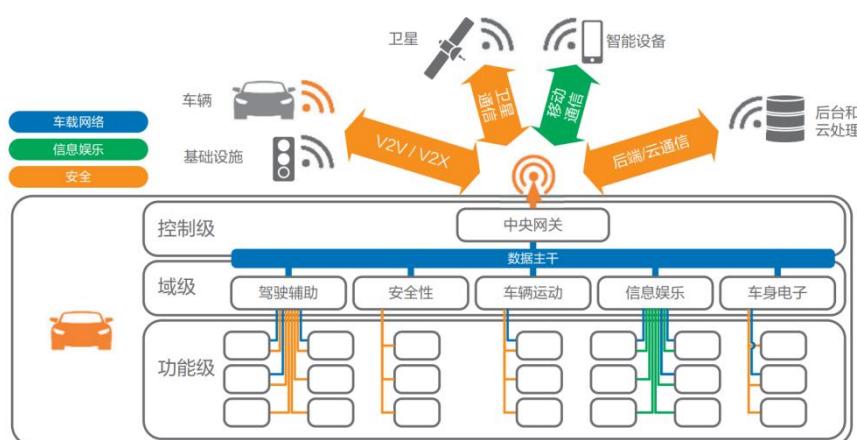
应用领域	主要国外制造商	主要国内制造商
汽车	泰科、安费诺、莫仕、矢崎、航空电子	中航光电、航天电器、得润电子、永贵电器、徕木股份、瑞可达
通信	泰科、安费诺、莫仕、航空电子、灏讯、雷迪埃、罗森伯格	中航光电、航天电器、四川华丰、瑞可达
计算机等消费电子	泰科、安费诺、莫仕、航空电子	立讯精密、得润电子、永贵电器、徕木股份
工业和交通	泰科、安费诺、莫仕、矢崎、航空电子、灏讯、罗森伯格	中航光电、航天电器、永贵电器、四川华丰
军事、航空航天	泰科、安费诺、莫仕、航空电子	中航光电、永贵电器、四川华丰

资料来源: 电连技术, 国信证券经济研究所整理

汽车智能化，推动高速连接器需求

高速连接器主要受益于汽车智能化趋势。自动驾驶车辆要求能够可靠而即时地处理空中下载(OTA)数据流，包括车辆对后端(V2B)、车辆对车辆(V2V)、车辆对基础设施(V2I)、车辆对用户(V2U)以及车辆对通信基础设施(V2C)。涉及搭载毫米波雷达、激光雷达等多个传感器，与ADAS控制模块、雷达控制模块等多个模块，对数据传输速度、传输量及可靠性要求更高，催生了高速连接器需求。高速连接器长用于传感器、GPS、无钥匙进入、信息娱乐系统、导航与驾驶辅助系统等。根据华经产业研究院数据，2025年我国汽车高速连接器市场将达到187亿元，2021-2025CAGR为19%。

图20：智能互联车辆所需的系统架构



资料来源：泰科，国信证券经济研究所整理

汽车高频高速连接器可以分为同轴连接器（包括FAKRA和Mini-FAKRA，主要传输模拟信号）和差分连接器（包括HSD和以太网连接器，连接双绞线电缆，主要传输数字信号）。车载高清摄像头使用数量增长拉动以Mini-Fakra为代表的高频连接器应用，而激光雷达、毫米波雷达的使用数量增长将拉动以以太网连接器为代表的高速连接器应用。

表2：高频高速连接器分类及应用

分类	产品	应用领域	最高支持传输频率/传输速率
同轴连接器	Fakra	被广泛用作汽车高频应用的标准接口	6GHz
差分连接器	Mini-Fakra (HFM)	车载摄像头、GPS、汽车天线等	20GHz
	HSD (High-speed Data) 以太网连接器	主要用于车载显示、仪表盘、高清屏幕 ADAS传感器数据传输、高速网关、域控制 器间数据传输、激光雷达	2GHz/6Gbps 20GHz/28Gbps

资料来源：罗森博格，国信证券经济研究所整理

智能化汽车配套数据传输速度从150Mbps提升至24Gbps且汽车向集成化发展，推动Mini-Fakra和HSD配套使用，取代传统Fakra连接器。以罗森伯格Mini-Fakra产品HFM系列与Fakra产品的对比为例，Mini-Fakra是Fakra的升级产品，Mini-Fakra体积更小、集成度更高、传输速率和频率更优，迎合了汽车高频高速连接器的发展方向。

图21: 连接器性能与潜力



资料来源: 泰科, 国信证券经济研究所整理

公司2013年开始布局汽车高速连接器,产品布局全面,客户导入顺利,进入持续放量期。公司产品覆盖射频类Fakra板端&线端,HDCamera连接器,高速类以太网连接器、HSD板端&线端、车载USB及配套线缆等,广泛应用于动力系统、安全与转向系统、自动驾驶系统、智能座舱系统等各汽车电子系统模块。公司汽车连接器客户导入顺利,涵盖燃油车及新能源车厂商、TIER1、模组客户、自动驾驶电子系统客户,包括法雷奥、大陆等,产品已进入吉利、长城、比亚迪、长安等国内主要汽车厂商供应链。

汽车高速连接器具有较高的认证壁垒,客户粘性强,在传统燃油汽车中国产化率低。但随着国内新势力品牌崛起,新能源汽车软硬件迭代快,传统连接器大厂配套出现空档,是国内厂商切入相关产业链的极佳窗口期。公司有望凭借自身在射频连接器领域的深厚积累,充分受益汽车高速连接器的国产替代进程。

表3: 国内连接器企业汽车高频高速产品布局情况

	电连技术	意华股份	得润电子	瑞可达	徕木电子
Fakra	√	√	√	√	√
Mini-Fakra	√	×	×	√	×
HSD	√	√	×	√	√
以太网连接器	√	×	×	×	×

资料来源: 各公司官网, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

射频连接器及线缆：公司客户覆盖了大部分安卓系头部手机企业，产品在终端市场份额也较为稳定。受益于下游消费电子行业复苏，2023年有望恢复增长，我们假设公司2023-2025年收入增速分别为-8.0%、10.0%、15.0%。

电磁兼容件：电磁兼容件产品市场竞争较为激烈，公司将主要聚焦盈利能力较好的细分赛道，进一步提升产品技术和改善客户结构，我们假设收入增速分别为-5.0%、15.0%、4.5%。

软板：参考Prismark预计全球软板市场规模增速2022-2027年CAGR为3.5%，其中中国地区增速为2.9%，我们假设公司收入增速分别为-15.0%、5.0%、10.0%。

汽车连接器：根据华经产业研究院数据，我国汽车高速连接器市场规模2021-2025CAGR为19%。我们看好汽车智能化趋势为国产连接器厂商打开国产替代窗口，公司作为国内高频高速连接器龙头，市占率低、技术国内领先，我们假设公司2023-2025年汽车连接器业务收入增速分别为35.0%、75.0%、60.0%。

表4：电连技术业务拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
射频连接器及线缆组件						
收入（亿元）	9.6	10.7	8.7	8.0	8.8	10.2
增速	25.8%	10.7%	-18.2%	-8.0%	10.0%	15.0%
毛利率	36.0%	38.2%	41.0%	42.3%	41.2%	42.1%
电磁兼容件						
收入（亿元）	7.8	8.2	8.0	7.6	8.8	9.2
增速	11.8%	5.1%	-1.8%	-5.0%	15.0%	4.5%
毛利率	32.2%	33.3%	29.6%	28.7%	29.3%	28.0%
软板						
收入（亿元）	3.4	3.9	4.1	3.5	3.6	4.0
增速	-3.2%	12.8%	5.4%	-15.0%	5.0%	10.0%
毛利率	13.3%	17.5%	17.3%	3.0%	16.0%	16.8%
汽车连接器						
收入（亿元）	0.9	3.1	5.1	6.9	12.2	19.4
增速		236.2%	64.7%	35.0%	75.0%	60.0%
毛利率	30.7%	38.9%	38.5%	40.1%	41.3%	41.7%
其他						
收入（亿元）	4.1	6.6	3.7	4.8	6.0	6.6
增速		59.7%	-43.9%	30.0%	25.0%	10.0%
毛利率	27.8%	25.8%	20.6%	23.5%	23.5%	23.5%
合计						
收入（亿元）	25.92	32.46	29.70	30.90	39.43	49.41
增速	20.0%	25.2%	-8.5%	4.0%	27.6%	25.3%
毛利率	30.4%	32.1%	31.7%	31.1%	33.6%	34.8%

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，预计未来3年营收30.90、39.43、49.41亿元，同比增加4.0%、27.6%、25.3%，毛利率31.1%、33.6%、34.8%。

未来3年业绩预测

表5: 未来3年盈利预测表

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	29.70	30.90	39.43	49.41
营业成本	30.18	21.28	26.20	32.22
销售费用	1.01	1.07	1.37	1.74
管理费用	2.71	2.25	2.82	3.69
研发费用	2.65	2.73	3.45	4.27
财务费用	-0.29	-0.22	-0.22	-0.25
营业利润	5.31	3.67	5.40	7.08
利润总额	5.31	3.66	5.41	7.08
归属于母公司净利润	4.43	3.10	4.59	5.97
EPS	1.05	0.73	1.09	1.41
ROE	10.76%	7.17%	9.93%	11.90%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司23-25年收入分别为30.90、39.43、49.41亿元, 归属母公司净利润3.10、4.59、5.97亿元, 利润年增速分别为-30.0%、48.0%、30.1%。每股收益23-25年分别为0.73、1.09、1.41元。

盈利预测情景分析

表6: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,246	2,970	3,102	4,044	5,170
(+/-%)	25.2%	-8.5%	4.4%	30.4%	27.8%
净利润(百万元)	372	443	555	781	1017
(+/-%)	38.3%	19.3%	25.2%	40.7%	30.3%
摊薄EPS	0.88	1.05	1.31	1.85	2.41
中性预测					
营业收入(百万元)	3,246	2,970	3,090	3,943	4,941
(+/-%)	25.2%	-8.5%	4.0%	27.6%	25.3%
净利润(百万元)	372	443	310	459	597
(+/-%)	38.3%	19.3%	-30.0%	48.0%	30.1%
摊薄EPS(元)	0.88	1.05	0.73	1.09	1.41
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,246	2,970	3,078	3,843	4,718
(+/-%)	25.2%	-8.5%	3.6%	24.9%	22.8%
净利润(百万元)	372	443	73	157	214
(+/-%)	38.3%	19.3%	-83.6%	116.0%	36.5%
摊薄EPS	0.88	1.05	0.17	0.37	0.51
总股本(百万股)	421	422	423	423	423

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

经营风险

汽车客户拓展不及预期的风险：如果公司不能有效拓展非手机行业及汽车电子客户，公司经营风险将会显著增加。公司在目前的消费电子领域占有较高的市场地位和较为稳定竞争优势，随着手机端为主的消费电子行业近年来疲软的需求情况导致营收水平明显下滑。随着泛 5G 时代来临，公司现有产品将会在设计及形态、性能、应用领域等方面存在不断迭代变化的可能性，对于面向泛 5G 的研发的要求水平也将大幅提升。

智能手机行业需求下滑的风险：智能手机行业发生重大不利变化，将会对公司的销售业绩和盈利水平产生显著不利影响。公司现有消费电子客户主要集中于智能手机制造商，近年公司前五大客户均为知名的智能手机品牌商或设计制造商。报告期虽然公司来自于智能手机行业客户的销售收入占比已经下降到了约 60%，但如智能手机行业的大幅变化还是会对公司报告期内的经营业绩产生重要影响。

技术风险

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。公司目前拥有研发技术人员 500 人，占总人数 50%。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

5G 毫米波发展未达预期的风险：5G 毫米波发展如果未达预期，将对公司的新产品的推广产生影响，导致研发费用增长，影响新产品的市场布局。公司储备的新产品是公司全面对接 5G 毫米波的重要砝码，5G 发展如果未达预期，将对新产品的营收产生一定影响，新老产品的切换期也将一定程度延长。

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	1464	1325	1416	1501	1678	营业收入	3246	2970	3090	3943	4941
应收款项	975	992	987	1254	1600	营业成本	2206	2028	2128	2620	3222
存货净额	533	489	532	637	793	营业税金及附加	24	25	23	30	39
其他流动资产	831	554	647	706	677	销售费用	122	101	107	137	174
流动资产合计	3804	3360	3582	4099	4749	管理费用	216	271	231	288	375
固定资产	904	1177	1160	1107	1028	研发费用	285	265	273	345	427
无形资产及其他	158	148	142	136	130	财务费用	(2)	(29)	(22)	(22)	(25)
其他长期资产	568	567	567	567	567	投资收益	15	72	39	42	51
长期股权投资	499	557	742	990	1153	资产减值及公允价值变动	(3)	(4)	(17)	(22)	(30)
资产总计	5932	5810	6195	6899	7628	其他	8	155	(6)	(25)	(42)
短期借款及交易性金融负债	562	244	280	367	302	营业利润	414	531	367	540	708
应付款项	758	778	834	973	1239	营业外净收支	3	0	(1)	1	(0)
其他流动负债	341	262	280	361	432	利润总额	417	531	365	541	708
流动负债合计	1661	1284	1395	1702	1972	所得税费用	38	63	38	57	78
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	8	25	17	25	33
其他长期负债	191	167	220	290	324	归属于母公司净利润	372	443	310	459	597
长期负债合计	191	167	220	290	324	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1852	1451	1614	1992	2296	净利润	379	468	327	484	630
少数股东权益	215	240	257	282	315	资产减值准备	4	4	17	22	30
股东权益	3866	4119	4324	4624	5017	折旧摊销	114	121	124	155	167
负债和股东权益总计	5932	5810	6195	6899	7628	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
						财务费用	5	12	(22)	(22)	(25)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(451)	104	22	(125)	(122)
每股收益	0.88	1.05	0.73	1.09	1.41	其它	467	(384)	6	0	(6)
每股红利	0.29	0.37	0.25	0.37	0.48	经营活动现金流	519	325	473	513	675
每股净资产	9.18	9.76	10.23	10.94	11.87	资本开支	(308)	(301)	(101)	(95)	(83)
ROIC	19%	14%	15%	22%	27%	其它投资现金流	(846)	398	(212)	(262)	(145)
ROE	10%	11%	7%	10%	12%	投资活动现金流	(1153)	97	(314)	(357)	(227)
毛利率	32%	32%	31%	34%	35%	权益性融资	64	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	9%	11%	13%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	13%	15%	17%	18%	支付股利、利息	(123)	(155)	(105)	(158)	(204)
收入增长	25%	-9%	4%	28%	25%	其它融资现金流	403	(415)	37	87	(66)
净利润增长率	38%	19%	-30%	48%	30%	融资活动现金流	344	(570)	(69)	(71)	(270)
资产负债率	35%	29%	30%	33%	34%	现金净变动	(293)	(139)	91	85	177
息率	0.8%	1.0%	0.7%	1.0%	1.3%	货币资金的期初余额	1757	1464	1325	1416	1501
P/E	42.1	35.4	50.7	34.2	26.3	货币资金的期末余额	1464	1325	1416	1501	1678
P/B	4.1	3.8	3.6	3.4	3.1	企业自由现金流	(288)	171	339	402	590
EV/EBITDA	34.6	42.9	38.3	26.2	20.7	权益自由现金流	116	(245)	396	509	546

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