

沪光股份 (605333.SH) 汽车线束领先企业，业绩拐点已至

2024年01月09日

——公司深度报告
投资评级：增持（维持）
任浪（分析师）
李俊逸（联系人）

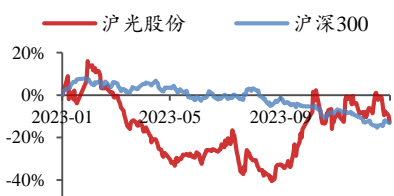
renlang@kysec.cn

lijunyi1@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

证书编号：S0790122080014

日期	2024/1/8
当前股价(元)	18.76
一年最高最低(元)	25.65/12.79
总市值(亿元)	81.94
流通市值(亿元)	81.94
总股本(亿股)	4.37
流通股本(亿股)	4.37
近3个月换手率(%)	129.3

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《2022年业绩预告实现扭亏，新能源汽车客户持续放量——公司信息更新报告》
-2023.1.31

《客户结构持续优化，电动智能化浪潮注入增长动力——公司首次覆盖报告》
-2023.1.6

● 深耕行业二十余载，客户放量迎业绩拐点

公司主营汽车高低压线束，受益电动化智能化大势，获多家优质主机厂的项目定点，同时积极优化原材料和人工成本，长期盈利向上确定性较高。受重庆工厂稼动率不及预期影响，公司2023H1出现亏损，因此我们下调2023-2024年并新增2025年盈利预测，预计归母净利润分别为0.65 (-1.41) /3.92 (-0.08) /5.52亿元，对应EPS分别为0.15 (-0.32) /0.90 (-0.02) /1.26元/股，当前股价对应2023-2025年的PE分别为127.0/20.9/14.8倍。2023Q3问界新M7发布以来，公司重庆工厂产能利用率快速爬坡，已处于满产状态，业绩拐点已至，维持“增持”评级。

● 电动智能化带动市场空间提升，内资企业加速国产替代

自动驾驶等级提升增加传感器需求，智能化功能需要更多低压线束衔接；高压快充大势所趋，拉动对高压线束的长期需求。我们测算2025年国内汽车线束市场规模预计高达983亿元，2022-2025年CAGR约为10%，新能源车线束市场空间占比达71%，成为重要驱动力。本土企业凭过硬技术+优质服务+成本优势逐步实现国产替代。汽车线束行业主要由外资企业垄断，2021年全球汽车线束行业CR3超70%。而本土企业凭借可靠产品质量、快速响应客户需求的能力和低成本优势逐步进入知名整车厂供应商配套体系，替代外资企业。

● 配套多个车型平台，持续降本提升盈利能力

收入端，公司已进入上汽大众、戴姆勒奔驰、奥迪汽车、理想汽车、赛力斯、奇瑞汽车、美国T公司等整车厂供应链。(1)公司与大众集团合作超20年，开发实力和产品质量获较高认可；(2)公司为问界新M7、M9、M5的高低压线束提供配套服务，同时问界新M7新车交付超预期带来新业绩增量；(3)公司为美国T公司、理想汽车等新势力车企供货，即将进入收获期。**成本端**，(1)公司推进铝线替代铜线，多款车成功量产；(2)公司持续完善智能制造系统，2022年直接人工成本占比相较于2018年降低1.41pct，助力毛利率稳定向上。

● 风险提示：原材料价格波动、行业竞争加剧、公司产品研发进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,448	3,278	3,880	7,017	9,404
YOY(%)	59.9	33.9	18.4	80.8	34.0
归母净利润(百万元)	-1	41	65	392	552
YOY(%)	-101.4	3988.0	57.1	507.9	40.7
毛利率(%)	9.5	11.3	11.5	15.4	15.4
净利率(%)	-0.0	1.3	1.7	5.6	5.9
ROE(%)	-0.1	2.8	4.2	20.3	22.3
EPS(摊薄/元)	-0.00	0.09	0.15	0.90	1.26
P/E(倍)	-7757.7	199.5	127.0	20.9	14.8
P/B(倍)	10.9	5.5	5.3	4.2	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 专注汽车线束，稳居国内龙头	4
1.1、 深耕行业二十余载，产品体系布局完善.....	4
1.2、 股权结构集中，产能布局全面	5
1.3、 业绩高速增长，净利润拐点已至	6
2、 汽车线束市场空间广阔，国产替代大势所趋.....	8
2.1、“神经系统+血管系统”：线束是汽车电气系统的基础.....	8
2.2、 电动化智能化双轮驱动，线束需求长期向上.....	10
2.2.1、 电动化趋势提升高压线束用量.....	10
2.2.2、 智能驾驶趋势推动低压线束需求.....	11
2.3、 汽车线束行业集中度高，进口替代空间广阔.....	12
3、 客户放量叠加降本增效，业绩拐点已至.....	14
3.1、 传统车企为基，新能源贡献增量	14
3.1.1、 大众集团优质供应商，深度合作超 20 年.....	15
3.1.2、 全面配套赛力斯，华为问界品牌订单交付超预期.....	16
3.1.3、 新势力拓展顺利，高压线束进入收获期.....	17
3.2、 优化材料与人工费用，打造极致成本优势.....	18
3.2.1、 顺应汽车轻量化趋势，积极推进铝线替代铜线.....	18
3.2.2、 完善智能制造系统，持续降本增效.....	19
4、 盈利预测与投资建议	20
5、 风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1： 公司以低压线束起家，持续开拓新客户	4
图 2： 公司实际控制人为成三荣、金成成父子.....	5
图 3： 公司研发、生产已拓展至海外，实现全球布局.....	6
图 4： 公司产能持续扩张，营收保持增长态势.....	7
图 5： 2023 年三季度公司归母净利润扭亏为盈.....	7
图 6： 成套线束收入占据主要收入，2022 年超 70%	7
图 7： 目前成套线束在线束业务中毛利率最高.....	7
图 8： 2022 年开始，毛利率持续恢复	8
图 9： 公司期间费用率相对稳定，研发费用率稳中有升.....	8
图 10： 汽车内线束场景丰富，单车价值量较高.....	8
图 11： 高低压线束均结构复杂，需要持续 know-how 积累.....	9
图 12： 近年新能源乘用车销量及渗透率增长迅速.....	10
图 13： 新能源车线束单车价值量较高	11
图 14： 自动驾驶等级提升，所需传感器数量增加.....	11
图 15： 自动驾驶功能的打造需要更多的低压线束.....	12
图 16： 2021 年全球汽车线束行业集中度高.....	13
图 17： 2018 年中国汽车线束行业 CR3 超过 70%.....	13
图 18： 公司客户资源，覆盖多家传统主机厂和新势力.....	14
图 19： 大众集团 Formel Q 供应商质量管理应用范围	16

图 20: 2023 年 2 月, 华为与赛力斯签署深化联合业务协议.....	17
图 21: 问界新 M7 订单超预期, 交付持续爬坡.....	17
图 22: 理想 MEGA (W01) 高压线束由公司供应.....	18
图 23: 公司是理想 L6 (X04) 车型高压线束供应商.....	18
图 24: 2022 年总成本中直接材料占比高达 77%, 直接人工成本次之.....	18
图 25: 直接材料占总成本比重呈现持续提升的趋势.....	19
图 26: 2021 年铜价迅速增长, 而铝价较低且比较稳定.....	19
图 27: 公司智能制造系统, 有助于降低运营成本.....	20
图 28: 2018 年以来, 公司直接人工成本占比稳重降低.....	20
表 1: 公司在高/低压线束领域具有完善的产品谱系.....	4
表 2: 公司已有 10 家全资子公司.....	5
表 3: 汽车线束为安全件, 对于汽车至关重要.....	9
表 4: 采用超充解决方案的车型数量持续增加.....	10
表 5: 预计 2025 年国内汽车线束市场空间可达 983 亿元.....	12
表 6: 本土汽车线束企业已逐渐进入整车厂的供应链体系.....	13
表 7: 公司积极拓展新能源客户, 向高价值量的高压线束发展.....	14
表 8: 公司已与上汽大众合作多个项目并实现量产.....	15
表 9: 公司已将铝导线替代铜导线方案应用于下游车型.....	19
表 10: 公司业绩拆分与盈利预测.....	21
表 11: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2024/1/3).....	21

1、专注汽车线束，稳居国内龙头

1.1、深耕行业二十余载，产品体系布局完善

内资汽车线束龙头，前瞻布局掌握行业先机。公司于1997年成立，前身为昆山沪光汽车电器有限公司，致力于汽车高低压线束的研发、生产与销售；2000年获得上汽大众供应商代码，陆续向上汽大众及其分公司提供门线束、发动机线束以及高端定制化KSK整车线束；自2003年以来，公司已经为包括北京奔驰、上汽大众、北汽福田等在内的20多款车型的整车及门级线束实施了技术开发及批量供货。目前，公司不断加大新客户开拓力度，已经进入上汽大众、戴姆勒奔驰、奥迪汽车、通用汽车、理想汽车、赛力斯、奇瑞汽车、江淮汽车、美国T公司等全球整车制造厂商的供应商体系，成为内资汽车线束厂商头部企业之一。

图1：公司以低压线束起家，持续开拓新客户







资料来源：沪光股份公司公告、开源证券研究所

公司产品包括低压线束和高压线束。公司产品细分领域主要涵盖整车客户定制化线束、新能源汽车高压线束、发动机线束、仪表盘线束、车身线束、门线束、顶棚线束及尾部线束等。随着我国乘用车市场发展与市场汽车舒适性、安全性要求的提高，整车制造厂商对汽车线束的需求随之提升，公司完善的产品矩阵能够满足整车制造厂商多样化的汽车线束需求。

表1：公司在高/低压线束领域具有完善的产品谱系

线束名称	线束功能	线束形态	
成套线束	仪表盘线束	与地板、前舱线束连接，沿着管梁行走连接仪表盘上的各种电气件如组合仪表、空调开关、收放机、点烟器等	
	前舱线束	连接车前部的所有电气件，如灯具、风扇、雨刮等	
	地板线束	连接四门、驻车、座椅等地板上所有电气件，如门开关、手刹、安全带预警、座椅调节等	
	客户定制化线束	集合了车身主要线束的整车线	
发动机线束	发动机线束	连接发动机上的各种传感器和执行器，围绕在发动机的周围	
其他线束	门线束	分前门线与后门线，连接四门及后门内板上的所有电气件，如中控锁、玻璃升降器、扬声器、后雨刮、尾灯等	

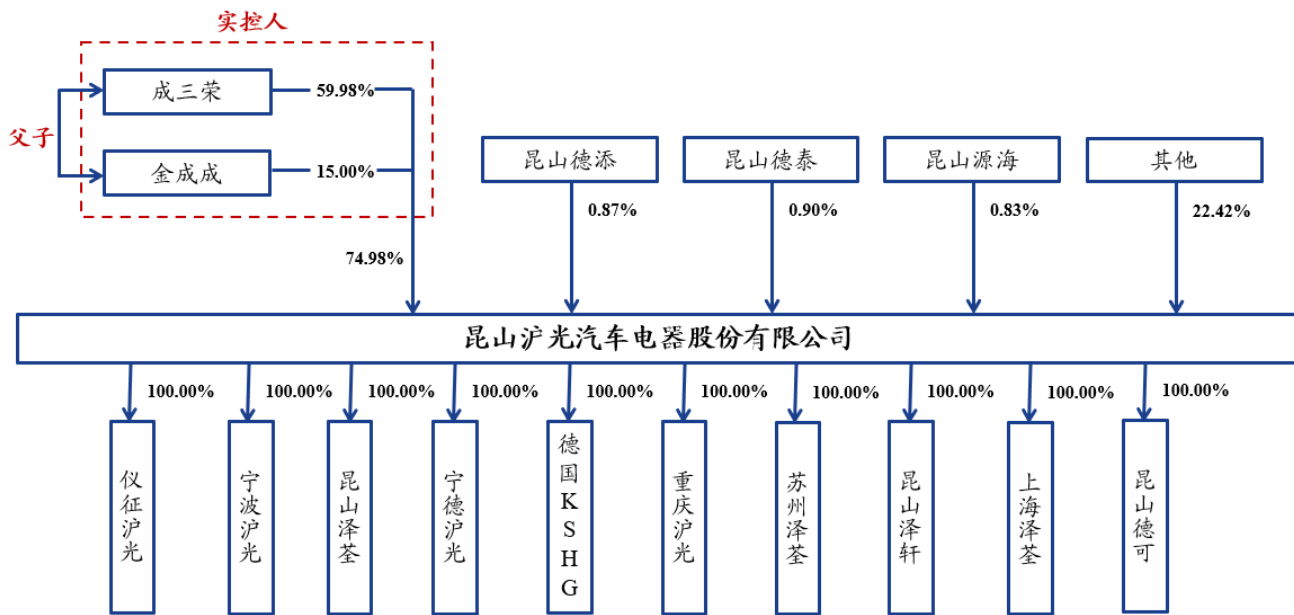
顶棚线束	连接天窗控制模块，及内部照明灯如阅读灯等	
尾部线束	连接前后雷达，前雾灯、后雾灯等	
电缆线束	布置在汽车蓄电池附近区域，传递汽车的电源和接地	
ABS 线束	布置在汽车四轮区域，用于连接车身稳定系统和传感器之间的注塑线	

资料来源：沪光股份官网、沪光股份公司公告、开源证券研究所

1.2、股权结构集中，产能布局全面

公司股权集中，实际控制人为董事长成三荣和总经理金成成，截至 2023 年三季度，分别持股 59.98%、15.00%，二人为父子关系，实控人持股占比达到 74.98%。其余主要股东中，昆山德添、昆山德泰、昆山源海是员工持股平台，公司股权集中稳定。沪光股份下设重庆沪光、仪征沪光、宁波沪光等全资子公司，分别为不同客户提供线束产品、加工和研发服务。

图2：公司实际控制人为成三荣、金成成父子



数据来源：沪光股份公告、Wind、开源证券研究所（注：截止 2023 年三季度）

募资设厂突破产能瓶颈，智慧工厂助力腾飞。2022 年 7 月，公司向特定对象非公开发行股票，募资总额 7.03 亿元，主要用于昆山泽轩汽车线束部件生产项目与补充流动资金。2023 年上半年，昆山泽轩长江路智慧工厂项目进展顺利，主体建筑已于一季度末验收通过，部分已在二季度陆续投入试运营，这将助力公司实现整车线束配套升级。目前公司已有 10 家子公司，覆盖研发、生产与销售各个环节，完备的布局有望使公司保持领先的竞争力。

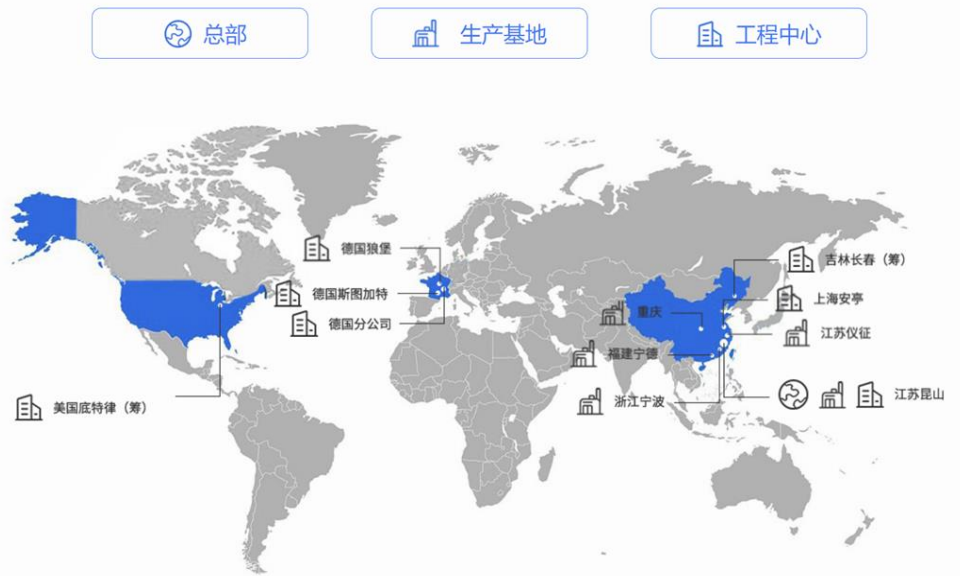
表2：公司已有 10 家全资子公司

名称	设立/收购时间	主要业务
仪征沪光	2012	生产中心，配套上汽大众仪征分公司项目实施
宁波沪光	2015	生产中心，配套上汽大众宁波分公司项目实施

名称	设立/收购时间	主要业务
昆山泽荃	2017	生产中心，负责传统线束的总装加工业务，昆山沪光母公司将专注于智能制造工厂的改造升级，新能源高压线束的研发与制造
宁德沪光	2018	生产中心，配套上汽集团宁德分公司项目实施
德国 KSHG	2018	研发中心，向德国大众、戴姆勒奔驰等客户提供汽车线束研发支持
昆山泽轩	2020	保障沪光总部大楼及生产基地建设的顺利实施
昆山德可	2020	公司于 2020 年收购昆山德可 100% 股权，并将其作为生产中心，为客户提供电瓶线产品
重庆沪光	2022	生产中心，完善公司在西南地区的战略布局
苏州泽荃	2022	利用苏州工业园区政策优势，进一步拓展海外业务，加强国际化商业合作，以快速响应国际客户的业务需求
上海泽荃	2022	研发中心，新建沪光股份上海技术研发中心，依托上海安亭汽车供应链的优势资源，充分发挥产业集群效应

资料来源：沪光股份公司公告、沪光股份公告、开源证券研究所

图3：公司研发、生产已拓展至海外，实现全球布局



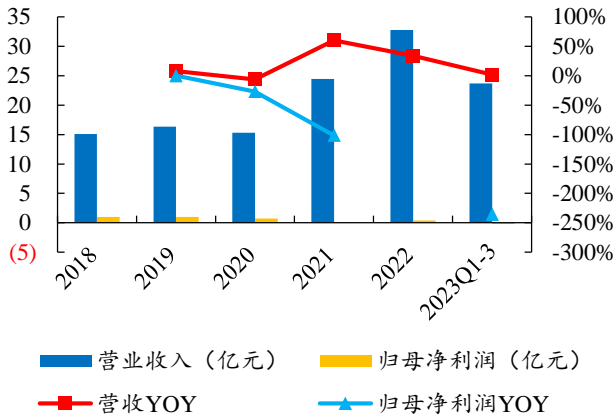
资料来源：沪光股份官网

1.3、业绩高速增长，净利润拐点已至

受益于汽车行业复苏，公司收入持续提升。随着乘用车行业复苏及新能源汽车快速增长，公司收入持续提升，2022 年实现营收 32.78 亿元，同比增长 33.91%，2018-2022 年 CAGR 达 21.38%。2023 年上半年，受国内乘用车市场价格战影响，公司部分主机厂客户乘用车销量不及预期，子公司重庆沪光亏损扩大；2023 年下半年以来，公司重要客户赛力斯推出华为智选车问界新 M7 等车型，自 2023 年 9 月发布后销量快速上涨，带动公司重庆工厂稼动率持续回升，2023Q3 实现营业收入 9.55 亿元，环比增长 26.05%，实现归母净利润 1,830.64 万元，环比二季度成功扭亏。此外，2023 年上半年，公司取得 L 汽车全新纯电平台高压线束，X 汽车电池包高低压线束，蔚来阿尔卑斯高低压线束，集度汽车 Venus 低压线束，上汽大众途昂 NF KSK 线束等项

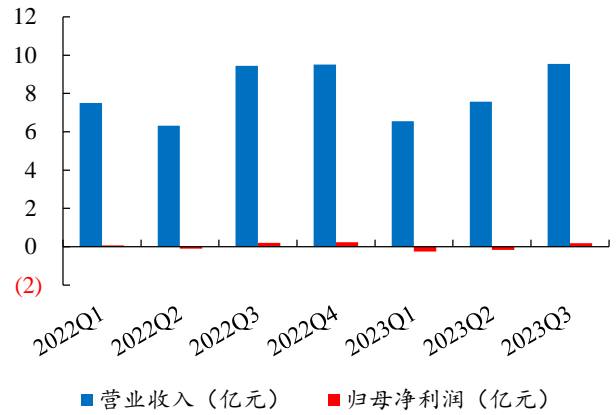
目定点。随着问界新 M7 高低压线束等项目持续量产交付，公司 2023 年四季度业绩有望显著提升。

图4：公司产能持续扩张，营收保持增长态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

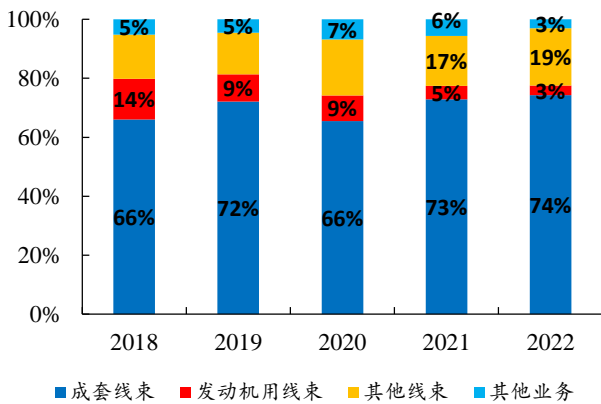
图5：2023年三季度公司归母净利润扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

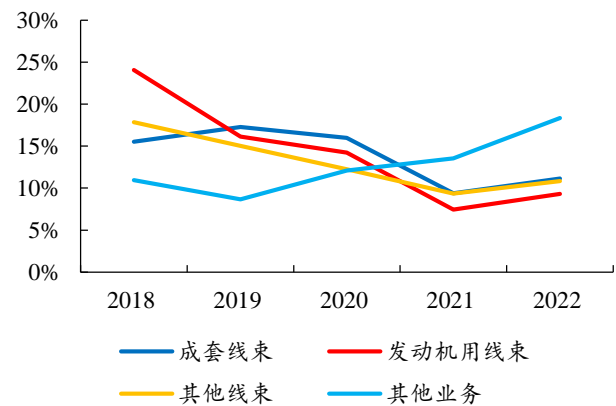
成套线束收入占比高，毛利率高，为主要收入来源和利润增量。2018年以来，成套线束为公司主要收入来源，营收占比超 65%，同时随着公司业务向中高端车型和高压线束拓展，成套线束收入占比持续提升，2022 年营收占比增至 74.28%。在线束业务中，成套线束毛利率较高，有助于推动公司业绩量利齐升。

图6：成套线束收入占据主要收入，2022年超70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

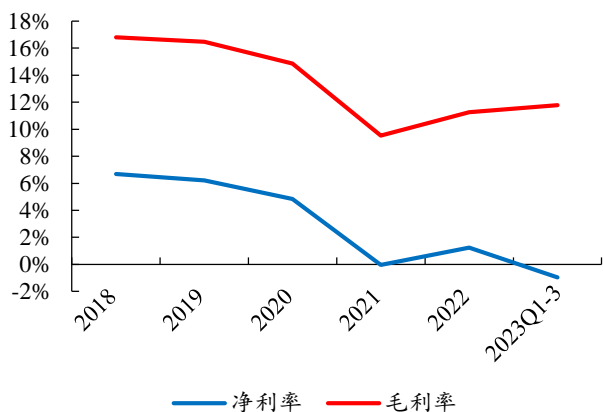
图7：目前成套线束在线束业务中毛利率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

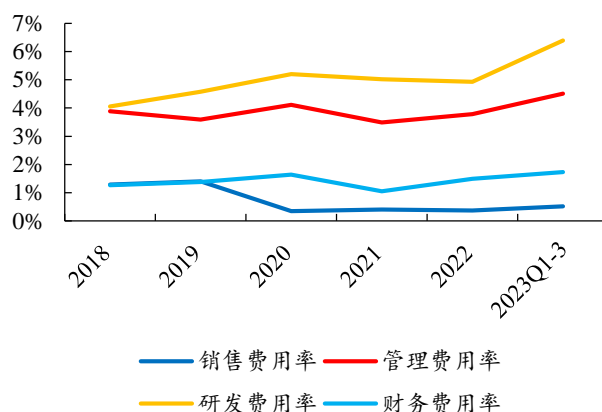
2018-2021 年，公司毛利率受到原材料价格波动、公共卫生事件以及汽车行业缺芯等外部因素影响，公司毛利率出现下滑。2022 年以来，公司高毛利成套线束产品收入占比提升、原材料价格回落，公司毛利率持续改善，2023 前 3 季度实现毛利率 11.78%，同比增加 0.94pct。2018 年以来，公司销售、管理、财务等期间费用率相对稳定，研发费用率稳中有升，主要是加大了新项目、新技术的研发投入。2023Q3 公司重要客户赛力斯问界新 M7 一经发布便成为爆款车型，规模效应开始体现，单季度实现净利率 1.92%，环比提升 4.05pct，成功扭亏，公司业绩拐点已至。

图8：2022年开始，毛利率持续恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司期间费用率相对稳定，研发费用率稳中有升



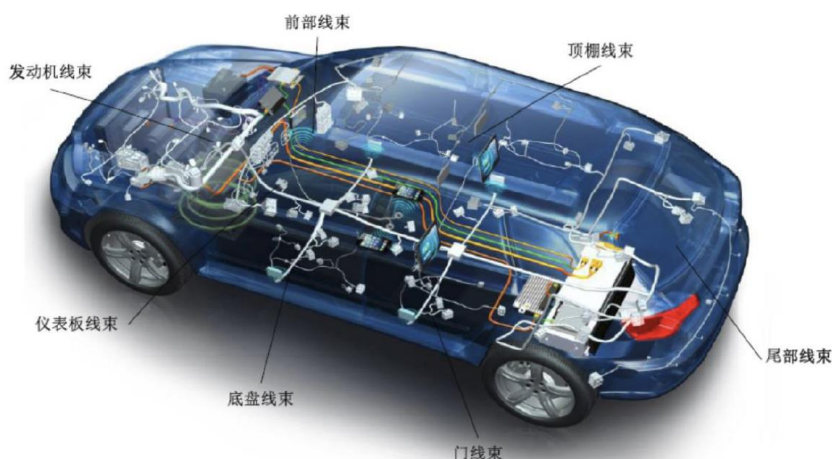
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、汽车线束市场空间广阔，国产替代大势所趋

2.1、“神经系统+血管系统”：线束是汽车电气系统的基础

汽车线束是汽车电气系统的基础。车辆功能的实现离不开汽车电气系统的存在，汽车线束是汽车电气系统的基础，相当于汽车的“神经系统+血管系统”，负责汽车动力以及信号输运。汽车线束将中央控制部件与汽车电控单元、传感器与开关装置、电子电器执行单元连接在一起，使之发挥相应的功能。汽车线束是汽车不可或缺的重要零部件。汽车单车线束使用量大，布局复杂。汽车线束是许多车辆中最重的子系统之一。一些车辆包含近40种不同的线束，包括约700个连接器和3000多根电线，长度超过4公里，重量约为60千克，每行驶100km消耗能量约为120W。随着人们对行车安全性及驾驶体验感越来越重视，汽车电气系统的比例在增加，汽车线束的使用量也越来越大，在有限的空间内，汽车线束的布局也越发复杂。

图10：汽车内线束场景丰富，单车价值量较高



资料来源：卡倍亿招股说明书

汽车线束作为安全件，有复杂的性能要求。汽车线束零件众多，要求线束具有良好的性能。通常来说，汽车线束被要求具有耐高/低温、耐弯折、耐磨损、耐腐蚀、耐高压、电磁兼容性、密封性强、抗断裂、柔性好等一系列特性，以保障汽车安全行驶。

2022年，国家市场监督管理总局产品缺陷中心共发布140条国内乘用车召回公告，

召回车辆总数达448.3万辆,其中因为汽车线束引起的召回有17起共29.5万辆汽车,占总召回数量的6.6%。安全问题要求更可靠的线束设计与制造。

表3: 汽车线束为安全件, 对于汽车至关重要

召回厂商	召回车型	召回原因	召回厂商	召回车型	召回原因
特斯拉	Model 3	安装不合理, 引起干涉	梅赛德斯-奔驰 (中国)	进口 E 级、AMG GT 汽车	因线束长度公差造成电气接头短路, 存在安全隐患
梅赛德斯-奔驰 (中国)	进口和国产 CLA、C 级和 E 级汽车	供电线接头被污染, 导致接头连接松动	玛莎拉蒂 (中国)	吉博力混合动力汽车	布线不合理, 引起干涉
现代汽车 (中国)	进口起亚索兰托汽车	PTC 加热器温度升高、连接器损坏及线束断裂	梅赛德斯-奔驰 (中国)	GLC SUV 汽车	连接器密封不严, 存在安全隐患
梅赛德斯-奔驰	进口 AMG GT、S 级和国产 C 级汽车	安装不合理, 引起干涉	梅赛德斯-奔驰	进口 GLE 350 e 4MATIC	因电池线束接头固定螺栓紧固扭矩不足, 导致安全气囊未能被正确激活
保时捷	进口 Taycan 系列纯电动汽车	布线不合理, 引起干涉	梅赛德斯-奔驰 (中国)	GLE SUV 和 GLS SUV 汽车	螺栓未被正确固定, 存在安全隐患
玛莎拉蒂	进口 2022 款莱凡特混合动力汽车	因螺栓松脱, 引起线束烧蚀	斯巴鲁	进口傲虎、力狮、XV 系列汽车	线束接头易吸水, 易腐蚀, 存在安全隐患
保时捷	进口 Taycan 电动汽车	安装不合理, 引起干涉	现代中国	起亚索兰托汽车	安装不合理, 引起干涉
捷豹路虎 (中国)	进口路虎揽胜运动系列汽车	安装不合理, 引起干涉	梅赛德斯-奔驰 (中国)	进口 S 级汽车	安装不合理, 引起干涉

资料来源: 线束世界公众号、开源证券研究所 (2022 年)

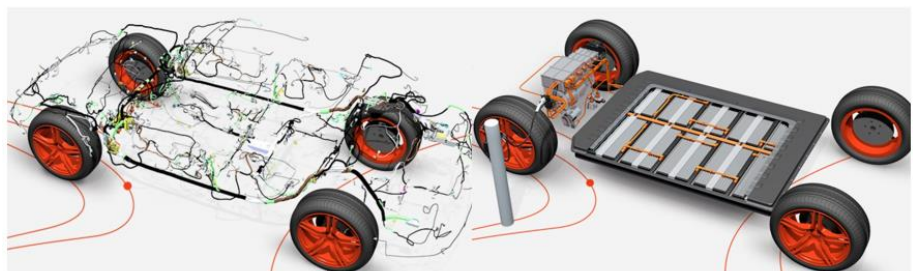
汽车线束有以下几种分类方式:

(1) **按电压分:** 汽车线束分为高压线束与低压线束, 电动汽车的 B 级电压规定, 整车高压的额定电压为 DC1000V (直流 1000 伏) 和 AC660V (交流 660 伏), 一般规定高压线束的额定电压为 AC750V; 低压线束的额定电压在汽油车上为 DC12V, 在柴油车上为 DC24V。

(2) **按功能分:** 汽车线束分为信号线与电力线。电力线可以看作汽车尤其是新能源车的“大动脉血管”, 将动力电池的动力输送到需要的部件中; 信号线可以看作汽车的“神经网络”与“毛细血管”, 能够满足传统燃油车指令与行驶信息的传递, 在新能源车中还负责强电控制模块功能的实现。

(3) **按使用场景分:** 汽车线束可分为前舱线束总成、汽车动力总成、仪表线束总成、地板线束总成、门线束总成及其他线束。

图11: 高低压线束均结构复杂, 需要持续 know-how 积累



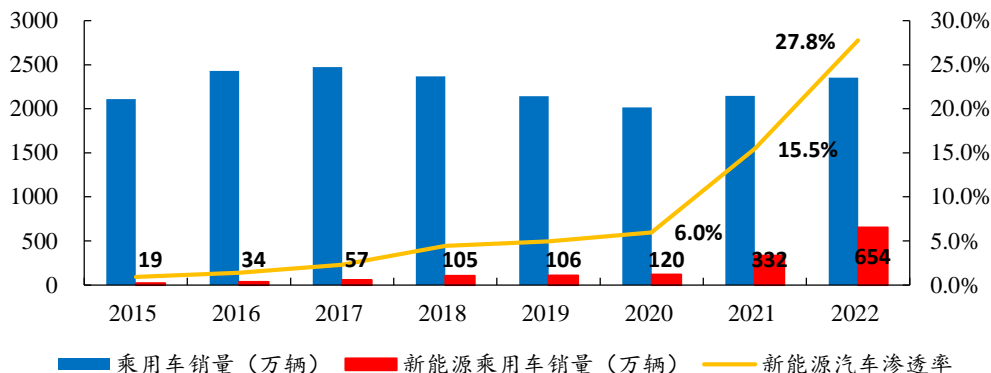
资料来源: 安波福官网 (注: 左图为低压线束, 右图为高压线束)

2.2、电动化智能化双轮驱动，线束需求长期向上

2.2.1、电动化趋势提升高压线束用量

新能源汽车渗透率持续提升，市场空间广阔。根据中国汽车工业协会数据，2022年全国乘用车销量为2355万辆，其中，新能源乘用车销量654万辆，同比高增96.69%，渗透率提升至27.8%。高压线束系统作为电动化增量零部件，将持续受益于新能源汽车渗透率的提升。

图12：近年新能源乘用车销量及渗透率增长迅速



数据来源：中国汽车工业协会、Wind、开源证券研究所

充电焦虑与新能源汽车的发展相伴随，续航里程、充电设施数量和充电速度始终牵动着新能源汽车消费者的心。根据中国充电联盟数据，截至2023年6月底，全国充电基础设施累计数量为665.2万台，车桩比为2.44:1，2023年前三季度，充电基础设施增量243.2万台，新能源汽车销量627.8万辆，车桩增量比为2.6:1，充电桩缺口不断扩大，快速充电成为弥补充电桩数量缺口与不断增加的电池容量的重要环节。与此同时，国庆期间，由华为数字能源助力打造的川藏南线暨理塘至亚丁公路（四川段）沿线的多个超充站正式上线，为新能源车主提供“一杯咖啡，满电出发”的极速充电体验，华为全液冷超充终端最大输出功率600kW，最大电流600A，可以实现充电“一秒一公里”。除华为之外，已有保时捷、特斯拉、小鹏、理想、埃安、极氪等多家厂商发布超充解决方案，各车企正在努力抢占大功率快充高地。

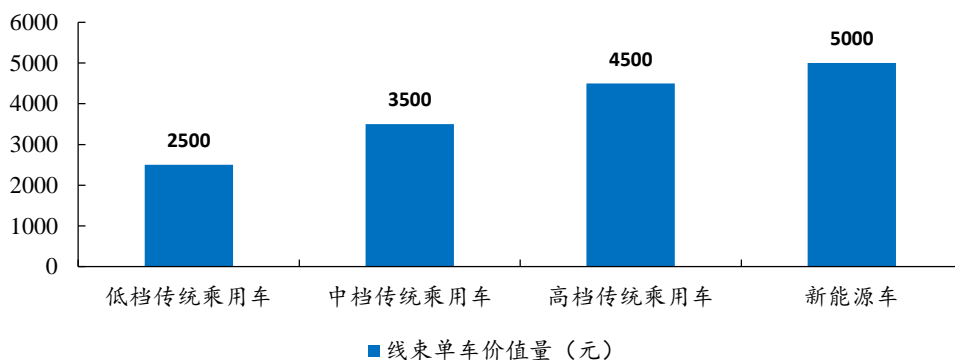
表4：采用超充解决方案的车型数量持续增加

品牌	车型	推出时间	架构	峰值电压	峰值充电功率	续航能力
埃安	AION V plus	2021	GEP 2.0	1000V	480kW	充电5分钟续航200km
比亚迪	海豹	2022	e平台3.0	800V	150kW	充电5min 续航150km
小鹏	G6、G9	2022	X-EEA3.0	800V	400kW	充电5min 续航200km
阿维塔	阿维塔11、12	2022	华为AI闪充平台	800V	240kW	充电10min 续航200km
长城	沙龙机甲龙	2022	800V 高压充电技术	800V	480kW	充电10min 续航401km
理想	MEGA	2023	Whale 和 Shark 平台	800V	500kW	充电10min 续航400km
智己	LS6	2023	全域800V 碳化硅平台	875V	396kW	充电5min 续航200km
哪吒	哪吒S	2023	800V 碳化硅高压电驱	800V	240kW	充电5min 续航200km
岚图	追光	2023	ESSA 架构	800V	230kW	充电10min 续航400km
极狐	阿尔法S HI版	2023	华为AI闪充平台	800V	187kW	充电10min 续航197km
极氪	极氪009	2023	SEA 浩瀚架构	800V	360kW	充电5min 续航120km

资料来源：英飞源官网、开源证券研究所

根据立鼎产业研究院引用的 EV WIRE 数据，高压线束需求提升带动新能源车线束 ASP 至 5000 元。(1) 与传统燃油车相比，新能源汽车对线束输送能力、机械强度、绝缘保护和电磁兼容方面都有更高的要求。目前新能源电动汽车通常使用高达 600V 的或更高的驱动电压，比燃油汽车的 12V 电压高出很多，要求线束有更强的耐压性和密封性，以避免汽车遭遇碰撞后的高压线路短路而引发燃烧事故。此外，新能源汽车应用的是交流电机，电磁干扰较为强烈，新能源汽车线束的设计须考虑电磁干扰性，以保证线束应用的可靠性。(2) 随着充电桩缺口不断扩大，快充成为重要的解决方案，同时采用超充解决方案的厂商越来越多，这也提高了高压线束的需求度。

图13: 新能源车线束单车价值量较高

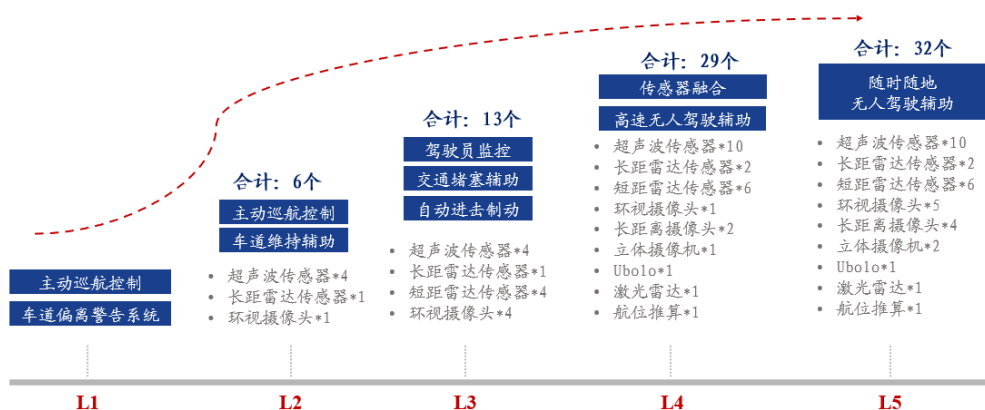


数据来源: 立鼎产业研究网、EV WIRE、开源证券研究所

2.2.2、智能驾驶趋势推动低压线束需求

智能驾驶需要传感器来实现各种功能，实际应用中需要面对各种复杂的场景，因此需要通过各种传感器在第一时间收集车内外的环境数据，进行静、动态物体的辨识、侦测与追踪等技术上的处理，从而能够让驾驶者在最快的时间察觉可能发生的危险，以引起注意和提高安全性。据德勤的报告显示，随着自动驾驶级别的提升，传感器的需求量也在增加，L3 级别需要约 13 个传感器，而 L5 级别则需要约 32 个传感器。

图14: 自动驾驶等级提升，所需传感器数量增加

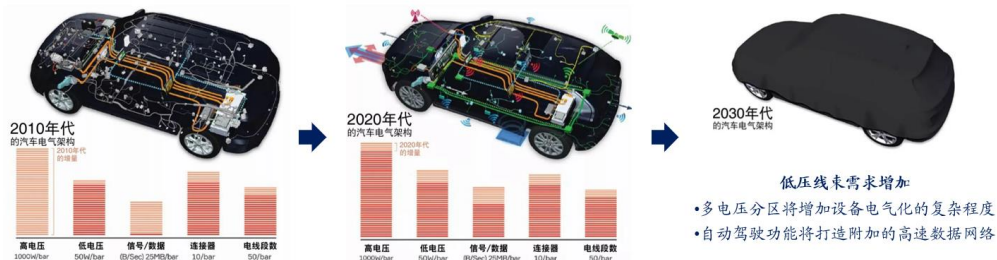


数据来源: 数局官网、德勤、开源证券研究所

自动驾驶功能的实现需要更多的低压线束。自动驾驶所需的传感器数量较多，而汽车增加新功能需要相应的低压线束作衔接，据安波福预估，未经优化的 L3、L4 自

自动驾驶系统需要增加约 2KM 的车用线束，长度提升一倍以上。受益于电动化智能化趋势，汽车高低压线束的需求都将明显提升。

图15：自动驾驶功能的打造需要更多的低压线束



资料来源：线束世界官网、开源证券研究所

2025 年国内汽车线束市场规模预计高达 983 亿元，新能源市场贡献超 70%。据立鼎产业研究网、EV WIRE 和中研网的数据，我们假设 2022 年新能源车/传统燃油车的线束单车价值量分别为 5000/2000 元，预计 2025 年国内汽车线束市场规模达 983 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 9.76%，其中，新能源车线束市场空间为 702 亿元，占比达 71%，是线束行业发展的重要驱动力。

表5：预计 2025 年国内汽车线束市场空间预计可达 983 亿元

	2022	2023E	2024E	2025E
汽车总销量（万辆）	2,685	2,760	2,837	2,894
YoY	2%	3%	3%	2%
其中：新能源车（万辆）	687	938	1,135	1,447
YoY	96%	37%	21%	28%
渗透率	26%	34%	40%	50%
传统燃油车（万辆）	1,998	1,822	1,702	1,447
YoY	-12%	-9%	-7%	-15%
汽车线束单车价值量（元）				
新能源车（元）	5000	4950	4901	4851
传统燃油车（元）	2000	1980	1960	1941
汽车线束市场总规模（亿元）	743	825	890	983
YOY		11%	8%	10%
其中：新能源车（亿元）	344	465	556	702
YOY		35%	20%	26%
传统燃油车（亿元）	400	361	334	281
YOY		-10%	-7%	-16%

数据来源：中汽协、乘联会、盖世汽车新能源公众号、中研网、立鼎产业研究网、EV WIRE、开源证券研究所

2.3、汽车线束行业集中度高，进口替代空间广阔

全球线束行业集中度高，国内国产替代趋势逐渐显现。汽车线束行业发展高度依赖汽车行业，大部分品牌车厂拥有较为成熟稳定的汽车配套体系，尤其以德系、美系、日系为代表的国际汽车企业对零部件供应商实施严格的考核评价，其长期以来对零部件的高标准要求使得汽车线束供应商与汽车企业的合作也相对稳定。全球汽车线

束市场主要由矢崎、住友电气和安波福三家垄断，2021年CR3高达71%，剩下份额由其他公司瓜分，行业集中度高。国内方面，2018年矢崎、住友电气在汽车线束的市场份额比重超54%，为国内的行业龙头。

图16: 2021年全球汽车线束行业集中度高

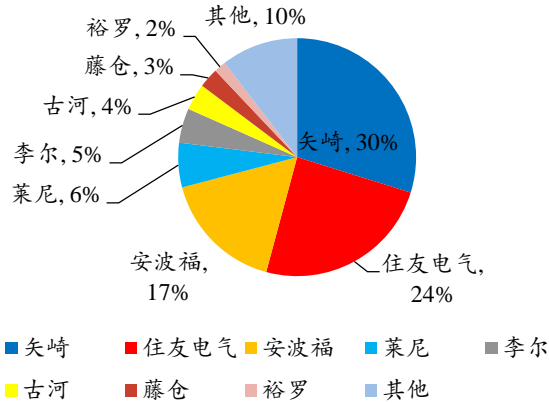
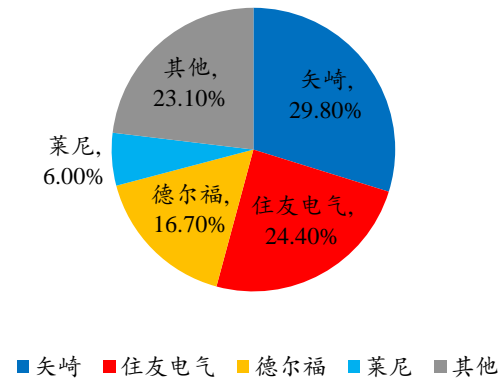


图17: 2018年中国汽车线束行业CR3超过70%



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

本土企业以成本和服务优势逐步替代国外零部件厂商。随着汽车厂商越来越重视成本控制，汽车零部件的本土化采购比例日益加强，优质的本土企业凭借长期积累的产品技术、同步开发经验、可靠的产品质量逐步进入国际汽车厂商的供应商配套体系，比如沪光股份、长春捷翼、中航光电、永贵电器等。

表6: 本土汽车线束企业已逐渐进入整车厂的供应链体系

汽车品牌		低压线束		高压线束
内/外资	车企	整车线束	小线束	/
外资车企	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、上海金亭、李尔	昆山沪光、安波福、科世科、苏州波特尼
	一汽大众	科世得润、长春住电、安波福、李尔	昆山沪光、长春捷翼、长春灯泡电线厂	科世得润
	奥迪	科世得润、长春住电、安波福	长春捷翼	安波福、科世得润
	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	德科斯米尔、莱尼	德科斯米尔、莱尼、迈恩德	莱尼
	通用	安波福、上海金亭、矢崎、莱尼、昆山沪光	科世科、上海金亭、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、安波福、矢崎、李尔
	特斯拉		昆山沪光、得润电子、CHMPLAIN Cable	
	日系车企		矢崎、住友、藤仓	
	韩系车企		京信、裕罗、悠进	
内资车企	上汽集团	昆山沪光、李尔、天海、安波福	昆山沪光、安波福、三智	Auto-Kable、昆山沪光
	一汽集团	李尔、长春灯泡电线厂、安波福	三智	TE (泰科)
	广汽集团		矢崎、湖北正奥、四川泛华	
	吉利汽车	豪达、天海、藤仓、京信、李尔	天海、京信	TE (泰科)
	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 (泰科)
奇瑞汽车	昆山沪光、河南天海、侨云电子、安波福等	/	中航光电、南京康尼、四川永贵等	

江淮汽车	昆山沪光、河南天海、安波福等	/	中航光电、安波福
长安汽车		天海、江苏骐盛、弗迪科技	
比亚迪		弗迪科技、深圳侨云、湖北正奥	

资料来源：沪光股份公告、得润电子公告、线束世界官网、线束工程师网、开源证券研究所

3、客户放量叠加降本增效，业绩拐点已至

3.1、传统车企为基，新能源贡献增量

公司与众多国内外知名车企建立合作，客户资源丰富。经过持续深耕行业，公司依托成熟的智能制造及自动化生产管理系统、快速响应客户需求的能力、严格的产品质量标准，取得了海内外整车厂的认可，为大众汽车、戴姆勒奔驰、奥迪汽车、通用汽车、福特汽车、捷豹路虎、理想汽车、赛力斯、美国 T 公司等国际知名企业提供汽车线束同步开发、批量供货及技术服务。

图18：公司客户资源，覆盖多家传统主机厂和新势力



资料来源：沪光股份官网、沪光股份公告、各公司官网、开源证券研究所

公司积极拓展新能源客户，向高价值量的高压线束发展。2022 年以来，公司拓展了较多新能源车企资源，并且以高价值量的高压线束项目为主，2023H1 已获得 3 个新能源车高压线束定点项目。

表7：公司积极拓展新能源客户，向高价值量的高压线束发展

时间	项目进展	整车厂	车型及产品	汽车类型
2022 年	量产	上汽通用	昂扬低压线束	传统燃油车
		奥迪	Q6 低压线束	传统燃油车
		赛力斯	问界 M5、M5 EV、M7 高低压线束	新能源车
		理想汽车	L8、L9 高压线束	新能源车
	定点	上汽通用	CIYB & CIYC 低压线束	传统燃油车
		北京奔驰	Gen5 低压电池包线束	传统燃油车
		上汽大众	途岳、途铠发动机线束	传统燃油车
		理想汽车	W01 高低压线束、X04 高压线束	新能源车
		智己汽车	S12L 高压线束	新能源车
		美国 T 公司	MY 高压线束、M3 热管理线束	新能源车
2023 年上半年	量产	上汽通用	君威&君越低压成套线束、XT4 & 昂科威 48V 低压线束	传统燃油车
		上汽大众	朗逸新锐低压线束	传统燃油车
		凯迪拉克	锐歌高压线束	新能源车

定点	上汽大众	途昂 NF KSK 线束	传统燃油车
	L 汽车	全新纯电平台高压线束	新能源车
	X 汽车	电池包高低压线束	新能源车
	蔚来	阿尔卑斯高低压线束	新能源车
	集度汽车	Venus 低压线束	新能源车

资料来源：沪光股份公告、开源证券研究所

3.1.1、大众集团优质供应商，深度合作超 20 年

大众系合作超 20 年，公司已成为优质供应商。公司于 2000 年进入上汽大众的供应商体系，2005 年进入大众汽车集团（中国）供应商体系，陆续向上汽大众及其分公司提供发动机线束、门板线束以及客户定制化线束，与大众汽车集团（中国）建立了稳定的业务合作关系。目前，公司凭借先进的制造流程和可靠的产品质量成为大众汽车集团（中国）Formel-Q A 级供应商、大众汽车集团 VW0330 压接过程质量 A 级供应商。此外，公司于 2018 年成立全资子公司德国 KSHG，主要为德国大众等海外客户提供线束研发支持，并辐射戴姆勒奔驰、通用集团等其他客户，助力公司提供近距离的研发支持与就近生产批量供货，进一步实施出海战略。

表8：公司已与上汽大众合作多个项目并实现量产

整车厂	定点车型	定点产品	定点时间	(预计) 量产时间
上汽大众	斯柯达昕动	整车线束	2012 年	2014 年
	大众新桑塔纳	整车线束	2015 年	2016 年
	大众新桑塔纳浩纳	整车线束	2015 年	2016 年
	斯柯达 2017 款昕锐	整车线束	2016 年	2017 年
	斯柯达 2017 款昕动	整车线束	2016 年	2017 年
	斯柯达柯米克	整车线束	2016 年	2018 年
	斯柯达明锐	整车线束	2017 年	2018 年
	大众 T-cross	高压线束	2017 年	2019 年
	大众途昂 X	整车线束	2018 年	2019 年
	大众途昂	整车线束	2018 年	2020 年
	大众 Lounge	整车线束	2018 年	2020 年
	斯柯达明锐 A8	整车线束	2018 年	2021 年
	奥迪 Q4	整车线束	2018 年	2020 年
	帕萨特	其他线束	2020 年	/
	MEB-NEO、ID.6X	高压线束	2020 年	/
	奥迪 MEB-A+SUVe	高压、成套线束	2020 年	/
	途观、朗逸、明锐	发动机线束	2021 年	/
	MEB(平台)ID3、ID6X、奥迪 Q5E	高压线束	/	2021 年
	途岳、途铠	发动机线束	2022 年	/
	奥迪 Q6	低压线束	/	2022 年
途昂 NF	整车线束	2023 年	/	
大众安徽	VW316/8	高压线束	2021 年	2022 年

资料来源：沪光股份公告、开源证券研究所

“大众系”供应商的技术水平和质量稳定性都处于较高的水平。Formel-Q 是大众集团为提高质量管理整体水平而制定了严格的基本准则，对大众集团所有品牌的供应

商以及全球范围内的公司都具有约束力，内容主要包括质量管理协议、供应商质量能力评价准则和新零件的质量开发计划。经历严格筛选流程成为“大众系”供应商之后，还有严格的质量管理准则，而公司获得 Formel-Q 最高级别的 A 级供应商，说明开发实力强劲、产品具有较高的质量标准。

图19：大众集团 Formel Q 供应商质量管理应用范围



资料来源：QualityIn 质量学院公众号、开源证券研究所（注：标红为供应商独立完成）

3.1.2、全面配套赛力斯，华为问界品牌订单交付超预期

华为与赛力斯深入合作，华为从各方面为 AITO 赋能支持。2023 年 2 月，华为与赛力斯在深圳签署深化联合业务协议。赛力斯将协同产业资源、推动新技术、材料、工艺等应用于合作车型；华为终端将充分发挥包括高阶智能驾驶，鸿蒙座舱在内的智能化、数字化、用户体验设计等优势，为赛力斯提供赋能支持。基于双方在智选车业务的长期深入合作，赛力斯公司的联合业务目标是 **2026 年实现新能源汽车产销达到 100 万辆**。AITO 是赛力斯发布的豪华新能源汽车品牌，华为从产品设计、产业链管理、质量管理、软件生态、用户经营、品牌营销、销售渠道等方面全流程为赛力斯的 AITO 品牌提供了支持。

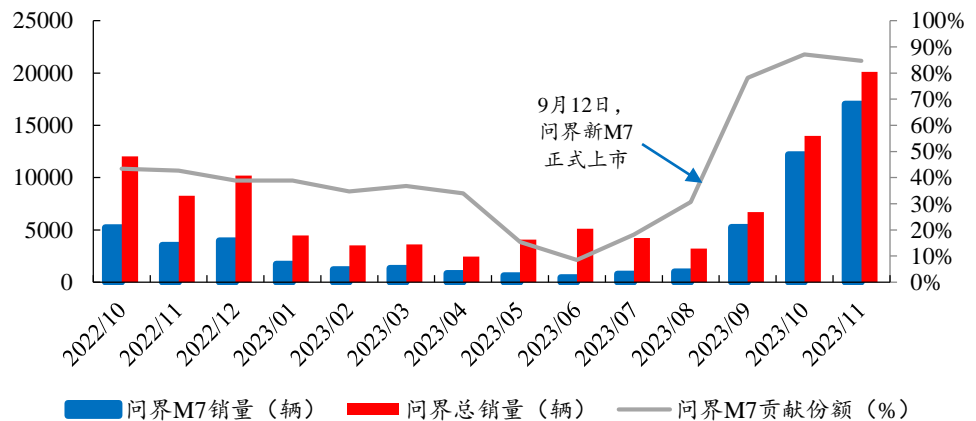
图20：2023年2月，华为与赛力斯签署深化联合业务协议



资料来源：新华网

问界新 M7 将带来新业绩增量。2023 年 9 月 12 日，AITO 问界新 M7 系列正式上市，售价在 24.98-32.98 万元之间，截至 2023 年 11 月，问界新 M7 新车累计交付超 27,000 辆。同时，2023 年 11 月问界 M5 销量为 3,075 辆，AITO 问界全系列（M7 和 M5）新车销量实现 20,114 辆，同比高达 134%。此外，问界 M9 于 2023 年 12 月 26 日发布，上市 2 小时大定突破 1 万辆。公司重庆工厂已于 2022 年二季度逐步投入使用，目前主要为赛力斯提供整车高低压线束。公司已实现了赛力斯问界 M5、问界 M7、问界 M5 EV 高低压线束等项目量产，具有较高单车价值量。

图21：问界新 M7 订单超预期，交付持续爬坡



数据来源：车主之家、AITO 官网、开源证券研究所

3.1.3、新势力拓展顺利，高压线束进入收获期

公司积极拓展新能源客户，向高价值量的高压线束发展。公司基于智能制造生产管理系统，打造出了一套高标准、高效率、可复制性强的全自动高压线束生产线的规划要求，2022 年以来，公司拓展了较多新能源车企资源，并且以高价值量的高压线束项目为主，公司的高压线束自动化生产线已陆续在 L 汽车、赛力斯、美国 T 公司等高压项目上应用，2023H1 已获得 3 个新能源车高压线束定点项目。目前，公司的高压线束自动化生产线已经从开线、压接等线束加工工序，成功过渡到线束外部零

部件装配至高低压检测工序的规划、设计、实施，实现全过程自动化产线的研发和投入。以新势力代表理想汽车为例，沪光股份配套理想多款车型，理想汽车 2024 年规划销量将超过 80 万台，除在售增程式车型 L9/L8/L7 之外，还将有理想 L6（代号 X04）、MEGA（代号 W01）、以及三款高压纯电产品发布并开启交付。公司深度配套理想等造车新势力，有望充分受益电动化智能化大趋势。

图22：理想 MEGA（W01）高压线束由公司供应



资料来源：理想汽车官网

图23：公司是理想 L6（X04）车型高压线束供应商

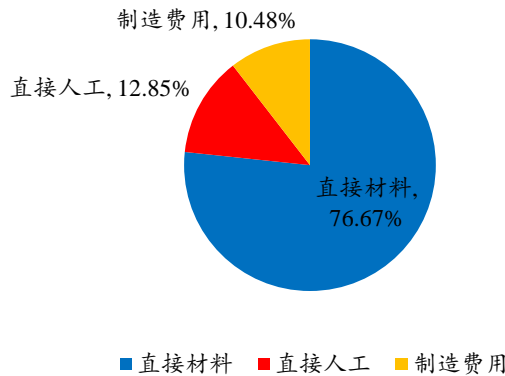


资料来源：第一电动汽车网公众号

3.2、优化材料与人工费用，打造极致成本优势

直接材料处于公司成本的主导地位，直接人工成本次之。2022 年公司总成本中，直接材料、直接人工、制造费用分别占比为 76.67%、12.85%、10.48%，直接材料成为影响公司成本的重要因素，直接人工次之。

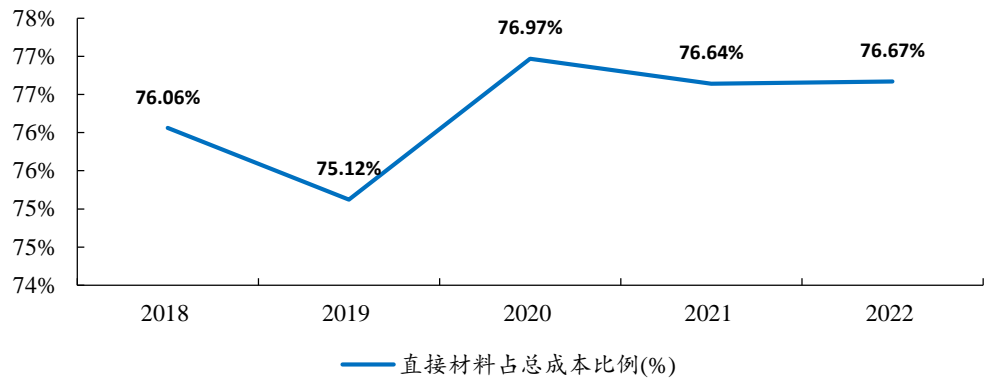
图24：2022 年总成本中直接材料占比高达 77%，直接人工成本次之



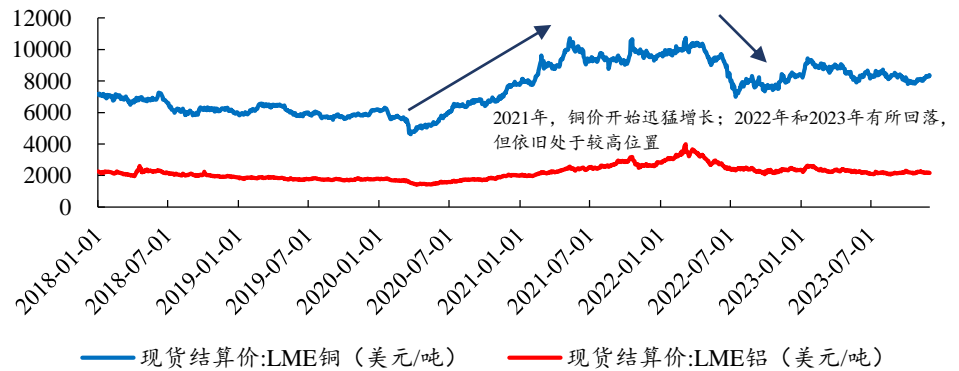
数据来源：沪光股份公告、开源证券研究所

3.2.1、顺应汽车轻量化趋势，积极推进铝线替代铜线

铝价比铜价更低且更稳定。公司直接材料占成本比重呈现提升趋势，产品的主要原材料为导线、端子，其成分主要为铜。2021 年开始，铜价迅速上涨，2021 年铜价相较 2018 年/2019 年/2020 年分别提高了 43%/55%/51%，毛利率同比下降 5.33pct。2022 年和 2023 年铜价有所回落，但依旧处于较高位置，而铝价相较于铜价较低并且处于稳定的态势。

图25：直接材料占总成本比重呈现持续提升的趋势


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：2021年铜价迅速增长，而铝价较低且比较稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

铝导线替代铜导线方案已被推广并应用于下游车型。在汽车轻量化趋势之下，铝导线以供应量充足、价格低廉、重量轻等优势，成为取代铜导线的重点发展方向。公司已成立专项的材料组，开展铝导线代替铜导线的研究工作，其中铝材滴胶防氧化技术已应用在铝导线线束产品及工艺测试中，铝导线应用已取得国家专利。

低压线束方面，公司于2019年完成荣威科莱威 CLEVER 的低压整车线束的量产，整车采用铝导线等低成本经济型电器架构设计方案，据车主之家数据，2023年1-10月荣威科莱威 CLEVER 位于微型车销量排行榜前十。

高压线束方面，公司已完成特定客户高压线束中铝导线替代铜导线产品推广。

表9：公司已将铝导线替代铜导线方案应用于下游车型

项目	车型	基本情况	量产时间
SAIC EP21 线束开发	荣威 Marvel X	上汽乘用车在名爵基础上打造的一款全新纯电动 SUV 车型，线束上首次采用铝导线替代铜导线	2018 年
EX21 低压整车线束研发	荣威科莱威 CLEVER	小型 4 座版租赁市场用纯电动车，整车采用铝导线等低成本经济型电器架构设计方案	2019 年

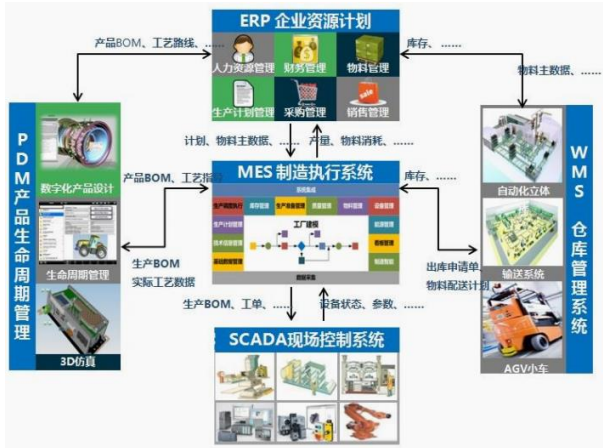
资料来源：沪光股份公告、开源证券研究所

3.2.2、完善智能制造系统，持续降本增效

智能制造平台降本增效优势显著。公司与 ABB、KUKA、西门子等公司合作，利用工业机器人、定制自动化生产设备和软件等实现汽车线束产品从仓储、物流、前工

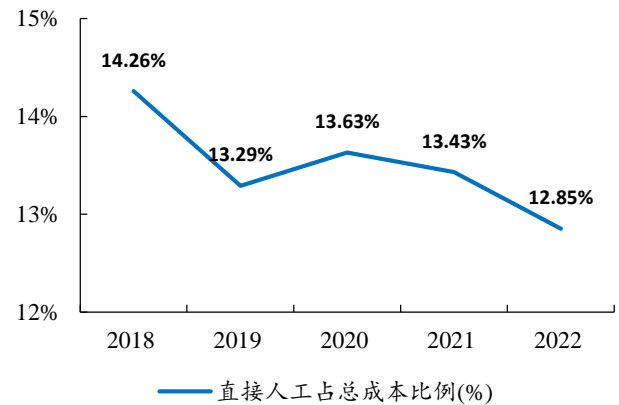
程到装配的全流程自动化、智能化生产与管理，打造了集仓库管理、生产执行、数据采集与分析系统、工程设计于一体的智能生产制造平台，在降低运营成本、提高生产效率等方面取得显著成效，公司直接人工成本占比维持稳中下降趋势，2022年相较于2018年降低1.41pct，有助于长期毛利率提升。

图27：公司智能制造系统，有助于降低运营成本



资料来源：沪光股份公告

图28：2018年以来，公司直接人工成本占比稳重降低



数据来源：沪光股份公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

公司为内资汽车线束龙头企业，已与上汽大众、戴姆勒奔驰、奥迪汽车、通用汽车、理想汽车、赛力斯、奇瑞汽车、江淮汽车、美国T公司等优质主机厂达成合作，随着问界新M7高低压线束、美国T公司MY高压线束、理想MEGA高低压线束和上汽大众多个项目等项目的持续交付，产能稼动率提升，公司业绩将进一步提升，因此我们预计公司2023-2025年营业收入分别为38.80、70.17、94.04亿元；总营收增长率分别为18.38%、80.83%、34.01%，综合毛利率分别为11.55%、15.40%、15.36%。分业务情况如下：

(1) 成套线束业务：随着公司向中高端车型和新能源汽车方向拓展业务，成套线束相关定点项目数量稳步增加，此外问界新M7、理想MEGA等车的高低压线束项目持续交付，客户带来较大业绩增量，规模效应显现，因此，我们预计2023-2025年营收增长率分别为17.97%、89.93%、29.82%，销售毛利率分别为11.43%、15.74%、15.70%。

(2) 发动机用线束业务：由于新能源汽车渗透率不断提升，发动机用线束需求相对较弱，营收将出现一定下降；随着原材料价格波动和疫情扰动等不利影响逐渐消散，2023年毛利率将有一定提升，但在汽车年降规律下，2024年后会呈现下降的趋势，我们预计2023-2025年营收增长率分别为-4.00%、-3.00%、-2.00%，销售毛利率分别为9.50%、9.30%、9.20%。

(3) 其他线束业务：公司已获得美国T公司M3热管理线束、雪佛兰探界者和别克CUV&SUV电瓶线束等其他线束项目定点，该业务收入和毛利率将进一步提升，我们预计2023-2025年营收增长率分别为24.96%、68.34%、55.78%，销售毛利率分别为11.63%、14.44%、14.45%

(4) 其他业务：保守估计营收增速维持稳定小幅增长，毛利率保持2022年的水平，我们预计2023-2025年营收增长率分别为10.00%、10.00%、10.00%，销售毛利率分

别为 15.94%、15.94%、15.94%。

表10：公司业绩拆分与盈利预测

业务板块	指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成套线束	营业收入（亿元）	17.84	24.35	28.72	54.56	70.83
	营收 YoY		36.52%	17.97%	89.93%	29.82%
	营业成本（亿元）	16.16	21.63	25.44	45.97	59.71
	毛利率	9.39%	11.16%	11.43%	15.74%	15.70%
发动机用线束	营业收入（亿元）	1.11	1.06	1.02	0.99	0.97
	营收 YoY		-4.97%	-4.00%	-3.00%	-2.00%
	营业成本（亿元）	1.03	0.96	0.92	0.89	0.88
	毛利率	7.44%	9.32%	9.50%	9.30%	9.20%
其他线束	营业收入（亿元）	4.15	6.39	7.98	13.44	20.93
	营收 YoY		53.91%	24.96%	68.34%	55.78%
	营业成本（亿元）	3.76	5.70	7.05	11.50	17.91
	毛利率	9.34%	10.85%	11.63%	14.44%	14.45%
其他业务	营业收入（亿元）	1.38	0.98	1.08	1.19	1.31
	营收 YoY		-28.68%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本（亿元）	1.19	0.80	0.91	1.00	1.10
	毛利率	13.53%	18.36%	15.94%	15.94%	15.94%
营业总收入（亿元）		24.48	32.78	38.80	70.17	94.04
总营收 YoY			33.91%	18.38%	80.83%	34.01%
营业总成本（亿元）		22.15	29.09	34.32	59.36	79.59
综合毛利率		9.53%	11.26%	11.55%	15.40%	15.36%

数据来源：沪光股份公司公告、Wind、开源证券研究所

我们选取卡倍亿（线缆业务，公司产业链上游）、永贵电器（高压连接器与线束业务）、永鼎股份（高低压汽车线束业务）作为可比公司，而沪光股份在国内汽车线束行业处于领先地位，公司充分受益于电动化智能化大势，已获多家优质主机厂的项目定点，同时积极优化原材料和人工成本，长期盈利向上确定性较高。受 2023H1 重庆工厂稼动率不及预期影响，公司 2023H1 出现亏损，因此我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计归母净利润分别为 0.65（-1.41）/3.92（-0.08）/5.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.15（-0.32）/0.90（-0.02）/1.26 元/股，当前股价对应 2023-2025 年的 PE 分别为 127.0/20.9/14.8 倍。2023Q3 问界新 M7 发布以来，公司重庆工厂产能利用率快速爬坡，已处于满产状态，业绩拐点已至，维持“增持”评级。

表11：可比公司盈利预测与估值（截至 2024/1/3）

证券代码	证券简称	收盘价	EPS（元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300863.SZ	卡倍亿	48.80	3.6	5.3	7.1	13.6	9.2	6.9
300351.SZ	永贵电器	21.94	0.6	0.7	0.9	39.9	30.9	24.1
600105.SH	永鼎股份	5.62	0.1	0.1	0.1	70.3	62.4	51.1
	平均					44.0	36.4	29.0
605333.SH	沪光股份	18.81	0.2	0.9	1.3	127.0	20.9	14.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：永鼎股份盈利预测与估值均来自 Wind 一致性预期，其余来自开源证券研究所）

5、风险提示

原材料价格波动、行业竞争加剧、公司产品研发进度不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1898	2624	1302	2749	2621
现金	221	273	323	584	783
应收票据及应收账款	1150	1254	0	0	0
其他应收款	6	12	9	29	23
预付账款	30	25	40	77	79
存货	410	749	619	1747	1425
其他流动资产	81	311	311	311	311
非流动资产	1026	1861	1970	2976	3632
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	727	1239	1346	2236	2856
无形资产	98	170	180	191	198
其他非流动资产	202	452	445	550	578
资产总计	2924	4485	3273	5725	6253
流动负债	1846	2414	1215	3170	3161
短期借款	661	681	1027	2925	2873
应付票据及应付账款	1025	1498	0	0	0
其他流动负债	160	235	188	245	288
非流动负债	327	585	507	619	614
长期借款	292	483	406	517	512
其他非流动负债	35	102	102	102	102
负债合计	2173	2999	1722	3789	3775
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	437	437	437	437
资本公积	132	788	788	788	788
留存收益	218	259	318	667	1192
归属母公司股东权益	751	1486	1550	1936	2479
负债和股东权益	2924	4485	3273	5725	6253

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-209	-237	130	-502	1306
净利润	-1	41	65	392	552
折旧摊销	90	125	146	207	298
财务费用	26	49	40	80	124
投资损失	4	-3	-1	-1	-0
营运资金变动	-347	-464	-111	-1171	345
其他经营现金流	19	15	-7	-10	-13
投资活动现金流	-181	-660	-255	-1213	-954
资本支出	167	654	256	1214	953
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-15	-7	1	0	-0
筹资活动现金流	394	957	-172	78	-101
短期借款	356	20	346	1899	-53
长期借款	38	192	-77	112	-5
普通股增加	0	36	0	0	0
资本公积增加	0	656	0	0	0
其他筹资现金流	1	54	-441	-1932	-43
现金净增加额	4	59	-296	-1637	251

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2448	3278	3880	7017	9404
营业成本	2215	2909	3432	5936	7959
营业税金及附加	9	13	16	27	34
营业费用	10	12	19	28	36
管理费用	85	124	163	246	310
研发费用	123	162	196	316	376
财务费用	26	49	40	80	124
资产减值损失	-11	-14	19	32	38
其他收益	33	36	33	34	34
公允价值变动收益	-1	0	0	0	-0
投资净收益	-4	3	1	1	0
资产处置收益	-2	0	-0	-0	-1
营业利润	-18	31	75	461	649
营业外收入	1	1	2	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	-18	30	76	461	649
所得税	-17	-11	11	69	97
净利润	-1	41	65	392	552
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-1	41	65	392	552
EBITDA	124	220	281	791	1120
EPS(元)	-0.00	0.09	0.15	0.90	1.26

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	59.9	33.9	18.4	80.8	34.0
营业利润(%)	-124.1	267.4	144.6	513.7	40.7
归属于母公司净利润(%)	-101.4	3988.0	57.1	507.9	40.7
获利能力					
毛利率(%)	9.5	11.3	11.5	15.4	15.4
净利率(%)	-0.0	1.3	1.7	5.6	5.9
ROE(%)	-0.1	2.8	4.2	20.3	22.3
ROIC(%)	0.1	4.5	3.7	8.9	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	74.3	66.9	52.6	66.2	60.4
净负债比率(%)	111.7	73.1	80.7	157.7	114.4
流动比率	1.0	1.1	1.1	0.9	0.8
速动比率	0.8	0.7	0.4	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.6	1.6
应收账款周转率	2.8	2.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.7	3.9	7.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.00	0.09	0.15	0.90	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.48	-0.54	0.30	-1.15	2.99
每股净资产(最新摊薄)	1.72	3.40	3.55	4.43	5.67
估值比率					
P/E	-7757.7	199.5	127.0	20.9	14.8
P/B	10.9	5.5	5.3	4.2	3.3
EV/EBITDA	72.6	42.2	33.7	14.2	9.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn