

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	24.28
总股本/流通股本(亿股)	2.58 / 2.11
总市值/流通市值(亿元)	63 / 51
52周内最高/最低价	67.57 / 18.32
资产负债率(%)	18.7%
市盈率	34.20
第一大股东	浙江兆龙控股有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 魏欣
SAC 登记编号: S1340123020001
Email: weixin@cnpsec.com

兆龙互连(300913)

产品结构持续优化，看好 800G 高速电缆打开市场

● 投资要点

业绩短期或承压，整体呈现复苏态势。公司主营业务为数据电缆、专用电缆和连接产品设计、制造与销售，2023 年前三季度公司实现营收 11.44 亿元，同比下降 9.18%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比下降 30.40%。主要由于上半年全球经济增长乏力，行业需求复苏缓慢，但从季度看，公司业绩呈现复苏走势。

产品结构优化，高速电缆有望成为新增长点。分业务看，数据电缆产品结构改善，2023 年 H1，公司超六类以上数据电缆毛利率达到 16.81%，高于六类及以下数据电缆 10.85% 的毛利率水平，从毛利贡献看，超六类以上数据电缆毛利贡献呈上升趋势，23H1 占比达到 22.79%；专用电缆产品中的 400G 高速组件批量生产，800Gb/s 产品已开发成功并积极进行市场布局，有望深度受益大型乃至超级数据中心建设；链接产品中高速无源铜缆产品（DAC）在短距离应用中是一种替代光模块和 AOC 的低成本高效益的通信解决方案，LightCounting 预测 2024-2027 年的 DAC 市场的年复合增长率将达到 25%，英伟达将尽可能多地部署 DAC 以减小功耗。目前公司 DAC 产品已广泛应用于国内头部互联网企业云计算数据中心和国外知名企业，研发的 800G 传输速率的高速电缆组件打破国外企业在高端 DAC 市场的垄断地位，实现了国产替代。

募投项目落地，巩固公司优势地位。公司 2023 年 11 月通过向特定对象募集资金 12.13 亿元，主要用于泰国生产基地建设项目、高速电缆及连接产品智能制造项目及补充流动资金等，其中泰国项目主要面向海外市场，新增数据电缆 20 万公里、高速电缆及工业电缆 6.6 万公里、连接产品 850 万条的产能；高速电缆及连接产品智能制造项目新增多对数高速电缆 0.7 万公里、连接产品 1200 万条的产能，主要布局高速数据传输及工业以太网应用领域，进一步优化产品结构。

投资建议：我们认为未来在全球数字化、智能化的推进下，高速高频的数字通信传输需求将持续增长，算力竞赛驱动数据中心建设不断扩张，公司在高速传输电缆等领域长期深耕，技术优势显著，产品销售涉及国内外知名客户，未来随着募投项目投产及 800G 产品逐步打开市场，公司营收和利润规模将迈上新台阶。

预计公司 2023-2025 年实现营业收入 16.04/18.35/22.79 亿元，分别同比变动-0.5%/14.4%/24.2%；归母净利润分别为 1.16/1.60/2.54 亿元，同比变动-11.23%/38.07%/58.95%，对应 EPS 分别为 0.45/0.62/0.98 元，对应 PE 分别为 50.54/36.60/23.03 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。

● 风险提示：

项目建设不及预期风险，技术迭代风险等，下游需求不及预期风险，铜价波动风险，汇率波动风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1611	1604	1835	2279
增长率(%)	9.99	-0.46	14.40	24.21
EBITDA(百万元)	157.34	150.83	199.47	302.28
归属母公司净利润(百万元)	130.46	115.80	159.89	254.15
增长率(%)	47.80	-11.23	38.07	58.95
EPS(元/股)	0.51	0.45	0.62	0.98
市盈率(P/E)	44.86	50.54	36.60	23.03
市净率(P/B)	6.01	5.35	4.67	3.88
EV/EBITDA	17.54	36.47	26.96	17.20

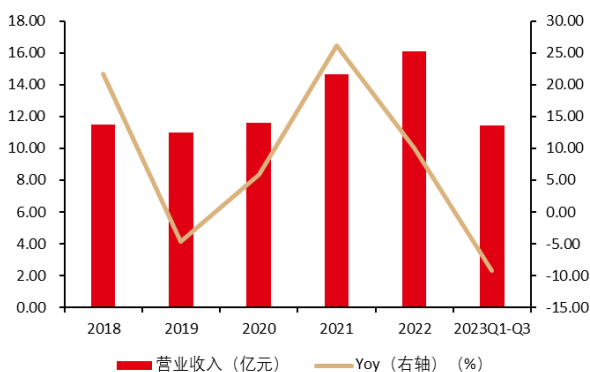
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 产品结构优化，高速电缆有望成为新增长点

公司主营业务为数据电缆、专用电缆和连接产品设计、制造与销售，经过多年发展，逐步从电缆向电缆组件及连接产品乃至布线系统整体产品解决方案发展。

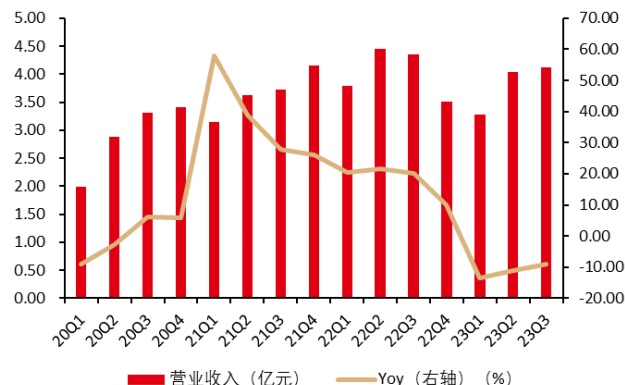
2023 年前三季度公司实现营收 11.44 亿元，同比下降 9.18%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比下降 30.40%。主要由于上半年全球经济增长乏力，行业需求复苏缓慢，但从季度看，公司业绩呈现复苏走势。

图表1：公司年度营收和同比情况



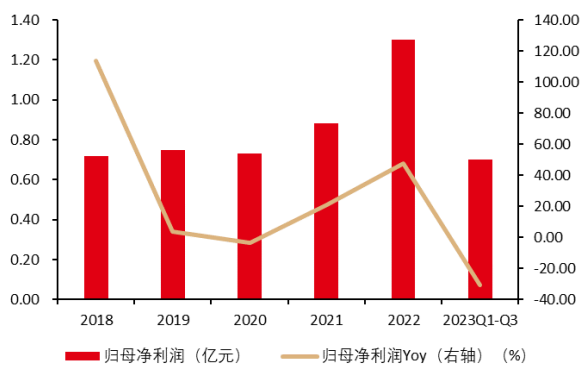
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：公司季度营收和同比情况



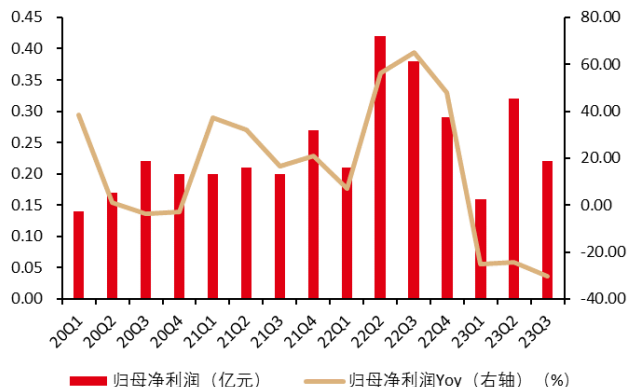
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：公司年度归母净利润和同比情况



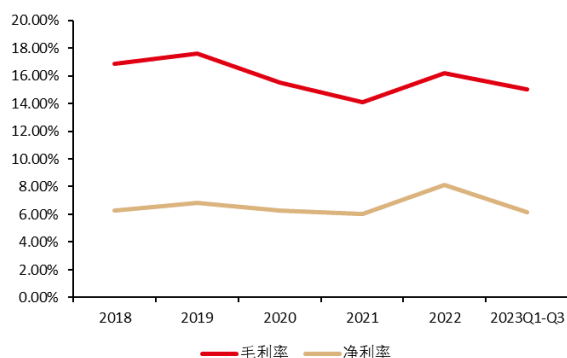
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表4：公司季度归母净利润和同比情况

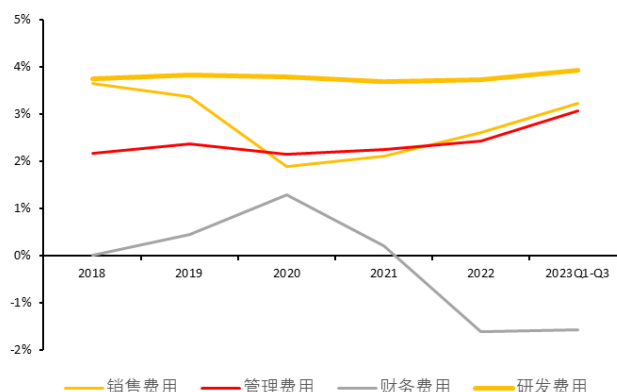


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

盈利能力相对稳定，持续进行研发投入。从历史盈利能力变化看，公司毛利、净利率整体较为稳定，2022 年受益于募投项目投产及产品结构优化，毛利率及净利率提升 2.08/2.07pct 至 16.17%/8.10%，2023 年前三季度受行业需求低迷影响略有下滑。三费及研发费用占比略有上升，公司持续加强研发投入，2023 年前三季度销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率为 3.23%/3.06%/-1.57%/3.93%，较 2022 年提升 0.63/0.64/0.04/0.21pct。

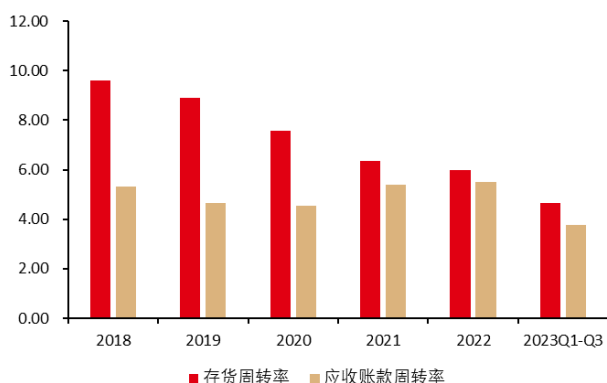
图表5：公司年度盈利能力情况


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

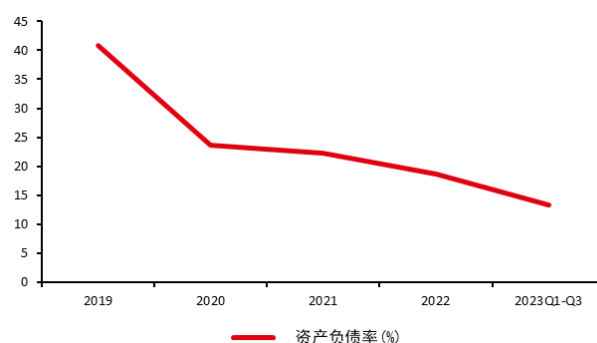
图表6：公司年度三费占比情况


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

存货/应收账款周转率略有下滑，资产负债率改善。公司存货周转率成下降趋势，应收账款周转率在 2018-2022 年保持稳定，2023 年前三季度出现下滑，反应市场需求低迷，回款能力略有下滑。资产负债率自公司上市以来持续改善，整体财务状况良好

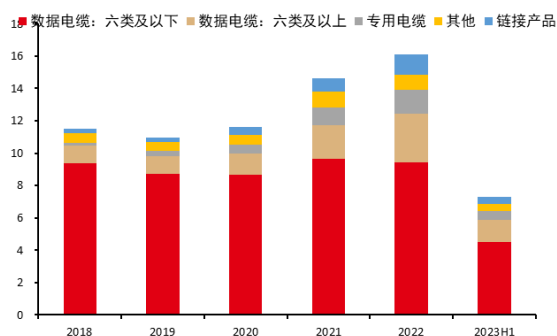
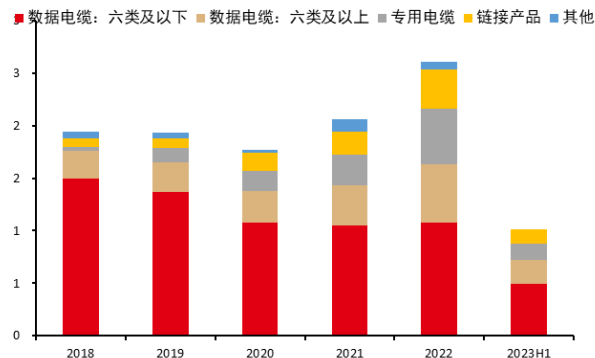
图表7：公司年度存货周转率/营收账款周转率情况


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：公司年度资产负债率情况


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

数据电缆：产品结构改善，超六类以上产品占比提升。分业务来看，数据电缆为公司主营业务，目前公司主要提供 5e 类、6 类、6A 类、7 类、7A 类乃至 8 类的数据电缆，其中 6A 类及以上数据电缆可应用于万兆以太网传输，随着新一代通信及信息技术的发展，产品的智能化程度不断提升，网络带宽也不断升级，数据传输速度呈现快速提高的态势，6A 类及以上数据电缆将逐步成为主流产品。2023 年 H1，公司超六类以上数据电缆毛利率达到 16.81%，高于六类及以下数据电缆 10.85% 的毛利率水平，从毛利贡献看，超六类以上数据电缆毛利贡献呈上升趋势，23H1 占比达到 22.79%。

图表9：公司年度分业务营收情况（亿元）

图表10：公司年度分业务毛利情况（亿元）


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

专用电缆：400G 高速组件批量生产，800G 产品逐步推进商业化。公司专用电缆包括高速传输电缆、工业数字通信电缆等。其中高速传输电缆主要为应用于交换机与服务器集群设备间、服务器内部的连接器件用的高速平行传输对称电缆。目前数据中心主流应用速率为 200Gbs 和 400Gbs，随着 5G 产业发展以及处理数据指数级增长，800Gbs 正逐步成为行业发展方向。公司可规模化生产应用于传输速率达到 400Gbs 的高速传输组件及配套的高速传输电缆，800Gb/s 产品已开发成功并积极进行市场布局，能满足大型乃至超级数据中心、高速通信领域的数据传输需求。

链接产品：DAC 产品是公司重点发展方向之一。公司链接产品包括应用于高速互连、工业与医疗、通信与数据中心的各种电缆组件和连接器，其中电缆组件中的高速电缆组件（DAC）由高速传输电缆与专用连接器构成，是公司重点发展方向之一，主要应用于大型数据中心、服务器群等对传输速率要求高的领域。

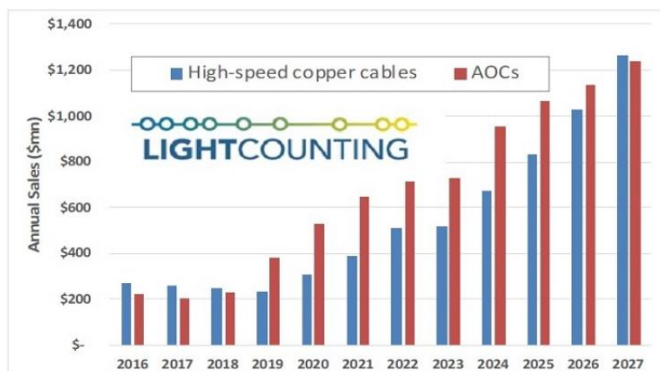
DAC 功耗小、成本低，在短距离应用中可替代光模块和 AOC。由于高速无源铜缆产品（DAC）几乎不耗电，成本及传输功耗远低于光模块和有源光缆（AOC），在短距离应用中是一种替代光模块和 AOC 的低成本高效益的通信解决方案

2024-2027 年 DAC 市场年复合增长率将达到 25%，公司 800G 传输速率的 DAC 产品打破国外垄断地位。据 LightCounting 报告，高性能计算 HPC 和人工智能 AI 应用将驱动 DAC 市场快速发展，2024 年到 2027 年的年复合增长率达到 25%，并且英伟达将尽可能多地部署 DAC 以减小功耗。目前公司 DAC 产品已广泛应用于国内头部互联网企业云计算数据中心和国外知名企业，研发的 800G 传输速率的高速电缆组件打破国外企业在高端 DAC 市场的垄断地位，实现了国产替代。

图表11: DAC 和 AOC、光模块比较

	DAC (高速电缆)	AOC (有源光缆)	光模块
成本	成本低, 在同等长度情况下, 其比 AOC 成本低 2-5 倍	中等	较高
功耗	几乎不耗电	0.5W	0.5W-1W
体积重量	较高	较低	较低
抗干扰性	较弱	较强	中等
适用范围	<3M	<20M	>100M

资料来源: OFweek, 曙耀科技, 中邮证券研究所

图表12: DAC 与 AOC 市场规模变化


资料来源: LightCounting, 中邮证券研究所

募投项目落地, 巩固公司优势地位。公司 2023 年 11 月通过向特定对象募集资金 12.13 亿元, 主要用于泰国生产基地建设项目、高速电缆及连接产品智能制造项目及补充流动资金等, 其中泰国项目主要面向海外市场, 新增数据电缆 20 万公里、高速电缆及工业电缆 6.6 万公里、连接产品 850 万条的产能; 高速电缆及连接产品智能制造项目新增多对数高速电缆 0.7 万公里、连接产品 1200 万条的产能, 主要布局高速数据传输及工业以太网应用领域, 进一步优化产品结构。

图表13: 公司募投项目情况 (万元)

募投项目	项目总投资	拟使用募集资金金额	税后回收期 (含建设期)	具体项目	产能
泰国生产基地建设项目	66,000.00	66,000.00	7.61年	数据电缆	20万公里
				高速电缆及工业电缆	6.6万公里
				连接产品	850万条
高速电缆及连接产品智能制造项目	37,085.55	35,390.00	6.33年	多对数高速电缆	0.7万公里
				连接产品	1,200万条
补充流动资金	20,000.00	20,000.00			
合计	123,085.55	121,390.00			

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

2 盈利预测

我们认为未来在全球数字化、智能化的推进下, 高速高频的数字通信传输需求将持续增长, 算力竞赛驱动数据中心建设不断扩张, 公司在高速传输电缆等领域长期深耕, 技术优势显著, 产品销售涉及国内外知名客户, 未来随着募投项目投产及 800G 产品逐步打开市场, 公司营收和利润规模将迈上新台阶。

预计公司 2023-2025 年实现营业收入 16.04/18.35/22.79 亿元, 分别同比变动-0.5%/14.4%/24.2%; 归母净利润分别为 1.16/1.60/2.54 亿元, 同比变动-11.23%/38.07%/58.95%, 对应 EPS 分别为 0.45/0.62/0.98 元, 对应 PE 分别为 50.54/36.60/23.03 倍, 首次覆盖给予公司“增持”评级。

3 风险提示

项目建设不及预期风险，技术迭代风险等，下游需求不及预期风险，铜价波动风险，汇率波动风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1611	1604	1835	2279	营业收入	10.0%	-0.5%	14.4%	24.2%
营业成本	1351	1325	1483	1782	营业利润	50.6%	-11.7%	38.1%	59.0%
税金及附加	5	2	5	7	归属于母公司净利润	47.8%	-11.2%	38.1%	59.0%
销售费用	42	48	55	68	获利能力				
管理费用	39	48	55	68	毛利率	16.2%	17.4%	19.2%	21.8%
研发费用	60	64	73	91	净利率	8.1%	7.2%	8.7%	11.2%
财务费用	-26	0	0	0	ROE	13.4%	10.6%	12.8%	16.9%
资产减值损失	-2	0	0	0	ROIC	11.4%	10.6%	12.7%	16.8%
营业利润	142	125	173	274	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	18.7%	16.8%	16.4%	16.3%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	3.75	4.34	4.69	4.99
利润总额	141	125	173	274	营运能力				
所得税	10	9	13	20	应收账款周转率	5.51	5.38	5.75	5.97
净利润	130	116	160	254	存货周转率	7.14	7.58	8.26	8.83
归母净利润	130	116	160	254	总资产周转率	1.40	1.28	1.30	1.38
每股收益(元)	0.51	0.45	0.62	0.98	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.51	0.45	0.62	0.98
货币资金	227	352	475	654	每股净资产	3.77	4.23	4.85	5.84
交易性金融资产	30	30	30	30	估值比率				
应收票据及应收账款	299	297	340	423	PE	44.86	50.54	36.60	23.03
预付款项	4	4	4	5	PB	6.01	5.35	4.67	3.88
存货	214	209	235	282	现金流量表				
流动资产合计	797	908	1100	1410	净利润	130	116	160	254
固定资产	281	276	270	262	折旧和摊销	38	26	27	28
在建工程	29	29	28	28	营运资本变动	20	10	-44	-84
无形资产	47	47	47	47	其他	-14	-1	0	0
非流动资产合计	401	405	399	391	经营活动现金流净额	174	151	143	198
资产总计	1198	1313	1498	1800	资本开支	-115	-20	-20	-20
短期借款	0	0	0	0	其他	17	-9	0	0
应付票据及应付账款	166	163	183	219	投资活动现金流净额	-98	-29	-20	-20
其他流动负债	47	46	52	63	股权融资	0	15	0	0
流动负债合计	213	209	235	282	债务融资	0	0	0	0
其他	11	11	11	11	其他	-17	-21	0	0
非流动负债合计	11	11	11	11	筹资活动现金流净额	-17	-5	0	0
负债合计	224	220	245	293	现金及现金等价物净增加额	65	125	123	178
股本	184	258	258	258					
资本公积金	375	315	315	315					
未分配利润	373	459	595	811					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	43	60	84	122					
所有者权益合计	974	1093	1253	1507					
负债和所有者权益总计	1198	1313	1498	1800					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048