

# 威贸电子 (833346)

## 线束组件赛道欣欣向荣

### 买入 (首次)

2024年03月09日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	222.16	202.07	229.00	276.45	326.69
同比	28.92%	-9.04%	13.33%	20.72%	18.17%
归母净利润 (百万元)	34.31	34.78	39.01	48.27	60.18
同比	16.61%	1.38%	12.17%	23.74%	24.68%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.43	0.43	0.48	0.60	0.75
P/E (现价&最新摊薄)	26.93	26.56	23.68	19.14	15.35

关键词: #比同类公司便宜 #出口导向

#### 投资要点

■ **线束组件、注塑集成件一站式供应商:** 公司是一家工业连接方案集成制造商, 主要产品包括各类线束组件及注塑集成件。公司注重自主研发, 拥有发明专利1项、实用新型专利61项、软件著作权2项及多项非专利技术。与同行业公司相比, 公司毛利率和净利率都较高, 且表现稳健。公司疫情后盈利能力明显回升, 根据业绩快报, 2023年公司营收为2.29亿元, 同比+13.2%, 归母净利润为0.39亿元, 同比+12.2%。

■ **新能源汽车发展动力强劲, 智能小家电需求快速攀升:**

- 1) **新能源车高压线束发展潜力强劲。**据观研报告网, 2016-2022年我国汽车线束总市场规模由670.5亿元增长至814.6亿元, 汽车高压线束市场规模占汽车线束总市场规模的比重由2.07%增长至17.36%。
- 2) **智能家居带动配套注塑集成件业务发展。**2023年中国智能家居市场规模预计可以达到7157.1亿元较上年同比增长9.85%。截至2022年4月10日, 塑料在家电中的用量已占重量比的40%, 在彩电、空调等家用电器上的平均使用量为每台1.5-2.5千克。

■ **行业先发优势杰出, 经营管理能力出色:**

- 1) 公司在**新能源汽车领域具备先发优势。**高压线束技术先进, 绝缘刺破式连接器率先打入汽车产业链, 汽车电子真空泵线束产品更可靠。
- 2) 公司在**智能家居、工业自动化领域创新颇多。**其中新型电熨斗前盖组件更加智能、集成化, 线缆加工中的核心技术已超行业主流水平。
- 3) 公司**定制化能力强, 智能系统促进精细化管理,**柔性生产线及时响应复杂多变的市场需求。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计威贸电子 2023-2025 年营业收入达到 2.29/2.76/3.27 亿元, 同比增速分别为 13.3%/20.7%/18.2%; 预计归母净利润分别为 0.39/0.48/0.60 亿元, EPS 分别为 0.48/0.60/0.75 元。按 2024 年 3 月 8 日收盘价, 对应 2023-2025 年 PE 分别为 23.68/19.14/15.35 倍。威贸电子 2024 年 PE 较行业平均明显较低, 且公司在工业自动化领域的潜力上有待发掘, 因此估值有望进一步抬升。基于此, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 市场竞争风险、主要客户相对集中风险、汇率波动风险、新增产能不能消化的风险。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	11.45
一年最低/最高价	6.11/18.90
市净率(倍)	2.19
流通A股市值(百万元)	326.62
总市值(百万元)	923.82

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	5.22
资产负债率(% ,LF)	13.43
总股本(百万股)	80.68
流通A股(百万股)	28.53

#### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 威贺电子：工业智能连接控制方案集成制造商</b> .....	<b>4</b>
1.1. 国内线束组件、注塑集成件一站式供应商 .....	4
1.2. 主攻新能源汽车、工业自动化和智能家电领域 .....	5
1.3. 公司稳健经营度过疫情，历史盈利能力优秀 .....	8
<b>2. 新能源汽车发展动力强劲，智能小家电需求快速攀升</b> .....	<b>10</b>
2.1. 新能源车高压线束发展潜力强劲 .....	10
2.2. 智能家居带动配套注塑集成件业务发展 .....	11
<b>3. 行业先发优势杰出，经营管理能力出色</b> .....	<b>13</b>
3.1. 公司在新能源汽车领域具备先发优势 .....	13
3.2. 公司在智能家电、工业自动化领域创新颇多 .....	14
3.3. 公司在定制化、智能管理与柔性生产方面较为出色 .....	15
<b>4. 盈利预测与评级</b> .....	<b>18</b>
4.1. 盈利预测 .....	18
4.2. 估值与评级 .....	19
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	威贸电子股权结构图（截至 2024 年 3 月 9 日）.....	5
图 3:	公司 2018-2023 营收及同比增速.....	8
图 4:	公司 2018-2023 归母净利润及同比增速.....	8
图 5:	公司 2018-2023（Q1-Q3）销售毛利率及净利率.....	8
图 6:	威贸电子及可比公司 2018-2023（Q1-Q3）毛利率.....	9
图 7:	威贸电子及可比公司 2018-2023（Q1-Q3）净利率.....	9
图 8:	公司 2018-2023（Q1-Q3）期间费用率及构成.....	9
图 9:	汽车线束行业上中下游产业概览.....	10
图 10:	2011 年-2020 年中国汽车线束市场需求量.....	11
图 11:	注塑制品上中下游产业概览.....	12
图 12:	智能仓储与运输系统.....	16
图 13:	部分生产线及生产设备实景图.....	17
表 1:	线束组件及应用.....	6
表 2:	注塑集成件及应用.....	7
表 3:	IDC 刺破式连接器线束.....	13
表 4:	直流风机防水线束.....	14
表 5:	新型智能化电熨斗前盖组件.....	15
表 6:	公司盈利预测.....	18
表 7:	可比公司估值（截至 2024 年 3 月 8 日）.....	19

## 1. 威贸电子：工业智能连接控制方案集成制造商

### 1.1. 国内线束组件、注塑集成件一站式供应商

上海威贸电子股份有限公司是一家集研发、生产、销售、服务于一体的工业连接方案集成制造商，专注于为客户提供含电线、线束组件、注塑结构件、PCBA、线圈的一站式整体解决方案。公司主要产品包括各类线束组件及注塑集成件，产品广泛应用于智能家居、工业自动化、POS机与计量衡器、新能源汽车/汽车、大型印刷机、高铁、医疗设备等领域，涵盖300多个系列、4000多种型号。公司与客户建立了长期稳定的合作关系，产品得到了客户的广泛认可并应用于汽车/新能源汽车、风力发电、机器人、高铁、计算机、家电等高端制造产业，终端客户覆盖奔驰、宝马、奥迪、玛莎拉蒂、大众、法国SEB集团、德国Vorwerk、德国Ebmpapst、日本DIGI、美国Culligan、中国中车、徐工集团等海内外知名公司。

威贸电子成立已有三十余载，靠品质求发展。公司1988年成立，1999年首次成立线束工厂，2012年申报获批“上海市专精特新”中小企业，2014年申报获批“上海市高新技术企业”，2015年成功登陆新三板，2016年成立苏州电线厂，2020年威贸第一条全自动线束生产线正式投产，2021年威贸练塘工业园区新工厂正式投资，同年第一条SMT产线投入使用，2022年于北交所上市。自成立以来公司连续通过ISO9001质量体系认证、IAFT16949汽车体系认证和美国UL认证。产品质量符合相关行业标准以及欧盟ROHS、REACH标准，满足了各应用领域对于电子组件精密度、传输效率、耐久性、抗干扰、阻燃性、抗冷热、抗油污、柔韧性等诸多方面的严苛要求。

图1：公司发展历程



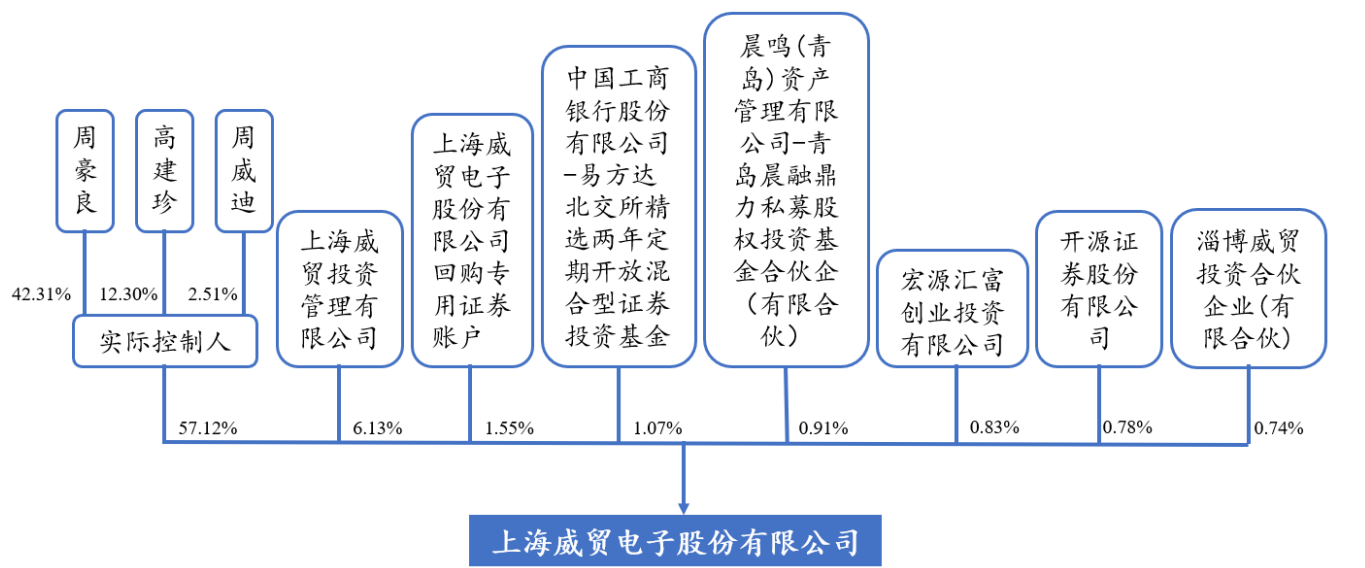
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司以客户需求为导向，关注产品研制。公司将客户的不同需求作为产品开发和服务的核心，提供各类智能连接和控制模块的设计研发及个性化定制生产。公司始终坚持

“专注电子产品智造”的品牌目标，聚焦“小批量、多品种”的市场，不断推动“组件化、集成化”产品研发与生产，解决客户分散研发、采购带来的效率低、成本高、质量不稳定等问题，并致力于新产品、新技术的研发与生产工艺升级。同时，公司注重自主研发，截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有发明专利 1 项、实用新型专利 61 项、软件著作权 2 项及多项非专利技术。

公司股权结构集中且稳定。公司控股股东、实际控制人为周豪良、高建珍和周威迪，截至 2024 年 3 月 9 日，实控人通过直接、间接合计持有公司 63.46% 股权。

图2：威贸电子股权结构图（截至 2024 年 3 月 9 日）













数据来源：iFind，东吴证券研究所

## 1.2. 主攻新能源汽车、工业自动化和智能家电领域

公司主要产品按照功能划分为线束组件、注塑集成件两大类。我们整理了线束组件里公司收入占比最高的智能家电组件、工业自动化组件、汽车/新能源汽车组件及特性如表 1 所示。



表1: 线束组件及应用

产品分类	主要产品	图例	产品用途及特征
智能家电组件	吸尘器线束		主要为电熨斗、咖啡机、扫地机器人、缝纫机等提供电源、信号、电气的智能连接组件和控制组件，包含扫地机器人线束组件、缝纫机线束组件、含电子真空阀的电熨斗蒸汽控制组件、含电熨斗塑料底板及其旋钮组件、蒸汽管线、电源线、PCBA 与旁通阀的控制面板组件的高集成度的挂烫式电熨斗组件等不同组件，产品具有集成度高，工艺复杂等特点，满足各类应用场景。
	电源线组件		
	电熨斗组件		
工业自动化组件	风机线束		主要为工业自动化设备与工程机械类设备提供各类智能连接组件，主要应用于风机、工程机械车、4G/5G 基站等，产品特点有：（1）耐高温：材料均采用耐高温材质；（2）耐腐蚀、耐风化：电线多采用橡胶材质；（3）防潮防水：所有连接端口均采用密封/灌封成型；（4）耐磨性：满足机器人等自动化设备高耐磨性与抗拉能力等特点，满足各种恶劣环境的应用。
	设备连接线		
	自动化控制线		
	开关线束		
汽车/新能源汽车组件	底盘线束总成		主要给汽车配套各类灯线、方向盘柱锁控制线、点火线圈线束、后备箱自动升降马达控制线、油门踏板线束、安全带线束组件、电子真空泵线束、电子油泵线束、天窗线束等汽车电子部件线束；在新能源行业，我们为客户提供新能源汽车整车线，包括驾驶室线束、顶棚线束、底盘线束、电机控制线束、BMS 控制线束等等。主要特点是耐高温，耐磨损、耐油、密封性等。公司多样的工艺如端子压接、焊接、注塑成型、灌胶等能满足各类汽车线束不同的定制化要求。
	天窗线束		
	电机三相高压线		
	电子真空泵线束		

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

注塑集成件里占比最高的智能家电注塑集成件、衡器量具注塑件、汽车注塑件及特性如表 2 所示。另外，公司还经营：POS 机与计量衡器线束组件、大型印刷机组件、高铁组件、净水环保组件、医疗设备组件等。

表2：注塑集成件及应用

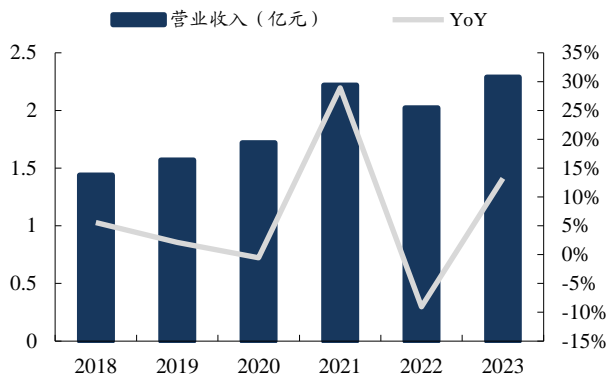
产品分类	主要产品	图例	产品用途及特性
	电熨斗前盖组件		主要为电熨斗手柄，主要功能包括电熨斗开关、温度控制以及喷雾控制。内部部件包括：电路板、芯片、定制塑料件等部件。均为客户定制产品。
智能家电注塑集成件	齿轮箱		用于榨汁机、家用绞肉机等家电产品。其作用是将马达动力传递到旋转叶片，使旋转叶片按照既定的速率运转。均为客户定制产品。
	电熨斗底板组件		包括电熨斗开关、喷雾控制器、线路板、底板、电源线等，为电熨斗底板的组装部件。
	电子秤底板		使用日本进口抗 UV 防火材料，防火等级为 UL94-5VB 级，此特种材料要求较高的成型工艺控制以达到尺寸外观的要求，广泛用于政府机关、邮政系统、超市买场等地方电子秤收银机面板。
衡器量具注塑件	衡器量具面板		
	汽车油泵连接器		使用进口尼龙料,与知名品牌连接器对配开发，以满足客户订制化需求。产品符合汽车密封型连接器的技术要求，性能稳定可靠。
汽车注塑件	汽车车灯连接器		使用进口 PBT 胶料，威贸自开模具，多种型号广泛应用于奔驰车灯的多个车型，产品强度高，韧性好。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

### 1.3. 公司稳健经营度过疫情，历史盈利能力优秀

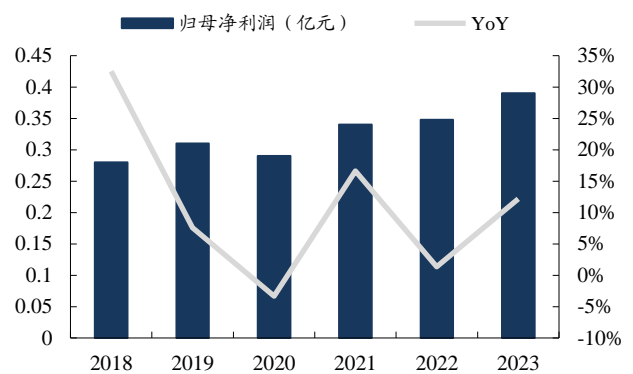
疫情后公司盈利能力逐步回升。2022 年，受新冠疫情影响，公司地处上海，产线一度停产，12 月公司大部分员工感染新冠导致产线生产和订单交付受到较大影响，公司营业收入同比下降 9.0% 至 2.02 亿元，但公司仍然通过费用管控稳保盈利，当年归母净利润为 0.35 亿元，同比未有下滑。2023 年，公司已恢复正常经营，盈利能力明显回升，营收为 2.29 亿元，同比+13.2%，归母净利润为 0.39 亿元，同比+12.2%。

图3：公司 2018-2023 营收及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

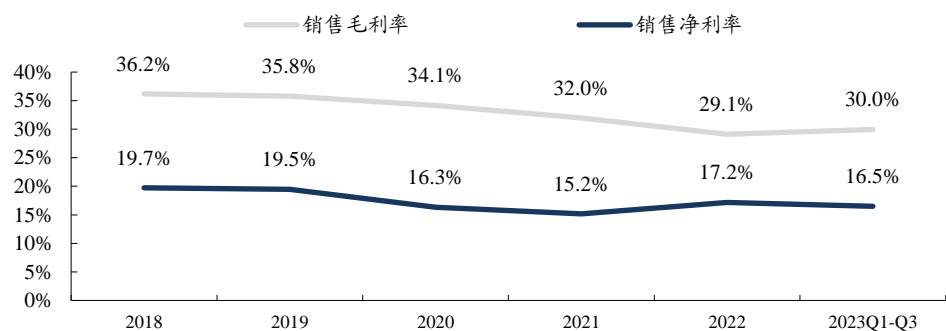
图4：公司 2018-2023 归母净利润及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 2023 年销售净利率、毛利率总体稳中有升。2019-2023 年前三季度毛利率在 30.0% 左右波动。2022 年，由于疫情影响导致公司稼动率下降，进而拖累毛利率同比下降 2.8 个百分点至 29.1%，但因收到政府拨付企业上市补贴，净利率同比增长 2.0 个百分点至 17.2%。从公司 2023 年前三季度的财报和业绩快报提前披露的数据来看，公司产能利用率更加充足导致毛利率有所回暖，净利率也维持在 17.0% 左右的水平。

图5：公司 2018-2023 (Q1-Q3) 销售毛利率及净利率

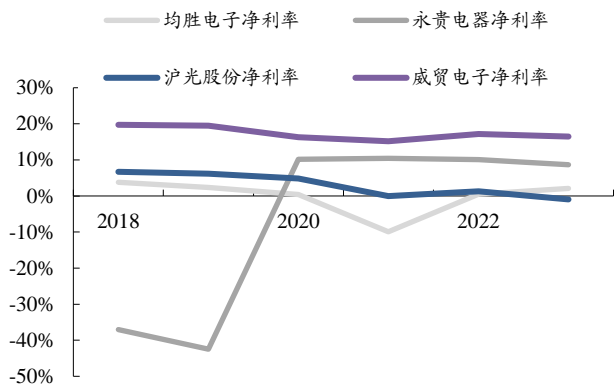


数据来源：Wind，东吴证券研究所

与相似业务的三家上市公司进行利润率的对比，公司盈利能力较强。如图 6、图 7 可以看出，公司毛利率、净利率都相对更稳定，且优于较其体量更大的公司。我们判断，公司对订单的利润率进行筛选、管控，并重视产能扩张的节奏，是对净利率管控的主要手段。另外，公司在客户面前也表现出不俗的议价能力。

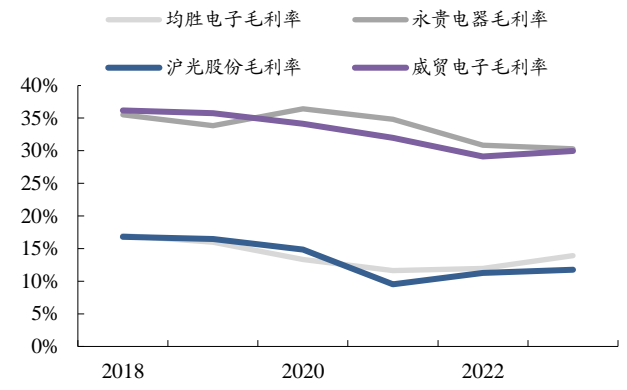


图6: 威贸电子及可比公司 2018-2023 (Q1-Q3) 毛利率



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

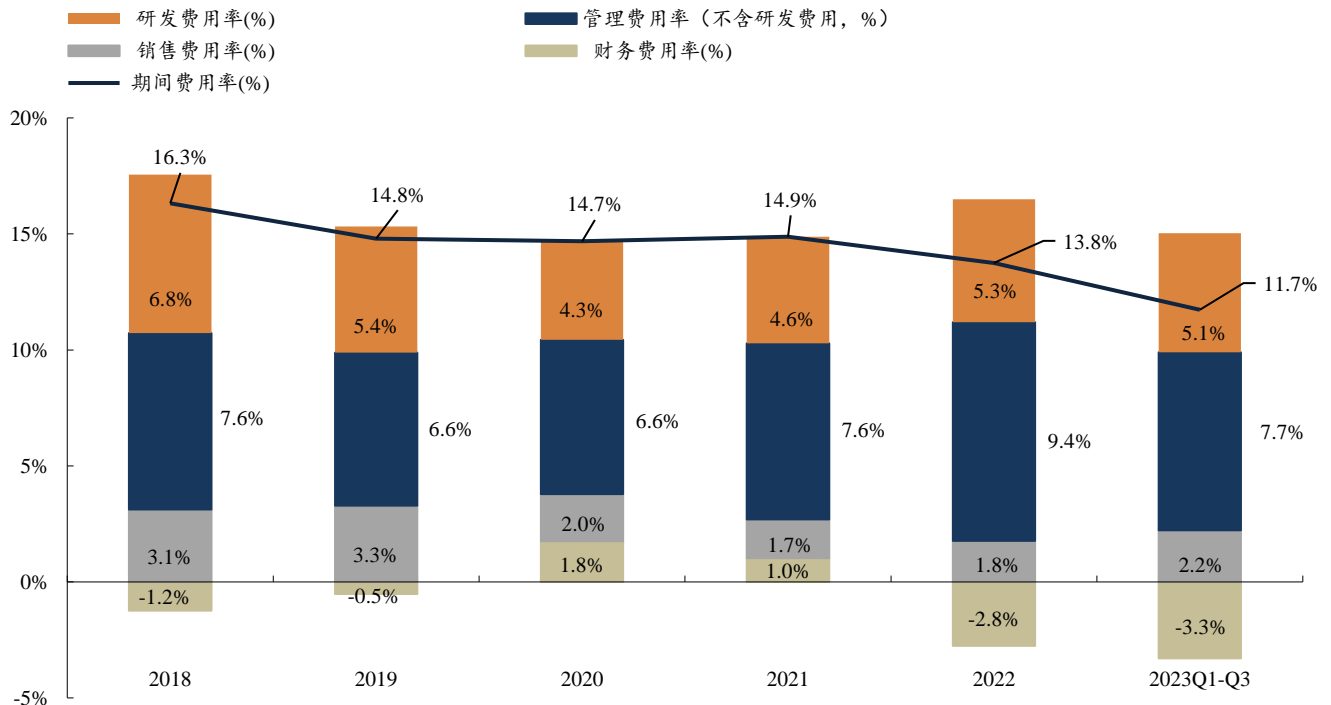
图7: 威贸电子及可比公司 2018-2023 (Q1-Q3) 净利率



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

公司期间费用率自 2021 年逐步降低, 维持在 11.7%-16.4% 的区间内。2023 年前三季度, 公司利用自有资金进行现金管理取得利息收入同比增加, 导致财务费用率与整体费用率降低, 这也侧面反映了公司现金流有好转的趋势。追溯公司费用率历史我们还发现, 公司虽然体量不大, 但研发费用率一直稳定在 5.0% 左右, 远高于销售费用率水平, 体现出公司主要靠技术驱动的特点。

图8: 公司 2018-2023 (Q1-Q3) 期间费用率及构成



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 新能源汽车发展动力强劲，智能小家电需求快速攀升

公司主营线束组件、注塑集成件等产品，下游主要为汽车、家电、工业等行业。在汽车行业，公司主要是作为整车厂的二级供应商为终端客户供货。自 2011 年，公司先后进入宝马、奥迪、玛莎拉蒂、大众等知名整车厂商的供应商体系。家电方面，威孚下游主要客户为赛博集团、福维克、EBM 等国际知名企业。

### 2.1. 新能源车高压线束发展潜力强劲

汽车线束上下游连接紧密，有一定的行业门槛。如图 9 所示，汽车线束产业链上游是指铜、橡胶、电线等原材料的生产，中游是指汽车线束的生产，下游主要是汽车制造商和部分零部件的支持供应商。我国制造加工能力提升，更多品牌制造商将复杂工序的零部件的制造加工业务外包，但融入品牌制造商的供应链体系是一个长期复杂的过程，对零部件制造加工厂商的技术能力、管理体系和服务水平要求很高，一般要经过从验厂、技术交流、小批量试样到量产供货的过程。制造加工厂商与品牌制造商间形成合作后具有黏性，能够促进共同发展。公司处于汽车线束行业中游，已与下游汽车整车制造商和部分零部件配套供应商形成紧密合作。

图9：汽车线束行业上中下游产业概览

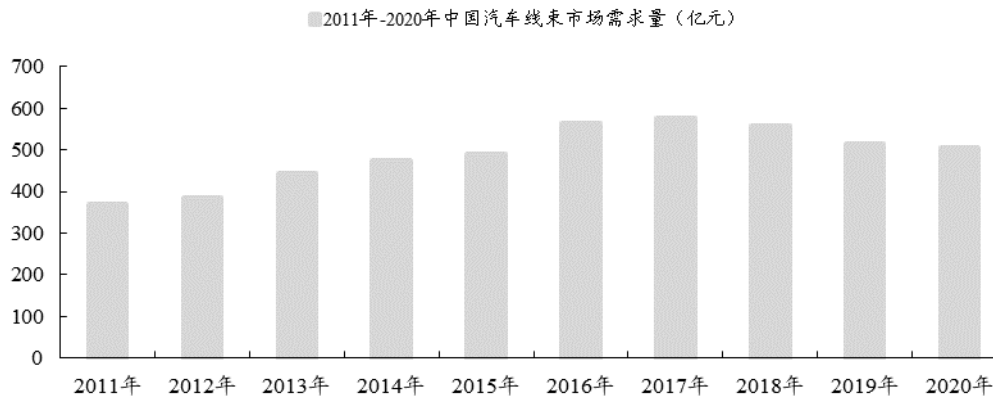


数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

我国汽车线束行业规模稳定增长。国内一批优秀的自主线束企业凭借及时有效的服务、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，进一步助力国内汽车线束行业规模扩张。据中国汽车工业协会统计，2020 年汽车产销量为 2,522.5 万辆和 2,531.1 万辆，近十余年内，汽车产销量增长了近三倍。汽车线束需求随汽车产销出现大幅上涨。如图 10 所示，以单车线束 2,000 元的价格估计，2020 年中国汽车电子的线束产品的年

产值超过 500 亿人民币。据线束未来网，2022-2025 年线束市场规模将随着电动化、智能化渗透率的增加而增长。但其中低压线束市场作为基本盘，在域架构下线束用量减少，因此在 3% 的汽车销量增速预期下，其规模基本保持稳定；高压线束和高速线束是传统低压线束之外的增量市场，分别受益于电动化和智能化程度和渗透率的提升，预计到 2025 年的市场规模将分别达到 205 亿元和 123 亿元，年复合增长率为 11.0% 和 13.0%。

图10：2011年-2020年中国汽车线束市场需求量



数据来源：中国汽车工业协会，公司招股书，东吴证券研究所

我国高压线束市场发展更为强劲。2021 年我国汽车高压线束行业市场规模为 88.6 亿元，较上年同比增长 159.8%；2022 年我国汽车高压线束行业市场规模为 141.4 亿元，较上年同比增长 59.6%。汽车高压线束在汽车线束市场中的地位也不断提升。根据观研报告网发布的《中国汽车高压线束行业发展趋势研究与投资前景分析报告（2023-2030 年）》，2016-2022 年我国汽车线束总市场规模由 670.5 亿元增长至 814.6 亿元，汽车高压线束市场规模占汽车线束总市场规模的比重由 2.1% 增长至 17.4%。

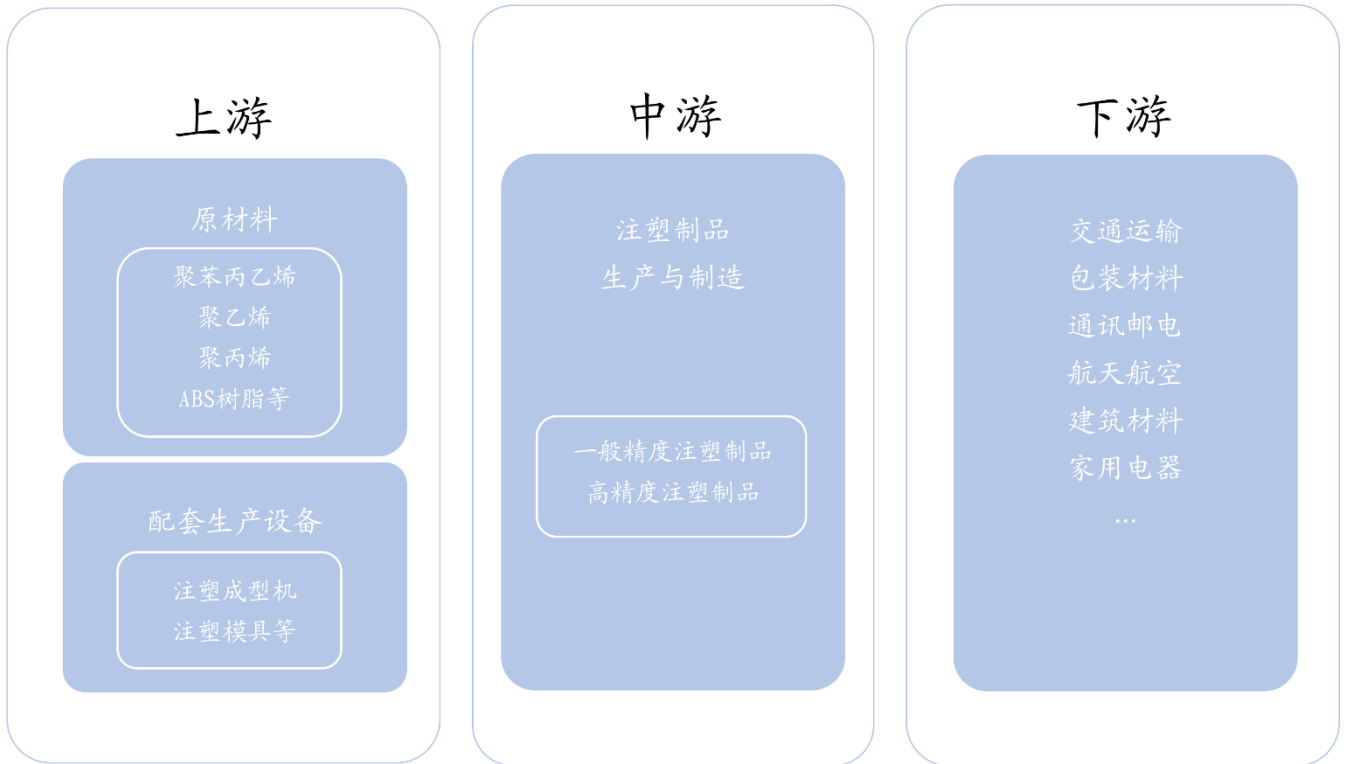
高压线束市场的快速增长主要来源于新能源车占比的提升。据中国汽车工业协会最新发布的数据显示，1 月新能源汽车产销分别达到 78.7 万辆和 72.9 万辆，同比分别增长 85.3% 和 78.8%，市场占有率高达 29.9%。汽车高压线束作为新能源汽车的重要零部件之一，市场规模也随之快速增长。根据中汽协数据显示，2022 年我国汽车高压线束市场规模为 141.4 亿元。

## 2.2. 智能家居带动配套注塑集成件业务发展

注塑制品应用范围广泛，覆盖多个领域。注塑制品是指用注塑成型机把塑料加热塑化熔融，然后再注射到成型模具空腔内成型，经冷却降温，熔体固化后脱模，注塑成型机注射成型的各类产品的统称。注塑制品拥有高精度化、轻量化、小型化和微型化等特性，符合工业设备零件的要求，具备良好的机械性、力学性能和尺寸稳定性等优点，在物流、包装、通信、航天、军工、机械、汽车、消费电子和医疗设备等领域因替代部分高精度的金属零件而得到了广泛应用。

国内注塑制品行业快速发展，庞大的下游行业为我国注塑制品产业发展提供强有力支撑。如图 11 所示，注塑制品行业产业链上游为原材料包括聚苯乙烯、聚乙烯、聚丙烯和 ABS 树脂等，其中聚苯乙烯、聚乙烯和聚丙烯树脂的应用量达到总用原料量的 70.0% 左右，公司所处的中游为注塑制品生产、制造和供应环节，下游广泛应用于通讯邮电、交通运输、包装、航空航天、建筑建材、家电等领域。

图 11：注塑制品上中下游产业概览



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

公司注塑集成件所属智能小家电市场规模增速迅猛，注塑制品成长空间大。根据中国智能家居产业联盟的数据，2023 年中国智能家居市场规模预计可以达到 7157.1 亿元较上年同比增长 9.9%，而我国智能家居设备市场出货量则是预计可达到 3.3 亿台，较上年同比增长 23.9%。中国家用电器协会公布的统计数据显示，截至 2022 年 4 月 10 日，塑料在家电中的重量占比已增至 40.0%，在彩电、空调等家用电器上的平均使用量为每台 1.5-2.5 千克。

### 3. 行业先发优势杰出，经营管理能力出色

#### 3.1. 公司在新能源汽车领域具备先发优势

公司在新能源汽车领域积累了充分的产品创新研发优势，获得国家和业界的较高认可度。其产品能够满足新能源汽车对线束产品体积更小、抗震动性更好与防水、防真空泄露等的更高要求。据此，我们将公司较为突出的创新优势具体分为以下几点：

##### 1) 新能源高压线束技术先进

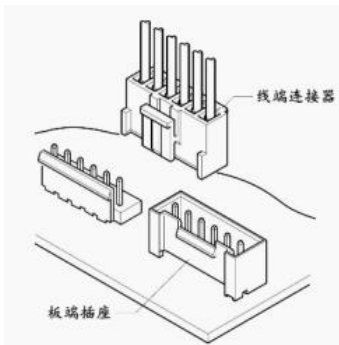
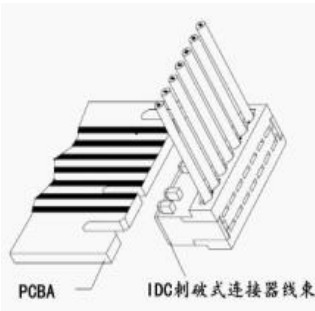
公司打破高压大电流线束和连接器技术的国家标准空白，所生产的新能源高压线束产品在业内居于领先地位。公司参与了“电动汽车用高压大电流线束和连接器技术要求”国家标准（GB/T37133-2018）的起草工作，是起草单位中唯一汽车线束生产企业，其他单位均为整车、主机厂或者连接器生产企业。公司新能源高压线束产品可达到 1000V 的设计电压，达到行业先进水平。

##### 2) 绝缘刺破式连接器率先打入汽车产业链

公司针对特定行业客户，如汽车尾灯行业，开发了绝缘刺破式连接器线束来满足其体积要求小、抗震动要求高等特点。绝缘刺破式连接器，英文名 Insulation Displacement Connector, 简称 IDC 连接器（下同），是一种设计用于连接导体的电连接器。传统线束整体体积较大，无法满足特定场景的应用。而 IDC 刺破式连接器线束改变了传统复杂的生产工艺，大幅缩小了产品体积。并通过连接器与 PCBA 的直接连接，解决了抗震动强度不够的问题。

全自动化生产的线束产品已经投入高端品牌的汽车系统中使用。公司首次将 Lumberg 全自动 IDC 刺破式连接器线束生产线应用于国内汽车行业，实现了整条线束生产、检测的全自动化。并将相关产品成功应用于奔驰新 C 级轿车尾灯系统。

表3: IDC 刺破式连接器线束

原产品	创新产品	创新性分析
 <p>线端连接器 板端插座</p>	 <p>PCBA IDC刺破式连接器线束</p>	<p>通过 IDC 刺破式连接器线束与 PCBA 直接连接，改变了传统复杂的生产工艺，省去了公端插座与焊接工艺</p>

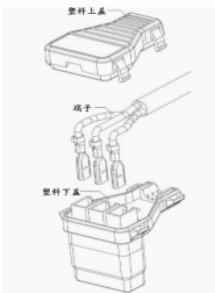
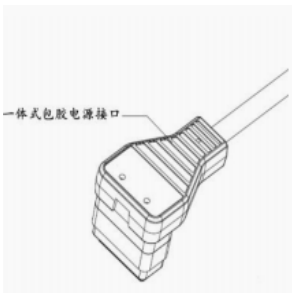
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所



3) 公司的汽车电子真空泵线束产品可靠性更高

公司在立式注塑成型技术的基础上，研发了汽车电子真空泵线束，满足了线束产品防水、提高可靠性、防真空泄露等多方面要求。公司的新技术先通过注塑内模固定线束位置并形成初步防水功能，再用外模注塑达到外观形状的要求并进一步加强防水功能，实现 IP67 级别的防水性能，同时解决了可靠性的问题。公司应用立式注塑成型技术开发汽车电子真空泵线束，在防水的基础上，满足了在 100mbar 的压力下达到最大泄露值小于 0.6ml/分钟的行业领先防真空泄露要求。

表4: 直流风机防水线束

原产品	创新产品	创新性分析
		<p>通过一体式包胶电源接口的设计，利用立式注塑成型技术，解决了传统装配式接口存在的漏水问题</p>

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

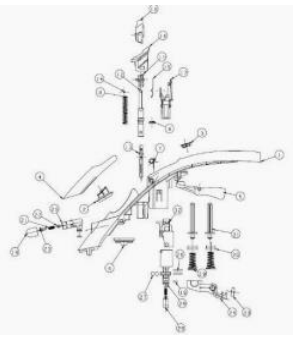

3.2. 公司在智能家电、工业自动化领域创新颇多

公司在智能家电领域不断促进传统家电产品迭代更新，通过优化用户体验来打造独特竞争优势，提高核心竞争力。在产品创新发力的同时，公司在工业自动化领域的技术也不断升级，生产效率得到有效提高。其中，我们选取了智能家电发明专利中的一项、与工业自动化技术中名列前茅的一项，来做进一步的展示：

1) 新型电熨斗前盖组件更加智能、集成化

公司的电熨斗（熨烫系列产品）实现了从传统的机械化向电子智能化转变，让用户操控更智能、更轻便。传统电熨斗前盖组件包含喷雾系统，可将水通过汽化转换形成蒸汽与喷雾，但无法根据不同的面料实时调节温度与熨烫模式。基于对产品电子系统的理解，在公司拥有的原有发明专利技术（一种电熨斗顶部手柄装置：ZL201610597427.3）基础上，公司开发了新型智能化电熨斗前盖组件。在传统机械结构前盖组件的基础上，增加电子控制系统模块，实现了智能控制熨烫模式、蒸汽量和熨烫温度等功能。此外，整体体积较传统前盖组件减少三分之二以上。

表5: 新型智能化电熨斗前盖组件

原产品	创新产品	创新性分析
		<p>通过电子控制系统对熨烫模式、蒸汽量和熨烫温度的控制，解决了原有机机械结构电熨斗前盖组件无法实时调节温度与熨烫模式的问题</p>

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

## 2) 线缆加工中的核心技术已超行业主流水平

公司研发的端子压接技术——线缆加工中的核心技术，已超过行业主流水平。端子压接技术，是指通过全自动或半自动端子压接机实现端子与电线的连接，并通过控制压着尺寸和压着的压缩比来检验压接质量。端子压接的质量影响着整个线束产品的电气性能。公司的精密端子压接技术，达到了  $0.02\text{mm}^2\text{-}6\text{mm}^2$  的加工范围，4,500 根/小时的生产速度和 9m/s 的送线速度，超过行业主流的 3,000 根/小时，5m/s 的水平。

公司新研发的性能更优良的特殊线束，通过端子压接的自动化组装技术，能够有效提高生产效率，保持稳定性能。除传统双头端子压接产品外，公司根据特定终端产品的应用环境、性能指标设计了如并压线束、排线和单头浸锡单头打端线束等产品，满足了产品物理与电气性能的要求，提升了产品在狭小空间、大电流环境中的可靠性和稳定性。为生产此类特殊线束，公司基于传统全自动双头端子压接技术，对上述产品的生产实现自动化，解决了传统手工操作效率低、不良率高、精度差的弱点。

### 3.3. 公司在定制化、智能管理与柔性生产方面较为出色

公司下游各类客户产品类型差异很大并不断演变，且客户对公司产品在规格、性能、材料选用等方面均具有特定化需求。因此，公司围绕定制化产品订单来进行研发、生产和销售，及时响应市场需求。另外，为提升生产效率与精细化管理水平，公司创新运用生产信息化管理系统（Enterprise Resource Planning，简称 ERP，下同）、智能仓储物流系统（Warehouse Management System，简称 WMS，下同）等，并结合柔性生产线的有利优势，共同打造经营管理的核心竞争力。

#### 1) 定制化能力强

为快速响应客户定制化、集成化的需求，公司产品研发设计呈现“高度定制化”特征。公司采取定制化、项目化的研发模式，以差异化和功能化为主线，辅以实际生产过

程的一些工艺共性问题及一部分基础性和前瞻性研发。公司主要进行以市场为导向的应用型研发，形成了精密端子压接、模拟仿真设计、高精度注塑及色差控制、精密嵌塑成型技术等核心技术，构建了组件化、集成化、模块化产品的研发设计及制造能力。

### 2) 智能系统促进精细化管理

公司建立了立体化、全自动的智能仓储系统，主要实现了以下功能：①效率大幅提升：通过全自动堆垛机，智能仓储系统大幅减少了仓库管理、存货出入库管理所需的人工数量，更高效地满足了公司小批量多品种定制化生产的特点。②条码识别：利用条码识别及扫描系统对物料进行全生命周期管理，实现物料全流程可追踪、数据可管理。③先进先出：原材料、半成品、产成品的入库、出库实现全流程可追溯、条码标签化，自动实现先进先出，满足下游汽车行业客户及公司内部管理要求。④Just in Time 及时供货系统：公司打通了 ERP 生产管理（一个软件系统，具备运营一家成功的企业所需的所有工具和流程）与 WMS 智能仓储系统（一款标准化、智能化过程导向管理的仓库管理软件），将订单物料数据实时传输到智能仓库系统中完成自动物料分拣与备料。完成备料后，AGV 小车根据系统指令将原材料快速精准地运送到全厂相应各个车间。

图12：智能仓储与运输系统



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

借助智能仓储系统与信息化智能系统，公司生产效率、产品质量控制及工厂精细化管理水平显著提升。智能仓储与运输系统可以减少中间库存，实现物料及时、精准配送，有效解决了传统生产物流人工用时长、调度差错率高等问题。信息化智能系统的运用，对产品进行全生命周期在线管理，做到可以精确追溯单一产品在某个生产环节的生产时间、工艺参数、操作人员等实际情景，解决传统生产物流人工用时长、调度差错率高等问题。

### 3) 柔性生产线及时响应复杂多变的市场需求

公司针对自身“小批量、多品种”的产品特点，因地制宜的采取柔性生产模式满足快速变化的市场需求。针对批量大的项目，公司采用固定、专用流水线生产，以提高生产效率。针对大客户，公司以人员固定的方式，共用多条流水线，划分出专门生产区域



进行生产，集中管理，保证产品品质稳定。公司的柔性生产线，可以根据不同产品的工艺与流程自行调节生产线，将产品按照工艺分解为若干工序。各工序之间设备独立，公司按照工序在不同的车间排产并流转，最终实现按订单混合排产，多产品并线生产。正常更新换代的产品均可使用现有生产线进行生产。新产品完成设计定型后正式投产前，公司在采购相关原材料的同时对生产工人进行培训、按照新图纸对生产线进行调配，在原材料到货后即可投产。

图13: 部分生产线及生产设备实景图



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

### 4.1. 盈利预测

公司是国内知名的线束组件、注塑集成件一站式供应商。考虑到我国新能源汽车与智能家居市场规模的快速增长，公司产能充足，综合竞争力较强。未来公司有望顺应新能源汽车与智能家居的发展潮流，通过不断提高自主创新能力、进一步扩充产能，从而获得更多市场份额。

我们判断，新能源汽车产业对高压线束的性能要求将进一步提升，趋向于更加耐久，更高柔性和抗屏蔽性，因此我们预计公司该类产品单价将会有所提升。基于此，同时考虑到公司线束业务有部分也逐渐加工为集成件出售，提高附加值，因此我们预计公司该类业务2023-2025年业绩增速分别为10.9%、15.0%、17.0%；毛利率分别为30.5%、31.0%、32.0%。注塑集成件方面，由于所属智能小家电市场规模增速迅猛，成长空间大，同时还将吸收一部分单纯线束产品的客户，因此我们预计公司该类业务2023-2025年业绩增速分别为30.3%、30.0%、20.0%；毛利率由于稼动率的显著提升，回暖升至30.0%、31.0%、31.5%。其他业务我们暂时未观察到有较大变化，故做保守估计，如表6所示。

基于以上假设，我们预计威贸电子2023-2025年营业收入达到2.29/2.76/3.27亿元，同比增速分别为13.3%/20.7%/18.2%；预计归母净利润分别为0.39/0.48/0.60亿元，EPS分别为0.48/0.60/0.75元。

表6: 公司盈利预测

收入(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
线束	117.26	129.00	148.35	173.57
增速	-21.5%	10.9%	15.0%	17.0%
毛利率	28.2%	30.5%	31.0%	32.0%
注塑集成件	60.63	77.00	100.10	120.12
增速	36.3%	30.3%	30.0%	20.0%
毛利率	28.7%	30.0%	31.0%	31.5%
其他主营业务	16.40	15.00	20.00	25.00
增速	-16.9%	-8.5%	33.3%	25.0%
毛利率	26.0%	30.0%	30.0%	30.0%
其他业务	7.78	8.00	8.00	8.00
增速	-8.5%	2.8%	0.0%	0.0%
毛利率	53.1%	40.0%	40.0%	40.0%
总计	202.07	229.00	276.45	326.69
总增速	-9.0%	13.3%	20.7%	18.2%
整体毛利率	29.1%	30.6%	31.2%	31.9%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所



## 4.2. 估值与评级

按 2024 年 3 月 8 日收盘价，威贸电子股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 23.68/19.14/15.35 倍。A 股上市公司中，永贵电器、均胜电子、沪光股份与公司主营业务有较大的相似度。横向比较我们发现，威贸电子 2024 年 PE 较行业平均明显较低，且公司在工业自动化领域的潜力上有待发掘，因此估值有望进一步抬升。基于此，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司估值（截至 2024 年 3 月 8 日）

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300351.SZ	永贵电器	73.7	154.7	185.0	260.0	320.0	47.63	39.83	28.34	23.03
600699.SH	均胜电子	230.6	394.2	1,089.0	1,513.0	2,078.0	58.50	21.18	15.24	11.10
605333.SH	沪光股份	101.5	41.1	20.0	191.0	290.0	247.05	507.32	53.12	34.99
可比公司均值:		<b>135.3</b>	<b>196.7</b>	<b>431.3</b>	<b>654.7</b>	<b>896.0</b>	<b>117.73</b>	<b>189.44</b>	<b>32.23</b>	<b>23.04</b>
833346.BJ	威贸电子	9.2	34.78	39.01	48.27	60.18	26.56	23.68	19.14	15.35

数据来源：Wind，以上公司盈利预测均来自东吴证券研究所

## 5. 风险提示

### 市场竞争风险

公司所在的行业属于充分竞争行业，随着下游制造业客户需求的不断增长和行业技术水平的不断提高，行业竞争日趋激烈。行业内具有领先技术、优质客户和资金优势的企业，不断扩大市场份额，企业间差异化竞争态势日趋明显。公司在品牌知名度、业务规模、人才技术储备等方面与国外优势企业还存在差距。公司目前在整体市场中占有率相对较低。

### 主要客户相对集中风险

2023年半年度内，公司前五大客户收入占同期营业收入的比例为52.83%，公司主要客户集中度较高。如果公司主要客户短时间内订单不足、经营情况出现较大变化或者回款不及时，可能会对公司的经营情况和业绩产生不利影响。

### 汇率波动风险

2023年半年度内，公司外销收入44,798,913.34元，占营业收入的比例为41.71%。由于销售合同都是以美元、欧元等外币定价及结算，人民币对外币汇率的波动，将会影响公司以人民币折算的产品价格，从而影响公司的经营业绩。随着海外销售业务规模的增长，如果汇率波动较大，可能会对公司的经营业绩产生一定的影响。

### 新增产能不能消化的风险

公司老厂产能能为注塑集成件225万件/年、线束组件3,900万件/年，而新厂房投产后产能可达到智能控制组件800万套/年、智能连接组件4,600万套/年。新厂产能中的智能控制组件包括注塑集成件及PCBA产品，智能连接组件对应线束组件。如公司下游客户需求低于预期或者公司开拓市场不利，则可能导致募集资金投资项目面临产能不能消化的风险，从而对公司业绩产生不利影响。

## 威贸电子三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>331</b>	<b>320</b>	<b>376</b>	<b>443</b>	<b>营业总收入</b>	<b>202</b>	<b>229</b>	<b>276</b>	<b>327</b>
货币资金及交易性金融资产	238	220	256	302	营业成本(含金融类)	143	159	190	223
经营性应收款项	55	57	69	82	税金及附加	2	2	2	3
存货	38	42	50	59	销售费用	4	4	4	5
合同资产	0	0	0	0	管理费用	19	20	22	25
其他流动资产	1	1	1	1	研发费用	11	12	14	16
<b>非流动资产</b>	<b>147</b>	<b>140</b>	<b>132</b>	<b>125</b>	财务费用	(6)	(5)	(4)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	2	2	3
固定资产及使用权资产	115	108	100	93	投资净收益	3	4	2	2
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	24	24	24	24	减值损失	(1)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	4	4	4	4	<b>营业利润</b>	<b>33</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>65</b>
其他非流动资产	3	4	4	4	营业外净收支	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>478</b>	<b>459</b>	<b>508</b>	<b>568</b>	<b>利润总额</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>65</b>
<b>流动负债</b>	<b>59</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	减:所得税	3	4	4	5
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>60</b>
经营性应付款项	28	0	0	0	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>60</b>
其他流动负债	30	0	0	0	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.48	0.60	0.75
非流动负债	0	2	2	2	EBIT	25	38	48	60
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	37	45	56	68
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.12	30.63	31.19	31.86
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	17.21	17.03	17.46	18.42
其他非流动负债	0	2	2	2	收入增长率(%)	(9.04)	13.33	20.72	18.17
<b>负债合计</b>	<b>60</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	归母净利润增长率(%)	1.38	12.17	23.74	24.68
归属母公司股东权益	417	456	504	564					
少数股东权益	1	1	1	1					
<b>所有者权益合计</b>	<b>418</b>	<b>457</b>	<b>506</b>	<b>566</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>478</b>	<b>459</b>	<b>508</b>	<b>568</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	41	(22)	33	44	每股净资产(元)	5.17	5.65	6.25	7.00
投资活动现金流	0	3	2	2	最新发行在外股份(百万股)	81	81	81	81
筹资活动现金流	149	1	0	0	ROIC(%)	6.78	7.91	9.18	10.35
现金净增加额	192	(18)	36	47	ROE-摊薄(%)	8.34	8.56	9.57	10.66
折旧和摊销	12	7	7	7	资产负债率(%)	12.48	0.44	0.40	0.36
资本开支	(8)	0	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.56	23.68	19.14	15.35
营运资本变动	(2)	(65)	(20)	(21)	P/B(现价)	2.22	2.03	1.83	1.64

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>