

其他电子零部件 III

珠城科技 (301280.SZ)

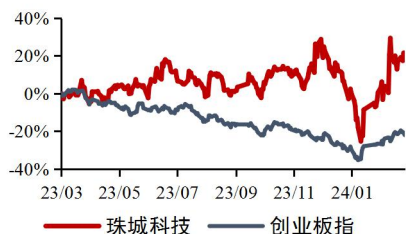
增持-A(首次)

家电连接器迎国产替代，进军汽车打造二次增长曲线

2024年3月25日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年3月22日

收盘价(元):	39.42
总股本(亿股):	0.98
流通股本(亿股):	0.26
流通市值(亿元):	10.40

基础数据：2023年9月30日

每股净资产(元):	17.74
每股资本公积(元):	11.30
每股未分配利润(元):	4.70

资料来源：最闻

分析师：

潘宁河

执业登记编码：S0760523110001

邮箱：panninghe@sxzq.com

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

王德坤

执业登记编码：S0760523090001

邮箱：wangdekun@sxzq.com

投资要点：

➤ **公司概况：**主营家电连接器生产，进军汽车/新能源连接器。2022年及2023H1 家电连接器营收占比均处 95%以上，是公司基本盘。美的、海信、海尔等大型家电厂商为公司重要客户，贡献营收占比约 50%，其中美的贡献营收占比 30%以上。近年来发力汽车连接器，主要销售给瑞浦兰钧等零部件厂商和比亚迪、零跑等整车商。此外，公司还进军光伏、机器人等领域，德业股份、优必选等均为公司客户。根据公司业绩预告，2023年预计实现营收 12-14 亿元、同比+15.0%至+34.1%，归母净利润 1.4-1.7 亿元、同比+27.2%至+54.4%。

➤ **连接器行业：**中国市场规模最大，国际厂商市占率居前。据 Bishop & Associates 数据统计，2023 年全球连接器市场规模达 900 亿美元，2018 年至 2023 年 CAGR 为 6.2%。中国为全球第一大连接器市场，市占率约为 31.5%。连接器广泛运用于汽车、工业、通信等行业，下游领域分散，国际连接器厂商泰科电子、安费诺及莫仕市占率位居前三，分别为 15.4%、11.0%及 6.1%。公司目前主营的家电连接器，主要国际竞争者为泰科电子及日本压着端子。

➤ **公司亮点：**受益于家电领域国产替代及新业务开拓。一方面，国内家电制造商逐步开启连接器进口替代进程。以美的集团为例，公司参与合作开发的产品数量占比超过 60%，远超其他供应商；另一方面，公司在汽车、新能源等领域加大人力物力投入，新增客户及订单或将成为重要业绩增量。

➤ **投资建议：**预计在家电连接器国产替代推进、新业务开发渐收成效的背景下，公司 2023-25 年归母净利润增速分别为 40.0%、29.9%及 21.2%。公司 2023-25 年 PS、PE 估值均低于可比公司约 20%-30%。我们认为公司成长能力良好，估值偏低，首次覆盖给予“增持-A”评级。

风险提示：国产替代不及预期，铜材价格波动，新业务开发不及预期等。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,051	1,044	1,272	1,589	1,969
YoY(%)	48.2	-0.7	21.8	25.0	23.9
净利润(百万元)	137	110	154	200	243
YoY(%)	32.3	-19.8	40.0	29.9	21.2
毛利率(%)	27.1	23.7	23.8	24.0	24.6
EPS(摊薄/元)	1.40	1.13	1.58	2.05	2.48
ROE(%)	26.8	7.2	9.5	11.0	11.9
P/E(倍)	23.9	29.8	21.3	16.4	13.5
P/B(倍)	6.2	2.0	1.9	1.7	1.5
净利率(%)	13.1	10.5	12.1	12.6	12.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



目录

1. 公司简介：家电连接器生产厂商，业绩增长较快.....	5
1.1 聚焦家电连接器生产，进军汽车/新能源连接器领域.....	5
1.2 可比公司对比：ROE 处较高水平.....	9
2. 连接器行业：中国市场规模最大，国际厂商市占率居前.....	13
2.1 上游：铜为主要成本项，塑料次之.....	13
2.2 中下游：中国为全球连接器第一大市场，国际厂商市占率领先.....	14
3. 公司亮点：客户基础好，受益于家电领域国产替代及新业务开拓.....	17
3.1 客户：依托家电，进军汽车，稳步发展其他领域.....	17
3.2 销售：产品销量及单价或稳中有升.....	19
3.3 成本：原材料成本占比高，销售价格联动机制减轻铜价波动影响.....	20
4. 投资建议.....	23
4.1 盈利预测.....	23
4.2 投资建议.....	25
风险提示.....	27

图表目录

图 1：端子产品和线束产品营收占比.....	7
图 2：家电连接器和汽车连接器营收占比.....	7
图 3：端子连接器和线束连接器毛利率变化.....	7
图 4：家电连接器和汽车连接器毛利率比较.....	7
图 5：公司主要客户.....	8
图 6：营收规模及增速（百万元）.....	8

图 7: 归母净利润规模及增速 (百万元)	8
图 8: 泰科电子产品应用领域分布.....	10
图 9: 日本压着端子产品应用领域分布.....	10
图 10: 营收增速比较.....	11
图 11: 归母净利润增速比较.....	11
图 12: 毛利率对比.....	11
图 13: ROE (年化) 比较.....	12
图 14: 归母净利率比较.....	12
图 15: 资产周转率比较.....	12
图 16: 权益乘数比较.....	12
图 17: 连接器产业链.....	13
图 18: 公司采购铜价与铜价走势一致.....	14
图 19: 公司采购线材价格与铜价走势大体一致.....	14
图 20: 全球连接器市场规模 (亿美元)	15
图 21: 中国连接器市场规模 (亿元)	15
图 22: 连接器市场规模分地区占比 (2022 年)	15
图 23: 全球连接器市场竞争格局.....	15
图 24: 连接器下游应用领域收入占比.....	16
图 25: 主要产品销售数量 (亿件)	19
图 26: 主要产品销售单价 (元/千件)	19
图 27: 2023 年中国空调、冰箱及洗衣机等大家电产量累计同比增速保持在较高水平.....	20
图 28: 公司营业成本构成中, 材料占比高达 80%.....	21



表 1: 珠城科技公司简介.....	5
表 2: 公司主要产品简介.....	5
表 3: 珠城科技与可比公司对比.....	9
表 4: 国际连接器厂商简介.....	10
表 5: 原材料采购金额占比（万元）.....	14
表 6: 连接器产品种类.....	16
表 7: 公司前五大客户销售收入及占营收比例（万元）.....	17
表 8: 公司向美的集团空调类产品线束连接器供货比例.....	18
表 9: 公司向海信集团冰箱类产品线束连接器供货比例.....	18
表 10: 公司主要产品销量及单价.....	20
表 11: 公司主要产品成本构成（百万元）.....	21
表 12: 铜价对公司端子产品售价的影响测算.....	22
表 13: 公司营业收入、营业成本及毛利预测.....	24
表 14: 估值对比.....	26

1. 公司简介：家电连接器生产厂商，业绩增长较快

1.1 聚焦家电连接器生产，进军汽车/新能源连接器领域

珠城科技成立于 2000 年，主要生产电气电子设备中使用的端子连接器和线束连接器产品。公司产品目前主要应用于家电领域，美的、海信等知名家电厂商为公司重要客户，2022 年及 2023H1 公司家电连接器收入占比均在 95%左右。此外，公司近年来向汽车、新能源和机器人等领域拓展，目前已取得比亚迪、德业股份和优必选等企业的供应商认证，并已获部分订单。

表 1：珠城科技公司简介

证券代码	301280.SZ
公司简称	珠城科技
公司成立时间	2000-07-03
公司上市时间	2022-12-26
所属行业（Wind 三级行业）	电子设备、仪器和元件
注册地址	浙江省温州市乐清市经济开发区纬十五路 201 号
实控人及属性	施乐芬,施士乐,张建春,张建道,张建道及其他 28 名自然人（个人）
最新总市值/自由流通市值（亿元）	38.51 / 10.4
PE（TTM）及历史分位	28.35（60.63%分位）

资料来源：Wind，山西证券研究所。数据截至 2024.3.22

公司产品主要用于电气连接，实现设备中电信号的传递。其中，端子组件主要由端子、针座及孔座等零部件组成，是连接器的核心部件，对连接器的各种性能起到了决定性作用。线束连接器由端子组件、电线及其他辅材加工组装而成，可直接在终端产品中使用。细分产品来看，端子产品包括快插连接器、接线端子、刺破式连接器等，线束产品包括空调线束、冰箱线束等。按照下游应用领域分类，公司产品可以分为家电连接器、汽车连接器及其他领域连接器。

表 2：公司主要产品简介

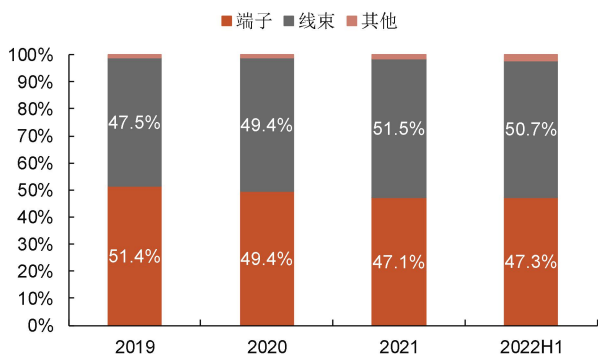
产品类别	代表产品	产品图片	产品功能
家电连接器	快插连接器&刺破式连接器		快插连接器广泛用于工业控制、家电、电力自动化、中央空调及仪器仪表等设备，可以安全快捷地进行电气连接；刺破式端子安装简便，绝缘导线无需剥皮即可做电缆分支，用于电机与马达、水泵、空压机、清洗机等领域

产品类别	代表产品	产品图片	产品功能
信号连接器			用于空调、电冰箱、洗衣机等家用电器中印刷电路板的连接以实现电信号的传输
空调&冰箱&洗衣机&洗碗机线束			应用于电机、压缩机、温控线、显示模块等系统之间的连接
低压汽车连接器&高压连接器			低压连接器用于连接汽车的仪表、发动机、开关等部件,以实现在高温/高振动/防水等应用条件下仍能保持良好的连接;高压连接器用于电动汽车的电机/电控/电源的连接
汽车连接器	汽车线束		目前主要分为低压线束与高压线束,主要应用于连接电源、用电器以及开关,用于实现发电机、发动机、转向系统、ABS、安全气囊等模块,并实现各传感器信号传输
铜软连接器&铜铝巴连接器			铜软连接器主要应用于电车、储能系统中,安装方便、导电性好、抗震好、散热性好;铜铝巴片应用于动力电池模组内,用以焊接电池及传感器采集相关数据
智能终端线束			用于智能储柜、智能打印机、无人贩卖机、智能售饮机等智能设备的线束
其他领域连接器	光伏连接器		光伏连接器主要用于光伏接线盒、逆变器及终端连接器等组件
	储能连接器		储能连接器主要是直流高压连接器,既把各个电池串联或并联作为一个电池组,主要用于新能源电站或移动能源行业。

资料来源：公司 2023 年半年报，山西证券研究所

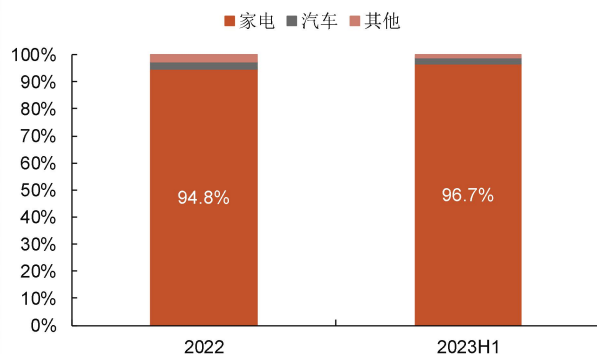
家电领域目前收入占比较高，汽车等新开拓领域占比未来有望提升。按产品分，公司端子和线束产品营收占比均处 50%左右；按用途分，家电是公司产品的主要下游，营收占比近 95% 乃至更高。汽车是公司新拓展领域，贡献营收占比暂时还处于较低水平，约处 2-2.5% 区间。

图 1：端子产品和线束产品营收占比¹



资料来源：Wind，山西证券研究所

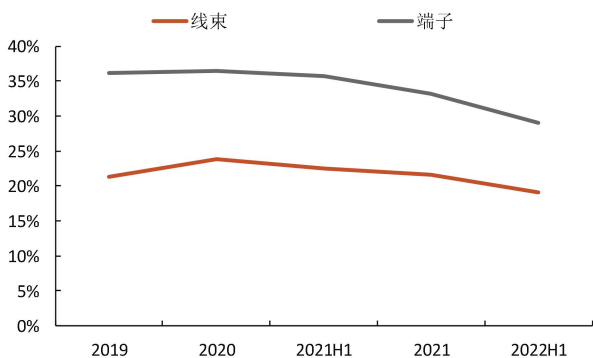
图 2：家电连接器和汽车连接器营收占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

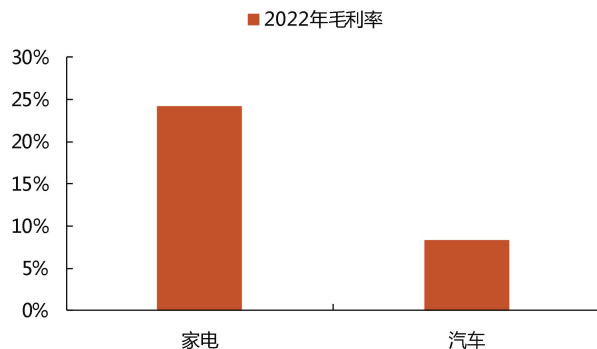
毛利率方面，端子高于线束、家电高于汽车。2019 年至 2022H1，端子毛利率由 35% 小幅降至 30% 左右，线束毛利率在 20% 上下波动。2022 年，家电连接器毛利率近 25%，而汽车连接器毛利率不到 10%。一方面，家电制造商终端竞争格局较为稳定，产业链相关产品价格波动不大，而相比之下汽车制造商终端竞争格局尚不稳定，降价竞争事件仍不时发生，产业链相关产品价格随之受到影响，从而毛利率也受到影响；另一方面，汽车领域是公司新进领域，目前规模效应尚未凸显，后续待产品放量后，公司汽车连接器毛利率或有改善。

图 3：端子连接器和线束连接器毛利率变化



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：家电连接器和汽车连接器毛利率比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

公司客户目前集中于家电领域，美的、海尔、海信及格力等家电厂商均是公司重要客户。汽车领域，比亚迪、零跑汽车等汽车制造商，瑞浦兰钧、金康新能源等新能源车零部件供应商均为公司客户；其他领域客户，包括德业股份、鼎科能源、一元控股等光伏/储能设备制造商，

¹ 2022 年报起，公司分部收入披露口径更改。更改前口径为端子/线束产品，更改后口径为家电连接器/汽车连接器产品。

以及优必选等机器人制造商等。

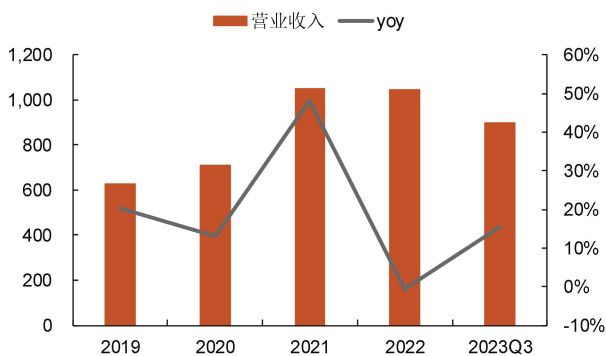
图 5：公司主要客户



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

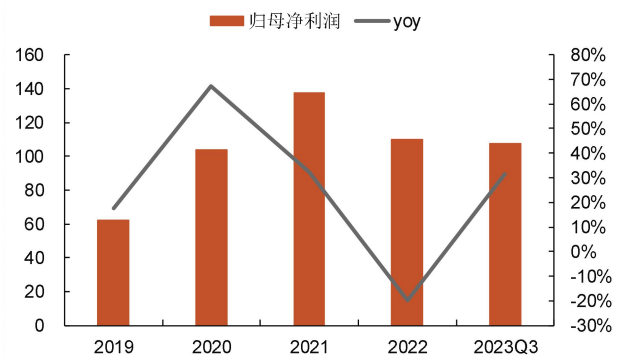
2023 年以来，公司业绩呈现明显复苏，营收及净利润增速持续向好。2023 年前三季度，公司营收 8.97 亿元、同比+15.5%，归母净利润 1.07 亿元、同比+31.5%。根据公司业绩预告，公司 2023 年全年预计实现营收 12-14 亿元、同比+15.0%至+34.1%，实现归母净利润 1.4-1.7 亿元、同比+27.2%至+54.4%。一方面，连接器国产化替代叠加公司客户基础较好，公司产品销售稳步增长；另一方面，公司扩充业务团队、深化销售网络，并积极向汽车和新能源等新领域拓展，在巩固基本盘业务的同时开辟新增长曲线。

图 6：营收规模及增速（百万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：归母净利润规模及增速（百万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 可比公司对比：ROE 处较高水平

国内连接器类上市公司较多，其中尤以生产消费电子连接器和汽车连接器的公司居多。公司在招股书中选取胜蓝股份、合兴股份、电连技术及徕木股份为可比公司，各家公司的产品略有差异，但下游应用主要集中在消费电子和汽车领域，虽与公司当前产品及其应用领域不完全一致，但考虑到公司当前发展战略也是以家电连接器为基本盘、向汽车、新能源领域扩张，我们认为这些公司仍与公司有一定可比性。

胜蓝股份：生产连接器组件、USB 连接器、Wafer 连接器、高压连接器、高压线束及透镜等。2023 年上半年，消费电子连接器、新能源车连接器、透镜及其他产品营收占比为 56.9%、35.2%、4.5%及 3.4%，产品主要运用于消费电子和新能源车领域；

合兴股份：生产汽车连接器、线束、消费电子连接器等。2023 年上半年，汽车连接器、消费电子连接器及其他产品营收占比为 68.5%、20.7%及 10.8%；

电连技术：生产电磁兼容件、汽车连接器等。2023 年上半年，电磁兼容件、射频&线缆连接器、汽车连接器、软板及其他产品营收占比为 28.5%、25.8%、23.0%、11.0%及 11.6%；

徕木股份：生产汽车连接器及组件、手机连接器及组件等。2023 年上半年，精密连接器、手机屏蔽罩及结构件、屏蔽罩及结构件及其他产品营收占比为 72.3%、15.7%、4.2%及 7.9%。

表 3：珠城科技与可比公司对比

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2023 年前三季 度营收 (亿元)	主要产品	应用领域 (以 2023H1 营收占比为依据)
301280.SZ	珠城科技	38.51	8.97	端子连接器、线束连接器	家电连接器 96.7% 汽车连接器 2.2% 其他 1.1%
300843.SZ	胜蓝股份	33.18	9.44	连接器组件、USB 连接器、Wafer 连接器、FPC 连接器、线束连接、软/硬连接、高压连接器、充电枪、光学透镜、BMS 采样线束、高压线束、电池盖板	消费电子连接器 56.9% 新能源车连接器 35.2% 透镜 4.5% 其他 3.4%
605005.SH	合兴股份	73.10	11.65	变速箱管理系统部件、转向系统部件、电源管理系统、汽车连接器、线束、消费电子连接器	汽车连接器 68.5% 消费电子连接器 20.7% 其他 10.8%
300679.SZ	电连技术	176.81	22.05	微型射频连接器、线缆连接器组件、电磁兼容件	电磁兼容件 28.5% 射频&线缆连接器 25.8% 汽车连接器 23.0% 软板 11.0% 其他 11.6%

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2023 年前三季 度营收 (亿元)	主要产品	应用领域 (以 2023H1 营收占比为依据)
603633.SH	徕木股份	36.32	7.78	汽车精密连接器及配件、组件， 汽车精密屏蔽罩及结构件，手机 精密连接器，手机精密屏蔽罩及 结构件	精密连接器 72.3% 手机屏蔽罩及结构件 15.7% 屏蔽罩及结构件 4.2% 其他 7.9%

资料来源：Wind，公司招股说明书，山西证券研究所。数据截至 2024.3.22

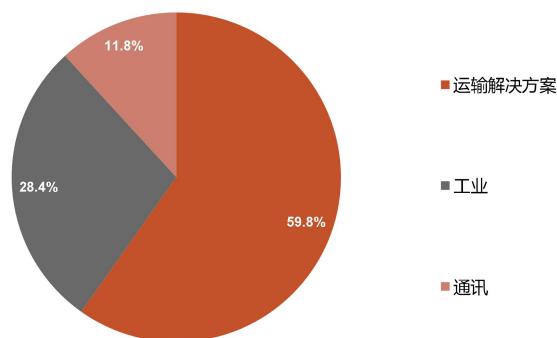
连接器国际厂商主要为美国及日本厂商。美国厂商包括泰科电子、莫仕及安费诺等公司，日本厂商主要包括矢崎、压着端子和日本航空电子等。公司在家电领域的主要国际竞争对手为泰科电子及日本压着端子，二者均是产品种类丰富、应用领域广泛的大型连接器厂商。

表 4：国际连接器厂商简介

公司全称	公司简介
泰科电子	美国泰科电子公司 (Tyco) 成立于 1941 年，产品涵盖电脑、通讯、网络、汽车、消费电子、工业用品及光电等领域，生产网点遍布全球各地
莫仕	美国莫仕公司 (Molex) 成立于 1938 年，是领先的全套互连产品供应商，目前主营业务为连接器，生产的产品超过十种
安费诺	美国安费诺集团 (Amphenol Corporation) 创立于 1932 年，是全球知名的连接器制造商之一。主要生产电子和光纤连接器、同轴和扁平带状电缆以及提供各类互联系统。产品主要应用于通讯和信息处理、航空航天、军事等领域
矢崎	矢崎 (Yazaki) 成立于 1941 年，主要生产汽车用电线组件、各种仪表、仪器、空调、太阳能供暖器，汽车用电线组件的连接器，其中汽车连接器为其特长
压着端子 JST	日本压着端子 (JST) 成立于 1957 年，主要产品应用于手机、个人电脑、家用产品等领域
日本航空电子	日本航空电子工业株式会社 (Japan Aviation Electronics Industry, Limited) 成立于 1953 年，初期主要生产日本军工产品用连接器，现主要生产电脑，通讯用连接器，在轨道交通等领域较有优势

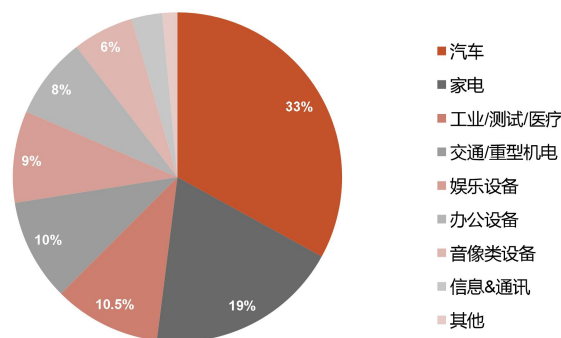
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 8：泰科电子产品应用领域分布



资料来源：Wind，山西证券研究所

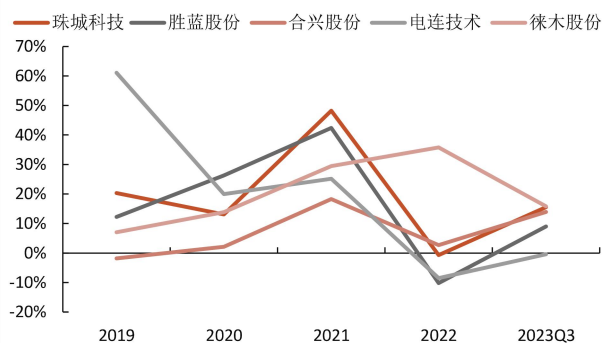
图 9：日本压着端子产品应用领域分布



资料来源：JST 官网，山西证券研究所

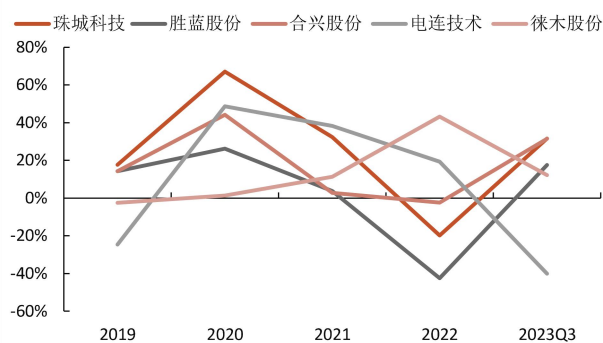
与国内可比公司相比，公司营收增速及利润增速差异不大，毛利率处于中等水平。营收方面，由于公司及可比公司下游为家电、消费电子及汽车等消费品领域，与宏观经济周期关联度较高，故呈现出一定的周期性特征；净利润增速表现同理。毛利率方面，由于可比公司向消费电子及汽车领域供应的连接器毛利率略高于公司向家电领域供应的连接器，故公司整体毛利率略低于可比公司。

图 10：营收增速比较



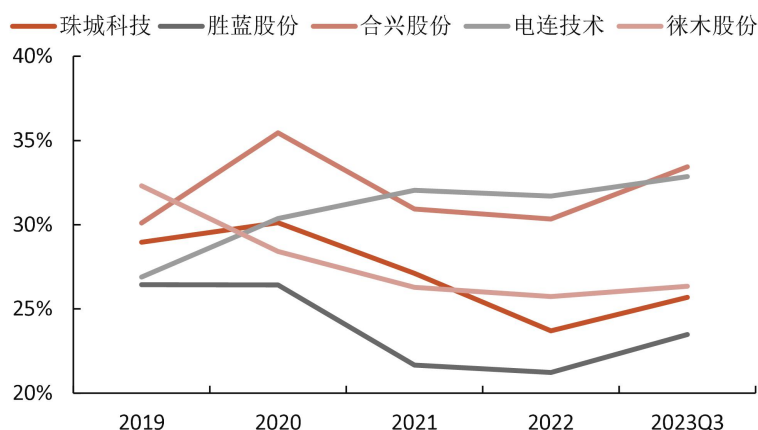
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 11：归母净利润增速比较



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：毛利率对比

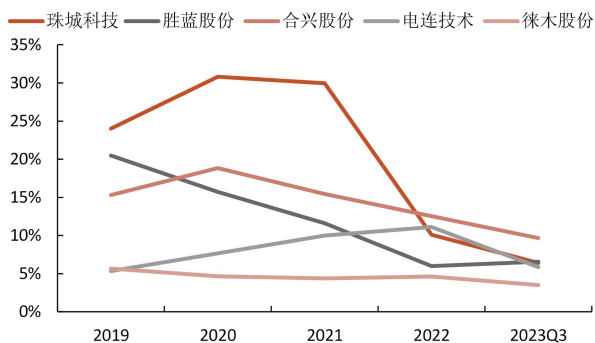


资料来源：Wind，山西证券研究所

从杜邦分析的角度看，公司 ROE 在上市前显著领先可比公司，归因于公司较高的净利率、较强的周转能力和较高的权益乘数。上市以前，公司 ROE 约 30%，可比公司基本在 20% 以下。公司毛利率低于、净利率高于可比公司，归因于费用控制能力优秀。上市以后，公司 ROE 被

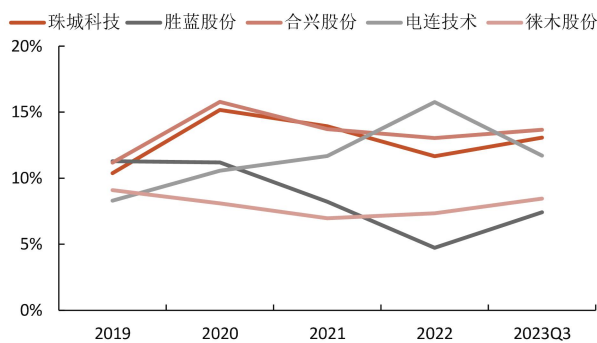
显著摊薄，但在可比公司中仍处于领先水平。公司此前较高的 ROE 水平，本质上是由于公司较好的客户基础、较强的费用管控能力和较硬的产品实力，伴随公司 IPO 募资逐步投入生产销售，公司 ROE 或将迎来逐步上升趋势。

图 13: ROE (年化) 比较



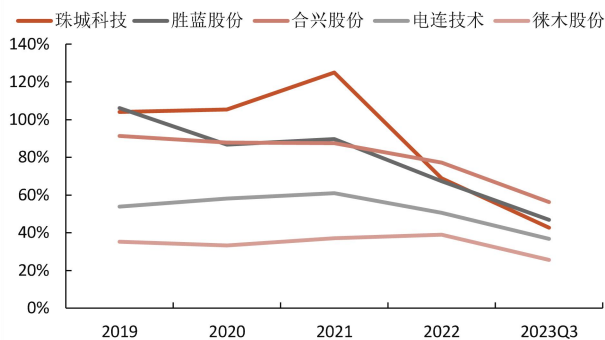
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 14: 归母净利率比较



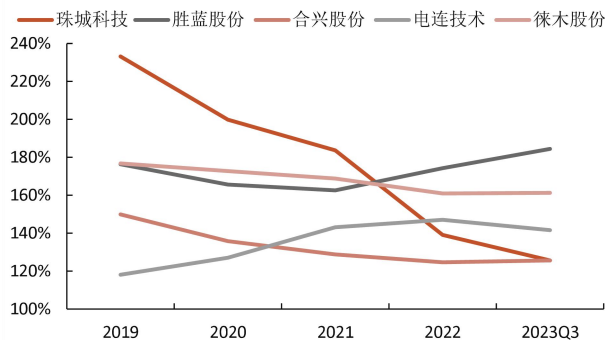
资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 15: 资产周转率比较



资料来源: Wind, 山西证券研究所

图 16: 权益乘数比较

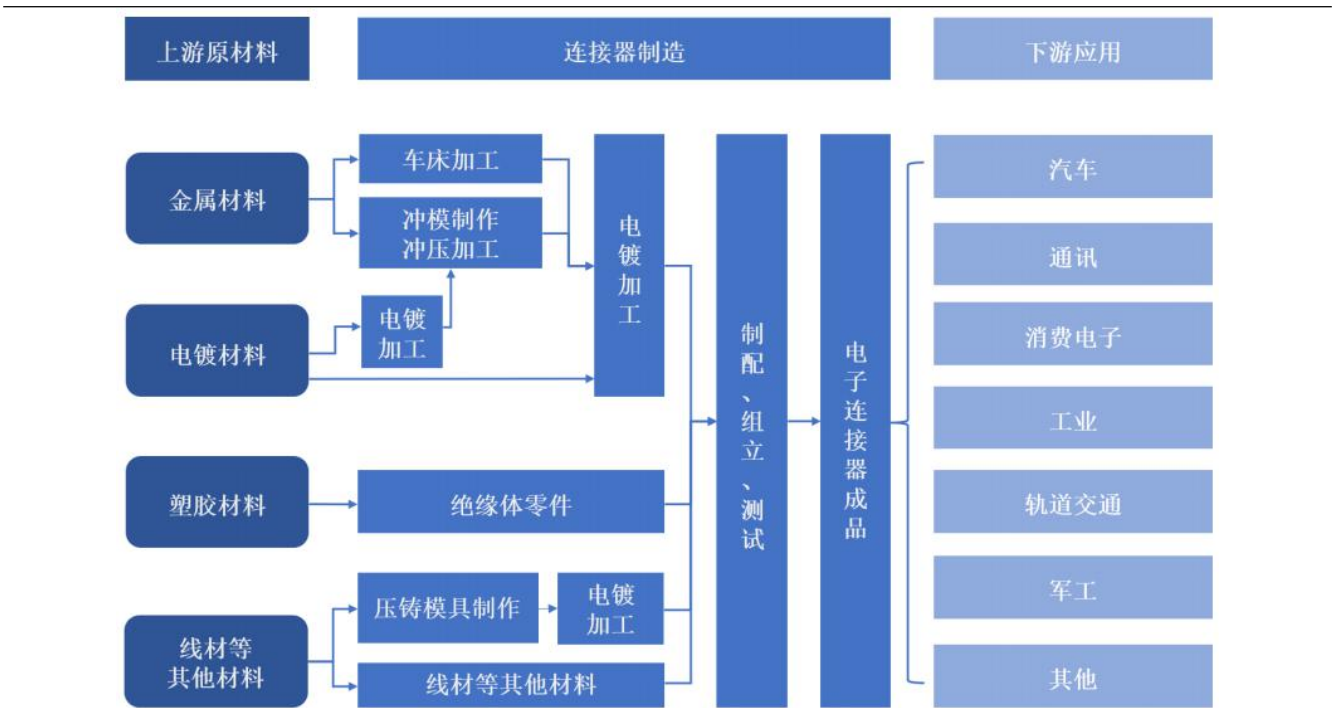


资料来源: Wind, 山西证券研究所

2. 连接器行业：中国市场规模最大，国际厂商市占率居前

连接器是整机电路单元之间电气连接或信号传输的关键元器件，广泛运用于汽车、通讯、消费电子、工业、轨道交通及军工等领域。连接器行业上游为铜材、线材、塑料等原材料，其中铜材占连接器成本比例较高。行业下游应用领域广泛、市场有望保持增长、产品更新换代要求加快以及国产化进程推进，均是国内连接器厂商发展的有利因素。

图 17：连接器产业链



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

2.1 上游：铜为主要成本项，塑料次之

连接器上游主要为铜及塑料等原材料。以珠城科技为例，公司采购的主要原材料包括线材、铜材、塑料和部件，其中部件主要包括插针插簧、胶壳、磁环和保护套管等。2019 年至 2021H1，公司线材+铜材采购金额占比达 70%左右，塑料采购金额占比 12-16%，其余为部件。近年来，公司产品未发生重大变化，所以公司目前的原材料采购金额比例与前述比例应较为接近。

连接器成本受铜价影响较大。公司采购的铜材及线材均是以铜为主要原料，其中铜材以黄铜为主，含铜量 65%、含锌量 35%。线材型号众多，不同线材含铜量不同，但线材总体价格

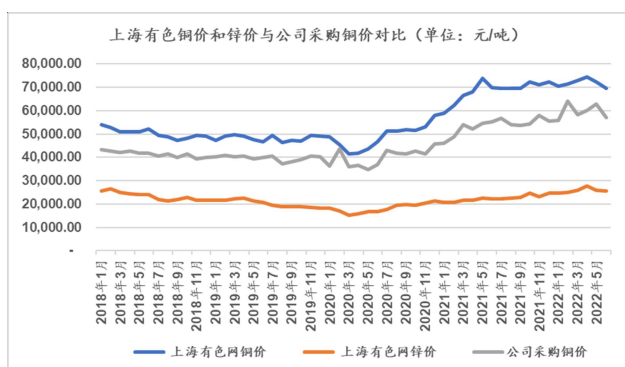
走势与铜价一致。根据公司招股说明书中披露的数据，公司采购铜价与上海有色网铜价走势一致，市场锌价波幅不大。近年来，公司主营产品及产品生产工艺未发生较大变化，因此我们判断公司目前原材料采购价格仍然受铜价影响最大。假设公司铜材及线材采购金额占比仍近70%、采购价与铜价变动趋势一致，那么在采购量不变、铜价变动10%情景下，采购成本将变动7%。

表 5：原材料采购金额占比（万元）

原材料类别	2019	2020	2021	2022H1	
采购金额	线材	9,527	10,951	18,570	8,872
	铜材	11,597	13,765	20,692	9,506
	塑料	3,793	4,463	6,769	4,357
	部件	5,264	6,166	9,351	4,452
金额占比	线材	31.6%	31.0%	33.5%	32.6%
	铜材	38.4%	38.9%	37.4%	35.0%
	塑料	12.6%	12.6%	12.2%	16.0%
	部件	17.4%	17.4%	16.9%	16.4%

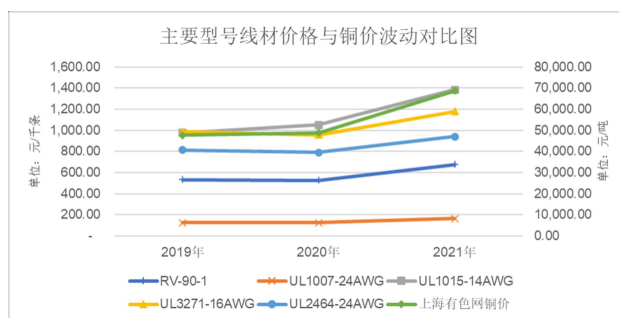
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 18：公司采购铜价与铜价走势一致



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

图 19：公司采购线材价格与铜价走势大体一致



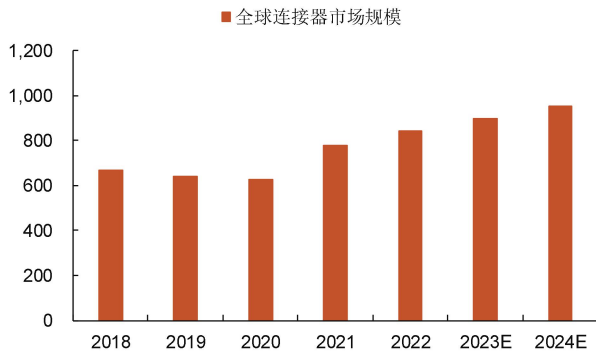
资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

2.2 中下游：中国为全球连接器第一大市场，国际厂商市占率领先

全球及中国连接器市场规模持续扩大。据 Bishop & Associates 等机构数据统计，2023 年全球连接器市场规模达 900 亿美元，预计 2024 年将达 954 亿美元，2018 年至 2023 年 CAGR

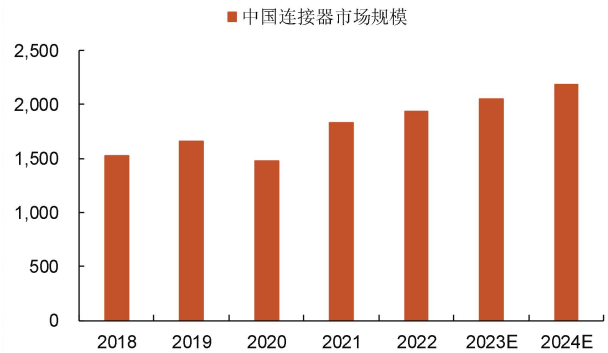
为 6.2%；2023 年中国连接器市场规模达 2057 亿元，2018 年至 2023 年 CAGR 为 6.1%，预计 2024 年将达到 2183 亿元。

图 20：全球连接器市场规模（亿美元）



资料来源：Bishop & Associates，中商产业研究院，山西证券研究所

图 21：中国连接器市场规模（亿元）

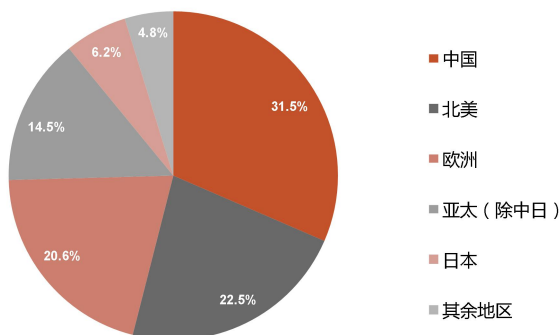


资料来源：Bishop & Associates，中商产业研究院，山西证券研究所

中国是全球第一大连接器市场，市场占比达 31.5%。据 Bishop & Associates 统计数据，2022 年中国连接器市场规模为 264.94 亿美元、占全球市场比重为 31.5%，北美、欧洲、亚太（不含中国、日本）及日本市场紧随其后，占比分别为 22.5%、20.6%、14.5%及 6.2%。

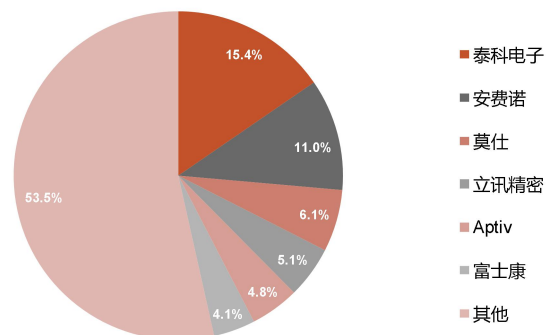
国际连接器厂商市占率居于领先地位。市场格局方面，美国厂商泰科电子、安费诺、莫仕占据前三甲，市占率分别为 15.4%、11.0%及 6.1%，泰科电子及安费诺现均为纽交所上市公司。中国厂商立讯精密和富士康市占率分别位居第四位和第六位，市占率分别为 5.1%及 4.1%。

图 22：连接器市场规模分地区占比（2022 年）



资料来源：Bishop & Associates 《Connector Industry Forecast》，山西证券研究所

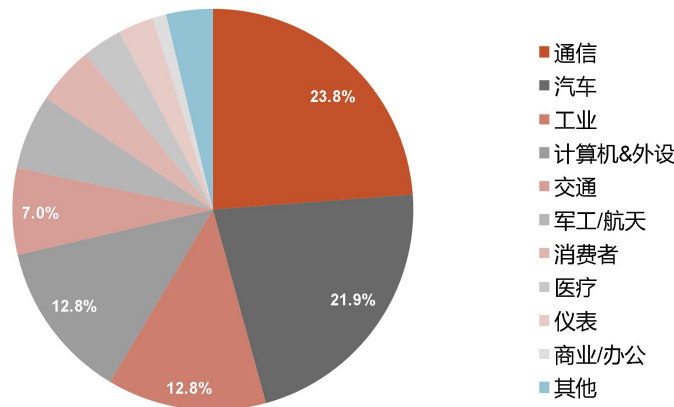
图 23：全球连接器市场竞争格局



资料来源：Bishop & Associates，中商产业研究院，山西证券研究所

连接器下游应用广泛，通信、汽车及工业领域应用占比靠前。据 Bishop & Associates 统计数据显示，2022 年连接器前五大应用领域及其占比分别为：通信 23.8%、汽车 21.9%、工业 12.8%、计算机&外设 12.8%及交通 7.0%。连接器下游行业应用分散，下游产业的技术变革、供需变化会直接影响连接器的生产工艺和产销量。

图 24：连接器下游应用领域收入占比



资料来源：Bishop & Associates 《Connector Industry Forecast》，山西证券研究所

珠城科技生产的产品主要用于家电领域的电连接器，属于电连接器中的一个细分赛道。全球连接器产品种类繁多。按照传输介质，连接器可以分为电连接器、光连接器及流体连接器。其中，按照传输频率，电连接器又可以细分为低频连接器、高频连接器及滤波连接器。

表 6：连接器产品种类

产品	类别	功能	应用领域
电连接器	低频连接器	用作器件、组件、设备、系统之间的电信号或光信号连接，传输信号或电磁能量，保持系统与系统之间不发生信号失真和能量损失的变化	广泛应用于航空航天、军工、通讯、交通、电力、医疗等领域
	高频连接器	连接微波传输电路	广泛应用于航空航天、军用设备、仪器及民用微波、通信等领域
	滤波连接器	具备普通连接器的所有功能、且兼具抑制电磁干扰的特性	广泛应用于通讯、网络、军事、航空航天、医疗等领域
光连接器		用于连接两根光纤或光缆形成连续光通路的可以重复使用的无源器件	广泛应用在光纤传输线路、光纤配线架和光纤测试仪器、仪表中
流体连接器		用于液体冷却系统环路中各部件间的快速连接和断开，是液冷散热系统中的重要元件之一	广泛应用于航空、航天等军工防务领域以及数据中心、医疗设备等高端制造领域

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

3. 公司亮点：客户基础好，受益于家电领域国产替代及新业务开拓

我们认为公司的增长点集中于两个方面：1）一方面，家电领域的连接器国产替代。部分家电厂商已经开启替代流程，另外部分厂商正在开启中；2）汽车及新能源领域新增客户及订单的贡献。公司逐步加大市场拓展，目前已经斩获部分汽车、光伏、机器人等领域的订单。伴随公司在此方向上更加深入地运营，其收入及利润贡献也将在将来逐年提升。

3.1 客户：依托家电，进军汽车，稳步发展其他领域

公司产品主要分为“家电连接器”、“汽车连接器”及“其他领域连接器”三类：1）家电连接器主要销售给美的、海信、海尔等家电制造商及得润电子、三元集团等零部件供应商；2）汽车连接器主要销售给瑞浦兰钧、金康新能源等新能源车零部件供应商及比亚迪、零跑汽车等新能源整车制造商；3）其他领域连接器主要销售给德业股份、鼎科能源、一元控股等光伏/储能设备制造商，以及优必选等机器人制造商。

客户以家电厂商为基本盘，逐步向新领域拓展。美的集团始终是公司的最大客户，2019年贡献营收占比超40%，今年来伴随公司业务拓宽，贡献营收占比有所下降，但仍是公司第一大客户。海信、海尔分别为公司的第二、三大客户，海信贡献营收占比已超10%、海尔占比略低于5%，二者贡献营收占比整体呈现上升趋势。瑞浦兰钧在2022年进入公司前五大客户，贡献营收占比近2%，公司向新能源领域扩展取得明显成效。瑞浦兰钧是青山集团旗下动力及储能电池制造商，为上汽、东风、一汽及吉利旗下部分车型供应电池，此外，其储能业务在全球中高储能市场中也拥有较高市占率。

表 7：公司前五大客户销售收入及占营收比例（万元）²

2019年			2020年			2021年			2022年		
客户	金额	占比	客户	金额	占比	客户	金额	占比	客户	金额	占比
美的	25,580	40.8%	美的	24,421	34.4%	美的	37,725	35.9%	客户 1	33,336	31.9%
海信	5,654	9.0%	海信	8,280	11.7%	海信	13,909	13.2%	客户 2	13,367	12.8%
得润电子	1,079	1.7%	海尔	1,965	2.8%	海尔	3,936	3.8%	客户 3	4,536	4.4%
新北洋	974	1.6%	得润电子	1,036	1.5%	三元集团	1,324	1.3%	瑞浦兰钧	1,956	1.9%
三元集团	925	1.5%	青岛豪江	999	1.4%	得润电子	1,238	1.2%	客户 5	1,494	1.4%
合计	34,213	54.6%	合计	36,701	51.8%	合计	58,133	55.3%	合计	54,688	52.4%

资料来源：公司招股说明书，公司 2022 年报，山西证券研究所

² 前五大客户最新披露数据来自 2022 年报。客户 1、2、3 未具名，但根据营收占比，我们推测其分别为美的、海信、海尔。

公司产品在美的集团市占率较高。以空调线束产品为例，2020年美的空调销量4804万台，每台空调线束需求量10-12件；珠城科技2020年向美的集团供应空调线束超13亿件，测算得出珠城科技向美的集团供应的空调线束市占率约为23%-28%。同理可以测算2021H1珠城科技空调线束产品在美的集团市占率约为25%-30%。近年来公司自美的集团取得的销售收入呈现稳中有升的态势，我们判断公司产品在美的集团的市占率也保持稳中有升的趋势。

表8：公司向美的集团空调类产品线束连接器供货比例³

	2021H1	2020年
美的集团的空调销量（单位：万台）(A)	3,041	4,804
单位线束需求量（单位：pcs/台）(B)	10-12	10-12
珠城科技的空调线束销量（单位：Kpcs）(C)	92,654	132,321
空调线束供货比率区间（D=C/(A*B)）	25%-30%	23%-28%

资料来源：关于浙江珠城科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件第二轮审核问询函的回复，山西证券研究所

同理，公司冰箱线束产品在海信也占据较高市占率。2020年海信集团冰箱销量约1400万台，单台冰箱线束需求量约4-5件；珠城科技2020年向海信集团供应冰箱线束约5300万件，测算得2020年珠城科技冰箱线束产品在海信集团市占率约7%-9%。同理可测算得2021H1珠城科技冰箱线束产品在海信集团市占率为10-13%。

表9：公司向海信集团冰箱类产品线束连接器供货比例

	2021H1	2020年
海信集团的冰箱销量（单位：万台）(A)	630.00	1,419.51
单位线束需求量（单位：pcs/台）(B)	4-5	4-5
珠城科技的冰箱线束销量（单位：Kpcs）(C)	3,225.21	5,294.64
冰箱线束供货比率区间（D=C/(A*B)）	10%-13%	7%-9%

资料来源：关于浙江珠城科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件第二轮审核问询函的回复，山西证券研究所

公司与下游客户合作时遵循“研发互动化”理念，在客户开发新品时即参与合作，深度参与客户供应链。以美的集团为例，集团冰箱和空调事业部开发的新产品中，公司参与合作开发的产品数量占比超过60%，远超其他电子连接器供应商。同时，在美的集团量产产品时，合作开发过新产品的供应商自动入围，并在入围后的下一年获得量产供货资格。公司从下游客户产品源头上深度介入供应链，形成的客户粘性较强。

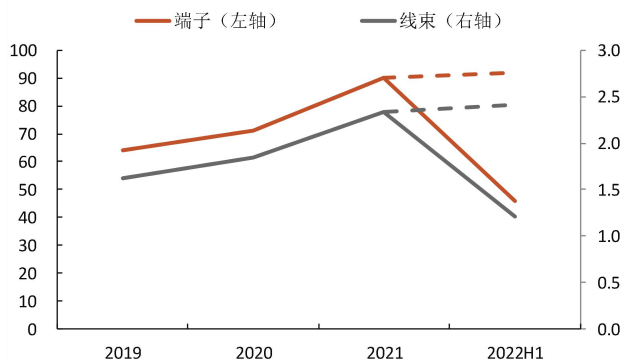
³ 公司公告仅有2020年及2021H1数据，考虑到近年来公司产品及发展战略未发生重大变化，我们认为数据仍有参考意义。

公司家电连接器直接竞争对手包括泰科电子、JST⁴等国外厂商和乐清市嘉得电子、中山市信昇电器等国内厂商。近年来，国内家电制造商逐步开启连接器进口替代进程，以珠城科技为代表的国产连接器供应商供货占比逐年上升。以美的集团为例，集团各个事业部维持 8-10 家连接器供应商的规模，国产连接器供应商现已占据主导地位。泰科电子、JST 等进口厂商仍具有一定竞争力，但是市场份额有所下滑。在国产厂商中，珠城科技的产品涵盖了美的集团空调和冰箱等多个事业部，与美的集团合作时间长、合作品类多，具有一定竞争优势。

3.2 销售：产品销量及单价或稳中有升

公司主要产品销量及单价稳中有升。2019 年公司端子产品销量约 64 亿件，线束产品销量约 1.6 亿件；2021 年端子产品销量增至约 90 亿件，线束产品销量增至约 2.3 亿件。以 2022H1 数据年化测算⁵，则 2022 年全年端子产品销量近 92 亿件、线束产品销量 2.4 亿件。价格方面，端子产品价格处 50-60 元/千件区间，近年来保持较明显的上升趋势；线束产品价格处 1800-2400 元/千件区间，近年来保持稳中有升的趋势。

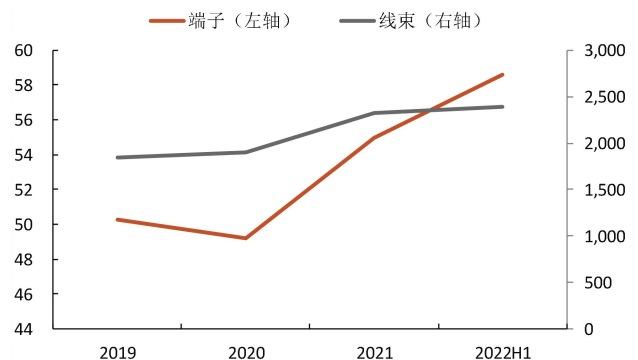
图 25：主要产品销售数量（亿件）



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

注：虚线为假设的 2022 年全年销量

图 26：主要产品销售单价（元/千件）



资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

家电连接器单价保持平稳，汽车连接器逐步放量。2021 年至 2022 年，家电连接器销量件数由不足 92 亿升至 93 亿多，销量小幅上涨；汽车连接器由 260 多万件升至 1660 万件，增速较为明显。家电连接器销售单价由 2021 年的 110 元/千件微降至 2022 年的 106 元/千件，2022

⁴ JST 即日本压着端子。

⁵ 假设 2022 年全年产品销量=2022H1 产品销量*2

年国内家电企业整体增长有所放缓，故公司相应产品单价亦有所下滑。

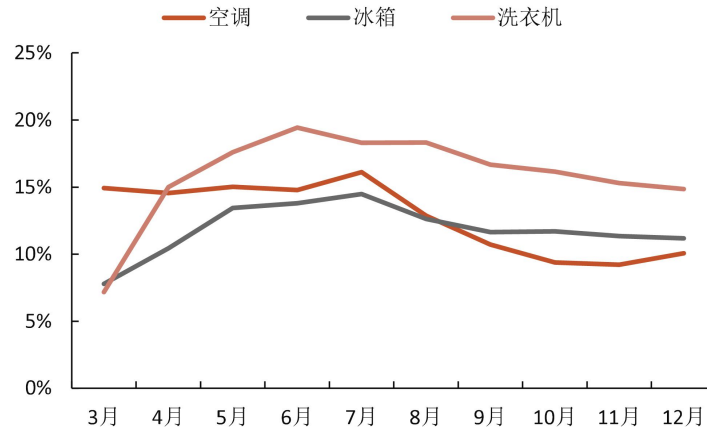
表 10：公司主要产品销量及单价

	营收（百万元）		销量（千件）		单价（元/千件）	
	家电	汽车	家电	汽车	家电	汽车
2021 年	1,012.76	5.51	9,199,918	267	110	-
2022 年	989.09	26.09	9,302,284	16,638	106	-

资料来源：公司 2022 年报，山西证券研究所

根据公司 2023 年业绩预告及下游客户产品销量，预计 2023 年公司家电连接器产品销量及单价均有所上升。公司公告 2023 年预计实现营收 12-14 亿元、同比+15.0%至+34.1%，增速中值约 25%。公司下游客户主要集中在家电领域，以大型家电为例，2023 年全年国内空调、冰箱、洗衣机等大家电产量增速保持在较高水平，其中空调全年产量同比+10.2%、冰箱同比+11.2%、洗衣机同比+14.8%。同时，我们可以发现公司营收增速中值略高于下游大型家电销量增速，我们据此认为公司产品价格或在 2023 年有所提升。

图 27：2023 年中国空调、冰箱及洗衣机等大家电产量累计同比增速保持在较高水平



资料来源：Wind，国家统计局，山西证券研究所

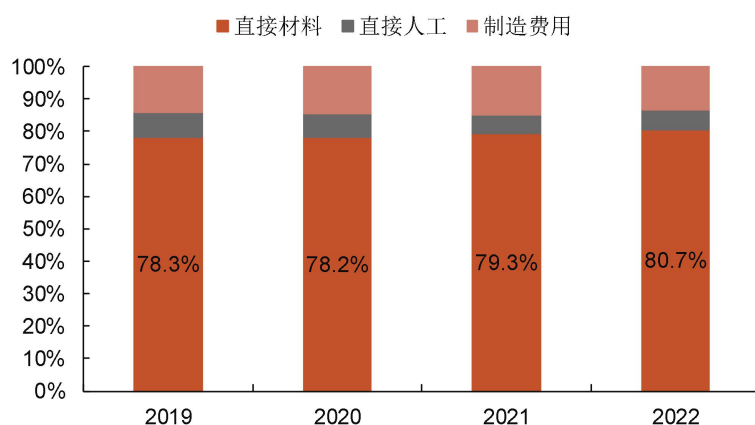
3.3 成本：原材料成本占比高，销售价格联动机制减轻铜价波动影响

公司成本结构中，材料成本占比约 80%。公司成本主要包括直接材料、直接人工和制造费用三类，各自占比约 80%、6%和 14%。前文已述，公司产品生产材料主要包括线材、铜材、塑料和其他部件，线材、铜材占比较高，且均以铜为主要原料，故公司成本受铜价影响较为明

显。按照近年来平均数据，假设公司材料成本占比近 80%、材料中线材及铜材采购金额占比近 70%且采购价与铜价变动趋势一致，其他因素不变，铜价上涨 10%时，公司营业成本将上涨 5.6%。

分产品看，家电连接器的材料成本占比高于汽车连接器。家电连接器中直接材料、直接人工及制造费用占比各自约 81%、6%及 13%，汽车连接器中直接材料、直接人工及制造费用占比各自约 70%、10%及 20%。材料成本仍是家电连接器和汽车连接器的最主要成本，但是由于汽车连接器生产工序较家电连接器增加部分环节，故直接人工及制造费用占比略高于家电连接器。

图 28：公司营业成本构成中，材料占比高达 80%



资料来源：公司招股说明书，公司 2022 年报，山西证券研究所

表 11：公司主要产品成本构成（百万元）

项目	2021 年		2022 年		
	金额	占比	金额	占比	
家电连接器	材料成本	594.33	81.1%	608.15	81.1%
	人工成本	40.92	5.6%	43.23	5.8%
	制造费用	97.51	13.3%	98.43	13.1%
	合计	732.75	100.0%	749.81	100.0%
汽车连接器	材料成本	3.52	56.7%	16.40	68.5%
	人工成本	0.76	12.2%	2.54	10.6%
	制造费用	1.93	31.0%	5.00	20.9%
	合计	6.21	100.0%	23.93	100.0%

资料来源：公司 2022 年报，山西证券研究所

公司采取价格联动机制，将产品售价与铜价相关联，减轻铜价变动对公司经营的影响。根据公司以往披露数据，公司铜价联动产品的价格变化幅度一般为铜价变幅的一半。截至3月21日，铜价较年初涨幅为6.2%。假设铜价2024年全年涨幅15%，公司采取联动报价的端子组件收入占比分别为80%、85%及90%的情景下，公司端子产品整体价格变幅为6.0%、6.4%、6.8%。

表 12：铜价对公司端子产品售价的影响测算

测算影响			
截至 2024.3.21 铜价较年初涨幅		6.2%	
假设 2024 年全年铜价涨幅 (A)		15%	
假设联动单价涨幅 (B)		7.5%	
采用联动报价的端子组件收入占比 (C)	80.0%	85%	90%
铜价对单价的影响推算 (D=B*C)	6.0%	6.4%	6.8%

资料来源：Wind，山西证券研究所

注：铜价依据为沪铜指数

4. 投资建议

4.1 盈利预测

收入端假设：

1) **家电连接器**：下游家电行业保持平稳发展，家电连接器国产替代进程稳步推进，据此假设 2023-25 年销量增速分别为 18.0%、15.0%及 15.0%；在市场需求和铜价变化综合影响下，假设 2023-25 年单价增速分别为 2.4%、7.3%及 5.5%。则家电连接器营收 2023-25 年同比增速为 20.8%、23.3%及 21.3%；

2) **汽车连接器**：公司继续拓展汽车客户，获取更多订单，并考虑公司低基数影响，据此假设 2023-25 年销量增速分别为 70.0%、65.0%及 65.0%；在市场需求和铜价变化综合影响下，假设 2023-25 年单价增速分别为 2.9%、8.3%及 6.5%。则汽车连接器营收 2023-25 年营收增速分别为 74.9%、78.6%及 75.7%；

3) **其他收入**：假设 2023-25 年营收增速分别为 10.0%、10.0%及 10.0%。

在上述假设下，公司 2023-25 年预计实现营收 12.7 亿元、15.9 亿元及 19.7 亿元，同比+21.8%、+25.0%及+23.9%。

成本端假设：

1) **家电连接器**：成本主要为材料、人工、制费，受铜价波动和规模效应摊薄人工/制费影响，预计 2023-25 年单位成本增速分别为 2.0%、6.9%及 4.7%。结合销量预测，计算得到家电连接器营业成本 2023-25 年增速分别为 20.3%、23.0%及 20.4%；

2) **汽车连接器**：成本主要为材料、人工、制费，受铜价波动和规模效应摊薄人工/制费影响，预计 2023-25 年单位成本增速分别为 1.5%、3.2%及 2.6%。结合销量预测，计算得到汽车连接器营业成本 2023-25 年增速分别为 72.5%、70.2%及 69.3%；

3) **其他成本**：假设 2023-25 年成本增速分别为 10.0%、10.0%及 10.0%。

在上述收入及成本假设下，公司 2023-25 年预计实现毛利 3.0 亿元、3.8 亿元及 4.8 亿元，毛利率分别为 23.8%、24.0%及 24.6%。

此外，我们假设费用变化保持近年来的正常节奏，费用率保持平稳。则公司 2023-25 年预计实现归母净利润 1.54 亿元、2.00 亿元及 2.43 亿元，同比+40.0%、+29.9%及+21.2%。

表 13：公司营业收入、营业成本及毛利预测

类别	项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入：						
	销量（千件）	9,199,917.73	9,302,284.13	10,976,695.27	12,623,199.56	14,516,679.50
	yoy	-	1.1%	18.0%	15.0%	15.0%
家电	单价（元/千件）	110.08	106.33	108.83	116.72	123.14
连接器	yoy	-	-3.4%	2.4%	7.3%	5.5%
	分部收入（百万元）	1012.76	989.09	1,194.61	1,473.40	1,787.60
	yoy	-	-2.3%	20.8%	23.3%	21.3%
	销量（千件）	-	16,638.15	28,284.86	46,670.01	77,005.52
	yoy	-	-	70.0%	65.0%	65.0%
汽车	单价（元/千件）	-	1,567.97	1,612.73	1,745.78	1,859.26
连接器	yoy	-	-	2.9%	8.3%	6.5%
	分部收入（百万元）	-	26.09	45.62	81.48	143.17
	yoy	-	-	74.9%	78.6%	75.7%
其他	分部收入（百万元）	38.22	28.48	31.33	34.46	37.91
	yoy	-	-25.5%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	营业收入（百万元）	1,050.98	1,043.66	1,271.55	1,589.34	1,968.68
	yoy	-	-0.7%	21.8%	25.0%	23.9%
营业成本：						
	销量（千件）	9,199,917.73	9,302,284.13	10,976,695.27	12,623,199.56	14,516,679.50
	yoy	-	1.1%	18.0%	15.0%	15.0%
家电	单位成本（元/千件）	79.65	80.60	82.20	87.90	92.02
连接器	yoy	-	1.2%	2.0%	6.9%	4.7%
	分部成本（百万元）	732.75	749.81	902.25	1,109.52	1,335.81
	yoy	-	2.3%	20.3%	23.0%	20.4%
	销量（千件）	-	16,638.15	28,284.86	46,670.01	77,005.52
	yoy	-	-	70.0%	65.0%	65.0%
汽车	单位成本（元/千件）	-	1,438.35	1,459.93	1,506.38	1,546.08
连接器	yoy	-	-	1.5%	3.2%	2.6%
	分部成本（百万元）	-	23.93	41.29	70.30	119.06
	yoy	-	-	72.5%	70.2%	69.3%
其他	分部成本	33.21	22.65	24.91	27.40	30.15
	yoy	-	-31.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	营业成本	765.96	796.39	968.46	1,207.23	1,485.01
	yoy	-	4.0%	21.6%	24.7%	23.0%
毛利：						
	毛利	285.02	247.27	303.09	382.11	483.67
合计	yoy	-	-13.2%	22.6%	26.1%	26.6%
	毛利率	27.1%	23.7%	23.8%	24.0%	24.6%

资料来源：公司 2022 年报，山西证券研究所

4.2 投资建议

中国为全球连接器第一大市场，国际连接器厂商市占率居前。据美国市场调研机构 Bishop & Associates 数据统计，2023 年全球连接器市场规模达 900 亿美元，预计 2024 年将达 954 亿美元，2018 年至 2023 年 CAGR 为 6.2%；2023 年中国连接器市场规模达 2057 亿元，2018 年至 2023 年 CAGR 为 6.1%，预计 2024 年将达 2183 亿元。中国为全球第一大连接器市场，市占率约为 31.5%。连接器广泛运用于汽车、工业、通信等众多行业，下游领域较为分散，国际连接器厂商泰科电子、安费诺及莫仕市占率占据前三甲，分别为 15.4%、11.0%及 6.1%。珠城科技目前重点涉及的家电连接器领域，主要国际竞争者为泰科电子及日本压着端子。

家电基本盘：客户基础良好，国产替代稳步推进。公司以家电连接器产品为根本，国内大型家电制造商美的、海信、海尔等，均为公司重要客户。公司与下游客户合作时遵循“研发互动化”理念，在客户开发新品时即参与合作，深度参与客户供应链，客户。以美的集团为例，集团冰箱和空调事业部开发的新产品中，公司参与合作开发的产品数量占比超过 60%，远超其他电子连接器供应商。近年来，国内家电制造商逐步开启连接器进口替代进程，以珠城科技为代表的国产连接器供应商供货占比逐年上升。我们预计 2023-25 年公司家电连接器营收分别 +20.8%、+23.3%及+21.3%，保持较快增长。

汽车等新业务领域：加大市场开拓，打造第二增长曲线。公司汽车连接器主要销售给瑞浦兰钧、金康新能源等新能源车零部件供应商及比亚迪、零跑汽车等新能源整车制造商，瑞浦兰钧已是公司前五大客户，显示公司新业务取得良好成效。伴随公司在新业务领域加大人力物力投入，我们预计 2023-25 年公司汽车连接器营收分别+74.9%、+78.6%及+75.7%。

费用控制能力良好，ROE 在可比公司中处较高水平：公司管理费用、销售费用及研发费用等费用率低于可比公司。ROE 在 IPO 以前处 30%左右，显著高于可比公司，IPO 摊薄 ROE 以后，仍在可比公司中处较高水平。本质上是由于公司较好的客户基础、较强的费用管控能力和较硬的产品实力，伴随公司 IPO 募资逐步投入生产销售，公司 ROE 或将迎来逐步上升趋势。

盈利预测：在家电基本盘国产替代推进、汽车等新业务持续向好发展背景下，我们预计公司 2023-25 年实现营收 12.7 亿元、15.9 亿元及 19.7 亿元，同比+21.8%、+25.0%及+23.9%；实现归母净利润 1.54 亿元、2.00 亿元及 2.43 亿元，同比+40.0%、+29.9%及+21.2%。

公司 2023-25 年的 PS、PE 等估值，较可比公司均值低 20-30%左右。我们认为公司成长能力良好，当前估值有所低估。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

表 14：估值对比⁶

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
605005.SH	合兴股份	71.14	4.27	3.36	-	31.35	23.95	-
300679.SZ	电连技术	171.15	5.42	4.12	3.22	47.53	31.61	24.09
603633.SH	徕木股份	36.11	2.94	2.09	1.46	36.97	24.18	16.95
	可比公司均值	-	-	4.21	3.19	2.34	38.62	26.58
301280.SZ	珠城科技	39.76	3.21	2.37	1.83	25.49	18.94	14.25

资料来源：Wind，山西证券研究所。均为 Wind 一致预期数据，数据截至 2024.3.21

⁶ 因胜蓝股份未更新 Wind 一致预期，在此剔除。

风险提示

行业风险：

- **国产替代进程不及预期。**家电连接器各厂商中，国际厂商在产品质量、产能规模及市场占有率方面仍占据优势，若国产替代进程不及预期，公司家电连接器销量可能会低于预期，从而影响整体业绩；
- **铜价上升幅度过大。**虽然公司采取价格联动机制减轻铜价影响，但是铜价仍对公司业绩有重要影响，如果铜价上升幅度过大，公司业绩或将受到负面影响。

公司风险：

- **客户集中的风险。**公司在家电领域深度捆绑美的集团，与海信、海尔、格力等企业也有重要合作，假设客户未来选择新的连接器供应商，公司业绩将受到重大影响；
- **新业务开发不及预期。**公司进军的汽车、新能源等领域，市场竞争较为激烈，存在新业务开发不及预期的风险；
- **竞争加剧的风险。**公司家电连接器领域仍面临国内竞争者抢夺市场占有率的风险。
- **经营性现金流大幅下降的风险。**公司的收款方式中包含部分票据，并非全部为现金。公司在进行票据贴现时属于筹资现金流，因此可能会减小经营性现金流流入额。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	763	1830	1931	1984	2356
现金	43	1078	970	767	951
应收票据及应收账款	509	540	628	898	951
预付账款	1	2	1	3	2
存货	197	165	301	277	416
其他流动资产	13	44	30	38	37
非流动资产	191	248	294	723	1141
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	154	169	201	315	485
无形资产	21	26	29	30	31
其他非流动资产	17	53	63	377	625
资产总计	955	2078	2224	2706	3498
流动负债	393	372	416	702	1261
短期借款	76	33	33	230	743
应付票据及应付账款	196	203	248	335	369
其他流动负债	120	136	135	137	148
非流动负债	15	20	18	19	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	20	18	19	18
负债合计	408	392	434	721	1279
少数股东权益	20	32	48	66	88
股本	49	65	98	98	98
资本公积	136	1137	1104	1104	1104
留存收益	342	452	522	611	719
归属母公司股东权益	527	1654	1743	1919	2131
负债和股东权益	955	2078	2224	2706	3498

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-69	-9	12	69	172
净利润	146	122	170	219	264
折旧摊销	20	24	19	28	44
财务费用	4	1	-18	-9	9
投资损失	2	1	1	1	1
营运资金变动	-259	-168	-159	-167	-143
其他经营现金流	18	11	-1	-1	-2
投资活动现金流	-31	-26	-65	-456	-462
筹资活动现金流	122	1065	-55	-14	-40
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.40	1.13	1.58	2.05	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.70	-0.09	0.13	0.71	1.77
每股净资产(最新摊薄)	5.39	16.93	17.84	19.64	21.81

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1051	1044	1272	1589	1969
营业成本	766	796	968	1207	1485
营业税金及附加	5	6	7	8	10
营业费用	24	26	30	39	47
管理费用	36	38	45	57	70
研发费用	33	39	44	57	69
财务费用	4	1	-18	-9	9
资产减值损失	-16	-7	-13	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-1	-1	-1	-1
营业利润	171	139	193	246	296
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
利润总额	171	137	194	246	296
所得税	25	16	23	27	33
税后利润	146	122	170	219	264
少数股东损益	9	12	16	19	21
归属母公司净利润	137	110	154	200	243
EBITDA	194	141	194	263	348

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	48.2	-0.7	21.8	25.0	23.9
营业利润(%)	36.5	-19.0	39.4	27.1	20.5
归属于母公司净利润(%)	32.3	-19.8	40.0	29.9	21.2
获利能力					
毛利率(%)	27.1	23.7	23.8	24.0	24.6
净利率(%)	13.1	10.5	12.1	12.6	12.3
ROE(%)	26.8	7.2	9.5	11.0	11.9
ROIC(%)	24.4	6.1	8.6	9.7	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	42.7	18.9	19.5	26.6	36.6
流动比率	1.9	4.9	4.6	2.8	1.9
速动比率	1.4	4.4	3.9	2.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.4	2.0	2.2	2.1	2.1
应付账款周转率	4.6	4.0	4.3	4.1	4.2
估值比率					
P/E	23.9	29.8	21.3	16.4	13.5
P/B	6.2	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	17.2	16.2	12.4	10.7	9.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

