

鼎通科技 (688668)

证券研究报告
2024年07月23日

高速互联+新能源车双轮驱动，有望恢复快速增长

连接器组件领军企业，期待业绩复苏

鼎通科技是国内连接器组件专业供应商，深耕连接器行业二十余载。公司的核心产品为连接器组件，其中包括通讯连接器组件和汽车连接器组件，凭借集精密模具设计开发、产品制造为一体的综合服务能力竞争优势，公司目前已与安费诺、莫仕、泰科电子、哈尔巴克和中航光电等行业内知名公司建立了长期稳固的合作关系。24Q1 公司整体营收端恢复增长，实现 1.94 亿元，同比增长 19.73%，归母净利润仍同比下滑 45.11%，期待行业复苏带动公司业绩重回增长轨道。

下游产业发展迅速，连接器需求维持高增长

受益于下游应用领域的持续发展，全球连接器市场需求保持稳定的增长态势。近年来，受到全球经济波动的影响，欧美和日本连接器市场增长放缓，而以中国及亚太地区为代表的新兴市场增长强劲。目前，中国已成为全球第一大连接器消费市场，国内市场有较大发展空间。

通信连接器市场规模稳步提升，公司深化优质客户合作，壳体销量持续增长

AI 带来的新一轮科技革命浪潮带来的高算力需求也有望持续带动底层硬件需求。通讯连接器及光模块作为云计算数据中心重要零部件，目前正处于 200G、400G 产品放量中后段与 800G 新产品高增初期，未来景气度有望持续向上。基于 AI 人工智能高速发展的时代背景，公司积极配合客户不断开发 QSFP112G 和 QSFP-DD 等系列新产品，单通道速度的需求现已达到 112Gbps。

汽车连接器性能及规模要求高升，公司逐步向 Tier1 转变，与行业龙头客户深度合作

“双碳”目标背景下，汽车智能化、电动化的趋势明显。新能源汽车渗透率提升有望推动高压和高速连接器量价齐升。我国新能源汽车的销量增长及性能升级将带动连接器持续放量并对高压高速连接器提出了新的要求，价值量同步上升。公司顺应汽车电动化趋势，向 Tier1 转变，与行业龙头客户深度合作，并持续推进新能源产品研发，提升对客户供给价值量

盈利预测与投资建议：

公司是连接器行业的头部厂商，具有核心竞争力，有望受益于 AI 带动通信连接器需求增长。预计公司 24-26 年归母净利润为 1.1/1.6/2.2 亿元，对应 24-26 年市盈率分别为 47、32、23 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：连接器需求低于预期，新能源车销量低于预期，AI 发展低于预期，公司客户突破及新产品研发节奏低于预期等

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	839.12	682.66	957.51	1,297.78	1,710.40
增长率(%)	47.74	(18.65)	40.26	35.54	31.79
EBITDA(百万元)	282.96	180.76	169.81	229.59	299.15
净利润(百万元)	168.47	66.57	108.98	161.38	223.57
增长率(%)	54.02	(60.48)	63.71	48.08	38.54
EPS(元/股)	1.21	0.48	0.79	1.16	1.61
市盈率(P/E)	30.51	77.21	47.16	31.85	22.99
市净率(P/B)	2.97	2.98	2.80	2.66	2.49
市销率(P/S)	6.13	7.53	5.37	3.96	3.01
EV/EBITDA	19.82	28.26	28.47	21.33	16.40

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	通信/通信设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	37.05 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	138.73
流通 A 股股本(百万股)	138.73
A 股总市值(百万元)	5,139.93
流通 A 股市值(百万元)	5,139.93
每股净资产(元)	17.65
资产负债率(%)	10.87
一年内最高/最低(元)	82.75/27.62

作者

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

王奕红 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090004
wangyihong@tfzq.com

余芳沁 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080006
yufangqin@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 连接器组件领军企业，期待行业复苏拉动业绩增长.....	4
1.1. 深耕连接器行业二十余载，持续突破国际知名客户.....	4
1.2. 股权集中度高，核心管理团队经验丰富.....	5
1.3. 营收增速重回暖，期待行业复苏拉动业绩增长.....	6
2. 下游产业发展迅速，连接器需求持续增长.....	9
2.1. 国内市场发展空间较大，增长态势强劲.....	11
3. 通信连接器市场规模稳步提升，公司深化优质客户合作，壳体销量持续增长.....	12
3.1. AI 浪潮带动底层硬件需求，驱动相应性能升级迭代.....	12
3.2. 公司研发能力突出，加速布局海外市场，深挖客户需求.....	14
3.2.1. 深化优质客户合作，积极拓宽海外市场.....	14
3.2.2. 积极扩充 Cage 产品，单通道速度已达 112Gbps.....	15
4. 汽车连接器性能及规模要求高升，公司逐步向 Tier1 转变，与行业龙头客户深度合作.....	16
4.1. 新能源汽车渗透率提升，推动高压高速化需求，汽车连接器有望量价齐升.....	16
4.2. 公司持续研发投入，深度合作行业龙头客户.....	18
4.2.1. 公司加深客户合作，逐步向 Tier1 供应商转变.....	18
4.2.2. 公司持续推进新能源产品研发，提升对客户供给价值量.....	18
5. 盈利预测与投资建议.....	19
5.1. 盈利预测.....	19
5.2. 投资建议.....	20
6. 风险提示：.....	20

图表目录

图 1：鼎通科技发展历程.....	4
图 2：鼎通科技股权架构（截止 2024 年一季报）.....	5
图 3：鼎通科技营业收入、归母净利润.....	7
图 4：鼎通科技主营业务收入构成.....	7
图 5：鼎通科技毛利率、净利率.....	8
图 6：鼎通科技分业务毛利率.....	8
图 7：鼎通科技销售、管理及财务费用率.....	8
图 8：鼎通科技研发投入.....	8
图 9：连接器产业链.....	10
图 10：2022 年全球连接器应用领域分布情况.....	10
图 11：2018 年-2024 年全球连接器行业市场规模预测趋势图.....	11
图 12：2019 年-2023 年中国连接器市场规模统计预测.....	11
图 13：AI 模型容量、算力增长.....	12

图 14: 2018-2022 年中国数据中心总机架数量统计 (万架)	13
图 15: 2018-2022 年中国数据中心市场规模统计	13
图 16: 2023Q3、Q4 光模块销售量数据预测	13
图 17: 博通网络芯片迭代演进	13
图 18: 全球连接器市场竞争格局	14
图 19: 鼎通壳体 Cage 销售量	15
图 20: 2022-2024 年中国新能源汽车产销量情况	16
图 21: 新能源汽车连接器应用分布	17
图 22: 高速连接器在车端应用分布	18
表 1: 鼎通科技产品序列	4
表 2: 公司核心管理团队人员简介	6
表 3: 连接器主要优点	9
表 4: 连接器分类	9
表 5: 公司核心客户的基本情况	14
表 6: 连接器在汽车制造业的具体应用	16
表 7: 主要车用连接器分类	16
表 8: 公司业务拆分预测 (单位: 百万元)	19
表 9: 可比公司估值	20

1. 连接器组件领军企业，期待行业复苏拉动业绩增长

1.1. 深耕连接器行业二十余载，持续突破国际知名客户

鼎通科技是国内连接器组件专业供应商，深耕连接器行业。东莞市鼎通精密科技股份有限公司成立于2003年，2020年12月登陆科创板上市。位于广东省东莞市，是一家专注于高速通讯连接器和汽车连接器研发、生产和销售的高新技术企业，拥有产品研发、精密零件加工、模具制造、精密冲压和注塑成型技术。

图 1：鼎通科技发展历程



资料来源：东莞市鼎通精密科技股份有限公司官网，鼎通科技公告，天风证券研究所

公司的核心产品为连接器组件，其中包括通讯连接器组件和汽车连接器组件；同时也生产模具产品，其中包括精密模具和模具零件。

经过十多年的努力，凭借集精密模具设计开发、产品制造为一体的综合服务能力竞争优势，公司在汽车连接器、高速通讯连接器领域取得了骄人的成绩。公司与安费诺、莫仕、泰科电子、哈尔巴克和中航光电等行业内知名公司建立了长期稳固的合作关系，并连续多年成为安费诺、中航光电的战略供应商和莫仕的优秀级供应商。

表 1：鼎通科技产品序列

		应用领域
通讯连接器	高速通讯连接器	通讯连接器组件广泛应用于通信基站、服务器、交换机等数据存储和交换设备。主要客户包括安费诺、莫仕、泰科电子、中航光电等
	高速背板连接器	
汽车连接器	汽车连接器	汽车连接器及其组件主要包括控制系统连接器及其组件、高压互锁连接器、线束连接器、高压连接器、电控连接器等，主要应用在汽车电子控制系统和新能源汽车电池上，起到传输电流和信号等作用。
精密模具及零件	精密模具	根据客户的连接器产品方案自主设计开发和制造相应的精密模具零件，进行组立后成为精密模具。公司模具可分为冲压模具和注塑模具，主要用于生产的连接器组件产品。
	精密模具零件	

资料来源：鼎通科技招股说明书，鼎通科技公告，鼎通科技官网，天风证券研究所

具体来看，公司连接器组件是指装配连接器模组的零部件，或在连接器产品中组装在一起形成一个功能单元的一组元件。包括通讯连接器组件和汽车连接器组件。

通信连接器方面，公司产品主要包括精密结构件和壳体（CAGE）等，主要为安费诺、莫仕和中航光电等客户提供高速背板连接器和 I/O 连接器组件。其中背板连接器主要用于背板和单板之间提供可靠的信号连接和转换，I/O 连接器主要用于单板与外部端口的信号传输。

公司生产的通讯连接器组件经客户集成其他功能件后形成通讯连接器模组，并最终配套供

制造领域，具备丰富的模具设计、生产流程管理经验，业内资源丰富，为公司巩固和发展精密制造能力优势打下基础。公司核心管理团队多为早期加入鼎通，伴随公司从创立到发展壮大，团队人员稳定，且大多长期从事模具设计及精密制造等生产技术领域，经验丰富。

表 2：公司核心管理团队人员简介

人员	职位及背景
王成海	董事长、总经理、核心技术人员。2020 年作为企业经营管理领军人才入选 2019 年东莞市培养高层次人才特殊计划。1991 年至 2003 年，历任河南省第二纺织机械厂技术员、东莞市洪梅电器厂工程师、加域塑胶五金制品（深圳）有限公司生产部副总经理。2003 年 6 月创立公司前身鼎通有限，2018 年 7 月至今，担任公司董事长、总经理，负责公司重大战略决策工作。
孔垂军	董事、核心技术人员。2000 年至 2003 年，任加域塑胶五金制品(深圳)有限公司模具部技术员及连展科技(深圳)有限公司模具部助理工程师；2003 年 6 月加入鼎通有限，历任模具部工程师、模具部部长、总务经理；目前担任公司董事，及河南鼎润研发总监。
许辉	董事。2003 年至 2012 年，历任广东新宝电器股份有限公司财务经理、高级财务经理；2017 年至今，任广东东菱凯琴集团有限公司财务副总监；2018 年 7 月至今，任公司董事。
徐孝新	副总经理。2004 年 2 月至 2018 年 7 月，历任鼎通有限生产部部长、生产部经理、副总经理；2018 年 7 月至今，任公司副总经理；2019 年 9 月至今，任东莞骏微法定代表人、执行董事、经理；2022 年 7 月至今，任鼎通精密（马来西亚）有限公司董事。
朱圣根	副总经理。2001 年 2 月至 2004 年 3 月，任株洲冶炼厂汽车维修检验员；2004 年 3 月至 2005 年 2 月，任深圳市宝安区石岩力升连接器厂模具磨床工程师；2005 年 3 月至 2006 年 2 月，任加域塑胶五金制品（深圳）有限公司磨床工程师；2006 年 3 月至 2018 年 7 月，历任鼎通有限磨床工程师、模具部部长、采购部副部长、工程部副经理、研发中心经理；2018 年 7 月至今，任公司副总经理、研发中心负责人；2019 年 9 月至今，任东莞骏微监事。
王晓兰	副总经理，董事会秘书。2016 年 7 月至 2020 年 1 月，历任公司市场部助理、证券事务代表。2020 年 2 月至今，任公司副总经理、董事会秘书。

资料来源：鼎通科技招股说明书，鼎通科技年度报告，天风证券研究所

公司布局积极拓宽海外市场。东莞骏微电子和河南鼎润科技为公司全资子公司。同时，为了进一步优化公司战略布局，拓宽海外市场业务，公司在马来西亚设立全资子公司，对现有客户进行横向布局纵向整合并开发更多海外新客户群体；同时也能更好地应对旷日持久的中美贸易摩擦，规避中美贸易摩擦对公司海外市场业务的影响。

1.3. 营收增速重回暖，期待行业复苏拉动业绩增长

营收恢复增长，期待业绩重回增长轨道。公司 18-22 年持续维持营业收入与归母净利润快速增长，23 年由于行业压力以及整体通信市场疲软影响。其中：

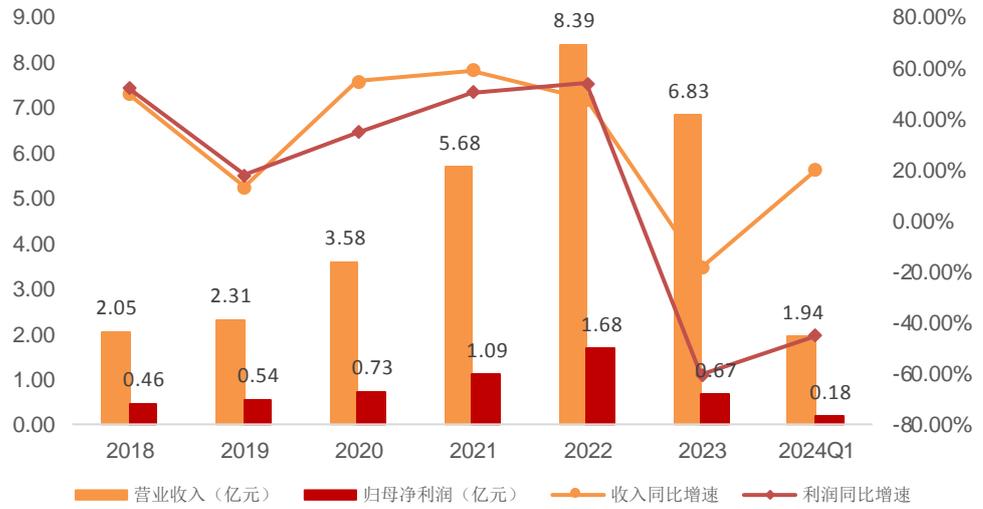
2020 年 5G 步入商业化阶段，国家持续推动新基建建设，以及政府为扶持国内电子产业发展出台了一系列利好政策，连接器行业紧跟时代发展的步伐，保持良性发展态势。公司作为通讯连接器产业链上游零部件供应商获得了持续快速发展的有利外部空间，实现业绩大幅增长，其中通讯连接器壳体 CAGE 产销量大幅提升。根据公司报告，2022 年公司实现营业收入 8.39 亿元，同比增长 47.74%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比增长 54.02%。

2023 年上半年，受全球宏观经济低迷及通信市场疲软的影响，公司通讯连接器业务面临前所未有的挑战。终端客户的需求低于预期，在业务需求疲软和消耗往期库存的双重影响下，壳体（cage）类产品需求出现明显下滑，精密结构件的需求相对保持稳定。而自 2023 年三季度末开始，市场形势逐渐好转，通讯连接器产品需求逐渐开始回暖，直接客户的需求也呈现出环比增长的态势。

2024 年一季度，公司营业收入重新恢复增长，实现收入 1.94 亿元（yoy +19.73%），但利

润端仍然出现同比下滑 45.11%。我们期待随着行业复苏以及公司自身经营管理改善有望带动业绩重回增长轨道。

图 3：鼎通科技营业收入、归母净利润

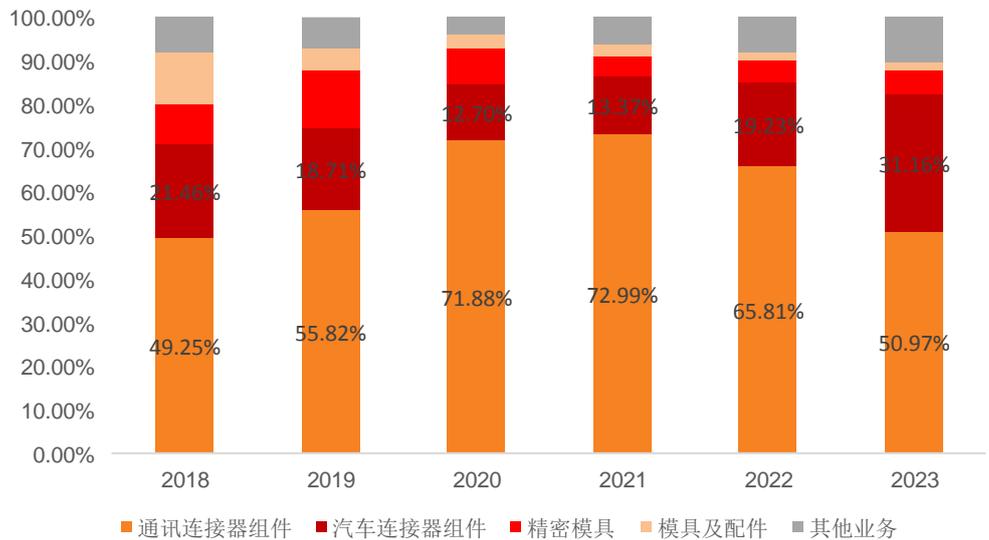


资料来源：Wind，天风证券研究所

从营收结构看，

通讯连接器组件为核心业务，汽车连接器组件业务有望成为新的业绩增长点。通讯连接器组件业务 2023 年收入占比下降至 50.97%，主要是 23 年上半年终端客户的需求低于预期，壳体 (cage) 类产品需求出现明显下滑。汽车连接器组件业务占比提升至 31.16%，公司经过长期努力，成功覆盖了多家新能源汽车行业的领军企业，如比亚迪、中国一汽、同驭汽车等。广泛的客户基础为公司提供了稳定的业务来源和增长潜力。

图 4：鼎通科技主营业务收入构成

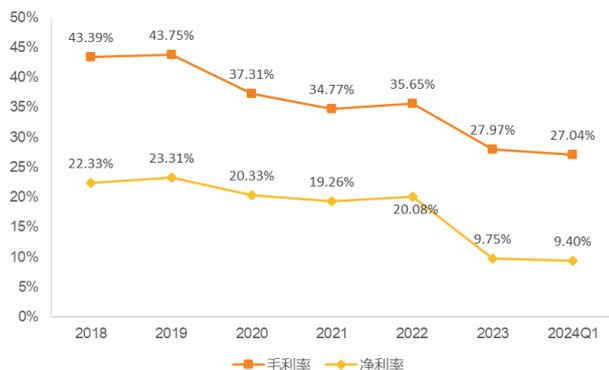


资料来源：Wind，天风证券研究所

公司盈利能力短期承压，期待复苏。2018-2022 年公司的毛利率水平皆保持在较高水平，2022 年，公司综合毛利率为 35.65%。其中公司通讯连接器及其组件产品主要按照客户需求进行生产，且产品结构复杂，精度要求严格，毛利率在行业内保持较高水平；公司 23 年毛利率下行，主要由于需求产能的不饱和和生产计划的不确定性，公司面临较高的实际人

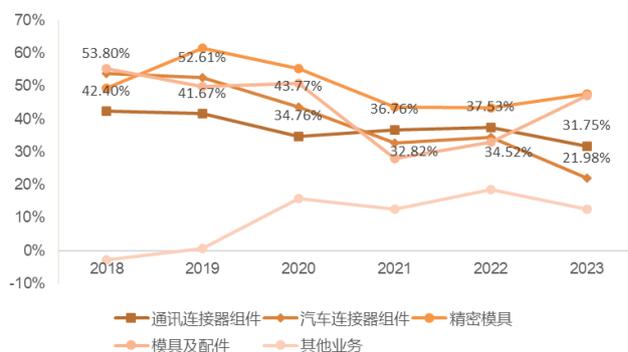
工成本和折旧摊销成本，公司通讯连接器产品的毛利率有所下滑；同时汽车市场面临着激烈的市场竞争，客户的竞价要求严苛，导致公司在成本方面承受较大压力，进而使得汽车产品毛利率大幅下滑。

图 5：鼎通科技毛利率、净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

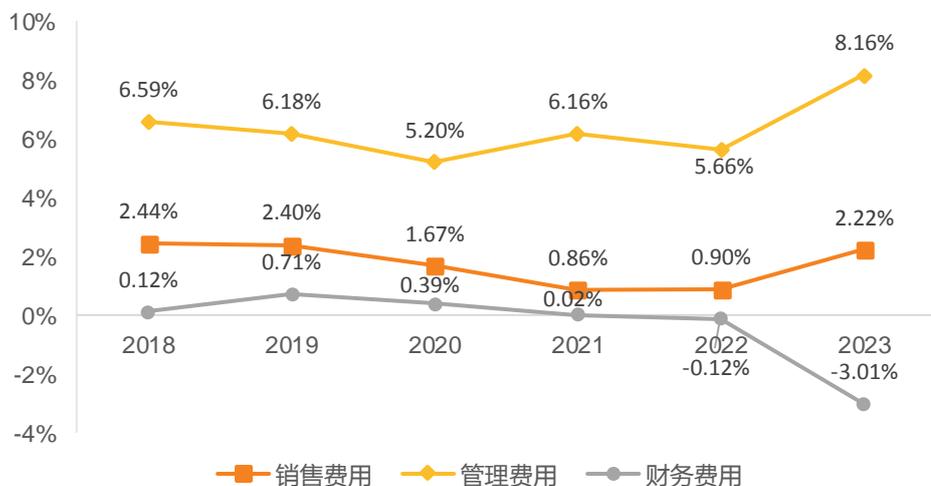
图 6：鼎通科技分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司费用率短期有所提升，研发投入维持较高水平。随着公司管理水平的提升以及对销售相关费用的控制的加强，2018-2022 年公司期间费用率近年来持续下行。2023 年公司布局国内市场，增加销售费用，同时分子公司数量增加管理费用增加，导致期间费用小幅上升。期待未来公司收入重回快速增长轨道，同时内部管理改善后带动盈利能力提升。

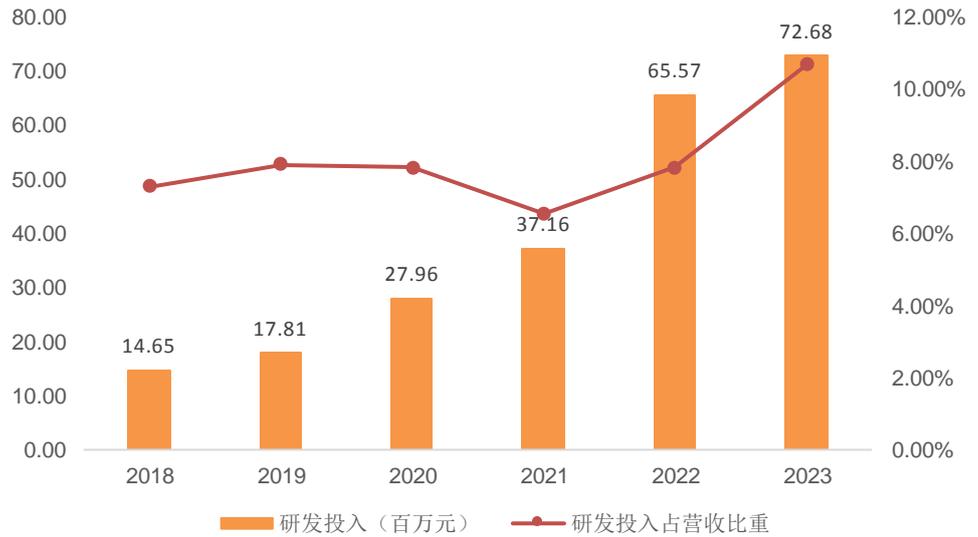
图 7：鼎通科技销售、管理及财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司为进一步提升技术水平，加快产品更新升级，快速响应客户的新产品需求，近年来持续加大研发投入力度。2023 年公司研发投入为 0.73 亿元，占收入比重继续增加达 10.65%，研发强度维持较高水平。

图 8：鼎通科技研发投入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 下游产业发展迅速，连接器需求持续增长

连接器是信息传输转换的关键节点，是一种用于连接一个电路的导体与另一个电路的导体或一个传输元件与另一个传输元件的装置。连接器为两个电路子系统提供一个可分离的界面，一方面，使得零部件或子系统的维护或升级不必修改整个系统；另一方面，提高了零部件的便携性、外围设备的拓展能力，使得设计和生产过程更方便、更灵活。

表 3: 连接器主要优点

优点	举例说明
改善生产过程	连接器简化了电子产品的批量生产、装配过程
易于维修	若电子元器件出现故障，在装载连接器的前提下，及时更换故障元器件即可，提高电子设备整体使用寿命
便于升级	技术进步促进电子元器件升级换代，电子设备装载连接器便于及时更换升级后的电子元器件。
提高设计的灵活性	使用连接器使得工程师在设计新产品的时候采用元器件组成系统，拥有更多的灵活性

资料来源: 鼎通科技招股说明书, 天风证券研究所

按照传输的介质不同，连接器可以分为电连接器、微波连接器、光连接器和流体连接器，按照连接器应用领域分类可分为应用于汽车、通信、计算机等消费电子、工业、交通等领域。

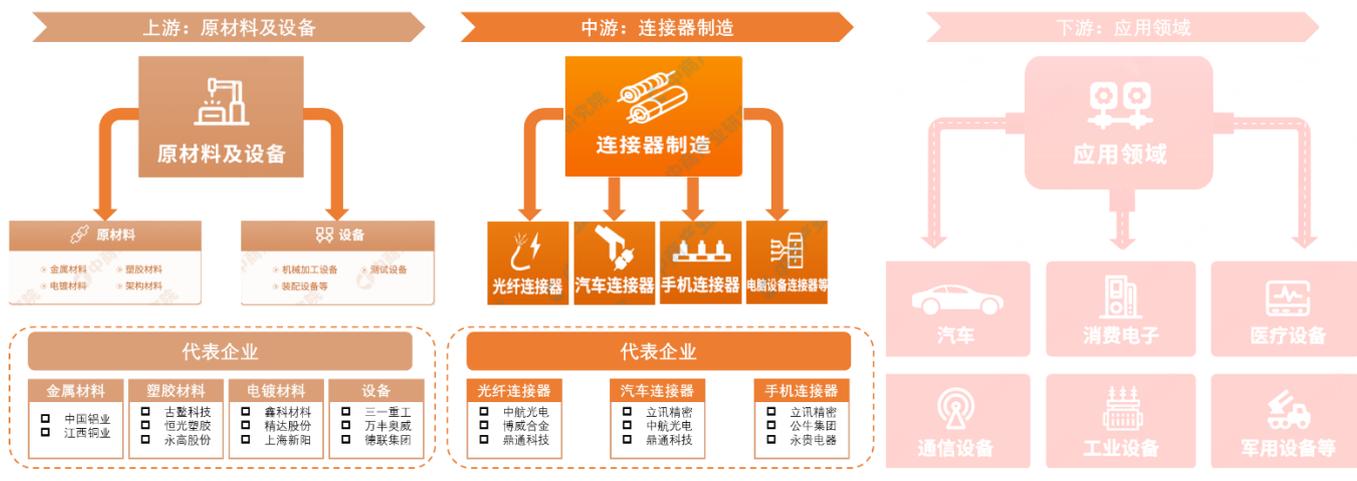
表 4: 连接器分类

分类标准	连接器种类
按传输介质分类	微波射频连接器
	电连接器
	光连接器
按下游应用场景分类	通信连接器
	消费电子连接器
	汽车连接器
	工业连接器

资料来源: 瑞可达招股说明书, 天风证券研究所

下游应用领域广，全球连接器市场保持增长态势。连接器产业链中上游包括原材料及设备；中游为连接器制造，包括光纤连接器、汽车连接器、手机连接器、电脑设备连接器等；下游主要应用于汽车、消费电子、医疗设备、工业设备、军用设备等领域。

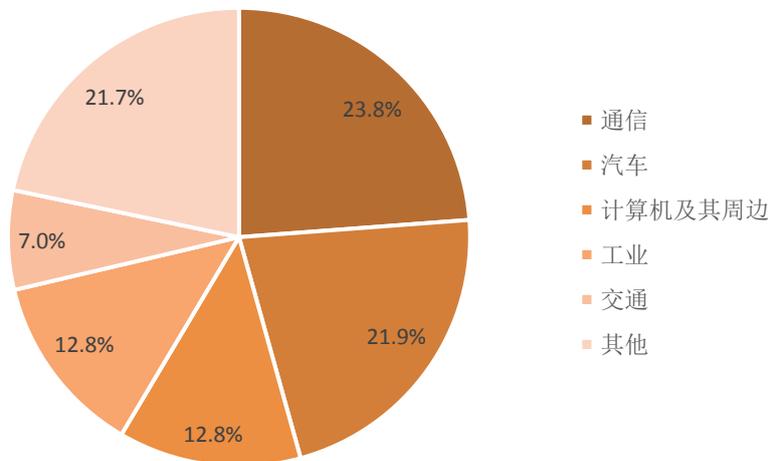
图 9：连接器产业链



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

其中下游领域中通信和汽车是连接器最主要的两大应用领域，2022 年分别占总规模的 23.8% 和 21.9%。

图 10：2022 年全球连接器应用领域分布情况



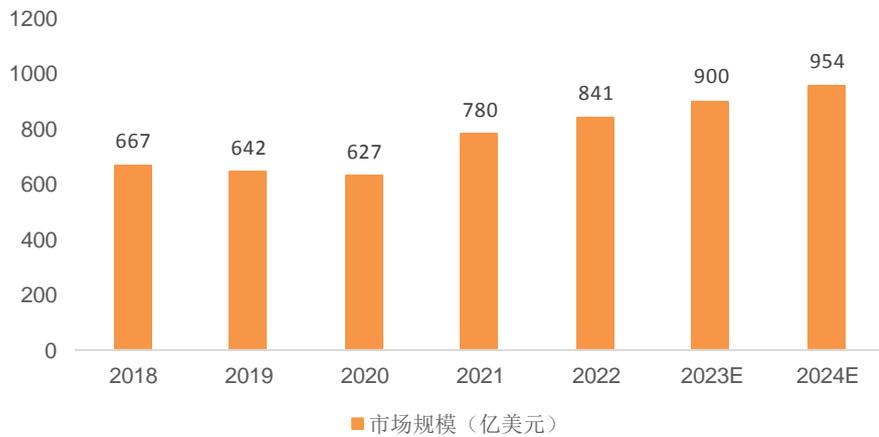
资料来源：中商产业研究院，Bishop & associates，天风证券研究所

其中，通信行业是连接器第一大应用领域，根据 Bishop&Associates 统计数据，在连接器应用领域的份额占比约为 23.8%，通信领域同时也是未来连接器应用增速最快的市场。通信行业对于连接器的具体需求主要是网络设备、网络基础设施、电缆设备等方面，其中网络设备应用主要包括交换机、路由器等，移动通信基础设施应用包括通信基站、基站控制器、移动交换网络、服务器等。汽车领域是连接器第二大市场，根据 Bishop&Associates 统计数据，汽车连接器占全球连接器产业的比例达 21.9%。汽车连接器广泛应用于动力系统、车身系统、信息控制系统、安全系统、车载设备等方面，类型包括圆形连接器、射频连接器、FCP 连接器、I/O 连接器等。

受益于连接器下游行业的持续发展，连接器市场需求保持着稳定增长的态势。根据

Bishop& Associates 统计数据，连接器的全球市场规模已由 2011 年的 489 亿美元增长至 2022 年的 841 亿美元，同时中商产业研究院分析师预测，2023 年全球连接器市场规模将达到 900 亿美元，2024 年市场规模有望进一步增至 954 亿美元。

图 11：2018 年-2024 年全球连接器行业市场规模预测趋势图



资料来源：中商产业研究院公众号，Bishop & associates，天风证券研究所

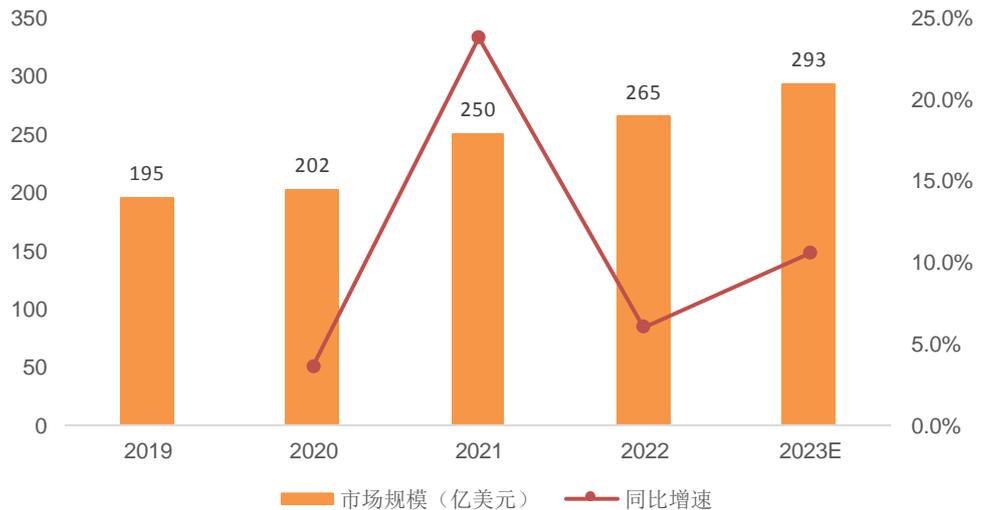
2.1. 国内市场发展空间较大，增长态势强劲

根据中商产业研究院统计数据，全球连接器市场主要分布在中国、欧洲、北美和亚太（不含日本和中国）区域，其中 2022 年中国占据 31.51% 份额、欧洲占据 20.61% 份额、北美占据 22.46% 份额、日本占据 6.15% 份额、亚太占据 14.50% 份额，上述五大区域合计占据了全球连接器市场 95.23% 的份额。

近年来，受到全球经济波动的影响，欧美和日本连接器市场增长放缓，甚至出现了下滑态势，而以中国及亚太地区为代表的新兴市场增长强劲，成为推动全球连接器市场增长的主要动力。

全球连接器重心转移，国内市场有较大发展空间。 欧美、日本知名连接器厂商陆续将生产基地转移至中国；与此同时，台资连接器厂商也纷纷在珠三角和长三角地区投资设厂，全球连接器的生产重心转移至中国，中国已经成为世界上最大的连接器生产基地和消费市场。 根据 Bishop&Associates 统计数据，2011-2022 年，中国连接器市场规模由 112.96 亿美元增长至 265 亿美元，显著高于全球平均水平，且同时，中国连接器市场份额占全球市场的比例由 23.09% 提升至 31.51%，中国已成为全球第一大连接器消费市场。

图 12：2019 年-2023 年中国连接器市场规模统计预测



资料来源：中商产业研究院，Bishop & associates，天风证券研究所

新能源汽车连接器领域，国内厂商已能与海外巨头并肩，国产化率不断提升。在国家大力发展新能源汽车的背景下，各大汽车厂商持续加大新能源汽车的投入力度，我国新能源汽车产量快速增加，汽车连接器市场发展迅速，国内龙头企业正加速追赶以缩小与海外厂商差距，汽车连接器国产化率不断提升。中商产业研究院发布的《2023-2028年中国汽车连接器行业市场前景预测与发展趋势研究报告》显示，2022年我国汽车连接器市场规模为690亿元，同比增至5.7%。同时，中商产业研究院分析师预测，随着连接器下游领域中新能源汽车渗透率的快速提升，连接器市场规模或将大幅增长，2023年我国汽车连接器市场规模将达721亿元。

3. 通信连接器市场规模稳步提升，公司深化优质客户合作，壳体销量持续增长

通信行业对于连接器的具体需求主要是网络设备、网络基础设施、电缆设备等方面。

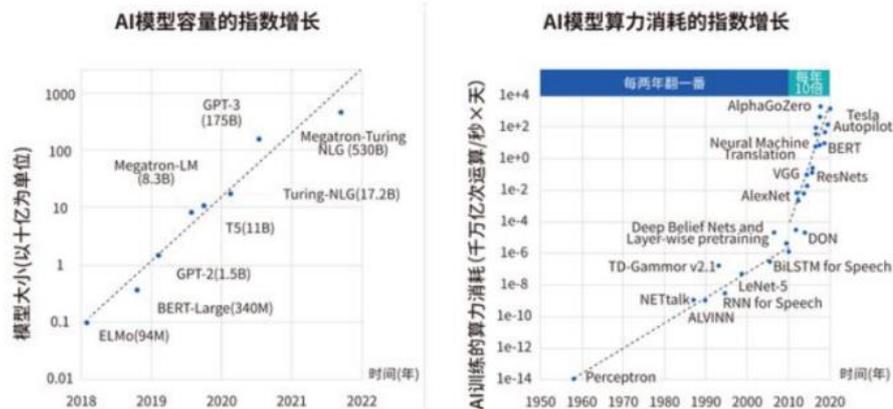
公司的通讯连接器组件主要应用于高速背板连接器和 I/O 连接器，最终应用于通信基站、服务器、交换机等数据存储和交换设备以实现信号的高速传输，包括精密结构件和壳体（CAGE）等，是通讯连接器模块重要的组成部分。**通讯连接器市场与下游通信网络更新换代密切相关，其发展周期与通信基础设施建设周期重叠。**

3.1. AI 浪潮带动底层硬件需求，驱动相应性能升级迭代

AI 带来的新一轮科技革命浪潮带来的高算力需求有望持续带动底层硬件需求。当前新一轮以 AI 为代表的科技革命正席卷全球，OpenAI 开发的 ChatGPT 使得 AIGC 备受关注。而在 AIGC 商业化应用加速落地的背景下，算力基础设施的海量增长和升级换代预计成为趋势。

AIGC 迭代发展，对 AI 模型训练所需要的算力支持提出了更高要求。根据电子发烧友网公众号，大模型算力需求每两年以 750 倍增长，而硬件算力供给每两年仅增长 3 倍。比如，从 ResNet-50（2500 万参数），到 GPT-1（1.7 亿参数），再到 GPT-4（万亿级参数），计算需求需要十倍，到千倍的增长，存储需求经历百倍，到千倍的增长。而云计算基础设施作为算力底座，其重要性日益凸显，未来 AIGC 产业对算力要求有望为云计算基础设施带来较大增量。

图 13：AI 模型容量、算力增长



资料来源：曦智科技《大规模光电集成赋能智能算力网络白皮书》，Wilfred Gomes et al., "Ponte Vecchio: A Multi-Tile 3D Stacked Processor for Exascale Computing," ISSCC, 2022, 经纬创投公众号, 天风证券研究所

AI 算力增长将不断推动着基础设施扩容, 促使数据中心服务器、交换机、光模块不断迭代。

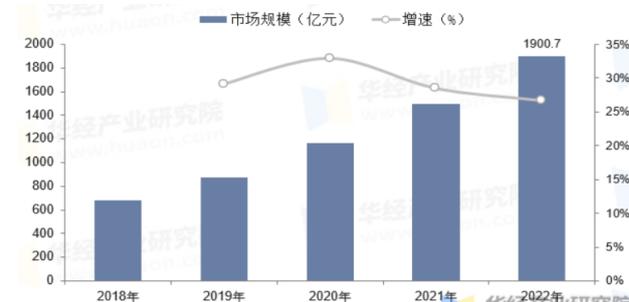
随着人工智能、云计算、大数据等新技术和新应用的快速发展以及数字经济等的发展对数据资源的存储、计算和应用需求大幅提升, 数据中心需求快速增长。2018 年我国在用数据中心机架规模为 226 万架, 大型以上规模为 167 万架; 2022 年我国在用数据中心机架规模扩大至 670 万架, 其中大型以上规模增长至 540 万架, 复合增长率均超过 30%, 大型以上占比为 80%。2018 年-2022 年我国数据中心市场规模从 680.1 亿元增长至 1900.7 亿元, 五年复合增长率近 30%。

图 14: 2018-2022 年中国数据中心总机架数量统计 (万架)



资料来源：中国信通院, 华经产业研究院公众号, 天风证券研究所

图 15: 2018-2022 年中国数据中心市场规模统计



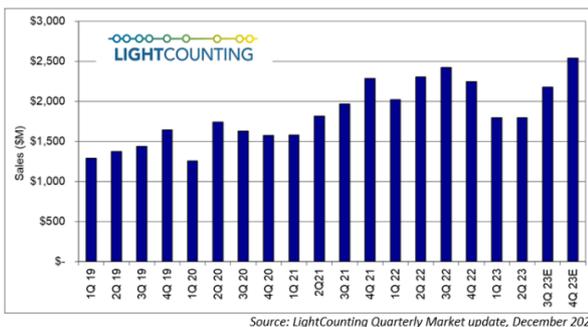
资料来源：中国信通院, 华经产业研究院公众号, 天风证券研究所

其中, 通讯连接器及光模块作为云计算数据中心重要零部件, 是非常典型的新产品升级周期驱动的行业, 目前正处于 200G、400G 产品放量中后段与 800G 新产品高增初期, 我们认为未来发展或有较高景气度。以博通为例, 2010 年到 2022 年交换机芯片速率由 640G 提升到 51.2T。Coherent 估计, 未来五年内, 800G 以及 1.6T 和 3.2T 数通光模块市场将以超过 40% 的复合年增长率增长, 从 2023 年的 6 亿美元增长到 2028 年的 42 亿美元。另外, 到 2028 年甚至可能更早, 与 AI 相关的 800G 和 1.6T 数通光模块的出货量占比接近 40%。LightCounting 也在报告中预测, 未来 5 年, 用于人工智能集群的光模块销售总额将达到 176 亿美元。未来, 光器件和模块市场的大部分增长将来自 800G 光模块的销售。

图 16: 2023Q3、Q4 光模块销售量数据预测

图 17: 博通网络芯片迭代演进

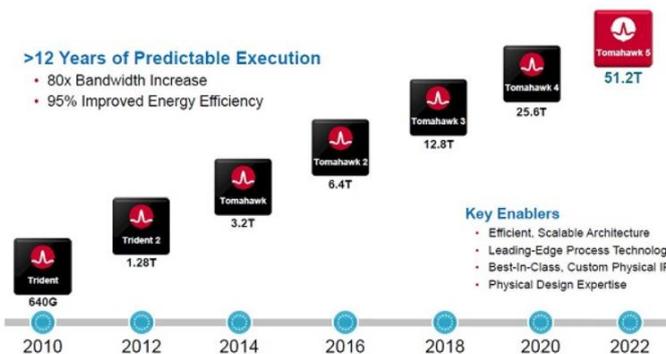
Quarterly optical transceiver sales with projections for Q3 and Q4 2023



资料来源: LightCounting, 光通信 PRO 公众号, 天风证券研究所

>12 Years of Predictable Execution

- 80x Bandwidth Increase
- 95% Improved Energy Efficiency



资料来源: 明阳电路科技股份有限公司官网, 天风证券研究所

高速通讯连接器也不断朝着“56G - 112G - 224G”的方向发展, 同时在信号密度、信号完整性、散热、功耗等方面提出更高的要求。

3.2. 公司研发能力突出, 加速布局海外市场, 深挖客户需求

3.2.1. 深化优质客户合作, 积极拓宽海外市场

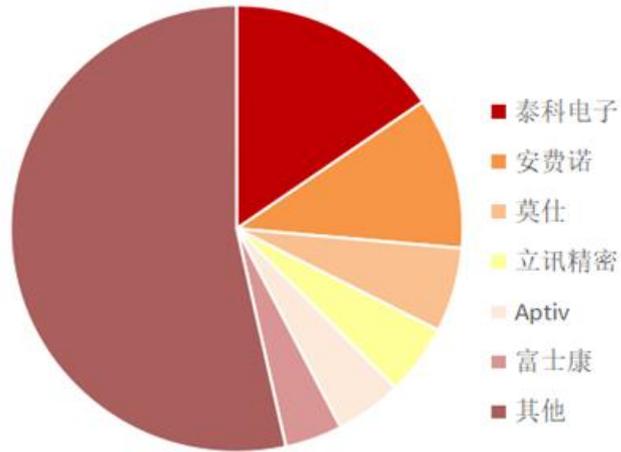
核心客户质量优质, 粘性高。目前公司通讯业务客户主要安费诺、莫仕、泰科等全球性龙头企业, 上述企业具有悠久的发展历史和行业内领先的销售规模, 制定了严格的供应商认证流程, 以保证产品质量和供应的持续、稳定。公司与安费诺、莫仕、泰科电子、中航光电形成紧密的合作关系, 并进入到新能源汽车领域的终端供应链, 客户如: 比亚迪、富奥汽车、长安汽车、南都电源、蜂巢能源等。

表 5: 公司核心客户的基本情况

核心客户	客户简介
安费诺	安费诺创立于 1932 年, 总部位于美国, 是全球最大的连接器制造商之一。1991 年在纽约证券交易所上市。安费诺在全球实施本地化战略, 共在全球设立 90 多间工厂及 100 多个销售办事处, 主要产品包括电子、电气和光纤连接器, 互联系统, 特种电缆等。
莫仕	莫仕成立于 1938 年, 总部位于美国, 是全球电子行业领先的电子互联产品制造商。莫仕在全球拥有 59 个制造工厂, 战略性地分布于亚洲、欧洲和北美洲, 主要产品为电子、电气和光纤互连解决方案、开关和应用工具等, 产品广泛应用于通讯、家电、汽车和医疗等领域。
泰科电子	泰科电子成立于 1941 年, 总部位于瑞士, 是全球第一大连接器制造企业。2007 年在纽约证券交易所上市。泰科电子业务范围分为交通解决方案、通讯解决方案、工业解决方案, 在全球设立了 100 多个制造和工程中心, 生产和制造约 50 万种产品, 产品行销全球 140 多个国家和地区。
安波福	安波福总部位于美国, 2011 年在纽约证券交易所上市。安波福聚焦于加速推动主动安全、自动驾驶、提升驾乘体验和互联服务等领域。安波福在全球 45 个国家设有生产基地与客户服务中心, 拥有 14 个技术中心。
哈尔巴克	哈尔巴克成立于 1977 年, 总部位于德国, 哈尔巴克主要从事轿车电子类产品的研发和生产, 产品包括: 报警器、燃油泵控制模块、无匙进入系统、敞篷类轿车的顶篷控制系统等, 主要客户为宝马、奔驰、大众、奥迪和保时捷等。
中航光电	中航光电成立于 2002 年, 注册地址位于河南, 2007 年在深交所上市。中航光电致力于为军工防务及高端制造领域提供互连技术服务, 主要从事中高端光、电、流体连接技术与设备的研究与开发, 产品涵盖电连接器、光器件及光电设备、流体系列连接器等, 同时提供数据传输与通讯设备、配电领域互联等解决方案。

资料来源: 鼎通科技招股说明书, 天风证券研究所

图 18: 全球连接器市场竞争格局



资料来源: Bishop & associates, 中商产业研究院公众号, 天风证券研究所

公司不断布局海外, 深度挖掘海外需求, 通过马来西亚子公司的平台, 积极布局海外市场, 对现有客户进行横向布局纵向整合。

3.2.2. 积极扩充 Cage 产品, 单通道速度已达 112Gbps

公司对核心技术展开了进一步的研究和提升, 紧贴行业的技术发展趋势, 优化模具设计结构, 改进生产工艺, 同步自主配套自动化生产设施, 在提升产品质量、提高生产效率、降低生产成本等方面都发挥了关键作用。

公司不断扩充 cage 及结构件产品型号, 丰富产品应用场景, 同时, 基于 AI 人工智能高速发展的时代背景, 公司也在配合客户不断开发 QSFP112G 和 QSFP-DD 等系列新产品, 并对散热器部件不断进行优化, 单通道速度的需求现已达到 112Gbps。公司以下游客户为基础, 以 I/O 连接器壳体类产品为主要方向, 向着更高速率的 QSFP-DD 112G/OSFP 等系列产品推进。2022 年 cage 壳体销售量已达 3125.1 万个, 同比增长 63.67%; 2023 年 cage 壳体销售量增速有所放缓, 销售 3165.78 万个, 同比增长 1.30%。

图 19: 鼎通壳体 Cage 销售量



资料来源: 鼎通科技招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

4. 汽车连接器性能及规模要求高升，公司逐步向 Tier1 转变，与行业龙头客户深度合作

汽车连接器应用广泛，遍布车身。汽车连接器组件广泛应用于动力系统、车身系统、信息控制系统、安全系统、车载设备等方面，类型包括圆形连接器、射频连接器、FCP 连接器、I/O 连接器等。

表 6：连接器在汽车制造业的具体应用

汽车子系统	使用连接器的主要设备/机构
动力系统	油路、汽门机构、排放机构、发动机冷却、发动机控制、点火控制、四轮驱动
车身系统	配电、保险、车门、车窗、反光镜、加热/空调
信息控制系统	仪表盘、天线、车辆信息互联、智能交通系统
安全系统	ABS、安全带系统、安全气囊系统、汽车防撞系统、行人保护系统
车载设备	车载音响、GPS 导航仪、显示屏、车载电脑

资料来源：鼎通科技招股说明书，天风证券研究所

按照传输介质的不同，汽车连接器可以分为传输交换数据信号的高速连接器和传输交换电流的电连接器，根据工作电压的不同，电连接器可以进一步划分为低压连接器和高压连接器。

表 7：主要车用连接器分类

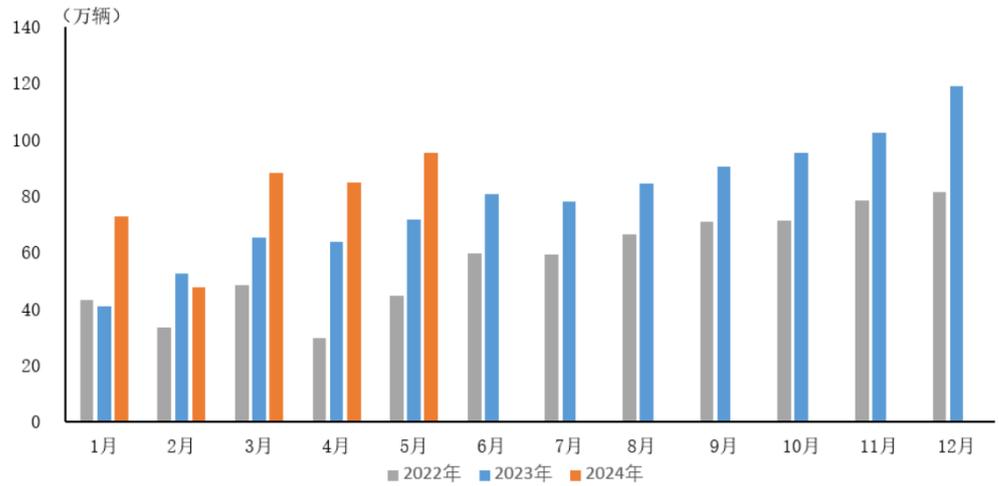
类别	主要应用
低压连接器	传统燃油车的 BMS、空调系统、车灯等，工作电压一般为 14V
高压连接器	应用于新能源汽车的电池、PDU(高压配电盒)、OBC(车载充电机)、DC/DC、空调、PTC 加热、直/交流充电接口等。根据场景不同需要提供 60V-380V 甚至更高的电压等级传输，以及提供 10A-300A 甚至更高的电流等级传输。
高速连接器	应用于摄像头、传感器、广播天线、GPS、蓝牙、WiFi、无钥匙进入、信息娱乐系统、导航与驾驶辅助系统等。

资料来源：前瞻产业研究院公众号，天风证券研究所

4.1. 新能源汽车渗透率提升，推动高压高速化需求，汽车连接器有望量价齐升

“双碳”目标背景下，汽车智能化、电动化的趋势明显。随着国家政策的大力扶持及市场需求的增长，近年来我国新能源汽车产业快速发展，产销规模大幅增长，根据《智能网联汽车技术路线图 2.0》规划，到 2025 年，国产 L2 级、L3 级自动驾驶的智能网联汽车将占汽车总销量的 50%；到 2030 年，国产 L2 级、L3 级自动驾驶的智能网联汽车在销量中的占比达到 70%，L4 级自动驾驶车型占比达到 20%。

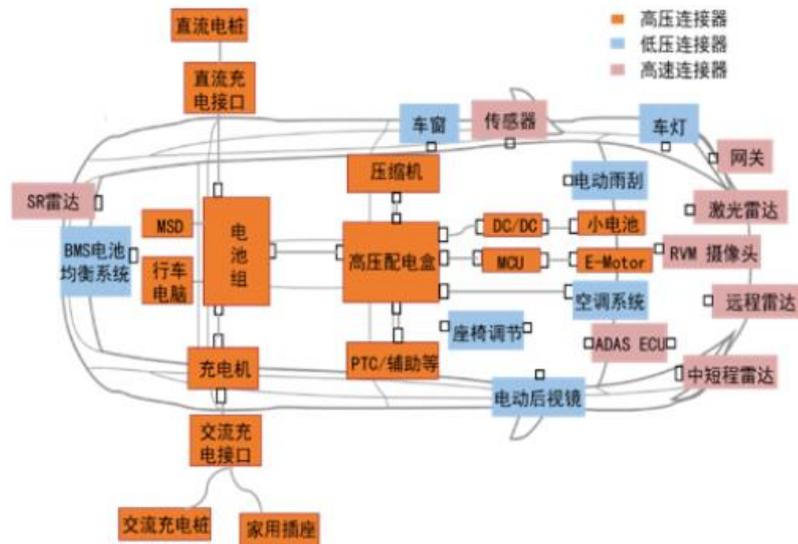
图 20：2022-2024 年中国新能源汽车产销量情况



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

新能源汽车渗透率提升有望推动高压和高速连接器量价齐升。新能源车单车使用约800-1000个连接器，价值量3000-10000元，相比传统燃油车价值量成倍增长。

图 21：新能源汽车连接器应用分布



资料来源：天津迈奇电子公众号，天风证券研究所

具体来看，高压连接器方面。

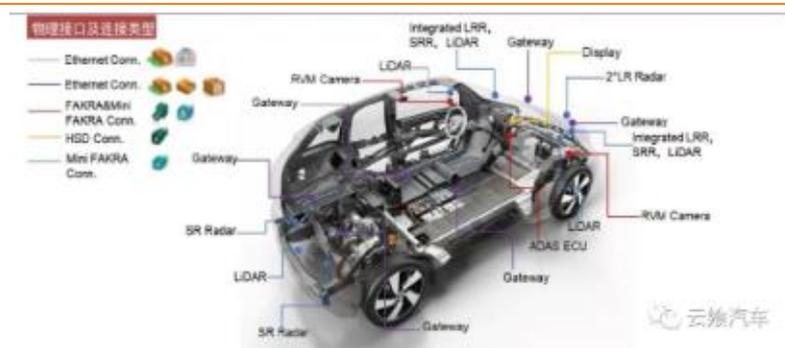
我国新能源汽车的销量增长带动高压连接器持续放量。新能源汽车电动化持续快速的发展也提高了其内部电气连接部件的要求。同时根据前瞻产业研究院公众号，高压连接器的材料成本以及屏蔽、阻燃要求等性能指标高于传统的低压连接器，因此新能源汽车单车使用连接器价值远高于低压连接器。纯电动乘用车单车使用连接器价值区间为3000元左右，纯电动商用车单车使用连接器价值区间为8000元左右。按照2023年新能源汽车约950万辆的销量，2024年预计增长30%预估，则今年车载高压连接器市场规模有望突破370亿元。

根据前瞻产业研究院公众号，为了提高补能效率，大功率快充成为各车企的研发重点。相较于400V架构，切换800V架构能够使充电时间减少一半。至2023年，小鹏汽车、长安、哪吒、比亚迪、吉利等车企都已经布局800V快充技术。从400V增至800V对连接器的可靠性、体积和电气性能提出了更高要求，其在机械性能、电气性能、环境性能三方面均将持续提升。升压后，高压连接器将重新选型，增加大功率快充接口及400V到800V的转化

接口，带动高压连接器单车价值量上升。

高频高速连接器方面，在智能化的推动下，以座舱域和自动驾驶域为主要应用的高速车载网络技术得以迅速普及，在该领域的应用过程中，车端对数据在高速性、安全性、稳定性以及灵活可扩展性等方面提出了新的需求。传统的连接器在性能、安全等方面无法满足传输速率提升的需求，将推动 MiniFakra 和 HSD 配套使用取代传统 Fakra 连接器。

图 22：高速连接器在车端应用分布



资料来源：天津迈奇电子公众号，天风证券研究所

4.2. 公司持续研发投入，深度合作行业龙头客户

4.2.1. 公司加深客户合作，逐步向 Tier1 供应商转变

在汽车连接器方面，公司正逐渐向 Tier1 供应商转变，组建多个新能源汽车连接器的销售团队，并以终端汽车厂商和 PACK 厂商为目标开拓新客户群体。近年来，公司不断加深与现有比亚迪、中国长安、南都电源、蜂巢能源、富奥汽车、罗森博格等客户的合作，为大众、宝马、福特等欧美汽车制造商和北汽、奇瑞、吉利等国内汽车制造商的二级供应商；同时，在现有客户基础上，公司仍在不断加大新客户开发，也成功开发了中国一汽、赛川电子、同驭汽车等新客户。除此之外，公司不断深化与重点客户比亚迪的项目合作，在原有电控、电机模块基础上，增加了电池方面的结构件及组件产品；同时拓展富奥汽车、南都电源等客户的合作项目；以及横向开发了莫仕的 BMS 业务模块，并获得 BMSGen6 项目，目前正处于小批量试产阶段。

4.2.2. 公司持续推进新能源产品研发，提升对客户供给价值量

作为大众、宝马、福特等欧美汽车制造商和北汽、奇瑞、吉利等国内汽车制造商的二级供应商，公司建立了高标准的汽车连接器组件生产技术体系和完善的质量管理体系。公司通过了 ISO9001:2015 管理体系认证、ISO14001:2016 环境体系认证和国际汽车零部件行业 IATF16949:2016 体系认证，亦通过了哈尔巴克、莫仕、泰科电子等汽车零部件制造商严格的认证。

随着国家对“碳中和”目标的政策支持和落实，汽车电子化比例的不不断提升。经过不断积累和沉淀，公司对汽车等新能源产品具备较强的研发和生产能力。在新能源发展的黄金时机，公司正不断开发新产品，如高低压连接器、电控连接器、线束连接器、铜母排及电池管理模组水冷板等，通过产品的丰富，提升对客户的供给价值量。

同时，2023 年公司也对核心技术展开了进一步的研究和提升，在优化和开发现有电控、电机模块等产品的同时，也在 BMS 方面逐渐研发新产品，如模组水冷板、精密结构件等产品，改善电池安全性，使电池结构更加稳定，并利用新型安全技术来降低电池的温度、压力和湿度，以减少电池的爆炸可能性。公司高度重视自主知识产权保护，不断加强人才培养及梯队建设，目前研发团队稳定。截至 2023 年年报末，公司共新增申请发明专利 7 个，共获得 42 个发明专利，80 个实用新型专利。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

核心业务假设：

业务基本假设：

通讯连接器组件方面，23年公司整体通讯连接器组件需求疲软，开工率低。但随着整体通信连接器需求随着AI浪潮带动有恢复，预计后续该业务有望恢复高速增长，我们预计公司24-26年该业务增速分别为57%、47%、38%；同时随着需求恢复开工率提升，毛利率有望修复，预计24-26年毛利率分别为31.6%、32.0%、32.1%。

其中：

通讯连接器壳体方面，数据中心需求有望受益于AI发展有明显带动，有望推动公司通讯连接器壳体销量增长，同时公司向更高速率产品迭代有望紧抓行业机遇。我们预计24-26年该业务增速分别60%、50%、40%。毛利率有所修复，预计24-26年分别为30%、30.5%、30.5%；

通讯连接器精密结构件，我们预计该业务24-26年增速分别为50%、40%、35%；毛利率预计小幅修复，24-26年分别为35%、35.5%、36%；

汽车连接器组件，新能源汽车市场仍然保持较快增速，同时新能源汽车渗透率提升。我们预计该业务24-26年增速分别为30%、25%、25%；毛利率在行业持续竞争下，公司管控成本，毛利率预计持稳微降，分别为22%、21.5%、21%；

精密模具业务预计随着连接器销量的复苏，24年开始预计恢复快速增长，我们预计24-26年业务增速分别为10%、10%、10%，毛利率预计未来保持平稳，预计24-26年分别为45%、45%、45%。

模具及配件预计不作为公司重点业务方向，保持略降趋势，我们预计该业务24-26年收入增速为-5%、-5%、-5%，毛利率预计保持相对稳定，皆为45%。

其他业务预计整体保持平稳增长，24-26年业务增速皆为15%，毛利率皆为15%。

表 8：公司业务拆分预测（单位：百万元）

		2023A	2024E	2025E	2026E
通讯连接器组件	业务收入	347.97	545.26	800.68	1108.89
	同比增长率	-36.99%	56.70%	46.84%	38.49%
	成本	237.50	373.07	544.42	752.78
	毛利率	31.75%	31.58%	32.01%	32.11%
其中：					
通讯连接器壳体	业务收入	233.16	373.06	559.58	783.42
	同比增长率	-40.43%	60.00%	50.00%	40.00%
	成本	162.86	261.14	388.91	544.48
	毛利率	30.15%	30.00%	30.50%	30.50%
通讯连接器精密结构件	业务收入	114.81	172.21	241.09	325.47
	同比增长率	-28.62%	50.00%	40.00%	35.00%
	成本	74.64	111.94	155.50	208.30
	毛利率	34.99%	35.00%	35.50%	36.00%
汽车连接器组件	业务收入	212.74	276.56	345.70	432.12
	同比增长率	31.83%	30.00%	25.00%	25.00%
	成本	165.98	215.72	271.37	341.38
	毛利率	21.98%	22.00%	21.50%	21.00%
精密模具	业务收入	39.73	43.70	48.07	52.88

	同比增长率	-8.29%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	20.77	24.04	26.44	29.08
	毛利率	47.73%	45.00%	45.00%	45.00%
模具及配件	业务收入	12.89	12.25	11.64	11.05
	同比增长率	-13.23%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	成本	6.81	6.74	6.40	6.08
	毛利率	47.19%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务	业务收入	69.34	79.74	91.70	105.45
	同比增长率	2.93%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	60.65	67.78	77.94	89.64
	毛利率	12.53%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	业务收入	682.66	957.51	1297.78	1710.40
	同比增长率	-18.65%	40.26%	35.54%	31.79%
	成本	491.71	687.34	926.57	1218.96
	毛利率	27.97%	28.22%	28.60%	28.73%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 投资建议

公司是连接器行业的头部厂商，具有核心竞争力，有望受益于 AI 带动通信连接器需求增长。预计公司 24-26 年归母净利润为 1.1/1.6/2.2 亿元，截至 2024 年 7 月 22 日收盘价，对应 24-26 年市盈率分别为 47、32、23 倍。参考可比公司估值，因公司下游客户资源较强，同时通信连接器业务有望受益 AI 需求，我们给予公司 2025 年 35-40 倍估值，对应目标价格为 40.71-46.53 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9：可比公司估值

证券简称	总市值 (亿元)	wind 一致预期净利润 (亿元)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
瑞可达	41	2.05	2.85	3.62	19.97	14.35	11.30
永贵电器	59	1.40	1.87	2.40	42.02	31.46	24.51
华丰科技	131	1.14	1.89	2.49	115.03	69.40	52.64
平均值					59.01	38.40	29.48

资料来源：Wind，天风证券研究所

截至 2024 年 7 月 22 日收盘价，可比公司参考 Wind 一致盈利预测

6. 风险提示：

连接器需求低于预期：整体连接器需求低于预期，将导致公司业务发展受到影响，从而导致增速不及预期。

新能源车销量低于预期：若新能源汽车销量低于预期，将影响公司汽车连接器业务的发展，增速有下降的风险。

AI 发展低于预期：若 AI 发展低于预期以及产品迭代低于预期，将影响公司通信连接器业务的销量和新产品迭代。

公司客户突破及新产品研发节奏低于预期：公司持续研发迭代新型产品，提升产品速率，存在公司新产品研发节奏低于预期的风险，导致公司客户突破，新产品类型突破不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	754.79	216.41	287.25	389.34	513.12
应收票据及应收账款	244.94	273.30	365.04	428.05	522.18
预付账款	1.58	1.36	2.75	2.78	4.49
存货	229.37	268.08	342.89	377.78	401.00
其他	255.38	458.90	456.16	468.31	476.92
流动资产合计	1,486.06	1,218.05	1,454.10	1,666.25	1,917.71
长期股权投资	0.00	0.00	100.00	200.00	300.00
固定资产	405.53	443.96	493.52	557.51	624.95
在建工程	7.78	116.49	108.24	129.12	139.56
无形资产	73.60	74.22	72.25	70.28	68.31
其他	43.97	97.41	(48.22)	(144.96)	(236.69)
非流动资产合计	530.89	732.09	725.79	811.95	896.13
资产总计	2,016.95	1,950.13	2,179.89	2,478.20	2,813.84
短期借款	70.07	0.00	66.72	212.29	340.06
应付票据及应付账款	120.97	115.89	159.05	175.54	230.77
其他	40.60	45.44	44.42	59.29	62.07
流动负债合计	231.63	161.33	270.19	447.12	632.90
长期借款	0.00	0.00	18.50	41.03	52.85
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	52.21	59.67	54.00	56.00	60.00
非流动负债合计	52.21	59.67	72.50	97.03	112.85
负债合计	285.78	223.23	342.69	544.15	745.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	98.84	98.84	138.73	138.73	138.73
资本公积	1,283.17	1,282.13	1,286.87	1,286.87	1,286.87
留存收益	348.79	346.17	411.56	508.39	642.53
其他	0.36	(0.24)	0.04	0.06	(0.05)
股东权益合计	1,731.17	1,726.91	1,837.21	1,934.05	2,068.09
负债和股东权益总计	2,016.95	1,950.13	2,179.89	2,478.20	2,813.84
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	168.47	66.57	108.98	161.38	223.57
折旧摊销	38.98	54.12	60.66	67.11	74.09
财务费用	0.79	(1.51)	(9.48)	(9.11)	(9.02)
投资损失	(2.36)	(1.09)	(1.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	(117.79)	(434.82)	(80.81)	(79.98)	(73.93)
其它	(0.06)	396.65	0.98	0.00	(0.00)
经营活动现金流	88.02	79.92	79.33	137.40	212.71
资本支出	154.48	193.22	105.67	148.00	146.00
长期投资	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
其他	(323.77)	(679.62)	(306.63)	(396.00)	(394.00)
投资活动现金流	(169.29)	(486.39)	(100.97)	(148.00)	(148.00)
债权融资	58.88	(45.86)	91.16	177.22	148.60
股权融资	738.83	(51.19)	1.32	(64.54)	(89.53)
其他	(4.43)	(49.72)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	793.29	(146.77)	92.48	112.68	59.08
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	712.01	(553.24)	70.84	102.08	123.79

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	839.12	682.66	957.51	1,297.78	1,710.40
营业成本	539.96	491.71	687.34	926.57	1,218.96
营业税金及附加	6.39	6.68	8.09	11.18	15.31
销售费用	7.55	15.14	16.28	19.47	22.24
管理费用	47.46	55.73	67.98	88.25	112.89
研发费用	65.57	72.68	75.64	97.33	124.00
财务费用	(0.97)	(20.54)	(9.48)	(9.11)	(9.02)
资产/信用减值损失	(4.50)	(13.21)	(5.95)	(6.54)	(7.19)
公允价值变动收益	1.12	0.81	0.98	0.00	0.00
投资净收益	2.36	1.09	1.00	2.00	2.00
其他	(13.23)	9.59	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	187.40	62.98	107.69	159.55	220.83
营业外收入	0.29	5.94	3.94	4.33	4.77
营业外支出	3.82	2.63	3.11	3.18	2.97
利润总额	183.87	66.29	108.52	160.70	222.62
所得税	15.41	(0.28)	(0.46)	(0.68)	(0.94)
净利润	168.47	66.57	108.98	161.38	223.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	168.47	66.57	108.98	161.38	223.57
每股收益(元)	1.21	0.48	0.79	1.16	1.61
主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	47.74%	-18.65%	40.26%	35.54%	31.79%
营业利润	56.56%	-66.39%	70.97%	48.16%	38.41%
归属于母公司净利润	54.02%	-60.48%	63.71%	48.08%	38.54%
获利能力					
毛利率	35.65%	27.97%	28.22%	28.60%	28.73%
净利率	20.08%	9.75%	11.38%	12.44%	13.07%
ROE	9.73%	3.85%	5.93%	8.34%	10.81%
ROIC	27.29%	5.22%	7.22%	9.86%	12.57%
偿债能力					
资产负债率	14.17%	11.45%	15.72%	21.96%	26.50%
净负债率	-39.33%	-12.10%	-10.78%	-6.83%	-5.62%
流动比率	6.36	7.45	5.38	3.73	3.03
速动比率	5.38	5.81	4.11	2.88	2.40
营运能力					
应收账款周转率	3.76	2.63	3.00	3.27	3.60
存货周转率	4.12	2.74	3.13	3.60	4.39
总资产周转率	0.55	0.34	0.46	0.56	0.65
每股指标(元)					
每股收益	1.21	0.48	0.79	1.16	1.61
每股经营现金流	0.63	0.58	0.57	0.99	1.53
每股净资产	12.48	12.45	13.24	13.94	14.91
估值比率					
市盈率	30.51	77.21	47.16	31.85	22.99
市净率	2.97	2.98	2.80	2.66	2.49
EV/EBITDA	19.82	28.26	28.47	21.33	16.40
EV/EBIT	22.91	39.95	44.30	30.15	21.80

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com