

公司研究

全球领先的互联解决方案制造商，AI+Audio+EV 三大业务开启新成长空间

——FIT HON TENG (6088.HK) 首次覆盖报告

要点

鸿腾精密隶属于鸿海集团，是全球领先的互联解决方案制造商。公司前身是鸿海精密工业股份有限公司的网络连接产品事业群，于2013年从鸿海分拆独立运营，并于2017年在港交所上市。经过四十余年技术积累和发展，公司形成了集冲压、成型、电镀、线缆押出和组装于一体的高度垂直整合的精密制造体系，业务领域涵盖智能手机、通信基础设施、电脑及消费性电子、电动汽车以及TWS耳机等终端产品。根据Bishop&Associates 2022年的排名，公司的连接器业务在PCB、I/O Rectangular、IC Sockets、Fiber Optics产品领域位列前五。

聚焦5G AIoT、Audio、EV三大领域，开辟成长新动能。1) **5G AIoT:** 有望受益于AI数据中心建设对相关高速连接产品的强劲需求。英伟达GB200 NVL机柜GPU与NV Switch采用铜互联方式，相关连接产品具备专利、制造壁垒，我们认为公司凭借多年连接器行业的技术积累、精益制造能力，有望通过英伟达认证，进入背板连接供应商名单。此外，公司仍保留部分光学互联业务和技术，如800G光模块产品、CPO等，有能力承接云厂商算力集群对于光模块的需求。2) **Audio:** 通过收购SSI和Belkin，公司和自身声学业务结合形成完整声学产品布局，业务涵盖消费电子微型扬声器代工(OEM)、Beats耳机的制造(ODM)、Belkin自有品牌的TWS、有线、头戴式多种类耳机(OBM)。公司已切入A客户TWS耳机代工组装，我们预计2025年起，印度声学产线投产后，公司为A客户TWS耳机代工份额有望逐年提升。3) **EV:** 电动车电气化和智能化趋势对汽车连接器产生了更大的需求。公司凭借自身在连接器领域的技术优势和精密制造能力，供应特斯拉CPD和充电模组等。收购Prettl(后更名为Voltaira)进行整合后，有望发挥技术、管理、销售等协同效应，2024年全年并表带动公司电动车业务收入增长，电动车业务的整体盈利能力有望进一步改善。

盈利预测、估值与评级: 我们预测公司2024-2026年营收分别为4,509、6,273、7,880百万美元，分别同比增长7.5%、39.1%、25.6%；2024-2026年归母净利润分别为176、271、376百万美元，分别同比增长36.7%、53.5%、38.8%。基于公司：1) 连接器领域全球领先，有望切入GB200 NVL机柜背板连接业务；2) A客户TWS耳机组装代工份额有望进一步提升；3) Voltaira整合后有望发挥协同效应，业绩成长逻辑清晰，且具备一定的稀缺性和溢价空间。我们首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示: 消费电子行业复苏情况不及预期；收购Voltaira整合及协同效应不及预期；服务器行业增速不及预期；背板连接业务未通过英伟达认证风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	4,531	4,196	4,509	6,273	7,880
营业收入增长率(%)	0.9	(7.4)	7.5	39.1	25.6
净利润(百万美元)	170	129	176	271	376
净利润增长率(%)	23.2	(24.0)	36.7	53.5	38.8
EPS(美元)	0.024	0.018	0.024	0.037	0.052
P/E	12	16	11	7	5

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

注：股价时间为2024年9月3日；汇率：按1USD=7.7973HKD计算。截止2024年6月30日，公司最新股本数为7,289.95百万股。2024-2026 EPS根据最新股本数计算。

买入(首次)

当前价：2.11 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebsecn.com

分析师：王贇

执业证书编号：S0930522120001

021-52523862

yunwang@ebsecn.com

联系人：沈昱恒

021-52823686

shenyuheng@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	72.90
总市值(亿港元)	153.82
一年最低/最高(港元)	0.88-3.95
近3月换手率(%)	60.7

股价相对走势



收益表现

	1M	3M	1Y
相对	-8.5%	-4.1%	109.2%
绝对	-2.8%	-8.3%	104.9%

资料来源：Wind

目录

1、 鸿腾精密：全球领先的互联解决方案制造商	4
1.1 隶属于鸿海集团，以连接器业务起家	4
1.2 “3+3” 战略多元化业务布局	5
1.3 公司与鸿海集团联系紧密，股权结构较为集中	6
1.4 EV 电动车汽车和系统终端产品营收占比提升	7
2、 聚焦三大关键领域，开辟成长新动能	8
2.1 5G AIoT：高速连接领域全球领先，提供从“铜到光”的连接方案迎接 AI 算力基础设施需求增加	8
2.2 EV 电动车：拥抱汽车智能化趋势，并表 Voltaira 有望发挥协同效应	11
2.3 Audio 声学：发挥精益生产规模优势，切入 AirPods 量产出货提供增长动能	13
3、 财务分析	15
4、 盈利预测与估值评级	17
4.1 盈利预测	17
4.2 相对估值	19
4.3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	21
5、 风险分析	22
5.1 消费性电子行业复苏情况不及预期	22
5.2 收购 Voltaira 整合及协同效应不及预期	22
5.3 服务器行业增速不及预期	22
5.4 背板连接业务未通过英伟达认证风险	22

图目录

图 1 : 公司产品矩阵.....	4
图 2 : 2021 年全球连接器市场竞争格局.....	5
图 3 : 鸿腾精密发展历程.....	6
图 4 : 鸿腾精密股权结构.....	7
图 5 : 鸿腾精密营业收入及同比增速.....	8
图 6 : 鸿腾精密净利润及同比增速.....	8
图 7 : 鸿腾精密各业务板块收入 (单位: 百万美元).....	8
图 8 : 鸿腾精密各业务板块收入占比.....	8
图 9 : 鸿腾精密部分铜基零组件和光学产品.....	9
图 10 : 鸿腾精密针对数据中心的互联解决方案.....	9
图 11 : 全球生成式 AI 计算市场规模预测.....	10
图 12 : GB200 NVL72 运算主板和交换主板内部构造.....	10
图 13 : NVIDIA DGX GB200 NVL72 机柜及柜内连接.....	10
图 14 : FIT 800G 光模块相关产品.....	11
图 15 : 鸿腾和联发科技共同开发的 CPOSocket 方案.....	11
图 16 : 2022 年-2032 年全球汽车连接器市场规模.....	12
图 17 : 2022 年全球汽车连接器市场份额占比情况.....	12
图 18 : 鸿腾精密电动汽车产品发展路线.....	12
图 19 : 鸿腾精密 EV 相关产品.....	12
图 20 : Voltaira 历史营收及净利润.....	13
图 21 : Voltaira 产品业务布局.....	13
图 22 : 收购 Belkin 后形成从 OEM 到 OBM 完整的声学业务布局.....	14
图 23 : Belkin 历史发展.....	14
图 24 : 2021-2026 年 A 客户 TWS 耳机出货量.....	15
图 25 : 鸿腾全球业务拓展 (红框内为声学相关业务所在地).....	15
图 26 : 2019 年-2023 年鸿腾精密毛利率和净利率.....	16
图 27 : 2019 年-2023 年鸿腾精密毛利及同比.....	16
图 28 : 2019-2023 年鸿腾精密销售、行政、研发费用率.....	16
图 29 : 2019-2023 年鸿腾精密财务费用和财务费用率.....	16
图 30 : 2022-2023 年利率上行, 公司财务费用率升高.....	17
图 31 : 鸿腾精密美元借款及占比.....	17

表目录

表 1 : 鸿腾精密管理团队简介.....	6
表 2 : 2022 年各品牌连接器业务排名 (按产品类型划分).....	9
表 3 : 鸿腾精密在声学领域的技术优势.....	13
表 4 : 鸿腾精密盈利预测 (单位: 百万美元).....	19
表 5 : 鸿腾精密及可比公司相对估值.....	21
表 6 : 公司盈利预测与估值简表.....	21

1、鸿腾精密：全球领先的互联解决方案制造商

1.1 隶属于鸿海集团，以连接器业务起家

鸿腾六零八八精密科技股份有限公司（下文统一称为“鸿腾精密”或“公司”）隶属于鸿海集团，以连接器业务起家。公司前身是鸿海精密工业股份有限公司的网络连接产品事业群，于 2013 年从鸿海分拆独立运营，并于 2017 年在港交所上市。作为鸿海集团在连接器和精密制造领域的子公司，公司自 1981 年开始聚焦连接器产品研发，经过四十余年技术积累和发展，构成了集冲压、成型、电镀、线缆押出和组装于一体的高度垂直整合的精密制造体系，在全球电子制造服务领域中占据重要地位。公司业务领域涵盖智能手机、通信基础设施、电脑及消费电子、电动汽车等。

鸿腾精密的主要业务包括：

智能手机：移动和无线设备的连接器和无线配件、lightning 接口等。

通信基础设施：光纤、光缆等光学产品，以及线缆、连接器组件等铜连接产品。

电脑及消费电子：电脑和平板连接器、扬声器模块等。

电动汽车：充电枪、充电端口、人机界面（HMI）、连接线束等。

系统终端产品：无线耳机、电子产品配件等。

其他：工业连接器及电缆、医疗电缆套件等。

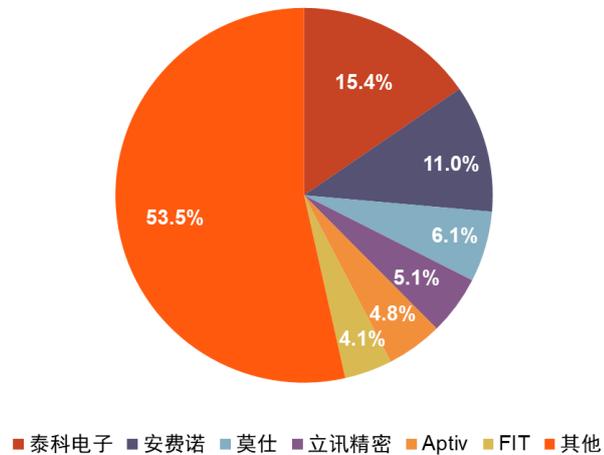
图 1：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所整理

根据中商情报网的统计和预测，2022 年全球连接器市场规模为 841 亿美元，2024 年将达 954 亿美元。2021 年，泰科电子、安费诺和莫仕市场份额位列前三，分别为 15.4%、11.0%、6.1%。鸿腾精密（FIT）位列第六，市场份额为 4.1%。

图 2：2021 年全球连接器市场竞争格局



资料来源：Bishop&Associates、中商产业研究院、光大证券研究所整理

1.2 “3+3” 战略多元化业务布局

鸿腾精密成立于 2013 年 4 月，前身可追溯到 1981 年鸿海集团的网络连接产品事业群。公司以连接器业务起家，截至目前发展历程大体分为三个阶段：

1) 初期发展阶段（1981-2013 年）：连接器业务起家，2013 年从鸿海分拆独立运营

1981 年，鸿海开启互连解决方案及相关产品研发与生产业务，业务涉及连接器产品、铜基零组件、CPU 插槽、智能手机连接器等。2013 年鸿腾精密注册成立，开始独立运营。

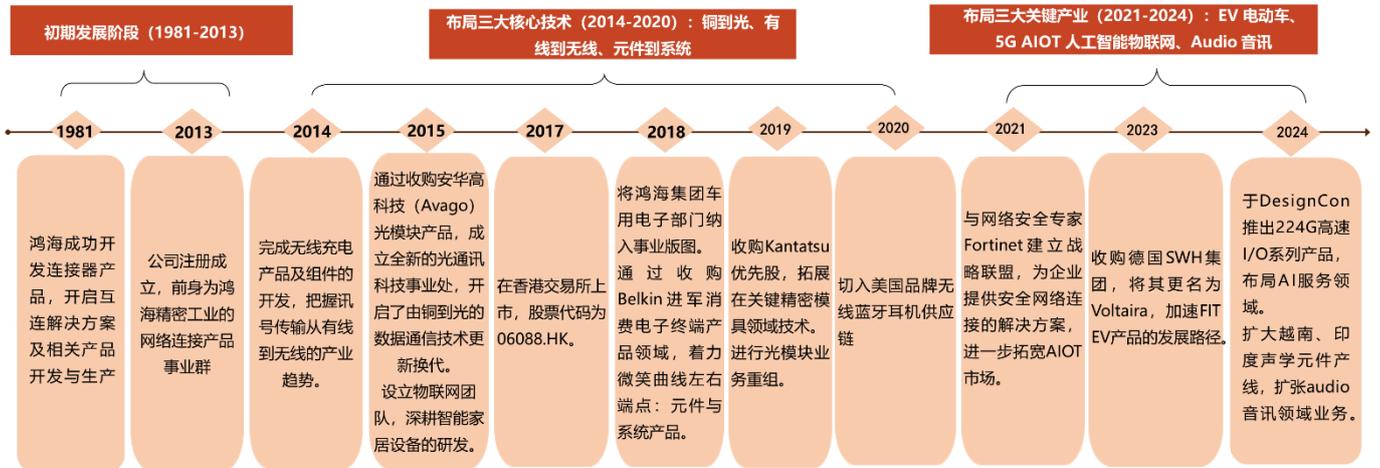
2) 技术布局阶段（2014-2020 年）：布局“铜到光、有线到无线、元件到系统”三大核心技术

2014 年，公司完成无线充电产品及组件的研发，积极把握信号传输从有线到无线的产业趋势。2015 年，公司通过收购安华高科技（Avago）光模块业务，成立全新的光通讯科技事业部，开启由“铜到光”的数据通信技术迭代。同年，公司设立物联网团队，深耕智能家居设备研发。2017 年公司在香港联合交易所上市。2018 年公司将鸿海集团车用电子部门纳入事业版图，并通过收购 Belkin 进军消费电子终端产品领域，着力元件与系统产品。2019 年，公司进行光模块业务重组，将光模块业务出售给博通（Broadcom），自身保留销售渠道业务。2020 年，公司切入美国品牌无线蓝牙耳机供应链。

3) 产业布局阶段（2021 年至今）：布局“5G AIoT 人工智能物联网、EV 电动车、Audio 声学”三大核心产业

2021 年，公司与网络安全专家 Fortinet 建立战略联盟，为企业提供更安全网络连接的解决方案，进一步拓宽 AIoT 市场。2023 年公司收购德国 Prettl SWH 集团（后更名为 Voltaira）汽车线缆公司，扩充 EV 产品线 and 客户群。2024 年，公司于 Design Con 大会推出 224G 高速 I/O 系列产品，布局 AI 服务器领域。声学方面，公司于 2021 年收购 Sound Solutions International (SSI)，扩展微型扬声器和接收器模块产品业务，强化声学 ODM 和 Belkin 业务的技术基础；此外，TWS 耳机组装代工业务持续量产爬坡。

图 3：鸿腾精密发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，光大证券研究所绘制

1.3 公司与鸿海集团联系紧密，股权结构较为集中

公司管理层经验丰富，CEO 在连接器领域深耕多年。公司总裁兼 CEO 首席执行官卢松青先生曾在通用公司和泰科电子 (TE Connectivity) 从事连接器业务相关工作，于 1990 年加入鸿海集团，陆续担任经理、副总经理和总经理，负责连接器业务。卢松青先生于 2019 年 6 月至 2022 年 6 月期间任鸿海集团董事会成员，2013 年鸿腾精密从鸿海集团拆分独立运营，任公司领导层。

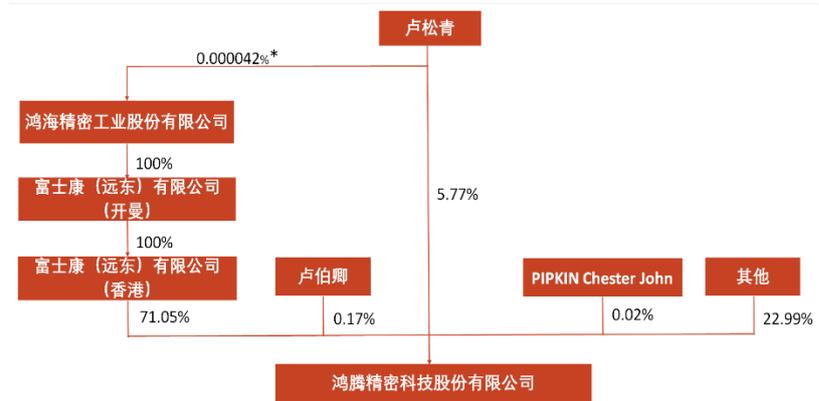
表 1：鸿腾精密管理团队简介

姓名	职位	背景简介
卢松青	总裁、CEO、董事长	1981 年至 1988 年,担任通用汽车公司俄亥俄州帕卡德电力部的连接器产品工程师。1988 年至 1990 年,在 TE Connectivity Ltd. (一家从事连接器制造业务的公司) 从事制造工作。1990 年,加入鸿海并担任总经理等多项职务,负责连接器技术业务。2013 年鸿腾精密从鸿海集团拆分独立运营,任 FIT 掌舵人。
卢伯卿	COO、CFO、执行董事	2008 年至 2013 年,担任德勤中国的 CEO; 2012 年至 2013 年,任德勤有限公司全球执行委员会成员。为董事长卢松青先生的胞兄弟。
PIPKIN Chester John	执行董事、Belkin (鸿腾精密附属公司) 执行董事长	于 1983 年创办 Belkin, 直至 2021 年 1 月一直担任 Belkin CEO, 负责 Belkin 的策略及运营。2016 年至 2020 年被洛杉矶商业周刊评选为洛杉矶 500 位最具影响力人物之一。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司股权结构较为集中，鸿海集团为公司实际控制人。截至 2024 年 7 月 10 日，鸿海集团通过富士康 (开曼) 和富士康 (香港) 持有鸿腾精密 71.05% 股份，为公司实际控制人。公司 CEO 卢松青先生直接持有公司 5.77% 股份，并通过持有鸿海集团股份间接持有公司股份。公司管理层成员卢伯卿先生和 PIPKIN Chester John 分别持有公司 0.17%、0.02% 股份。

图 4：鸿腾精密股权结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：数据截至 2024 年 7 月 10 日，卢松青于 2024 年 7 月 9 日减持，减持后持股 5.77%。卢伯卿于 2024 年 7 月 8 日减持，减持后持股 0.17%。“*”为卢松青先生与配偶共同持股，“其他”为其他 H 股持股股东。

公司设立多项股份激励计划，长效激励促进企业成长。公司先后批准并采纳多项股份激励计划，包括股份授出计划、股权认购计划以及受限制股份奖励计划。2015 年 1 月，董事会批准股份授出计划，CEO 卢松青先生获授 34,944 万股份。2017 年 12 月，股东大会批准购股计划，授予董事、雇员等购买公司股份的权利。此外，公司于 2018 年 1 月和 2019 年 2 月先后批准了两项十年期受限制股份奖励计划。截至 2023 年 12 月 31 日，第一项受限制股份奖励计划已购买 21,364.2 万股股份，第二项受限制股份奖励计划已购买 3,606.1 万股股份。

1.4 EV 电动车汽车和系统终端产品营收占比提升

公司六大业务板块分别为智能手机（Smartphones）/通信基础设施（Networking）/电脑及消费电子（Computing）/电动汽车（EV）/系统终端产品（System products）/其他（Others），分别聚焦移动和无线设备的连接器和无线配件/数据中心及企业网络服务器/电脑和平板连接器和扬声器模块/电动汽车连接器和线缆/无线耳机等终端产品/其他产品。

2023 年上述业务板块收入占比分别为 25%/10%/18%/7%/34%/6%。2019-2023 年，智能手机、电脑及消费电子作为公司传统业务，收入占比有所下降，但仍是营收主要来源。电动汽车和系统终端产品收入占比提升，由于：1) 收购 Voltaira 并表为 EV 业务贡献收入；2) 公司系统终端产品保持较高竞争力。通信基础设施收入占比近三年呈下降趋势，由于剥离部分低毛利光模块业务所致。伴随：1) 传统通用服务器景气度回升；2) 生成式 AI 发展驱动 AI 服务器需求高速增长，我们预计 2024 年通信基础设施业务收入有望回升。

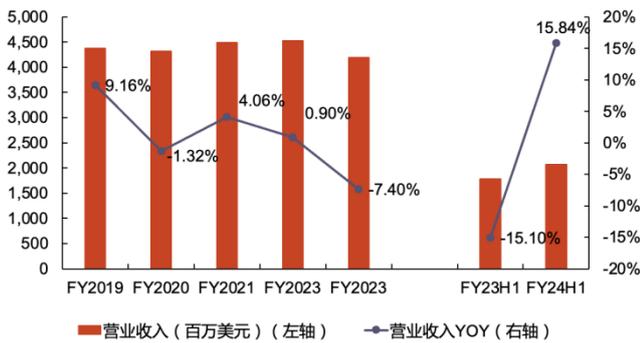
2023 年消费电子和服务器相关业务收入同比下降，电动汽车和系统终端产品收入同比增长。

公司 2023 年收入 41.96 亿美元，同比下降 7.40%；净利润 129.57 百万美元，同比下降 23.93%。其中各业务收入：1) 智能手机业务收入 10.44 亿美元，同比下降 17.18%，由于下游品牌公司高端智能手机连接器产品方案变化，及同业价格竞争压力所致。2) 通信基础设施业务收入 4.25 亿美元，同比下降 43.65%，主要原因是剥离部分低毛利光模块业务，叠加传统通用服务器去库存致铜基组件出货量下滑；3) 电脑及消费性电子业务收入 7.73 亿美元，同比下降 5.66%，由于电脑和消费电子行业景气度下行导致；4) 电动汽车业务收入 3.05 亿美元，

同比上升 99.66%，主要由于收购 Voltaira 并表贡献；5) 系统终端产品收入 14.15 亿美元，同比上升 5.97%，由于产品保持较高竞争力。

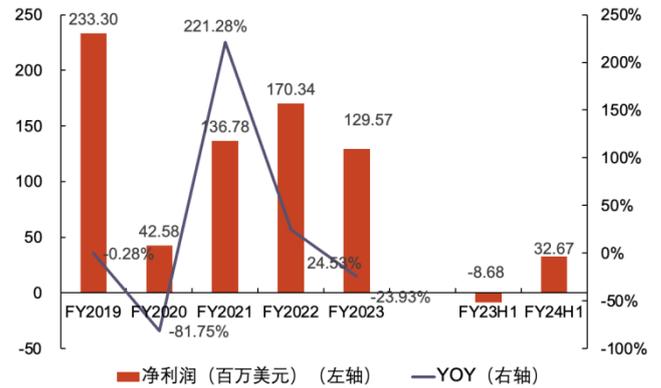
公司 24H1 实现收入 20.67 亿美元，同比增长 15.9%；净利润 3,267.2 万美元，23 年同期亏损，业绩扭亏为盈。智能手机/网络基础设施/电脑及消费性电子/系统终端产品/电动汽车业务，收入分别为 4.15/2.61/3.78/6.72/2.27 亿美元，同比-4.8%/+19.2%/+0.2%/+14.2%/+217.0%。网络基础设施和电动汽车收入增速较高，分别系服务器市场需求强劲和 Voltaira 并表。

图 5：鸿腾精密营业收入及同比增速



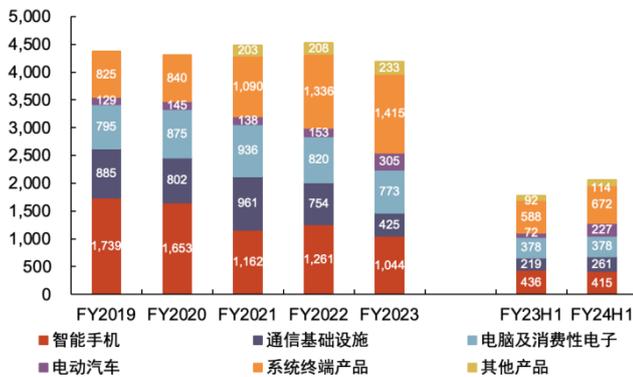
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：鸿腾精密净利润及同比增速



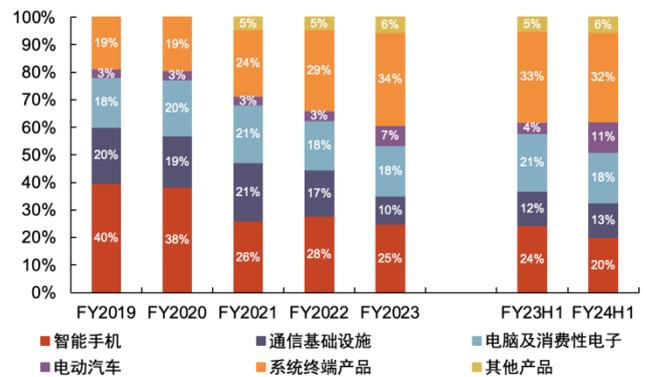
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：鸿腾精密各业务板块收入（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：鸿腾精密各业务板块收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、聚焦三大关键领域，开辟成长新动能

2.1 5G AIoT：高速连接领域全球领先，提供从“铜到光”的连接方案迎接 AI 算力基础设施需求增加

5G AIoT 业务包含铜基组件和光学产品，提供从“铜到光”的连接方案。公司通信基础设施业务提供：1) 铜基组件，主要包括线缆（I/O 线缆组件、高速铜缆等）和连接器组件（CPU 插槽、电源连接器、扩展坞接口等连接器）产品；2)

光学产品，主要包括符合短距离传输多模光纤和中长距离单模光纤参数的光模块和光缆等，在数据中心、企业网络、高性能计算等领域具有广泛的应用。

图 9：鸿腾精密部分铜基零组件和光学产品



资料来源：公司公告

图 10：鸿腾精密针对数据中心的互联解决方案



资料来源：公司公告

公司深耕高速传输领域，持续投入研发、积极参与行业标准制定，在全球连接器市场拥有领先地位。公司分别在 2008 年和 2014 年，协同行业协会制定 USB 3.0 和 USB-C 的规格标准。在 2012 年成功开发并推出 AOCs 和 DDR4 插槽。根据公司招股说明书，2016 年公司通信基础设施领域的连接器业务已达到业内第四，仅次于泰科电子 (TE Connectivity)、安费诺 (Amphenol) 和菲尼萨 (Finisar)。根据 Bishop&Associates 数据，按下游领域划分，2022 年公司的连接器业务在电脑及外围设备领域排名第一；按产品类型划分，2022 年公司的连接器业务在 PCB、I/O Rectangular、IC Sockets、Fiber Optic、Telecom 领域分别位列第 4、3、3、3、7 位。

表 2：2022 年各品牌连接器业务排名 (按产品类型划分)

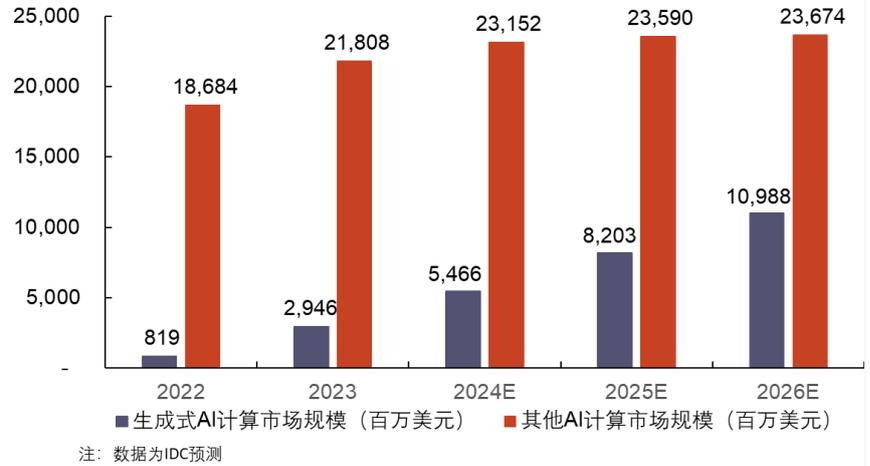
	PCB	I/O Rectangular	IC Sockets	Fiber Optic	Telephone/Telecom
1	TE Connectivity	TE Connectivity	OTES	TE Connectivity	Amphenol
2	Amphenol	Lux share	TE Connectivity	Amphenol	Lu share
3	Molex	Foxconn(FIT)	Foxconn(FIT)	Foxconn(FIT)	Molex
4	Foxconn(FIT)	Molex	Yamachi	Corning	TE Connectivity
5	Luxshare	Amphenol	Amphenol	CommScope	BizLink
6	Hirose	JAE	Molex	Molex	CommScope
7	Samtec	J.S.T.	Leeno	JONHON	Foxconn(FIT)
8	J.S.T.	Aptiv	Enplas	Aptiv	Speed Tech
9	Shenzhen Deren	Glenair	Shenzhen Deren	Rosenberger	Yamachi
10	OTES	HARTING	Hosiden	HUBER+SUHNER	Telegartner

资料来源：Bishop&Associates，光大证券研究所

生成式 AI 对数据存储/传输/处理的需求呈现指数级增长，驱动底层算力基础设施建设需求扩张。根据 IDC 的预测，全球数据总量将在 2024 年达到 142.6ZB。根据中国信通院的预测，全球算力总规模将以超 50% 的增速，在 2025 年超过 3ZFlops，在 2030 年超过 20ZFlops。相应算力体系和基础设施建设需求扩张。Meta、Microsoft 等北美头部云服务商和中国互联网/云服务提供商都在全球范围内加大力度建设数据中心，根据 2024 年 Q1 财报，微软、谷歌、Meta、亚马

逊出于建设数据中心、投入生成式 AI 等原因，均上调全年资本开支；国内电信、移动、联通三大运营商均增加算力投资。

图 11：全球生成式 AI 计算市场规模预测



资料来源：清华大学全球产业研究院等联合发布的《2022-2023 全球计算力指数评估报告》，光大证券研究所

对高速连接相关产品的需求量持续提升。英伟达在 GB200 NVL 机柜中大量采用铜互联。英伟达在 GTC2024 大会发布基于 Blackwell 架构的 GB200，以及完整的服务器机柜选项 GB200 NVL72/36。NVL72/36 中 GPU 与 NVSwitch 采用铜互联形式（高速背板连接），整个机柜使用的铜缆长度累计约 2 英里。机柜外部二层以上组网则采用光互联形式（光模块-I/O 连接器）。预计云服务提供商、企业数据中心等将持续建设算力基础设施，对 GB200 产生较大需求。

图 12：GB200 NVL72 运算主板和交换主板内部构造



资料来源：fibermail, servethehome, 光大证券研究所

图 13：NVIDIA DGX GB200 NVL72 机柜及柜内连接



资料来源：servethehome

公司高速连接业务有望迎来放量。公司在 AI 服务器领域积极布局 EDSFF 连接器、MCIO/MXIO/DACEM 线缆、CMM 内存插槽等多类新型产品。2024 年在 Design Con 大会推出 224G 高速 I/O 系列产品。公司在高速连接领域持续积累，拥有行业领先的铜连接解决方案，包括共同封装解决方案、近晶片连接器和 224G 内部电缆到 IO 等家族系列产品，可应用于 GPU 内部连接。背板连接业务方面，我们预计公司凭借多年的连接器行业的技术积累、精益制造能力、自主专利，有望通

过英伟达认证，进入 GB200 NVL 机柜供应商名单，从而受益于 GB200 NVL 机柜的强劲需求。

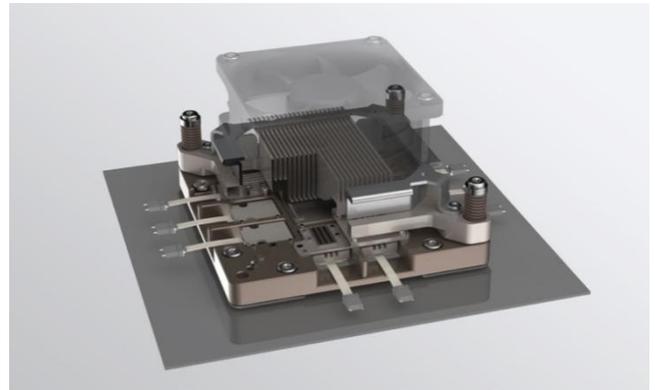
公司具备光模块领域技术积淀，有能力承接云厂商算力集群对于光模块的需求。2015 年起，公司先后收购安捷伦科技和惠普的光模块产品事业部，以及安华高 (Avago) 旗下的光模块事业单位和资产，后于 2021 年将光模块资产出售给博通 (Broadcom)。安华高的技术储备结合公司优异的制造、成本管控能力，为后续光模块业务发展奠定了基础。2018 年，公司在设计和制造上都具有较高壁垒的 400G 高速光模块上实现了研发突破。2022-2023 年，公司因产品结构调整，部分低毛利光模块业务的收入比重有所降低，但公司仍保留部分光连接相关技术储备和产品，如 QSFP-DD800 系列 800G 光模块和 CPO 等。2024 年公司携手联发科技开发 CPO (CO-PACKAGED OPTICS) 连接方案，凭借低延迟、低功耗的优势，为 AI 高算力、高效能比的需求提供全新方案。

图 14: FIT 800G 光模块相关产品



资料来源: helm.com.tw

图 15: 鸿腾和联发科技共同开发的 CPOSocket 方案



资料来源: 公司官网

2.2 EV 电动车: 拥抱汽车智能化趋势, 并表 Voltaira 有望发挥协同效应

电动汽车市场规模提升, 汽车电动化和智能化趋势对高速连接器提出更高需求。根据 Mordor Intelligence 预测, 2029 年全球电动汽车市场规模将达到 1.12 万亿美元, 对应 2024 年至 2029 年电动车市场规模复合增速 (CAGR) 为 16.59%。相较于传统燃油车, 电动汽车拥有更高的电气化和智能化水平, 对连接器、线束等汽车连接产品的需求进一步提高。根据 Precedence Research 报告, 2023 年全球汽车连接器市场规模为 78.6 亿美元, 预计 2032 年将达到 122.5 亿美元。根据 Bishop&Associates 统计, 2022 年全球汽车连接器领域泰科电子占统治地位, 市场份额达 39.1%, 矢崎、安波福位列 2、3 位, 份额分别达到 15.3%、12.4%。

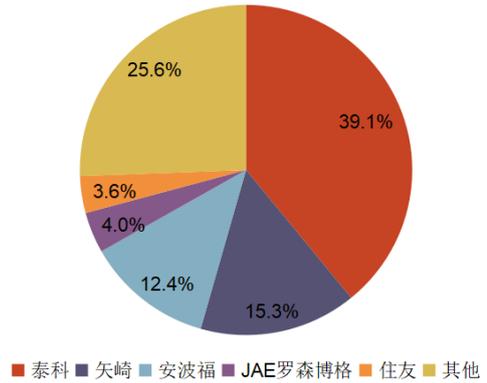
公司深耕汽车连接器业务, 聚焦于电源管理、先进车联网技术及人机交互界面三大战略方向。公司 EV 相关产品涵盖电动汽车充电枪、充电器端口、充电模块、充电系统输出总成及连接线束等连接器产品, 为特斯拉供应 CPD 充电盖 (Charging Port Door)、EV charging module (电动汽车充电模组) 等产品, 以及为 Tier 1 汽车制造商供应汽车连接器产品。此外, 公司深耕车用智能钥匙多年, 拥有 50 多项相关专利, 2022 年和合作伙伴 NXP (恩智浦半导体) 合作推出 Smart Access。

图 16: 2022 年-2032 年全球汽车连接器市场规模



资料来源: Precedence Research 统计及预测, 光大证券研究所

图 17: 2022 年全球汽车连接器市场份额占比情况



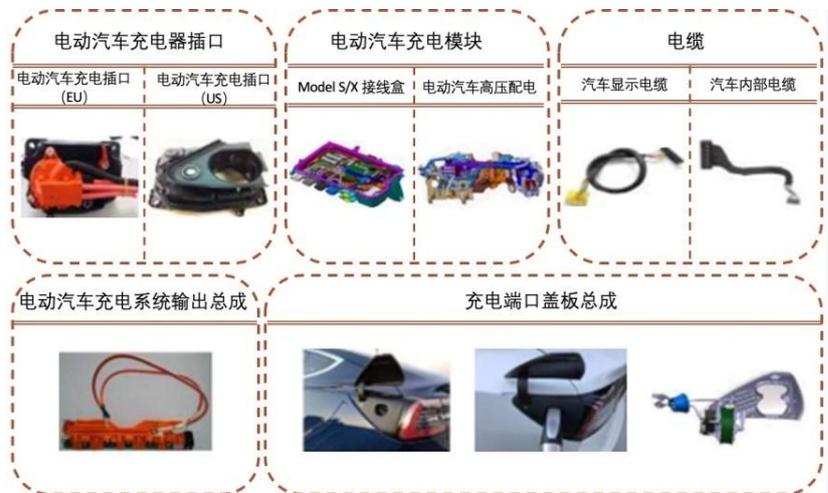
资料来源: Bishop&Associates, 中商产业研究院, 光大证券研究所

图 18: 鸿腾精密电动汽车产品发展路线



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 19: 鸿腾精密 EV 相关产品



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

收购德国著名汽车连接企业 Prettl SWH，有望发挥技术和客户渠道协同效应。2022年12月，公司宣布其全资附属公司 FIT Singapore 以约6倍估值（以2022年指示性 EBITDA 为基准），以对价 1.866 亿欧元收购 Prettl SWH 集团，收购后更名为 Voltaira（后文统一称为“Voltaira”），专注于为汽车、电动汽车和微型汽车行业设计和生产解决方案，为全球 tier-1 汽车供应商和新型移动设备制造商提供服务。Voltaira 三大核心业务为：车用传感器、连接器数据传输系统、车用电动管理，和公司 EV 业务聚焦的“电源管理、车联网、人机界面”三大战略方向形成有效互补。收购 Voltaira 将有助于公司 EV 业务在欧美市场的布局，并进一步丰富汽车连接器的产品线和技术布局。

图 20: Voltaira 历史营收及净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 21: Voltaira 产品业务布局



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.3 Audio 声学：发挥精益生产规模优势，切入 AirPods 量产出货提供增长动能

公司在声学领域拥有大量技术积累。公司在声学方面的核心技术能力包括线圈技术、振动最小化技术以及 CAS 技术。线圈技术通过电磁感应实现高效能量传输，振动最小化技术则通过减少设备和结构中的振动，提升设备寿命和性能，降低噪音。公司还引入第二代 CAS (Controlled Acoustic Structures) 技术，通过优化声学结构，提升扬声器和制动器的音质和稳定性。此外，公司拥有一系列独特的知识产权，如 Shamrock、SiDiAc、FlatAc、FALCo、Coimeleon 和 Bl(x)。

表 3: 鸿腾精密在声学领域的技术优势

核心技术	线圈技术	通过精密的电磁设计将电流转化为声音
	振动最小化	通过振动控制技术，抑制不必要的振动，最终提高系统性能并减轻潜在的不利影响，如结构损坏、噪音产生、能源浪费和功能受损
	第二代 CAS 技术	Controlled Acoustic Structures (受控声学结构)
独有专利	特点和架构、线圈技术和测量工程	
		CAS/ Shamrock/ SiDiAc/ FlatAc/FALCo/ Coimeleon/ Bl(x)

资料来源：公司公告，科技日报，ebooks，光大证券研究所

收购 Belkin、SSI，拓宽声学领域产品线。2018年3月27日，公司宣布以 8.66 亿美元通过合并方式收购 Belkin International (以下简称为“Belkin”)。Belkin 是著名消费电子配件品牌，除消费电子配件之外拥有 Wemo 智能家居业务、Phyn 智能水助手业务。Belkin 的配件产品获得多项技术认证，推出了世界上第一个扩展坞连接器、发布了第一批第三方 MagSafe 配件，在 2023 年宣布了具有更广泛的应用的 Qi2 认证配件。Belkin 配件相关产品包括屏幕保护膜、磁吸

配件、充电器/线、扩展坞等。在声学方面，Belkin 拥有入耳式耳机、开放式耳机、真无线蓝牙耳机、降噪耳机等较完整的耳机产品线。2021 年 10 月，公司收购 Sound Legend Limited (SSI) 公司的全部股本，扩展微型扬声器和接收器模块产品，进一步强化公司原有的 ODM 声学业务，为产品提供更高质量的声学功能。

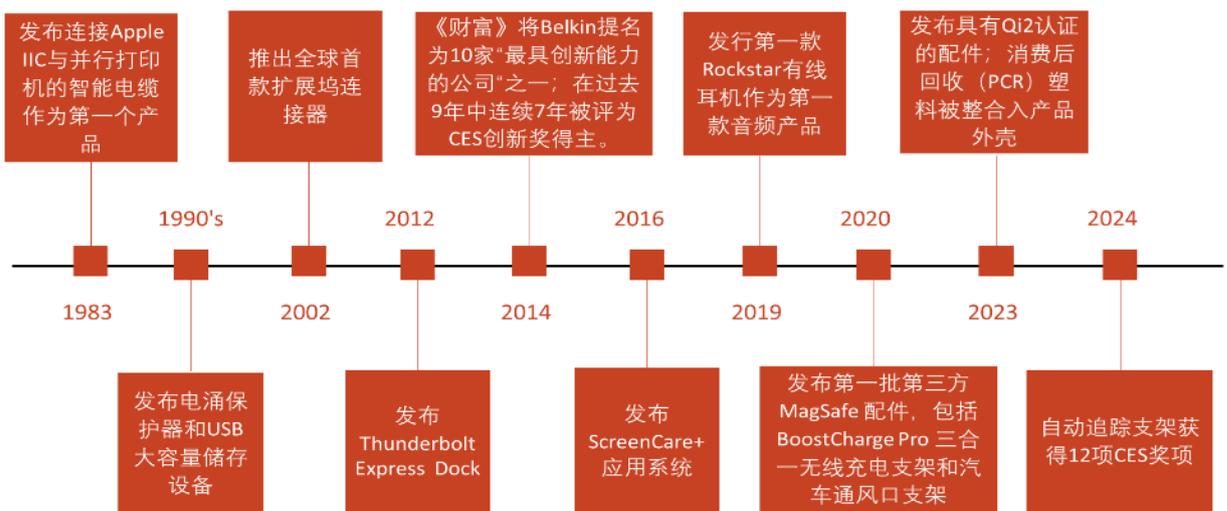
收购 Belkin 形成技术、生产、渠道等多方面协同效应。Belkin 在产品内部设计、研发及消费者洞察具有优势。合并后带来的规模效应有望降低产品制造成本。另外 Belkin 的销售渠道遍布美国、加拿大、南美、亚太及欧洲，向多个不同层级的市场供应丰富产品，收购后进一步展开渠道、零售业务合作，充分发挥协同效应。

图 22: 收购 Belkin 后形成从 OEM 到 OBM 完整的声学业务布局



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 23: Belkin 历史发展



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

发挥高精元件制造和大规模垂直整合生产能力优势，拥有从 OEM 到 ODM 的广泛业务布局。公司结合其垂直整合零组件的制造平台与研发能力，为声学解决方案零部件厂商开发高质量的声学模块，生产完整的微型扬声器、扬声器配件及制动器。2021 年 9 月，Beats 推出拥有全方位自适应主动降噪（ANC）技术的 Beats Fit Pro，公司是 Beats TWS 的原始设计制造商（ODM）。

图 24：2021-2026 年 A 客户 TWS 耳机出货量



资料来源：Canalys，光大证券研究所预测

注：2021-2023 出货量为 Canalys 统计，2024E-2026E 为光大证券研究所预测

图 25：鸿腾全球业务拓展（红框内为声学相关业务所在地）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

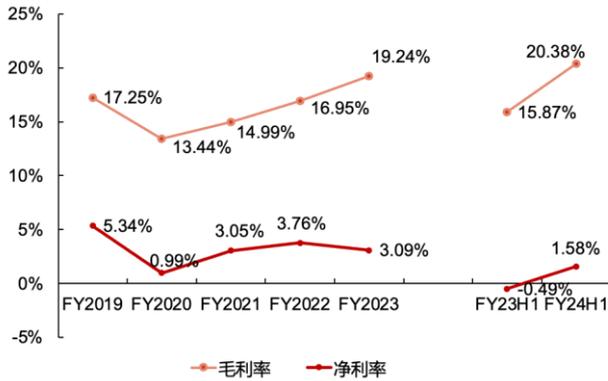
注：“Taiwan”是中国台湾地区

声学产品生产基地遍布全球，A 客户 TWS 耳机组装代工份额有望逐年提升。公司在镇江、越南等多地设有声学产品生产基地。公司旗下的 Sound Legend Limited (SSI) 在镇江地区负责微型扬声器产品生产；TWS 耳机组装代工当前则主要在越南地区。据路透社 2023 年 3 月报道，富士康已切入 A 客户的 TWS 耳机组装代工，计划于 2023 下半年在特伦甘纳邦建设制造工厂，并最早于 2024 年底投产。公司于 2023 年 4 月 21 日发布公告，宣布拟通过全资子公司取得印度特伦甘纳邦内面积为 186.7 英亩的土地，用以兴建工厂、研发中心及宿舍。立讯精密和歌尔股份较早切入 A 客户 TWS 耳机代工，拥有较大代工份额。立讯精密先后于 2010、2011、2014 年，完成对博硕科技、ICT-LANTO、昆山联滔的收购，并通过此三次收购于 2017 年拿下 A 客户 TWS 的组装权。2018 年，歌尔股份凭借领先的声学解决方案切入 A 客户的 TWS 耳机代工业务，成为继立讯之后 A 客户 TWS 的第二大代工商。我们认为印度产线投产将提升公司在 A 客户 TWS 耳机组装代工份额。

3、财务分析

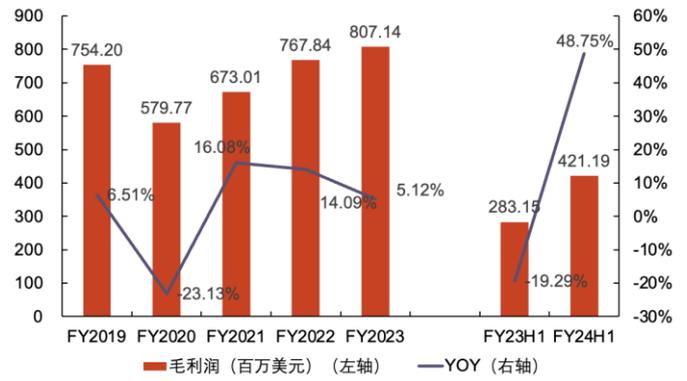
优化产品组合降低低毛利产品收入比重，公司毛利率持续提升。2023 年公司毛利润为 8.07 亿美元，同比上升 5.12%，对应毛利率为 19.24%，同比上升 2.29pct，并连续 4 年稳步提升。2022-2023 年公司持续降低部分低毛利光模块业务收入比重，毛利率提升系产品组合改善所致。24H1 公司毛利率回升，毛利率为 20.4%，同比上升 4.5pct，主要受益于服务器/PC 终端市场复苏及 ASP 提升。

图 26: 2019 年-2023 年鸿腾精密毛利率和净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

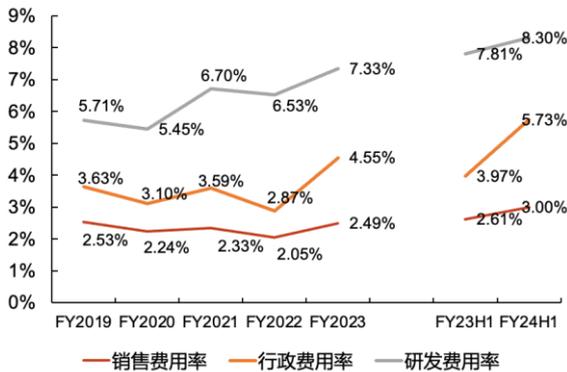
图 27: 2019 年-2023 年鸿腾精密毛利及同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

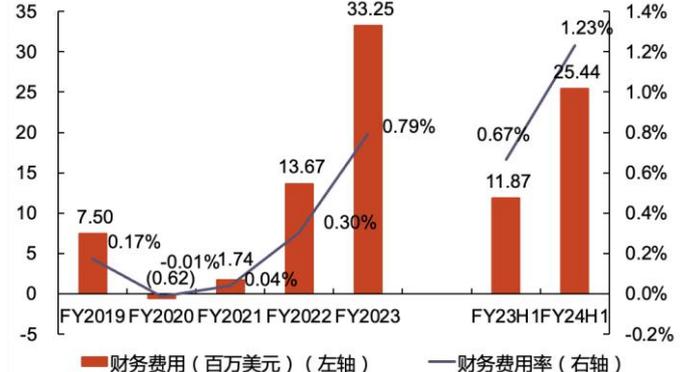
研发投入较大+并表 Voltaira, 23 年整体 OPEX 费用率上升。2019-2023 年公司研发费用率呈上行趋势,其中 2023 年研发开支 3.08 亿美元,同比上升 4.04%,对应研发费用率 7.33%,同比上升 0.81pct,主要由于: 1) 公司自身研发投入加大; 2) 7 月起 Voltaira 研发费用并表。

图 28: 2019-2023 年鸿腾精密销售、行政、研发费用率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 29: 2019-2023 年鸿腾精密财务费用和财务费用率



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

2023 年行政和销售费用分别为 1.91 亿美元、1.05 亿美元,同比上升 46.82%、16.83%,对应行政和销售费用率分别为 4.55%、2.49%,同比上升 1.68pct、0.45pct,主要由于 7 月起 Voltaira 行政和销售费用并表。

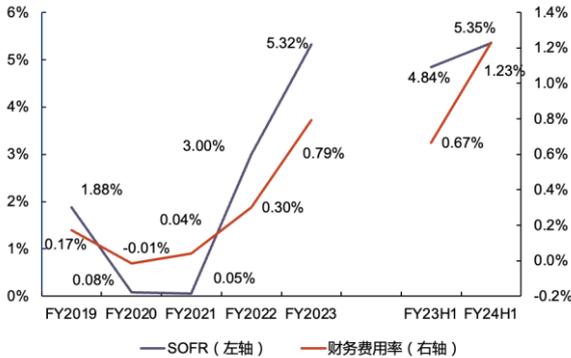
公司 24H1 研发、行政、销售费用分别为 1.72、1.18、0.62 亿美元,同比上升 23.23%、67.42%、33.02%;对应研发、行政、销售费用率分别为 8.30%、5.73%、3.00%,同比+0.50pct、+1.77pct、+0.39pct。

在 2024 年 Voltaira 报表全年合并的影响下,我们预计公司 Opex 将进一步提升。

2022-2023 年公司财务费用增长较快,主要由于借款利率升高所致。2022 年和 2023 年公司财务费用分别为 0.14 亿美元、0.33 亿美元,同比上升 685.18%、143.20%;2022-2023 年公司银行借款保持平稳,以美元借款为主,其中 2022

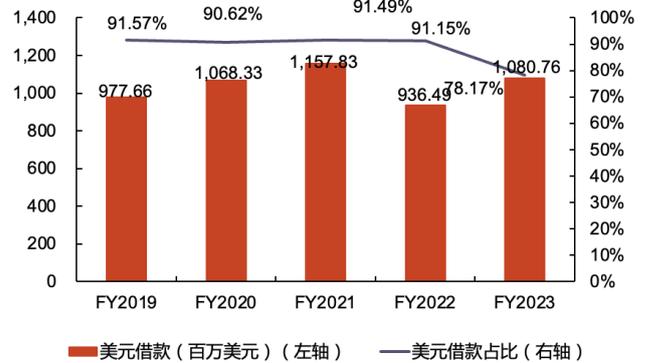
年和 2023 年公司美元借款占比分别为 91.15%、78.17%，同期美元利率大幅上行，致公司银行借贷利息支出升高。2021 年 12 月 31 日 SOFR（美国隔夜担保融资利率）仅 0.05%，2023 年 12 月 29 日 SOFR 上行至 5.32%。

图 30：2022-2023 年利率上行，公司财务费用率升高



资料来源：公司公告，Wind，光大证券研究所。注：2019-2021 年 SOFR 为当年 12 月 31 日数据，2022 年和 2023 年 SOFR 分别为当年 12 月 30 日、12 月 29 日数据。

图 31：鸿腾精密美元借款及占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、盈利预测与估值评级

4.1 盈利预测

收入方面，我们分别从智能手机、通信基础设施、电脑及消费性电子、电动汽车、系统终端产品、其他产品六个业务进行拆分预测。我们参考 2023 年实际数据，并基于以下主要假设：

智能手机（移动设备）：公司智能手机业务供应 A 客户智能手机连接器，份额保持稳定。综合：1) 24Q1 A 客户智能手机出货量同比表现不佳，下降 11.5%；2) 24Q2 A 客户智能手机出货量同比增长 5.6%，下半年新机备货有望同比增长，我们预计 A 客户智能手机出货量 2024 年同比中低个位数下滑。2025-2026 年由于 A 客户手机 AI 功能的推出将推动换机需求，我们预计公司智能手机业务将恢复增长，预测 2024-2026 年智能手机业务营收分别同比增长-6.0%、20.0%、15.0%。

通信基础设施：公司通信基础设施业务下游包括传统服务器和 AI 服务器，包含公司“3+3 战略”中的 5G AIoT 业务。公司 5G AIoT 业务分为线缆、连接器等铜基组件以及光纤、光缆等光学产品两大类。我们认为伴随传统通用服务器行业景气度回升，公司传统服务器相关连接产品将保持稳定增长，推动 2024 年营收双位数增长。由于 24H1 服务器市场需求强劲，公司将网络基础设施业务全年收入增速指引上调至高双位数。我们预计公司有望于 2025 年切入 GB200 NVL 机柜背板连接线供应，并有望受益于 AI 服务器的强劲需求，考虑到 AI 服务器作为新业务，有望促进通信基础设施业务收入高增长。我们预计 2026 年及以后，公司传统服务器和 AI 服务器业务份额进一步提升，预计 2026 年营收延续双位数增长。综合以上原因，我们预测 2024-2026 年通信基础设施业务营收分别同比增长 32.0%、170.5%、35.4%。

电脑及消费性电子：公司的电脑及消费性电子业务包含 PC、平板、游戏机等产品的连接器和微型扬声器等，其中微型扬声器为公司“3+3 战略”中 Audio 声学业务领域产品。我们认为，伴随行业需求复苏，电脑及消费电子市场将会保持

小幅稳定增长。我们预测 2024-2026 年电脑及消费性电子业务营收分别同比增长 8.0%、5.0%、5.0%。

电动汽车：公司的电动汽车业务包括充电产品以及汽车连接器、传感器，对应公司“3+3 战略”中的 EV 电动车业务。自 2023 年下半年起 Voltaira 和公司并表，自 2024 年起 Voltaira 将全年并表，我们预计 Voltaira 将推动公司 2024 年 EV 收入高速增长。2025-2026 年，考虑到收购 Voltaira 后协同整合，公司汽车业务市场份额有望提升，我们预测 2025-2026 年电动汽车业务营收延续双位数增长。综上，我们预测 2024-2026 年电动汽车业务营收分别同比增长 75.1%、15.6%、16.1%。

系统终端产品：公司的系统终端产品包含消费电子产品配件和 TWS 耳机组装代工，包含公司“3+3 战略”中的 Audio 声学业务。公司印度声学工厂最早于 2024 年底投产，有望推动公司 2025 年系统终端产品收入高速增长。公司将声学业务全年收入同比增速指引由高于 15% 下调至小幅下降。根据公司 24Q2 业绩会，新产线布局快于预期，我们分析由于公司集中资源在 A 客户 TWS 耳机新产线布局，致原有产线稼动率低于预期。我们预计在新产线投产后，公司 A 客户 TWS 耳机组装代工份额有望持续提升，带动公司系统终端产品收入增长。我们预测 2024-2026 年鸿腾精密系统终端产品营收分别同比增长-1.1%、35.5%、40.1%。

其他产品：鉴于其他产品为公司非核心业务，我们预计收入持续下降。我们预测 2024-2026 年其他产品营收分别同比增长-15.0%、-5.0%、-5.0%。

综上，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 4,509、6,273、7,880 百万美元，分别同比增长 7.5%、39.1%、25.6%。

毛利率方面：我们预计：1) 智能手机业务毛利率小幅上升；2) 2025 年公司 AI 服务器业务收入占比增加，AI 服务器业务毛利率低于传统服务器毛利率，通信基础设施毛利率下降；3) 电脑及消费性电子毛利率保持稳定；4) 电动车业务因收购 Voltaira 后产品结构优化、协同效应发挥，毛利率上升；5) 低毛利 A 客户 TWS 耳机代工组装业务收入比重增加，系统终端产品毛利率小幅下降；6) 其他业务毛利率将保持稳定。综合以上业务预测，我们预计 2024-2026 年总体毛利率维持稳定。我们预测公司 2024-2026 年毛利率分别为 20.7%、21.0%、20.9%。

OPEX 方面，我们参考 2023 年实际数据，并基于以下主要假设：

1) 销售费用：公司的销售费用率在近五年较为稳定。2023 年由于并表 Voltaira 导致公司销售费用上升，相应销售费用率提高。伴随公司和 Voltaira 在销售渠道的整合推进、发挥协同效应，预计 2024 年销售费用率仍然较高，2025-2026 年销售费用率将小幅下降。

2) 行政费用与研发费用：研发费用方面，公司聚焦于“5G AIoT、Audio、EV”三大领域，在高速铜连接、光模块、汽车高速连接等领域将会持续研发。我们预计 2024-2026 年公司研发费用率将会保持较高水平。行政费用方面，2023 年由于并表 Voltaira 导致公司行政费用大幅上升，相应行政费用率大幅提高，并且我们预计 2024 年仍会维持高位。伴随公司组织管理整合推进、发挥协同效应，我们预计 2025-2026 年行政费用率将有所下降。

综上我们预测公司 2024-2026 年 OPEX 费用率分别为 15.5%、13.0%、12.7%。

综上，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 176、271、376 百万美元，分别同比增长 36.7%、53.5%、38.8%；预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.024、0.037、0.052 美元。

表 4：鸿腾精密盈利预测（单位：百万美元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,531	4,196	4,509	6,273	7,880
移动设备	1,261	1,044	982	1,178	1,355
通信基础设施	754	425	561	1,517	2,054
电脑及消费性电子	820	773	835	877	921
汽车	153	305	534	617	717
系统终端产品	1,336	1,415	1,400	1,896	2,656
其他	208	233	198	188	179
收入同比增速	0.9%	-7.4%	7.5%	39.1%	25.6%
移动设备	8.5%	-17.2%	-6.0%	20.0%	15.0%
通信基础设施	-21.6%	-43.7%	32.0%	170.5%	35.4%
电脑及消费性电子	-12.4%	-5.7%	8.0%	5.0%	5.0%
汽车	10.8%	99.7%	75.1%	15.6%	16.1%
系统终端产品	22.5%	6.0%	-1.1%	35.5%	40.1%
其他	2.4%	12.1%	-15.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	16.9%	19.2%	20.7%	21.0%	20.9%
移动设备	/	/	16.0%	18.0%	18.0%
通信基础设施	/	/	38.8%	28.7%	28.7%
电脑及消费性电子	/	/	20.0%	20.0%	20.0%
汽车	/	/	23.0%	25.0%	26.0%
系统终端产品	/	/	18.7%	17.5%	16.3%
其他	/	/	4.0%	4.0%	4.0%
OPEX %	11.4%	14.4%	15.5%	13.0%	12.7%
销售费用率	2.0%	2.5%	2.5%	2.1%	2.0%
行政费用率	2.9%	4.5%	5.0%	3.5%	3.3%
研发费用率	6.5%	7.3%	8.0%	7.4%	7.4%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测
注：2022-2023 年业务毛利率公司未披露。

4.2 相对估值

我们选取与鸿腾精密在业务属性上接近的可比公司进行相对估值分析。

A 股可比公司选取歌尔股份、立讯精密和工业富联。

歌尔股份主营业务包括精密零部件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务。其中，精密零部件业务主要产品包括微型扬声器、VR/MR 光学器件、精密结构件等，广泛应用于消费电子等终端产品；智能声学整机业务主要产品包括 TWS 耳机、有线/无线耳机等。

立讯精密主要为通信与数据中心、汽车产业和消费电子提供解决方案。其中，通信与数据中心解决方案包括：企业级高速互联、热管理和电源管理，提供从服务器、交换机、柜内、柜间全链路互联解决方案；消费电子解决方案包括办公、智能穿戴、室内生活娱乐等多场景、多品类产品。

工业富联和鸿腾精密同为鸿海子公司。工业富联是全球领先的高端智能制造及工业互联网服务商，业务涵盖云及边缘计算、工业互联网、智能家居、5G 及网络通讯设备、智能手机及智能穿戴设备等五大产品类别。其中云计算产品包括高性能

能服务器、边缘计算、散热和储存等；通讯及移动网络设备产品包括 5G/4G 模组、5G 终端等。

美股可比公司选取安费诺和泰科电子。

安费诺和泰科电子均为全球领先的连接器行业公司。安费诺的业务涵盖汽车、宽带、航空、数据中心等多领域的互联产品。泰科电子的业务涵盖连接器、传感器、电缆、天线等产品，并布局四大电动汽车应用领域：充电、电池、电动传动系统、辅助系统。

H 股可比公司选取比亚迪电子、瑞声科技和高伟电子。

比亚迪电子业务涵盖智能手机及笔记本电脑、新型智能产品、汽车智能系统和数据中心等领域。其中，数据中心业务涉及企业级通用服务器、存储服务器、AI 服务器等服务器产品。

瑞声科技业务涵盖声学、触觉、光学、传感器及半导体和精密制造。其中声学业务涵盖硬件、算法、调试服务，提供专业的音频品牌打造服务。

高伟电子的业务涵盖消费电子领域，负责智能手机、电脑等消费电子产品的摄像头模组。

台湾可比公司选取广达、英业达、纬颖、纬创、嘉泽端子和鸿海。

全球领先的 AI 与 GPU 平台制造商纬创 (Wistron) 提供服务器产品和网络交换器，积极开发光电共同封装技术，为企业及数据中心提供自 1G 至 800G 以上频宽的网络交换器。

电脑及服务器制造厂商广达 (Quanta) 提供 5G 网路基础架构解决方案，从 2015 年起布局电动车产业，研发制造车身相关控制系统、车用导航系统等产品。

电子产品厂商英业达 (Inventec) 深耕消费电子领域，近年来切入无线通讯、车用电子、物联网等领域，提供自动驾驶辅助系统、车载无线充电模组等产品及 5G AIoT 4.0 解决方案。

纬创旗下子公司纬颖 (Wiwynn) 专注于云端计算服务器开发，为数据中心提供 PCIe 储存扩充卡等配件。

嘉泽端子以连接器 (含连接线) 为主要产品，目前已成功研发电脑、服务器、移动通信和汽车行业所需连接器。

鸿海集团是鸿腾精密的实际控制人，业务领域相似，涵盖消费智能产品、服务器等网络产品、电脑终端产品等。

公司估值低于可比公司平均水平，具备吸引力。我们预测公司 2024-2026 年的 EPS 分别为 0.024、0.037、0.052 美元，按照 2024 年 9 月 3 日股价，分别对应 2024-2026 年 11、7、5 倍 PE，低于可比公司的 PE 均值；公司 2024 和 2025 年的 PEG 估值分别为 0.3、0.2，低于可比公司 PEG 均值。参考可比公司估值，我们认为公司当前估值水平具备吸引力。

表 5: 鸿腾精密及可比公司相对估值

公司代码	公司名称	最新价格	净利润 (百万)				CAGR (23-26E)	PE				PEG	
			FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2024E	FY2025E
2382.TW	广达	272.00	39,676	58,661	70,441	84,386	29%	26	18	15	12	0.5	0.4
2356.TW	英业达	44.60	6,131	8,585	11,214	12,726	27%	26	20	14	13	0.6	0.4
6669.TW	纬颖	1840.00	12,044	20,776	25,961	31,360	36%	27	16	13	11	0.4	0.3
3231.TW	纬创	99.10	11,472	19,003	24,283	28,094	34%	24	15	12	10	0.3	0.3
3533.TW	嘉泽端子	1510.00	5,593	8,693	10,245	11,744	28%	30	20	17	14	0.6	0.5
2317.TW	鸿海	185.00	142,098	159,233	209,593	236,823	23%	18	16	12	10	0.8	0.6
APH.N	安费诺	61.91	1,928	2,253	2,616	2,978	13%	38	35	30	26	2.7	2.3
TEL.N	泰科电子	148.40	1,910	3,498	2,480	2,698	15%	24	20	18	16	1.2	1.1
002241.SZ	歌尔股份	20.00	1,088	2,597	3,460	4,225	57%	63	26	20	16	0.3	0.3
002475.SZ	立讯精密	38.63	10,953	13,765	17,180	20,628	23%	25	20	16	13	0.8	0.6
601138.SH	工业富联	19.44	21,040	25,926	32,532	36,955	21%	18	15	12	10	0.6	0.5
0285.HK	比亚迪电子	27.30	4,041	4,420	5,798	7,166	21%	14	12	9	8	0.5	0.4
2018.HK	瑞声科技	32.15	740	1,584	2,044	2,334	47%	47	22	17	15	0.3	0.3
1415.HK	高伟电子	22.50	47	116	201	259	68%	52	24	14	11	0.3	0.2
平均	/	/	/	/	/	/	32%	31	20	16	13	0.7	0.6
6088.HK	鸿腾精密	2.11	129	176	271	376	41%	15	11	7	5	0.3	0.2

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测。

注: 股价日期为 2024 年 9 月 3 日, 台湾股市上市公司股价以 TWD 计价, 净利润以 TWD (百万) 计价; A 股上市公司股价以 CNY 计价, 净利润以 CNY (百万) 计价; H 股上市公司股价以 HKD 计价, 其中比亚迪电子与瑞声科技净利润以 CNY (百万) 计价, 高伟电子和鸿腾精密净利润以 USD (百万) 计价; 美股上市公司股价以 USD 计价, 净利润以 USD (百万) 计价。鸿腾精密 FY2024-FY2026 净利润、CAGR (23-26E)、FY2024-FY2026 PE、FY2024-FY2025 PEG 均为光大证券研究所预测, 其余数据来自于 Bloomberg; 汇率: 1USD/HKD=7.7973, 1HKD/CNY=0.9123

4.3 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

我们预测公司 2024-2026 年营收分别为 4,509、6,273、7,880 百万美元, 分别同比增长 7.5%、39.1%、25.6%; 2024-2026 年归母净利润分别为 176、271、376 百万美元, 分别同比增长 36.7%、53.5%、38.8%。公司现价对应 2024-2026 年 PE 分别为 11X、7X、5X, 可比公司 2024-2026 年平均预测 PE 分别为 20X、16X、13X, 公司估值低于可比公司平均估值水平。

结合 PE 估值, 基于公司: 1) 有望切入 GB200 NVL 机柜背板连接业务; 2) A 客户 TWS 耳机组装代工份额有望进一步提升; 3) Voltaira 整合后有望发挥协同效应, 业绩成长逻辑清晰, 且具备一定的标的稀缺性和溢价空间。首次覆盖, 我们给予鸿腾精密“买入”评级。

表 6: 公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	4,531	4,196	4,509	6,273	7,880
营业收入增长率 (%)	0.9	(7.4)	7.5	39.1	25.6
净利润 (百万美元)	170	129	176	271	376
净利润增长率 (%)	23.2	(24.0)	36.7	53.5	38.8
EPS (美元)	0.024	0.018	0.024	0.037	0.052
P/E	11	15	11	7	5

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测。

注: 股价时间为 2024 年 9 月 3 日; 汇率: 按 1USD=7.7973HKD 计算。截止 2024 年 6 月 30 日, 公司最新股本数为 7,289.95 百万股。2024-2026 EPS 根据最新股本数计算。

5、风险分析

5.1 消费性电子行业复苏情况不及预期

公司智能手机、电脑及消费电子、系统终端产品等多个业务板块收入和下游终端市场景气度密切相关，若消费电子等行业复苏情况不及预期，公司可能面临经营业绩负面影响。

5.2 收购 Voltaira 整合及协同效应不及预期

Voltaira 的 Opex 费用率较高，公司和 Voltaira 并表后，若业务整合及协同效应不及预期，可能造成公司费用率持续升高、EV 相关业务业绩增长和盈利状况改善不及预期，公司可能面临经营业绩负面影响。

5.3 服务器行业增速不及预期

公司的通信基础设施业务主要面向下游传统服务器和 AI 服务器行业。若：1) 传统服务器景气度回升不及预期；2) AI 服务器需求增速放缓，公司可能面临经营业绩负面影响。

5.4 背板连接业务未通过英伟达认证风险

若公司 GB200 NVL 背板连接业务短期内未通过英伟达认证，可能面临经营业绩负面影响。

财务报表与盈利预测 (单位: 百万美元)

利润表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	4,531	4,196	4,509	6,273	7,880
营业成本	(3,763)	(3,388)	(3,576)	(4,956)	(6,236)
毛利	768	807	933	1,317	1,645
其它收入	(11)	(28)	53	(40)	(40)
营业开支	(470)	(544)	(697)	(816)	(1,002)
营业利润	287	234	289	460	603
财务成本净额	(14)	(33)	(30)	(75)	(67)
应占利润及亏损	(26)	(22)	(3)	0	0
税前利润	248	179	256	386	535
所得税开支	(78)	(50)	(72)	(108)	(150)
税后经营利润	170	130	185	278	385
少数股东权益	(1)	(1)	(8)	(7)	(10)
净利润	170	129	176	271	376
息税折旧前利润	511	447	389	627	773
息税前利润	279	227	266	500	643
每股收益 (美元)	0.02	0.02	0.02	0.04	0.05
每股股息 (美元)	0	0	0	0	0

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

注: 除每股收益和每股股息外, 单位均为百万美元。截止 2024 年 6 月 30 日, 公司最新股本数为 7,289.95 百万股。2024-2026 EPS 根据最新股本数计算。

(单位: 百万美元)

资产负债表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	4,547	5,094	5,143	5,887	6,527
流动资产	2,754	3,097	3,175	3,947	4,617
现金及短期投资	980	1,320	1,353	1,568	1,734
有价证券及短期投资	1	3	3	2	2
应收账款	720	807	854	1,126	1,414
存货	967	802	830	1,076	1,245
其它流动资产	87	164	135	175	221
非流动资产	1,793	1,997	1,968	1,940	1,910
长期投资	123	73	72	72	72
固定资产净额	753	900	850	798	744
其他非流动资产	917	1,024	1,047	1,071	1,095
总负债	2,200	2,656	2,426	2,893	3,148
流动负债	1,539	2,563	2,326	2,774	3,012
应付账款	971	1,095	1,144	1,487	1,871
短期借贷	460	1,394	928	751	436
其它流动负债	108	75	254	536	705
长期负债	661	93	100	119	136
长期债务	575	0	0	0	0
其它	86	93	100	119	136
股东权益合计	2,347	2,437	2,716	2,994	3,379
股东权益	2,345	2,435	2,706	2,976	3,352
少数股东权益	2	3	11	18	27
负债及股东权益总额	4,547	5,094	5,143	5,887	6,527
净现金/(负债)	(141)	(167)	325	698	1,161
营运资本	716	514	540	715	789
长期可运用资本	3,008	2,530	2,817	3,113	3,515
股东及少数股东权益	2,347	2,437	2,716	2,994	3,379

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

(单位: 百万美元)

现金流量表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	556	574	501	588	673
净利润	170	129	176	271	376
折旧与摊销	232	220	123	126	130
营运资本变动	(426)	(434)	(25)	(175)	(74)
其它	580	658	227	366	242
投资活动现金流	(66)	(410)	(69)	(138)	(141)
资本性支出净额	(123)	(283)	(100)	(100)	(100)
资产处置	0	0	0	0	0
长期投资变化	28	42	2	0	0
其它资产变化	28	(170)	30	(38)	(41)
自由现金流	583	349	280	239	376
融资活动现金流	(270)	249	(400)	(235)	(367)
股本变动	0	0	0	0	0
净债务变化	(239)	359	(466)	(176)	(315)
派发红利	0	0	0	0	0
其它长期负债变化	(31)	(111)	67	(58)	(52)
净现金流	220	412	32	215	166

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP