

卡倍亿 (300863.SZ)

强烈推荐 (维持)

汽车线缆领域“小巨人”，全球化+产品外延双轮驱动

公司设立以来一直深耕于汽车线缆行业，具备研发、生产符合国际标准、德国标准、日本标准、美国标准、中国标准等专业汽车线缆标准的能力，拥有多种类设备进行性能检测的试验能力，是集研发、生产、试验及检测于一体的专业汽车线缆制造商，经过多年的积累与突破，公司形成了独有的核心竞争优势。

- 国产汽车线缆领先企业，受益于电动智能化。公司设立于2004年，主要产品包括普通线缆、新能源线缆和数据线缆，产品同时适配于新能源车和燃油车。从营收结构来看，普通线缆当前占据公司80%+的营收比例，随着新能源汽车、智能网联汽车不断普及和发展，对汽车线缆的耐热、耐高压、耐油以及抗干扰等性能指标要求不断提升，单车价值量也随之提升，公司产品符合多国标准，未来新能源线缆和数据线缆出货量有望快速提升。
- 海外开启墨西哥产能建设，扩大海外市场份额。24年1月公司发布公告，计划在墨西哥投资建设新的生产基地，预计在海外市场总投资金额合计不超过4,320万美元。24年5月，公司成功注册境外子公司、孙公司最终投资建设墨西哥生产基地。据24年9月公告，公司墨西哥厂房生产设备已经安装调试完毕，即将进入试生产阶段。建设墨西哥生产基地是公司长远发展战略的一部分，公司将逐步扩大北美市场份额、增强公司的综合竞争力。
- 进军高频高速铜缆领域，开拓新的利润增长点。从业务发展进度来看，公司于24年8月15日公告成立全资子公司卡倍亿智联生产高频高速铜缆产品。据24年9月公告，有关产品的样品正处于卡倍亿智联的内部检测阶段，即将对外送样，预计卡倍亿智联在2025年将产生相关业务的收入。在高速铜缆业务方面，公司具备客户和设备采购等多项优势，如（1）客户资源优势方面，安费诺是公司的重要客户，公司曾获得安费诺的优秀供应商称号。（2）设备采购优势方面，公司曾采购多条罗森泰的生产线，与罗森泰保持紧密的合作关系，公司在采购罗森泰产品的时候将更加便捷和优惠等。
- 维持“强烈推荐”投资评级。公司在国内市场通过国产替代不断提升市占率，在海外市场不断推进墨西哥生产基地的建设，加速进军高频高速铜缆产品领域，发展兼备中长期逻辑。预计公司24-26年归母净利润分别为1.9/2.5/3.1亿元，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：汽车行业波动的风险、原材料价格上涨风险、供应商集中度过高、客户集中度过高、新增产能存在消化风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2948	3452	3690	4613	5627
同比增长	30%	17%	7%	25%	22%
营业利润(百万元)	159	187	212	286	357
同比增长	67%	18%	13%	35%	25%
归母净利润(百万元)	140	166	187	250	311
同比增长	62%	18%	13%	34%	24%
每股收益(元)	1.13	1.33	1.50	2.01	2.50
PE	38.9	32.9	29.1	21.8	17.5
PB	6.9	4.5	4.0	3.5	3.0

资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/汽车
目标估值：NA
当前股价：43.82元

基础数据

总股本(百万股)	124
已上市流通股(百万股)	119
总市值(十亿元)	5.5
流通市值(十亿元)	5.2
每股净资产(MRQ)	9.6
ROE(TTM)	14.3
资产负债率	64.2%
主要股东	宁波新协实业集团有限公司
主要股东持股比例	56.71%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	30	29
相对表现	2	19	11



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《卡倍亿(300863)——Q3 营收环比微增，看好铜缆新品+海外布局》2024-10-25
- 《卡倍亿(300863)——业绩稳健增长，加速开拓海外业务》2024-08-28
- 《卡倍亿(300863)——盈利能力稳健，布局墨西哥打开成长空间》2024-04-19

汪刘胜 S1090511040037

wangls@cmschina.com.cn

杨献宇 S1090519030001

yangxianyu@cmschina.com.cn

梁橙月 研究助理

liangchengyue@cmschina.com.cn

正文目录

一、 国产汽车线缆领先企业，长期受益于国产替代.....	4
1、 汽车线缆领域“小巨人”，股权结构集中稳定.....	4
2、 产品适配于燃油车和新能源车，受益于新能源趋势.....	5
3、 客户涵盖多家头部线束厂，终端主机厂客户群体广泛.....	7
二、 厚积薄发，未来全球化+产品外延双轮驱动.....	8
1、 国内资本开支高峰已过，静待后续产能利用率提升.....	8
2、 全球化布局稳步推进，在墨西哥设立首个海外工厂.....	10
3、 进军高频高速铜缆领域，开辟新的利润增长点.....	11
三、 盈利预测.....	12
四、 风险提示.....	12

图表目录

图 1: 公司发展历程一览.....	4
图 2: 公司股权结构及旗下子公司（截止 2024 年三季度）.....	4
图 3: 公司主要产品营收情况（亿元）.....	6
图 4: 公司主要产品营收结构（%）.....	6
图 5: 公司各类产品销售均价（元/米）.....	6
图 6: 公司各类产品毛利率表现（%）.....	6
图 7: 公司主要客户情况.....	7
图 8: 公司前五大客户营收及占比（万元、%）.....	8
图 9: 2023 年公司前五大客户结构（%）.....	8
图 10: 公司普通线缆产能及产能利用率（万千米、%）.....	8
图 11: 公司新能源线缆产能及产能利用率（万千米、%）.....	8
图 12: 公司数据线产能及产能利用率（千米、%）.....	9
图 13: 公司国内主要生产基地及仓库分布情况.....	9
图 14: 2023 年公司国内各基地产能情况.....	9
图 15: 公司历年国内外营收占比情况（亿元、%）.....	10
图 16: 公司海外市场营收及增速（亿元、%）.....	10
图 17: 公司墨西哥子公司设立情况.....	10

图 18: 公司墨西哥地区投资情况	10
图 19: 公司当前全球化布局情况	11
图 20: 卡倍亿历史 PE Band.....	13
图 21: 卡倍亿历史 PB Band.....	13
表 1: 公司主要产品一览表.....	5
表 2: 截至 2023 年末公司在建项目情况 (万元)	9
附: 财务预测表	14

一、国产汽车线缆领先企业，长期受益于国产替代

1、汽车线缆领域“小巨人”，股权结构集中稳定

国产汽车线缆领先企业，被誉为“中国汽车线缆第一股”。公司前身为卡倍亿有限，设立于2004年3月，设立初期注册资本为1750万元，其中新协有限以现金方式出资1,050万元（占比60%），德国KBE以现金方式出资700万元（占比40%）。2007年吸收合并协成电子，2016年整体改制设立股份公司，2020年8月在创业板成功上市。上市至今，卡倍亿不断丰富国内外产能布局，依次在惠州、湖北麻城、墨西哥新设立生产基地，两次发行可转债扩充产能，并且在2024年成立卡倍亿智联进军高频高速铜缆领域。

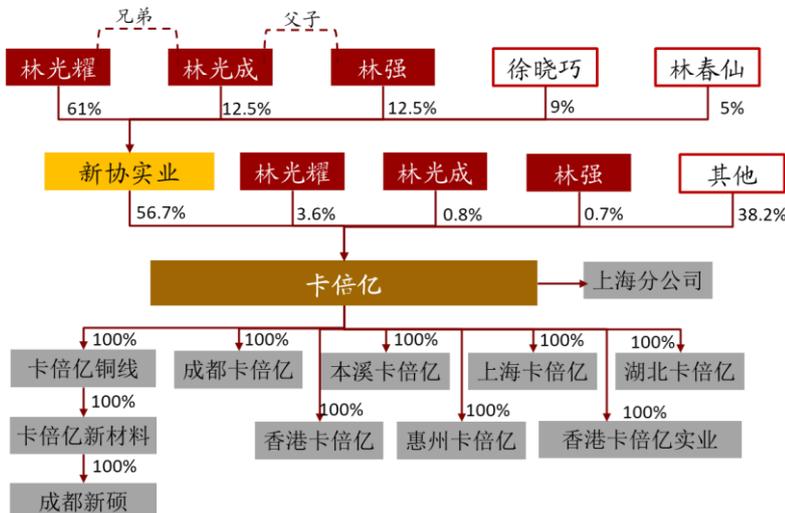
图 1：公司发展历程一览



资料来源：公司公告、招商证券

股权结构稳定，实控人合计控制公司 61.8% 股份。截止 24 年三季报，新协实业为公司的控股股东，持有公司股份 56.7%，公司实际控制人为林光耀、林光成和林强，林光耀直接持有公司 3.6% 股份、林光成直接持有公司 0.8% 的股份，林强直接持有公司 0.7% 的股份。三人通过新协实业合计控制公司 56.7% 的股份，共计控制公司 61.8% 的股份。

图 2：公司股权结构及旗下子公司（截止 2024 年三季报）



资料来源：wind、招商证券

2、产品适配于燃油车和新能源车，受益于新能源趋势

公司主要产品包括普通线缆、新能源线缆和数据线缆，产品品类丰富。公司普通线缆一般用于汽车内仪器仪表、电机控制器、电子设备等装置，传输电流及控制信号，由于普通线缆成本较低且加工工艺相对简单，广泛应用于各类汽车上。新能源线缆主要应用于新能源汽车的电力及控制信号传输，是新能源汽车上至关重要的组成部分，线缆产品的质量和可靠性，直接影响新能源汽车的性能和安全。公司新能源线缆主要包括：硅胶高压线、充电线缆、高压屏蔽线、XLPO 高压线、PVC 高压线、铝导线等产品，具备耐高压、耐高温、耐老化、抗断裂等特点，还需要很强的电磁屏蔽性能，制作工艺较为复杂。公司生产的数据线缆主要用于传输电子数据信息，随着汽车智能化的普及，数据线缆产品的应用将越来越广泛，可应用于显示器、摄像头、超声波雷达、毫米波雷达、以太网传输等。

表 1：公司主要产品一览表

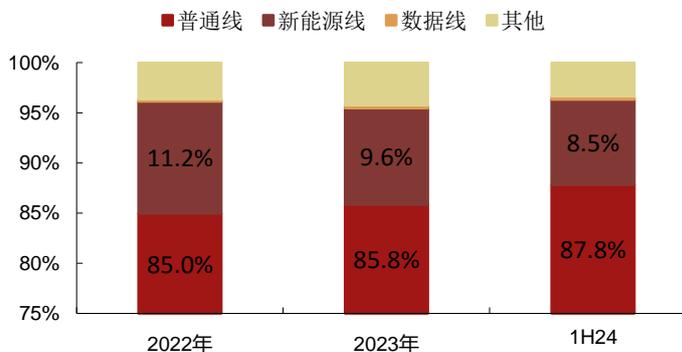
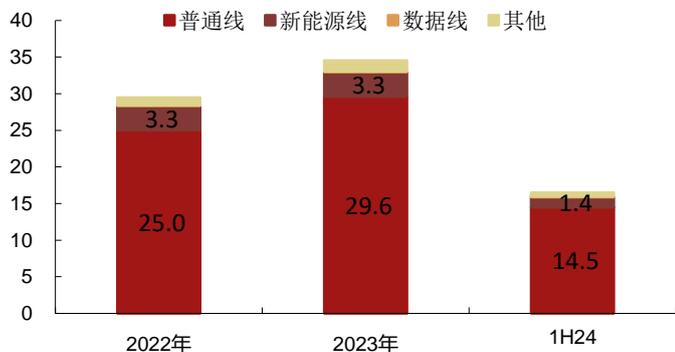
分类	产品名称	应用领域	性能特点	产品图片
按产品分类	普通线缆	一般用于汽车内仪器仪表、电机控制器、电子设备等装置，传输电流及控制信号。	其绝缘材料使用 PVC、PP、XLPE 等材料，外径小易安装，具有耐高温、耐磨损、耐油、耐老化等优良性能。	
	硅胶高压线/XLPO 高压线	一般应用于电动汽车内部传输电能。	具有优良的耐高温、耐高压、柔软弯曲等性能。	
	充电线缆	应用于新能源电动汽车充电系统与外部电源的连接，用于动力电源传输。	具有优良的耐高低温、耐紫外线、耐磨及柔软弯曲等性能。	
	高压屏蔽线	一般应用于电动汽车内部传输电能。	具有优良的耐高温、耐高压、柔软弯曲、优异的电磁兼容性能。	
	数据传输线缆	一般用于高速数字信号传输，该系列数据传输线缆可广泛应用于摄像系统、汽车雷达、USB 等方面。	具有使用灵活、传输性能优越等特性。	
按工艺分类	单芯线	一般用于汽车内电子装置，用于电流传输及信号控制。	其绝缘材料使用 PVC、PP、XLPE 等材料，具有耐高温、耐磨损、耐油、耐老化等优良性能。	
	同轴线	一般用于高频数字、移动通信、GPS、无线电广播等信号传输。	具有优异的耐高温性、耐弯曲性、信号高速传输性以及电磁兼容性。	
	对绞线	一般用于汽车中的 CAN-BUS 数据总线，主要用于汽车内传感器和控制单元，实现信息实时传输。	由相互绝缘的金属导线绞合而成，减少外界电磁干扰、弯曲性好。	
	屏蔽线	用于通讯、音视频、仪表和电子设备及自动化装置等有电磁兼容要求的线路连接。	通过添加屏蔽层实现线路与外界电磁信号的屏蔽，满足线路的电磁兼容性的要求。	
	铝线缆	一般用于传统电瓶连接线，用于传输电流，主要用于传统汽车发动机舱、蓄电池间以传输大功率电流。	重量轻，适应汽车减重的轻量化要求；节油、减少排放且成本远低于铜导体。	

资料来源：公司公告、招商证券

普通线缆当前占据公司 80%+ 的营收比例。公司产品仍主要为汽车线缆，产品仍适配于新能源车和燃油车。目前新能源汽车价格战激烈，而公司日常经营对营运资金周转及现金流回款要求较高，目前公司终端客户仍以燃油车为主，受益于下游客户需求提升，2023 年-1H24 公司普通线缆收入保持增长，而新能源线缆收入基本保持稳定。

图 3: 公司主要产品营收情况 (亿元)

图 4: 公司主要产品营收结构 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

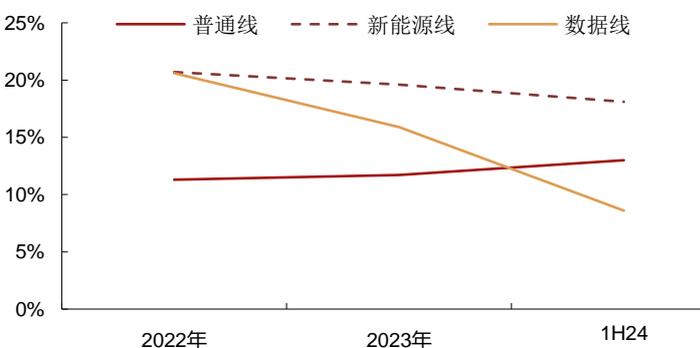
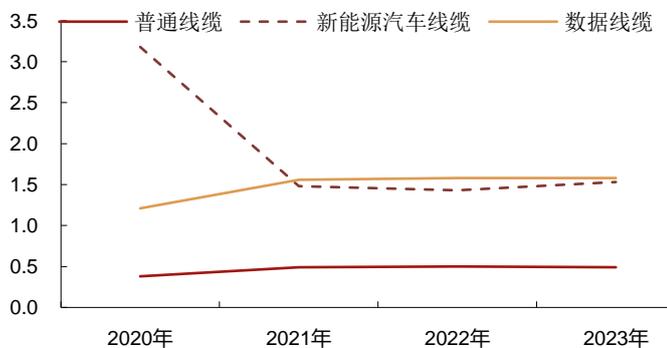
资料来源: 公司公告、招商证券

新能源汽车对线束线缆的要求更为严格，公司将受益于电动化和智能化趋势。与传统汽车相比，动力电池高压电缆、电机控制器电缆、快充线束等是新能源汽车上新增加的高压线束应用。为满足新能源汽车的特殊要求，新能源汽车用高压线束的技术要求更加全面与严格，尤其对于高压大电流模块用到的高压线束。(1) 在量方面，新能源车相较于传统燃油汽车新增三电系统，需要更高功率地输送电流，且车内电子电器功能增多，使得车内高压线、数据线的用量增长。(2) 在价方面，不同于传统汽车发动机所需的低压线缆，新能源汽车的动力电池所需的高压线缆工作电压为 600V，甚至是 1,000V，且需要考虑耐高温、屏蔽性能、耐腐蚀性、薄壁、柔软度、与整车电气系统的电磁兼容性等因素，因此新能源汽车高压线缆相较于传统汽车线缆价值更高。

从公司历史数据来看，新能源线缆和数据线销售均价要明显高于普通线，从毛利率表现来看，新能源线和数据线当前营收规模仍较小，但新能源线的毛利率明显高于普通线。

图 5: 公司各类产品销售均价 (元/米)

图 6: 公司各类产品毛利率表现 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

3、客户涵盖多家头部线束厂，终端主机厂客户群体广泛

公司客户涵盖多家 Tier1 线束厂，终端客户应用广泛。公司作为汽车供应链中的二级供应商，在取得汽车整车厂商的产品认证后，为一级供应商——汽车线束厂商提供汽车线缆配套服务。公司直接客户包括安波福、矢崎、李尔、德科斯米尔、住电、古河、弗迪科技、弗迪动力、天海、三贤、沪光、科世科等汽车线束厂商，具有很高的国内外知名度、产品开发实力和市场开拓能力。公司先后获得安波福、安费诺、古河、金亭、德科斯米尔等知名汽车线束企业的优秀供应商、战略供应商等称号。

逐步扩展新能源领域客户，促进高压线销量稳步提升。据公司公告，公司高压线已经获得大众、奔驰、特斯拉、比亚迪、吉利等多数整车厂商的认证。根据公司 2023 年年报，在新能源汽车领域公司已进入比亚迪、特斯拉、吉利、奔驰、通用、本田、日产、上汽大通、蔚来、理想、合众汽车、小米等整车厂商的供应链，同时也进入了华为合作的新能源汽车的供应链。未来公司将进一步开拓高压线缆的市场，通过下游线束商不断提高公司产品在国内大型新能源汽车生产厂家的应用。

图 7：公司主要客户情况

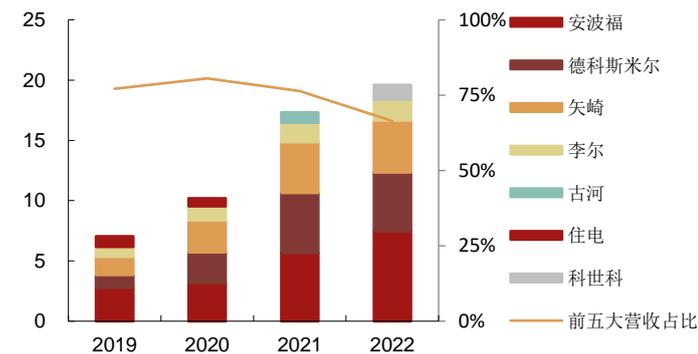


资料来源：公司公告、招商证券

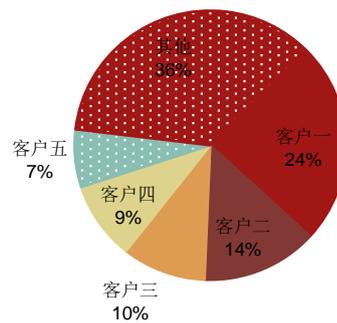
公司前五大客户占营收比重呈下跌态势，2023 年前五大客户营收占比为 64.4%。受下游线束行业市场集中度的影响，矢崎、住电、安波福、莱尼、李尔、古河占据了国内汽车线束市场超过 80% 的市场份额，公司与主流线束厂商保持着长期、稳定的合作，其中与安波福、住电、李尔、古河合作年限超过 10 年，与矢崎、德科斯米尔合作年限超过 5 年，因此公司客户集中度较高。从终端客户来看，目前，公司已经成为大众、宝马、戴姆勒-奔驰、通用、福特、宝马、本田、丰田、日产、菲亚特-克莱斯勒、沃尔沃、路虎、特斯拉、上汽集团、一汽集团、广汽集团、东风汽车、长城汽车、奇瑞汽车、比亚迪、吉利、理想等整车制造商的合格供应商。

图 8: 公司前五大客户营收及占比 (亿元、%)

图 9: 2023 年公司客户结构 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券



资料来源: 公司可转债跟踪评级报告、招商证券

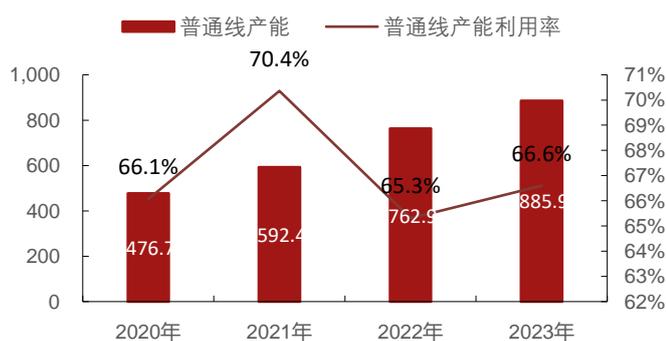
二、厚积薄发，未来全球化+产品外延双轮驱动

1、国内资本开支高峰已过，静待后续产能利用率提升

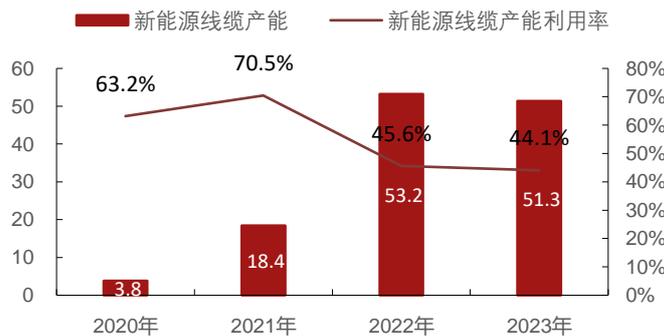
2023 年公司产能继续增长，产能利用率依旧偏低。公司一般实行“以销定产”的生产模式，由生产部门根据客户订单、销售预测情况、合理库存及产能情况制定生产计划，保证销售订单的准时交付。2023 年受湖北卡倍亿生产基地建设项目完工转固，且 IPO 募投项目和已摘牌的“卡倍转债”募投项目新能源汽车线缆及智能网联汽车线缆产业化项目产能持续爬坡，公司年产能进一步增至 938.9 万千米。但各细分产品产能利用率总体不高。

图 10: 公司普通线缆产能及产能利用率 (万千米、%)

图 11: 公司新能源线缆产能及产能利用率 (万千米、%)

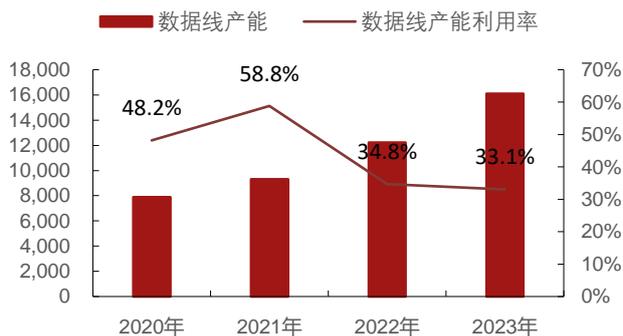


资料来源: 公司可转债跟踪评级报告、招商证券



资料来源: 公司可转债跟踪评级报告、招商证券

图 12: 公司数据线产能及产能利用率 (千米、%)



资料来源: 公司可转债跟踪评级报告、招商证券

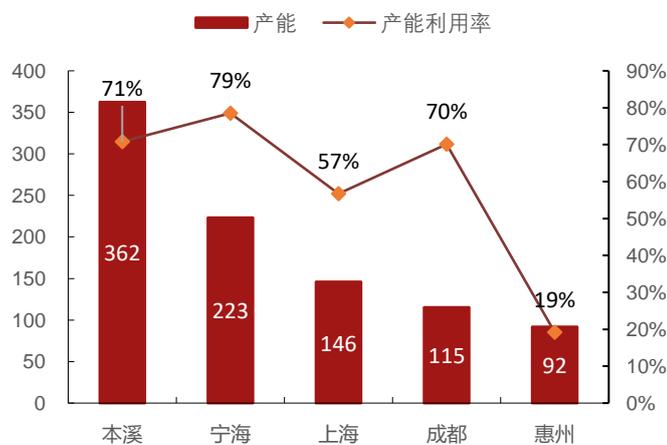
本溪、上海和成都基地整体产能利用率超过 70%，其他基地产能利用率有待提升。截止 2024 年上半年，公司国内主要有宁海、本溪、成都、上海、惠州等五大汽车线缆生产基地。公司产能仍分布于东北、华东和西南区域，均为中国主要的汽车产业集中地，产能区域分布合理，有利于缩短运输时间与成本，加强客户关系以及提升公司服务水平。近年公司各个生产基地产能均处于扩张阶段，但产能利用整体偏低。为开拓华南市场，配套头部新能源汽车整车厂，公司以自有资金购入惠州生产基地的生产设备，厂房则为租赁，但目前考虑到新能源汽车价格竞争激烈，公司择优选择客户进行合作，导致产能利用率很低。

图 13: 公司国内主要生产基地及仓库分布情况



资料来源: 公司官网、招商证券

图 14: 2023 年公司国内各基地产能情况



资料来源: 公司可转债跟踪评级报告、招商证券

表 2: 截至 2023 年末公司在建项目情况 (万元)

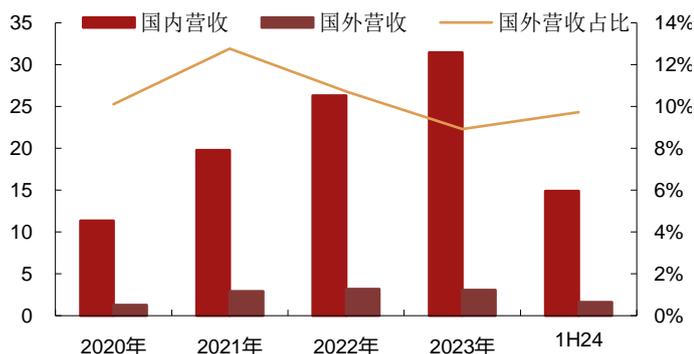
项目名称	计划总投资	拟使用募集资金	累计已投资	新增年产能	地点
新能源汽车线缆生产建设项目	24,298.18	14,762.22	14,779.81	5.25 万公里	本溪
宁海汽车线缆扩建项目	20,000.00	20,000.00	5,153.81	176.32 万公里	宁海
汽车线缆绝缘材料改扩建项目	9,859.01	7,900.00	416.75	2.96 万吨	宁海
合计	54,157.19	42,662.22	20,350.37	-	-

资料来源: 公司可转债跟踪评级报告、招商证券

2、全球化布局稳步推进，在墨西哥设立首个海外工厂

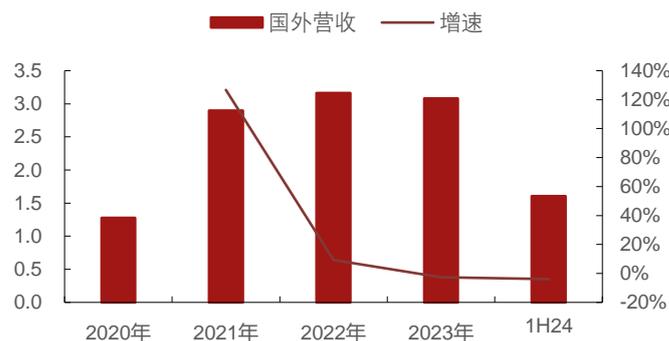
公司外销收入占比较低，海外营收规模维持在3亿元上下。公司大力开拓海内外市场，公司的产品质量及服务得到已有客户矢崎、李尔及安波福等的认可，2019年公司在扩大国内销量的基础上，又获得了矢崎和李尔菲律宾市场及安波福马来西亚市场的订单，外销营收呈逐年上升趋势。外销的主要区域包括菲律宾、越南、印尼等国家，其中，菲律宾市场的主要客户为矢崎和李尔，越南市场的主要客户为德科斯米尔和古河，印尼市场的主要客户为安波福。

图 15：公司历年国内外营收占比情况（亿元、%）



资料来源：公司公告、招商证券

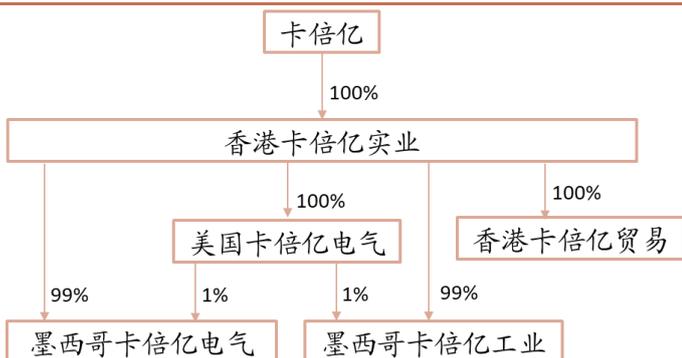
图 16：公司海外市场营收及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、招商证券

为了拓展海外市场业务，公司计划在墨西哥投资建设新的生产基地。24年5月，公司成功注册境外子公司、孙公司最终投资建设墨西哥生产基地。据24年9月公告，公司墨西哥厂房生产设备已经安装调试完毕，即将进入试生产阶段。建设墨西哥生产基地，是公司长远发展战略的一部分，公司将逐步扩大北美市场份额、增强公司的综合竞争力。卡倍亿生产的是线缆产品，属于资产密集型、工艺密集型和资金密集型的产业（主要原材料铜材占主营业务成本比重为85%左右），并非劳动密集型产业，所以公司在海外布局过程中，面临的问题将相对较少。

图 17：公司墨西哥子公司设立情况



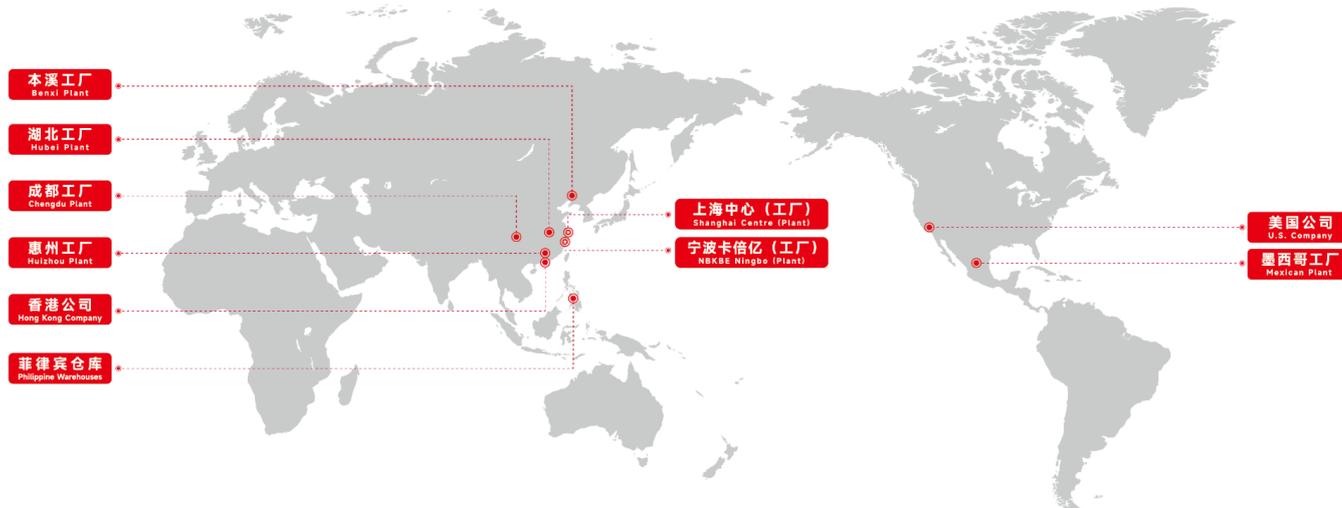
资料来源：公司公告、招商证券

图 18：公司墨西哥地区投资情况

主体名称	注册资本	投资金额	注册地址	主营业务
香港卡倍亿实业	10万美元	-	中国香港	进出口贸易加工
香港卡倍亿贸易	5万美元	不超过1800万美元	中国香港	进出口贸易加工
美国卡倍亿电气	5万美元	不超过20万美元	美国加州福尼亚州	技术与销售服务
墨西哥卡倍亿工业	5万比索	不超过2000万美元	墨西哥圣路易斯波托西州	生产与贸易
墨西哥卡倍亿电气	5万比索	不超过500万美元	墨西哥圣路易斯波托西州	生产与贸易

资料来源：公司公告、招商证券

图 19: 公司当前全球化布局情况



资料来源: 公司官网、招商证券

3、进军高频高速铜缆领域，开辟新的利润增长点

成立卡倍亿智联，进军高频高速铜缆领域。公司于 2024 年 8 月 15 日公告了全资子公司卡倍亿智联的成立情况，卡倍亿智联利用现有的技术储备、人才资源和罗森泰设备，生产应用于数据中心、云存储和人工智能服务器等领域的高频高速铜缆产品。目前有关产品的样品正处于卡倍亿智联的内部检测阶段，即将对外送样。在现有资源的基础上，公司已具备生产高速铜缆产品的能力。目前公司正积极采购新的产线设备，投入人力物力开发新一代产品，预计卡倍亿智联在 2025 年将产生相关业务的收入，上述业务将成为公司新的利润增长点。

布局高频高速铜缆产品的优势体现在：公司拥有三十多年的汽车线缆生产经验，拥有多种类设备进行性能检测的试验能力，是集研发、生产、试验及检测于一体的线缆制造商。经过多年的积累与突破，公司形成了独有的核心竞争优势，包括：

- (1) 客户资源优势：安费诺是公司的重要客户，公司曾获得安费诺的优秀供应商称号。
- (2) 设备采购优势：公司曾采购多条罗森泰的生产线，与罗森泰保持紧密的合作关系，公司在采购罗森泰产品的时候将更加便捷和优惠。
- (3) 技术研发优势：公司始终注重产品的技术研发与创新，培养了一批行业经验丰富、创新能力较强的研发人员，拥有强大的技术研发团队以及深厚的技术积累。
- (4) 经营管理优势：公司经过三十多年的摸索和经验积累，已逐步建立起高效、统一的管理体系。
- (5) 成本控制优势：公司多年来积累了丰富的开发、生产和管理经验，具有较高的生产管理效率。
- (6) 资金优势：作为上市公司拥有更好的筹资能力，卡倍亿可以充分利用资本市场的多种融资方式募集大规模、低成本、长期的资金。

三、盈利预测

在营收方面，公司顺应行业趋势，积极布局新能源汽车高压线缆、智能网联车用线缆以及铝线缆市场等增量市场。（1）在普通线缆方面，由于新能源车中电子元器件较多，对普通线缆的需求也有提升，随着公司逐步开拓新能源客户，预计24-26年公司普通线缆的仍具备较高的营收增速。（2）在新能源线缆方面，公司产品主要包括高压线、充电线和屏蔽线，公司高压线已经获得大众、奔驰、特斯拉、比亚迪、吉利等多数整车厂商的认证，并逐步开始供货，随着下游客户的认证增加+部分车型国产替代的趋势走强，预计公司新能源线缆的营收稳步增长。（3）在数据线方面，公司当前数据线整体营收规模较小，后续随着高频高速铜缆产品的出货提高，预计该项业务也能产生较大的增长。

在利润率方面，2023年公司主要收入来源的普通线缆和新能源汽线缆毛利率基本保持稳定，进而销售毛利率基本稳定，但是后续随着高毛利率的新能源线缆和数据线缆逐步放量，预计未来毛/净利率将逐步提升。

总结来看，公司传统线缆、新能源线缆和数据线缆受益于产业趋势将维持较高增速，预计24-26年公司总营收增速分别为6.9%、25.0%和22.0%，预计24-26年公司实现归母净利润1.9、2.5和3.1亿元，分别同比增长12.8%、33.6%和24.4%，维持“强烈推荐”投资评级。

四、风险提示

汽车行业波动的风险。公司产品的终端用户为整车厂，公司的市场需求与汽车行业的发展状况息息相关。如果未来经济形势走弱，或汽车供应链存在风险等，使得整车制造行业发展增速出现下滑，将对公司的生产经营产生不利影响。

原材料价格波动风险。公司原材料成本占产品成本比重较高，主要原材料铜材占主营业务成本比重为85%左右。铜材价格波动对公司的经营情况产生如下影响：一方面，铜材的价格波动将直接影响公司产品价格和产品成本，而加工费相对固定，从而影响公司的产品毛利率水平；另一方面，如果价格上涨将导致公司原材料采购占用较多的流动资金，从而加大公司的营运资金压力。

供应商集中度过高的风险。公司向前五大供应商采购金额占比较高，向比较固定的供应商进行规模采购有助于保证公司产品的质量稳定，但若部分主要供应商经营情况发生重大变化，将给公司的原材料供应乃至生产经营带来一定影响。

客户集中度过高的风险。2023年公司前五大客户占比高达64.40%，较高的客户集中度导致公司对客户的议价能力较低；另一方面，若公司主要客户流失，又没有足够的新增客户予以补充，将会对公司业绩产生负面影响。

新增产能存在消化风险。2023年公司产能利用率为65.31%，产能利用率相对较低，新增产能还在持续的释放过程中，若公司订单量不及预期，将会导致大量产能过剩，面临一定的新增产能消化风险。

图 20: 卡倍亿历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 21: 卡倍亿历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1687	1894	2059	2556	3124
现金	306	301	360	432	534
交易性投资	2	0	0	0	0
应收票据	59	39	42	52	64
应收款项	883	1024	1094	1368	1669
其它应收款	1	3	3	3	4
存货	358	344	365	455	555
其他	79	183	196	245	299
非流动资产	698	922	1009	1088	1158
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	511	621	717	803	881
无形资产商誉	57	84	76	68	61
其他	130	217	216	216	216
资产总计	2385	2816	3069	3643	4282
流动负债	1290	1558	1651	2032	2435
短期借款	1150	1303	1398	1727	2072
应付账款	78	194	205	256	313
预收账款	1	1	1	2	2
其他	61	59	46	47	48
长期负债	307	48	48	48	48
长期借款	11	0	0	0	0
其他	296	48	48	48	48
负债合计	1598	1606	1700	2080	2483
股本	56	89	124	124	124
资本公积金	290	543	524	524	524
留存收益	442	578	721	915	1151
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	788	1210	1369	1563	1799
负债及权益合计	2385	2816	3069	3643	4282

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(18)	51	220	14	56
净利润	140	166	187	250	311
折旧摊销	39	58	74	83	91
财务费用	35	34	51	50	60
投资收益	(9)	4	1	1	1
营运资金变动	(220)	(209)	(97)	(379)	(417)
其它	(4)	(2)	4	10	10
投资活动现金流	(202)	(218)	(164)	(164)	(164)
资本支出	(160)	(244)	(163)	(163)	(163)
其他投资	(42)	26	(1)	(1)	(1)
筹资活动现金流	127	140	2	222	210
借款变动	151	169	82	328	345
普通股增加	0	33	35	0	0
资本公积增加	1	253	(19)	0	0
股利分配	(17)	(28)	(44)	(56)	(75)
其他	(10)	(288)	(51)	(50)	(60)
现金净增加额	(93)	(27)	58	72	102

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2948	3452	3690	4613	5627
营业成本	2594	3024	3203	3999	4873
营业税金及附加	7	12	13	16	19
营业费用	12	25	22	28	34
管理费用	48	70	70	88	107
研发费用	70	90	111	138	169
财务费用	42	35	51	50	60
资产减值损失	(10)	(7)	(7)	(7)	(7)
公允价值变动收益	(14)	(4)	(4)	(4)	(4)
其他收益	2	11	11	11	11
投资收益	6	(8)	(8)	(8)	(8)
营业利润	159	187	212	286	357
营业外收入	2	8	8	8	8
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	161	195	220	293	365
所得税	21	29	33	43	54
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	140	166	187	250	311

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	30%	17%	7%	25%	22%
营业利润	67%	18%	13%	35%	25%
归母净利润	62%	18%	13%	34%	24%
获利能力					
毛利率	12.0%	12.4%	13.2%	13.3%	13.4%
净利率	4.8%	4.8%	5.1%	5.4%	5.5%
ROE	19.3%	16.6%	14.5%	17.1%	18.5%
ROIC	9.6%	8.5%	8.5%	9.5%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	67.0%	57.0%	55.4%	57.1%	58.0%
净负债比率	49.1%	46.8%	45.6%	47.4%	48.4%
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
存货周转率	7.5	8.6	9.0	9.8	9.6
应收账款周转率	3.5	3.4	3.4	3.6	3.6
应付账款周转率	19.4	22.3	16.0	17.3	17.1
每股资料(元)					
EPS	1.13	1.33	1.50	2.01	2.50
每股经营净现金	-0.14	0.41	1.77	0.11	0.45
每股净资产	6.33	9.72	11.00	12.56	14.46
每股股利	0.22	0.36	0.45	0.60	0.75
估值比率					
PE	38.9	32.9	29.1	21.8	17.5
PB	6.9	4.5	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	28.5	24.5	20.1	16.2	13.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。