

➤ **鸿腾精密是全球知名的连接器供应商，业务范围广泛，技术全球领先。** 鸿腾精密成立于 2013 年，业务涵盖通信、计算机以及汽车行业的移动与无线设备生产、连接器制造与销售，以及路由器及移动设备相关产品的贸易及分销，并在消费电子配件、智能家居设备、汽车电子部件以及光学模块等多个领域均有所涉及。公司专注于技术研发，核心团队成员均深耕于连接器领域，在互连技术上占据全球领先地位。

➤ **业绩逐步企稳回升，AI 服务器互连布局助力未来发展。** 2024 年前三季度公司营收为 32.41 亿美元，同比增长 9.90%，归母净利润为 1.01 亿美元，同比增长 119.57%。2019-2023 年公司营收分别为 43.72/43.15/44.90/45.31/41.96 亿美元，同比变动 9.14%/-1.30%/4.06%/0.91%/-7.39%；归母净利润分别为 2.35/0.43/1.38/1.70/1.29 亿元，同比变动 0.43%/-81.70%/220.93%/23.19%/-24.12%。公司过去 5 年营收有一定波动，伴随着公司产品结构改善，公司盈利能力稳定提升，2021-1H24 公司毛利率分别为 14.99%/16.95%/19.23%/20.37%，整体呈现增长态势，公司积极布局 AI 服务器互连方向，预计后续盈利能力有望进一步提升。

➤ **鸿腾精密全面拓展业务版图，业绩增长可期。** 鸿腾精密依靠自身在连接器领域的技术优势积极布局五大业务板块：1) **网络设施**：公司在铜缆解决方案中产品矩阵广泛，并着手进入 AI 服务器互连领域，伴随着 GB200 对于铜互连方案的应用，公司有望获得 Compute tray 连接线缆的部分份额，后续亦有望进一步拓展至 overpass 线缆和背板线等领域；2) **智能手机**：2023 年智能手机业务收入占比达到 24.89%，是公司主要的收入来源，产品主要服务北美科技巨头，市场份额稳定；3) **电脑及消费性电子**：公司在线缆及线缆装配等关键零部件供应中处于龙头地位，并参与了下游产品的设计和制造过程；4) **电动汽车**：公司通过合并收购和战略合作，在充电桩、汽车连接器等产品上加强技术储备，与特斯拉等汽车厂商建立了稳定的长期关系；5) **系统终端产品**：公司已经成为苹果 Airpods 的主要供应商。我们认为，当前公司各业务板块已基本完成关键增量市场的布局，伴随相关应用产品的逐步实现出货，公司业绩有望迎来快速增长。

➤ **投资建议：** 我们看好公司在 AI 服务器互连领域的前瞻布局，预计 2024-2026 年归母净利润为 1.69/2.37/3.13 亿美元，对应 PE 分别为 16/11/9 倍。考虑到 2024 年起公司 AI 服务器相关业务逐步放量，带动公司收入和盈利能力持续提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 行业需求波动的风险，新品推进节奏不及预期的风险，行业竞争格局变化的风险。

推荐
首次评级
当前价格：
2.89 港元

分析师 方竟

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 宋晓东

执业证书：S0100523110001

邮箱：songxiaodong@mszq.com

盈利预测与财务指标

单位/百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,196	4,671	5,198	5,726
增长率 (%)	-7.4	11.3	11.3	10.2
归母净利润	129	169	237	313
增长率 (%)	-24.0	31.2	40.2	31.8
EPS	0.02	0.02	0.03	0.04
P/E	21	16	11	9
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 3 月 4 日，汇率 1HKD=0.13USD)

目录

1 互连解决方案先驱，产业转型寻求突破	3
1.1 以连接器为核心，立足三大领域	3
1.2 股权结构稳定，控制权清晰.....	4
1.3 业绩显著复苏，产业转型增长空间广阔	4
1.4 专注技术研发，巩固领先地位.....	7
2 多元布局，引领智能时代连接浪潮	9
2.1 网络设施业务：光铜方案并进，AI 服务器驱动新机遇	9
2.2 智能手机业务：业务竞争激烈，下游逐步复苏	13
2.3 电脑及消费性电子业务：跟随 PC 行业趋势稳健成长.....	14
2.4 电动汽车业务：综合利用资源，积极布局 EV 市场	17
2.5 系统终端产品业务：多元融合，声学领航.....	20
3 GB200 开启 AI 服务器新篇章，鸿腾有望受益	23
3.1 Blackwell 驱动性能革命，引领铜缆市场新篇章.....	23
3.2 MI300A 首创插槽应用，开启 GPU Socket 新方向.....	24
4 盈利预测与投资建议	27
4.1 盈利预测假设与业务拆分	27
4.2 费用率预测	28
4.3 估值分析及投资建议	28
5 风险提示	30
插图目录	32
表格目录	32

1 互连解决方案先驱，产业转型寻求突破

1.1 以连接器为核心，立足三大领域

鸿腾精密科技股份有限公司是连接器行业的全球领军企业，业务横跨多个领域。鸿腾精密成立于 2013 年，总部位于中国台湾，并于 2017 年成功在香港证券交易所主板挂牌上市。作为能够在全球范围内提供有线、光纤及无线互连解决方案的供应商，公司引领着全球互连技术的发展方向，其业务范围涵盖通讯、计算器及汽车市场的移动及无线设备、连接器的制造及销售，以及路由器及移动设备相关产品的贸易及分销，并在消费电子配件、智能家居设备、汽车电子部件以及光学模块等多个领域均有所涉猎和发展，旗下拥有多个知名品牌，包括 Belkin、Voltaira 等。

图1：鸿腾精密主要发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，民生证券研究院整理

前期发展阶段（1981-2013 年）：前期依附于鸿海集团，2013 年剥离后独立经营。1981 年，鸿海集团成功开发连接器产品，正式进军连接器行业，集团内部的网络连接产品事业群开始专注于提供互连解决方案及其相关产品。2013 年，出于精简公司架构和战略发展的需要，网络连接产品事业群从鸿海集团中剥离，独立注册成立鸿腾精密(FIT)，致力于为客户提供高质量的技术服务和产品。

技术积累阶段（2014-2019 年）：加大研发力度，通过整合相关行业内的公司，布局 3 大核心技术。2014 年，公司成功研发出无线充电产品及相关组件，使公司实现了从“有线”到“无线”的突破。2015 年，公司通过收购安华高的光学模块业务，巩固了其在通讯基础设施终端市场的地位，为其实现从“铜”到“光”奠定了技术基础。2018 年，公司利用其在元器件制造领域的技术优势，在吸纳鸿海集团车用电子部门和 Belkin 后，加速布局从“元件”到“系统产品”的生产技术。2019 年，公司购买 Kantatsu 的部分优先股以增加公司在精密模具上的技术储备，并于同年进行了光模块业务重组。

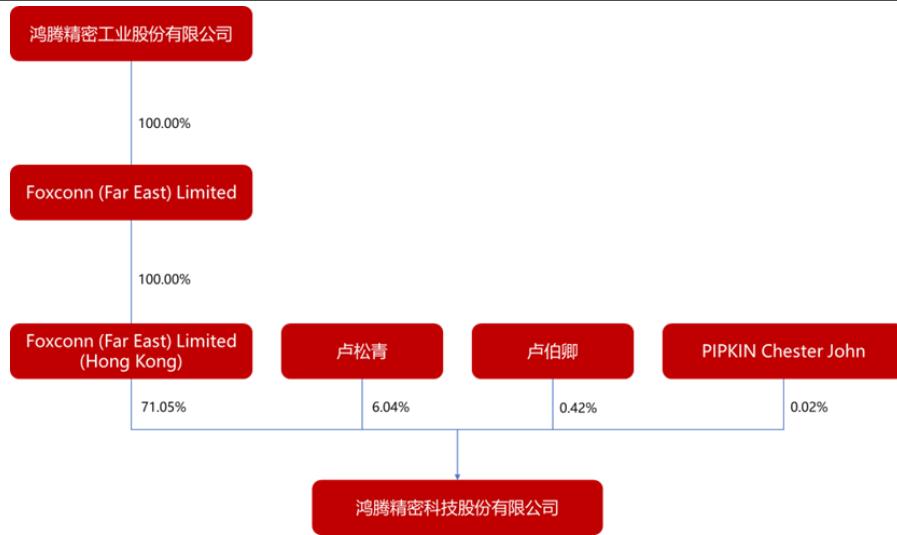
产业转型阶段（2020 年至今）：凭借在互连领域的核心竞争力，积极推动产业转型，主张为 EV 电动汽车、5G AIoT 人工智能物联网和 Audio 声学应用提供互连解决方案。在 EV 电动汽车方面，公司于 2023 年收购德国 Prettl SWH 集团(已更名为 Voltaira)，旗下车用事业 FIT Voltaira 集团于 2024 年收购德国 Auto-Kabel 集团，垂直提升新能源汽车的关键电气化技术，同时拓宽客户群体，加速电

动汽车的全球战略布局。在 Audio 声学应用方面，2020 年，公司成为美国品牌真无线蓝牙耳机供应商，其建造于越南的 Airpods 产品线于 2024 年一季度正式出货。在 5G AIoT 人工智能物联网方面，2021 年，公司与全球知名网络安全企业 Fortinet 形成战略合作伙伴关系，Fortinet 将为公司在 AIoT 方向提供网络安全支持，同时公司深化人工智能领域的连接技术布局，推出了包括 EDSFF 接口、MCIO/MXIO/DA CEM 传输线缆以及 CAMM 内存插槽在内的一系列前沿产品，2024 年，公司在 DesignCon 技术展会上展示了全新一代 224G 高速 I/O 产品系列，进一步巩固了在高速互连解决方案领域的领导地位。

1.2 股权结构稳定，控制权清晰

鸿腾精密股权结构集中，充分受益于强大股东背景。截至 2023 年年报，鸿海精密工业股份有限公司通过 Foxconn(Far East) Limited 和 Foxconn(Far East) Limited(Hong Kong)间接持有鸿腾精密公司 71.05% 的股份，为鸿腾精密公司的实际控制人，公司 CEO 卢青松先生持股 6.04%，公司高级管理层人员卢伯卿先生和 PIPKIN Chester John 先生分别持股 0.42%、0.02%。公司早期从母公司鸿海集团中独立，与母公司联系密切。鸿海集团拥有丰富的企业资源，其完善的生态系统为鸿腾精密提供了独一无二的竞争优势，同时也根据不竞争承诺保证不参与公司核心业务的竞争，使公司得以充分受益于其强大股东背景。

图2：鸿腾精密股权结构（截至 2024 年半年报）



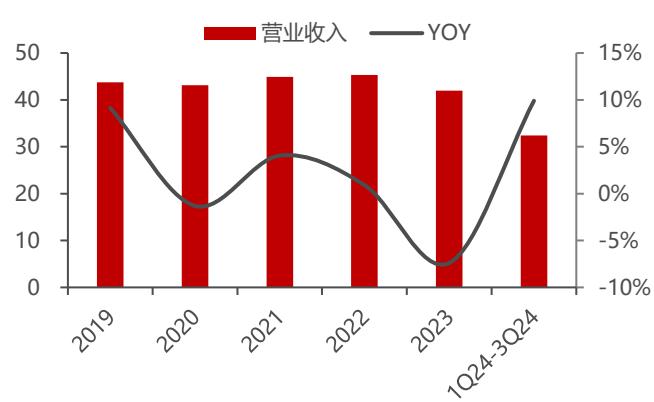
资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院整理

1.3 业绩显著复苏，产业转型增长空间广阔

1.3.1 营收恢复增长，费用小幅上升

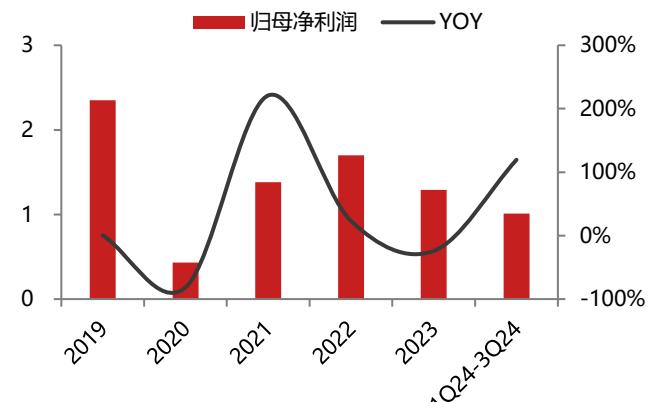
2024年上半年业绩显著回暖，归母净利润同比大幅增长。2019-2023年鸿腾精密分别实现营收43.72/43.15/44.90/45.31/41.96亿美元，同比变动9.14%/-1.30%/4.06%/0.91%/-7.39%；分别实现归母净利润2.35/0.43/1.38/1.70/1.29亿美元，同比变动0.43%/-81.70%/220.93%/23.19%/-24.12%。2023年受服务器中下游厂商去库存与智能手机品牌商高端产品结构变化的影响，公司网络设施及智能手机业务收入存在短期增长压力。2024年以来，随着GB200对于铜基零组件的需求量的增加和高端无线蓝牙耳机出货量的增加，公司营业收入回归增长态势，2024前三季度实现营收32.41亿美元，同比增长9.90%，实现归母净利润1.01亿美元，同比增长119.57%。

图3：2019-3Q24公司营收（亿美元）及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

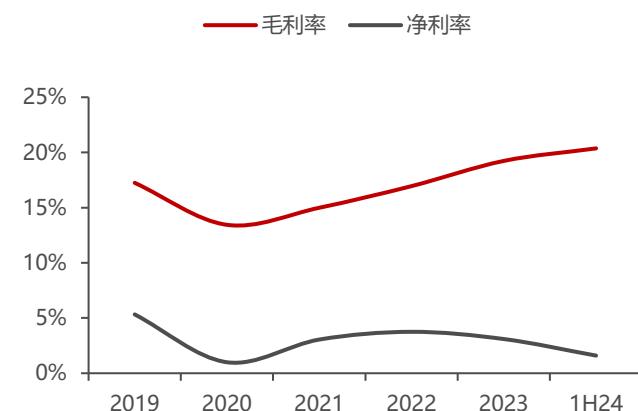
图4：2019-3Q24公司归母净利润（亿美元）及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

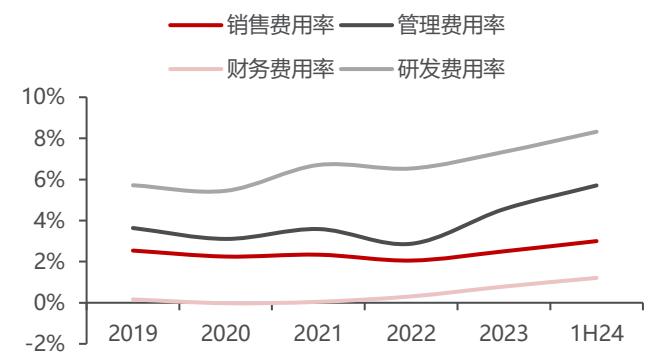
毛利率持续增长，净利率较为稳定。2019-1H24，鸿腾精密毛利率分别为17.25%/13.44%/14.99%/16.95%/19.23%/20.37%，整体呈现增长态势，主要是因为高毛利产品销售占比增加。净利率分别为5.33%/1.00%/3.05%/3.75%/3.10%/1.60%，整体保持相对稳定。

图5：2019-1H24公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

图6：2019-1H24公司期间费用率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

1.3.2 布局“3+3”战略，打造新型增长曲线

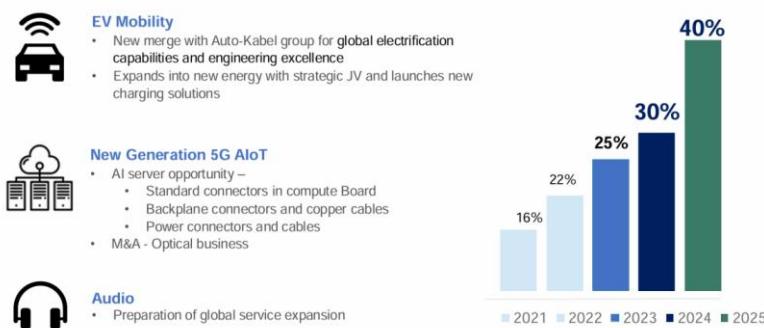
“3+3”战略推动公司实现产业转型。2021年，公司提出“3+3”战略，作

为一个全面的发展计划，旨在利用“有线”到“无线”、“铜”到“光”和“元件”到“系统产品”三大支持技术，聚焦EV电动汽车、5G AIoT人工智能物联网和Audio声学应用三大核心业务领域，提高公司市场核心竞争力，打造新型增长曲线。

图7：鸿腾精密“3+3”战略

3+3 Execution Status Update

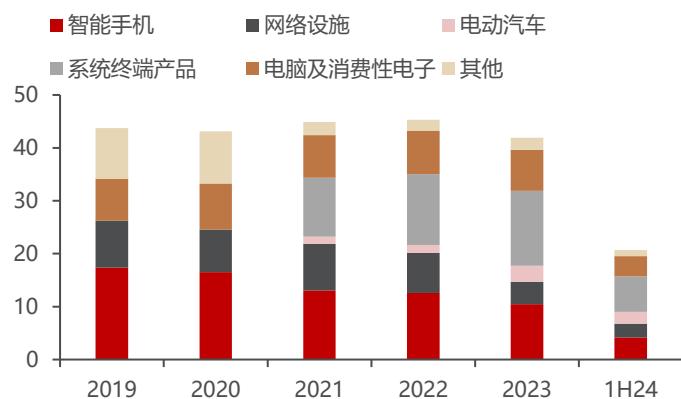
Revenue Mix Forecast Update



资料来源：公司2024年第二季度业绩发布会，民生证券研究院

智能手机和网络设施业务仍然是公司主要的收入来源。在智能手机领域，2019-1H24公司分别实现营收17.39/16.53/13.07/12.61/10.44/4.15亿美元，占同期营收比重分别为39.77%/38.31%/29.11%/27.82%/24.89%/20.08%。2020年以来，公司智能手机业务营收和收入占比显著降低，主要是因为品牌公司高端智能手机产品结构变化以及同行业竞争加剧；在网络设施领域，2019-1H24公司分别实现营收8.85/8.02/8.79/7.54/4.25/2.61亿美元，占同期营收比重分别为20.24%/18.59%/19.58%/16.64%/10.13%/12.63%。2022年以来，公司致力于优化产品结构，削减毛利率光模块产品份额，同时受到服务器中下游去库存策略的影响，铜基零组件产品出货量也有所下降，公司网络设施业务营收和收入占比持续降低。

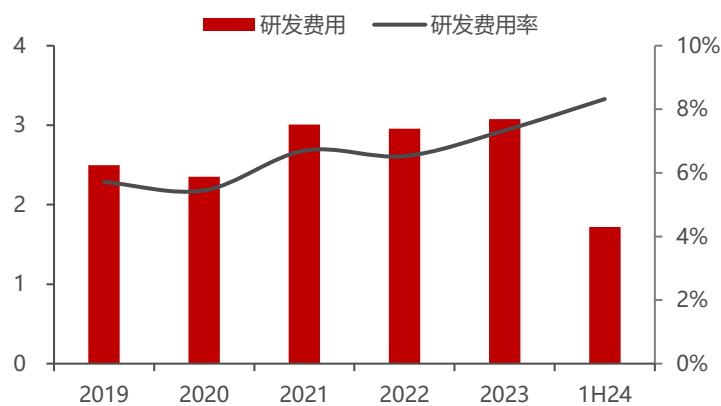
电动汽车和系统终端产品业务增速明显。在电动汽车领域，2021-1H24公司分别实现营收1.39/1.53/3.05/2.27亿美元，占同期营收比重分别为3.10%/3.38%/7.27%/10.98%。2021年公司初步进军电动汽车领域，2023年电动汽车业务营收和收入占比显著增加，主要原因因为公司完成对德国Prettli SWH集团(已更名为Voltaira)的收购；在系统终端产品领域，2021-1H24公司分别实现营收11.13/13.36/14.15/6.72亿美元，占同期营收比重分别为24.79%/29.48%/33.73%/32.51%。2022年以来，公司依靠有线蓝牙耳机、无线蓝牙耳机和手表用无线充电产品出货量增加，系统终端产品业务收入占比显著增加。

图8：2019-1H24 公司主要产品收入情况（亿美元）


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

1.4 专注技术研发，巩固领先地位

鸿腾精密持续注重技术创新研发。2019-1H24，鸿腾精密研发费用分别为2.50/2.35/3.01/2.96/3.08/1.72亿 美 元，研发费用率分别为5.71%/5.45%/6.70%/6.53%/7.33%/8.32%。公司持续增加研发费用支出，研发费用占比逐年上升，高度重视技术创新，帮助公司在连接器领域确立领先地位。

图9：2019-1H24 公司研发费用和研发费用率（%）


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

核心团队技术背景深厚。总裁兼首席执行官卢松青、执行董事 PIPKIN Chester John、副总经理蔡延昭和副总经理林南宏等高管均具备丰富的行业经验，专注于连接器领域多年，共同引领公司发展航向。

表1：鸿腾精密核心团队介绍

姓名	职务	背景及经历
卢松青	总裁、首席执行官	学士, 美国伊利诺伊大学香槟分校机械工程专业 1981 年至 1998 年, 任通用汽车公司连接器产品工程师; 1990 年至 2013 年, 任鸿海精密工业股份有限公司经理、副总经理及总经理; 2013 年至今, 任公司总裁兼首席执行官。
卢伯卿	执行董事、首席运营官、首席财务官	硕士, 美国伊利诺伊大学香槟分校会计理学专业 2008 年至 2013 年, 任德勤中国首席执行官; 2015 年至 2022 年, 任绿地控股集团股份有限公司独立非执行董事及审核委员会主席; 2015 年至今, 任公司执行董事、首席运营官、首席财务官。
PIPKIN Chester John	执行董事	加州大学洛杉矶分校 1980 年至 2000 年, 任 California YMCA Model Legislature and Court 董事会主席; 1983 年至 2021 年, 任 Belkin 首席执行官; 2008 年至 2019 年, 任 Da Vinci Schools 与 RISE 高中的创办董事会主席; 2011 年至 2016 年, 任 UCLA 历史咨询委员会; 2019 年至今, 任公司执行董事、附属公司 Belkin 执行董事长。
蔡延昭	副总经理	国立联合大学机械工程专业 1988 年至 2014 年, 任鸿海精密工业股份有限公司处长; 2018 年至今, 任公司副总经理。
林南宏	副总经理	硕士, 国立中兴大学机械专业 1996 年至 2013 年, 任鸿海精密工业股份有限公司处长; 2013 年至 2020 年, 任公司处长; 2020 年至今, 任公司副总经理。

资料来源：公司 2023 年年报，民生证券研究院整理

2 多元布局，引领智能时代连接浪潮

公司的营业收入主要来源于网络设施、智能手机、电脑及消费性电子、电动汽车和系统终端产品。在网络设施方面，2024年半年度实现营收2.61亿美元，同比增加19.18%，占公司同期营收比重为12.63%；在智能手机方面，2024年半年度实现营收4.15亿美元，同比减少4.82%，占公司同期营收比重为20.08%，营收同比下降的主要原因为智能手机产品结构变化所致；在电脑及消费性电子方面，2024年半年度实现营收3.78亿美元，同比持平，占公司同期营收比重为18.29%；在电动汽车方面，2024年半年度实现营收2.27亿美元，同比变动215.28%，占公司同期营收比重为10.98%，营收同比大幅增长的原因主要为公司完成了对Prettli SWH集团的收购；在系统终端产品方面，2024年半年度实现营收6.72亿美元，同比变动14.29%，占公司同期营收比重为32.51%。

图10：1Q24 公司各业务收入情况



图11：2Q24 公司各业务收入情况



资料来源：公司官网，民生证券研究院

资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.1 网络设施业务：光铜方案并进，AI 服务器驱动新机遇

2.1.1 铜缆技术矩阵革新，战略并购扩容光模块版图

鸿腾精密的网络设施业务主要包含两大产品：1) 光学解决方案；2) 铜连接解决方案。公司在铜缆解决方案中产品矩阵广泛，创新迅速，积极布局AI服务器领域。公司在网络设施方面提供了一系列的铜缆解决方案和产品，包括有缘铜缆、高速铜缆和适用于铜缆连接的MCIO连接器、SFP/QSFP连接器等。在铜缆解决方案上，公司顺应市场对AI服务器相关产品的激增需求，创新驱动发展。2017年公司与默升半导体合作，推出了基于QSFP28的有源铜缆解决方案，支持最长10米的连接距离，提供稳定可靠、无误码的高速连接，推动数据中心向100G技术应用领域转换；2024年，公司在DesignCon技术展会上展示了全新一代224G高速I/O产品系列，进一步巩固了在高速互连解决方案领域的领导地位。

图12：鸿腾精密铜连接解决方案


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

在光模块业务上，公司通过多次收购合并布局高速光模块行业，为市场提供完整的光学产品组合。公司提供的全面光学解决方案涵盖多模光纤短距和单模的光纤中长距传输标准的1G、10G、25G、40G及100G的收发器，并大批量生产适用于收发器的光纤通道产品。公司产品适用于多样的光纤网络环境，如数据中心、高性能计算、光纤通道等。**公司多次收购合并其他优秀光模块企业，以应对AI需求激增所驱动的光通讯市场扩张。**2015年公司收购安华高的光学业务模块和领先制造技术，成立了全新的光通讯科技事业部，提供光模块产品；2024年公司收购华云光电70%股权，加速光产品的开发速度，双方合作的800G OSFP SR8模块已实现量产并面向北美出货。

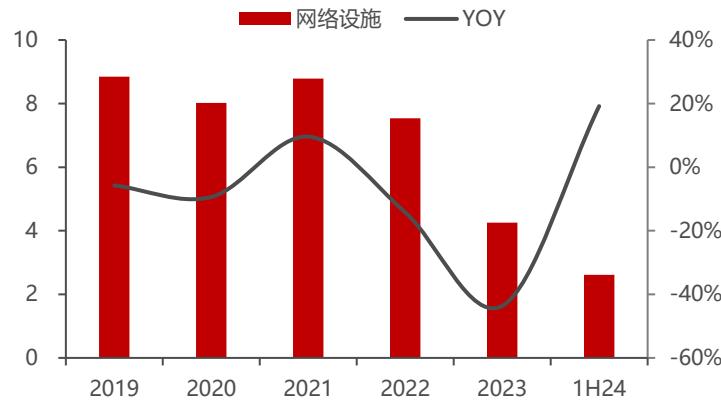
图13：鸿腾精密互连解决方案对数据中心服务器功能所起的作用


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

在AI浪潮影响下，数据中心建设对相关高速连接器产品需求激增，公司网络设施业务有望迎来新的发展机遇。2019-2022年公司网络设施业务分别实现营收8.85/8.02/8.87/7.54亿美元，同比变化-5.75%/-9.38%/10.60%/-14.99%。由于服务器去库存化的影响，2023年公司网络设施业务短期承压，实现营收4.25亿美元，同比减少43.7%。随着铜基零件出货量的加速增长，2024年上半年度公司在网络设施业务实现营收2.61亿美元，同比增长19.18%。由于AI服务器和卫星通信技术的迅猛发展，数据中心得到快速扩展。这些中心需要大量的物理连接器、路由器、电源、信号和网络设备，导致市场对高速数据传输设备的需求激增，将为公司带来了持续的增长机遇。公司作为网络设施连接器的龙头企业之一，专注于研发

高速连接器和电缆模块以满足客户对创新连接器的需求，预计将进一歩推动公司的收入增长。

图14：2019-1H24 公司网络设施业务营收（亿美元）及增速

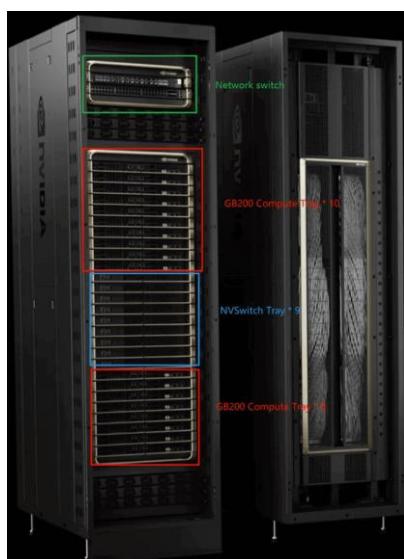


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2.1.2 携手母公司，GB200 助力发展

公司积极布局 GB200 相关业务，快速推进铜互连的验证。近年来，公司在连接技术领域取得了显著成就，特别是在芯片级架构设计方面。公司推出了一系列创新产品，包括集成封装技术、芯片级互连器以及高速内部电缆解决方案，为客户提供了卓越的连接性能。公司作为铜互连行业的领军，始终积极布局 AI 服务器领域，为市场提供多样化的铜缆解决方案。目前英伟达 GB200 服务器铜互连解决方案主要由安费诺供应，公司凭借在铜连接领域的前瞻布局，有望获得 compute tray 连接线缆的部分份额，此外，公司同时布局了 GB200 液冷 CDU 组件和电源总线 (busbar) 零件，后续亦有望进一步拓展至 overpass 线缆和背板线等领域。

图15：GB200 机柜内部 compute tray 结构



资料来源：fiber mall，民生证券研究院

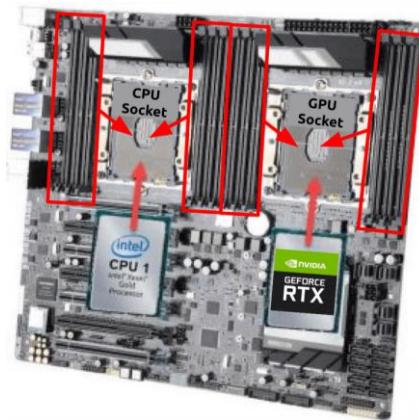
随着英伟达在 AI 服务器 GPU 的设计上首次考虑引入插槽 (Socket) 设计, 公司凭借先前设计 CPU Socket 的丰富经验, 或将受益于 GPU Socket 替代浪潮。英伟达在 AI 服务器 GPU 的设计上首次考虑引入 Socket 设计, 该设计或将从 GB200 Ultra 开始逐渐形成趋势。公司充分受益于鸿海集团庞大的电子终端产品矩阵, 其 CPU Socket 市占率高。得益于公司在 CPU Socket 连接器业务的丰富经验, 公司或将充分受益于 GPU 插槽设计的采用。

图16: 鸿腾精密 CPU Socket 设计



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

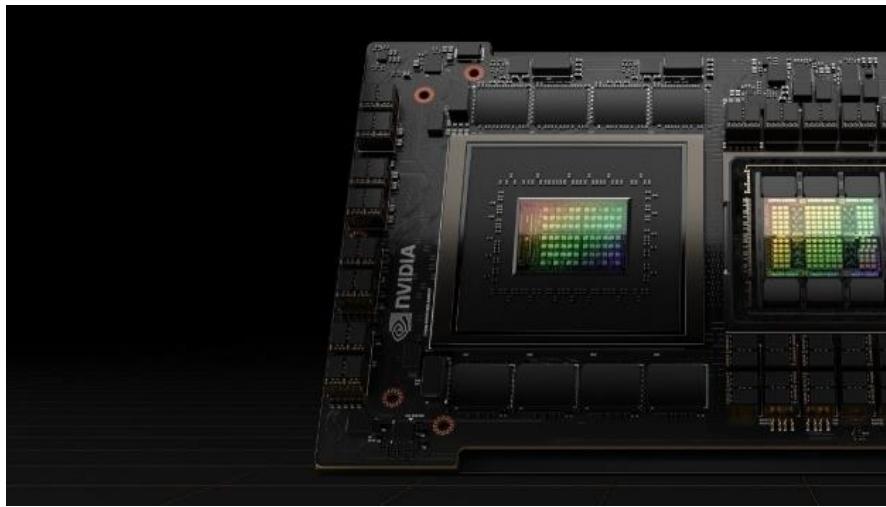
图17: GPU Socket 设计示意图



资料来源: Reddit, 民生证券研究院

鸿腾精密的母公司鸿海集团与英伟达建立了紧密的合作关系, 双方在多个业务领域展开了深入合作, 这为鸿腾精密带来了发展机遇。在人工智能服务器市场, 鸿海集团成功获得了英伟达 GH200 芯片模块的订单, 并且独家供应 L40/L40S 产品。此外, 两家公司还计划联合打造以 GB200 服务器为核心的高性能计算中心, 以进一步加深双方的合作关系。公司作为鸿海集团的子公司, 将充分收益于鸿海集团与英伟达的良好合作关系。

图18: 英伟达 GH200 Grace Hopper 超级晶片

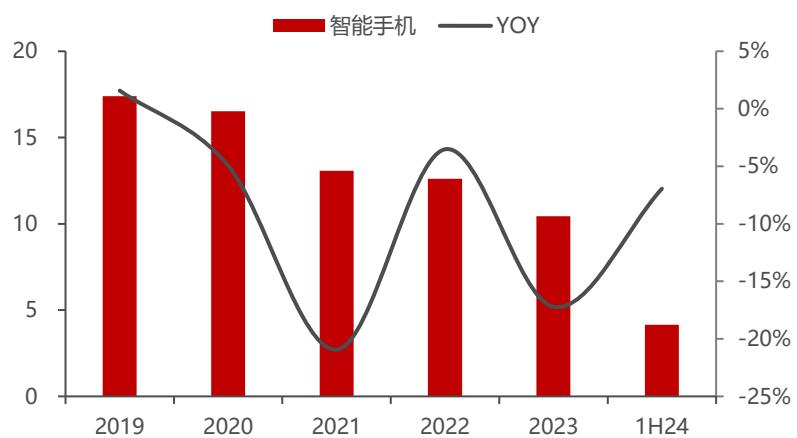


资料来源: Nvidia 官网, 民生证券研究院

2.2 智能手机业务：业务竞争激烈，下游逐步复苏

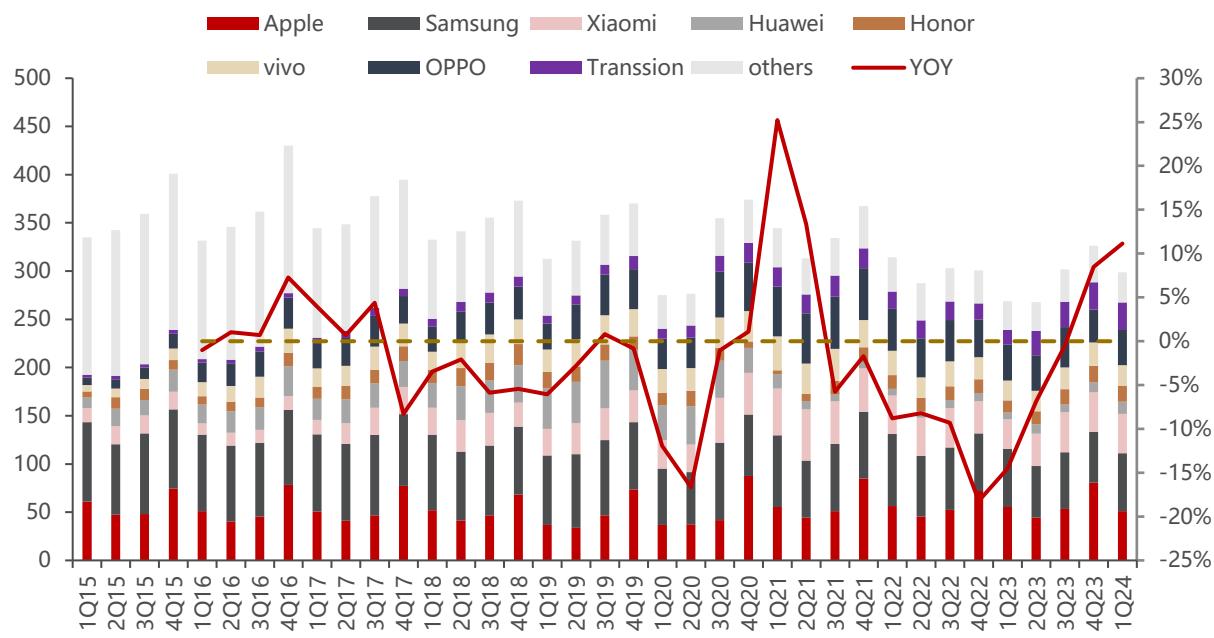
公司作为全球领先的连接器与精密制造解决方案提供商，为市场不断推陈出新提供新产品。公司智能手机零组件产品主要包括用于智能手机的各种连接器和线缆产品，是公司主要的营收来源。2024 上半年公司在智能手机业务方面实现营收 4.15 亿元，同比减少 6.95%，由于品牌公司高端智能手机产品结构变化以及同行业竞争加剧，公司智能手机业务持续下降。公司智能手机业务主要服务北美科技巨头，市场需求稳定，随着市场回暖，公司业绩有望增长。

图19：2019-1H24 公司智能手机业务营收（亿美元）及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2024 年，智能手机市场展现出显著的增长态势，其背后原因在于市场的强劲复苏态势以及消费者对前沿技术如 AI 应用，折叠屏和 5G 的期待。2024 年第一季度的全球智能手机发货量达到 2.98 亿，同比增长 11.13%。近两季度的市场回暖在于新兴技术在智能手机领域的渗透。据 CANALYS 预测，人工智能手机的市场渗透率预计在 2024 年将提升至 17%，到了 2025 年则有望达到 32%，苹果公司以超过半数的市场份额占据首位；预计 2024 年折叠屏手机的发货量会达到 1800 万部，年增长率为 3%，而到了 2028 年，发货量将增至 5100 万部，2024-2028 年复合年增长率达到 30%。此外，智能手机厂商也在硬件上不断推陈出新，比如提升摄像头的像素和功能，增加电池容量和快充技术，以及引入更先进的生物识别技术，如屏下指纹识别和 3D 面部识别，以增强用户体验和设备安全性。这些因素共同作用，推动了智能手机市场的持续增长和技术创新。

图20：1Q15-1Q24 全球智能手机出货量（百万台）及增速


资料来源：IDC，民生证券研究院整理

2.3 电脑及消费性电子业务：跟随PC行业趋势稳健成长

2.3.1 上游零部件供应巨头，连接器行业领军地位

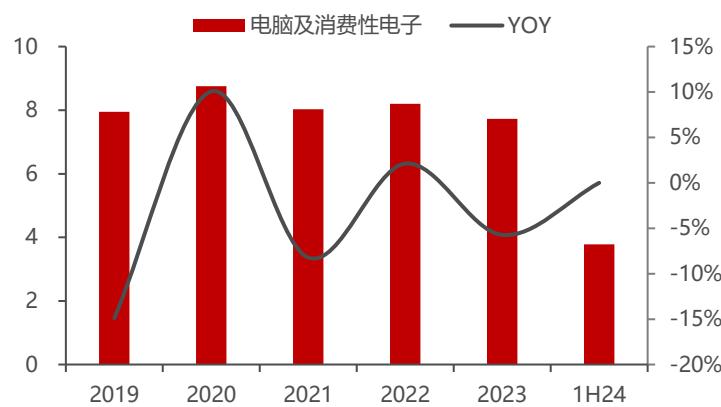
公司在该业务板块主要提供连接器及线缆产品。在电脑业务方面，公司主要提供光机电整合连接器、线缆及线缆装配等关键零部件，同时提供主要电脑零组件（如硬盘、固态硬盘等）的解决方案；在消费性电子方面，作为苹果等全球知名消费电子品牌的核心供应商，公司提供配套的连接器、线缆等关键零部件，并参与了下游产品的设计和制造过程。公司在消费性电子产品连接器领域积累深厚，在该组件零部件供应中处于龙头地位，随着物联网、人工智能等新技术的不断发展，鸿腾精密也在积极探索这些技术在消费电子领域的应用，以推动消费电子产品的不断创新和升级。

图21：鸿腾精密电脑及消费性电子业务主要产品


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司在电脑及消费电子连接器行业内处于龙头地位，1H24 公司该板块业务实现营收 3.78 亿元，同比持平，受下游 PC 换机热潮拉动，以及创新技术应用，该行业未来发展前景良好。当前电子产品向智能化、小型化方向发展，推动电脑连接器行业走向高频高速、窄间距、集成化，对精密加工技术提出更高要求，未来公司有望实现技术升级，推动产品竞争力提升，进而提高盈利能力，进一步巩固行业内优势地位。

图22：2019-1H24 公司电脑及消费性电子业务收入（亿美元）及增速

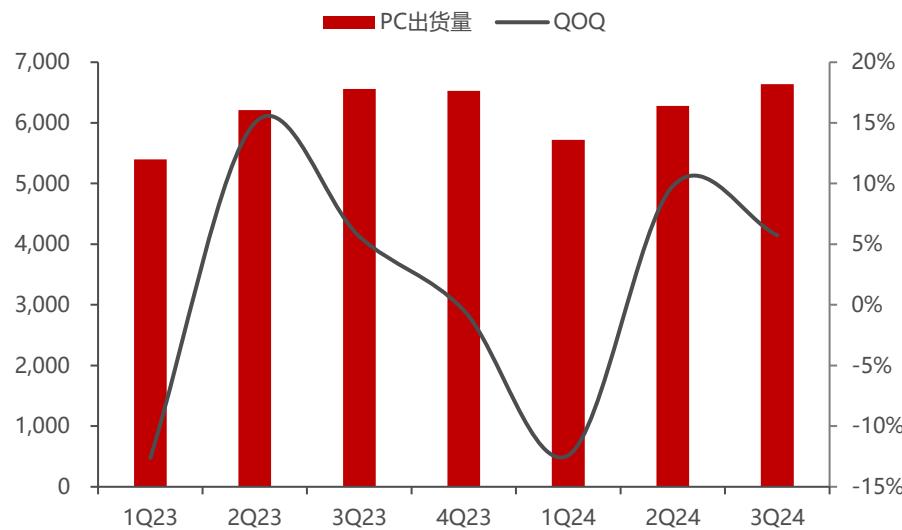


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2.3.2 PC 需求持续复苏，AI 引发换机热潮

电脑及消费电子市场受科技换代及宏观经济影响，需求逐步复苏。全球 PC 销量在 2018 至 2021 年间持续上升，因全球公共卫生事件，2021 年需求激增，达到高峰。2022 年销量有所回落，但 2023 年开始逐渐复苏，PC 出货量数据提升，主要终端厂商库存去化接近尾声，PC 价格趋于稳定。2024 年初，Windows11 更新等市场最新变化助推了这一增长趋势，全球 PC 市场表现良好，据 Canalys，全球 PC 第三季度出货量达 6640 万台，同比增长 1.3%；随着轻薄商务笔记本和二合一 Win10 笔记本的普及，智能手机和平板对笔记本行业的冲击逐渐减弱。这些新型笔记本电脑标志着 PC 正向智能化、便携化和专业化方向转型，吸引了被平板分流的用户。同时，平板市场接近饱和，部分制造商转向开发 Windows 二合一设备。这些因素有望进一步刺激笔记本市场需求，推动行业进入新的增长阶段。

图23: 1Q23-3Q24 全球 PC 出货量 (万台) 及增速



资料来源: Canalys, 民生证券研究院整理

AI PC 产品陆续发布, 伴随 Windows11 系统更新等, 用户设备更新周期缩短, 新一轮换机热潮将至。AI PC 是指配置了专门用于 AI 加速的芯片或模块, 能够在本地运行人工智能服务的个人电脑。2023 年 12 月中旬, 联想发布了三款配备最新英特尔酷睿 Ultra 处理器的 AI 电脑。在 2024 年 10 月发布的 Windows 11 24H2 系统中, 深度融合了 AI 技术, 推动 AI 工具在商业和生产力软件的广泛应用。伴随 AI PC 产品渗透率逐步提升, PC 市场有望恢复成长态势。

图24: 微软 Surface Pro



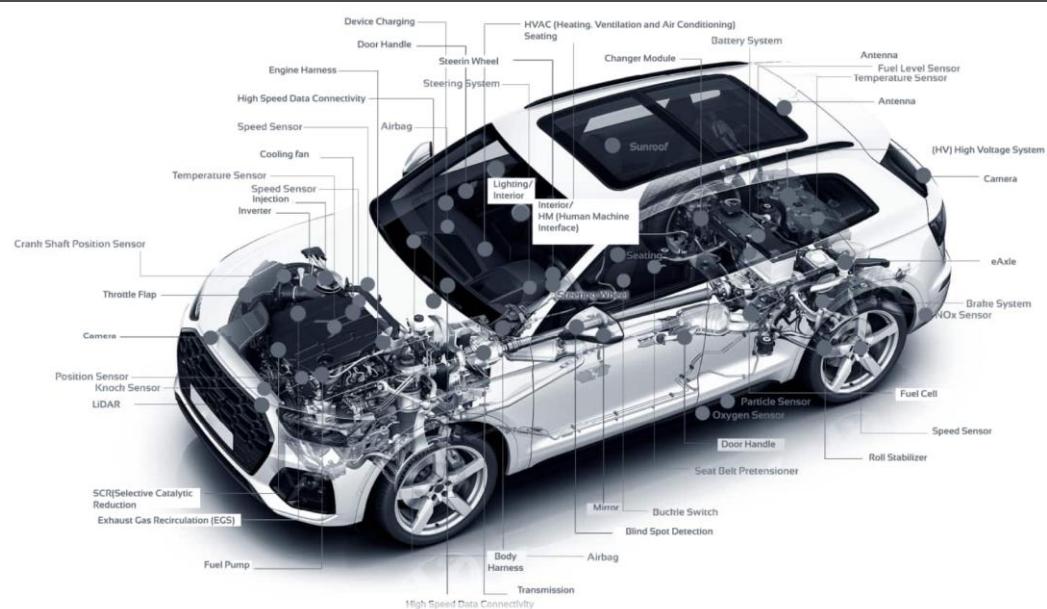
资料来源: 微软官网, 民生证券研究院

2.4 电动汽车业务：综合利用资源，积极布局 EV 市场

2.4.1 多方面切入市场，营收实现高增长

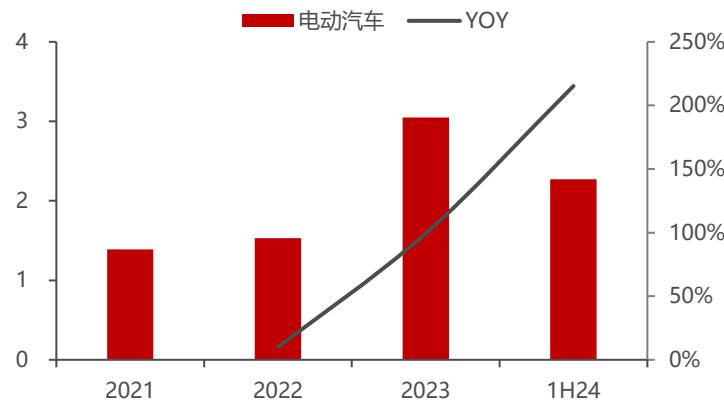
公司整合资源，丰富电动汽车产品矩阵。鸿腾精密的电动汽车业务主要由旗下 FIT Voltaira 集团开展，公司从电源管理、车联网和人机交互三个方面切入电动汽车领域的连接器市场，产品致力于为电动及传统车辆提供互连解决方案，例如导航和娱乐的电子设备、外部充电电缆和连接器以及充电枪等其他产品。凭借在连接器行业的丰富经验以及对供应链的优化整合能力，公司在汽车连接器和系统组件领域已拥有丰富的产品品类，目前，其电动汽车系列产品包括各类特种电缆、天线、大小型连接器、充电接口、高速连接器、高压连接器以及车钥匙等。

图25：鸿腾精密电动汽车业务面向乘用车的系统解决方案



资料来源：Voltaira 官网，民生证券研究院

2023 年以来，公司电动汽车业务收入维持高增速。2022-1H24 公司电动汽车业务分别实现营收 1.53/3.05/2.27 亿美元，同比变化 10.07%/99.35%/215.28%。2023 年以来，公司先后完成对德国 Prettl SWH 集团和 Auto-Kabel 集团的收购，Prettl SWH 集团深耕传感器、连接器和电气化领域，以其领先行业的核心技术与汽车客户建立了稳定的长期关系，Auto-Kabel 集团更是曾在高压电动汽车系统的母线和铝电缆技术上进行大规模资本投入和研发，两家公司的加入，给鸿腾精密的电动汽车业务带来深厚的技术储备和客户基础，业务增速明显。

图26: 2021-1H24 公司电动汽车业务收入 (亿美元) 及增速


资料来源: Wind, 民生证券研究院整理

2.4.2 紧拥电动化浪潮, MIH 优势明显

鸿海集团对电动汽车业务投入了极大的重视。2020 年 10 月, 鸿腾精密的母公司鸿海集团发起成立 MIH 电动汽车开放平台联盟, 本项目的宗旨是联合供应链各合作伙伴的资源和力量, 创建一个开放式合作平台, 共同致力于软硬件产品及服务的研发与创新, 有效降低车辆生产成本并缩短研发周期。截至目前, 该平台已成功吸纳微软、博世、ARM 等超过 2,700 家企业加盟, 形成了一个庞大的会员网络, 鸿腾精密将获得众多合作机会和广阔的商业机遇。

公司大力推进电动汽车布局, 服务知名汽车制造商。鸿腾精密通过构建战略合作伙伴关系和发挥 MIH 平台优势, 把握电动汽车市场的快速增长, 同时整合公司现有资源与制造能力, 实现 EV 产品的升级换代。目前, 公司是特斯拉在充电盖和充电模组方面的主要供应商, 并为宝马供应智能车钥匙。同时, 2024 年鸿腾精密与星源博锐新能源技术有限公司合资创立鸿翼新能源科技有限公司, 进一步扩展版图至充电设施领域。随着电动汽车业务的持续增长, 对汽车电子部件的需求日益上升, 稳定的生产能力和经验将使得公司在电动汽车领域站稳脚跟, 期待公司能够成为汽车电子行业的关键供应商。

图27: MIH 联盟部分会员


资料来源: MIH 官网, 民生证券研究院整理

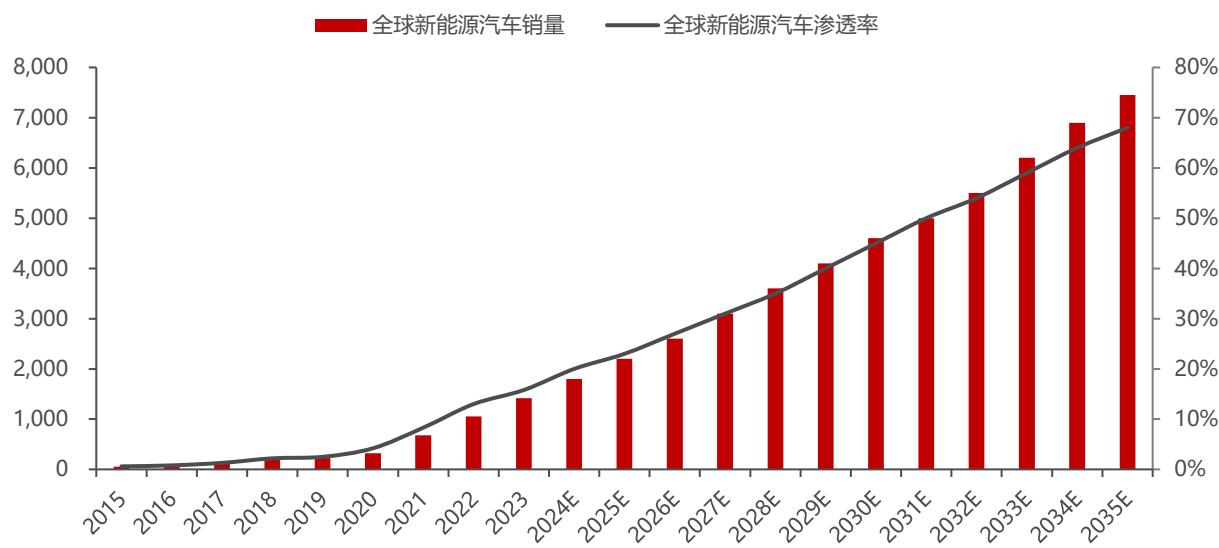
图28: 鸿翼新能源推出的充电桩产品


资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

2.4.3 市场增长动力强劲，性能要求更进一步

新能源汽车销量持续攀升，扩张势头强劲。目前，全球众多国家和地区积极激励政策以鼓励新能源的使用和发展，与此同时，随着新技术的迭代升级，新能源汽车展现出了积极的成本效益优势，市场竞争力进一步提高。据 EV Volumes，2015 年全球新能源汽车销量为 54.3 万辆，2023 年则达到了 1,418.2 万辆，复合年均增长率达到 50.35%，全球新能源汽车渗透率达到 15.8%。到 2035 年，全球新能源汽车销量有望达到 7,450 万辆以上，全球新能源汽车渗透率预计将达到 68.4%。

图29：2015-2035 年全球新能源汽车销量（万辆）及渗透率



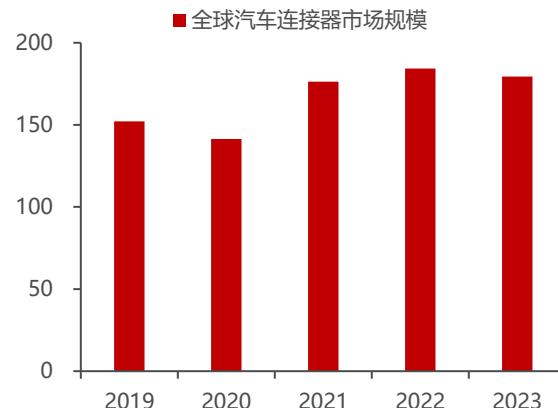
资料来源：EV Volumes，民生证券研究院整理

目前汽车连接器全球主要生产商为欧美日企业，市场集中化程度高。2023 年，汽车连接器全球主要生产商主要为泰科电子、安波福、安费诺、科氏和矢崎。由于汽车电气化和智能化程度日益增加，对于连接器的性能要求更为严苛，这些海外巨头具有更为显著的技术优势，其市场份额远超其他企业。

汽车电气化和智能化发展带动连接器性能进一步提高。汽车连接器分为低压连接器、高压连接器和高速连接器。传统燃油车主要使用低压连接器，而新能源汽车“三电”系统和 ADAS（高级驾驶辅助）系统的发展分别对于连接器在电气绝缘强度和高速传输速度上有了更高的要求，分别带动了高压连接器和高速连接器的技术进步。据 Bishop & Associates，2023 年全球汽车连接器市场规模达到 179.36 亿美元，2019-2023 的复合年增长率为 4.21%，预计到 2025 年，全球汽车连接器市场规模将达到 194.52 亿美元。

图30：2023年汽车连接器领域全球主要领导者


资料来源：Mordor intelligence, 民生证券研究院

图31：2019-2023全球汽车连接器市场规模（亿美元）


资料来源：Bishop & Associates, 民生证券研究院整理

2.5 系统终端产品业务：多元融合，声学领航

2.5.1 吸收 Belkin，打造电子配件全品类格局

公司收购知名消费电子品牌 Belkin，实现电子设备配件全覆盖。2018年，鸿腾精密将 Belkin 纳入旗下，加速其在消费电子领域的战略规划。Belkin 拥有极其丰富的产品线，产品涵盖无线充电器、线缆、扩展坞、充电器、适配器、耳机、AirTag 配件、浪涌保护器、插座和屏幕保护膜。除此之外，Belkin 下属还拥有智能家居品牌 Wemo 和智能水处理品牌 Phyn，在智能家居市场亦有所涉及。

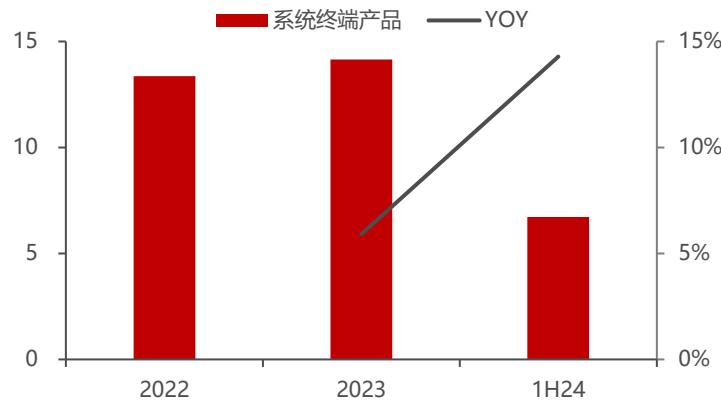
图32：鸿腾精密系统产品业务主要产品


资料来源：Belkin 官网, 民生证券研究院

公司系统终端产品业务保持稳定增长。2023年，公司系统终端产品业务实现营收14.15亿美元，同比变化5.19%；2024年上半年，公司系统终端产品业务实现营收6.72亿美元，同比变化14.29%。公司依托自身完善的电子设备配件产品

布局，保持业务收入稳定增长。

图33：2022-1H24 公司系统终端产品业务收入（亿美元）及增速

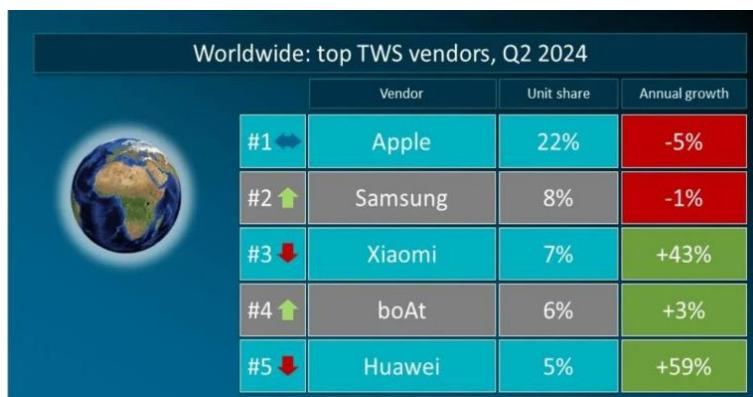


资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2.5.2 专注技术研发，主攻 TWS 高端市场

公司专注声学系统发展和研发，代工苹果 Airpods 已实现出货。鸿腾精密凭借在声学元件领域的经验，结合软硬件整合能力，专注于发展声学系统和垂直整合零组件研发，同时拓展智能家庭应用，旨在成为声学解决方案的供应链领导者。公司旗下 Belkin 拥有超过 700 项专利技术，为应对未来 Airpods 订单增长，公司继续在越南和印度扩大生产线，进一步扩大产品份额，未来业务规模有望进一步突破。

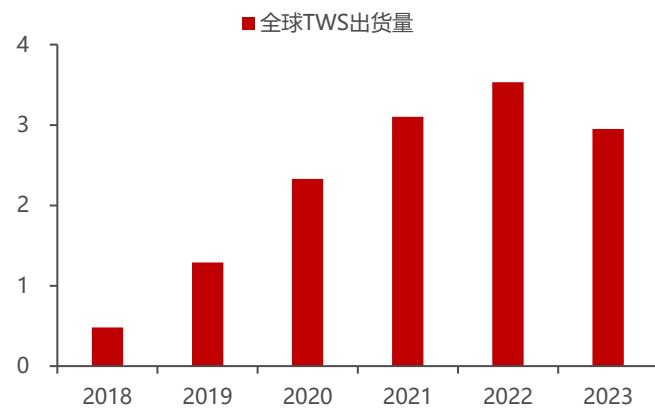
图34：2Q24 全球 TWS 市场主要领导者



资料来源：Canlays，民生证券研究院

TWS 耳机市场在经历了 2018-2021 年的井喷式增长后，在 2023 年出货量首次迎来下滑。据 Canlays，2023 年全球 TWS 出货量为 2.95 亿台，同比减少 16.43%。伴随着技术趋同，厂商们难以进行差异化竞争，因此不少厂商选择降价并下放技术与白牌厂商竞争低端市场，而苹果、华为、三星等厂商则继续耕耘高端市场，加大资本投入和技术研发，以产品生态优势来保证客户粘性。

图35：2018-2023 全球 TWS 出货量 (亿台)



资料来源：Canlays, 民生证券研究院整理

3 GB200 开启 AI 服务器新篇章，鸿腾有望受益

3.1 Blackwell 驱动性能革命，引领铜缆市场新篇章

3.1.1 Blackwell 架构革新 GPU 性能，推动 AI 计算新高度

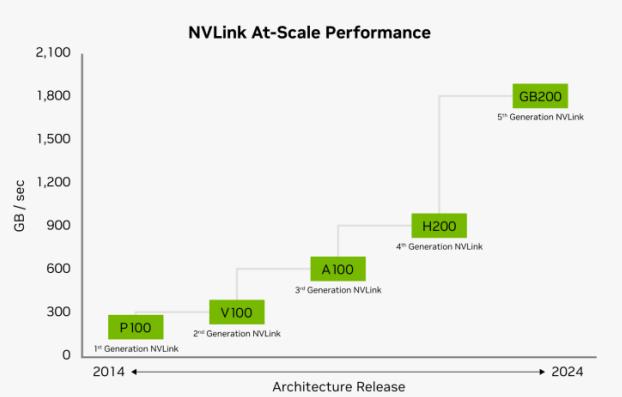
Blackwell 架构领衔，GPU 性能大幅提升。2024 年 3 月 19 日，英伟达发布了新一代 AI 芯片架构 Blackwell，并推出了基于该架构的超级芯片 GB200。GB200 由 2 颗 B200 Blackwell GPU 和 1 颗基于 Arm 架构的 Grace CPU 构成，采用台积电的 N4P 工艺技术，集成了 2080 亿个晶体管，能够提供每秒 20 千万亿次的 AI 浮点运算性能。同时，英伟达还推出了由 18 个 Computer Tray 和 9 个 Switch Tray 构成的 GB200 NVL 72 机柜，节点之间采用铜互连方案，单个 Computer Tray 由 2 个 GB200 组成，即 1 个 GB200 NVL 72 机柜中包含 36 个 Grace CPU 和 72 个 B200 Blackwell GPU，相比于上一代 HGX H100，在大型语言模型上的训练效率可提升 4 倍，处理万亿参数的推理速度提升 30 倍。

第五代 NV Link 加持，加速 GPU 互联。在 Blackwell 架构中，GPU 利用第五代 NV Link 技术相互连接，并通过多个 NV Link 和 NV Link Switch 在机架内部和跨机架实现全速 GPU 通信。每个 NVIDIA Blackwell Tensor Core GPU 能够支持多达 18 个 NV Link 接口，每个接口的数据传输速率可达 100GB/s，累计提供 1.8TB/s 的带宽，这一性能是前代产品的 2 倍，且比 PCIe 5.0 快 14 倍以上。而每台 NV Link Switch 更是可以同时支持 576 个 GPU 进行互联，总带宽达到惊人的 1PB/s。

图36：GB200 NVL 72 机柜内部构成



图37：NV Link 性能迭代历程



资料来源：华硕官网，民生证券研究院

资料来源：英伟达官网，民生证券研究院

3.1.2 GB200 推动铜互连应用，高速铜缆市场遇新机

铜互连方案技术成熟，性价比更高。在 GB200 NVL 72 机柜内部，GPU 间的互联采用铜互连方案，预估每根 NV Link 铜缆的长度在 1 米以内。在这种短距离

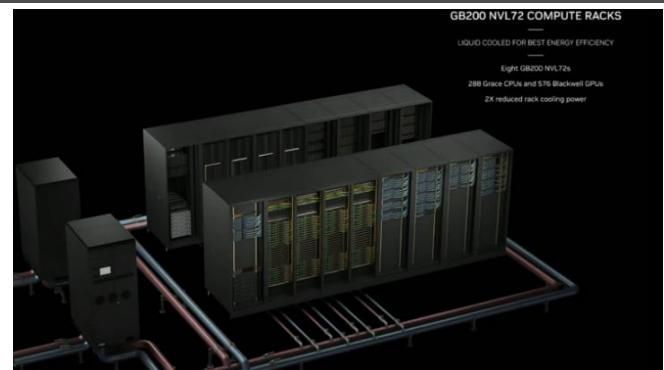
传输中, 铜缆传输技术较为成熟, 并且, 与光模块相比具有更高的成本效益。此外, 铜缆连接的优势还包括: 1) 低功耗: 无需光电转换, 同时减轻了散热负担; 2) 低故障率: 光模块每年的损坏率达到 2%-5%, 铜连接更加可靠。

图38: GB200 NVL 72 机柜内铜互连方案



资料来源: 英伟达官网, 民生证券研究院

图39: GB200 NVL 72 机柜间铜互连方案



资料来源: 英伟达官网, 民生证券研究院

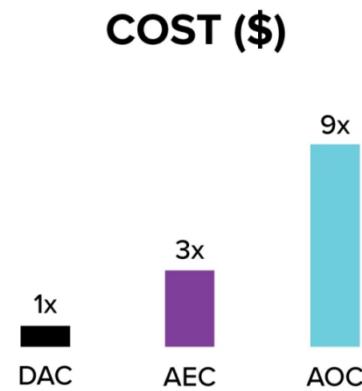
GB200 服务器将推动高速铜缆市场增长。在当前的数据中心中, 高速互联解决方案主要包括四种类型: DAC (直连电缆)、ACC (有源铜线)、AEC (有源电缆) 和 AOC(有源光缆), 其中前三种为铜互连方案。DAC 电缆能够支持高达数十 Gbps 的数据传输速率, 并在短距离高速传输方面展现出显著的成本效益。为了弥补 DAC 在传输距离上的限制, ACC 采用了 Redriver 芯片架构, 并通过 CTLE 均衡技术来优化 Rx 端的增益。AEC 则是在 ACC 的基础上进一步扩展了传输距离, 但同时也导致了成本的增加。根据 GB200 服务器在传输距离上的需求和对成本效益的考量, 预计机柜内部将采取 DAC 方案, 机柜间将采取 ACC 方案。未来随着 GB200 出货量增加, 高速铜缆在数据中心的应用规模将得到显著增加, 产业链有望迎来新的发展机遇。

图40: 全球 AOC、DAC、AEC 市场份额 (十亿美元)



资料来源: LightCounting, 民生证券研究院

图41: DAC、AEC、AOC 成本对比



资料来源: Precision OT, 民生证券研究院

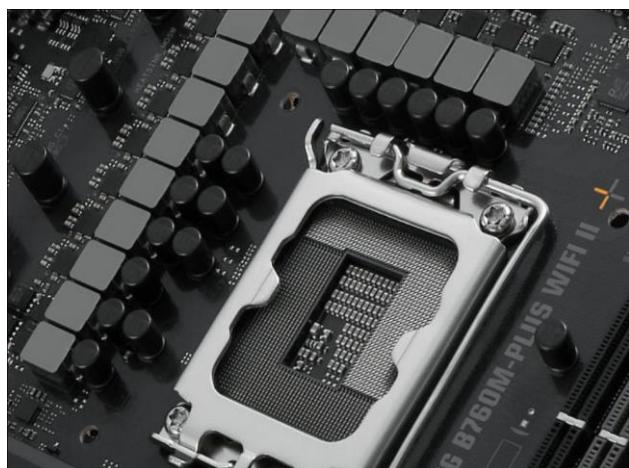
3.2 MI300A 首创插槽应用, 开启 GPU Socket 新方向

3.2.1 从 PGA 到 LGA, 性能需求推动 Socket 演变

Socket 是主板上的一个核心组件，目前主要应用于 CPU 与主板之间的物理及电气连接，旨在确保 CPU 可以稳固且精确地固定在主板上。每种 CPU 都需要特定类型的插槽与之匹配，因此 CPU 封装技术的不同意味着对应的 Socket 类型的不同。CPU 的封装方式主要有 PGA (插针网格数组封装)、LGA (平面网格数组封装) 和 BGA (球栅数组封装)，其中 PGA 和 LGA 为插槽式，对应的插槽类型有 PGA Socket 和 LGA Socket。

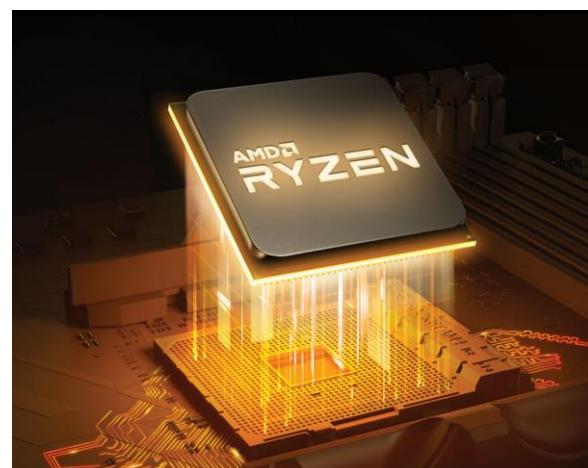
不断提高的性能标准促使 LGA Socket 成为主流 Socket 类型。传统采用 PGA 封装的 CPU 在底部设有针脚，与之对应的 PGA Socket 则配有相应的孔洞，内部有侧边夹具用于固定插入的针脚。随着 CPU 性能的增强，PGA 封装的局限性开始显现，其较大的针脚体积限制了在有限空间内增加针脚数量的可能性，难以满足更复杂的电气连接需求，此外，裸露的针脚设计也不利于保护 CPU。因此，LGA 封装技术逐渐取代了 PGA，成为当下主流。在 LGA 封装技术中，针脚被安置在主板的 LGA Socket 上，CPU 底部则是触点。这种方式显著降低了 CPU 的损坏风险，并且由于体积更小，LGA Socket 能够容纳更多的针脚，在性能上优势明显。

图42：英特尔 LGA1700 插槽



资料来源：华硕官网，民生证券研究院

图43：AMD AM4 插槽 (PGA)



资料来源：华硕官网，民生证券研究院

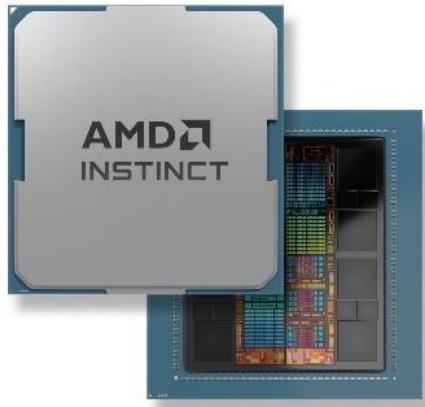
3.2.2 Socket 应用于 GPU，带来全新增量

当前，人工智能 GPU 通常直接焊接到 PCB 板上，并不像 CPU 那样采用插槽设计。因为诸如英伟达这类的人工智能 GPU 供应商，往往以完整系统 (如 DGX) 或子系统 (如搭载 8 个 AI GPU 的 HGX 平台或 GB200 模块) 的形式销售其产品，降低了单独更换 GPU 的需求。

截至目前，市面上唯一使用插槽设计的人工智能 GPU 是 AMD 于 2023 年 12 月发布的 MI300A。这款产品采用 CPU+GPU 的形式，将两者封装在一个单元中，类似于 SoC，并通过 SH5 Socket 与主板相连。插槽设计的使用将给 GPU 的更换带来便利，有望显著降低售后服务的复杂性和电路板维修的难度，同时提高

运算板的生产良率。目前，英伟达也在着手开发 GPU 插槽，相关方案有望应用于
GB300 (原 GB200 Ultra) 产品。

图44: AMD Instinct MI300A



资料来源: AMD 官网, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2024-2026 年整体营收分别为 46.71 亿美元、51.98 亿美元和 57.26 亿美元，同比增速分别为 11.3%、11.3% 和 10.2%，毛利率分别 20.1%、20.4% 和 20.8%。分业务来看：

终端产品：公司旗下 Belkin 产品涵盖无线充电器、线缆、扩展坞、充电器、适配器等，且公司声学系统业务发展迅速，后续代工苹果 Airpods 业务有望实现快速增长。考虑到 Airpods 业务的产能扩张节奏，2024 年上半年公司系统终端产品业务实现营收 6.72 亿美元，同比增长 14.29%，预计 2024-2026 年公司终端产品业务营收增速分别为 15%/18%/15%。

智能手机：公司智能手机零组件产品主要包括用于智能手机的各种连接器和线缆产品，是公司主要的营收来源，公司主要绑定北美巨头客户，市场份额稳定。该板块业务增速主要和全球手机市场销量相关，2024 年公司由于品牌公司高端智能手机产品结构变化以及同行业竞争加剧导致该板块收入有所下滑，预计后续有望伴随行业需求回暖，逐步回归平稳态势。据 IDC 预计，2024-2026 年全球手机出货量同比增速分别为 5.8%/2.5%/2.1%，有望扭转 2022 年和 2023 年连续 2 年同比下滑的态势。预计 2024-2026 年公司智能手机业务营收增速分别为 -6%/-5%/-3%。

电脑及消费电子：公司电脑业务主要提供光机电整合连接器、线缆及线缆装配等关键零部件和解决方案，目前行业处于成熟期，市场整体较为稳定，随着电脑及消费电子需求逐步复苏，该板块业务有望稳健增长。公司该板块业务增速主要受全球 PC 出货量影响，据 Canalys，2024 年全球 PC 出货量同比增速预计将达到 8%，考虑到下半年公司大客户需求回暖，预计 2024-2026 年公司电脑及消费电子业务营收增速分别为 8%/8%/7%。

基础设施和网络：公司网络基础设施业务包含光学解决方案和铜连接解决方案。光学方面，公司经过多次并购，产品线涵盖 800G、1.6T 等各个速率光模块产品；铜连接方面，公司在网络设施方面提供了一系列的铜缆解决方案和产品，有望充分受益于 GB200 带来的 AI 服务器铜连接浪潮。考虑到 GB200 服务器将在 2025 年放量，预计 2024-2026 年公司基础设施和网络业务营收增速分别为 10%/30%/20%。

电动汽车：公司电动汽车业务主要由旗下 FIT Voltaira 集团开展，主要包括电源管理、车联网和人机交互三个板块。2023 年以来，公司先后完成对德国 Prettl SWH 集团和 Auto-Kabel 集团的收购，成为公司近两年该板块主要的业绩增长来源，伴随并表影响消除，预计公司后续该板块业务恢复稳健成长。考虑到 2024 年并表因素影响，预计 2024-2026 年公司电动汽车业务营收增速分别为 10%/30%/20%。

2026 年公司电动汽车业务营收增速分别为 65%/10%/10%。

毛利率预测：2023 年公司整体毛利率为 19.2%，考虑到公司 AI 服务器等高毛利率产品收入有望实现快速增长，预计 2024-2026 年公司整体毛利率分别为 20.1%/20.4%/20.8%。

表2：公司分业务销售收入及毛利率预测

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入合计	4195.55	4671.12	5197.94	5726.21
终端产品	1415.28	1627.57	1920.53	2208.62
智能手机	1044.34	981.68	932.60	904.62
电脑及消费性电子	773.29	835.15	901.97	965.10
基础设施和网络	424.79	467.27	607.45	728.94
电动汽车	305.10	503.42	553.76	609.13
其他产品	232.76	256.04	281.64	309.80
营收增长率	-7.4%	11.3%	11.3%	10.2%
终端产品	6.0%	15.0%	18.0%	15.0%
智能手机	-17.2%	-6.0%	-5.0%	-3.0%
电脑及消费性电子	-5.7%	8.0%	8.0%	7.0%
基础设施和网络	-43.7%	10.0%	30.0%	20.0%
电动汽车	99.7%	65.0%	10.0%	10.0%
其他产品	12.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	19.2%	20.1%	20.4%	20.8%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 费用率预测

伴随公司各版块业务逐步成熟，预计公司未来整体费用率在整体平稳的基础上缓步下降，预计 2024-2026 年公司销售费用率分别为 2.5%/2.4%/2.3%；管理费用率分别为 4.7%/4.5%/4.3%；研发费用率分别为 7.0%/6.6%/6.2%；财务费用率分别为 0.84%/0.77%/0.66%。

表3：费用率预测

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	2.49%	2.50%	2.40%	2.30%
管理费用率	4.55%	4.70%	4.50%	4.30%
研发费用率	7.33%	7.00%	6.60%	6.20%
财务费用率	0.79%	0.84%	0.77%	0.66%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.3 估值分析及投资建议

我们预计公司 2024-2026 年将实现营收 46.71/51.98/57.26 亿美元，归母净利润 1.69/2.37/3.13 亿美元，对应现价 PE 分别为 16/11/9 倍。

考虑到鸿腾精密的核心业务为线缆和连接器，我们选取核心业务板块类似的立讯精密、电连技术、沪光股份作为公司的可比公司进行估值，可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 29/22/18 倍，鸿腾精密估值低于可比公司估值平均水平，同时考虑到公司在 AI 服务器互连领域前瞻布局，2024 年起公司 AI 服务器相关业务逐步放量，带动公司收入和盈利能力持续提升，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表4：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元/美元)		EPS (元/美元)			PE (倍)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E
002475.SZ	立讯精密	41.85	1.88	2.37	2.90	22	18	14	14
300679.SZ	电连技术	63.46	1.50	2.01	2.53	42	32	25	25
605333.SH	沪光股份	33.02	1.46	2.01	2.52	23	16	13	13
平均值						29	22	18	18
06088.HK	鸿腾精密	0.39	0.02	0.03	0.04	16	11	9	9

资料来源：Wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2025 年 3 月 4 日，汇率 1HKD=0.13USD，鸿腾精密收盘价和 EPS 单位为美元，其他公司单位为元

5 风险提示

1) 行业需求波动的风险。鸿腾精密业务范围广泛，涵盖网络设施、智能手机、电脑、电动汽车等领域，下游市场分散较广。若发生宏观经济波动、市场供需变化和原材料价格上升等不利因素时，下游客户可能会遭受需求端收缩、成本结构恶化、盈利能力下降等负面影响，进而减少对公司产品的需求，从而给公司业绩增长带来压力，影响公司的长期稳定发展和竞争力。

2) 新品推进节奏不及预期的风险。鸿腾精密拥有强大的研发实力，在连接器领域享有全球领先的技术优势，伴随着AI领域市场竞争加剧和技术迭代加快，公司在研发投入和技术更新上面临着更高的要求。若新产品的研发、测试、市场推广等环节未能按照既定计划顺利进行，可能会导致新品上市时间延迟或市场接受度低于预期，公司的市场竞争力可能会受到影响，对公司营收增长和市场份额产生不利影响。

3) 行业竞争格局变化的风险。鸿腾精密所在的连接器行业由于AI领域的快速崛起目前正处于蓬勃发展阶段，行业内技术更新速度加快，一方面行业内诸如安费诺等海外龙头企业正在加快全球化布局以扩大市场份额，一方面国内对于高新技术产业政策的大力支持有利于国内连接器制造商进行技术研发，新竞争者的进入和现有竞争对手的策略调整可能加剧市场竞争。若公司未能及时认识市场竞争格局变化，难以满足客户产品需求，公司可能会面临市场份额的丢失，将对公司的经营业绩和长期发展造成不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	3,112	3,910	4,258	4,679
现金及现金等价物	1,316	1,956	2,091	2,298
应收账款及票据	807	843	939	1,034
存货	802	933	1,034	1,134
其他	187	177	195	212
非流动资产合计	1,982	1,832	1,821	1,812
固定资产	900	876	855	838
商誉及无形资产	738	730	724	718
其他	344	226	241	256
资产合计	5,094	5,742	6,079	6,491
流动负债合计	2,563	2,566	2,696	2,826
短期借贷	1,383	1,383	1,383	1,383
应付账款及票据	663	726	804	882
其他	518	458	509	561
非流动负债合计	93	600	600	600
长期借贷	0	600	600	600
其他	93	0	0	0
负债合计	2,656	3,166	3,296	3,426
普通股股本	142	142	142	142
储备	2,292	2,430	2,636	2,917
归属母公司股东权益	2,435	2,573	2,778	3,060
少数股东权益	3	3	4	6
股东权益合计	2,437	2,576	2,783	3,065
负债和股东权益合计	5,094	5,742	6,079	6,491

利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,196	4,671	5,198	5,726
其他收入	11	0	0	0
营业成本	3,388	3,734	4,137	4,537
销售费用	105	117	125	132
管理费用	191	220	234	246
研发费用	308	327	343	355
财务费用	33	39	40	38
权益性投资损益	-50	-26	-18	-15
其他损益	48	27	30	33
除税前利润	179	236	331	436
所得税	50	66	93	122
净利润	130	170	238	314
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	129	169	237	313
EBIT	213	275	371	474
EBITDA	433	496	588	687
EPS (元)	0.02	0.02	0.03	0.04

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	-7.40	11.34	11.28	10.16
归属母公司净利润	-23.97	31.20	40.19	31.75
盈利能力(%)				
毛利率	19.24	20.07	20.42	20.76
净利率	3.07	3.62	4.56	5.46
ROE	5.30	6.58	8.54	10.21
ROIC	4.02	4.35	5.61	6.76
偿债能力				
资产负债率(%)	52.15	55.14	54.22	52.78
净负债比率(%)	2.71	1.05	-3.90	-10.31
流动比率	1.21	1.52	1.58	1.66
速动比率	0.89	1.15	1.18	1.24
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.86	0.88	0.91
应收账款周转率	5.49	5.66	5.83	5.81
应付账款周转率	5.12	5.38	5.41	5.38
每股指标 (元)				
每股收益	0.02	0.02	0.03	0.04
每股经营现金流	0.08	0.04	0.06	0.07
每股净资产	0.33	0.35	0.38	0.42
估值比率				
P/E	21	16	11	9
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.26	5.46	4.61	3.94

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 鸿腾精密主要发展历程	3
图 2: 鸿腾精密股权结构 (截至 2024 年半年报)	4
图 3: 2019-3Q24 公司营收 (亿美元) 及增速	5
图 4: 2019-3Q24 公司归母净利润 (亿美元) 及增速	5
图 5: 2019-1H24 公司毛利率和净利率 (%)	5
图 6: 2019-1H24 公司期间费用率 (%)	5
图 7: 鸿腾精密 “3+3” 战略	6
图 8: 2019-1H24 公司主要产品收入情况 (亿美元)	7
图 9: 2019-1H24 公司研发费用和研发费用率 (%)	7
图 10: 1Q24 公司各业务收入情况	9
图 11: 2Q24 公司各业务收入情况	9
图 12: 鸿腾精密铜连接解决方案	10
图 13: 鸿腾精密互连解决方案对数据中心服务器功能所起的作用	10
图 14: 2019-1H24 公司网络设施业务营收 (亿美元) 及增速	11
图 15: GB200 机柜内部 compute tray 结构	11
图 16: 鸿腾精密 CPU Socket 设计	12
图 17: GPU Socket 设计示意图	12
图 18: 英伟达 GH200 Grace Hopper 超级晶片	12
图 19: 2019-1H24 公司智能手机业务营收 (亿美元) 及增速	13
图 20: 1Q15-1Q24 全球智能手机出货量 (百万台) 及增速	14
图 21: 鸿腾精密电脑及消费性电子业务主要产品	14
图 22: 2019-1H24 公司电脑及消费性电子业务收入 (亿美元) 及增速	15
图 23: 1Q23-3Q24 全球 PC 出货量 (万台) 及增速	16
图 24: 微软 Surface Pro	16
图 25: 鸿腾精密电动汽车业务面向乘用车的系统解决方案	17
图 26: 2021-1H24 公司电动汽车业务收入 (亿美元) 及增速	18
图 27: MIH 联盟部分会员	18
图 28: 鸿翼新能源推出的充电桩产品	18
图 29: 2015-2035 年全球新能源汽车销量 (万辆) 及渗透率	19
图 30: 2023 年汽车连接器领域全球主要领导者	20
图 31: 2019-2023 全球汽车连接器市场规模 (亿美元)	20
图 32: 鸿腾精密系统产品业务主要产品	20
图 33: 2022-1H24 公司系统终端产品业务收入 (亿美元) 及增速	21
图 34: 2Q24 全球 TWS 市场主要领导者	21
图 35: 2018-2023 全球 TWS 出货量 (亿台)	22
图 36: GB200 NVL 72 机柜内部构成	23
图 37: NV Link 性能迭代历程	23
图 38: GB200 NVL 72 机柜内铜互连方案	24
图 39: GB200 NVL 72 机柜间铜互连方案	24
图 40: 全球 AOC、DAC、AEC 市场份额 (十亿美元)	24
图 41: DAC、AEC、AOC 成本对比	24
图 42: 英特尔 LGA1700 插槽	25
图 43: AMD AM4 插槽 (PGA)	25
图 44: AMD Instinct MI300A	26

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 鸿腾精密核心团队介绍	8
表 2: 公司分业务销售收入及毛利率预测	28

表 3： 费用率预测	28
表 4： 可比公司 PE 数据对比	29
公司财务报表数据预测汇总	31

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048