

华丰科技（688629）

证券研究报告

2025 年 06 月 14 日

AI 算力时代的高速线模组领军者

电连接器领军企业，打造核心竞争力

公司从早期专注传统连接器生产逐步拓展业务领域，发展成为电连接器领军企业，产品战略聚焦“高速互连”和“系统互连”领域，覆盖防务、通讯、工业三大应用领域，其中，通讯产品及防务产品的占比较高，且防务产品毛利率最高。公司高管具备多年行业工作经验，对连接器行业的发展具有敏锐的洞察力。公司持续加大前沿技术预研及产品研发投入，并具备技术、制程和客户资源优势，在行业竞争中处于优势地位。公司营业收入持续向好，2024 年营业收入同比增长 20.83%，2025 年 Q1 营业收入同比增长 79.82%。

连接器行业市场空间广阔，海外公司占据主导地位

国内外连接器行业市场规模总体保持增长趋势，根据 Bishop & Associates 统计数据，全球连接器市场规模已从 2020 年的 627 亿美元增长至 2023 年的 819 亿美元；中国连接器市场规模已从 2020 年的 1438 亿元增长至 2022 年的 1887 亿元。其中，通信和汽车是连接器行业最重要的应用领域。连接器行业充分竞争，全球企业数量众多，经营规模多寡不一，强者恒强，全球主要竞争者包括欧美、日本等地的连接器跨国公司，泰科电子、安费诺、莫仕领跑行业，国内厂商份额较低，国产替代空间广阔。

三大市场均具备增长点，布局高速线模组顺应 AI 发展

1) 5G-A 和 AI 助推通讯连接器市场发展，高速的信息传输需求是通信行业必然趋势，通讯连接器向更高数据速率发展。AI 发展带动算力需求增长，华为推出昇腾系列产品，助力国内 AI 算力建设，华为是公司第一大客户，华为哈勃投资亦是公司股东。公司全力提升高速背板连接器和高速线模组的整体能力以满足客户需求，已完成 112G 高速背板产品开发及小批量生产，并持续开发优化 224G 产品。此外，公司投资建设 6 条高速线模组产线，并已于 2024 年 7 月开始产品的批量交付，后续适时扩建产能。

2) 军队现代化建设稳步推进，防务连接行业壁垒较高且竞争格局稳定，公司在该领域具有多年的技术沉淀和综合优势，产品丰富覆盖全面。3) 新能源汽车智能化趋势凸显，汽车连接器有望持续放量，公司凭借在高速、高压连接领域的优势，积极开拓车载高速、高压连接器等业务。

投资建议：公司有望充分受益于 AI 发展

预计公司 2025-2027 年营业收入为 22.97、30.37、39.39 亿元，归母净利润为 2.10、3.20、4.01 亿元。基于公司在高速背板连接器和高速线模组等产品上具备较强技术优势，有望充分受益于 AI 的发展，我们认为公司未来增长潜力较大。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：主要客户相对集中的风险，防务业务发展不及预期的风险，毛利率波动的风险，测算不及预期的风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	903.64	1,091.90	2,297.45	3,036.94	3,939.13
增长率(%)	(8.17)	20.83	110.41	32.19	29.71
EBITDA(百万元)	185.71	136.51	423.79	574.81	697.61
归属母公司净利润(百万元)	72.37	(17.75)	210.17	319.67	401.35
增长率(%)	(26.74)	(124.53)	(1,284.01)	52.10	25.55
EPS(元/股)	0.16	(0.04)	0.46	0.69	0.87
市盈率(P/E)	309.58	(1,262.17)	106.60	70.09	55.82
市净率(P/B)	14.91	15.34	13.93	12.34	10.89
市销率(P/S)	24.79	20.52	9.75	7.38	5.69
EV/EBITDA	50.05	108.40	51.15	36.86	28.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 国防军工/军工电子 II

6 个月评级 增持（首次评级）

当前价格 48.6 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 460.99

流通 A 股股本(百万股) 178.33

A 股总市值(百万元) 22,404.25

流通 A 股市值(百万元) 8,666.62

每股净资产(元) 3.24

资产负债率(%) 48.70

一年内最高/最低(元) 72.94/17.40

作者

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

康志毅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120002
kangzhiyi@tfzq.com

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

张建宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525040002
zhangjianyu@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 华丰科技：电连接器行业领军者，创新发展践行家	4
1.1. 栉风沐雨，打造电连接器领军企业	4
1.2. 产品聚焦三大市场，打造核心竞争力	5
1.3. 公司具备较强市场竞争力	8
1.4. 营收规模显著提升，防务产品毛利率较高	9
2. 连接器行业市场空间广阔	10
2.1. 市场规模蓬勃发展，应用领域愈发广泛	11
2.2. 行业充分竞争，海外企业领跑	12
2.3. 国家政策支持连接器行业发展	13
3. 通讯、防务、工业市场均具备增长点	13
3.1. 5G-A、人工智能助推通讯连接器发展	13
3.2. 军队现代化建设稳步推进，公司聚集无人化和弹载领域	16
3.3. 新能源汽车需求旺盛，拉动工业业务增长	17
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1. 盈利预测	19
4.2. 投资建议	20
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：股权结构图（截至 2025 年一季报）	4
图 3：公司产品三大应用领域	6
图 4：公司研发费用情况	6
图 5：系统互连产品	7
图 6：高速背板连接器产品开发时间轴	7
图 7：公司主编连接器技术研究期刊《机电元件》	8
图 8：公司获评国家高新技术企业	8
图 9：公司为中国电接插元件行业协会 1-6 届理事长单位	9
图 10：公司牵头制定电源连接器国际标准 IEC 61076-3-120	9
图 11：公司主要客户图示	9
图 12：2019-2025Q1 公司营业收入（单位：亿元）	9
图 13：2019-2025Q1 公司归母净利润（单位：亿元）	9
图 14：通讯、防务、工业产品营业收入情况（单位：亿元）	10
图 15：通讯、防务、工业产品毛利率情况	10
图 16：2019-2025Q1 公司费用率情况	10
图 17：2019-2025Q1 公司毛利率与净利率情况	10
图 18：不同连接器形态	11

图 19: 2020-2024 全球连接器市场规模 (单位: 亿美元)	11
图 20: 2020-2024 中国连接器市场规模 (单位: 亿元)	11
图 21: 连接器应用领域占比情况	11
图 22: 2021 年全球连接器市场竞争格局	12
图 23: 连接器在通讯领域中的应用	13
图 24: 全球及中国通讯连接器市场规模 (亿美元)	14
图 25: 全国累计建成 5G 基站数量 (万个)	14
图 26: 全球及中国 AI 服务器市场规模预测	14
图 27: 华为昇腾系列产品	15
图 28: 华丰科技高速连接器	16
图 29: 华丰科技芯片到背板高速连接线缆组件	16
图 30: 2020-2025 中国财政预算国防支出 (亿元)	16
图 31: 2010-2020 中国防务连接器市场规模 (亿元)	16
图 32: 2020-2024 中国航天发射任务数量 (单位: 次)	16
图 33: 全球军用无人机市场规模预测	16
图 34: 华丰科技防务领域主要客户占营业收入比例	17
图 35: 2020-2024 中国新能源汽车销量 (万辆)	17
图 36: 2020-2024 中国新能源汽车市场渗透率	17
图 37: 全球及中国汽车连接器市场规模 (亿美元)	17
图 38: 连接器在新能源汽车上的应用	17
图 39: 高压连接器及线束示意图	18
图 40: 全球及中国轨交连接器市场规模 (亿美元)	18
图 41: 公司轨交领域连接器产品	19
表 1: 公司主要管理层情况	5
表 2: 公司承接国家科研项目介绍	6
表 3: 华丰科技与主要国内竞争对手对比	8
表 4: 连接器各领域重点企业	12
表 5: 连接器行业相关支持政策	13
表 6: 公司营业收入预测及拆分 (百万元)	20

1. 华丰科技：电连接器行业领军者，创新发展践行家

1.1. 栉风沐雨，打造电连接器领军企业

华丰科技从早期专注传统连接器生产逐步拓展业务领域，发展成为电连接器领军企业。1958 年，公司前身华丰无线电器材厂成立，专业研制生产电连接器产品。公司历经多次重要变革以及名称变更，于 2021 年更名为四川华丰科技股份有限公司，产品战略聚焦“高速互连”和“系统互连”领域，为防务、通讯、工业等领域提供优质的连接器产品和解决方案。2023 年，公司作为国家高新技术企业在科创板上市。凭借不断提高的研发能力、逐年扩充的业务规模、持续领先的产品和服务，公司行业内地位稳步提升，连续三十余年获得“中国电子元件百强企业”称号。

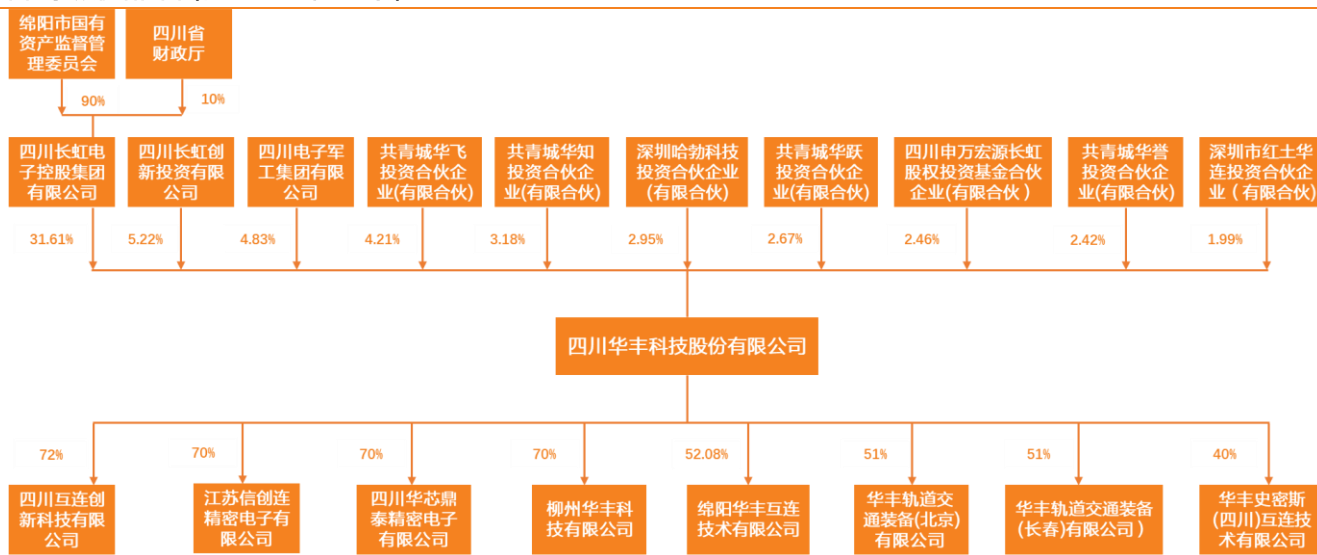
图 1：公司发展历程



资料来源：华丰科技官网，华丰科技公告，天风证券研究所

多元化股权结构，推动公司稳步发展。截止至 2025 年一季报，公司的实际控制人为绵阳市国资委。根据股权穿透图，绵阳市国资委持有四川长虹集团 90% 的股份，而长虹集团直接持有公司 31.61% 股份。此外，华为旗下的哈勃投资公司也持有公司 2.95% 的股份。

图 2：股权结构图（截至 2025 年一季报）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司高管具备多年行业工作经验，科研及运营管理能力突出。公司多数高管均在长虹公司体系内任职，对行业具备深入了解。其中，公司董事长杨艳辉曾任四川长虹网络科技有限责任公司业务经理，公司总经理刘太国曾任长虹器件科技有限公司总经理，公司财务负责人周明丹曾任长虹集团财务部副部长，公司董秘蒋道才曾任长虹集团人力资源部人事管理、绩效主管，公司副总经理高飞曾任中国航空研究院技术三部能热综合技术研

究室主任。高管团队对连接器行业的发展具有敏锐的洞察力，了解市场需求。

表 1：公司主要管理层情况

姓名	职位	职称	主要经历
杨艳辉	董事长，董事	高级工程师	曾任四川长虹网络科技有限责任公司业务经理、中国营销公司副总经理、总经理；四川长虹电器股份有限公司多媒体产业公司战略合作总监、新渠道业务总监，四川长虹教育科技有限公司董事、总经理；华丰科技董事长；长虹集团军工总监、华丰科技董事长。
刘太国	董事、总经理	高级工程师	曾任长虹器件公司副部长、电子部品厂厂长、经管处经理；四川长虹器件科技有限公司经营管理处经理、运营总监；四川长虹包装印务有限公司总经理；四川长虹器件科技有限公司总经理；华丰科技董事、总经理。
周明丹	财务负责人	中级会计师	曾任深圳市瑞致达科技有限公司会计、会计主管；富凯兴业商务咨询（深圳）有限公司会计；四川虹欧显示器件有限公司资金会计、预算会计、总账主管；安徽鑫昊等离子显示器件有限公司财务经理；长虹集团总账经理；宜宾红星电子有限公司财务总监；长虹集团财务部副部长；华丰科技财务总监。
蒋道才	董事会秘书	中级经济师	曾任长虹集团人力资源部人事管理、绩效主管；华丰有限人力资源部副经理、人力资源部部长；华丰科技运营与人力资源总监。
高飞	副总经理,总工程师	高级工程师	曾任成都飞机设计研究院机电部技术员，助理工程师，工程师，高级工程师，副主任，中国航空研究院项目办副主任（青年二级技术专家），中国航空研究院技术三部能热综合技术研究室主任（研究院一级技术专家）。现任四川华丰科技股份有限公司副总经理，总工程师。

资料来源：Wind，华丰科技招股说明书，天风证券研究所

1.2. 产品聚焦三大市场，打造核心竞争力

公司产品按应用领域可分为三类：通讯类连接产品、防务类连接产品、工业类连接产品。公司长期从事光、电连接器及线缆组件的研发、生产、销售，并为客户提供系统解决方案，为我国通讯、防务、工业等行业提供大量配套产品，产品广泛应用于通讯、航空、航天、船舶、防务装备、电子装备、核电、新能源汽车、轨道交通等领域。

➤ 通讯类连接产品

公司通讯类连接产品主要分为高速连接器、印制板连接器、电源类连接器、射频类连接器、光通讯连接器、线缆组件。公司是较早一批在主流设备供应商布局的企业，不仅较早成为华为、中兴、诺基亚的全球供应商，同时在烽火通信、新华三等公司成立之初即成为其合格供应商。目前公司已研发出多种速率的高速背板连接器系列产品，包括 56Gbps、112Gbps 以及正在开发的 224Gbps 产品。

➤ 防务类连接产品

公司具有 60 余年的防务互连技术沉淀和综合优势，产品体系覆盖全面、层次丰富。公司防务产品分为系统互连产品、防务连接器、组件等三大类别。公司开发的部分产品技术指标达到国际先进水平，成功实现了国产化替代。公司具有航天科工、中国电科、中国兵工等防务龙头企业的供货资格，是国内最主要的防务连接产品供应商之一。

➤ 工业类连接产品

公司的工业类连接产品主要应用于轨道交通领域及新能源汽车领域。在轨道交通领域，公司为铁路行业自主开发的 JL 系列圆形连接器、HDC 系列重载连接器、RT 系列电气车钩总成等产品得到了广泛应用。在新能源汽车领域，公司为三电系统提供高压线束、充电系统总成等解决方案和产品服务，目前公司是上汽通用五菱的主力供应商之一，也是

比亚迪高压配电模块的主要供应商之一。

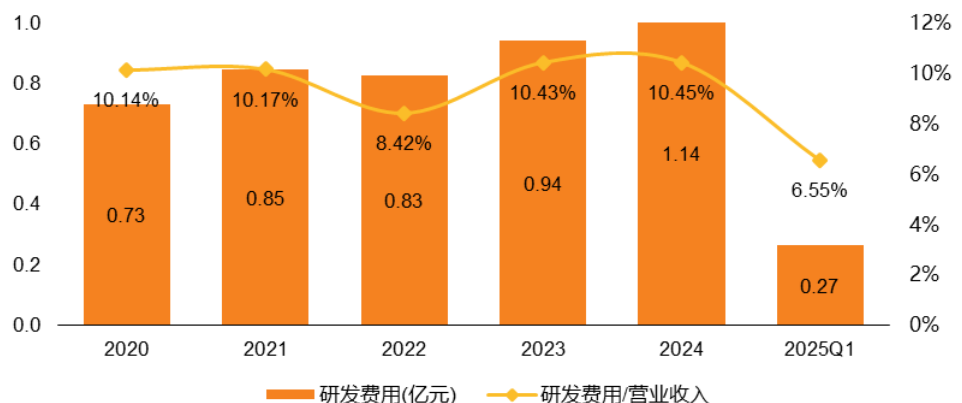
图 3：公司产品三大应用领域



资料来源：华丰科技官网，公司公告，天风证券研究所

公司不断加大前沿技术预研及产品研发投入，打造业内领先的核心技术。2024 年公司研发费用为 1.14 亿元，同比增长 20.99%，占营业收入的比例为 10.45%。2025 年第一季度，公司研发费用为 0.27 亿元，同比增长 25.80%，占营业收入的比例为 6.55%。公司持续的研发投入取得了丰硕成果，截至 2024 年 12 月 31 日，公司累计获得专利权 662 项和软件著作权 3 项，其中发明专利 161 项，实用新型专利 470 项，外观设计专利 31 项。

图 4：公司研发费用情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司强大的科研实力使得公司多次承担国家重点科研项目。公司先后承担了“XX 密封连接器”、“XX 防雷连接器”、“XX 高速连接器”、“XX 高速背板连接器”等国家级重大科研项目。公司主要承接项目如下所示。

表 2：公司承接国家科研项目介绍

序号	项目名称	主管单位	所处阶段	起止时间	公司参与角色
1	224Gpbs 高速连接器产业化开发与应用	省级重点单位	研发阶段	2022-2024	独家建设单位
2	空天地协同作业装备高速数据链路微型表面贴装连接器研制与应用	绵阳市科学技术局	研发阶段	2022-2023	独家建设单位
3	112G 2mm 高速连接器研发	绵阳市科学技术局	研发阶段	2022-2023	独家建设单位
4	XX 高速背板连接器	工信部	研发阶段	2021-2023	独家建设单位
5	XX 防雷连接器	国家重点单位	标准确认阶段	2021-2022	独家建设单位
6	XX 射频连接器	国家重点单位	鉴定试验阶段	2021-2022	独家建设单位
7	56G 2mm 高速背板连接器研发及产业化	绵阳市国资委	已完成验收	2020-2022	独家建设单位

8	无人机整机电缆组件	省级重点单位	准备验收阶段	2019-2022	独家建设单位
9	XX 高速数据传输微矩形连接器	国家重点单位	已完成验收	2019-2020	独家建设单位
10	XX 高速连接器研发及产业化	国家发改委	已完成验收	2018-2022	独家建设单位
11	军民两用高可靠连接器的研发及产业化	国家发改委	已完成验收	2018-2021	独家建设单位
12	高速连接器及线缆组件研发及产业化	绵阳市经济和信息化委员会	已完成验收	2018-2021	独家建设单位
13	XX 高速连接器	国家重点单位	已完成验收	2018-2021	独家建设单位
14	XX 密封连接器	国家重点单位	已完成验收	2018-2021	独家建设单位
15	XX 密封电连接器	国家重点单位	已完成验收	2017-2021	独家建设单位
16	XX 传输测试标准研究	国家重点单位	已完成验收	2017-2019	独家建设单位
17	XX 连接器统型标准研究	国家重点单位	已完成验收	2017-2019	独家建设单位
18	XX 控制数据传输总线	国家重点单位	已完成验收	2017-2019	独家建设单位
19	XX 矩形连接器详细规范	国家重点单位	已完成验收	2017-2019	独家建设单位
20	XX 高速连接器	工信部	已完成验收	2014-2020	独家建设单位
21	XX 连接器数字化设计平台	国家重点单位	已完成验收	2014-2021	独家建设单位
22	XX 圆形固定连接器	国家重点单位	已完成验收	2014-2020	独家建设单位
23	XX 连接器技术攻关	国家重点单位	准备验收阶段	2013-2022	独家建设单位
24	XX 背板连接器系列	国家重点单位	已完成验收	2013-2021	独家建设单位
25	XX 密封连接器	国家重点单位	已完成验收	2011-2020	独家建设单位

资料来源：华丰科技招股书，天风证券研究所（注：科研项目为截至 2022 年底情况）

公司目前已形成多项核心技术，使得公司在行业竞争中处于优势地位。具体包括：系统互连、高速传输、高压大电流、高频、耐环境、先进的连接器制造等核心技术。

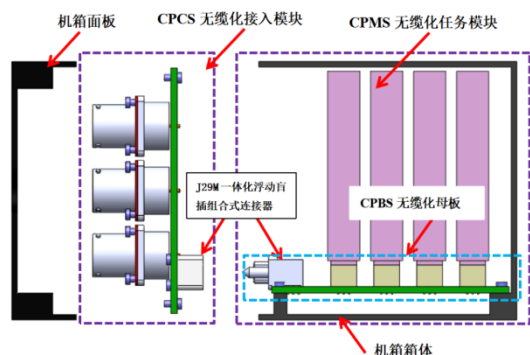
➤ 系统互连技术

系统互连产品指的是一个集成了智能连接、高速连接、电磁防护、微系统互连等方面的系统化产品，其具备低成本、轻量小型化、维修更换便利、高安全性等优点。公司自 2010 年以来便开始了系统互连技术的研发，截至到 2023 年 6 月份，拥有系统互连技术相关发明专利 10 项，实用新型专利 9 项，并制定了多项相关国家标准和国家军用标准，其中《电连接器数据传输性能测试方法》填补了国内的标准空白。

➤ 高速传输技术

高速传输指的是在传输速率大于 10Gbps 及频率大于 50MHz 条件下，实现数字化信号高速地在传输介质中从一个数据处理单元到另一个数据处理单元的移动过程。欧美企业一直是高速连接器行业主要参与方，在 2017 年前均实现了其对市场的高度垄断。2020 年，公司自主研发的 56Gbps 背板连接器产品通过客户认证，并在华为设备中大批量使用。目前公司在和客户密切合作布局下一代产品架构，逐步打破行业被国外巨头垄断的局面。

图 5：系统互连产品



资料来源：华丰科技招股说明书，天风证券研究所

图 6：高速背板连接器产品开发时间轴



资料来源：华丰科技招股说明书，天风证券研究所

1.3. 公司具备较强市场竞争力

公司的国内主要竞争对手包括中航光电、航天电器、永贵电器、瑞可达等。其中，中航光电的高速电连接器传输速率可达到 112Gbps，新能源汽车连接器中，产品基本涵盖从充电到整车内部电器使用的全部场景，具有较为全面的产品谱系；航天电器生产的特种连接器产品覆盖全面，涉及航空航天、船舶、通信以及兵装等多个领域；永贵电器在轨道交通领域深耕多年，在轨道交通连接器领域占据龙头地位；瑞可达已在移动通信、新能源汽车等领域拥有多项核心技术，已成为高压连接器头部供应商，换电连接器的龙头。

表 3：华丰科技与主要国内竞争对手对比

公司名称	产品应用领域	国内核心客户群
华丰科技	防务、通讯、轨道交通、新能源汽车等	防务：航天科工、中国电科、中国兵工等； 通讯设备：华为、中兴、诺基亚、烽火通信、新华三等； 新能源汽车：上汽通用五菱、比亚迪等； 轨道交通：中国中车等
中航光电	航空、航天、舰船、防务装备、轨道交通、电子、通讯、电力、电源等防务、民用领域	航空工业及航天集团旗下二三级子公司及各配套单位； 华为、中兴等 ICT 提供商； 各大汽车厂及配套供应商
航天电器	航天、航空、电子、防务装备、通讯、交通等领域	航天集团旗下二三级子公司及各配套单位； 华为、中兴等 ICT 服务提供商
瑞可达	民用、防务移动通信、新能源汽车、轨道交通、电力设备等领域	通讯：中兴、爱立信； 新能源：蔚来汽车、上汽集团、宁德时代等
永贵电器	轨道交通、新能源汽车、防务、通信	中车系下一级子公司及二级子公司； 各大汽车厂及配套供应商； 中国电科及部分核电领域客户

资料来源：华丰科技招股说明书，Wind，天风证券研究所

连接器市场中，华丰科技具备较强市场竞争力。公司是我国率先从事电连接器研制和生产的核心骨干企业及高新技术企业，具备技术优势、制程优势和客户资源优势。

► 技术优势

公司投身连接器研制生产已 60 余年，是我国研制生产品种最全的连接器的生产制造企业之一。目前，公司已形成了系统互连、高速传输、高压大电流、高频、耐环境、先进的连接器制造工艺等核心技术。同时，公司具备不断创新攻关、继续突破关键核心技术的能力，这确保公司产品在行业竞争中处于优势地位。此外，公司还是国家高新技术企业，连续三十余年荣登中国电子元件百强企业榜，并主编连接器技术研究期刊《机电元件》。

图 7：公司主编连接器技术研究期刊《机电元件》



资料来源：机电元件官网，天风证券研究所

图 8：公司获评国家高新技术企业



资料来源：华丰科技官网，天风证券研究所

► 制程优势

公司拥有电连接器从零组件加工到成品组装全套成熟的制造技术及装备，可根据不同产品生产特性采用不同工艺流程及装备配置，满足各种电连接器新品研发及批量生产要求。公司的玻璃封结制造技术、高速冲压成型技术、高可靠接触件等制造技术已达到国内领

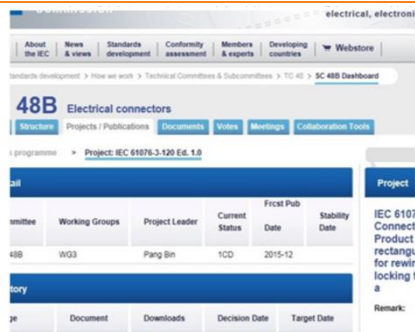
先水平，尤其是通讯产品的装配自动化达到 80%以上。此外，公司还是中国电接插件行业协会 1-6 届理事长单位，作为国际电工委 IEC/TC48/SC48B 中国技术归口单位，牵头制定电源连接器国际标准 IEC 61076-3-120。

图 9：公司为中国电接插件行业协会 1-6 届理事长单位



资料来源：华丰科技官网，天风证券研究所

图 10：公司牵头制定电源连接器国际标准 IEC 61076-3-120



资料来源：华丰科技官网，天风证券研究所

➤ 客户资源优势

连接器行业下游的通讯、防务、汽车、轨道交通等行业大多已形成完整成熟的供应链，对上游连接器制造企业的审核十分严格，客户一般不会轻易放弃与现有供应商的合作关系。公司以客户需求为导向的经营策略，得到了客户的广泛认可。在通讯领域，公司为华为、中兴等大型 5G 设备商长期配套，并成为其核心供应商；在防务领域，公司客户涵盖航天科工、中国电科、中国兵工等航空航天重点单位；在工业领域，公司的客户包括比亚迪、上汽通用五菱等新能源车厂以及中国中车等轨交设备制造企业。

图 11：公司主要客户图示



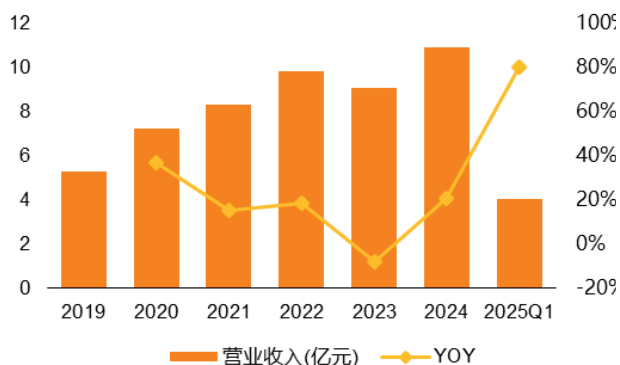
资料来源：华丰科技招股说明书，天风证券研究所

1.4. 营收规模显著提升，防务产品毛利率较高

营业规模显著提升，公司扭亏为盈。公司营业收入从 2019 年的 5.29 亿元增长至 2024 年的 10.92 亿元，公司 2025 年 Q1 营业收入同比增长 79.82%。2019-2022 年，公司归母净利润持续改善，公司 2024 年归母净利润为 -0.18 亿元，同比下降 124.53%，主要系高速线模组项目处于建设投入期，产能尚待释放，导致成本和费用上涨、毛利下降，公司孵化 CPU Socket、高速连接器等创新产品，导致了研发及日常运营费用增加。2025 年 Q1，公司扭亏为盈，系公司通讯新业务的产能释放，产品销售收入增长所致。

图 12：2019-2025Q1 公司营业收入（单位：亿元）

图 13：2019-2025Q1 公司归母净利润（单位：亿元）



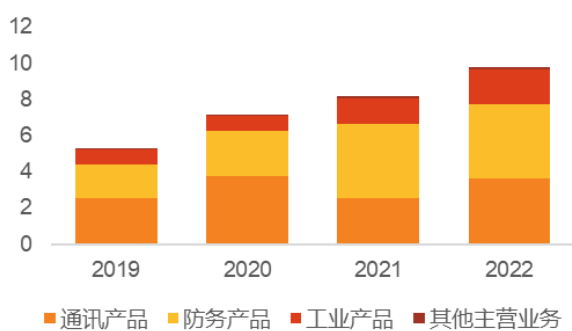
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

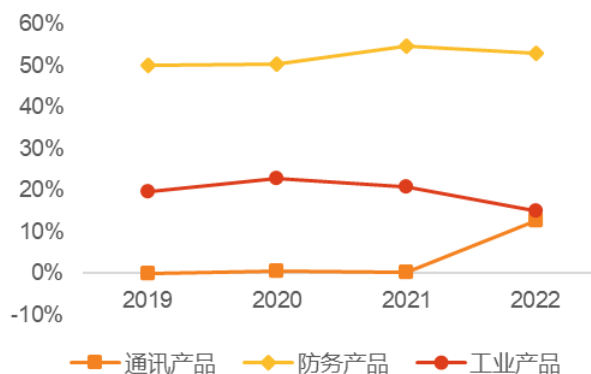
产品应用领域方面, 通讯产品及防务产品的占比较高, 防务产品毛利率最高。2022 年, 通讯产品及防务产品占比分别为 37.03%和 41.23%。在毛利率方面, 防务产品毛利率最高, 2019-2022 年均保持在 50%以上。

图 14: 通讯、防务、工业产品营业收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

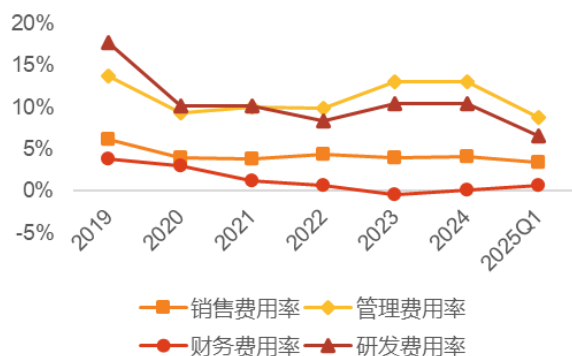
图 15: 通讯、防务、工业产品毛利率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

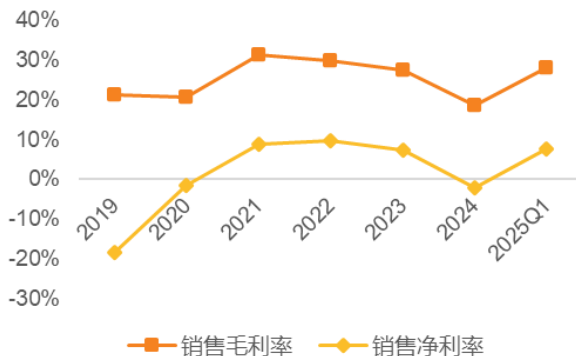
新项目产能释放, 盈利水平有所提升。2019-2022 年, 公司费用率稳中有降, 毛利率和净利率有所提升。2023 年, 受管理人数及员工薪酬增加以及加大研发投入影响, 公司研发费用率和管理费用率有所提升, 净利率小幅下滑; 2024 年, 公司毛利率和净利率下滑, 主要系公司在服务器领域持续加大研发和人力资源投入, 前期战略性支出短期影响利润表现; 公司加快对 CPU Socket 的孵化, 在产品推广中建立品牌优势, 导致费用有所增加; 防务行业低成本化需求, 产品毛利率受到影响, 使得公司净利润同比下降。2025 年 Q1, 公司毛利率和净利率提升, 毛利率提升主要来自高速线模组产品量产及工业业务结构优化; 净利率提升主要得益于营业收入增长、毛利率大幅改善及期间费用率同比下降。

图 16: 2019-2025Q1 公司费用率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 2019-2025Q1 公司毛利率与净利率情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 连接器行业市场空间广阔

2.1. 市场规模蓬勃发展，应用领域愈发广泛

连接器是电子系统设备之间电流或光信号等传输与交换的电子部件，是电子设备中的关键元件之一。其在整机或集成系统中至关重要，用途较为广泛，但各行业的要求不同，所以相关产品种类和规格较多、产品工艺设计要求高，更新迭代速度较快。

图 18：不同连接器形态



资料来源：泰科电子官网，天风证券研究所

近年来，国内外连接器行业市场规模总体保持增长趋势。根据 Bishop & Associates 统计数据，全球连接器市场规模已从 2020 年的 627 亿美元增长至 2023 年的 819 亿美元。同时，随着全球经济的复苏和新兴技术的不断落地应用，全球连接器市场将迎来更加广阔的发展空间，中商产业研究院预计 2024 年市场规模将增至 850 亿美元。从国内市场来看，受益于消费电子、新能源汽车、通信、工业控制器等下游行业快速发展，中国连接器市场规模已从 2020 年的 1438 亿元增长至 2022 年的 1887 亿元。但 2023 年，由于下游行业增长承压，中国连接器市场出现下滑。根据中商产业研究院预测，2024 年国内连接器市场有望回暖，市场规模达到 1851 亿元。

图 19：2020-2024 全球连接器市场规模（单位：亿美元）



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

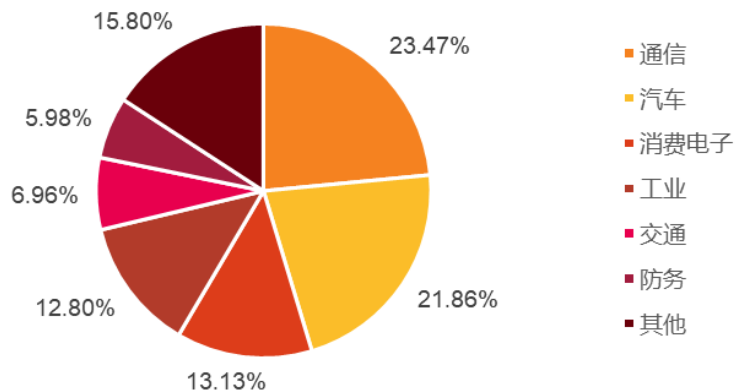
图 20：2020-2024 中国连接器市场规模（单位：亿元）



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

通信和汽车是连接器最重要的应用领域。连接器作为电子信息产业的重要元器件之一，已广泛应用于通信、汽车、消费电子、工业、交通、防务等多种行业。从下游应用占比来看，通信和汽车是连接器行业最重要的应用领域，据中商产业研究院统计，2022 年通信、汽车行业分别占比 23.47% 和 21.86%；其次是消费电子和工业，分别占比 13.13%、12.80%；交通和防务应用占比较小，分别为 6.96% 和 5.98%。

图 21：连接器应用领域占比情况



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

2.2. 行业充分竞争，海外企业领跑

连接器行业充分竞争，全球企业数量众多，经营规模多寡不一，强者恒强。全球连接器市场的主要竞争者包括欧美、日本等地的连接器跨国公司，如泰科、安费诺、莫仕等。但随着中国制造业的发展，本土企业快速崛起，例如：华丰科技、中航光电、航天电器、永贵电器、瑞可达等。

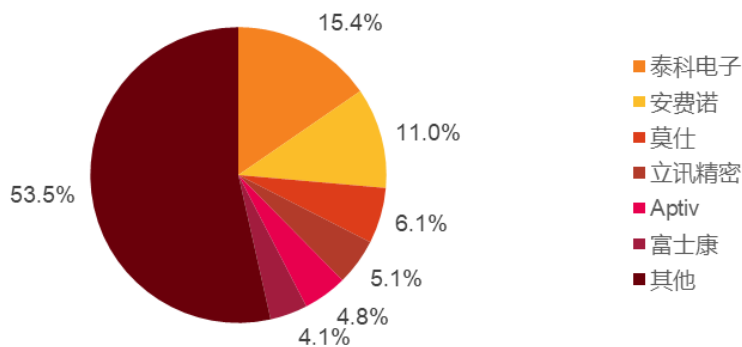
表 4：连接器各领域重点企业

领域	国外企业	国内企业
通信	泰科、安费诺、莫仕、日本航空电子、颢讯、雷迪、罗森伯格	中航光电、航天电器、 华丰科技 、瑞可达、意华股份
汽车	泰科、安费诺、莫仕、矢崎、日本航空电子	中航光电、航天电器、得润电子、永贵电器、徕木股份、瑞可达
计算机等消费电子	泰科、安费诺、莫仕、日本航空电子	立讯精密、得润电子、永贵电器、徕木股份
工业交通	泰科、安费诺、莫仕、矢崎、日本航空电子、颢讯、罗森伯格	中航光电、航天电器、 华丰科技 、永贵电器
军事、航空航天	泰科、安费诺、莫仕、日本航空电子	中航光电、航天电器、 华丰科技 、永贵电器

资料来源: 中商产业研究院公众号, 天风证券研究所

泰科电子、安费诺、莫仕领跑行业，国内厂商份额较低。根据中商产业研究院数据，2021 年，全球连接器行业份额前三名为泰科电子、安费诺、莫仕，行业 CR3 为 32.5%，CR10 为 55.4%。全球龙头企业中仅包括两家中国企业，分别是立讯精密和富士康，市场份额分别占比 5.1%和 4.1%。

图 22：2021 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, 天风证券研究所

2.3. 国家政策支持连接器行业发展

国家出台相关政策，支持连接器发展与创新。近年来，国家陆续出台了多项政策，鼓励连接器行业发展与创新，《制造业可靠性提升实施意见》、《质量强国建设纲要》、《关于推动能源电子产业发展的指导意见》等产业政策为连接器行业的发展提供了明确、广阔的市场前景，为企业提供了良好的生产经营环境。

表 5: 连接器行业相关支持政策

发布日期	发布单位	政策名称	相关内容
2023 年 12 月	国家发展改革委	《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	鼓励新型电子元器件制造，电子元器件生产专用材料产业发展。
2023 年 8 月	工业和信息化部、财政部	《电子信息制造业 2023-2024 稳增长行动方案》	梳理基础电子元器件、半导体器件、光电子器件、电子材料、集成电路等标准体系。
2023 年 2 月	中共中央、国务院	《质量强国建设纲要》	改进基础零部件与元器件性能指标、提升可靠性、耐久性、先进性。
2023 年 1 月	工业和信息化部等六部	《关于推动能源电子产业发展的指导意见》	推动基础元器件、基础材料、基础工艺等领域重点突破、提升产业链供应链抗风险能力。
2022 年 9 月	国务院	《关于深化电子电器行业管理制度改革的意见》	加大对基础电子产业升级及关键技术突破的支持力度
2022 年 1 月	国务院	《关于印发“十四五”数字经济发展规划的通知》	着力提升基础软硬件、核心电子元器件、关键基础材料和生产装备的供给水平。
2021 年 9 月	中国电子元件行业协会	《中国电子元器件行业“十四五”发展规划》	推动我国光电接插件行业向微型化、轻量化、智能化、高频高速方向发展。

资料来源: 中商产业研究院公众号, 天风证券研究所

3. 通讯、防务、工业市场均具备增长点

3.1. 5G-A、人工智能助推通讯连接器发展

通讯行业是连接器应用的重要领域。通讯行业对连接器具体需求体现在网络设备、网络基础设施、电缆设备等方面，通讯连接器作为通讯设备的关键部件之一，从替换需求和增量需求两个方面为连接器行业带来发展机遇。随着服务器、通信设备的技术革新和升级兼容的需要，更高速的信息传输需求是必然趋势，连接器向更高数据速率方向发展。

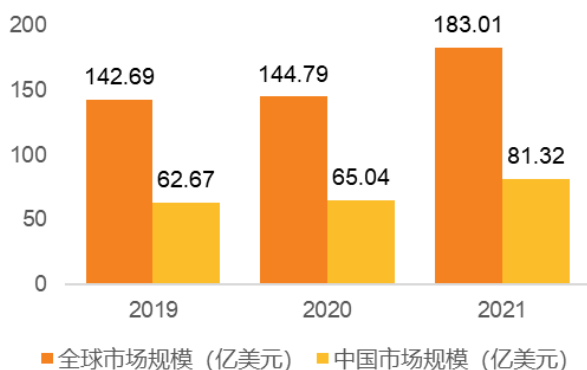
图 23: 连接器在通讯领域中的应用



资料来源：瑞可达公司招股说明书，天风证券研究所

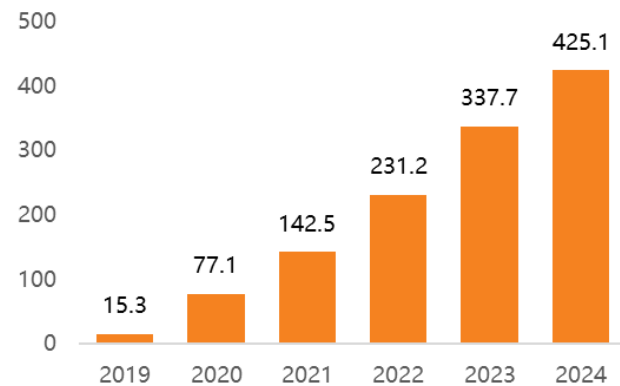
通讯连接器市场持续增长，5G 和 5G-A 建设驱动行业发展。根据 Bishop&Associates 的数据，2019 年至 2021 年，全球通讯类连接器市场规模从 142.69 亿美元增长至 183.01 亿美元，年均复合增长率为 13.25%；国内通讯类连接器市场规模从 62.67 亿美元增长至 81.32 亿美元，年均复合增长率为 13.91%，是连接器第一大应用市场。经过长期的 5G 建设，截至 2024 年 12 月，我国累计建成 5G 基站总数达 425.1 万个，占移动电话基站数比重达 33.6%，平均每万人拥有 5G 基站 30.2 个。此外，5G 网络演进升级，5G-A 网络部署稳步推进。中国移动打造全球首个规模商用 5G-A 网络；中国电信持续加强 5G-A 战略布局，在 121 个城市规模部署约 7 万站。

图 24：全球及中国通讯连接器市场规模（亿美元）



资料来源：Bishop & Associates，华丰科技招股说明书，天风证券研究所

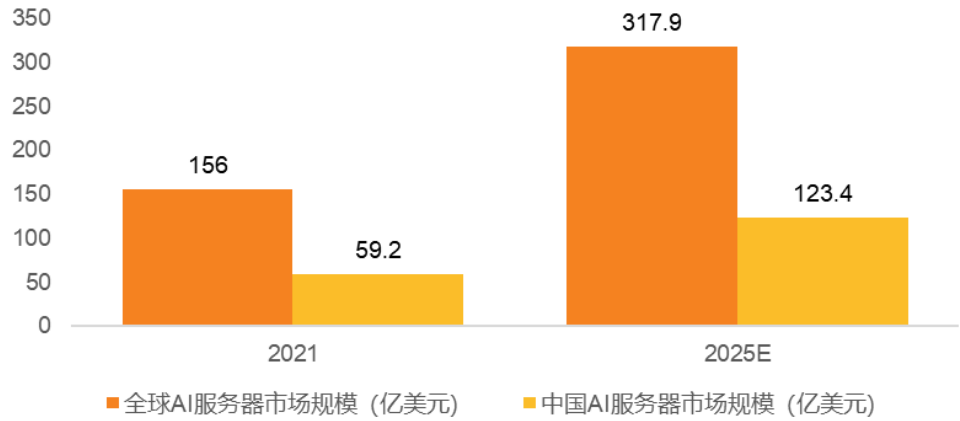
图 25：全国累计建成 5G 基站数量（万个）



资料来源：工信部官网，天风证券研究所

AI 发展带动算力需求增长，传统 CPU 服务器难以负荷，AI 服务器应运而生。根据前瞻产业研究院预测，2021 年全球和中国 AI 服务器市场规模分别为 156 亿美元和 59.2 亿美元，预计到 2025 年，全球和中国 AI 服务器市场规模分别增长至 317.9 亿美元和 123.4 亿美元。

图 26：全球及中国 AI 服务器市场规模预测



资料来源：前瞻产业研究院公众号，天风证券研究所

华为推出昇腾系列产品，助力国内 AI 算力建设。华为昇腾系列产品包括 Atlas 系列模块、板卡、小站、服务器、集群等丰富的产品形态。根据华经产业研究院数据，2022 年中国 AI 加速卡出货量约为 109 万张，其中英伟达在中国 AI 加速卡市场份额为 85%，华为市占率为 10%。2023 年华为推出了昇腾 910B 芯片，拥有每秒 320 万亿次运算（FP16）的强大算力，昇腾 910B 的 FP16 算力是英伟达 H20 的近 2 倍，在能效比方面优势明显，同样 16 张显卡训练，使用鲲鹏底座的 910B 比英伟达服务器省电 70%。此外，华为还是华丰科技的第一大客户，华为旗下的哈勃投资亦是公司的股东。

图 27：华为昇腾系列产品



资料来源：华为官网，天风证券研究所

线模组是把高速连接器采用高速铜缆端接，承担其间高速信号传输，降低传输损耗的产品。高速线模组的规模化生产首先要求具备高速连接器的研发能力，同时高速线模组生产工序极为复杂，对产品组装能力、检测能力要求较高。此外，线模组生产还涉及微小零件激光焊接、电阻焊接及焊接可靠性、地线的接地技术等工艺瓶颈。

公司全力提升高速背板连接器和高速线模组方面的整体能力以满足客户需求。公司高速线模组产品包括背板高速线模组、IO 高速线模组、板内 Chip to Chip 高速线模组、板间 BTB 高速线模组等主流架构产品，不同的产品价值量不一样，预计公司高速线模组产品的价值量占 AI 服务器价值量的 3%-5%。公司已于 2023 年完成正交架构的 112G 高速背板产品开发及小批量生产，并持续开发优化 224G 产品。此外，公司投资建设 6 条高速线模组产线，包括 4 条高速模组自动生产线和 2 条通用模组自动生产线，并已经于 2024 年 7 月开始产品的批量生产交付，且后续将根据客户的需求，适时扩建产能。

图 28：华丰科技高速连接器



资料来源：华丰科技招股说明书，天风证券研究所

图 29：华丰科技芯片到背板高速连接线缆组件

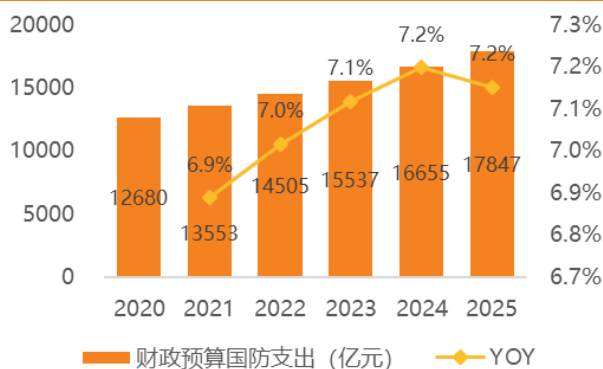


资料来源：华丰科技官网，天风证券研究所

3.2. 军队现代化建设稳步推进，公司聚集无人化和弹载领域

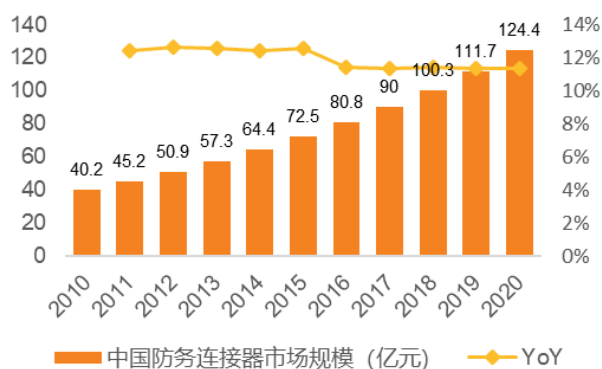
我国国防预算支出逐年提升，带动防务连接器市场发展。我国财政预算国防支出从 2020 年的 12680 亿元增长至 2025 年的 17847 亿元，年复合增长率为 7.1%。防务连接器受益于我国国防建设进程加速、下游需求快速增长，增速较为明显，我国防务连接器市场规模从 2010 年的 40.2 亿元增长至 2020 年的 124.4 亿元，年复合增长率为 12%，高于同时期我国连接器整体市场年复合增长率。

图 30：2020-2025 中国财政预算国防支出（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

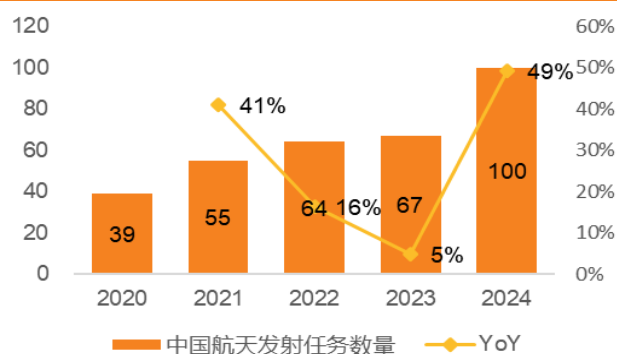
图 31：2010-2020 中国防务连接器市场规模（亿元）



资料来源：华经情报网，天风证券研究所

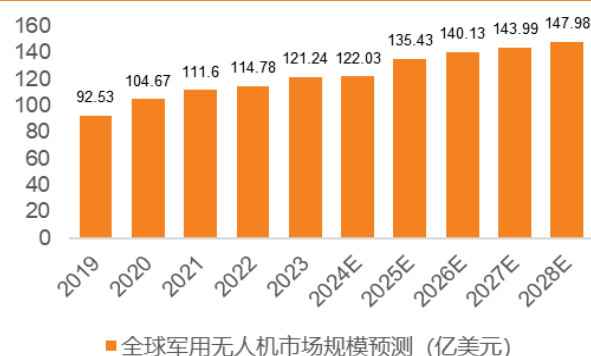
航空航天与军用无人机领域已成为防务业务关键的增长驱动因素。根据《中国航天科技活动蓝皮书》统计数据，中国航天发射任务数量从 2020 年的 39 次增长至 2024 年的 100 次，年复合增长率达 26.5%。此外，在当今信息化战争不断演进的态势下，近年来无人机等新型装备的需求急剧攀升，加之持续出现的安全危机与领土纷争状况，全球军用无人机的需求持续扩张。依据蒂尔集团的统计，预计全球军用无人机市场规模从 2019 年的 92.53 亿元增长至 2028 年的 147.98 亿元，年复合增长率约为 5.36%，市场呈现增长趋势。

图 32：2020-2024 中国航天发射任务数量（单位：次）



资料来源：中国空间科学学会 CSSR 公众号，中国空间技术研究院公众号，《中国航天科技活动蓝皮书》，天风证券研究所
注：2024 年发射任务数量为预计值

图 33：全球军用无人机市场规模预测

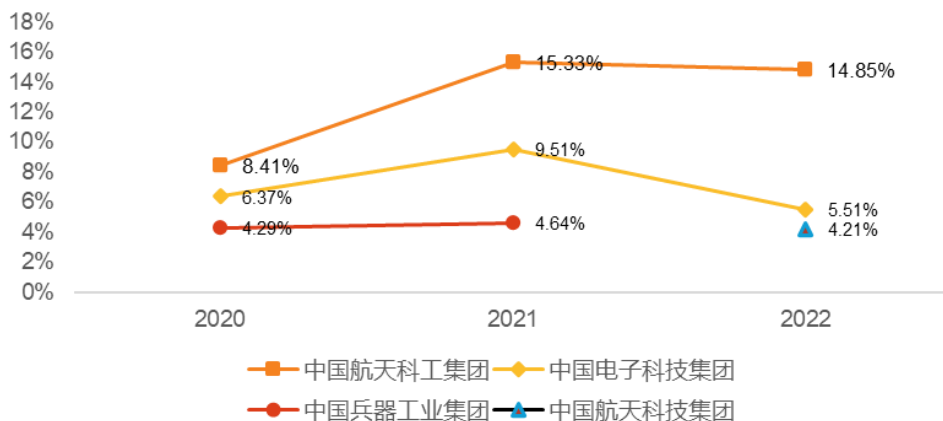


资料来源：中无人机招股说明书，蒂尔集团，天风证券研究所

防务连接行业存在资质、技术双重壁垒，竞争格局稳定。防务行业具有较高的资质壁垒，防务企业对配套商有一套严格的认证程序，装备一旦定型，一般不会轻易更换供应商。技术壁垒具体体现在技术领域的尖端性、产品定型程序的复杂性、以及产品质量要求的严格、可靠性三个方面。

华丰科技在防务连接器领域具有多年的技术沉淀和综合优势，产品体系覆盖全面，产品层次丰富。公司自 1999 年“神舟一号”发射到 2022 年“神舟十四号”任务期间，公司先后为航天发射系统、运载火箭系统、航天服系统、载人飞船系统、测控通信系统、空间应用系统、空间实验系统和着陆系统等大量配套。此外，公司的防务类产品聚焦无人机、无人车、无人艇以及弹载体系，并推行技术引领的战略方针。

图 34：华丰科技防务领域主要客户占营业收入比例

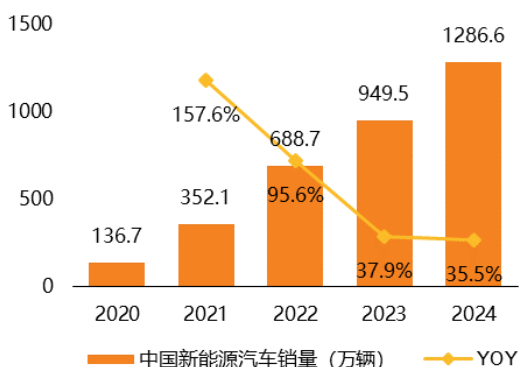


资料来源：华丰科技招股说明书，天风证券研究所

3.3. 新能源汽车需求旺盛，拉动工业业务增长

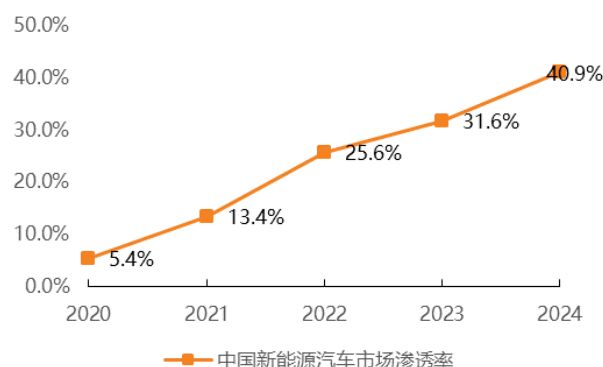
新能源汽车发展空间广阔，销量和渗透率持续提升。根据中国汽车工业协会数据，2024 年我国新能源汽车销量为 1286.6 万辆，同比提升 35.5%，新能源汽车市场渗透率为 40.9%。

图 35：2020-2024 中国新能源汽车销量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中商产业研究院，天风证券研究所

图 36：2020-2024 中国新能源汽车市场渗透率

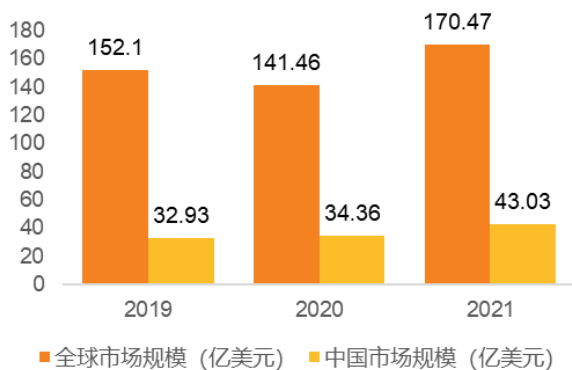


资料来源：中国汽车工业协会，中商产业研究院，天风证券研究所

新能源汽车智能化趋势凸显，汽车连接器有望持续放量。车载连接器是汽车的关键零部件，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、FPC 连接器、I/O 连接器等。相比传统燃油汽车，新能源汽车电气化程度更高，对连接器的需求量更高，达到 600-1000 个/车，且配套的充电桩设备中也需用到连接器。根据 Bishop&Associates 数据，2019 年至 2021 年，全球汽车连接器市场规模从 152.10 亿美元增长至 170.47 亿美元，年均复合增长率为 5.87%；国内汽车连接器市场规模从 32.93 亿美元增长至 43.03 亿美元，年均复合增长率为 14.31%。

图 37：全球及中国汽车连接器市场规模（亿美元）

图 38：连接器在新能源汽车上的应用



资料来源：Bishop & Associates，华丰科技招股说明书，天风证券研究所



资料来源：华丰科技官网，天风证券研究所

新能源汽车连接器多为高压连接器，产品品质和需求用量提升。高压连接器电压在 500-1000V 之间，新能源汽车中的电池包、电机和电机控制器、PDU、充电系统、DCDC 转换器、空调压缩机、PTC 加热器等这些高压车身电子单元都用到了高压连接器。新能源汽车平台架构从 400V 升级至 800V，相应地要求连接器需要重新选型。首先 800V 架构下在性能上相对传统连接器也有更高的要求，其次需求用量更大，800V 平台预计连接数量较 400V 平台提升 15 到 20 个。此外，新能源汽车电动智能网联化趋势，促使车载连接器需求快速增长。

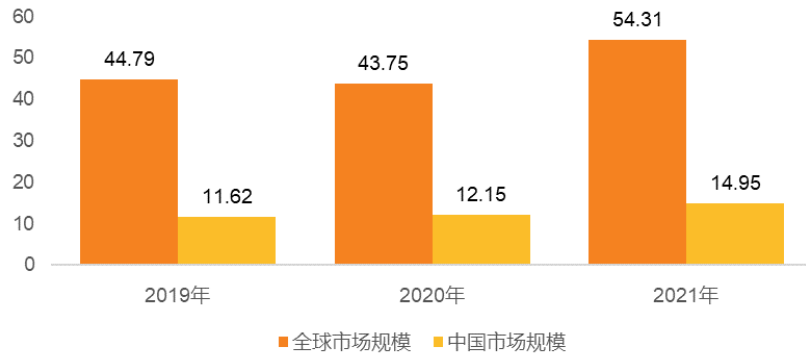
图 39: 高压连接器及线束示意图



资料来源：51 连接器微信公众号，天风证券研究所

新基建推动轨道交通行业发展，轨交装备稳步上量，且连接器仍有较大进口替代空间。由于轨交连接器产品的质量直接影响铁路和城市轨道交通车辆的行车安全，轨交连接器必须实现更高的机械性能、电气性能和环境性能标准，属于连接器领域中附加价值较高的中高端产品。根据 Bishop&Associates 的数据，2019 年至 2021 年，全球轨交连接器市场规模从 44.79 亿美元增长至 54.31 亿美元，年均复合增长率为 10.12%；国内轨交连接器市场规模从 11.62 亿美元增长至 14.95 亿美元，年均复合增长率为 13.40%。

图 40：全球及中国轨交连接器市场规模（亿美元）



资料来源：Bishop&Associates，华丰科技招股说明书，天风证券研究所

公司积极拓展轨交市场和新能源汽车市场。轨道交通连接器方面，华丰科技借助重载连接器产品优势积极拓展客车、城轨应用市场。在新能源汽车连接器方面，围绕新能源汽车的智能化与生态建设，利用公司在高速、高压连接领域的独特优势，积极开拓车载高速、高压连接器等业务。

图 41：公司轨交领域连接器产品



资料来源：华丰科技官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

对公司的业务按照连接器、系统互联产品、组件、其他配套件、其他业务共五项进行拆分，结合当前实际情况以及公司运营规划，对公司各项业务在未来的营业收入情况和毛利率情况进行预测和假设。

(1) 连接器

随着公司连接器产品的增长，我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为 15.0%、20.0%、20.0%，预计 2025-2027 年的毛利率为 28.0%、29.0%、30.0%。

(2) 组件

随着公司高速线模组产品的快速增长，我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为 300.0%、40.0%、35.0%，预计 2025-2027 年的毛利率分别为 28.0%、29.0%、30.0%。

(3) 系统互联产品

随着公司防务领域的恢复，以及公司工业领域的增长，我们预计该业务在 2025-2027 年的营业收入增速分别为 10.0%、12.0%、13.0%，预计 2025-2027 年的毛利率为 34.0%、35.0%、36.0%。

(4) 其他配套件

在营收层面，基于过往数据，我们预计公司其他配套件业务在 2025-2027 年营业收入增

速分别为 5.0%、5.0%、5.0%；

在毛利方面，基于过往数据，我们预测公司其他配套件业务毛利率分别为 15%、15%、15%。

(5) 其他业务

在营收层面，基于过往数据，我们预计公司其他业务在 2025-2027 年营业收入增速分别为 20%、20%、20%；

在毛利方面，基于过往数据，我们预测公司其他配套件业务毛利率分别为 20%、20%、20%。

表 6：公司营业收入预测及拆分（百万元）

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	903.6	1,091.9	2,297.5	3,036.9	3,939.1
	YoY	-8.2%	20.8%	110.4%	32.2%	29.7%
	毛利率	27.4%	18.5%	28.2%	29.1%	30.1%
连接器	营业收入	510.5	555.64	639.0	766.8	920.1
	YoY	-10.98%	8.85%	15.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	27.12%	17.70%	28.0%	29.0%	30.0%
组件	营业收入	160.4	368.2	1,472.8	2,061.9	2,783.6
	YoY	-14.75%	129.59%	300.0%	40.0%	35.0%
	毛利率	25.08%	16.21%	28.0%	29.0%	30.0%
系统互联产品	营业收入	201.7	131.7	144.8	162.2	183.3
	YoY	0.08%	-34.73%	10.0%	12.0%	13.0%
	毛利率	31.89%	29.90%	34.0%	35.0%	36.0%
其他配套件	营业收入	20.7	18.9	19.8	20.8	21.9
	YoY	35.88%	-8.74%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	15.62%	0.61%	15.0%	15.0%	15.0%
其他业务	营业收入	10.4	17.5	21.0	25.2	30.2
	YoY	84.6%	68.43%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	16.43%	24.13%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：华丰科技年报，Wind，天风证券研究所

4.2. 投资建议

我们预计公司在 2025-2027 年营业收入为 22.97、30.37、39.39 亿元，归母净利润为 2.10、3.20、4.01 亿元。基于公司在高速背板连接器和高速线模组等产品上具备较强技术优势，有望充分受益于 AI 的发展，我们认为公司未来增长潜力较大。首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

- （1）主要客户相对集中的风险：**公司营业收入中，源自核心客户的销售占比较高，例如华为是公司的第一大客户，且华为占公司通讯类业务的比重超 70%。鉴于下游市场所属行业性质特殊，其头部企业呈现出较高的集中态势，由此公司面临着客户集中程度偏高所带来的风险。
- （2）防务业务发展不及预期的风险：**受市场需求及价格波动、产品计划调整、行业竞争加剧，政策变化等因素影响，防务类业务收入变动较大，防务业务发展可能会受到影响。
- （3）毛利率波动的风险：**公司内部各业务板块之间，毛利率水平存在显著差异，销售结构的变动会致使毛利率产生起伏波动风险。
- （4）测算不及预期的风险：**在进行公司业绩预测的时候，我们基于公司目前业务的发展情况，有一些主观的条件假设，可能存在业绩测算不及预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	777.27	386.14	918.98	1,214.77	2,049.93
应收票据及应收账款	587.07	657.79	1,129.12	1,148.58	1,039.82
预付账款	2.41	2.65	15.08	2.59	23.51
存货	230.74	321.59	640.75	435.09	788.33
其他	274.38	158.23	187.74	178.45	189.94
流动资产合计	1,871.86	1,526.40	2,891.67	2,979.48	4,091.53
长期股权投资	13.60	15.64	15.64	15.64	15.64
固定资产	521.41	768.05	749.12	661.89	551.77
在建工程	44.21	24.10	86.87	64.31	48.52
无形资产	68.85	65.83	58.35	50.66	42.85
其他	49.74	373.89	209.90	286.15	244.71
非流动资产合计	697.82	1,247.52	1,119.89	1,078.64	903.49
资产总计	2,569.68	2,773.91	4,011.56	4,058.13	4,995.02
短期借款	7.15	25.57	263.94	283.03	20.00
应付票据及应付账款	420.49	660.62	1,355.72	1,333.88	2,183.46
其他	73.14	117.75	222.35	213.33	331.17
流动负债合计	500.79	803.94	1,842.01	1,830.24	2,534.63
长期借款	195.00	175.00	217.42	70.00	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	342.44	308.49	325.46	316.98	321.22
非流动负债合计	537.44	483.49	542.88	386.98	371.22
负债合计	1,046.73	1,299.21	2,384.89	2,217.22	2,905.85
少数股东权益	20.13	14.12	18.67	25.09	32.54
股本	460.99	460.99	460.99	460.99	460.99
资本公积	798.84	797.32	797.70	797.70	797.70
留存收益	242.78	201.98	349.10	556.88	797.69
其他	0.21	0.29	0.21	0.24	0.25
股东权益合计	1,522.96	1,474.70	1,626.67	1,840.91	2,089.18
负债和股东权益总计	2,569.68	2,773.91	4,011.56	4,058.13	4,995.02

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	67.26	(24.00)	210.17	319.67	401.35
折旧摊销	91.50	110.42	144.14	152.79	158.92
财务费用	10.21	10.70	3.76	9.22	18.39
投资损失	1.66	(5.17)	(56.30)	(40.00)	(5.00)
营运资金变动	(72.92)	(453.29)	136.71	92.27	736.26
其它	22.92	358.26	6.49	9.89	12.41
经营活动现金流	120.63	(3.09)	444.96	543.84	1,322.33
资本支出	168.80	367.17	163.53	43.79	20.96
长期投资	(2.13)	2.04	0.00	0.00	0.00
其他	(490.08)	(825.00)	(287.73)	(39.09)	(41.16)
投资活动现金流	(323.41)	(455.79)	(124.20)	4.70	(20.20)
债权融资	12.34	(2.63)	276.78	(137.42)	(301.48)
股权融资	551.59	(1.44)	(64.70)	(115.32)	(165.50)
其他	21.11	39.22	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	585.04	35.15	212.08	(252.74)	(466.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	382.26	(423.74)	532.84	295.79	835.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	903.64	1,091.90	2,297.45	3,036.94	3,939.13
营业成本	655.72	890.18	1,649.73	2,151.68	2,752.70
营业税金及附加	6.13	3.08	15.62	20.65	26.79
销售费用	36.18	44.65	78.11	91.11	118.17
管理费用	118.05	142.06	195.28	227.77	295.43
研发费用	94.29	114.08	149.33	182.22	236.35
财务费用	(3.51)	1.55	3.76	9.22	18.39
资产/信用减值损失	(12.59)	(20.35)	(21.50)	(28.42)	(36.86)
公允价值变动收益	0.13	0.08	(0.01)	0.00	0.00
投资净收益	(1.66)	5.17	56.30	40.00	5.00
其他	(39.20)	(61.38)	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.12	(27.21)	240.39	365.88	459.44
营业外收入	0.60	0.54	0.45	0.60	0.60
营业外支出	0.22	0.30	0.10	0.30	0.30
利润总额	50.51	(26.98)	240.74	366.18	459.74
所得税	(16.75)	(2.97)	24.07	36.62	45.97
净利润	67.26	(24.00)	216.67	329.56	413.76
少数股东损益	(5.11)	(6.25)	6.50	9.89	12.41
归属于母公司净利润	72.37	(17.75)	210.17	319.67	401.35
每股收益（元）	0.16	(0.04)	0.46	0.69	0.87

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-8.17%	20.83%	110.41%	32.19%	29.71%
营业利润	-45.30%	-154.30%	-983.32%	52.20%	25.57%
归属于母公司净利润	-26.74%	-124.53%	-1284.01%	52.10%	25.55%
获利能力					
毛利率	27.44%	18.47%	28.19%	29.15%	30.12%
净利率	8.01%	-1.63%	9.15%	10.53%	10.19%
ROE	4.82%	-1.22%	13.07%	17.60%	19.51%
ROIC	9.94%	-3.26%	26.84%	38.25%	72.10%
偿债能力					
资产负债率	40.73%	46.84%	59.45%	54.64%	58.17%
净负债率	-37.16%	-11.93%	-26.32%	-46.29%	-94.32%
流动比率	3.68	1.87	1.57	1.63	1.61
速动比率	3.22	1.48	1.22	1.39	1.30
营运能力					
应收账款周转率	1.57	1.75	2.57	2.67	3.60
存货周转率	3.99	3.95	4.77	5.65	6.44
总资产周转率	0.40	0.41	0.68	0.75	0.87
每股指标（元）					
每股收益	0.16	-0.04	0.46	0.69	0.87
每股经营现金流	0.26	-0.01	0.97	1.18	2.87
每股净资产	3.26	3.17	3.49	3.94	4.46
估值比率					
市盈率	309.58	-1,262.17	106.60	70.09	55.82
市净率	14.91	15.34	13.93	12.34	10.89
EV/EBITDA	50.05	108.40	51.15	36.86	28.83
EV/EBIT	97.22	513.20	77.52	50.20	37.34

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com