

徕木股份(603633)

领先的汽车连接器厂商业绩迎来释放期

投资要点：

► 公司客户优质，模具及精密制造能力突出

公司是国内规模较大的以汽车及手机连接器和屏蔽罩的研发、生产和销售为主的民营自主品牌企业，已与法雷奥、科世达、比亚迪等大客户建立稳定的合作关系，产品应用在大众、奔驰、通用等国际大牌厂商的车型中。公司拥有较强的模具开发和精密制造能力，具备约每月150套屏蔽罩模具、50套精密连接器冲压模具、30套连接器注塑模具及30条装配线所需的自动化设备和治具的设计、加工、制造、组试能力，精密冲压模具的开发周期最短可压缩至7-10天。

► 扩产布局新能源汽车领域

截至2020年，公司汽车类产品产能为3.83亿只，手机类产品产能为10.23亿只。2022年，公司通过非公开发行股票募集资金约7亿元，用于生产及研发新能源汽车连接器产品，项目预计2026年达产，达产后将新增年产500万只新能源汽车高电流电压连接器、1200万只(套)辅助驾驶模块连接器的产能。

► 股权激励彰显信心

2023年，公司授予公司核心管理人员及业务骨干等118人股票期权328.32万份，约占公司股本总额的1.00%，行权价为11.69元/股，其中首次授予262.16万份股票期权。股票期权的行权考核年度为2023-2025三个会计年度，考核标准为以2022年营业收入为基数，每个考核期的复合增长率不低于50%。我们测算，若满足股权激励业绩考核目标，公司2023-2025年的营业收入需分别至少达到13.97/20.95/31.42亿元。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-2025年营业收入分别为14.09/21.14/31.59亿元，对应增速分别为51.45%/49.97%/49.47%；归母净利润分别为1.09/1.61/2.37亿元，对应增速分别为59.23%/47.83%/47.51%，3年CAGR为51.43%；EPS分别为0.33/0.49/0.72元/股。鉴于公司持续扩充产能，业绩有望进入释放期，我们采用PEG方法进行估值。我们测算，公司未来3年归母净利润CAGR为51.43%，给予公司2023年50倍PE，对应目标价16.57元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期风险，行业竞争加剧风险，技术研发不及预期风险，产能建设进度不及预期风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	686	931	1409	2114	3159
增长率(%)	29.48%	35.75%	51.45%	49.97%	49.47%
EBITDA(百万元)	231	273	253	349	469
归母净利润(百万元)	48	68	109	161	237
增长率(%)	11.29%	43.22%	59.23%	47.83%	47.51%
EPS(元/股)	0.15	0.21	0.33	0.49	0.72
市盈率(P/E)	81.5	56.9	35.7	24.2	16.4
市净率(P/B)	3.5	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	20.1	19.1	19.1	15.9	14.1

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2023年08月10日收盘价

行 业：电子/消费电子
 投资评级：买入(首次)
 当前价格：11.84 元
 目标价格：16.57 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	328.32/328.32
流通A股市值(百万元)	3,887.26
每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	35.66
一年内最高/最低(元)	18.56/10.67

股价相对走势



作者

分析师：孙树明
 执业证书编号：S0590521070001
 邮箱：sunsm@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

公司是国内规模较大的专业从事以连接器和屏蔽罩为主的精密电子元件研发、生产和销售的民营自主品牌企业，拥有较强的模具开发能力和精密制造能力，与法雷奥、科世达、比亚迪等大客户深度绑定，将产品应用在大众、奔驰、通用等国际大牌整车厂商的车型中。

不同于市场的观点

市场认为国际汽车连接器巨头在国内市场占据较大份额，本土企业发展受限。我们认为，随着行业准入门槛的提高，国内企业加大研发投入，叠加汽车产销量以及新能源车渗透率的提升，市场份额有望逐步增加。

市场认为国内汽车连接器竞争格局较为分散，对公司盈利提升阻碍较大。我们认为，公司产品类型多元，精密制造能力较强，与优质客户深度绑定，盈利有望稳步增长。

核心假设

随着下游需求的不断提升，以及新能源汽车连接器产能建设逐步推进，公司产品产量逐步上升。公司与优质客户深度绑定，假定产品产销率为 100%。

- (1) 汽车类产品：假定公司 2023-2025 年汽车类产品产量分别约为 10.00/16.00/25.00 亿件，其中汽车精密连接器产量分别约为 9.78/15.64/24.44 亿件，汽车精密屏蔽罩产量分别约为 0.25/0.40/0.63 亿件。
- (2) 手机类产品：假定公司 2023-2025 年手机类产品产量分别约为 16.50/17.50/18.50 亿件，其中手机精密连接器产量分别约为 2.57/2.72/2.88 亿件，手机精密屏蔽罩产量分别约为 13.93/14.78/15.62 亿件。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.09/21.14/31.59 亿元，对应增速分别为 51.45%/49.97%/49.47%，3 年 CAGR 为 50.29%；归母净利润分别为 1.09/1.61/2.37 亿元，对应增速分别为 59.23%/47.83%/47.51%，3 年 CAGR 为 51.43%；EPS 分别为 0.33/0.49/0.72 元/股。鉴于公司持续扩充产能，业绩有望进入释放期，我们采用 PEG 方法进行估值。我们测算，公司未来 3 年归母净利润 CAGR 为 51.43%，给予公司 2023 年 50 倍 PE，对应目标价 16.57 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资看点

- 短期：看公司深耕汽车市场，巩固手机市场，订货量稳步增长。
- 中期：看公司募投项目顺利达产，新能源汽车市场份额有望提升。
- 长期：看公司研发及精密制造能力不断精进，应用领域不断拓宽。

正文目录

1. 深耕连接器二十载，业务结构持续完善	5
1.1 公司发展布局明晰	5
1.2 汽车业务盈利较高，期间费用率改善明显	6
1.3 股权激励彰显信心	8
2. 下游需求带动汽车连接器高增长	9
2.1 汽车连接器：必要组件，壁垒高筑	9
2.2 汽车“电动化+智能化”拉升连接器需求	10
3. 公司技术与客户积淀深厚，定增扩充产品品类	12
3.1 产品类型多元，模具制造能力突出	13
3.2 深度绑定优质客户	16
3.3 研发投入增速位居行业前列	17
3.4 定增布局新能源汽车领域，产销率维持高位	18
4. 盈利预测、估值与投资建议	20
4.1 核心假设及盈利预测	20
4.2 估值与投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图表 1：公司股权结构（截至 2023 年 7 月 26 日）	5
图表 2：公司业务发展历程	6
图表 3：公司 2018-2023Q1 营业收入	6
图表 4：公司 2018-2023Q1 归母净利润	6
图表 5：公司 2018-2022 年营收构成（按行业划分）	7
图表 6：公司 2018-2022 年毛利润构成（按行业划分）	7
图表 7：公司 2022 年营收构成（按产品划分）	7
图表 8：公司 2022 年毛利润构成（按产品划分）	7
图表 9：公司 2018-2022 年各业务板块毛利率	8
图表 10：公司 2018-2023Q1 销售毛利率与净利率	8
图表 11：公司 2018-2022 年期间费用	8
图表 12：公司 2018-2022 年期间费用率	8
图表 13：公司 2023 年股票期权激励业绩考核目标	9
图表 14：全球连接器下游应用构成（2021 年）	9
图表 15：汽车类产品研发周期	10
图表 16：2019-2023 年全球汽车产量	11
图表 17：2019-2022 年中国汽车产量	11
图表 18：2019-2023 年全球汽车销量	11
图表 19：2019-2023 年中国汽车销量	11
图表 20：2019-2023 年全球新能源车销量及渗透率	12
图表 21：2019-2023 年中国新能源车销量及渗透率	12
图表 22：2019-2021 年全球汽车连接器市场规模	12
图表 23：2019-2021 年中国汽车连接器市场规模	12
图表 24：公司汽车连接器主要产品	13
图表 25：公司汽车连接器产品应用	14
图表 26：公司手机连接器产品应用	14
图表 27：公司屏蔽罩产品（按结构区分）	15
图表 28：公司模具开发流程	16

图表 29:	公司汽车领域主要客户	16
图表 30:	公司 2018-2022 年研发费用	17
图表 31:	公司 2018-2022 年研发人员数量	17
图表 32:	汽车连接器公司研发费用 3 年 CAGR	18
图表 33:	汽车连接器公司 2019-2022 年研发费用率	18
图表 34:	公司 2018-2021H1 产品产能	18
图表 35:	公司 2022 年定增募投项目	19
图表 36:	公司汽车类产品 2019-2022 年产量	19
图表 37:	公司手机类产品 2019-2022 年产量	19
图表 38:	公司汽车类产品 2019-2022 年销量	19
图表 39:	公司手机类产品 2019-2022 年销量	19
图表 40:	公司产品 2019-2022 年产销率	20
图表 41:	公司营收测算汇总 (百万元)	20
图表 42:	公司盈利预测 (百万元)	21
图表 43:	可比公司估值水平对比 (可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期) ...	21

1. 深耕连接器二十载，业务结构持续完善

1.1 公司发展布局明晰

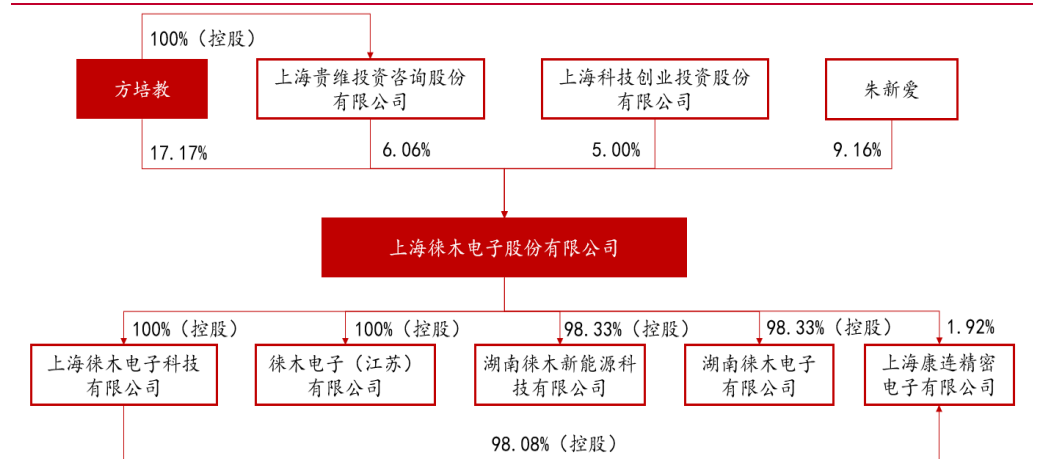
公司全称“上海徕木电子股份有限公司”，成立于 2003 年，2008 年由徕木有限整体变更为股份公司，2016 年在上交所上市。2020 年，公司通过配股募资 2.34 亿元。2022 年，公司通过定增募集约 7.00 亿元，布局新能源汽车连接器领域。

公司在上海、湖南、深圳、江苏建立了生产基地，其中上海是主要研发中心和生产基地，湖南地区具有成本优势，逐渐承接主要成熟产品的大批量生产任务，江苏东台在具备成本优势的同时呼应上海相应长三角地区的市场需求，深圳分公司辐射整个华南地区业务，推动公司手机业务的发展。

公司是中国模具工业协会会员单位，先后获得“上海市专利试点培育企业”、“上海市创新型企业”、“高新技术企业”、“上海市知识产权优势企业”等荣誉称号。

公司实际控制人为方培教先生，直接持有公司 17.17%的股份，通过上海贵维投资咨询有限公司持有公司 6.06%的股份。

图表1：公司股权结构（截至 2023 年 7 月 26 日）



公司是国内领先的专业从事以连接器和屏蔽罩为主的精密电子元件研发、生产和销售民营自主品牌企业，产品主要应用在汽车及手机领域，业务发展经历 4 个阶段。

第 1 阶段（2003-2005 年）：技术积累和研发学习。公司通过向莫仕、意力速等国际汽车连接器厂商供应汽车连接器配件，初步掌握产品研发及模具开发技术。

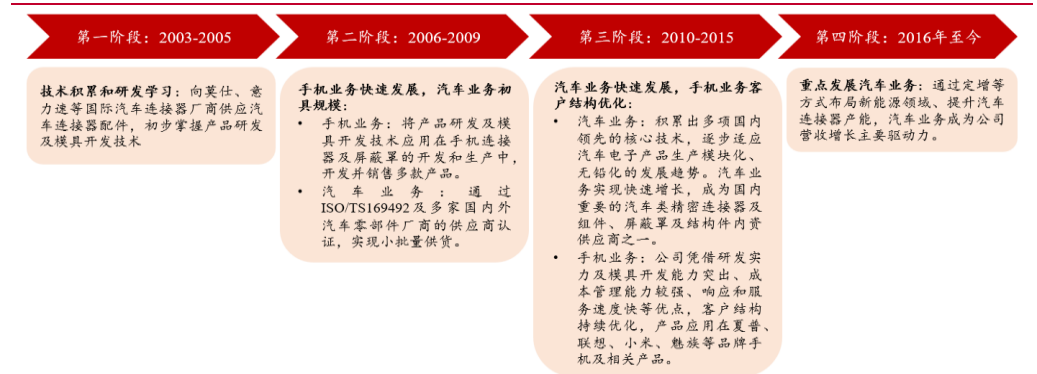
第 2 阶段（2006-2009 年）：手机业务快速发展，汽车业务初具规模。公司将产品研发及模具开发技术应用在手机连接器及屏蔽罩的开发和生产中，销售多款产品。公司掌握了设计、研发和生产高精密度、高性能和复合型汽车连接器的能力，通过 ISO/TS169492 及多家国内外汽车零部件厂商的供应商认证，实现小批量供货。

第 3 阶段（2010-2015 年）：汽车业务快速发展，手机客户结构优化。公司积累出多项国内领先的核心技术，逐步适应汽车电子产品生产模块化、无铅化的发展趋势，

汽车业务实现快速增长，成为国内重要的汽车类精密连接器及组件、屏蔽罩及结构件内资供应商之一。面对手机产品及技术的不断革新，公司凭借突出的研发实力及模具开发能力、较强的成本管理能力、较快的响应和服务速度，客户结构得到持续优化，产品应用在夏普、联想、小米、魅族等品牌手机及相关产品。

第4阶段（2016年至今）：重点发展汽车业务。公司通过定增等方式布局新能源领域、提升汽车连接器产能，汽车业务成为公司营收增长主要驱动力。

图表2：公司业务发展历程

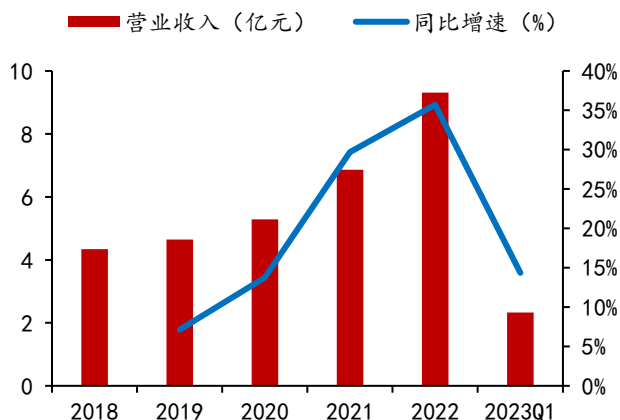


资料来源：公司公告，国联证券研究所

1.2 汽车业务盈利较高，期间费用率改善明显

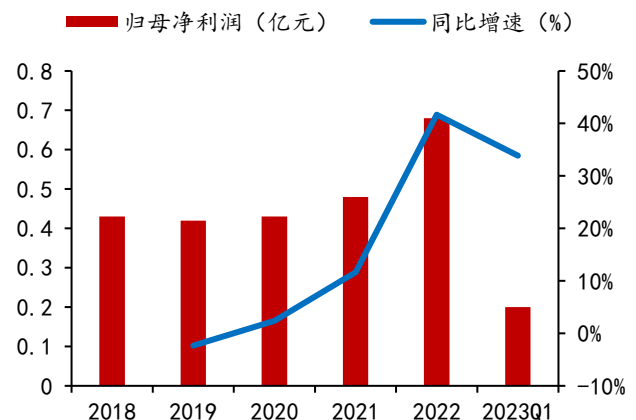
公司营业收入和归母净利润保持正增长，2022年分别达到9.31/0.68亿元，同比增长35.71%/41.67%。2023Q1，公司营业收入达到2.33亿元，同比增长14.37%；归母净利润达到0.20亿元，同比增长33.86%。

图表3：公司2018-2023Q1营业收入



资料来源：iFind，国联证券研究所

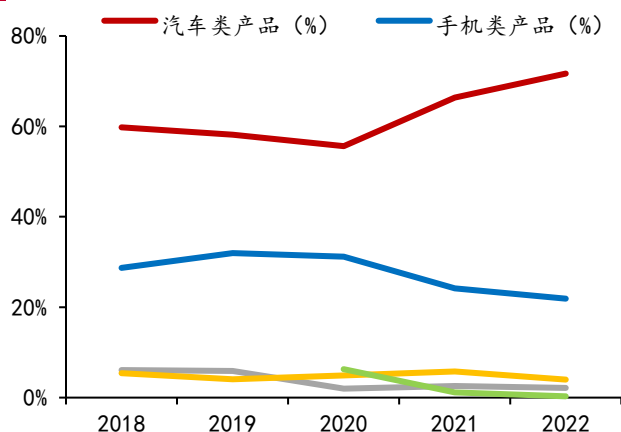
图表4：公司2018-2023Q1归母净利润



资料来源：iFind，国联证券研究所

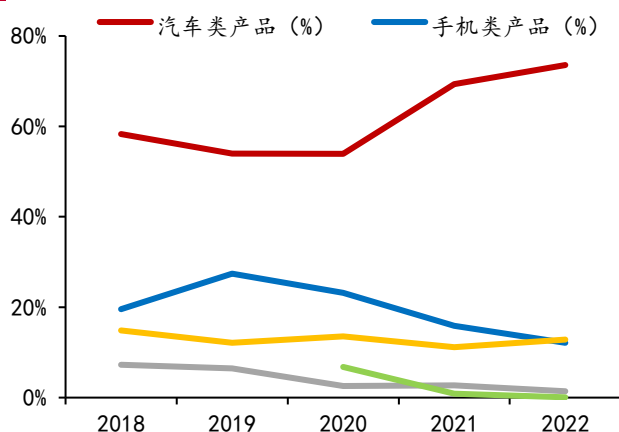
从行业板块来看，公司汽车类产品营收和毛利润占比近年来呈现上升趋势，2022年分别为71.68%/73.57%；公司手机类产品营收和毛利润占比近年来呈下降趋势，2022年分别为21.89%/12.12%。

图表5：公司 2018–2022 年营收构成（按行业划分）



资料来源：iFind，国联证券研究所

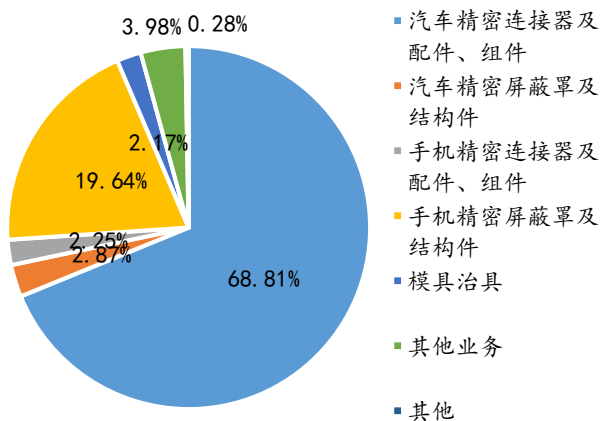
图表6：公司 2018–2022 年毛利润构成（按行业划分）



资料来源：iFind，国联证券研究所

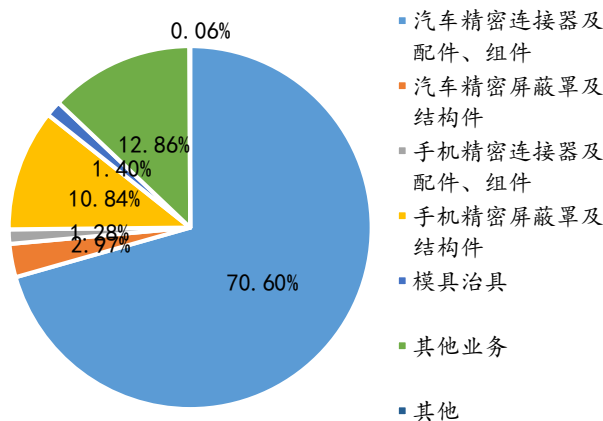
从产品板块来看，公司汽车类产品中，精密连接器及配件、组件营收和毛利润占比较高，2022 年分别达到 68.81%/70.60%；手机类产品中，精密屏蔽罩及结构件营收和毛利润占比较高，2022 年分别达到 19.64%/10.84%。

图表7：公司 2022 年营收构成（按产品划分）



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表8：公司 2022 年毛利润构成（按产品划分）

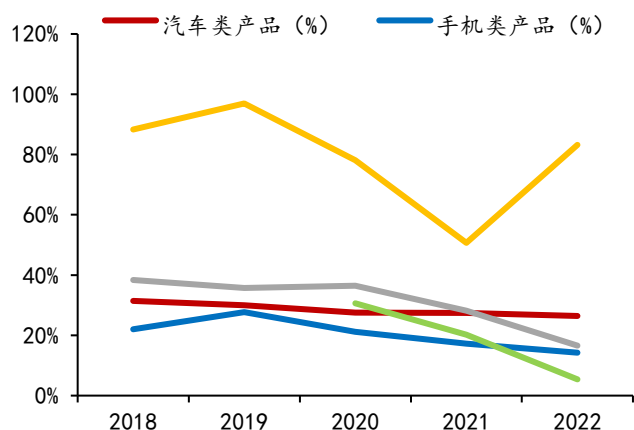


资料来源：iFind，国联证券研究所

公司主营业务中，汽车类产品毛利率较高，2022 年达到 26.42%；手机类产品 2022 年毛利率为 14.24%。

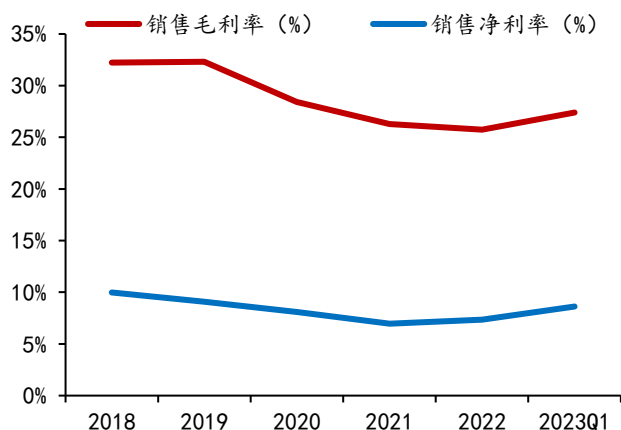
公司近年来销售毛利率与销售净利率承压，整体呈下降趋势，主要受上游原材料价格上涨、手机业务竞争加剧等因素影响。公司 2022 年销售毛利率与销售净利率分别为 25.74%/7.34%；2023Q1 有所改善，分别达到 27.39%/8.62%。

图表9：公司 2018-2022 年各业务板块毛利率



资料来源：iFind，国联证券研究所

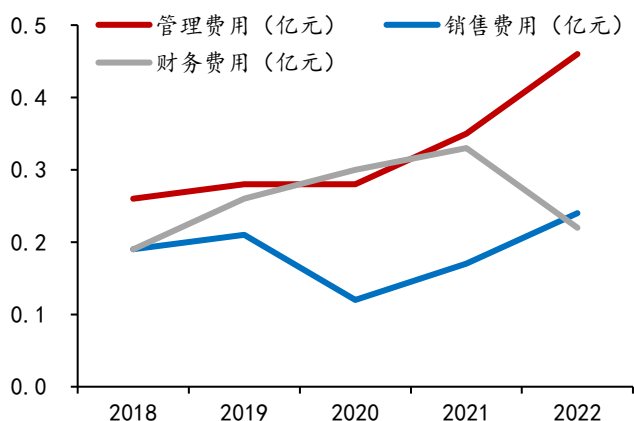
图表10：公司 2018-2023Q1 销售毛利率与净利率



资料来源：iFind，国联证券研究所

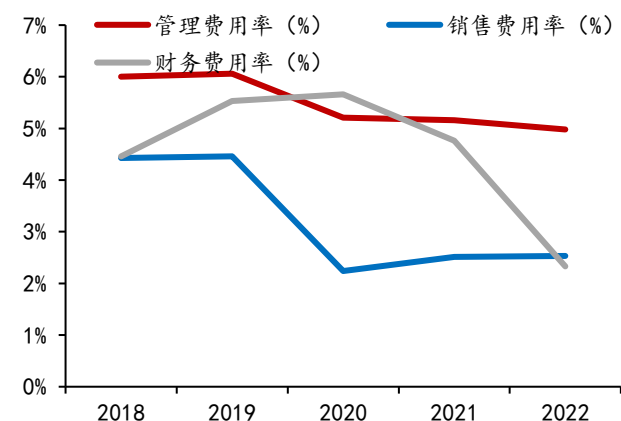
2022 年，公司管理费用为 0.46 亿元，同比上升 31.43%；销售费用为 0.24 亿元，同比上升 41.18%；财务费用为 0.22 亿元，同比下降 33.33%。公司期间费用率整体呈下降趋势，有效缓解了毛利率下滑带来的盈利压力。2022 年管理费用率为 4.98%，销售费用率为 2.53%，财务费用率为 2.33%。

图表11：公司 2018-2022 年期间费用



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表12：公司 2018-2022 年期间费用率



资料来源：iFind，国联证券研究所

1.3 股权激励彰显信心

2023 年 4 月 29 日，公司发布股票期权激励计划，授予公司（含子公司）董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干等 118 人股票期权 328.32 万份，约占公司股本总额的 1.00%，行权价格为 11.69 元/股。公司已于 2023 年 6 月 30 日完成首次授权，实际授予 117 人股票期权 262.16 万份，约占公司股本总额的 0.80%，占激励计划股票期权总数的 80.00%；预留授予 65.66 万份股票期权，约占公司股本总额的 0.20%，占激励计划股票期权总数的 20.00%。

激励计划股票期权的行权考核年度为 2023-2025 三个会计年度，每个会计年度对公司层面的业绩指标完成情况进行一次考核，考核标准为以 2022 年营业收入为基数的复合增长率不低于 50%，作为激励对象当期的行权条件之一。

图表13：公司 2023 年股票期权激励业绩考核目标

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	以 2022 年为基数，公司 2023 年营业收入复合增长率不低于 50%
第二个行权期	以 2022 年为基数，公司 2024 年营业收入复合增长率不低于 50%
第三个行权期	以 2022 年为基数，公司 2025 年营业收入复合增长率不低于 50%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

我们测算，若满足股权激励业绩考核目标，公司 2023-2025 年的营业收入需分别至少达到 13.97/20.95/31.42 亿元。

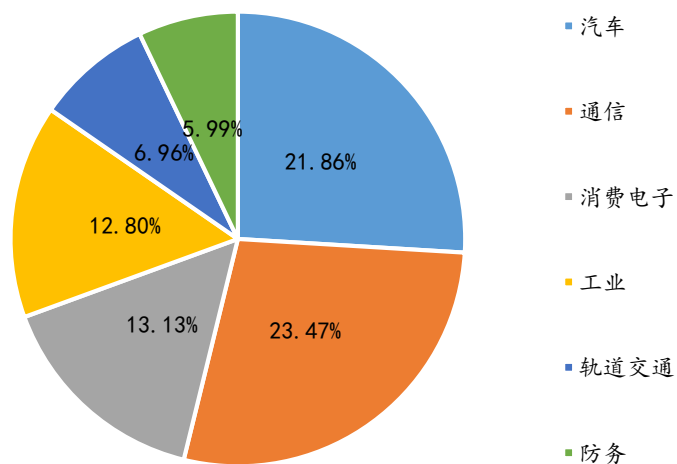
2. 下游需求带动汽车连接器高增长

2.1 汽车连接器：必要组件，壁垒高筑

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，作为节点，在传输过程中保持各系统之间不发生信号失真和能量损失，是整机系统连接必不可少的基础元件之一。

汽车连接器有近百种，主要应用于汽车上的动力系统、车身系统、信息控制系统、安全系统、车载设备等系统中，类型包括圆形连接器、射频连接器、FPC 连接器、I/O 连接器等。汽车连接器市场是连接器最大的细分市场之一，根据华经产业研究院的数据，2021 年全球连接器下游应用构成中，汽车行业占比达到 21.86%，仅次于通信领域。

图表14：全球连接器下游应用构成（2021 年）



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

汽车连接器行业对新进入者而言壁垒较高，主要体现在技术、客户，以及规模化、多品种三个层面。

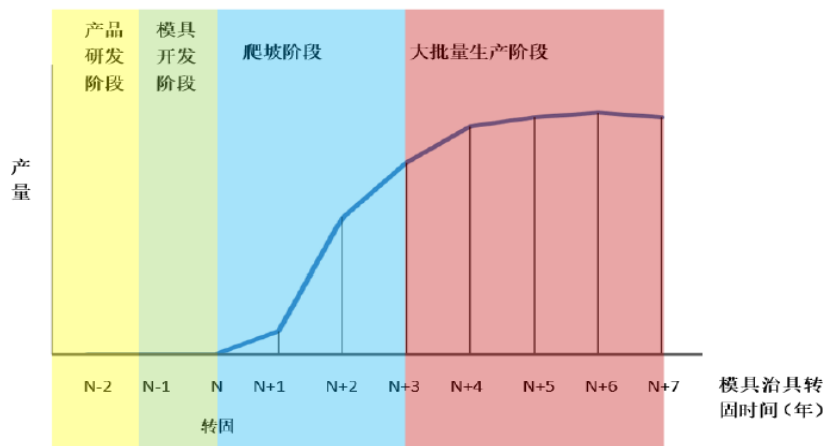
技术壁垒：产品研发和模具开发是精密连接器生产的重要环节，也是体现企业竞争优势与行业地位的最根本因素。企业与客户需共同开发、设计和制定产品方案及具体的技术参数。随着下游产品的差异性越来越大，产品的功能越来越复杂，以及产品

不断更新换代，客户对供应商研发实力的要求愈加提升。

模具研发实力是企业进入连接器制造领域的核心技术之一，也是企业把技术转化成现实生产力的关键环节，模具的技术水平将直接影响产品的技术水平。普通生产企业缺乏精密模具的设计开发经验以及专业的模具人才，只能采用定制、外购的方式解决精密模具的来源问题，无法在竞争中取得领先优势和较高的盈利能力。

客户壁垒：汽车连接器供应商需要通过严格的体系认证、供应商认证、新产品认证才能进入客户的供应链。体系认证主要体现在 ISO/TS16949 体系认证难度高，认证时间长达 2 年以上；供应商认证主要体现在时间长，需投入大量人力、财力和时间；新产品认证主要体现在周期久，销量提升所需时间较长。为了节省与供应商之间技术和产品制作的协调、沟通成本，客户更倾向于选择有长期合作关系的供应商。

图表15：汽车类产品研发周期



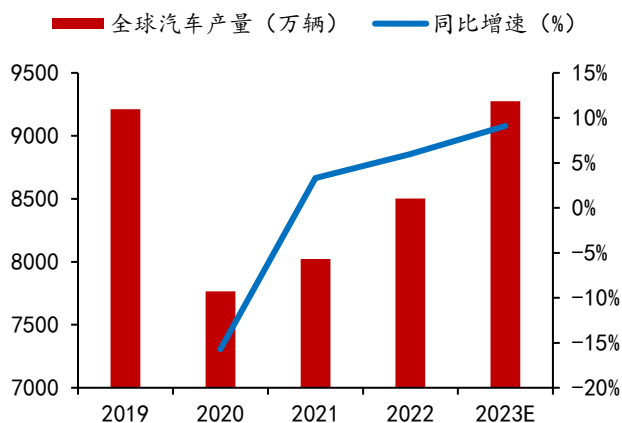
资料来源：公司公告，国联证券研究所

规模化、多品种壁垒：连接器产品规格品种较为繁多，需求量呈现一定波动性，大客户还具有多元化的弹性产品需求。规模化生产要求企业具备同时组织生产数十种甚至上百种产品的能力，特别是在汽车平台化、模块化趋势下，核心平台的投入较多，汽车厂商需要有大规模的产量承担投入成本。

2.2 汽车“电动化+智能化”拉升连接器需求

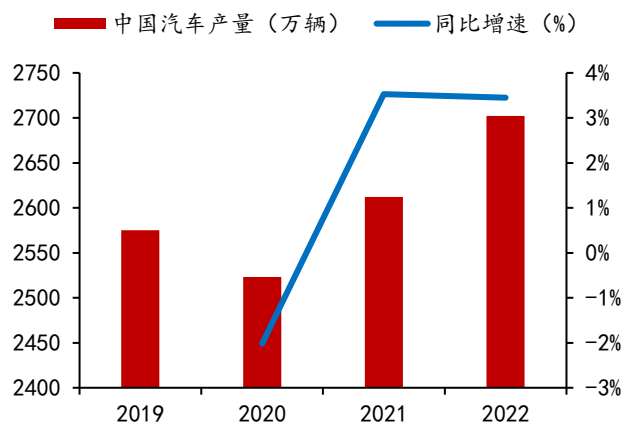
根据 OICA 发布的数据，全球汽车产量经历了连续两年大幅回落，2021 年后逐步恢复，2022 年达到 8502 万辆。根据中商产业研究院的预测，2023 年全球汽车产量将达到 9276 万辆。2022 年中国汽车产量达到 2702 万辆，同比增长 3.45%，占全球汽车生产总量的 31.80%。

图表16: 2019-2023 年全球汽车产量



资料来源: OICA, 中商产业研究院, 国联证券研究所

图表17: 2019-2022 年中国汽车产量

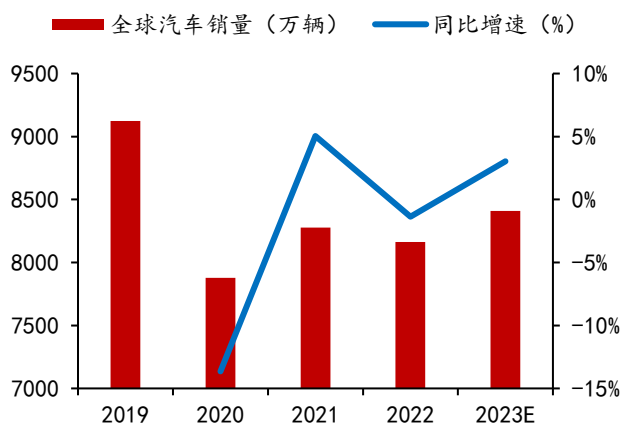


资料来源: OICA, 国联证券研究所

2019 年后, 全球汽车销量大幅下降。根据 OICA 发布的数据, 2022 年全球汽车销量为 8163 万辆, 同比减少 1.37%。集邦咨询预测, 2023 年全球汽车市场销量有望恢复增长态势, 达到 8410 万辆, 同比增长 3.03%。

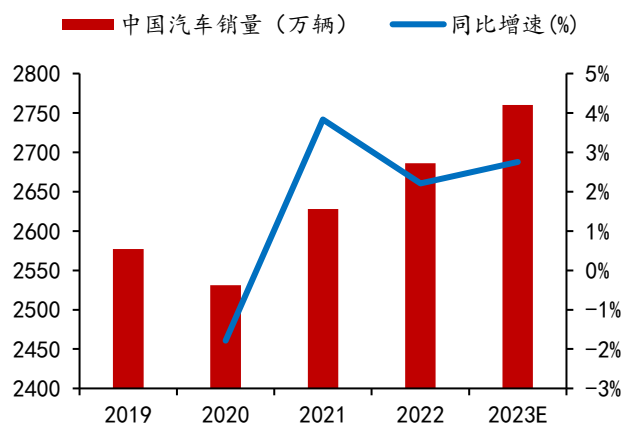
我国汽车销量近年保持稳步增长。根据中国汽车工业协会的数据, 2022 年中国汽车销量达到 2686 万辆, 同比增长 2.21%。中国汽车行业协会预计中国 2023 年汽车销售总量将达到 2760 万辆, 同比增长 2.76%。

图表18: 2019-2023 年全球汽车销量



资料来源: OICA, 集邦咨询, 国联证券研究所

图表19: 2019-2023 年中国汽车销量

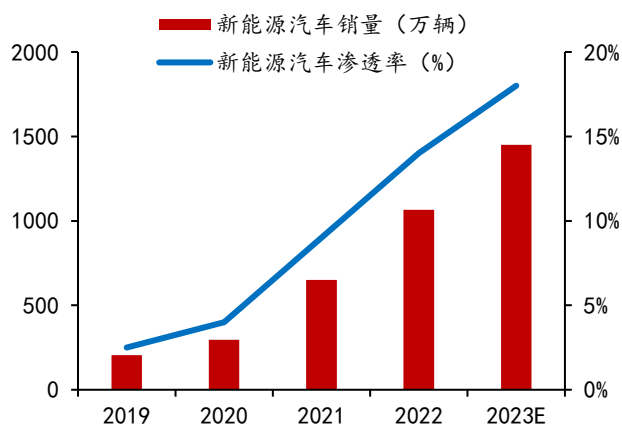


资料来源: 中国汽车工业协会, 中商产业研究院, 国联证券研究所

新能源汽车方面, 根据 TrendForce 的数据, 全球 2022 年销量达到 1065 万辆, 预计 2023 年将达到 1451 万辆, 同比增长 36.24%。根据中国汽车工业协会的数据, 我国 2022 年新能源汽车销量为 689 万辆, 占全球新能源车销量的 64.69%, 预计 2023 年将达到 900 万辆。

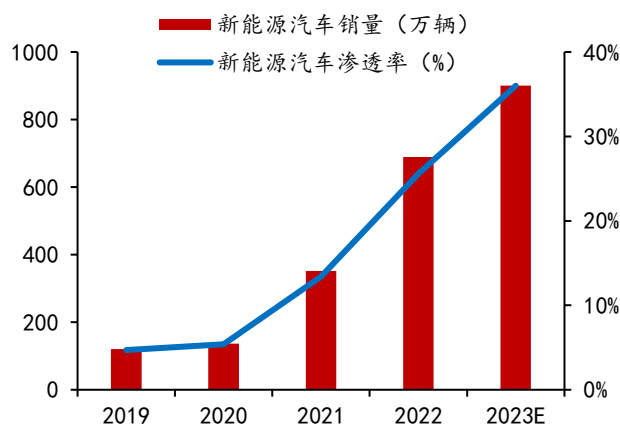
新能源汽车渗透率方面, 根据 Clean Technica 发布的数据, 2022 年全球新能源汽车渗透率达到 14.00%。根据《Global EV Outlook 2023》的预测, 2023 年全球新能源汽车渗透率将达到 18.00%。我国近年新能源车渗透率高于全球, 根据中国汽车工业协会发布的数据, 我国 2022 年新能源车渗透率达到 25.60%, 乘联会预计 2023 年将达到 36.00%。

图表20: 2019-2023 年全球新能源车销量及渗透率



资料来源: TrendForce, Clean Technica, EVSales, 国联证券研究所

图表21: 2019-2023 年中国新能源车销量及渗透率



资料来源: 中国汽车工业协会, 乘联会, 国联证券研究所

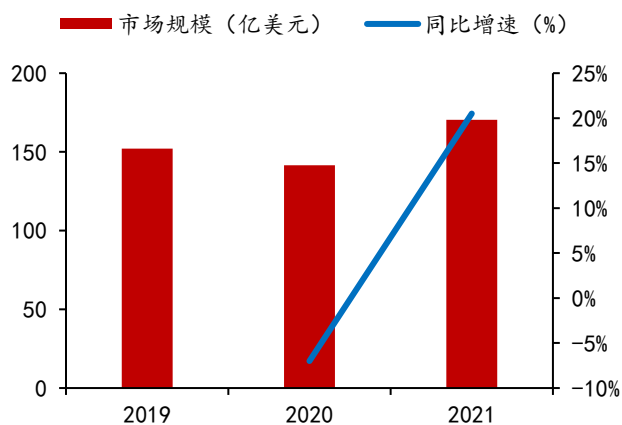
相较于传统燃油汽车, 新能源汽车的电气化程度更高, 内部动力电流及信息电流错综复杂, 单辆新能源汽车对连接器的需求量远高于传统燃油汽车, 达到 600-1000 个。

汽车智能化趋势下, 车端通信的数据总量显著上升, 对数据传输的要求更高, 使高速连接器的需求更加显著。智能化需要各类传感器来完成汽车感知环节的数据收集, 亦增加了车载连接器的数量需求。

国内外汽车销量保持较高水平, 随着新能源汽车渗透率的不断提升, 以及全球汽车工业向智能化发展, 汽车连接器需求持续攀升, 市场空间有望进一步放大。

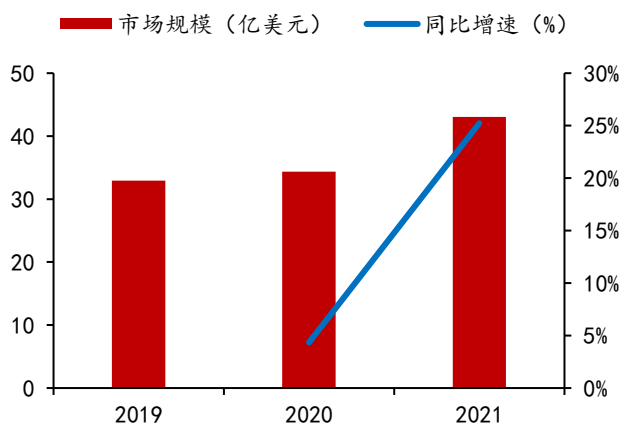
根据 Bishop&Associates 发布的数据, 2019-2021 年, 全球汽车连接器市场规模从 152.10 亿美元增长至 170.47 亿美元, 年均复合增长率为 5.87%; 国内汽车连接器市场规模从 32.93 亿美元增长至 43.03 亿美元, 年均复合增长率为 14.31%。Bishop&Associates 预测, 2025 年全球汽车连接器市场规模将达到 194.52 亿美元; 中商产业研究院预测, 2025 年我国汽车连接器市场规模将达到 44.68 亿美元。

图表22: 2019-2021 年全球汽车连接器市场规模



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

图表23: 2019-2021 年中国汽车连接器市场规模



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

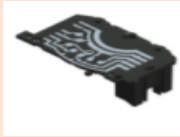
3. 公司技术与客户积淀深厚, 定增扩充产品品类

3.1 产品类型多元，模具制造能力突出

公司是国内规模较大的同时具备连接器和屏蔽罩设计、开发和生产能力的专业化企业，拥有较强的自主研发能力、先进的模具开发能力和精密产品制造能力。公司掌握多项国内领先的核心技术，形成专利百余项，具备与国外汽车整车厂商与汽车电子模块集成商同步研发新产品的能力。

公司投入大量资金用于汽车领域中高端的模具开发和产品开发，形成线对板连接器、线对线连接器、嵌件注塑连接器等多款连接器及组件产品系列。公司在新型连接器领域开发出多类高电压高电流连接器、高清高速连接器、高频连接器产品，已全面覆盖终端新能源整车、ADAS 智能辅助驾驶、智能网联、5G 通讯等应用领域。

图表24：公司汽车连接器主要产品

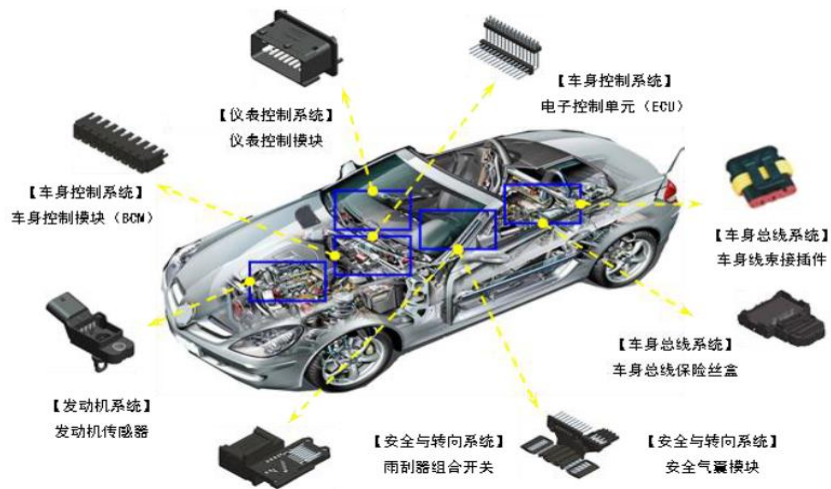
产品类别	产品名称	图例	产品特性	应用领域
线对板	排针连接器		体积小、质量轻、环境性能强、自动组装方便、适合各种焊接条件、通用性强。	安全与转向系统
	接口连接器		连接可靠性高、可防水、防尘、适应高电流、环境性能强、寿命长、通用性强。	仪表控制系统、车身控制系统
	免焊连接器		机械式连接可靠性高、安装与更换方便、环保、免焊接工艺、可维修。	车身控制系统
线对线	车身线束接插件		连接可靠性高、防水、防尘、适应高电流、环境性能强、寿命长、更换方便。	车身总线系统
	包线端子		连接可靠性高、适应高电流、通用性强。	车身总线系统
其他	嵌入式注塑连接器		精度高、可实现复杂形状、节约空间、针对性强。	安全与转向系统、车身控制系统
	车身总线保险丝盒		体积较大，回路较多，安装保险丝片、实现回路中对最大电流的限制、保护电路正常工作。	车身控制系统
	发动机传感器		体积小、结构复杂、强度高、精度高、外观要求较高、具有多个回路。	发动机系统

资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司汽车连接器产品主要应用于汽车的车身控制系统、辅助驾驶系统、发动机系统、安全与转向系统、车身总线系统、车身控制系统、仪表控制系统等。公司为全球知名的智能座舱及辅助驾驶企业开发出多款连接器产品，逐步应用于国际知名品牌

整车及国内新势力品牌车企中。公司已取得大众 MEB7 平台、宁德时代多款新型连接器产品的开发与销售资质，主要应用于新能源汽车车载充电、电池、电机等产品中。

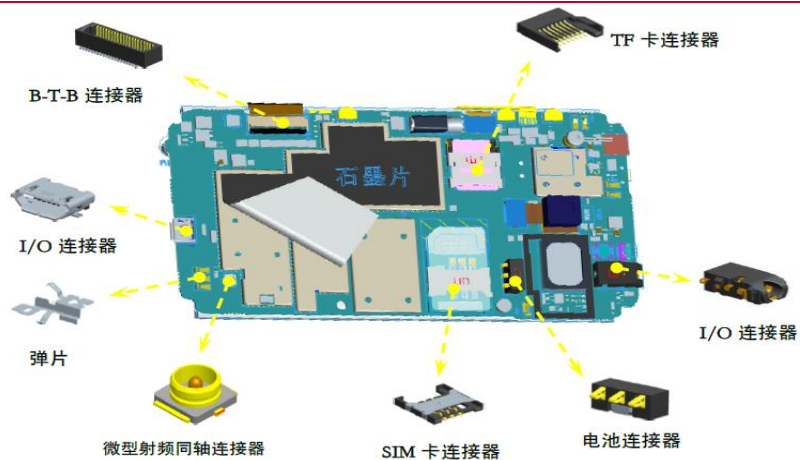
图表25：公司汽车连接器产品应用



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司已成功研发 200 余款手机连接器，产品类型主要包括 B-T-B 连接器、I/O 连接器、微型射频同轴连接器、SIM 卡连接器、电池连接器、TF 卡连接器等。

图表26：公司手机连接器产品应用

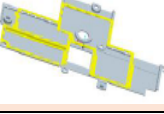
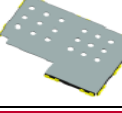


资料来源：公司公告，国联证券研究所

屏蔽罩是贴装在电子主板上的一种金属壳体，通过自身的屏蔽体将元部件、电路、组合件、电缆或整个系统的干扰源包围起来，防止干扰电磁场向外扩散并通过将板上器件隔离，达到屏蔽各种电磁装置的功效，使其在不影响系统运行速度的同时把串扰和敏感性降至最低。

公司是国内少数规模较大的屏蔽罩自主品牌民营企业，产品具有形式多样、结构复杂、精度高、定制化程度高等特点。公司屏蔽罩产品根据结构的不同，可分为一体式屏蔽罩、分体式屏蔽罩、拉伸式屏蔽罩、复合屏蔽罩结构件、卡扣式屏蔽组件等。

图表27：公司屏蔽罩产品（按结构区分）

产品类别	图例	产品特性	应用领域
一体式屏蔽罩		传统屏蔽罩结构，整体焊接在PCB板上。	普遍应用在手机各领域
分体式屏蔽罩		方便维修，取代了破坏性拆除屏蔽罩的过程，节约了材料费用。	性价比高，维修方便
拉深式屏蔽罩		采用深拉深技术，将薄材料拉深成型，达到无缝隙，解决密封性问题。	适用密封性要求高
复合屏蔽罩		采用兼有屏蔽功能和增强主板、显示屏或后盖定型功能的复合屏蔽罩和结构件。	适用大屏幕手机
卡扣式屏蔽组件		加贴散热材料，有效解决散热与维修的问题。	适用于多核、智能手机

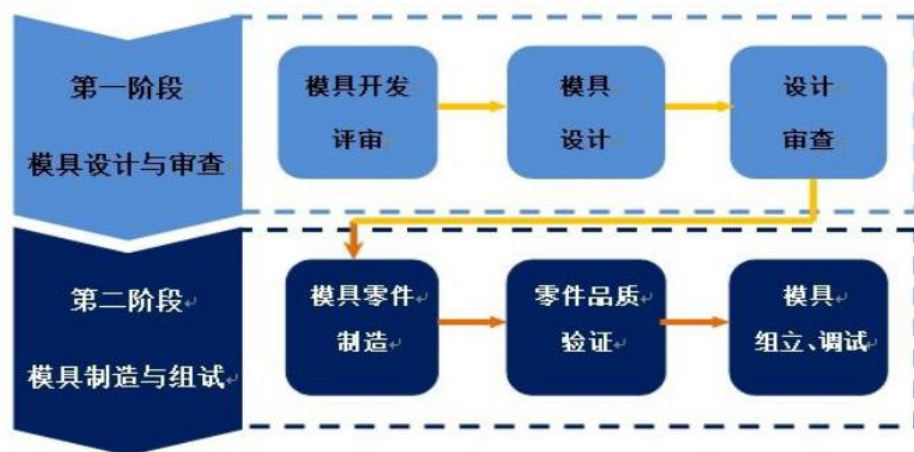
资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司通过坚实的模具开发能力确保产品的快速交货和良好品质，提高为客户综合配套的能力，为新产品的研发提供有力支撑。公司先后突破连续冲压模具技术、精冲模具技术、异型拉伸模具技术、深拉伸模具技术、精密注塑模具技术等技术难关，开发出的注塑模具能够生产间距为 0.25mm 的产品，端子冲压模具能够生产间距为 0.40mm 的端子，五金冲压模具能够生产平面度误差在 0.06mm 以下的产品，具备开发 1 模 32 穴精密注塑模具的能力。

公司已开发出上千套汽车模具，具备约每月 150 套屏蔽罩模具、50 套精密连接器冲压模具、30 套连接器注塑模具及 30 条装配线所需的自动化设备和治具的设计、加工、制造、组立和试模能力，精密冲压模具的开发周期最短可压缩至 7-10 天。

公司将模具开发过程分解为模具设计、模具零件加工及组试三个阶段，在各阶段的技术及组织模式上均具备较强的竞争优势。模具设计方面，公司导入先进的设计软件进行高精密冲压和注塑模具的设计，建立完整的模具工程设计制造数据传输和共享一体化系统，实现设计与制造并行。公司制定了冲压模具、注塑模具、样品模具的设计标准，在此基础上形成模具模块化系统，降低模具设计制造周期和制造成本。在模具零件加工及组试技术上，公司已具备各种高精密度的注塑成型模具、精密端子冲压模具、精密五金件冲压模具的加工和组试能力。

图表28：公司模具开发流程



资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司计划 2023 年开展光伏逆变器端多芯集成对插快锁通信模块连接器、屋顶光伏连接器、800G 光模块壳体产品、1500V 储能连接器、氢能源电池包测试台等新项目立项工作，将精密连接器及结构件组件产品和技术应用拓宽到光伏、光通讯、储能、氢能源电池等领域。

3.2 深度绑定优质客户

公司通过多年积累，与优质客户建立了长期稳定的战略合作关系。在汽车领域，公司贯彻与大客户合作的经营模式，服务响应速度较外资企业优势明显，产品的研发周期最短可在 35 天以内。公司目前已与法雷奥、科世达、伟世通、江森、麦格纳、欧科佳、比亚迪、贝洱海拉等企业建立稳定合作关系，产品应用在大众、奔驰、通用等国际大牌整车厂商的车型中。

图表29：公司汽车领域主要客户

主要客户	介绍	产品应用品牌
法雷奥 	世界领先的零部件供应商，业务包括舒适和驾驶辅助系统、动力总成系统、热力系统、视觉系统。	奔驰、宝马、大众、奥迪、标致、雪铁龙、雷诺、广汽观致
科世达 	世界领先的零部件供应商，产品包括汽车电器系统、工业电器系统、接插件和检测设备。	一汽、福特、马自达、奥迪、奔驰、长城、菲亚特、大众、通用
伟世通 	全球知名汽车零部件集成供应商，世界 500 强企业。	大众、马自达、东风、菲亚特
比亚迪 	全球电动车领先品牌之一。	自有品牌车型
宁德时代 	全球新能源解决方案领导者。	宇通、吉利、金龙、中国中车、东风
天合汽车集团 	全球领先的汽车安全系统供应商，世界十大汽车零部件供应商之一，世界 500 强企业。	服务于 40 多家全球主要汽车制造商，世界上 250 多个车辆品牌均采用天合的产品

麦格纳		全球最大的汽车零部件制造商之一，世界 500 强企业。	通用、众泰、长城
哈曼公司		全球领先的高级音响和信息服务解决方案全球提供商，正在积极拓展汽车市场。	奥迪、宝马、梅赛德斯-奔驰、丰田、现代、菲亚特克莱斯勒、吉利、广汽传祺、长城

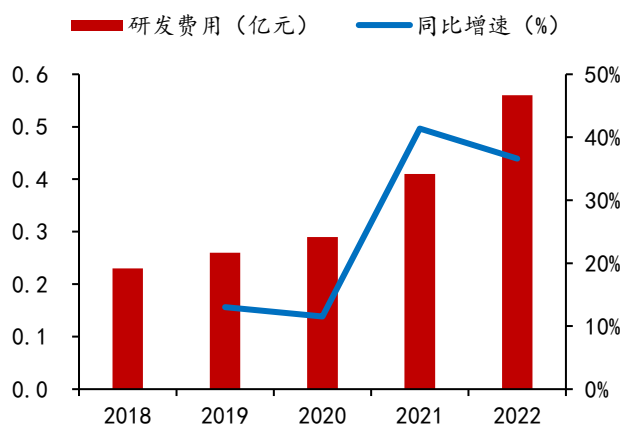
资料来源：公司公告，国联证券研究所

在手机领域，公司直接为中兴、宇龙酷派、海信、TCL 等厂商供货，通过向三信、龙旗、辉辉等公司供货将产品应用在夏普、联想、小米、魅族等知名品牌手机及其他产品。

3.3 研发投入增速位居行业前列

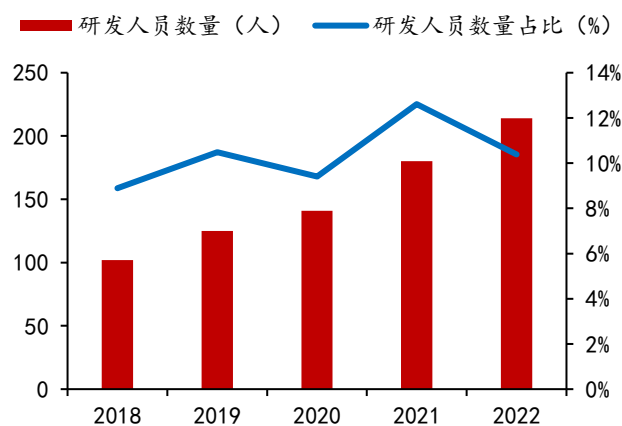
公司持续增加研发投入，研发费用与研发人员数量稳步增长。2021 年后，公司研发费用增幅较大，2022 年研发费用达到 0.56 亿元，同比增长 36.59%。公司近年研发人员数量占员工总数的 10% 左右，2022 年研发人员数量达到 214 人，占员工总数的 10.38%。

图表30：公司 2018-2022 年研发费用



资料来源：iFind，国联证券研究所

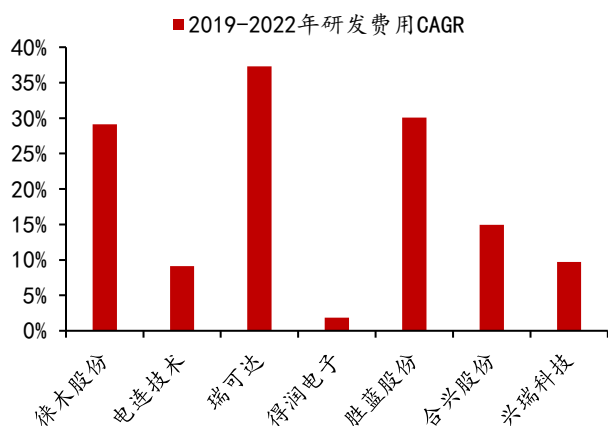
图表31：公司 2018-2022 年研发人员数量



资料来源：iFind，国联证券研究所

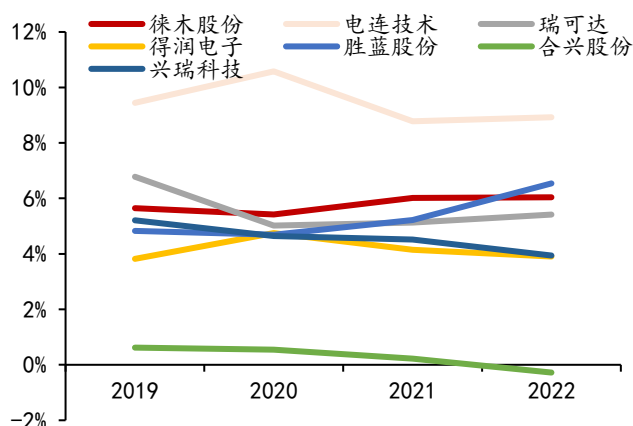
公司研发费用增长率和研发费用率位居行业前列。研发费用方面，公司 2019-2022 年 CAGR 达到 29.14%，在汽车连接器相关公司中位列第三，仅次于瑞可达(37.30%)和胜蓝股份(30.06%)。公司近年研发费用率位居行业前三，2022 年达到 6.04%。

图表32：汽车连接器公司研发费用3年CAGR



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表33：汽车连接器公司2019-2022年研发费用率



资料来源：iFind，国联证券研究所

3.4 定增布局新能源汽车领域，产销率维持高位

截至2020年，公司汽车类产品产能为3.83亿只，其中精密连接器类产品产能为3.60亿个，产能利用率为101.94%，精密屏蔽罩类产品产能为0.23亿个，产能利用率为93.48%；手机类产品产能为10.23亿只，其中精密连接器类产品产能为1.83亿个，产能利用率为98.48%，手机精密屏蔽罩及结构件产品产能为8.40亿个，产能利用率为97.34%。

图表34：公司2018-2021H1产品产能

项目		2021H1	2020	2019	2018
汽车精密连接器及组件、配件	产能（万只）	23200.00	36000.00	22727.09	23000.00
	产能利用率	101.90%	101.94%	99.01%	93.13%
汽车精密屏蔽罩及结构件	产能（万只）	670.00	2300.00	800.44	980.00
	产能利用率	88.29%	93.48%	90.21%	86.00%
手机精密连接器	产能（万只）	10600.00	18300.00	19206.14	28000.00
	产能利用率	95.43%	98.48%	95.43%	94.60%
手机精密屏蔽罩及结构件	产能（万只）	33200.00	84000.00	105467.06	76200.00
	产能利用率	97.52%	97.34%	96.03%	94.72%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

2022年7月，公司通过非公开发行股票募集资金约7.00亿元，用于在江苏东台生产基地开展新能源汽车连接器项目、新能源汽车连接器研发中心项目等。新能源汽车连接器项目投资总额4.00亿元，主要用于生产新能源汽车连接器产品，项目预计2026年达产，达产后将新增年产500万只新能源汽车高电流电压连接器、1200万只（套）辅助驾驶模块连接器的产能。新能源汽车连接器研发中心项目投资总额1.00亿元，主要用于新能源汽车连接器的研发。

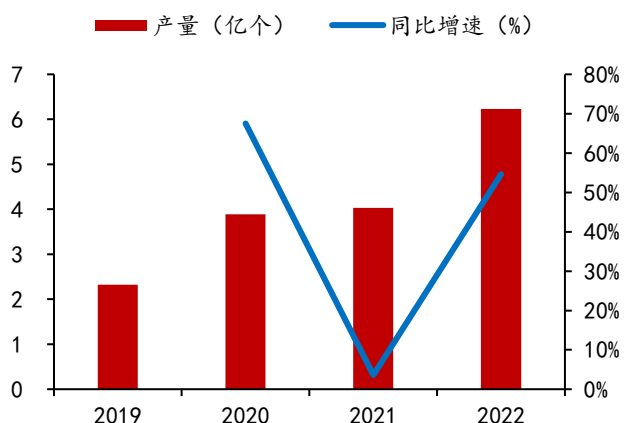
图表35：公司 2022 年定增募投项目

项目名称		投资总额 (万元)	已投入募资金额- 截至 2022 年底 (万元)	预计新增产能 (万只)
新能源汽车 连接器项目	新能源汽车高电流 电压连接器	40000	5267.84	500
	辅助驾驶模块连接器			1200
新能源汽车连接器研发中心项目		10000	46.90	/
补充流动资金		20000	18810.65	/
合计		70000	24125.39	1700

资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

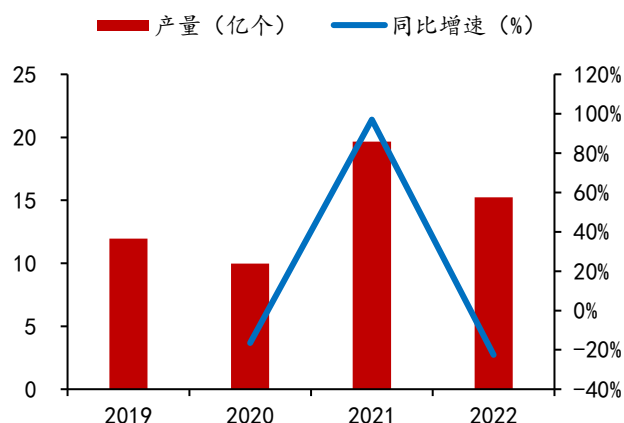
公司汽车类产品产量持续增长，2022 年达到 6.23 亿个，同比增长 54.59%，主要受益于汽车连接器产量提升。公司 2022 年手机类产品产量为 15.23 亿个，同比下降 22.53%，主要系手机连接器产量下降幅度较大。

图表36：公司汽车类产品 2019-2022 年产量



资料来源：iFind，国联证券研究所

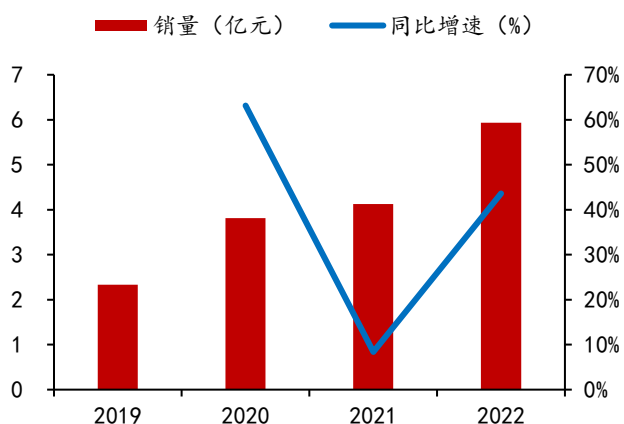
图表37：公司手机类产品 2019-2022 年产量



资料来源：iFind，国联证券研究所

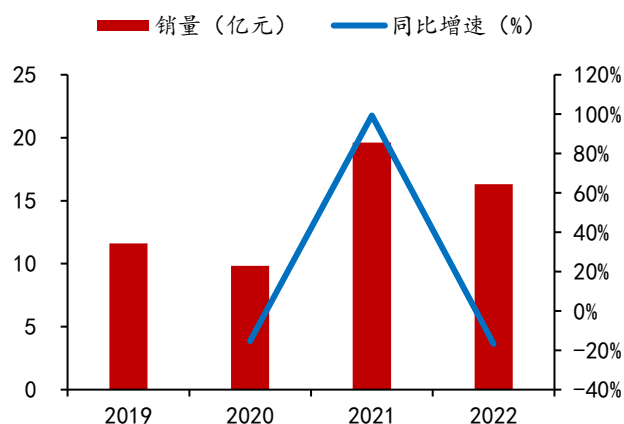
公司汽车类产品销量持续增长，2022 年达到 5.93 亿个，同比增长 43.60%。公司 2022 年手机类产品销量为 16.32 亿个，同比下降 16.78%。

图表38：公司汽车类产品 2019-2022 年销量



资料来源：iFind，国联证券研究所

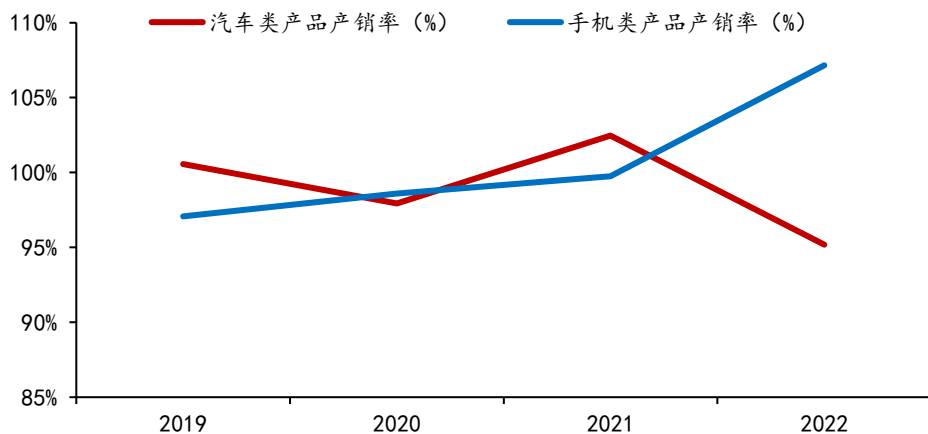
图表39：公司手机类产品 2019-2022 年销量



资料来源：iFind，国联证券研究所

公司汽车类产品产销率维持在 95%以上的高位，2022 年达到 95.18%，较 2021 年下降 7.28pct。公司手机类产品近年来产销率在 100%左右，2022 年达到 107.16%。

图表40：公司产品 2019-2022 年产销率



资料来源：iFind，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 核心假设及盈利预测

随着下游需求的不断提升，以及新能源汽车连接器项目产能建设的逐步推进，公司产品产量稳步上升。公司与优质客户深度绑定，假定产品产销率为 100%。

- (1) 汽车类产品：假定公司 2023-2025 年汽车类产品产量分别约为 10.00/16.00/25.00 亿件，其中汽车精密连接器产量分别约为 9.78/15.64/24.44 亿件，汽车精密屏蔽罩产量分别约为 0.25/0.40/0.63 亿件。我们假设该板块 2023-2025 年营收增速分别为 67.90%/60.00%/56.25%，毛利率维持稳定。
- (2) 手机类产品：假定公司 2023-2025 年手机类产品产量分别约为 16.50/17.50/18.50 亿件，其中手机精密连接器产量分别约为 2.57/2.72/2.88 亿件，手机精密屏蔽罩产量分别约为 13.93/14.78/15.62 亿件。我们假设该板块 2023-2025 年营收增速分别为 5.27%/6.06%/5.71%，毛利率维持稳定。
- (3) 模具治具：我们假设该板块 2023-2025 年营收增速维持在 20.00%，毛利率维持稳定。

图表41：公司营收测算汇总（百万元）

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
汽车类产品	营业收入	454.84	667.07	1120.00	1792.00	2800.00
	YoY	54.43%	46.66%	67.90%	60.00%	56.25%
	毛利率	27.48%	26.42%	26.42%	26.42%	26.42%
手机类产品	营业收入	165.82	203.75	214.50	227.50	240.50
	YoY	0.48%	22.87%	5.27%	6.06%	5.71%

模具治具	毛利率	17.24%	14.24%	14.24%	14.24%	14.24%
	营业收入	17.44	20.21	24.25	29.10	34.92
	YoY	66.75%	15.87%	20.00%	20.00%	20.00%
其他主营业务	毛利率	28.15%	16.59%	16.59%	16.59%	16.59%
	营业收入	7.80	2.57	2.57	2.57	2.57
	YoY	-76.57%	-67.14%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	毛利率	20.26%	5.39%	5.39%	5.39%	5.39%
	营业收入	39.64	37.03	48.14	62.58	81.35
	YoY	51.78%	-6.58%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	毛利率	50.69%	83.19%	83.19%	83.19%	83.19%
	营业收入	685.54	930.62	1409.45	2113.74	3159.33
	YoY	29.48%	35.75%	51.45%	49.97%	49.47%
	毛利率	26.28%	25.74%	26.30%	26.63%	26.83%

资料来源：iFind，国联证券研究所

基于上述假设，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 14.09/21.14/31.59 亿元，同比增长 51.45%/49.97%/49.47%，3 年 CAGR 为 50.29%；归母净利润分别为 1.09/1.61/2.37 亿元，同比增长 59.23%/47.83%/47.51%，3 年 CAGR 为 51.43%；EPS 分别为 0.33/0.49/0.72 元/股。

图表42：公司盈利预测（百万元）

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	685.54	930.62	1409.45	2113.74	3159.33
增长率（%）	29.48%	35.75%	51.45%	49.97%	49.47%
归母净利润（百万元）	47.72	68.35	108.83	160.89	237.32
增长率（%）	11.29%	43.22%	59.23%	47.83%	47.51%
EPS（元/股）	0.15	0.21	0.33	0.49	0.72

资料来源：iFind，国联证券研究所

4.2 估值与投资建议

我们比较同行业可比公司 PE 水平，选取汽车连接器行业相关上市公司电连技术、维峰电子、鼎通科技作为可比公司。

图表43：可比公司估值水平对比（可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期）

代码	简称	总市值（亿元）	EPS（元）				PE（X）			PEG	EPS 三年 CAGR
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300679.SZ	电连技术	156.85	1.05	1.14	1.52	1.86	32.57	24.38	19.94	1.55	21.00%
301328.SZ	维峰电子	54.95	1.53	1.57	2.15	2.87	31.80	23.26	17.44	0.77	23.33%
688668.SH	鼎通科技	72.08	1.70	2.35	3.19	4.34	30.97	22.84	16.78	0.85	36.67%
	平均值						31.78	23.49	18.05	1.06	
603633.SH	徕木股份	38.87	0.21	0.33	0.49	0.72	35.72	24.16	16.38	0.69	50.99%

资料来源：Wind，iFind，国联证券研究所，股价选取 2023 年 08 月 10 日收盘价

公司 PE 水平高于可比公司，鉴于公司持续扩充产能，业绩有望进入释放期，我们采用 PEG 方法进行估值。我们测算，公司未来 3 年归母净利润 CAGR 为 51.43%，给

予公司 2023 年 50 倍 PE，公司合理市值为 54.35 亿元，对应目标价 16.57 元。

5. 风险提示

1) 下游需求不及预期风险

公司产品市场需求与下游应用领域密切相关。若下游行业发展放缓，则会对公司营业收入和盈利增长不利。

2) 行业竞争加剧风险

国内从事连接器和屏蔽罩生产的企业达千家以上，市场竞争激烈。若公司未能及时应对市场需求变动，或开拓新的具有较高盈利能力的领域，对公司业绩将产生负面影响。

3) 技术研发不及预期风险

公司产品应用领域变革速度较快，对公司技术储备、研发水平、研发效率的能力提出较高要求。若公司不能持续进行研发投入，提升产品设计和创新能力，则可能形成销售规模下降的风险。

4) 产能建设进度不及预期风险

公司新能源汽车连接器募投项目已于 2022 年开始建设，若产能建设进度延缓，则会影响公司订单交付，推迟收入确认时间。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	72	488	564	845	1264
应收账款+票据	359	564	854	1280	1914
预付账款	21	13	20	30	45
存货	462	579	870	1298	1936
其他	3	9	14	21	32
流动资产合计	916	1653	2322	3476	5190
长期股权投资	2	3	3	3	4
固定资产	766	932	1050	1145	1143
在建工程	110	169	84	0	0
无形资产	27	26	21	16	10
其他非流动资产	71	98	96	93	93
非流动资产合计	976	1228	1254	1258	1251
资产总计	1892	2881	3575	4734	6441
短期借款	490	581	978	1694	2744
应付账款+票据	226	320	481	718	1070
其他	50	66	100	149	222
流动负债合计	766	967	1558	2561	4035
长期带息负债	5	27	21	16	11
长期应付款	0	15	15	15	15
其他	15	13	13	13	13
非流动负债合计	20	55	49	44	39
负债合计	786	1022	1607	2605	4074
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	264	328	328	328	328
资本公积	280	903	903	903	903
留存收益	562	628	737	898	1135
股东权益合计	1106	1859	1968	2129	2366
负债和股东权益总计	1892	2881	3575	4734	6441

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	48	68	109	161	237
折旧摊销	149	180	118	139	151
财务费用	33	22	21	40	68
存货减少(增加为“-”)	-89	-117	-291	-429	-637
营运资金变动	-116	-225	-398	-586	-871
其它	89	153	291	428	637
经营活动现金流	113	81	-151	-247	-415
资本支出	-250	-430	-143	-143	-143
长期投资	91	3	0	0	0
其他	8	-13	0	0	0
投资活动现金流	-151	-439	-143	-143	-143
债权融资	115	113	391	711	1044
股权融资	0	65	0	0	0
其他	-90	611	-21	-40	-68
筹资活动现金流	24	789	370	672	976
现金净增加额	-14	430	76	282	418

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	686	931	1409	2114	3159
营业成本	505	691	1039	1551	2312
营业税金及附加	4	6	9	14	20
营业费用	17	24	36	53	80
管理费用	77	103	169	254	379
财务费用	33	22	21	40	68
资产减值损失	-1	-1	-2	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	1	-11	-18	-29	-44
营业利润	50	74	117	171	252
营业外净收益	-1	-2	-2	-2	-2
利润总额	50	72	115	170	250
所得税	2	4	6	9	13
净利润	48	68	109	161	237
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	48	68	109	161	237

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	29.48%	35.75%	51.45%	49.97%	49.47%
EBIT	5.92%	13.84%	44.33%	54.60%	52.14%
EBITDA	11.24%	18.33%	-7.34%	37.73%	34.50%
归属于母公司净利润	11.29%	43.22%	59.23%	47.83%	47.51%
获利能力					
毛利率	26.28%	25.74%	26.30%	26.63%	26.83%
净利率	6.96%	7.34%	7.72%	7.61%	7.51%
ROE	4.32%	3.68%	5.53%	7.56%	10.03%
ROIC	5.95%	5.84%	5.63%	6.84%	8.00%
偿债能力					
资产负债率	41.56%	35.46%	44.95%	55.02%	63.26%
流动比率	1.2	1.7	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.6	1.1	0.9	0.8	0.8
营运能力					
应收账款周转率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
存货周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
每股指标(元)					
每股收益	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7
每股经营现金流	0.3	0.2	-0.5	-0.8	-1.3
每股净资产	3.4	5.7	6.0	6.5	7.2
估值比率					
市盈率	81.5	56.9	35.7	24.2	16.4
市净率	3.5	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	20.1	19.1	19.1	15.9	14.1
EV/EBIT	56.3	55.8	35.8	26.5	20.7

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 08 月 10 日收盘价

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼