

鸿日达 (301285)

国产优质连接器供应商，垂直整合铸就公司竞争力（勘误版）

增持（首次）

2024年03月25日

证券分析师 马天翼

执业证书：S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书：S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

研究助理 李璐彤

执业证书：S0600122080016

lilt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	618.26	593.91	701.30	854.10	1,228.50
同比	2.11%	-3.94%	18.08%	21.79%	43.84%
归母净利润（百万元）	62.62	49.32	33.59	72.44	108.45
同比	4.06%	-21.25%	-31.89%	115.67%	49.72%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.30	0.24	0.16	0.35	0.52
P/E（现价&最新摊薄）	78.54	99.74	146.44	67.90	45.35

股价走势



投资要点

- **鸿日达—国产优质连接器供应商，业绩拐点初现：**公司成立于2003年，主要产品包括卡类连接器、I/O连接器、电池连接器等，形成了以连接器为主、以精密机构件为辅的产品体系，应用于手机及周边产品、智能穿戴设备以及电脑等领域。2019-2021年，公司归母净利润3775/6018/6262万元，同比增长51.52%/59.42%/4.06%。2022年，由于消费电子终端需求萎缩，全球智能手机、PC出货量大幅下滑，传导至上游连接器行业，导致公司业绩下滑。2023Q2开始，全球PC出货量同比降幅收窄、环比回升，公司主营业务收入同比回升，业绩拐点初现。
- **连接器行业稳步发展，中国市场增速高于全球平均水平：**近年来，受益于新能源汽车、数据与通信、电脑及周边、消费电子等下游行业的持续发展，全球连接器市场规模总体呈扩大趋势。根据 Bishop&Associates 及中商产业研究院数据，2017-2022年，全球连接器市场规模由601亿美元增长至841亿美元，复合年均增长率达7.0%，2022年同比增长7.8%，预计2023年将增至963亿美元，同比增长14.5%。根据 Bishop&Associates 及中商产业研究院数据，通信和汽车是连接器最重要的应用领域，2022年占比分别为23.8%、21.9%。
- **垂直整合铸就公司竞争力，伴随优秀大客户共同成长：**公司可提供包括模具开发、冲压、电镀、注塑成型、组装等环节的全生产工序服务，这种全工艺、全制程、垂直整合的生产模式不仅有利于公司控制成本、提高效率、保证产品按期交付，也使公司得以持续不断地为客户提供性能稳定、质量可靠的产品。公司凭借过硬的产品质量、较高的研发水平以及快速的客户反应能力，赢得了业内客户的认可和青睐，诸如闻泰科技、传音控股、小米、伟创力、天珑科技、华勤、小天才、TCL、中兴通讯等国内外知名企业，均与公司建立了长期稳定的合作关系。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023/2024/2025年营收分别为7.0/8.5/12.3亿元，同比增长18.1%/21.8%/43.8%，归母净利润分别为0.3/0.7/1.1亿元，同比增长-31.9%/115.7%/49.7%。公司2023/2024/2025年的PE分别为146.4/67.9/45.4倍。业绩增长未来可期，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**消费电子需求恢复不及预期；技术升级迭代不及预期；主要原材料价格波动风险。

市场数据

收盘价(元)	23.80
一年最低/最高价	11.53/26.96
市净率(倍)	4.63
流通A股市值(百万元)	1,837.59
总市值(百万元)	4,918.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.14
资产负债率(% ,LF)	37.72
总股本(百万股)	206.67
流通A股(百万股)	77.21

相关研究

《鸿日达(301285)：国产优质连接器供应商，垂直整合铸就公司竞争力》

2024-03-21

内容目录

1. 鸿日达：深耕消费电子领域的国产连接器优秀供应商	5
2. 连接器下游应用广泛，行业空间稳步增长	10
2.1. 信号传输核心部件，下游应用市场广阔	10
2.2. 政策支持连接器行业发展，国内优质企业成长迅速	12
2.3. 行业规模稳步增长，中国已成长为全球最大市场	13
2.3.1. 手机市场存量空间广阔，手机功能进步推动连接器需求提升	15
2.3.2. 可穿戴设备市场：智能化、集成化推动连接器需求	16
2.3.3. 汽车市场：电动化、智能化推动车载连接器需求提升	17
3. 垂直整合筑壁垒，伴随优质大客户共同成长	20
3.1. 全工艺、全制程，垂直整合强化公司竞争力	20
3.2. 行业认可度高，客户资源优质	22
3.3. 自研核心工艺，打造技术护城河	23
4. 盈利预测及投资建议	25
4.1. 核心假设	25
4.2. 估值与投资建议	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司主要 MIM 产品	6
图 2: 鸿日达发展历程	6
图 3: 股权结构图 (截止至 2023 年三季报)	7
图 4: 2018-2023Q3 主营业务收入及增速	7
图 5: 2018-2023Q3 归母净利润及增速	7
图 6: 2018-2022 年鸿日达分业务营业收入	8
图 7: 2021 年鸿日达连接器收入构成	8
图 8: 2019-2023Q3 公司销售毛利率、净利率情况	8
图 9: 2018-2023H1 公司分产品毛利率情况	8
图 10: 2018-2023Q3 期间费用率	9
图 11: 连接器产业链	10
图 12: 连接器产品结构拆分	11
图 13: 2017-2023 年全球连接器市场规模 (亿美元)	14
图 14: 2022 年全球连接器市场应用领域分布	14
图 15: 2017-2023 年中国连接器市场规模 (亿美元)	15
图 16: 2022 年全球连接器市场地域分布	15
图 17: 2007-2023 年全球智能手机出货量 (亿台)	15
图 18: 2011-2023 年中国智能手机出货量 (亿台)	15
图 19: 2014-2023 年全球可穿戴设备出货量 (百万台)	17
图 20: 2015-2023 年中国可穿戴设备出货量 (百万台)	17
图 21: 2022 年全球汽车连接器市场竞争份额	18
图 22: 传统燃油车连接器使用部位	18
图 23: JAE 中继连接器结构拆分图	18
图 24: 全球新能源汽车出货量 (万辆)	19
图 25: 中国新能源汽车出货量 (万辆)	19
图 26: 典型汽车总线拓扑结构	19
图 27: 高速连接器车内使用部位	19
图 28: 2019-2021 年公司外协加工金额占比	20
图 29: 外协加工各工序金额及占比 (万元)	20
图 30: 公司可提供全生产工序服务	20
图 31: 公司连接器产品综合性服务能力	21
图 32: 公司连接器在手机端应用	22
图 33: 公司客户资源优质	22
图 34: 2023H1 前五大客户收入结构	23
图 35: 公司研发费用 (亿元) 及研发费用率	23
表 1: 公司连接器产品基本情况	5
表 2: 不同种类连接器及应用领域分类	11
表 3: 国内外连接器布局企业一览	12
表 4: 中国连接器行业政策 (2020-2023 年)	13
表 5: 公司核心技术一览	24

表 6: 公司收入预测 (百万元)	25
表 7: 可比公司估值.....	26

1. 鸿日达：深耕消费电子领域的国产连接器优秀供应商

鸿日达成立于 2003 年，本部位于江苏省昆山市，公司是一所专业从事精密连接器研发、生产及销售的高新技术企业，成立至今，始终坚持以研发为核心、以品质为基石、以市场为导向、以服务为口碑的发展理念，致力于为客户提供高品质、高性能的精密连接器产品。经过十多年的经营，公司形成了以连接器为主、以精密机构件为辅的产品体系，产品广泛应用于手机、手机周边产品、智能穿戴设备以及电脑四大主要领域。

公司连接器产品主要为卡类连接器、I/O 连接器、耳机连接器、电池连接器及其他类连接器，广泛应用于多种类型的手机，耳机、数据线等手机周边产品，电脑及其他消费电子产品。其中卡类连接器、I/O 连接器及耳机连接器是公司最主要的连接器产品。

表1: 公司连接器产品基本情况

大类	细分类别	功能及产品应用领域	示意图
卡类连接器	卡座连接器	卡类连接器主要用于连接 SIM 卡或记忆卡与机内相关电路进行通讯，应用于手机等通讯终端产品。	 
	卡托连接器		
I/O 连接器	Type-C 连接器	主要用于充电、数据传输等，广泛应用于手机等智能终端，耳机、数据线等手机周边产品以及无线耳机等消费电子产品。	
	USB 连接器	主要用于充电、数据传输等，应用于智能终端、移动电源等。	
	HDMI 连接器	主要用于专用型数字化影像传输，应用于 PC、机顶盒、投影机及高清电视等设备。	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司的精密机构件产品主要为通过 MIM 工艺生产的各类机构件。公司经过多年的技术积累，已经掌握了 MIM 工艺的核心技术，生产的 MIM 产品具体包括摄像圈支架、摄像头装饰件、笔记本转轴、智能手表卡扣等，主要应用于手机、电脑等便携式智能终端，以及“小天才”手表等智能穿戴设备领域。

图1: 公司主要 MIM 产品



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

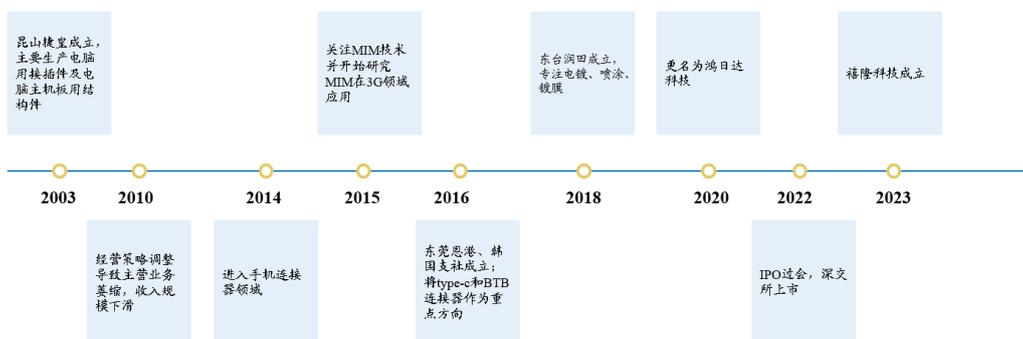
公司自设立以来, 一直专注于精密连接器的研发生产和销售, 主营业务、主要产品门类、主要经营模式未发生重大变化。公司在发展过程中, 受自身战略规划调整及行业发展趋势的影响, 主要经历了以下几个阶段:

1) 初创阶段 (2003-2009 年): 公司主要产品为电脑用接插件及各类电脑主机板用机构件、记忆卡类转换器、通信器材屏蔽元件及外壳等相关产品, 产品以外销为主, 多年来公司收入规模保持着稳定增长的态势。

2) 战略调整阶段 (2010-2013 年): 公司因经营战略调整有意撤出在中国大陆的经营, 主营业务逐渐萎缩, 公司收入规模出现明显下滑。

3) 快速发展阶段 (2014 年至今): 王玉田先生成为公司的实际控制人, 为公司引入手机领域连接器产品的相关经验, 从此公司重新迈上正常经营发展的轨道, 并不断完善产品类型及丰富产品品类, 逐步形成了成熟的产品设计能力、模具开发能力和高效的生产工艺, 建立了完整的研发、采购、生产、销售体系。

图2: 鸿日达发展历程

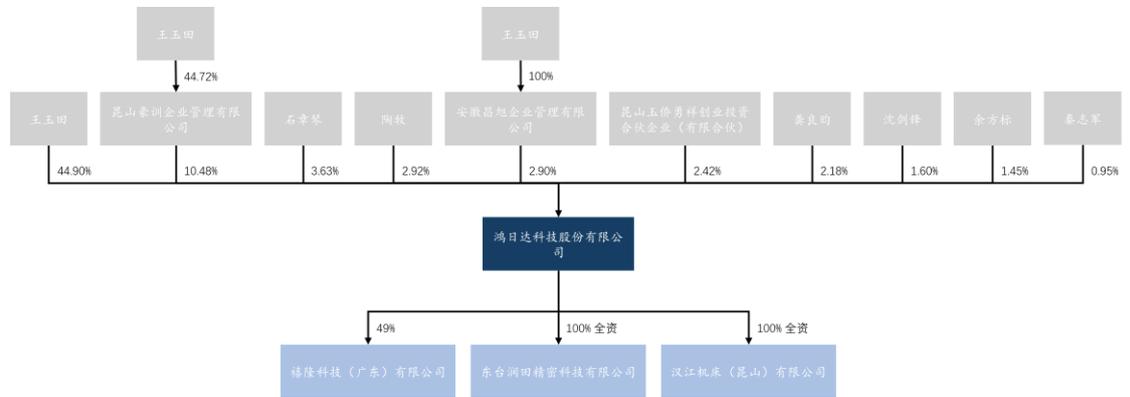


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司股权结构稳定。截止至 2023 年三季报，王玉田通过直接及间接方式持有公司 52.49% 的股份，间接持有方式包括持有昆山豪讯宇企业管理有限公司与昌旭企业管理有限公司的股份。石章琴直接持有公司 3.63% 的股份。王玉田、石章琴为夫妻关系，两人共计持有鸿日达 56.12% 的股份，为公司的实际控制人。公司股权结构稳定，上市以来，王玉田、石章琴夫妇持股比例始终高于 50%。

子公司间分工明确，布局清晰。全资子公司汉江机床（昆山）有限公司、东台润田精密科技有限公司从事生产制造，香港润田电子有限公司负责电子元器件国际贸易。2023 年 2 月合资设立的禧隆科技从事新能源技术推广方面的新业务。

图3：股权结构图（截止至 2023 年三季报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019-2021 年，公司业绩持续稳定增长。2019-2021 年，公司归母净利润 3775/6018/6262 万元，同比增长 51.52%/59.42%/4.06%。2022 年，由于消费电子终端需求萎缩，全球智能手机、PC 出货量大幅下滑，传导至上游连接器行业，导致公司业绩下滑。2023Q2 开始，全球 PC 出货量同比降幅收窄、环比回升，公司主营业务收入同比回升，业绩拐点初现。

图4：2018-2023Q3 主营业务收入及增速

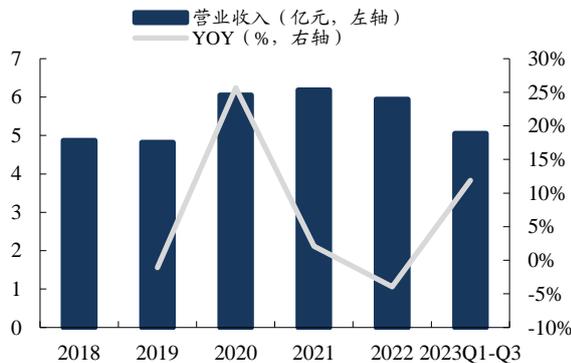
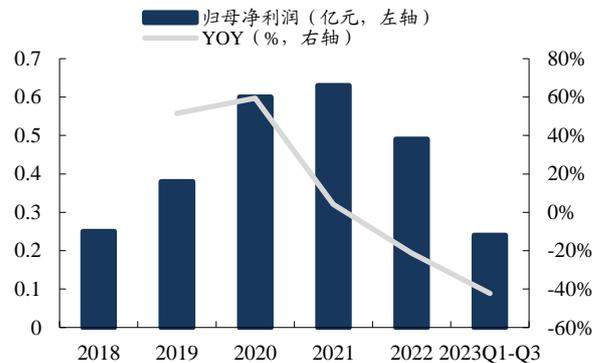


图5：2018-2023Q3 归母净利润及增速

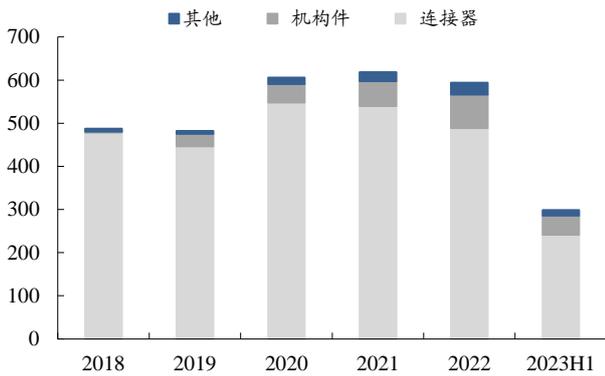


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

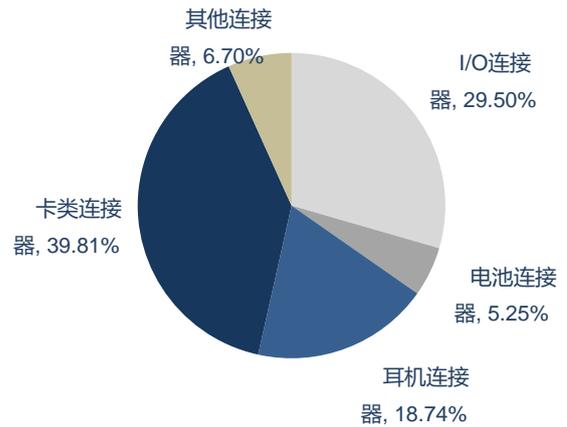
连接器与精密机构件是公司营业收入的主要来源。2018-2022 年，连接器与精密机构件的收入占主营业务收入的比例超过 95%。连接器产品中，I/O 连接器、卡类连接器是主要的产品品类。精密机构件领域，随着公司与小天才等核心客户合作开发产品的品类不断增加、产品工艺复杂程度不断提升，2019-2022 年，公司精密机构件产品销售规模逐年增长。

图6：2018-2022 年鸿日达分业务营业收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

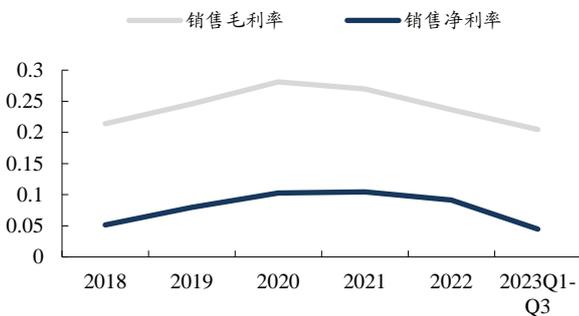
图7：2021 年鸿日达连接器收入构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

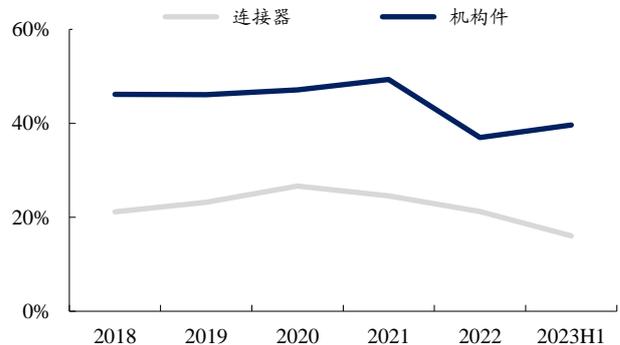
2019-2022 年，公司综合毛利率分别为 24.57%、28.11%、26.99%和 23.67%，综合净利率分别为 7.94%、10.26%、10.45%和 9.14%，盈利能力较好。2022 年，净利润的大幅下降主要受下游消费电子去库存影响，公司计提资产减值准备 1020.42 万元。分业务看，连接器产品毛利率略有下降，机构件产品毛利率相比 2022 年略有提升。

图8：2019-2023Q3 公司销售毛利率、净利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

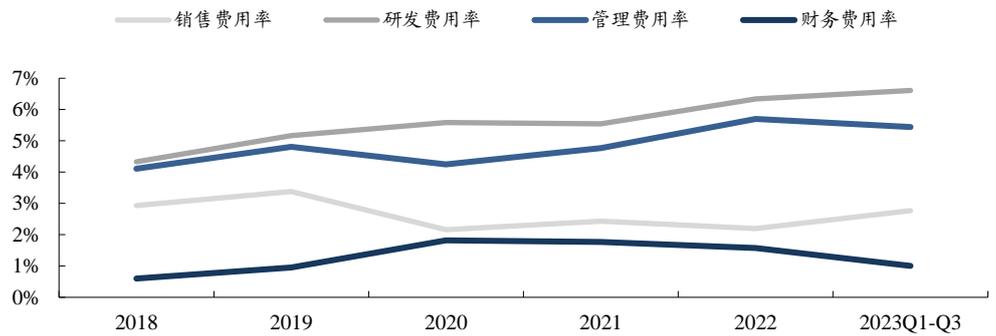
图9：2018-2023H1 公司分产品毛利率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

期间费用率控制较为合理，研发费用率增幅较大。2018年以来，公司期间费用率总体保持稳定，总费用率小幅上升。研发费用率从2018年的4.33%上升到2022年的6.34%，2023年Q1-Q3公司研发费用率达6.6%，呈现稳步上升趋势。公司产品主要应用于手机及周边产品、可穿戴设备等消费电子行业，更新换代速度快，对企业的研发及创新能力要求较高。为不断提高核心竞争力，确保公司产品、技术紧随行业的发展趋势，及时快速满足客户产品更新要求，公司在研发上一直保持较高投入。

图10：2018-2023Q3 期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

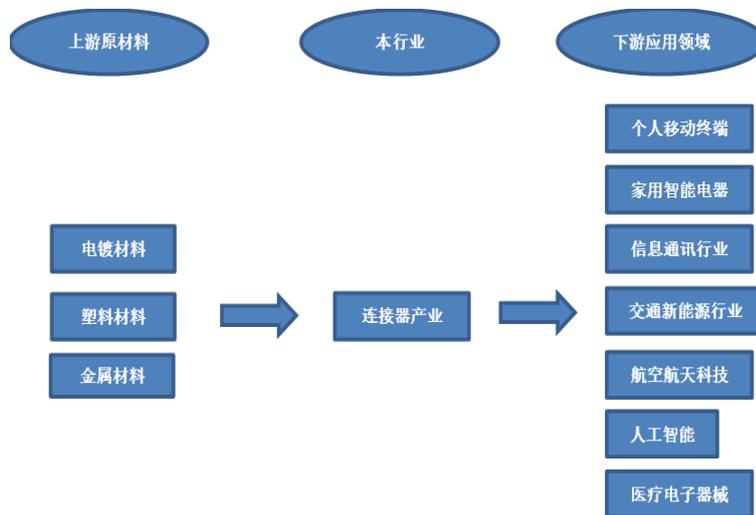
2. 连接器下游应用广泛，行业空间稳步增长

2.1. 信号传输核心部件，下游应用市场广阔

连接器是电流或信号连接的关键元件，也是工业体系的重要组成部分。其结构配有卡圈、定位键、定位销、导向销、联接环、电缆夹、密封圈、密封垫等不同的装配，安装附带有螺钉、螺母、螺杆、弹簧圈等配件。

连接器产业上游为电镀、金属、塑胶等材料，下游应用领域广泛。从产业链上看，连接器上游为电镀材料、金属材料、塑胶材料等原材料，下游面向个人移动终端、家用智能电器、信息通讯行业、交通新能源行业、航空航天科技、人工智能、医疗电子器械等终端市场，随科技发展，连接器在下游应用产品发挥着不可忽视的作用。

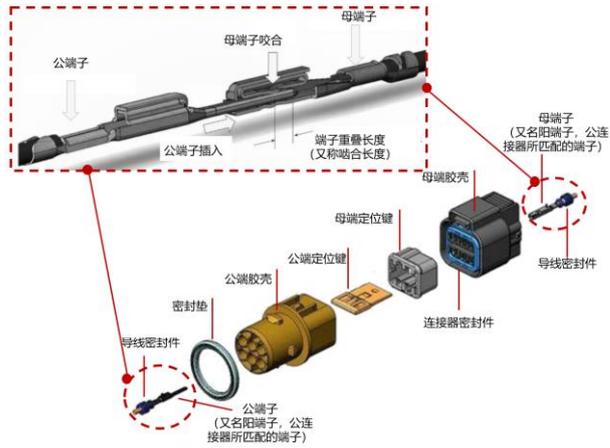
图11：连接器产业链



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

连接器由端子、绝缘体、外壳三大部分组成。其中，端子分为公端子（插头）与母端子（插座），插头、插座两个部件啮合发挥功能。附件分为结构附件和安装附件，结构附件包括卡圈、定位键、密封垫等，安装附件包括螺钉、螺母、螺杆、弹簧圈等。外壳是连接器的外罩，为内装的绝缘安装板和插针提供机械保护，并提供插头和插座插合时的对准。连接器是电子系统设备之间电流或信号传输与交换的电子部件，基本结构件包括接触件（端子）、绝缘体、外壳（视品种分为塑料、金属等）、附件等。

图12: 连接器产品结构拆分



数据来源: 线束工程师之家, 东吴证券研究所

按照传输的介质不同, 连接器还可以分为电连接器、射频连接器和光连接器。广泛运用于通信、交通、医疗、工业等重要领域中。

表2: 不同种类连接器及应用领域分类

类别	主要功能	主要应用
电连接器	将一个回路上的两个导体桥接起来, 使得电流或者讯号可以从一个导体流向另一个导体	交通、通信、IT、网络、医疗、家电等领域
射频连接器	装接在电缆或设备上, 供传输线系统电连接	通信和网络、交通监测系统、医疗机械、仪器仪表的连接
光连接器	用于连接两根光纤或光缆形成连续光通路并实现光纤的接续, 广泛应用在光纤传输线路、光纤配线架和光纤测试仪器、仪表中	电信和数据通讯、局域网、广域网、光纤 CATV、光纤传感系统、测量设备、光电系统

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

基于技术储备及客户资源差距, 各家企业选择不同业务方向。泰科、安费诺、莫仕、航空电子等国外主要厂商在汽车、通信、消费电子连接器领域均有布局; 国内厂商中, 汽车连接器主要制造商包括中航光电、航天电器、得润电子、永贵电器、徕木股份及瑞可达; 通信连接器主要制造商包括中航光电、航天电器、四川华丰、瑞可达; 消费电子连接器主要包括立讯精密、得润电子、永贵电器、徕木股份等。

表3: 国内外连接器布局企业一览

应用领域	主要国外制造商	主要国内制造商
汽车	泰科、安费诺、莫仕、矢崎、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
通信	泰科、安费诺、莫仕、航空电子、颀讯、雷迪埃、罗森伯格	中航光电、航天电器、四川华丰、瑞可达
计算机等消费电子	泰科、安费诺、莫仕、航空电子	立讯精密、得润电子、永贵电器、徕木股份
工业和交通	泰科、安费诺、莫仕、矢崎、航空电子、颀讯、罗森伯格	中航光电、航天电器、永贵电器、四川华丰
军事、航空航天	泰科、安费诺、莫仕、航空电子	中航光电、永贵电器、四川华丰

数据来源: 瑞可达招股说明书, 东吴证券研究所

2.2. 政策支持连接器行业发展, 国内优质企业成长迅速

国家政策鼓励连接器行业发展, 促进行业竞争力进一步增强。连接器制造行业被列为国家鼓励类行业, 近年来国家颁布了一系列政策、法规支持行业的发展。2021年1月15日, 工业和信息化部关于印发《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023年)》的通知, 指出到2023年, 我国基础电子元器件产业优势产品竞争力进一步增强, 产业链安全供应水平显著提升, 面向智能终端、5G、工业互联网等重要行业, 推动基础电子元器件实现突破, 增强关键材料、设备仪器等供应链保障能力, 提升产业链供应链现代化水平。

政策驱动下行业加速迭代, 抢抓转型机遇期。根据政策指导, 连接器将向高速传输、高频、高压大电流、高密度、小型化、无线传输、智能化发展。在通信领域, “重点发展高频高速、低损耗、小型化的光电连接器”, 并“抢抓全球5G和工业互联网契机, 重点推进高速传输线缆及连接组件等”。在新能源汽车领域, “把握传统汽车向电动化、智能化、网联化的新能源汽车和智能网联汽车转型的市场机遇, 重点推动连接器与线缆组件等电子元器件应用”。

表 4: 中国连接器行业政策 (2020-2023 年)

产业政策	发布时间	相关内容
质量强国建设纲要	2023 年 2 月	开展材料质量提升关键共性技术研发和应用验证, 提高材料质量稳定性、一致性、适用性水平。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。
关于推动能源电子产业发展的指导意见	2023 年 1 月	研究小型化、高性能、高效率、高可靠的功率半导体、传感类器件、光电子器件等基础电子元器件及专用设备、先进工艺, 支持特高压等新能源供给消纳体系建设。
关于深化电子电器行业管理制度改革的意见	2022 年 9 月	加大基础电子产业研发创新支持力度。统筹有关政策资源, 加大对基础电子产业 (电子材料、电子元器件、电子专用设备、电子测量仪器等制造业) 升级及关键技术突破的支持力度。
"十四五"智能制造发展规划	2021 年 12 月	针对感知、控制、决策、执行等环节的短板弱项, 加强用产学研联合创新, 突破一批"卡脖子"基础零部件和装置。推动先进工艺、信息技术与制造装备深度融合, 通过智能车间/工厂建设, 带动通用、专用智能制造装备加速研制和迭代升级。推动数字孪生、人工智能等新技术创新应用, 研制一批国际先进的新型智能制造装备。
中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	2021 年 3 月	培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业, 提升通信设备、核心电子元器件、关键软件等产业水平。构建基于 5G 的应用场景和产业生态, 在智能交通、智慧物流、智慧能源、智慧医疗等重点领域开展试点示范。
基础电子元器件产业发展行动计划 (2021-2023 年)	2021 年 1 月	面向智能终端、5G、工业互联网等重要行业, 推动基础电子元器件实现突破, 增强关键材料、设备仪器等供应链保障能力, 提升产业链供应链现代化水平。重点发展高频高速、低损耗、小型化的光电连接器。
鼓励外商投资产业目录 (2020 年版)	2020 年 12 月	将新型电子元器件制造列入鼓励外商投资产业。
关于科技创新支撑复工复产和经济平稳运行的若干措施	2020 年 3 月	要求突出科技工作着力点, 聚焦高新区、科技型中小企业和高新技术企业、高新技术产业等科技创新主阵地, 依靠科技创新解决复工复产、经济平稳运行中的痛点难点堵点。要求大力推动关键核心技术攻关, 加大 5G、量子通信、工业互联网、新能源、新材料等重大科技项目的实施和支持力度, 突破关键核心技术, 促进科技成果的转化应用和产业化, 增强经济发展新动能。

数据来源: 招股说明书, 观研天下, 东吴证券研究所

2.3. 行业规模稳步增长, 中国已成长为全球最大市场

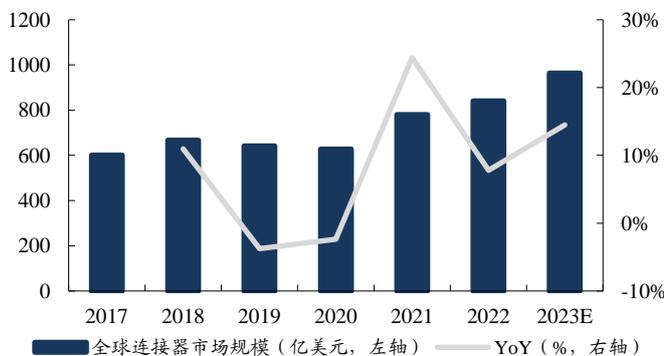
连接器应用领域包罗万象, 已成为电子信息基础产品的支柱产业之一。连接器是电子产品器件、组件设备、子系统之间实现连接的功能元件, 起到传输能量和交换信息的作用, 可以增强电路设计和组装的灵活性, 其应用领域几乎囊括所有需要电信号、光信

号传输和交互的场景，是构成整机电路系统电气连接必不可少的基础元件。其作为连接系统、子系统或组件的桥梁，实现电流与信号的接通、断开或转换，广泛应用于航空航天、军事装备、通讯、计算机、汽车、工业、家用电器等领域，现已成为电子信息基础产品的支柱产业之一。

下游产品迭代推动连接器不断发展，高速化、微型化、高性能是发展趋势。连接器产品的技术特性受下游行业的技术发展影响较大，每一次的技术进步和变迁都会给整个产业带来变化甚至是革命性的影响，从而推动连接器产业不断向前发展。近年来，手机、电脑等电子产品蓬勃发展，以及通信、消费电子等领域逐渐融合，引领连接器向着高速化、微型化、高性能的方向发展。

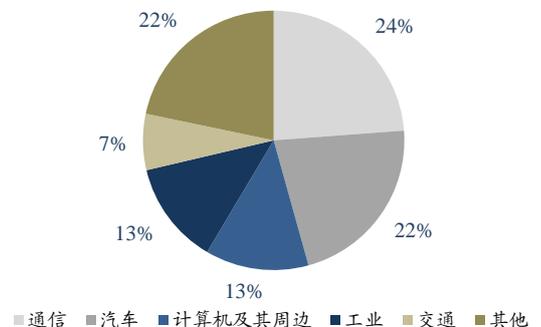
市场规模稳步增长，通信与汽车是最重要的应用领域。近年来，受益于新能源汽车、数据与通信、电脑及周边、消费电子等下游行业的持续发展，全球连接器市场规模总体呈扩大趋势。根据 Bishop&Associates 及中商产业研究院数据，2017-2022 年，全球连接器市场规模由 601 亿美元增长至 841 亿美元，复合年均增长率达 7.0%，2022 年同比增长 7.8%，预计 2023 年将增至 963 亿美元，同比增长 14.5%。根据 Bishop&Associates 及中商产业研究院数据，通信和汽车是连接器最重要的应用领域，2022 年占比分别为 23.8%、21.9%。计算机及周边、工业占比均为 12.8%，交通占比 7%。

图13：2017-2023 年全球连接器市场规模（亿美元）



数据来源：Bishop&Associates，中商产业研究院，东吴证券研究所

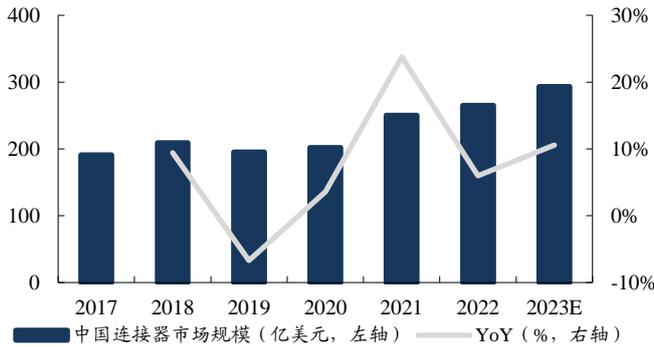
图14：2022 年全球连接器市场应用领域分布



数据来源：Bishop&Associates，中商产业研究院，东吴证券研究所

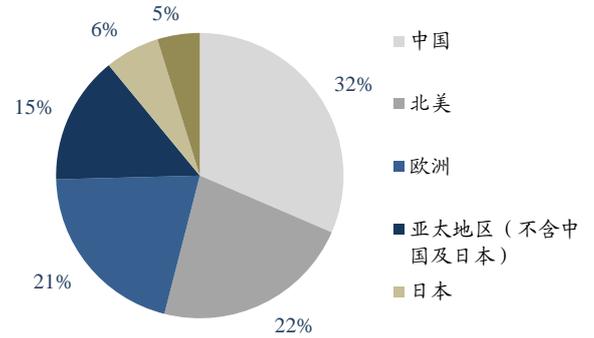
国内连接器市场规模稳健扩张，中国已经成为全球连接器最大市场。随着中国连接器制造整体水平迅速提高，连接器市场规模成长稳健。根据 Bishop&Associates 及中商产业研究院数据，2022 年我国连接器行业市场规模达 265 亿美元，同比增长 6.0%，预计 2023 年将增至 293 亿美元，同比增长 11%。2022 年，中国、北美、欧洲、亚太地区（不含中国和日本）和日本是全球连接器的主要市场，市场占比分别为 31.51%、22.46%、20.61%、14.5%、6.15%，中国已经成为全球连接器最大市场。

图15: 2017-2023 年中国连接器市场规模 (亿美元)



数据来源: Bishop&Associates, 中商产业研究院, 东吴证券研究所

图16: 2022 年全球连接器市场地域分布

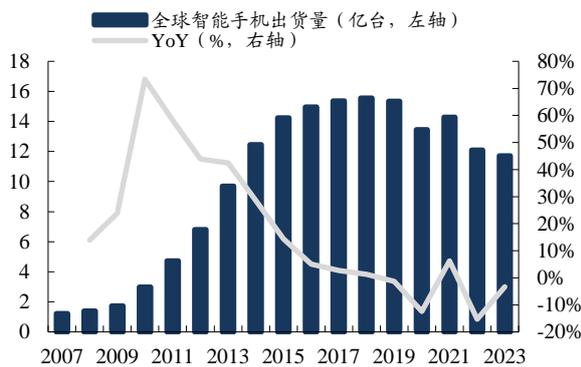


数据来源: Bishop&Associates, 中商产业研究院, 东吴证券研究所

2.3.1. 手机市场存量空间广阔, 手机功能进步推动连接器需求提升

历次换机潮促进手机出货量快速提升, 23 年出货量减少幅度收窄, 景气度有所回暖。手机及周边产品是连接器重要的应用领域之一。近年来, 通信技术升级速度加快, 新技术层出不穷, 手机行业随之经历了一系列的更新换代。在 2G 时代, 手机大多为功能机, 内部结构相对简单, 3G 技术商用使得智能手机的概念落地, 历经十多年发展, 手机市场目前已逐步进入 5G 时代。受益于通信技术和手机零部件的不断升级带来的历次换机潮, 全球手机市场快速成长。根据 IDC 数据, 全球智能手机出货量由 2007 年的 1.22 亿台增长至 2018 年的 15.55 亿台。自 2018 年始, 全球手机市场景气度降低, 根据 IDC 数据 2023 年全球智能手机出货量 11.7 亿台, 同比减少 3%, 同比减少幅度显著收窄, 中国智能手机出货量 2.7 亿台, 同比减少 5%, 同比减少幅度大幅收窄, 回升在望。

图17: 2007-2023 年全球智能手机出货量 (亿台)



数据来源: Wind, IDC, 东吴证券研究所

图18: 2011-2023 年中国智能手机出货量 (亿台)



数据来源: Wind, IDC, 东吴证券研究所

手机新功能引入叠加性能升级, 促进连接器量价齐升。连接器为手机及周边产品不可或缺的组成部分。随着手机新功能模块的不断引入以及内部结构紧凑度的不断提升,

手机连接器数量亦在逐步增加。最初的基础智能手机（具备了摄像、音乐、视频等基础功能）连接器数量约 6 对，4G 时代下，安卓智能手机的连接器的用量已超过 10 对，苹果手机从 iPhone XS 开始已经达到 15 对。未来，在移动互联网应用不断演进的背景下，手机向着轻薄化、多功能化、高性能化的方向发展，对手机连接器的性能和质量要求越来越高，推动了手机连接器在引脚间距、材质、功能等方面的不断升级。手机市场在行业上的横向扩充以及连接器产品技术含量和附加功能的增加，不仅扩大了连接器的市场规模，也提高了连接器产品的销售单价，量价齐升使得连接器市场有望进入新一轮的增长。

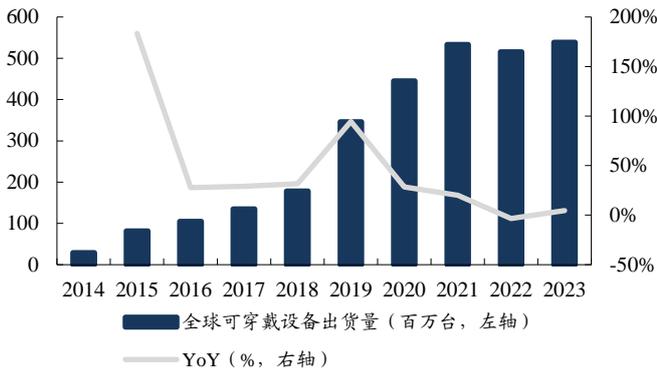
手机周边产品依附于手机市场，也是连接器需求的重要来源。手机周边产品包括耳机、数据线、耳机插口转换器、移动电源等，其作为应用互联场景众多的高频消费品，既依靠手机增量市场拉动，也依附于手机存量市场，因此手机周边产品的市场景气周期将比手机更长。同时，在手机用户消费习惯进一步多元化、丰富化的带动下，功能更稳定、更具个性、品类更加丰富的手机周边产品不断推出，促进了手机周边产品市场规模的提升。此外，2020 年 10 月苹果宣布在新机型销售组件中将不再附带充电器、耳机等配件，基于苹果过往多次引领行业变革潮流的历史经验，“整机不附带配件出售”有可能成为行业发展趋势，从而大幅拓展手机周边产品零售市场的市场空间。手机周边产品的繁荣发展，将带动市场对精密连接器的需求。

2.3.2. 可穿戴设备市场：智能化、集成化推动连接器需求

智能手表、无线耳机等可穿戴设备是继智能手机、平板电脑之后的消费电子产品发展主力。可穿戴设备能够以人体为载体，通过便携式穿戴实现相应的功能，其起源可追溯到便携式计算机时代，如以腕表的方式集成计算机功能方便进行数字运算。近年来可穿戴设备内涵逐渐丰富，逐步拓展到健康管理、生理数据监测、安全防护和娱乐等领域。随着移动通信、图像技术、人工智能等技术的不断发展及创新融合，在全球应用和体验式消费的驱动下，可穿戴设备迅速发展。

可穿戴设备市场庞大，中国可穿戴设备出货量仍在增长期。根据 IDC 及 ICsmart 统计数据，全球可穿戴设备 2014 年出货量为 0.28 亿部，2022 年出货量达到 5.16 亿部，同比减少 3%，2023 年全球可穿戴设备市场恢复同比增长，同比增长 4.6%至 5.39 亿台，而 2023 年中国可穿戴市场出货量约 2 亿部，同比增长 25%，中国可穿戴设备市场仍然在增长期。

图19: 2014-2023 年全球可穿戴设备出货量 (百万台)



数据来源: Wind, IDC, ICsmart, 东吴证券研究所

图20: 2015-2023 年中国可穿戴设备出货量 (百万台)



数据来源: Wind, IDC, 东吴证券研究所

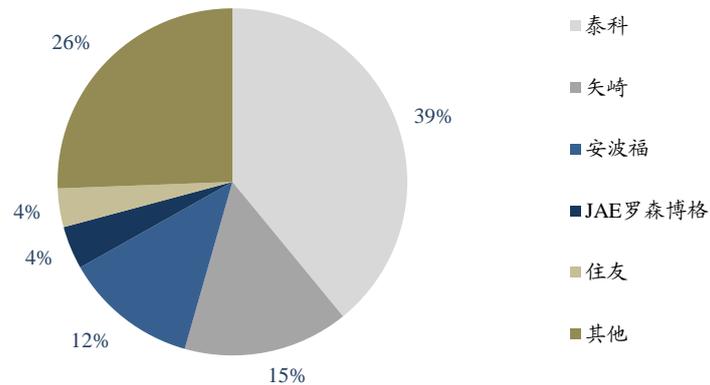
可穿戴设备智能化、集成化趋势增加连接器需求。可穿戴设备智能化和功能集成化需求越来越高,附加的电子组件也随之增长,如儿童智能手表,里面大连接器应用:显示、触摸屏、扬声器/麦克风、电池连接、天线连接、交互 I/O 连接,其中 BTB 用量有望达到 1-3 对,连接器将成为可穿戴设备市场蓬勃发展最大的受益者之一。在功能提升的同时,可穿戴设备向更加轻薄化、便携化发展,相应产品的核心零部件也将更加精密化和复杂化。在此背景下,以 MIM 工艺为代表的精密机构件产品的应用前景日益广阔,为掌握精密冲压、MIM、精密整型、金属埋入成型等多种工艺的精密机构件生产企业提供了新的发展机会。

2.3.3. 汽车市场: 电动化、智能化推动车载连接器需求提升

汽车成长为连接器第二大下游市场,新能源汽车贡献市场增量。根据 Bishop&Associates 及中商产业研究院数据,汽车是连接器第二大应用领域,2022 年占比 21.9%,仅次于通信领域的 23.8%。新能源汽车为汽车连接器增长提供持续动能。根据 Bishop & Associates 预测,2025 年全球汽车连接器市场规模将达到 195 亿美元。

车规产品要求严格,海外龙头占据统治地位,市场集中度高。汽车连接器质量要求较为苛刻,相应供应商必须获得 IATF16949 质量体系认证,存在一定技术壁垒。传统燃油汽车连接器主要是以电连接器为主,但是随着汽车智能化、网联化发展,车载射频连接器也开始应用。目前全球范围汽车连接器主要制造商仍以海外厂家为主。泰科长期占据统治地位,市场份额达 39.1%,矢崎、安波福位列第二、第三位,市场份额分别达 15.3% 和 12.4%,前三厂商市场份额合计达 66.8%,行业集中度较高。

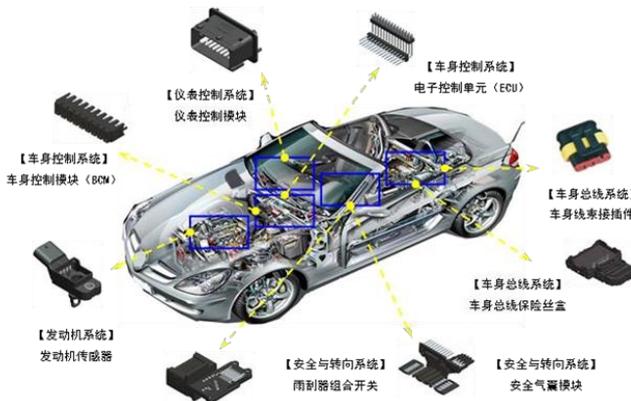
图21：2022 年全球汽车连接器市场竞争份额



数据来源：Bishop&Associates，中商产业研究院，东吴证券研究所

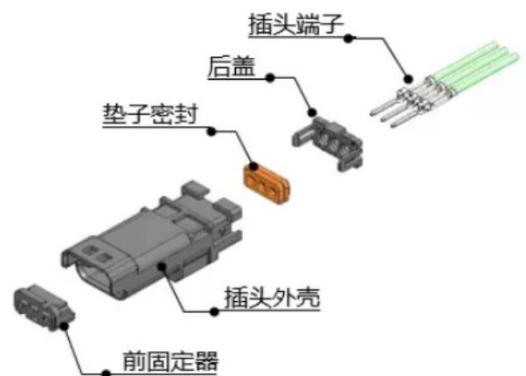
传统燃油车主要使用电连接器，主要应用于车身控制系统、仪表控制系统、车身总线系统、安全与转向系统、发动机系统。传统燃油汽车连接器以电连接器为主，主要用于 12V 电源下的整车信号传递，单车使用总数量约 250-400 个，由端子、端子固定器、壳体、密封垫圈等材料组成，主要应用于车身控制系统、仪表控制系统、车身总线系统、安全与转向系统、发动机系统。

图22：传统燃油车连接器使用部位



数据来源：徕木股份招股说明书，东吴证券研究所

图23：JAE 中继连接器结构拆分图



数据来源：JAE 官网，东吴证券研究所

新能源车连接器需求量增加，且对连接器性能及功能有更多要求。随着电动化趋势逐步发展，相较传统汽车，新能源汽车在电驱动单元、电气设备的数量上都有较大的增加，内部动力电流及信息电流错综复杂，特别是高电流、高电压的电驱动系统对连接器的可靠性、体积和电气性能提出更高的要求。高压连接器主要运用于**动力电机、配电盒、逆变器、充电系统、AC/DC 等电池和电驱动单元**，相较于传统燃油汽车低压连接器，除了耐大额定电压以及大载流能力外，高压连接器还具备 HVIL（高压互锁功能），屏蔽功能，ISL（端子固定独立二级锁）功能以及 CPA（附加滑动锁止机构）功能。

新能源汽车出货量增长迅速，持续推动连接器需求增长。政策支持指引下全球新能源车发展高歌猛进，中国也成为新能源车重要市场。根据 Trendforce 数据，2023 年全球新能源汽车出货量达到 1367 万辆，同比增长 28.4%，根据中汽协数据，2023 年中国新能源汽车出货量 945 万辆，同比增长 37.5%。新能源汽车的高景气度有望持续推动车用连接器量价齐升。

图24：全球新能源汽车出货量（万辆）



数据来源：中商产业研究院，Trendforce，东吴证券研究所

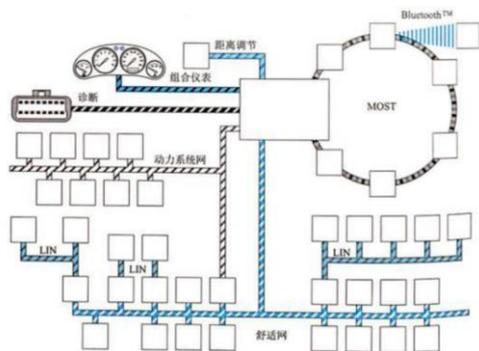
图25：中国新能源汽车出货量（万辆）



数据来源：Wind，中国汽车工业协会，东吴证券研究所

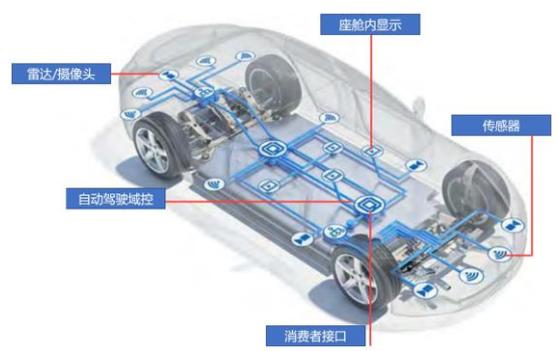
智能化功能持续升级，海量数据传输推动车载高速连接器发展。传统燃油车主要通过 CAN/LIN 总线进行数据传输，随着汽车智能化、网联化的发展，摄像头、显示器的分辨率不断提高，不同传感器系统共享的信息也更加复杂，这些都需要更快的传输速度，总线也衍生出 FlexRay、MOST 以及车载以太网数种不同传输速度与形式的结构。传统汽车连接器主要是以电连接器为主，随着数据传输速度要求的不断提高，车载射频连接器也开始使用，主要应用于车载网络、信息娱乐、安全三大板块。

图26：典型汽车总线拓扑结构



数据来源：搜狐汽车，博世，东吴证券研究所

图27：高速连接器车内使用部位



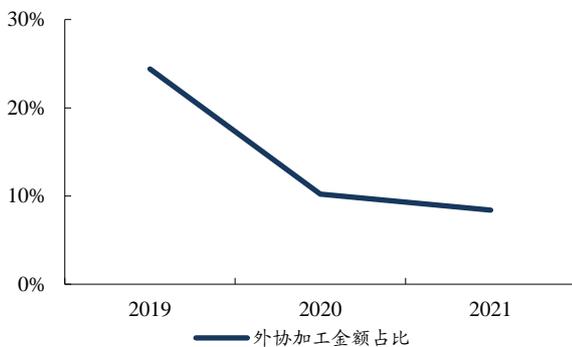
数据来源：罗森伯格，东吴证券研究所

3. 垂直整合筑壁垒，伴随优质大客户共同成长

3.1. 全工艺、全制程，垂直整合强化公司竞争力

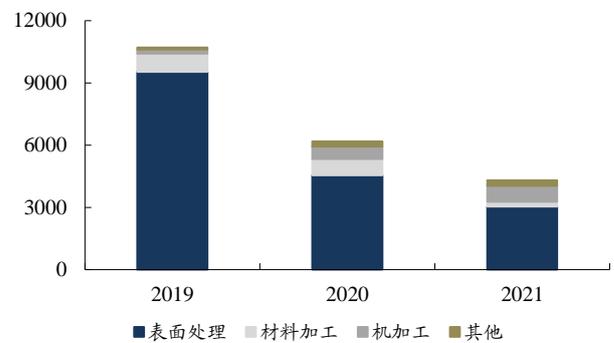
东台润田电镀产线投产前，公司采用自行加工及外协加工并行的生产方式。公司主要从事精密连接器的研发、生产和销售，公司具备集研发、制造于一体的综合性服务能力。公司过往采用自行加工及外协加工并行的生产方式。公司委托外部加工的工序主要为产品进行电镀、喷涂、材料加工等。其中电镀环节由于国家环保政策及区域化排污综合治理的要求，必须由具备专业资质许可的企业完成。在公司电镀产线投产之前，公司将该道工序委托给外部专业电镀公司。

图28: 2019-2021年公司外协加工金额占比



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

图29: 外协加工各工序金额及占比（万元）



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2020年子公司东台润田电镀产线正式投产，外协加工金额占采购总额比重下降，**全流程一体化优势凸显**。根据公司招股书，外协加工金额占采购总额的比重由2019年的27.55%下降至2021年的9.74%。目前公司可提供包括模具开发、冲压、电镀、注塑成型、组装等环节的全生产工序服务，这种全工艺、全制程、垂直整合的生产模式不仅有利于公司控制成本、提高效率、保证产品按期交付，也使公司得以持续不断地为客户提供性能稳定、质量可靠的产品，满足客户的定制化需求。

图30: 公司可提供全生产工序服务



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

经过十多年的经营，形成了以连接器为主、以精密机构件为辅的产品体系。凭借快速、高效的研发响应能力，综合、系统的精密模具设计能力，以及先进的自动化设备开发能力，公司不断改进并优化生产工艺，灵活有效地满足客户的个性化需求。

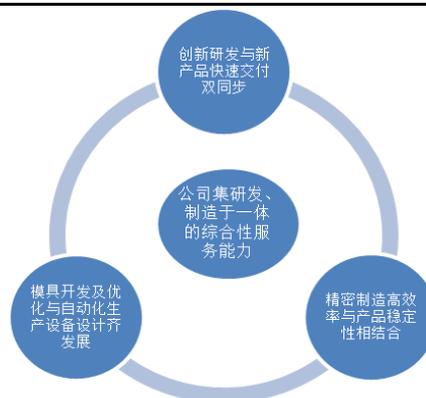
1) 创新研发与新产品快速交付双同步。公司拥有资深的研发团队，能够及时把握市场动态和客户具体需求，实现产品研发与市场的良性互动，灵活有效地满足客户对不同产品的个性化需求，加快新产品开发进程。一般而言，公司精密连接器产品 21-35 天出首版样品，是行业内新产品开发周期较快的公司之一。

2) 模具开发及优化与自动化生产设备设计齐发展。精密模具是精密制造的基石，目前公司已拥有自主设计、开发、制造各种高精密度的注塑成型模具、精密端子冲压模具的能力。在精密模具的设计方面，公司建立了完整的模具设计标准和设计制造工艺流程，运用先进的设计软件，采用标准化、互换化、模组化的设计架构，保证了模具的互换性和维护保养，降低了模具设计制造周期和制造成本。

在自动化生产设备的设计和实现方面，公司配备专业的自动化结构设计和电气设计人员，建立了完备的自动化设计、零件加工、自动机组立调试的作业流程。自动化研发团队在全自动机、连线机、组合机、视觉系统设计与开发方面，具有丰富的经验。随着 5G 技术和工业 4.0 时代的来临，公司正通过自动影像检测系统、MES 生产管理智能化、机器人设备等先进技术的融合，逐步提升公司的物流、信息流、自动化三位一体的智能化制造技术。

3) 精密制造高效率与产品稳定性相结合公司专注于精密连接器的研发与制造，通过十多年的努力，公司已逐步建立了高效、科学、标准的精密制造流程，涵盖了模具开发、冲压、电镀、注塑成型、组装等完整的连接器生产制造过程。公司将精密制造技术贯彻于生产的各个环节，实现了卷对卷式自动送料、全自动精准定位及精密冲压和注塑成型，在高水平的自动化程度下充分保证生产的高效率、产品的精度和质量的稳定性。

图31：公司连接器产品综合性服务能力



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

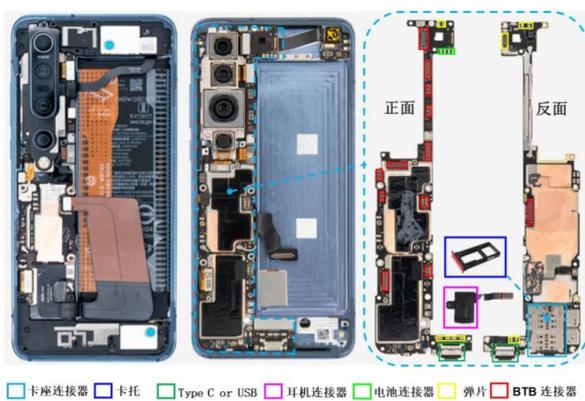
3.2. 行业认可度高，客户资源优质

客户品控要求严苛，产业集中度进一步加强，公司有望获得更多市场空间。由于终端品牌对供应商的产品和工艺研发、准时交付、品质管控等各方面均制定有严格的标准，行业内竞争实力较弱的中小厂商的生存空间将受到挤压，而在响应速度、设计研发能力、生产工艺、品质管控等方面具有综合竞争优势的连接企业将获得更多的市场份额及资源，产业集中度趋势进一步加强。

公司客户资源优质，切入大客户供应链后壁垒不断巩固。公司产品销售采用直销模式，公司销售团队业务能力较强，通过参加展会、拜访潜在客户、现有客户介绍等多种方式积极开拓新客户。行业内大客户对供应商的产品质量管控能力和综合实力要求较高，供应商资质认证过程严格且周期长，合作关系一旦建立会在较长时间内维持稳定。因此，进入国内外知名客户的供应链后，一方面，公司获得长期、稳定、优质订单的保障，促进公司规模增长，从而进一步提升公司的市场竞争力；另一方面，公司为满足客户的产品需求，需不断改进生产工艺、提升产品品质、提高生产效率、降低生产成本，公司在与客户长期合作过程中，自身技术、运营效率及经营管理水平均同步提升。

公司客户包含众多知名企业，产品用途不断拓展。目前公司已与闻泰科技、传音控股、小米、伟创力、天珑科技、华勤、小天才、TCL、中兴通讯等业内知名企业建立了稳定的长期合作关系，公司产品应用终端包括华为、小米、OPPO、vivo、三星等全球移动通信终端主流品牌。除现有客户外，公司近年来持续加大对终端客户的开发，客户资源进一步丰富，产品应用用途更加广泛。

图32：公司连接器在手机端应用



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

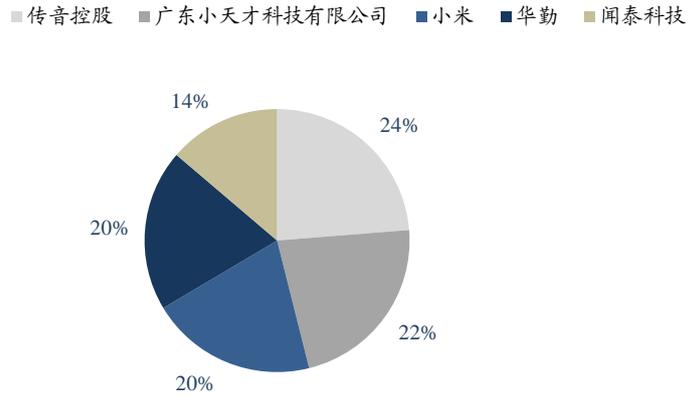
图33：公司客户资源优质



数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司前五大客户占比及结构相对稳定。2022 年公司开拓小米为新进前五大客户。2023H1 公司对传音控股销售 0.4 亿元，占总营收 12.28%，为公司第一大客户。

图34: 2023H1 前五大客户收入结构

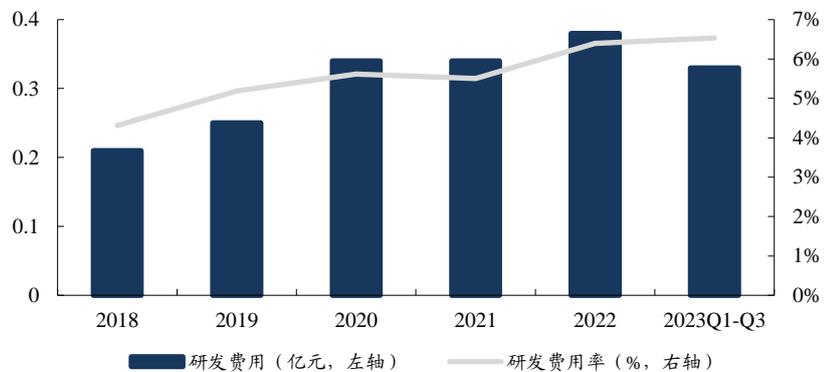


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 自研核心工艺，打造技术护城河

连接器行业技术壁垒高，公司持续加码研发投入。精密连接器行业是技术密集型产业，行业内企业为巩固、提升竞争力需持续进行精密模具设计开发、精密连接器设计开发、模具及产品加工生产工艺升级、改进等各环节的研发投入。公司建立了专业的研发团队，包括研发主管、资深工程师、产品工程师、品质工程师、工艺工程师、助理工程师、研发助理等岗位，研发人员技术背景涉及机械设计及其自动化、机械制造、模具设计与制造、电子信息科学与技术、电气及自动化设计、工程力学等多个专业。资金投入方面公司也是给予了最大支持，公司不断加大研发投入，建立了设备齐全的实验室用于产品的开发和检测，同时配备高素质高水平研发人员，从各方面保证公司的研发活动得以顺利进行。2023 Q1-Q3 公司研发费用 0.33 亿元，同比增长 13.8%，研发费用率为 6.5%。截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有授权专利 159 项，其中发明专利 33 项、实用新型专利 125 项、外观专利 1 项。

图35: 公司研发费用（亿元）及研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司建立的核心技术体系主要运用于产品设计、模具开发和精密制造等方面。公司的核心技术包括防水 Type-C 开发技术、多合一卡座开发技术、全自动多料带一体成型技术、高精度端子折弯技术、深抽引壳开发技术、组装&检测&包装一体式自动机技术、全自动连线点胶技术、先金属埋入成型后电镀技术、微小端子中间露镍技术及微小型高精度结构 MIM 技术。公司在现有核心技术体系的支撑下，融入客户产品设计和开发过程，了解客户对自身产品性能的要求与预期，凭借丰富的研发和生产经验，充分实现客户要求的产品各项性能指标，为客户提供符合设计要求的连接器产品，提高了客户粘性，同时也保证了公司研发产品的市场领先地位。

表5: 公司核心技术一览

序号	技术类别	核心技术名称	技术来源	应用产品
1	产品研发	防水 Type-C 开发技术	自主研发	Type-C 连接器
2	产品研发	多合一卡座开发技术	自主研发	卡座连接器
3	注塑技术	全自动多料带一体成型技术	自主研发	全系列产品
4	冲压技术	高精度端子折弯技术	自主研发	BTB 连接器
5	冲压技术	深抽引壳开发技术	自主研发	Type-C 连接器
6	自动化技术	组装、检测、包装一体式自动机技术	自主研发	全系列产品
7	自动化技术	全自动连线点胶技术	自主研发	Type-C 连接器
8	电镀技术	先金属埋入成型后电镀技术	自主研发	BTB、I/O 连接器
9	电镀技术	微小端子中间露镍技术	自主研发	BTB、ZIF 连接器
10	MIM 技术	微小型高精度结构 MIM 技术	自主研发	MIM 结构件

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 核心假设

连接器：公司连接器业务具体可分为卡类连接器、I/O 连接器、耳机连接器、电池连接器、其他连接器五大类产品。我们预计未来随着公司主要下游客户自身的扩张，以及公司在下游客户份额逐步提升，连接器销量将稳步增长，预计公司营收将有所增长，2023 年受到大宗商品价格等因素影响公司毛利率有所下滑，未来随着公司产品产量的提升带来规模效应，以及原材料大宗商品价格的回落，我们预计公司毛利率将有所增长。我们预计 2023/2024/2025 年连接器业务收入为 5.71/6.81/7.57 亿元，毛利率分别 19.3%/20.9%/21.8%。

机构件：公司的精密机构件产品主要为各类 MIM 工艺机构件，包括摄像圈支架、摄像头装饰件、笔记本转轴、智能手表卡扣等，主要应用于手机、电脑等便携式智能终端，以及“小天才”手表等智能穿戴设备领域。随着客户认可度提升以及公司产能扩张，我们预计机构件业务的营收逐年增长，机构件复杂度的提升促进公司毛利率平稳增长。我们预计 2023/2024/2025 年机构件业务收入为 0.96/1.20/1.57 亿元，毛利率为 37.1%/40.2%/40.3%。

其他：在主业稳步发展的同时，公司积极拓展光伏、新能源汽车、半导体等行业新业务领域，我们预计 2023/2024/2025 年公司其他业务收入为 0.34/0.53/3.15 亿元，毛利率为 33.0%/35.0%/35.0%。

表6: 公司收入预测 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
连接器	488.7	570.8	680.9	756.5
YOY	-9.5%	16.8%	19.3%	11.1%
毛利率	21.3%	19.3%	20.9%	21.8%
营收占比	82.3%	81.4%	79.7%	61.6%
机构件	77.4	96.3	120.4	157.4
YOY	34.6%	24.4%	25.0%	30.7%
毛利率	37.0%	37.1%	40.2%	40.3%
营收占比	13.0%	13.7%	14.1%	12.8%
其他业务	27.8	34.2	52.8	314.6
YOY	57.1%	23.0%	54.4%	495.8%
毛利率	32.7%	33.0%	35.0%	35.0%
营收占比	4.7%	4.9%	6.2%	25.6%
合计	593.9	701.3	854.1	1228.5
YOY	-3.9%	18.1%	21.8%	43.8%
毛利率	23.7%	22.4%	24.5%	27.6%
归母净利润	49.3	33.6	72.4	108.5

数据来源：Wind，东吴证券研究所

综上，我们预计公司 2023/2024/2025 年营收分别为 7.0/8.5/12.3 亿元，同比增长 18.1%/21.8%/43.8%，归母净利润分别为 0.3/0.7/1.1 亿元，同比增长-31.9%/115.7%/49.7%。公司 2023/2024/2025 年的 PE 分别为 146.4/67.9/45.4 倍。

4.2. 估值与投资建议

我们选取立讯精密、统联精密、电连技术、精研科技作为可比公司，其中立讯精密专注于连接线、连接器的研发、生产和销售，产品主要应用于 3C(计算机、通讯、消费电子)和汽车、医疗等领域；统联精密是一家专业的精密零部件产品的生产商和解决方案提供商，专注于为客户提供高精度、高密度、形状复杂、性能良好、外观精致的金属粉末注射成形（Metal Injection Molding，简称“MIM”）精密金属零部件；电连技术专业从事微型电连接器及互连系统相关产品、POGOPIN 产品以及 PCB 软板产品的技术研究、设计、制造和销售服务。公司主要产品有微型电连接器及互连系统相关产品、射频 BTB 为主的 BTB 产品、射频类连接器以及高速类连接器、软板、软硬结合板和 LCP 产品等产品；精研科技主营业务为传动、精密塑胶、散热、智能制造服务及电子制造板块业务。公司主要产品为 MIM 核心零部件、精密传动机构产品等。

表7：可比公司估值

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002475.SZ	立讯精密	2,283.1	91.6	110.5	143.5	24.9	20.7	15.9
688210.SH	统联精密	34.1	0.9	0.6	2.0	36.2	54.2	17.2
300679.SZ	电连技术	176.8	4.4	3.6	5.4	39.9	49.1	32.7
300709.SZ	精研科技	65.6	-2.3	2.1	2.8	-28.2	31.4	23.2
	行业均值					18.2	38.8	22.2
301285.SZ	鸿日达	49.2	0.49	0.34	0.72	99.7	146.4	67.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：立讯精密、电连技术、精研科技盈利预测数据来自 Wind 一致预期，统联精密、鸿日达盈利预测数据来自东吴证券研究预测，总市值、PE 数据截止至 2024 年 3 月 22 日收盘价。

我们预计公司 2023/2024/2025 年营收分别为 7.0/8.5/12.3 亿元，归母净利润分别为 0.3/0.7/1.1 亿元。公司 2023/2024/2025 年的 PE 分别为 146.4/67.9/45.4 倍，估值高于行业平均水平，我们认为随着公司 2024 年多条业务线的积极布局，有望在未来打开新的成长空间，业绩增长未来可期，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

1、消费电子需求恢复不及预期。消费电子是连接器重要下游，若消费电子景气度恢复不及预期则会对公司营收产生负面影响。

2、技术升级迭代不及预期。若公司产品技术升级迭代不及预期，则会对市场开拓造成负面影响，导致营收波动。

3、主要原材料价格波动风险：公司产品生产所需的主要原材料为电镀材料、金属材料、塑胶材料、外购件等。原材料价格大幅波动会导致公司毛利率水平波动，给生产经营带来不利影响的风险。

鸿日达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,031	1,172	1,257	1,507	营业总收入	594	701	854	1,229
货币资金及交易性金融资产	598	655	637	631	营业成本(含金融类)	453	544	645	890
经营性应收款项	246	304	363	523	税金及附加	5	6	4	10
存货	182	207	250	345	销售费用	13	15	17	37
合同资产	0	0	0	0	管理费用	34	46	51	80
其他流动资产	6	6	6	7	研发费用	38	49	56	86
非流动资产	503	511	514	509	财务费用	9	4	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	4	5	2
固定资产及使用权资产	402	398	385	367	投资净收益	1	0	0	1
在建工程	35	28	26	22	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	48	63	81	99	减值损失	(10)	(3)	(3)	(3)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	8	8	营业利润	37	38	80	123
其他非流动资产	10	13	13	13	营业外净收支	20	0	0	0
资产总计	1,535	1,683	1,771	2,016	利润总额	57	38	80	123
流动负债	409	532	567	696	减:所得税	2	2	5	7
短期借款及一年内到期的非流动负债	206	215	217	215	净利润	54	36	75	115
经营性应付款项	184	291	321	440	减:少数股东损益	5	2	3	7
合同负债	0	0	0	1	归属母公司净利润	49	34	72	108
其他流动负债	19	25	29	41	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.24	0.16	0.35	0.52
非流动负债	20	18	18	18	EBIT	45	42	83	126
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	111	117	164	213
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.67	22.39	24.46	27.56
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	8.30	4.79	8.48	8.83
其他非流动负债	18	16	16	16	收入增长率(%)	(3.94)	18.08	21.79	43.84
负债合计	429	550	585	715	归母净利润增长率(%)	(21.25)	(31.89)	115.67	49.72
归属母公司股东权益	1,046	1,072	1,121	1,230					
少数股东权益	59	62	65	72					
所有者权益合计	1,106	1,133	1,186	1,301					
负债和股东权益	1,535	1,683	1,771	2,016					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	26	150	97	87	每股净资产(元)	5.06	5.19	5.42	5.95
投资活动现金流	(434)	(85)	(86)	(85)	最新发行在外股份(百万股)	207	207	207	207
筹资活动现金流	592	(8)	(29)	(9)	ROIC(%)	4.39	2.95	5.69	8.11
现金净增加额	186	58	(18)	(6)	ROE-摊薄(%)	4.71	3.13	6.46	8.82
折旧和摊销	66	75	80	87	资产负债率(%)	27.95	32.68	33.05	35.45
资本开支	(56)	(83)	(86)	(85)	P/E(现价&最新股本摊薄)	99.74	146.44	67.90	45.35
营运资本变动	(112)	30	(69)	(125)	P/B(现价)	4.70	4.59	4.39	4.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>