

永贵电器（300351）：聚焦高压连接器，新能源业务重回上升通道

2022年12月14日

推荐/首次

永贵电器

公司报告

轨交业务高盈利且仍有上升空间。起家于轨交业务，公司在该业务上的强竞争力为公司的长远发展提供了业绩保障和技术支持（向新能源汽车行业拓展）。2020-2021年受疫情影响，铁路投资增速放缓。2023年疫情影响将逐步削弱，铁路投资有望复苏。同时，出口市场的突破与轨交设备维修保养市场的增长也将提供需求支撑。公司轨交连接器规模领先国内竞争对手，公司轨道交通连接器毛利率维持较高水平，2022H1公司轨道交通及工业板块毛利率为40.8%。公司该领域产品线不断丰富，以连接器为中心，公司逐渐开拓了门系统、减振器、贯通道、计轴信号系统、受电弓、蓄电池箱等新的产品。

汽车电动、智能化带来连接器增量需求。1) 新能源汽车带来的增量，传统汽车的电气系统为低压系统，其使用的连接器多为低压连接器。新能源汽车的电气系统则由高压系统和低压系统构成。新能源汽车高压系统中使用高压电的零部件包括动力电池，驱动电机，高压配电箱(PDU)，电动压缩机，DC/DC，OBC，PTC，高压线束等。因此，相较于传统燃油汽车，高压连接器是新能源汽车对连接器的新增需求。2) 汽车智能化带来的增量，智能汽车时代，更加开放的系统架构，多源环境感知和互联协同控制等不断加入汽车系统。汽车需要新型的汽车电子电气架构、高实时性和高带宽的车载网络。智能汽车将会装配更多高速高频连接器以传输更多的信号等。

汽车电动、智能化带来的连接器国产化机遇。传统汽车连接器格局由国外企业主导，规模较大的企业包括TE、Amphenol、Molex及日本的矢崎、航空电子。汽车智能电动化将重塑连接器格局。传统汽车时代，中国汽车产业处于追随状态。国外连接器企业具备先发优势，在技术、规模、研发等各方面具备领先优势。且汽车配套产业配套体系稳固，国内企业较难打破传统汽车连接器稳固的市场格局。随着电动化、智能化时代到来，汽车在动力系统、电子电气架构架构、能量传输、信号传输方式都发生了巨大变化。这种变化对连接器性能提出了不同的要求，高压连接器、高速高频连接器应运而生。这种新产品的诞生有利于打破原有的市场结构，开创新格局。国内部分企业经过多年的技术积累，客户资源积累，高效的运营效率、更好的服务质量和成本优势，有望抓住智能电动化带来的机会。

公司有望凭借技术、客户资源、高效运营等获得更多市场份额。1) 公司聚焦新能源汽车高压连接器，国内起步较早，且产品线不断丰富，公司2012年已经储备的汽车高压连接器技术。2) 公司从轨交连接器切入新能源汽车连接器具备技术等先发优势，轨道交通行业对于电连接器的性能要求与新能源汽车有相通之处，使得公司在高压连接器技术和市场上具备先发优势。3) 公司新能源汽车业务重回上升通道，客户结构进一步优化。2020年以来，公司进一步调整客户结构，聚焦在比亚迪、吉利、长城、上汽、一汽、广汽等国产一线品牌。2022H1公司新能源汽车业务收入为2.64亿元，同比增长108.6%，重回上升通道。

公司盈利预测及投资评级：公司轨交业务有望受益疫情缓解，轨道交通行业投资复苏，公司轨交业务有望稳定增长；聚焦新能源汽车高压连接器，公司车载与能源信息业务有望凭借技术、运营效率和优质客户资源获得更多市场份

公司简介：

浙江永贵电器股份有限公司主营业务是各类电连接器、连接器组件及精密智能产品的研发、制造、销售和技术支持，公司产品以连接器为核心，各大领域纵深拓展，形成具有公司特色的产品结构，公司从事的主要业务情况介绍如下：轨道交通与工业板块产品主要包括：连接器、减振器、门系统、计轴信号系统、贯通道、受电弓、碳滑板、蓄电池箱等；新能源汽车板块产品主要包括：高压连接器及线束组件、PDU/BDU、充/换电接口及线束、交/直流充电枪、大电流液冷直流充电枪等；通信板块产品主要包括：防水连接器、电源连接器、PCB板卡类连接器、高频RF连接器、高速电缆组件、精密FPC、WTB、BTB、USB3.0等。

资料来源：公司公告、iFinD

未来3-6个月重大事项提示：

无

发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间(元)	20.95-7.84
总市值(亿元)	48.65
流通市值(亿元)	32.61
总股本/流通A股(万股)	38,516/38,516
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	5.57

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：李金锦

010-66554142

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

分析师：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

额。我们看好公司中长期发展,预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 1.56 亿元、2.06 亿元和 2.75 亿元,对应 EPS 为 0.41、0.53 和 0.71 元,PE 为 31X、24X 和 18X。首次覆盖,给予“推荐”评级。

风险提示:轨道交通行业投资复苏不及预期,新能源汽车行业发展不及预期,公司连接器等产品推广不及预期。

执业证书编号:

S1480521070004

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,053.70	1,149.33	1,530.81	2,060.86	2,582.46
增长率(%)	-2.46%	9.08%	33.19%	34.63%	25.31%
净归母净利润(百万元)	104.98	122.23	156.06	205.94	274.96
增长率(%)	124.42%	16.43%	27.68%	31.96%	33.52%
净资产收益率(%)	5.29%	5.81%	6.99%	8.58%	10.48%
每股收益(元)	0.27	0.32	0.41	0.53	0.71
PE	46.34	39.80	31.17	23.62	17.69
PB	2.45	2.31	2.18	2.03	1.85

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 轨交业务高盈利且仍有上升空间	4
1.1 轨交业务空间稳中有升与竞争格局的稳定	5
1.2 公司在轨交业务上的竞争力	8
2. 新能源汽车业务重回上升通道	9
2.1 汽车电动、智能化带来连接器增量需求	9
2.2 汽车电动、智能化带来的连接器国产化机遇	10
2.3 永贵电器在汽车连接器的竞争力	12
3. 盈利预测与估值	15
4. 风险提示	15
相关报告汇总	17

插图目录

图 1: 营收结构	4
图 2: 毛利润结构	4
图 3: 公司轨道交通产品	4
图 4: 2021 年全球连接器应用领域分布	5
图 5: 2021 年全球连接器地区分布	5
图 6: 公司轨道交通连接器所处的产业链位置	5
图 7: 我国铁路固定资产投资规模及增速 单位: 亿元	6
图 8: 高铁投产新线投资规模及增速 单位: 亿元	6
图 9: 正在建设轨道交通的城市个数 单位: 个	6
图 10: 正在建设轨道交通线路长度及增速 单位: 公里	6
图 11: 中国中车动车组销量及增速 单位: 辆	7
图 12: 中国中车城轨地铁销量及增速 单位: 辆	7
图 13: 中国中车年新增订单 单位: 亿元	7
图 14: 中国中车年新增国际业务订单 单位: 亿元	7
图 15: 我国铁路车辆保有量 单位: 辆	8
图 16: 公司轨道交通连接器收入及增速 单位: 万元	8
图 17: 轨道交通连接器毛利率	8
图 18: 汽车连接器在传统汽车领域的运用	9
图 19: 电动车的高压系统	9
图 20: 新能源汽车中的高压与低压系统	9
图 21: 几种车载网络对比	10
图 22: 智能驾驶需要更多类型的传感器	10
图 23: 2012 年时公司在新能源连接器的技术储备	12
图 24: 2022H1 公司新能源汽车产品布局	12
图 25: 公司新能源汽车业务营收及增速 单位: 万元	13

图 26： 新能源汽车行业销量及增速（%）	13
图 27： 公司新能源汽车业务毛利率	13
图 28： 范氏家族为公司实际控制人	14
图 29： 实际控制人上市以来持股稳定	14
图 30： 公司主要子公司及业务布局	14

表格目录

表 1： 公司轨道交通与工业、车载与能源信息业务营收预计 单位：万元	15
--	----

1. 轨交业务高盈利且仍有上升空间

公司始创于 1973 年，专注于各类电连接器、连接器组件及精密智能产品的研发、制造、销售。围绕连接器，公司形成了轨道交通与工业、车载与能源信息、特种装备三个业务板块。轨道交通业务是公司起家业务，1979 年公司成功研制了中国第一套铁路机车冷车连接器，1997 年成为铁道部连接器定点企业。我们认为，公司在轨交业务上的强竞争力为公司的长远发展提供了业绩保障和技术支持(向新能源汽车行业拓展)。2020 年以来，公司轨道交通及工业都贡献 50% 以上的营收和毛利润。

图1：营收结构

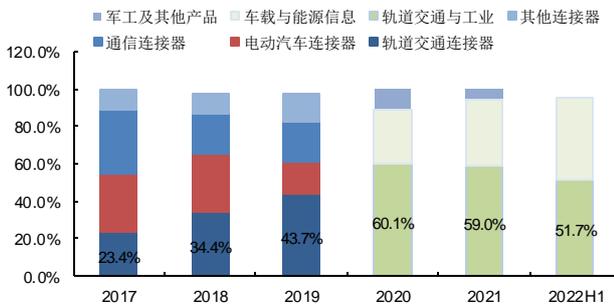
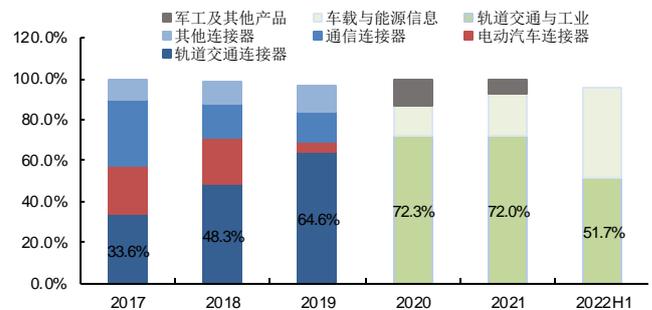


图2：毛利润结构



资料来源：wind，东兴证券研究所 注 2020 及以后公司业务划分口径有变化

资料来源：wind，东兴证券研究所

公司轨道交通板块逐渐形成了连接器、门系统、减振器、贯通道、计轴信号系统、受电弓、蓄电池箱在内的七大产品布局。其中连接器是公司主打产品，门系统、计轴信号系统、贯通道等为新开发的产品。

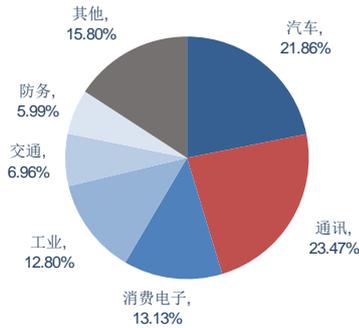
图3：公司轨道交通产品



资料来源：公司 2022 半年报；东兴证券研究所

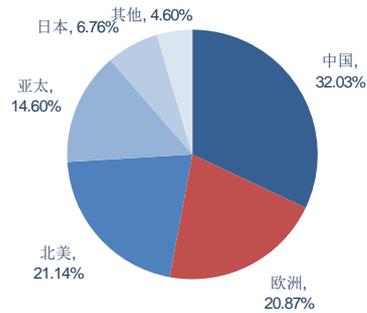
连接器是一种电子元器件，应用领域广泛：它是连接两个电路导体或传输元件，为两个电路子系统提供一个可分离的界面，实现电/光信号的接通、断开或转换，并能保持系统间不发生信号失真和能量损失。连接器广泛应用于航空航天、通信、汽车、轨道交通、消费电子、医疗、家居、工业等多个领域。据 Bishop & associates，2021 年全球连接器应用领域中，前三位分别为通讯、汽车和消费电子行业，合计占比 58.45%。从地区分布上，中国是目前全球最大的连接器市场，占比 32.03%，其次是北美和欧洲。

图4: 2021 年全球连接器应用领域分布



资料来源: Bishop&associate, 华丰科技股份有限公司科创板首次公开发行股票招股说明书, 东兴证券研究所

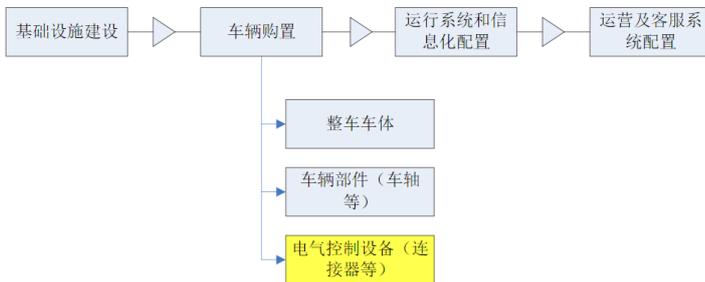
图5: 2021 年全球连接器地区分布



资料来源: Bishop&associate, 华丰科技股份有限公司科创板首次公开发行股票招股说明书, 东兴证券研究所

轨交连接器是重要的轨道车辆电气控制设备之一, 实现车辆和车辆之间的电力、通讯、控制以及光信号。轨交连接器广泛应用于各类轨道交通形式 (铁路机车、动车组、铁路客车、货车、地铁、轻轨等), 公司研发、生产连接器, 并销售给车辆制造企业 (中国中车及旗下子公司)。公司的轨交连接器业务与轨道交通行业的发展休戚相关。我们认为, 我国轨道交通行业仍具备稳步增长的空间, 轨交连接器市场的稳定格局、公司在该领域的强竞争力都是公司该业务稳步发展的重要保障。

图6: 公司轨道交通连接器所处的产业链位置



资料来源: 公司招股书; 东兴证券研究所

1.1 轨交业务空间稳中有升与竞争格局的稳定

国内新增需求—铁路投资仍然具备上升空间: 2020 年 8 月国家铁路集团发布《新时代交通强国铁路先行规划纲要》, 纲要提出到 2035 年建成现代化铁路网, 全国铁路网 20 万公里左右, 其中高铁 7 万公里左右。20 万人口以上城市实现铁路覆盖, 其中 50 万人口以上城市高铁通达。据国家统计局, 到 2020 年, 我国高铁营业里程为 37929 公, 仍有 80% 以上增长空间。截止到 2021 年, 全国铁路营业里程为 15.07 万公里。

2023 年疫情影响将逐步削弱, 铁路投资有望复苏: 2020-2021 年受疫情影响, 铁路投资增速放缓, 我国铁路固定资产投资规模 2021 年为 7489 亿元, 下降 4.2%, 延续 2020 年的下降趋势。2021 年高铁投产新线规模为 2168 亿元, 下降 14%, 降幅较 2020 年收窄。城市轨道交通上, 2021 年在建轨道交通城市数量为 48

个，在建轨道交通长度 5172.3 公里，增长 1.5%；2021 年中国中车实现动车组销量 1292 辆，下降 31.9%，城轨地铁 8045 辆，下降 15.7%。新增订单 2021 年为 2210 亿元，下降 8.7%，降幅收窄。

国外需求的突破补充新增需求：中国铁路国际影响力不断提升，中国成为全球铁路科技创新高地，我国铁路走出去的产业链和价值链向中高端聚集。据中国中车 2021 年报，中国中车成功突破卢森堡、希腊、科特迪瓦三个新市场。斩获阿联酋、巴基斯坦、澳大利亚、新西兰、荷兰、几内亚、智利、阿根廷等国家和地区新订单。获得中老铁路集中动力动车组增购订单。2020-2021 年在全球疫情背景下，中国中车新增国际订单分别为 421、350 亿元。

维修保养后市场需求增长：我国铁路机车、客车、动车组保有量不断增加，2021 年铁路机车保有量 21700 辆，铁路客车 78000 辆，动车组（按组计）4153 组。随着运营年份的增加，维保市场逐渐增加。据中国中车 2021 年报，公司 2021 年铁路装备业务实现营收 906.85 亿元，其中铁路装备修理改装业务收入 340.00 亿元，占比 37.5%，修理改造业务较 2020 年增长 6.5%，占比提升 2.2pct。

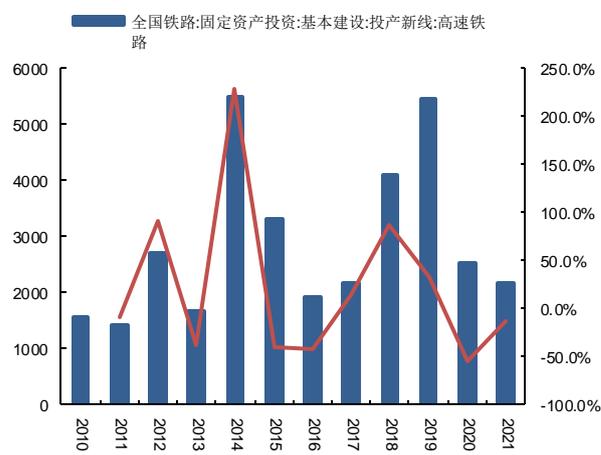
图7：我国铁路固定资产投资规模及增速 单位：亿元



资料来源：wind，东兴证券研究所

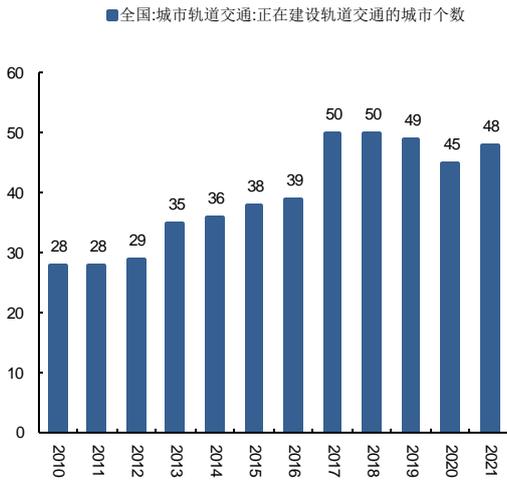
图9：正在建设轨道交通的城市个数 单位：个

图8：高铁投产新线投资规模及增速 单位：亿元



资料来源：wind，东兴证券研究所

图10：正在建设轨道交通线路长度及增速 单位：公里



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图11: 中国中车动车组销量及增速 单位: 辆

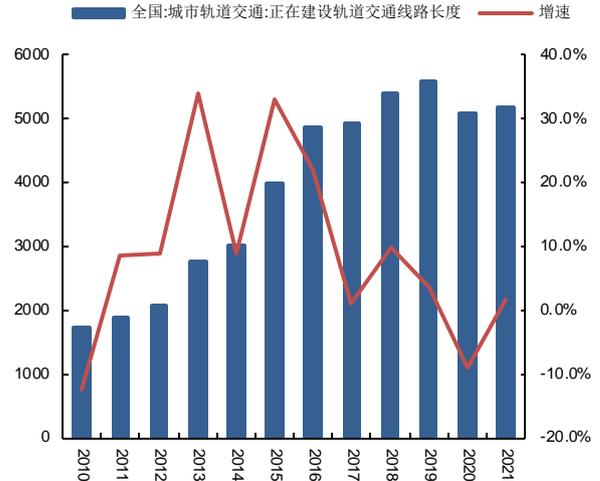


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图13: 中国中车年新增订单 单位: 亿元

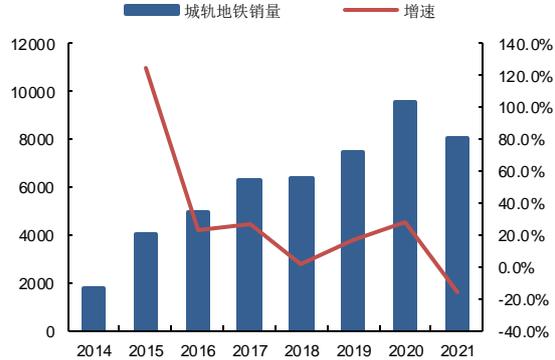


资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图14: 中国中车城轨地铁销量及增速 单位: 辆



资料来源: wind, 东兴证券研究所

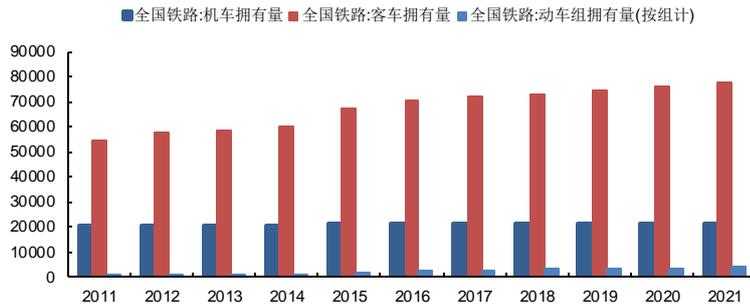
图14: 中国中车年新增国际业务订单 单位: 亿元



资料来源: wind, 东兴证券研究所 注: 2015-2017年订单金额为美元, 按照

当年年末美元汇率均价换算为人民币

图15：我国铁路车辆保有量 单位：辆



资料来源：wind；东兴证券研究所

轨交连接器稳定的市场格局：我国轨交连接器需要通过中铁铁路产品认证中心（CRCC）的认证和铁道部相关部门对零部件供应资质的审核才能进入其配套体系。因此，高技术门槛，产品认证和审查机制促成了目前轨交领域连接器稳定的市场格局。据 CRCC 官网，连接器产品获得认可的公司有深圳市中车业成实业有限公司、永贵电器股份有限公司、南京康尼科技实业有限公司、四川华丰科技股份有限公司。

1.2 公司在轨交业务上的竞争力

收入规模超过主要国内竞争对手：公司轨交连接器规模领先国内竞争对手，由于缺乏最新的官方数据，据公司 2012 年招股书，2010 年公司在铁路机车连接器市占率为 22%，排名第二；城轨车辆连接器市占率为 32%，排名第一；铁路客车连接器市占率 28%，排名第一；动车组连接器市占率 7%，排名第五。

随着动车组产业链国产替代进程的推进，公司连接器业务从 2015 年 2.29 亿，增长至 2019 年的 4.72 亿元（2020 年业务口径变化，不可比），复合增速 19.8%。国内竞争对手中，华丰科技业务集中在防务和通讯领域连接器上，2021 年华丰科技的工业连接器（涵盖轨交、新能源汽车等领域）收入贡献为 1.41 亿元。南京康尼科技实业有限公司的控股公司为康尼机电（603111.SH），主业为轨交门系统，其披露的合并报表业务中，2021 年连接器业务（轨交、新能源汽车等）收入为 5578.9 万元。两者在该轨交连接器规模上均低于永贵。

高毛利率：公司轨道交通连接器毛利率维持较高水平，2022H1 公司轨道交通及工业板块毛利率为 40.8%。2020-2022H1 轨道交通业务毛利率的下降，除了与行业增速放缓有关外，也与公司新的轨交产品占比提升有关，门系统、贯通道等占比的增加拉低了毛利率。

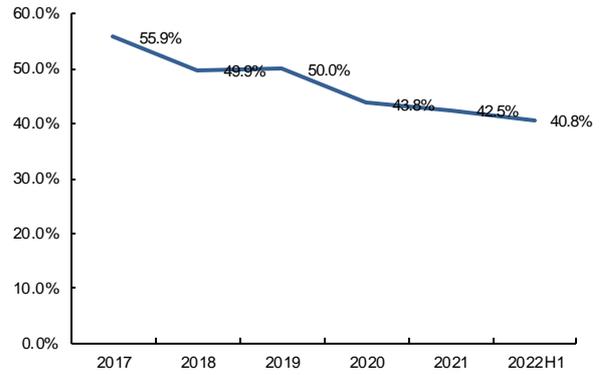
产品线的不断丰富：公司基于轨交行业不断扩充产品线，逐渐开拓了门系统、减振器、贯通道、计轴信号系统、受电弓、蓄电池箱等新的产品，2021 年车辆门、贯通道、计轴系统等新产品经过持续技术积累和不断创新迅速抢占市场，迎来业绩持续释放，新产品共实现收入 24,806.53 万元，较去年同期增长 33.38%，占轨交与工业板块收入比重为 36.6%。

图16：公司轨道交通连接器收入及增速 单位：万元

图17：轨道交通连接器毛利率



资料来源：wind，东兴证券研究所



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 新能源汽车业务重回上升通道

2.1 汽车电动、智能化带来连接器增量需求

汽车行业是连接器重要的应用领域，据 Bishop & associates，2021 年全球连接器应用分布领域中，汽车连接器占比 21.86%，位居第二。汽车连接器汽车的关键零部件，广泛应用于动力系统、车身系统、信息控制系统、安全系统和车载设备上。

图18：汽车连接器在传统汽车领域的运用

汽车子系统	使用连接器的主要设备/机构
动力系统	油路、汽门机构、排放机构、发动机冷却、发动机控制、点火控制、四轮驱动
车身系统	配电、保险、车门、车窗、反光镜、加热/空调
信息控制系统	仪表盘、天线、车辆信息互联、智能交通系统
安全系统	ABS、安全带系统、安全气囊系统、汽车防撞系统、行人保护系统
车载设备	车载音响、GPS 导航仪、显示屏、车载电脑

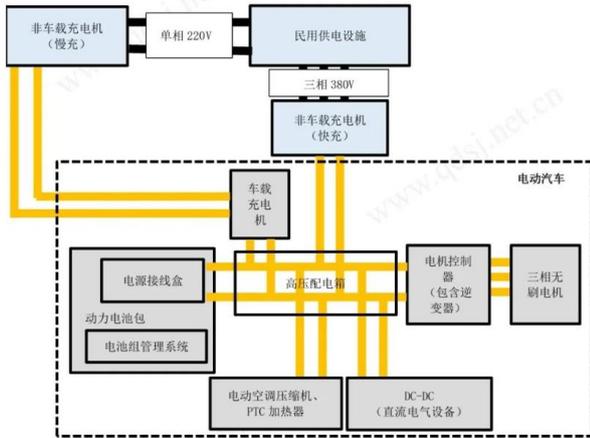
资料来源：wind，鼎通科技招股书；东兴证券研究所

新能源汽车带来的增量：按照工作电压的不同，汽车连接器可分为低压连接器和高压连接器。传统汽车的电气系统为低压系统，其使用的连接器多为低压连接器。新能源汽车的电气系统则由高压系统和低压系统构成。新能源汽车高压系统中使用高压电的零部件包括动力电池，驱动电机，高压配电箱（PDU），电动压缩机，DC/DC，OBC，PTC，高压线束等。高压连接器则负责上述各系统之间的连接，这部分连接器属于新增的应用领域。新能源汽车的低压系统与燃油车大致相同，如灯光、雨刮、喇叭等低压电器，整车控制器、仪表及监控系统等。

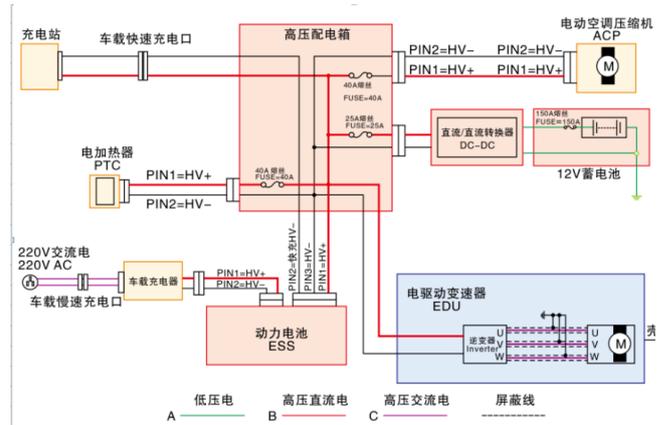
相较于传统燃油汽车，新能源汽车对连接器的需求量显著增加。传统燃油汽车单车使用低压连接器价值在1,000元左右，而高压连接器的材料成本以及屏蔽、阻燃要求等性能指标高于传统的低压连接器，对应单个高压连接器成本也较高。因此，新能源汽车单车使用连接器价值高于传统汽车。

图19：电动车的高压系统

图20：新能源汽车中的高压与低压系统



资料来源：驱动视界，东兴证券研究所



资料来源：汽修邦，东兴证券研究所

汽车智能化带来的增量：按照传输介质的不同，汽车连接器又可分为传输交换数据信号的连接器和传输交换电流的电连接器。传统汽车时代，汽车是以封闭的系统架构，有限的环境感知和单车独立控制为主的运营模式。智能汽车时代，更加开放的系统架构，多源环境感知和互联协同控制等不断加入汽车系统。汽车需要新型的汽车电子电气架构、高实时性和高带宽的车载网络。车载网络已经出现了CAN、LIN、FlexRay、MOST等成熟的协议，而基于LVDS/USB技术的链路传输模式也得到了广泛的应用。

图21：几种车载网络对比

总线类型	最高带宽	网络拓扑结构	传输介质	优势	缺陷	应用领域
CAN	1Mbit/s	总线型	双绞线	成本低 可靠 共享介质	带宽低 成本低 共享介质	实时控制
LIN	19.2Kbit/s	总线型	单线	成本更低 共享介质	带宽低 成本低 共享介质	低带宽控制
FlexRay	2*10Mbit/s	总线型/星型/混合型	双绞线/光纤	带宽高 成本高 共享介质	带宽高 成本高 共享介质	实时控制
MOST	150Mbit/s	环形	光纤	带宽高	仅有限个摄像头	娱乐系统
LVDS	655 Mbit/s	点对点	双绞线	带宽高 成本低	仅一个摄像头、视频设备	驾驶辅助摄像头

资料来源：罗森伯格公众号，东兴证券研究所

图22：智能驾驶需要更多类型的传感器



资料来源：太平洋汽车，东兴证券研究所

随着车联网、单车智能化的普及，汽车需要以更快的速度采集和处理更多的数据。智能汽车将会装配更多高速、高频连接器。高速连接器分为FAKRA射频连接器、Mini-FAKRA连接器、HSD（High-SpeedData）连接器和以太网连接器，主要应用于摄像头、传感器、广播天线、GPS、蓝牙、WiFi、无钥匙进入、信息娱乐系统、导航与驾驶辅助系统等。以罗森伯格的产品为例，FAKRA射频连接器被用作汽车高频应用的标准接口，如收音机天线、GPS天线或导航、车载移动通信、射频蓝牙应用以及射频遥控无钥匙进入和车辆辅助加热；HSD互连系统被开发用于传输高比特率数据流的汽车电子应用，如低压差分信号摄像头、USB连接或IEEE 1394应用等。

2.2 汽车电动、智能化带来的连接器国产化机遇

传统汽车连接器格局由国外企业主导：全球连接器行业竞争充分且格局逐步集中，据 Bishop&associate，2020 年 top10 连接器企业市场份额为 60.8%，1980 年为 38%。2020 年全球连接器企业前五分别为 TE Connectivity、Amphenol、Molex、Luxshare Precision、Aptiv。其中，TE 占比最大，市占率为 15.5%。传统汽车连接器仍以美欧日企业为主，规模较大的企业包括 TE、Amphenol、Molex 及日本的矢崎、航空电子。

- **TE Connectivity（泰科）：**公司的连接器业务可以追溯到 1941 年，其主要业务由交通行业解决方案、工业解决方案和通信行业解决方案构成。据公司 2022 财年年报，交通行业解决方案占比 56%，其中汽车行业占该板块 71%；工业解决方案占比 28%，该板块涵盖航空航天、工业设备、能源和医疗行业等；通信行业解决方案占比 16%，涵盖数据和设备（也包括消费电子类）、家电等行业。汽车行业在 TE 业务中占比最大，总体比重为 39.8%，2022 财年 TE 的汽车业务 Net sales 为 6,527 百万美元。分区域，TE2022 财年亚太地区收入占比 35%、欧洲\中东\非洲占比 35%，美洲为 30%。2022 财年泰科在中国的 Net Sale 为 3,589 百万美元。
- **Amphenol（安费诺）：**成立于美国，公司是先进的互连系统、传感器和天线的领先供应商，2021 年汽车行业收入占公司 Net sales 的 20%，为 2175.26 百万美元，规模约为 TE 汽车业务的 1/3。安费诺汽车连接器主要运用于汽车的天线、充电桩、发动机系统、电动车、燃油车排气系统、信息娱乐与通信系统、车灯系统、电源管理等。2021 年安费诺在中国的 Net Sale 为 3044.4 百万美元。
- **日本矢崎集团：**成立于 1941 年，该公司在全球 45 个地区，约有 24 万名工作伙伴。其是全球市场占有率名列前茅的线束供应商。矢崎不仅致力于线束，还致力于电池相关部件、信息通信相关部件的研究。并且，在车用连接器以及通信领域也开辟了新的道路。
- **日本航空电子工业株式会社：**成立于 1953 年，据公司 2021 财年报告，公司业务由连接器事业、接口解决方案事业和航机事业组成。三者营业额占比分别为 88%、5%和 7%。连接器业务中，移动机器占 45%，汽车占 39%、产业机器/基础设施占 13%、电脑\液晶\显示屏及其他为 3%。2021 年财年汽车业务贡献营业额为 773.37 亿日元。

与国外巨头企业相比，国内相关汽车连接器公司介入时间较晚，规模相对较小。国内主要公司有永贵电器、瑞可达、中航光电、得润电子、徕木股份等。

- **永贵电器：**公司汽车连接器产品有高压连接器及线束组件、高压分线盒（PDU）/BDU、充/换电接口及线束、交/直流充电枪、大功率液冷直流充电枪、高速连接器等，并已进入比亚迪、吉利、长城、长安、上汽、一汽、广汽、北汽、本田等国产一线品牌及合资品牌供应链体系。2022H1 新能源汽车业务收入 26,379.62 万元，同比增长 108.62%。
- **瑞可达：**公司汽车连接器业务产品有高压连接器、换电连接器、智能网联高速连接器和电子母排等。主要客户包括玫行能源、美国 T 公司、蔚来汽车、上汽集团、长安汽车、比亚迪、赛力斯、江淮汽车、江铃汽车、宁德时代、安波福、华为技术等。2021 年新能源汽车连接器实现收入 69,115.13 万元，同比增长 131.75%。
- **中航光电：**隶属于中国航空工业集团有限公司，是专业为航空及防务和高端制造提供互连解决方案的高科技企业。公司可为新能源汽车提供专业的整车高压互连解决方案，含整车高压线束、高压连接器及高压设备用信号连接器。提供具备 GB、TUV、UL、CQC 认证的全系列国标、欧标、美标传导式充电连接器、充电线束、便携式充电设备等。

- 德润电子：公司汽车领域产品包括汽车连接器及线束、新能源汽车车载电源管理模块、车联网、安全和告警传感器、汽车电子等。2022年上半年，公司汽车电子及新能源汽车业务实现收入 11.68 亿元，同比增长 13.08%。
- 徕木股份：公司汽车类连接器产品主要应用于智能驾驶舱系统、辅助驾驶系统、发动机系统、CDU、电池组、三电系统、充放电系统、域控制器系统等。2022年上半年，汽车精密连接器及组件、配件实现收入约 2.62 亿，同比增长 21.05%。

汽车智能电动化将重塑连接器格局。传统汽车时代，欧美日等汽车产业处于领先地位，中国汽车产业处于追随状态。汽车配套产业配套体系稳固，国外连接器企业具备先发优势，在技术、规模、研发等各方面具备领先优势。国内企业较难打破传统汽车连接器稳固的市场格局。随着电动化、智能化时代到来，汽车在动力系统、电子电气架构架构、能量传输、信号传输方式都发生了巨大变化。这种变化对连接器性能提出了不同的要求，高压连接器、高速高频连接器应运而生。这种新产品的诞生有利于打破原有的市场结构，开创新格局。国内部分企业经过多年的技术积累，客户资源积累，高效的运营效率、更好的服务质量和成本优势，有望抓住智能电动化带来的机会。

2.3 永贵电器在汽车连接器的竞争力

公司聚焦新能源汽车连接器，国内起步较早，且产品线不断丰富：公司汽车连接器业务在发展初期即聚焦新能源汽车领域。据公司招股书，公司 2012 年已经储备的汽车高压连接器技术，如电动车直流充电口（用于快充）、电动车第二代交流充电口（用于慢充）和高压大电流电动汽车插件（用于新能源汽车高压大电流的互联系统）。2012 年直流充电口处于小批量试制，交流充电口处于开模阶段，高压连接件是小规模试生产。时至今日，永贵电器在新能源汽车连接器的产品不断丰富，涵盖电动车三电系统用高压大电流连接器、充电机用高压小电流连接器、以及直流充电枪\插座、交流充电枪\插座等。

图23：2012年时公司在新能源连接器的技术储备

电动汽车直流充电接口	用于新能源汽车充电站充电（快充）	新能源汽车
电动汽车交流充电接口（第二代）	用于新能源汽车充电站充电（慢充）	新能源汽车
高压大电流电动汽车插件	用于新能源汽车高压大电流的互联系统，主要是从电池系统到电机、PTC、DCDC、转向系统、空调系统等之间的电气连接	新能源汽车

资料来源：永贵电器招股书，东兴证券研究所

图24：2022H1 公司新能源汽车产品布局

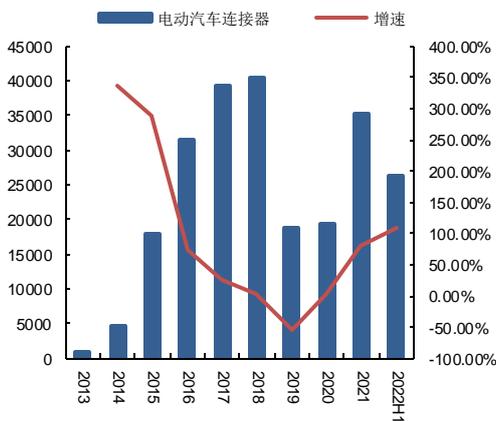


资料来源：永贵电器 2022 半年报，东兴证券研究所

公司从轨交连接器切入新能源汽车连接器具备技术等先发优势：公司连接器业务起家于轨交业务，而轨道交通行业对于电连接器的性能要求与新能源汽车有相通之处。轨道交通的高速动态环境要求连接器有更高的机械性能、电气性能和环境性能标准的要求。其他领域连接器相比，轨交连接器具备高电压、大电流，高抗干扰技术、模块化和高防护等特点。轨交连接器这些特点与新能源汽车高压连接器相似。公司在轨交连接器的技术实力使得其较早切入新能源汽车连接器。

公司新能源汽车业务重回上升通道，客户结构进一步优化：在新能源连接器布局较早，并得益于国内新能源汽车的快速发展，公司新能源汽车业务在 2014-2015 年增长迅速，2018 年公司新能源汽车业务收入突破 4

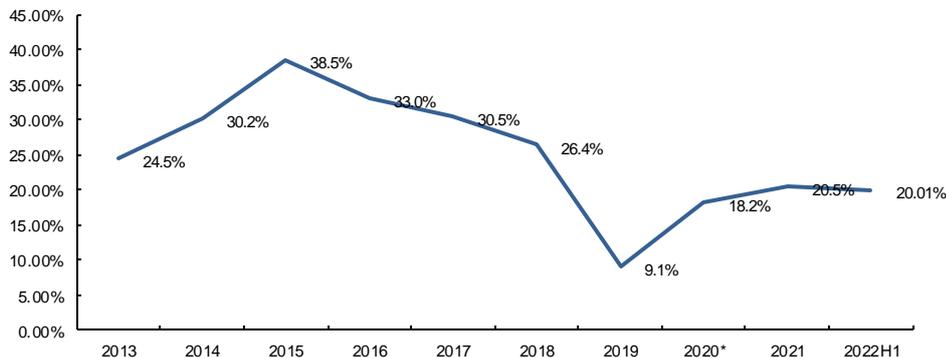
亿元。据公司 2015 年报, 公司电动车连接器收入为 1.8 亿元, 客户有奇瑞、比亚迪、新大洋、万向、众泰、南车时代等。2019 年地方补贴取消, 国家补贴的全面退坡, 行业竞争加剧, 新能源汽车行业第一次调整。与此同时, 公司对部分客户应收账款进行减值计提。2020 年以来, 公司进一步调整客户结构, 聚焦在比亚迪、吉利等一线车企。据 2022 半年报, 公司新能源汽车客户包括比亚迪、吉利、长城、上汽、一汽、广汽等国产一线品牌。随着新能源汽车行业的复苏, 公司新能源汽车业务重回上升通道, 新能源业务毛利率也随之回升。2021 年公司新能源汽车业务收入为 3.52 亿元, 同比增长 81.42%, 2022H1 公司新能源汽车业务收入为 2.64 亿元, 同比增长 108.6%。毛利率也从 2019 年的 9.1%, 提升到 2022H1 的 20.0%。

图25: 公司新能源汽车业务营收及增速 单位: 万元


资料来源: 永贵电器历年年报, 东兴证券研究所

图26: 新能源汽车行业销量及增速 (%)


资料来源: wind, 东兴证券研究所

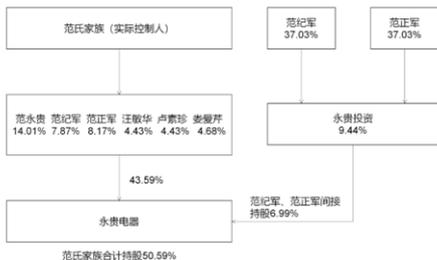
图27: 公司新能源汽车业务毛利率


资料来源: wind, 东兴证券研究所 注: 2020 年以后为车载与能源信息业务, 2020 年以前为电动汽车连接器

稳定高效的组织架构:

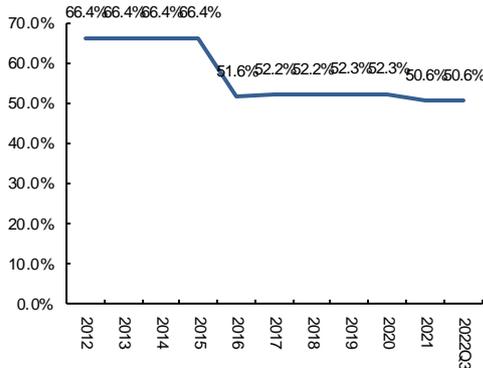
- 股权结构稳定: 范永贵、范纪军、范正军、汪敏华、卢素珍、姜爱芹组成的范氏家族为公司实际控制人, 自公司 2012 年上市以来, 范氏家族维持稳定的控股比例, 除 2016 年通过定增购买资产以外, 范氏家族持股比例均保持 50% 以上。2021-2022Q3, 范氏家族直接+间接持股比例为 50.6%。

图28: 范氏家族为公司实际控制人



资料来源: 永贵电器 2021 年报, 东兴证券研究所

图29: 实际控制人上市以来持股稳定



资料来源: wind, 永贵电器历年年报, 东兴证券研究所

➤ 组织架构扁平化与全国业务布局: 连接器应用环境各异, 客户均有较多个性化需求, 这就要求连接器企业能够根据不同的设备设计参数, 快速提供配套连接器产品的设计方案, 并根据客户的反馈意见完成修改方案, 而且能够灵活的组织技术人员对生产工人进行技术指导之后实现试制和规模化生产。

公司在组织架构组织机构层级精简, 客户需求能在决策层、技术层和生产层之间进行快速和有效的传递, 使公司具备更快速的相应能力。公司一直坚守更高的售后服务质量, 售后服务目标是“3 小时响应, 24 小时到达现场”。公司市场部门收到客户对产品意见反馈时, 对该信息进行记录, 将反馈意见及时传递到质保部门。质保部将组织初步调查, 确定责任部门, 并组织相关部门讨论分析问题原因、提出临时对策, 并将该对策与客户进行沟通。在双方达成一致后, 公司将派出售后服务人员上门进行维修、检测等服务。服务人员返回后, 需填写服务报告, 并由质保部定期对产品反馈情况进行统计分析。公司各部门之间的无缝对接配合提供及时、优质的售后服务使公司赢得了更多客户认可。

公司轨交与汽车连接器业务研产销实现全国多地布局, 在浙江、四川、北京、深圳、江苏、青岛均设有生产基地。

图30: 公司主要子公司及业务布局



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

- 对核心人员实施限制性股票激励计划：2022年10月，公司发布限制性股票激励计划，拟授予激励对象的限制性股票数量为580.00万股，约占总股本约1.51%。本激励计划首次授予的激励对象共计182人，包括公司公告本激励计划时在公司全资子公司四川永贵任职的管理人员、核心业务/技术人员。

3. 盈利预测与估值

盈利预测及投资评级：我们认为，公司两项主要业务营收预计如下：

- 公司轨交业务有受益疫情缓解，轨道交通行业投资复苏，公司轨交业务有望稳定增长。我们预计，2022-2024年公司轨道交通与工业营收有望增长18.0%、16.6%和13.6%。
- 公司聚焦新能源汽车高压连接器，公司车载与能源信息业务有望凭借技术、运营效率和优质客户资源获得更多市场份额，我们预计，2022-2024年公司车载与能源信息业务营收有望实现63.0%、59.2%和36.9%。

综上，我们看好公司中长期发展趋势，预计公司2022-2024年将实现归母净利润1.56亿元、2.06亿元和2.75亿元，对应EPS为0.41、0.53和0.71元，PE为31X、24X和18X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表1：公司轨道交通与工业、车载与能源信息业务营收预计 单位：万元

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	114,933.23	153,081.07	206,086.38	258,245.50
增速	9.1%	33.2%	34.6%	25.3%
轨道交通与工业	67,771.61	79,970	93,255.19	105,966.97
增速	6.9%	18.0%	16.6%	13.6%
车载与能源信息	41,174.48	67,123.43	106,844.05	146,291.39
增速	34.4%	63.0%	59.2%	36.9%

资料来源：公司公告；东兴证券研究所整理

4. 风险提示

轨道交通行业投资复苏不及预期，新能源汽车行业发展不及预期，公司连接器等产品推广不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	1,852.0	2,014.3	2,327.8	2,748.1	3,213.3	营业收入	1,053.	1,149.3	1,530.8	2,060.8	2,582.4
货币资金	572.73	733.64	693.36	771.16	931.07	营业成本	669.79	749.15	1,047.5	1,399.1	1,738.2
应收账款	758.62	797.47	1,041.8	1,268.6	1,468.8	营业税金及附加	11.21	8.38	10.72	13.70	16.83
其他应收款	49.44	123.66	6.53	8.70	11.71	营业费用	94.68	92.63	104.10	144.34	180.88
预付款项	7.87	8.48	10.87	14.64	18.34	管理费用	104.97	99.52	107.16	148.59	182.47
存货	312.43	394.85	563.14	669.47	765.18	财务费用	-13.27	-9.50	-12.15	-12.61	-14.74
其他流动资产	76.75	73.41	9.93	12.58	15.19	研发费用	88.22	94.97	114.81	151.47	186.01
非流动资产合计	659.20	663.02	675.76	685.44	697.93	资产减值损失	-4.16	-4.64	-16.84	-22.67	-28.41
长期股权投资	95.61	100.95	105.42	109.90	114.37	公允价值变动收益	-0.04	0.24	0.00	0.00	0.00
固定资产	396.75	385.30	385.15	402.09	410.61	投资净收益	-2.62	4.11	4.02	4.02	4.02
无形资产	80.29	78.23	83.52	88.68	93.69	加：其他收益	21.99	10.68	13.72	13.72	13.72
其他非流动资产	68.11	75.81	70.29	64.78	59.26	营业利润	113.29	124.57	159.59	211.24	282.05
资产总计	2,511.2	2,677.4	3,003.6	3,433.6	3,911.2	营业外收入	0.72	0.62	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	431.72	489.88	687.07	952.19	1,206.6	营业外支出	3.81	3.88	0.00	0.00	0.00
短期借款	3.44	3.12	0.00	0.00	0.00	利润总额	110.19	121.31	159.59	211.24	282.05
应付账款	332.91	383.33	544.02	759.49	965.17	所得税	3.09	1.44	3.51	5.28	7.05
预收款项	95.38	103.43	143.06	192.69	241.49	净利润	107.11	119.87	156.07	205.96	275.00
一年内到期的非流动负债	49.67	42.88	41.71	40.51	39.32	少数股东损益	2.13	-2.36	0.02	0.02	0.03
非流动负债合计	0.00	6.09	4.91	3.72	2.52	归属母公司净利润	104.98	122.23	156.06	205.94	274.96
长期借款	49.67	36.79	36.79	36.79	36.79	主要财务比率					
应付债券	481.39	532.76	728.78	992.70	1,245.9		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
负债合计	44.99	40.94	40.96	40.98	41.02	成长能力	0	0	0	0	0
少数股东权益	383.64	383.64	383.64	383.64	383.64	营业收入增长	-2.46%	9.08%	33.19%	34.63%	25.31%
实收资本（或股本）	1,798.4	1,795.0	1,795.0	1,795.0	1,795.0	营业利润增长	127.18	9.96%	28.11%	32.37%	33.52%
资本公积	-197.22	-74.99	55.18	221.26	445.54	归属于母公司净利润增长	124.42	16.43%	27.68%	31.96%	33.52%
未分配利润	1,984.8	2,103.7	2,233.8	2,399.9	2,624.2	获利能力	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益合计	2,511.2	2,677.4	3,003.6	3,433.6	3,911.2	毛利率(%)	36.43%	34.82%	31.57%	32.11%	32.69%
负债和所有者权益						净利率(%)	10.16%	10.43%	10.20%	9.99%	10.65%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.18%	4.57%	5.20%	6.00%	7.03%
单位：百万元						ROE(%)	5.29%	5.81%	6.99%	8.58%	10.48%
经营活动现金流	109.47	84.47	-1.17	154.28	245.07	偿债能力	0	0	0	0	0
净利润	63.85	58.16	38.74	41.79	38.98	资产负债率(%)	19%	20%	24%	29%	32%
折旧摊销	-13.27	-9.50	-12.15	-12.61	-14.74	流动比率	4.29	4.11	3.39	2.89	2.66
财务费用	2.62	-4.11	-4.02	-4.02	-4.02	速动比率	3.45	3.20	2.54	2.16	2.00
应收账款减少	-67.19	-94.48	-180.34	-77.42	-50.72	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预收账款增加	16.36	14.52	17.88	17.88	17.88	总资产周转率	0.42	0.43	0.51	0.60	0.66
投资活动现金流	-66.60	-48.65	-21.07	-48.03	-48.03	应收账款周转率	1.92	1.51	1.54	1.71	1.86
公允价值变动收益	39.38	61.11	47.00	47.00	47.00	应付账款周转率	2.57	2.61	2.56	2.41	2.34
长期投资减少	1.21	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-107.19	-109.77	-68.07	-95.03	-95.03	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.32	0.41	0.53	0.71
筹资活动现金流	-3.80	-10.81	-18.03	-28.45	-37.13	每股净现金流(最新摊薄)	0.16	0.43	-0.19	0.18	0.42
应付债券增加	-9.85	-0.32	-3.12	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	5.15	5.46	5.80	6.23	6.81
长期借款增加	0.00	6.09	-1.17	-1.19	-1.19	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	46.34	39.80	31.17	23.62	17.69
资本公积增加	-0.17	-3.40	0.00	0.00	0.00	P/B	2.45	2.31	2.18	2.03	1.85
现金净增加额	40.19	24.95	-40.27	77.80	159.91	EV/EBITDA	19.56	29.98	23.46	18.06	13.82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	汽车行业跟踪点评：6月销量快速反弹，下半年政策拉动叠加供需改善行业复苏可期	2022-07-12
行业深度报告	汽车零部件铝压铸行业报告：铝压铸前景广阔，一体化压铸渐行渐近	2022-05-27
行业普通报告	汽车行业：新能源补贴退坡符合预期，需求驱动成主导	2022-01-04
行业深度报告	东兴证券汽车行业 2022 年度策略：行业周期复苏与零部件格局重塑	2021-12-06
行业深度报告	【东兴汽车】汽车行业研究报告：智能驾驶之路	2021-05-18
行业普通报告	汽车行业报告：智能电动化下自主企业大机遇	2021-04-20
行业深度报告	汽车行业：OTA 催化乘用车消费大变革	2021-01-13
行业普通报告	汽车行业：如何看五菱宏光 MINIEV 月销量破 3 万辆？	2020-12-06
行业普通报告	汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环	2020-11-18
行业普通报告	汽车行业：站在新能源车《规划》（至 35 年）上看造车“新势力”发展	2020-11-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526