

2022 年 03 月 22 日

永贵电器 (300351.SZ)

新能源汽车连接器高速增长,液冷大功率充电先发优势凸显

■深耕连接器行业近 50 载,立足轨交连接器多元拓展。公司始创于 1973 年,是国内轨道交通连接器细分领域龙头企业。以轨交连接器为根基,公司在轨交领域向减振器、门系统、蓄电池箱等品类拓展,同时向通信连接器、新能源汽车连接器、军工连接器拓展。公司产品已进入吉利、长城、比亚迪、北汽、上汽、一汽、本田等国产一线品牌及合资品牌供应链体系,及华为、中兴通讯、大唐移动、维谛技术等通信设备公司。公司新能源连接器收入快速增长,2021 年前三季度公司新能源汽车连接器收入 2.08 亿元,同比增长 76.3%。受益于新能源汽车渗透率快速提升及公司客户群体持续拓展,公司新能源连接器收入有望持续高增长。

■轨交行业高壁垒,公司产品竞争力突出进入“复兴号”供应体系。轨道交通连接器是铁路车辆设备的关键器件之一,轨道交通连接器行业在产品的研发设计、制造工艺、技术开发等方面均具有较高壁垒。公司通过中铁铁路产品认证中心(CRCC)认证,同时进入“复兴号”供应体系。供应产品主要包括:车端跨接、电勾连接器、救援连接器、电机连接器、传感器连接器等。2021 年前三季度公司轨交板块增量业务收入稳步提升,实现营业收入 4.66 亿元,同比增长 7.85%。

■新能源汽车快速渗透,带动连接器、充电枪市场高速增长。根据乘联会及 EAF0 数据,2021 年欧盟新能源汽车销量约为 227 万台,中国约为 352.1 万台,中国首次超越欧盟成为全球新能源汽车第一大市场。新能源汽车连接器单车价值量更高,随着汽车销售占比提升,汽车连接器市场空间有望高速增长。根据中国充电联盟数据,2020 年新增私人交流充电桩、公共充电桩约 50 余万台,充电桩保有量较 2019 年同比增长 37.05%。虽然国内充电桩数量高速增长,但仍表现出发展不平衡不充分的特点。目前公共充电桩区域集中度较高,主要分布在东部沿海等经济发达地区,西部地区、东北部地区充电桩建设短板有待逐渐补齐;根据中国充电联盟数据,2021 年总体车桩比约为 3:1,较 1:1 的车桩比目标仍有较大差距。受益于车桩比降低及直流充电比例提升,我们预计 2025 年国内充电枪市场规模有望提升至 21 亿元,未来 4 年 CAGR49%。

■充电枪布局领先,液冷超充先发优势显著有望逐步放量。公司充电枪产品品类完备,覆盖交流、直流、液冷超充,其中液冷充电枪功率更大,同时防止端子及线缆温度过高,提升充电安全性。同时液冷充电枪线束直径更小,充电更轻便,是提升补能效率理想的大功率充电解决方案。根据公司公告,公司液冷大电流充电枪电流指标可达到 600A,

公司深度分析

证券研究报告

铁路交通设备

 投资评级 **买入-A**

首次评级

 6 个月目标价: **14.35 元**

 股价 (2022-03-22) **11.64 元**

交易数据

总市值(百万元)	4,450.25
流通市值(百万元)	2,937.29
总股本(百万股)	383.64
流通股本(百万股)	253.21
12 个月价格区间	7.85/16.85 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.21	-5.74	34.46
绝对收益	-10.08	-18.88	28.99

张真桢

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450521110001
 zhangzz2@essence.com.cn

刘浩天

报告联系人

liuht1@essence.com.cn

相关报告

电压可达到 1000V，并形成批量供货，在技术上处于国际先进水平，是国内首家液冷充电枪商业化量产的企业。目前国内领先的特斯拉、小鹏、蔚来三家超充品牌中，仅有特斯拉充电功率达到 250kW 应用了液冷超充技术，液冷超充仍处于发展初期阶段未来发展潜力巨大。公司液冷充电枪技术储备充分先发优势显著，有望抢占较大市场份额。

■**投资建议：**我们预计公司 2021/22/23 年营业收入 11.2/14.7/20.4 亿元，归母净利润 1.21/1.56/2.09 亿元。结合可比公司估值及公司成长性我们给予公司 2022 年 35 倍 PE，对应目标市值 54.4 亿元，对应目标价 14.35 元。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

■**风险提示：**原材料价格上涨超预期，新能源汽车销量不及预期，液冷超充市场推广进度不及预期，轨交行业景气度不及预期，计算假设不及预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,080.3	1,053.7	1,115.1	1,467.0	2,041.2
净利润	-429.8	105.0	121.0	155.5	209.3
每股收益(元)	-1.12	0.27	0.32	0.41	0.55
每股净资产(元)	4.90	5.17	5.49	5.89	6.44

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	-10.4	42.4	36.8	28.6	21.3
市净率(倍)	2.4	2.2	2.1	2.0	1.8
净利润率	-39.8%	10.0%	10.8%	10.6%	10.3%
净资产收益率	-22.9%	5.3%	5.7%	6.9%	8.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-22.3%	6.8%	7.9%	10.6%	14.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 深耕连接器行业近 50 载，立足轨交连接器多元拓展	5
1.1. 公司是国内轨交连接器行业龙头企业	5
1.2. 短期负面影响因素消除，困境反转业绩重回增长	7
2. 轨交连接器高壁垒，国产替代持续推动	8
2.1. 轨交连接器产品种类丰富，应用广泛	8
2.2. 轨交连接器技术高壁垒，公司通过认证进入“复兴号”供应体系	10
2.3. 市场规模庞大，国产替代持续推动	12
3. 新能源汽车快速渗透带动连接器、充电枪市场高速增长	14
3.1. 新能源汽车加速渗透，连接器市场空间增大	14
3.2. 车桩比例仍待提升，充电连接器市场广阔	15
4. 充电枪布局领先，液冷超充先发优势显著有望逐步放量	18
4.1. 充电枪产品品类完备，覆盖交流、直流、液冷超充	18
4.2. 液冷超充方兴未艾，有望迎来高速发展	19
5. 盈利预测及估值	21
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：轨道交通板块产品矩阵	5
图 2：车载与能源信息板块产品矩阵	6
图 3：公司三大产品板块营收占比（2020 年）	6
图 4：公司主要业务架构	7
图 5：公司营收恢复增长（单位：亿元）	7
图 6：归母净利润回升（单位：亿元）	7
图 7：剔除翊腾后公司营业收入高速增长（单位：亿元）	8
图 8：剔除翊腾后前三季度归母净利润同比增长超过 30%	8
图 9：永贵毛利率表现优异	8
图 10：永贵净利率表现优异	8
图 11：连接器在轨交上的应用情况	9
图 12：铁路产品认证中心 CRCC 认证流程	11
图 13：公司获铁路客车用连接器生产认证书	12
图 14：公司获轨交连接器知识产权管理认证书	12
图 15：“复兴号”上使用的永贵连接器	12
图 16：全国铁路固定资产投资额及投产新线	13
图 17：全国总铁路以及高铁新增里程	13
图 18：中国内地新增城轨运营里程及增速	13
图 19：新能源汽车保有量快速上升	14
图 20：新能源汽车销量突破式增长	14
图 21：新能源汽车渗透率已达 21%	15
图 22：欧盟新能源汽车渗透率情况	15
图 23：国内新能源汽车连接器市场规模	15
图 24：充电桩保有量（万个）	16

图 25: 各类别充电桩保有量 (万个)	16
图 26: 我国各省公共充电桩保有量情况.....	16
图 27: 我国各省公共充电桩保有量情况.....	16
图 28: 2020 充电运营商在运营公共充电桩	17
图 29: 2020 充电运营商在运营公共充电桩占比	17
图 30: 永贵 YG1143 交流充电枪.....	18
图 31: 交流充电电气工作原理.....	18
图 32: 永贵 YG762 直流充电枪	19
图 33: 直流充电桩功率模块.....	19
图 34: 绝缘油液冷线结构.....	19
图 35: 水+制冷剂液冷线结构.....	19
图 36: V3 超充桩与 V2 外观差异不大, 但是功率达到 250kW.....	20
图 37: 液冷技术使得 V3 超充线直径减少约 44%.....	20
图 38: 小鹏超充桩开放性.....	20
图 39: 蔚来超充桩.....	21
图 40: 蔚来超充枪.....	21

表 1: 轨道交通连接器分类.....	9
表 2: 轨道交通连接器技术持续迭代.....	10
表 3: 轨交连接器的国际技术水平.....	11
表 4: 国内外轨交连接器知名厂商.....	13
表 5: 国家新能源汽车及充电桩建设政策.....	17
表 6: 中国充电枪市场规模测算.....	18
表 7: 特斯拉、小鹏、蔚来超充技术对比.....	21
表 8: 永贵电器收入拆分及盈利预测(单位: 百万元).....	22
表 9: 可比公司估值情况.....	22

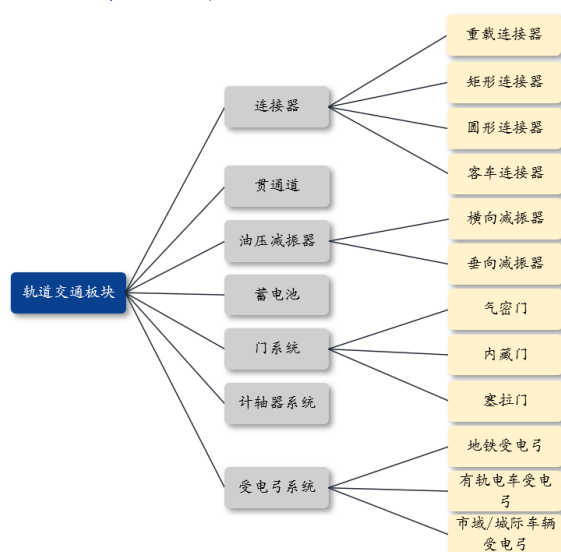
1. 深耕连接器行业近 50 载，立足轨交连接器多元拓展

1.1. 公司是国内轨交连接器行业龙头企业

国内轨道交通连接器细分领域龙头企业。公司始创于 1973 年，总部位于佛山-浙江天台，是一家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、销售和技术支持的国家高新技术企业，2012 年在深交所上市。公司主要从事各类电连接器、连接器组件及精密智能产品的研发、制造、销售和技术支持，公司产品板块包括轨道交通与工业板块、车载与能源信息板块、军工与航空航天板块。

轨道交通板块：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、蓄电池箱等，主要应用在铁路机车、客车、高速动车、地铁、磁悬浮等车辆及轨道线路上；配套供应于中国中车集团、中国国家铁路集团以及建有轨道交通的城市地铁运营公司。

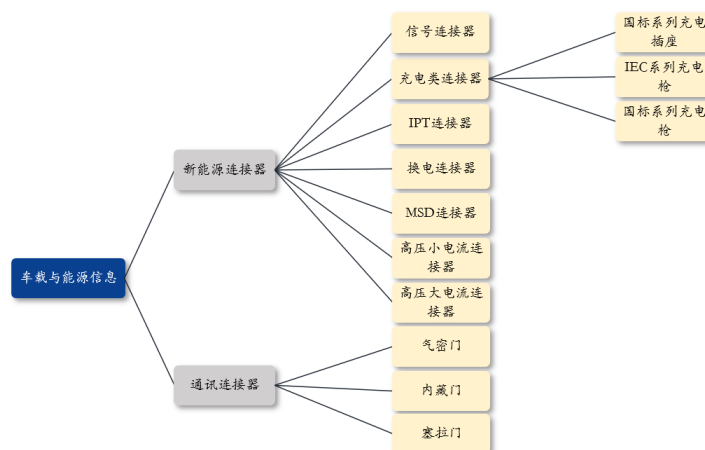
图 1：轨道交通板块产品矩阵



资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

车载与能源信息板块：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、防水连接器、电源/信号/储能/充电连接器、5G 设备连接器等。其中，车载产品为电动汽车领域提供高压、大电流互联系统的整体解决方案，并已进入吉利、长城、比亚迪、北汽、上汽、一汽、本田等国产一线品牌及合资品牌供应链体系；能源信息产品主要应用于通信基站及各类通信网络设备和储能设备等，配套服务于华为、中兴通讯、大唐移动、维谛技术等公司。

图 2：车载与能源信息板块产品矩阵

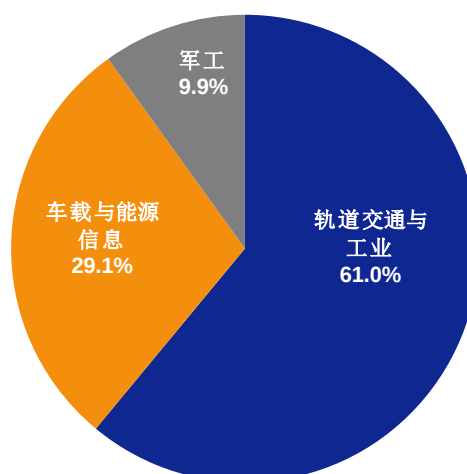


资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

军工与航空航天板块：产品主要包括军用圆形电连接器、军用微矩形电连接器、机柜连接器、航空电子模块式连接器、核用连接器、军用圆形多芯光纤连接器、军港岸电连接器、军用网口连接器、玻璃烧结连接器、军用深水连接器、军用射频连接器以及其它特殊定制开发的特种军用连接器及其相关电缆组件等，主要配套于中国十一大军工集团研制的战车、雷达、火炮、导弹、战机、水上水下各型舰船等武器及设备。

轨交行业营收目前仍占主要地位，新能源汽车连接器收入占比快速提升。1) 2014 年至 2019 年，连接器产品占公司总营收 80%以上；随着公司在军工业和车载与能源信息板块业务的发展和布局，公司自 2020 年起将业务板块划分为轨道交通、车载与能源信息、军工三大板块；轨交占总营收占比 61%，车载与能源信息占 29.1%，军工占 9.9%；2) 从连接器领域来看，轨道交通连接器为公司主要收入来源，其次是电动汽车连接器以及通信连接器。2021 年 1-9 月，公司轨道交通板块增量业务收入稳步提升，实现板块总收入 4.66 亿元，去年同期该业务收入为 4.32 亿元，较去年同期增长 7.85%；新能源汽车连接器业务收入 2.08 亿元，去年同期该业务收入为 1.18 亿元，同比增长 76.32%。

图 3：公司三大产品板块营收占比（2020 年）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司运营模式以子公司孵化的形式为主，不同子公司对应不同产品线。子公司四川永贵作为连接器产品主要子公司之一，负责包括轨交连接器、新能源汽车高压线束、通信连接器及军

工连接器等产品。深圳永贵负责新能源线束及通信连接器，江苏永贵负责轨交蓄电池箱，永贵博得负责轨交门系统，重庆永贵负责贯通道系统，永贵东洋负责受电弓系统，北京永列负责计轴信号系统。

图 4：公司主要业务架构

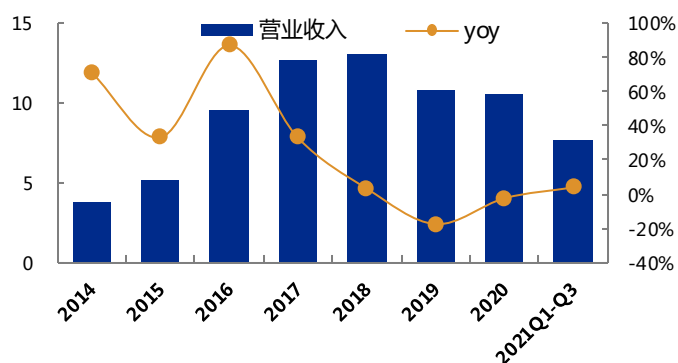
深圳永贵	四川永贵	江苏永贵	永贵博得	重庆永贵	永贵东洋	北京永列
• 新能源线束 • 通信连接器	• 轨交连接器 • 新能源汽车高压线束 • 通信连接器 • 军工连接器	• 轨交蓄电池箱	• 轨交门系统	• 贯通道系统	• 受电弓系统	• 计轴信号系统

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 短期负面影响因素消除，困境反转业绩重回增长

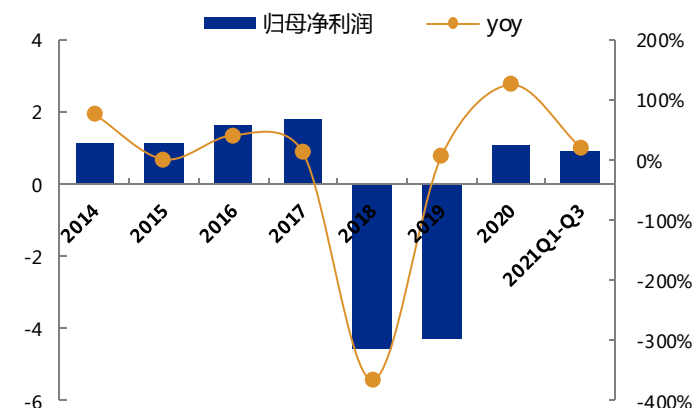
公司营收恢复增长，归母净利润扭亏为盈。2014 年至 2020 年，公司营收由 3.84 亿元增长至 10.54 亿元，复合增速为 7.42%；2021 年前三季度，公司营收为 7.69 亿元，同比增长 3.88%；公司归母净利润为 0.9 亿元，同比增长 20.58%；扣非归母净利润为 0.77 亿元，同比增长 8.55%。

图 5：公司营收恢复增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

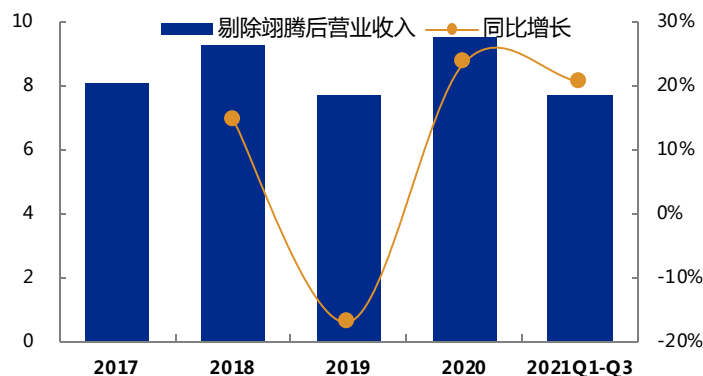
图 6：归母净利润回升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

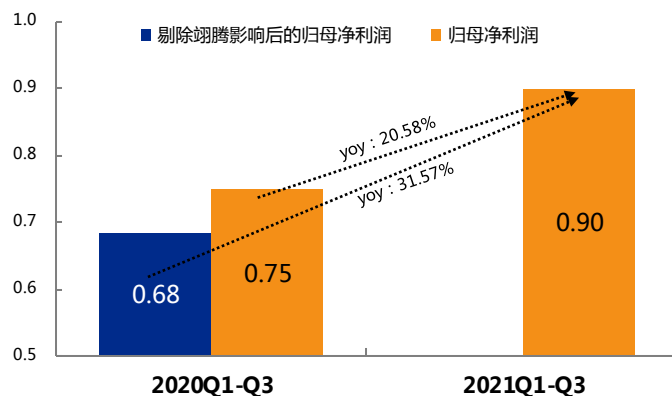
收购翊腾电子导致公司出现大额亏损，2020 年 5 月公司完全剥离翊腾，业绩重回增长。2018-2019 年公司营业收入增长停滞净利润亏损主要由收购翊腾电子导致。2018/19 年翊腾电子营业收入 3.8/3.1 亿元，同比下降 17%/19%，净利润 0.48/-1.14 亿元。公司已于 2020 年 5 月完成对翊腾的资产交割，2020 年公司净利润扭亏为盈，业绩回升显著。2021 年前三季度较去年同期剔除翊腾影响收入增长 20.52%，归属于母公司所有者的净利润增长 31.57%。

图 7：剔除翊腾后公司营业收入高速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

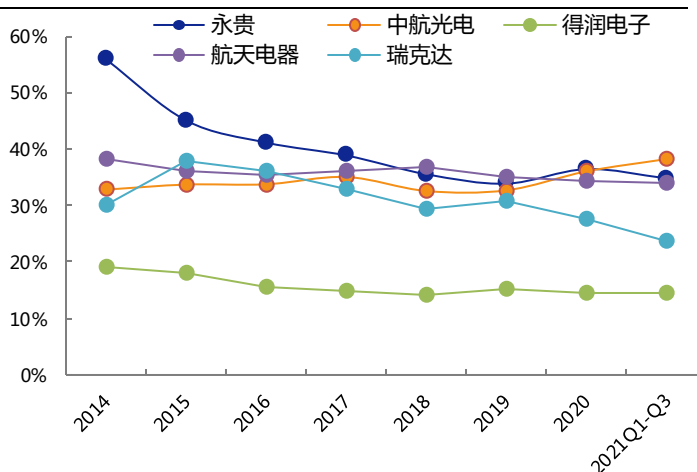
图 8：剔除翊腾后前三季度归母净利润同比增长超过 30%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

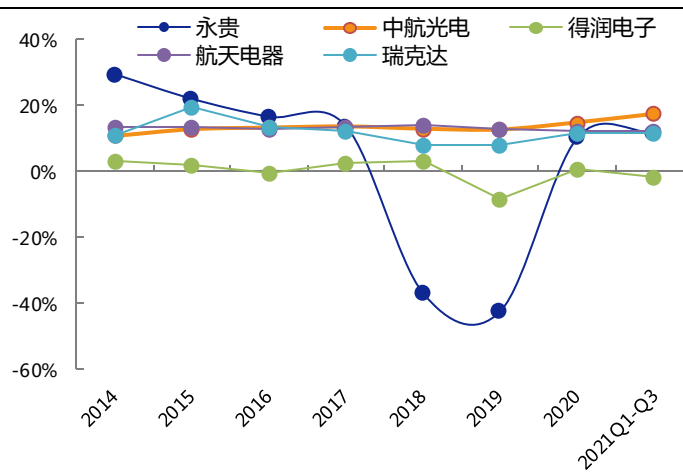
公司盈利能力表现优秀。受益于轨交连接器高毛利，公司整体毛利率始终处于行业内领先水平，2014 至 2017 年，公司毛利率始终高于行业内其他竞争对手公司，2018 至 2021 年第三季度，公司毛利率占领第一、第二地位。净利率方面，除 2018、2019 年亏损之外，公司净利率水平处于第一梯队。

图 9：永贵毛利率表现优异



资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

图 10：永贵净利率表现优异



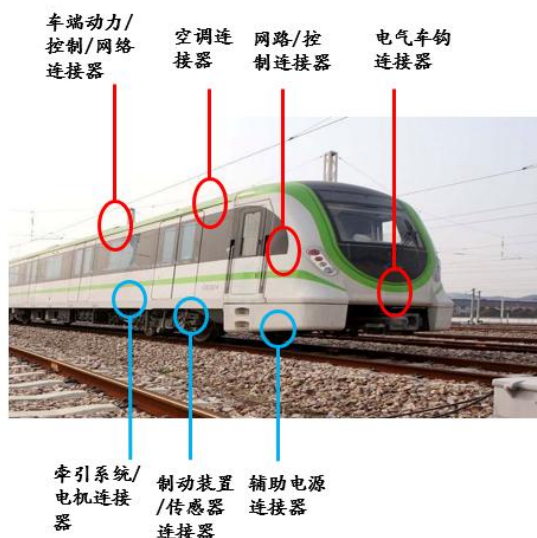
资料来源：各公司公告，安信证券研究中心

2. 轨交连接器高壁垒，国产替代持续推动

2.1. 轨交连接器产品种类丰富，应用广泛

公司轨道交通与工业板块产品主要有：连接器、减振器、门系统、计轴信号系统、贯通道、受电弓、蓄电池箱等，主要应用在铁路机车、客车、高速动车、地铁、磁悬浮等车辆及轨道线路上；配套供应于中国中车集团、中国国家铁路集团有限公司以及建有轨道交通的城市地铁运营公司。

图 11：连接器在轨交上的应用情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司轨道交通整车连接器按照功能可以划分为传输能量的大电流连接器、传输逻辑电平的控制连接器、传输信号信息的网络连接器，按照应用位置可以划分为车内、柜内应用的非防水连接器、车外应用的防水连接器。按连接形式划分主要有：卡扣快速连接、推拉锁紧连接、螺钉连接、螺杆连接、螺纹连接、把手锁紧连接。

表 1：轨道交通连接器分类

	类型	产品图
按功能划分	传输能量的大电流连接器	
	传输逻辑电平的控制连接器	
	传输信号信息的网络连接器	
按应用位置划分	车内、柜内应用的非防水连接器	
	车外应用的防水连接器	
按连接形式划分	卡扣快速连接	1
	推拉锁紧连接	2
	螺钉连接	3

螺杆连接

螺纹连接

把手锁紧连接



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 轨交连接器技术高壁垒，公司通过认证进入“复兴号”供应体系

铁路机车连接器和铁路客车连接器都经历了三个发展阶段，铁路机车连接器从直流转动电力机车阶段发展到交流电力机车阶段，铁路客车连接器则从交流供电改为直流供电。城轨车辆连接器根据引进的牵引技术可分为欧系车、日系车，按配置可分为 A 型车、B 型车。动车组连接器主要使用重载连接器和圆形连接器。

表 2：轨道交通连接器技术持续迭代

类型	发展阶段	内容	代表车型	主要连接器
铁路机车连接器	第一阶段	直流转动电力机车	SS1/SS2/SS3(韶山系列)	P 型圆形系列连接器
	第二阶段	交-直流电力机车	SS4、SS6、SS8、SS9 (韶山系列)	重联连接器 (JL18)、控制连接器 (JL20/JL16)、电控制动连接器 (JL10)、列车供电插座头
	第三阶段	交流电力机车	和谐型 HXD、HXD2、HXD3	撒沙加热连接器、27 芯圆形连接器
铁路客车连接器	第一阶段	借鉴德国技术开发	22 型空调车	列车供电插头座 (JL2)、集控连接器 (JL1)
	第二阶段	增加列车编组，工作电流提高	22 型空调车	列车供电插头 KC20A
	第三阶段	22 型车改为 25 型车，交流供电改为直流供电	25B 型、25G 型、25T 型、25K 型	增加电控制动连接器 (JL10)、通讯连接器 (KTL15)/辅助电源连接器 (SL21)
城轨车辆连接器		根据引进牵引技术可分为欧系车、日系车	A 型车、B 型车	欧系车采用 HDC 重载连接器、全自动车钩连接器 日系车采用重联连接器、高压连接器 哈廷 HDC 重载连接器，JAE 以及 YUTAKA 的连接器，MIL-C-5015 以及 MILC26482 圆形连接器，永贵 216 芯大型连接器 YGC-216 以及 YGC-346
动车组连接器		通过引进国外高速动车组技术，成功搭建世界一流水平时速 350 公里动车组技术平台	CRH1 型、CRH2 型、CRH380 (A、B) 型、CRH3 型、CRH5 型	

资料来源：盛世华研，安信证券研究中心

轨道交通连接器行业在产品的研发设计、制造工艺、技术开发等方面处于行业的中高端水平。轨道交通连接器是铁路车辆设备的关键器件之一，因此轨道交通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，满足高可靠、耐环境、抗干扰、抗振动冲击以及高密度、高速传输等方面的要求。

表 3：轨交连接器的国际技术水平

技术水平	主要内容
高密度、高速传输技术	高密度是为了实现多芯数化，随着铁路信息化技术的快速发展，铁路运输系统对各种信号传输的数据量要求增大，速度也越来越快，传播延迟时间要求也越来越短，因此轨道交通连接器的有效接触件总数越来越多，芯数密度变高。目前动车组已出现了 216 芯连接器，这些高速传输连接器采用“伪同轴”结构，即在连接高速信号的接触件周围，设置几个相邻的接地接触件，使之具备屏蔽功能。
高电压、大电流技术	为了满足铁路运输牵引动力、运输速度等方面的要求，轨道交通连接器必须满足高电压、大电流的电气连接，其工作电压可达 AC35000V，工作电流可达 1000A。
抗干扰技术	随着轨道交通连接器向高密度、高速传输方向发展，抗干扰技术成为轨道交通连接器制造商研发的重点。电磁兼容在连接器涉及中的大量使用，有效地解决了信号干扰的问题。
模块化技术	同样安装尺寸的外壳、框架，只需要对于模块组合进行变化更改，就可以实现不同的电气互连技术，能够更加快捷方便地满足客户需求。模块化的特点在 HDC 重载连接器系列上体现得更加充分。

资料来源：盛世华研，安信证券研究中心

轨交连接器技术含量高，认证周期长，壁垒高。具备高速度、高可靠性、高抗干扰性等优良性能的轨道交通连接器属于连接器中高端产品，工艺技术含量较高。轨道交通连接器生产厂商必须具备较高的生产技术和工艺能力，以及能适应轨道交通运营要求不断变化的新产品研发能力和创新能力。从吸收、学习国内外先进制作工艺和技术，到具备自我研发和创新能力，并获得铁路部门的技术认可，需要长期时间积累和丰富的行业经验。

图 12：铁路产品认证中心 CRCC 认证流程



资料来源：盛世华研，安信证券研究中心

公司通过 CRCC 认证体系，产品能力充分认证。铁路客车连接器需要通过中铁铁路产品认证中心（CRCC）认证作为产品准入方式，CRCC 对铁路产品的认证要求是企业能正常批量生产，产品质量稳定，有足够的供货能力，具备售前、售后的优良服务和备品备件的供应能力。轨道交通连接器的用户主要是各大机车、客车、城轨车辆以及动车组轨道交通车辆制造企业。为了保证车辆运营安全，客户对连接器可靠性要求很高，要求供应商有过硬的产品制造工艺水平、较高的质量检测水平，以及及时优质的售后。客户一般不会轻易改变已经使用的质量

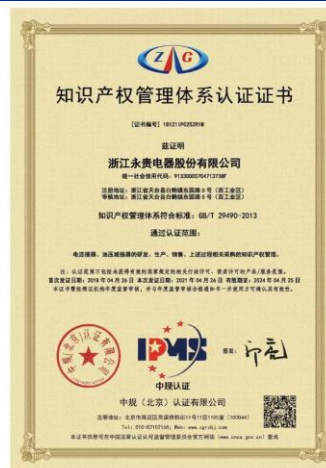
稳定、可靠的产品，也不会轻易放弃与现有的供应商的合作关系。公司以“3 小时响应、24 小时到达现场”的理念为客户提供完善、可靠的整体解决方案和技术支持，提供高质量的产品及优质、高效的品牌服务。

图 13：公司获铁路客车用连接器生产认证书



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 14：公司获轨交连接器知识产权管理认证书



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

“复兴号”中多处用到永贵连接器产品，主要包括：车端跨接（在整个车辆的连接器中要求是最高的）、电勾连接器、救援连接器、电机连接器、传感器连接器等。“复兴号”使用寿命约为 30 年，而连接器寿命约为 7 年，因此“复兴号”在营运中通常将更换三至四次连接器。与“和谐号”相比，“复兴号”为“纯中国血统”，在车体断面增加、空间增大的情况下，按时速 350 公里试验运行，列车运行阻力下降 7.5%以上，人均百公里能耗降低 17%，车内噪声下降 1-3 分贝。

图 15：“复兴号”上使用的永贵连接器



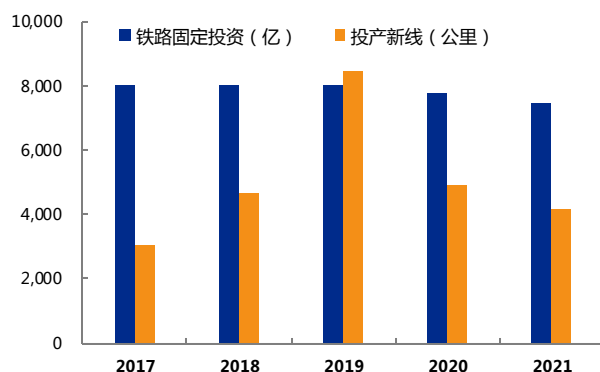
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

2.3. 市场规模庞大，国产替代持续推动

铁路固定资产投资持续投入，新增里程稳步增长。2021 年铁总安排铁路固定资产投资 7489 亿元，投产新线 4802 公里。2021 年全国轨道交通新增运营里程 3700 公里，其中新增高速铁路里程达 2000 公里。根据《中国经营报》数据，2021 年中铁采购动车组 210 组左右。从更长一段时期看，中国高速动车组年增加数量，相较 2013 年-2020 年度的每年增长约 416 组，年

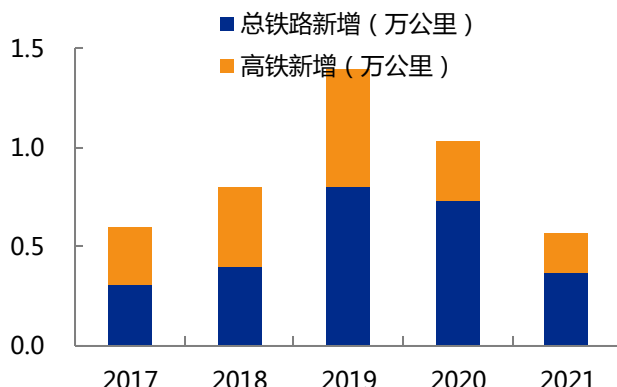
复合增长率约为 21.49% 的增速有所放缓，但仍将以每年 200 组以上的增速快速增加。未来 15 年将建 3.21 万公里高铁，动车组需求达每年 200 组。

图 16：全国铁路固定资产投资额及投产新线



资料来源：中国经济网，安信证券研究中心

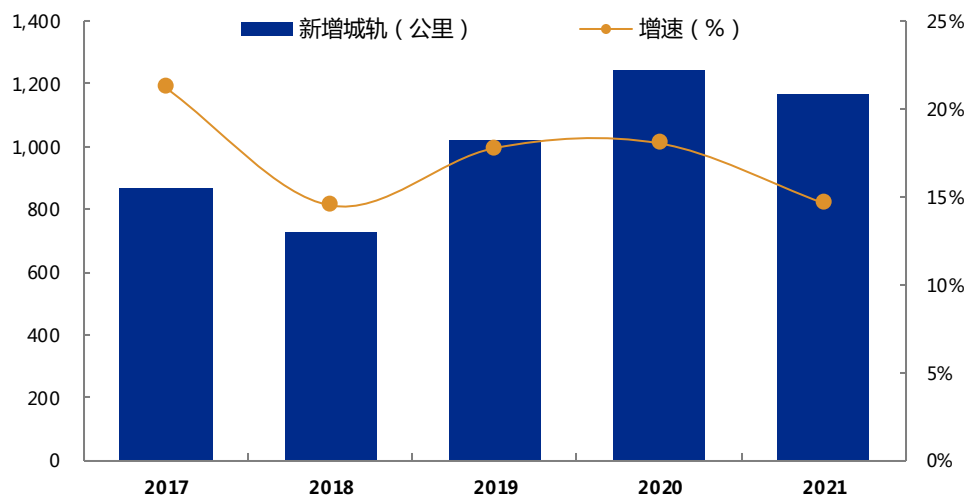
图 17：全国总铁路以及高铁新增里程



资料来源：发改委，安信证券研究中心

国家政策高度支持，城轨建设稳定增长。2021 年，中国城市轨道交通协会提出了国内城市轨道交通四大发展要点：科学谋划、发展市域快轨，推进多网融合、持续推进智慧城轨建设、保障城轨交通财务可持续发展。同时，《十四五规划和 2035 年远景目标纲要草案》也提出，“十四五”期间我国城市轨道交通运营里程数将新增 3000 公里，预计“十四五”累计客运量将突破十亿人次，累计完成投资额有望达到 18188 亿元。

图 18：中国内地新增城轨运营里程及增速



资料来源：中国城市轨道交通协会，安信证券研究中心

海外公司技术积淀深厚，国内厂商加速追赶国产替代持续推动。哈廷公司、安费诺、魏德米勒、JAE、YUTAKA 等国外厂商在轨道交通连接器领域具备悠久的历史。近些年来，哈廷公司、魏德米勒等国外连接器制造商将生产基地转移至大陆地区，通过新型工厂以及收购的方式增加中国地区的产能，意图扩大中国市场份额。国内涌现出永贵电器、四川华丰、沈阳兴华等国内轨交连接器优秀制造商，国产替代持续推动。

表 4：国内外轨交连接器知名厂商

公司名称	公司概括
------	------

国外	哈廷电子有限公司	德国第一大连接器制造商，成立于 1945 年，产品主要集中在轨道交通、能源、工厂自动化、机械、数据通信以及医疗电子等。其中珠海雅迪有限公司为哈廷全资子公司，雅迪与 1989 年起为中国生产并供应连接器以及连接器线装配。
	魏德米勒集团公司	魏德米勒集团成立于 1948 年，产品包括各类接线端子、印刷电路板接线端子以及接插件，过压保护器件，继电器接口，能源以及过压保护板。魏德米勒电联接成立于 2003 年 8 月，为德国独资企业，是魏德米勒集团全球第三大生产基地之一，主要从事研发和生产电子连接产品以及相关产品。
	安费诺集团公司	安费诺为美国连接器制造商，成立于 1932 年，1984 年进驻中国市场，其产品广泛运用与通信及信息处理系统、航天领域、军工领域、汽车领域、铁道领域以及其他交通和通用工业领域等。
	JAE	JAE 为日本航空电子工业株式会社，成立于 1953 年，其产品在 IT/通讯、工业、轨道交通等应用领域都确立了优势地位。目前在中国销售的 JAE 轨道交通连接器均为日本进口。
	YUTAKA	YUTAKA 是一家日本的轨道交通连接器制造企业，其生产的连接器用于铁道部引进的时速 200 公里及以上的动车组项目中使用。
国内	四川华丰企业集团有限公司	四川华丰原为国营第七九六厂，创立于 1958 年，是国内最早从事连接器研制以及生产的厂商之一，产品规格多样，广泛用于通讯、计算机、机械、电子、汽车、铁路机车、工业、能源、低质、石油勘探、航空、航天以及航海等领域。
	浙江永贵电器股份有限公司	永贵电器是一家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、销售和技术支持的国家高新技术企业
	沈阳兴华华亿轨道交通电器有限公司	沈阳兴华华亿轨道交通电器有限公司是由沈阳兴华航空电器有限责任公司与香港华亿公司共同出资组建的专业铁路电器产品开发及销售的企业。产品多用于列车的车厢连接、转向架设备、牵引设备、车门、控制台以及信号等领域。
	深圳市中车业成实业有限公司	深圳业成是一家国内专业从事轨道交通车辆相关部件研发、制造、销售的生产企业，主要产品为连接器、油压减振器、旋压密封式制动装置等。
	南京康尼科技实业有限公司	南京康尼主要从事于电力连接器，面向大学以及职业教育的教学实训设备。其优势在于电力自动化设备的研发、生产以及销售。

资料来源：盛世华研，安信证券研究中心

3. 新能源汽车快速渗透带动连接器、充电枪市场高速增长

3.1. 新能源汽车加速渗透，连接器市场空间增大

2021 年新能源汽车行业迎来突破式增长。2018 年，中国乘用车市场在经历多年高速增长后首次出现负增长，市场销量连续三年下滑，自此开启中国汽车市场存量竞争时代。另一方面，新能源汽车市场在国家政策扶持、绿色消费发展等多项因素共同作用下开始呈现快速发展态势。1) 2015 至 2021 年，我国新能源汽车销量由 33.11 万台增至 352.1 万台，较 2020 年增长 158%，复合增速达 48.29%；2) 2021 年，我国新能源汽车保有量为 784 万台，同比增长 59.35%，新能源汽车渗透率进入强势上升期。

图 19：新能源汽车保有量快速上升

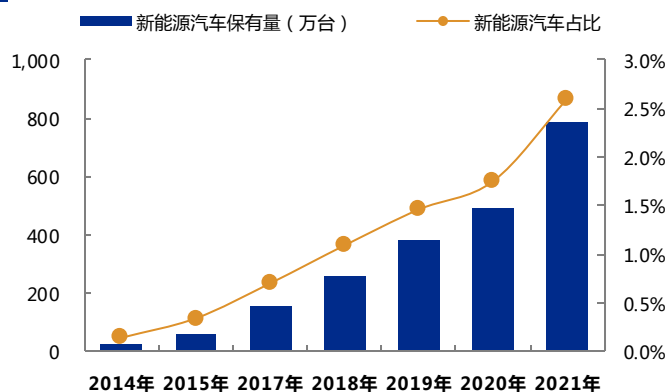
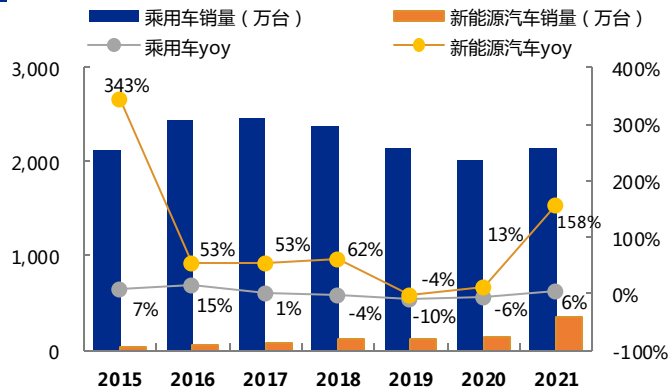


图 20：新能源汽车销量突破式增长

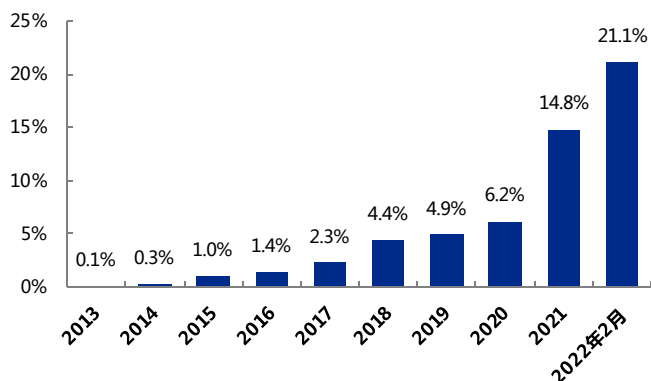


资料来源: wind, 中汽协, 安信证券研究中心

资料来源: wind, 中汽协, 安信证券研究中心

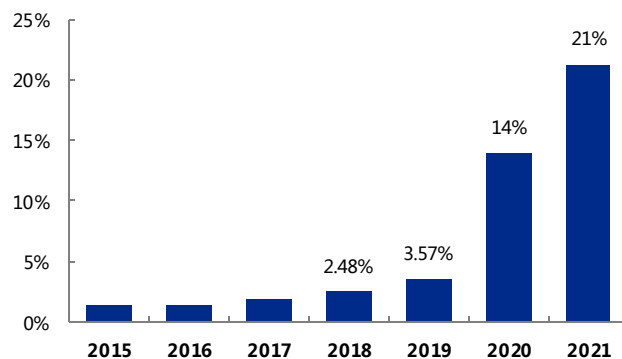
2021 年中国赶超欧盟成为全球新能源汽车第一大市场。根据乘联会及 EAFO 数据, 2020 年欧盟占当年 42.1% 的市场份额, 中国占据 40.8%, 为全球新能源汽车第二大市场; 2021 年, 欧盟新能源汽车销量约为 227 万台, 中国约为 352.1 万台, 赶超欧盟, 成为全球新能源汽车第一大市场。渗透率方面, 2019-2021, 欧盟新能源汽车渗透率分别为 3.57%、14%、21%, 中国新能源汽车渗透率分别为 4.9%、6.2%、14.8%。2022 年 2 月, 国内渗透率已达 21%。

图 21: 新能源汽车渗透率已达 21%



资料来源: 乘联会, 安信证券研究中心

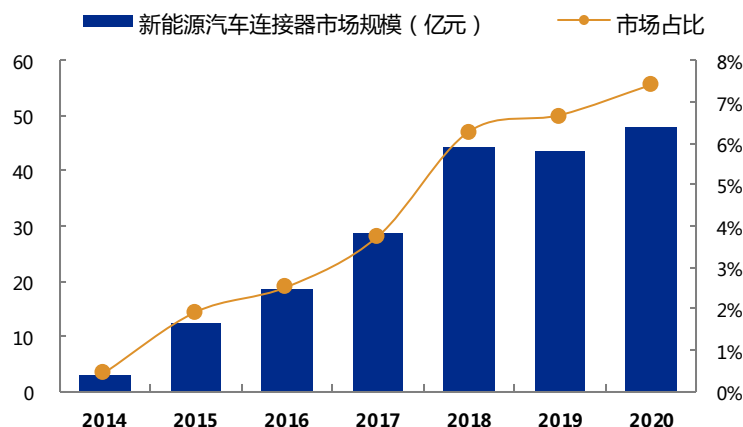
图 22: 欧盟新能源汽车渗透率情况



资料来源: EAFO, 安信证券研究中心

新能源汽车连接器市场占比仍低, 提升潜力巨大。根据智研咨询数据, 2018 至 2020 年, 国内新能源汽车连接器市场规模分别为 44.5 亿元、43.5 亿元以及 47.8 亿元, 同比增速分别为 55.59%、-2.25% 以及 9.89%; 2014 至 2020 年, 国内新能源汽车连接器市场规模由 2.8 亿元增加至 47.8 亿元, 复合增速达 60.46%; 2018 至 2020 年, 国内新能源汽车连接器占汽车连接器市场规模的 6.29%、6.69%、7.74%。随着新能源汽车渗透率提升新能源汽车连接器市场规模同比提升, 但市场占比仍处于较低水平, 未来提升潜力巨大。

图 23: 国内新能源汽车连接器市场规模



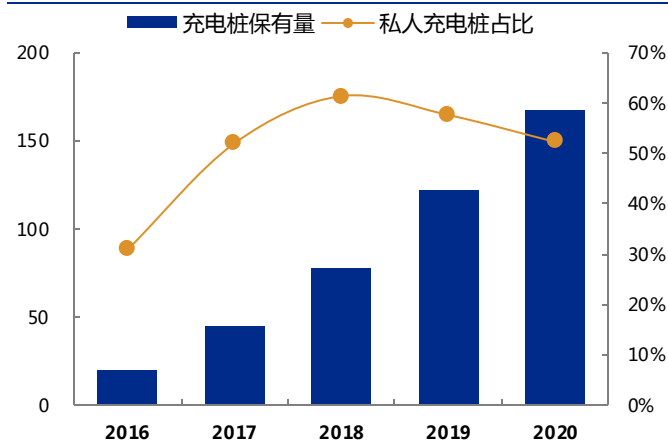
资料来源: 智研咨询, 安信证券研究中心

3.2. 车桩比例仍待提升, 充电连接器市场广阔

目前私人充电桩占比较高, 未来公共及专用充电桩占比有望提升。根据中国充电联盟数据, 2020 年新增私人交流充电桩、公共充电桩约 50 余万台。2016 至 2020 年, 我国充电桩保有量由 20.4 万个增长至 167.2 万个, 复合增速达 69.2%, 2020 年较 2019 年同比增长 37.05%;

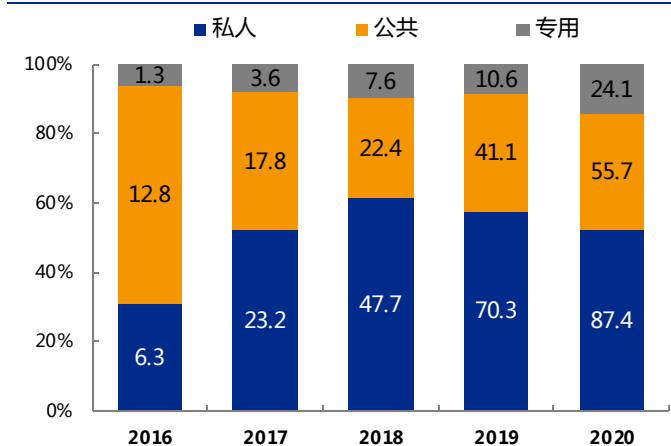
其中，私人充电桩自 2017 年起占总充电桩数量的 50%以上，需求量占比较大；2020 年，私人、公共及专用充电桩数量分别为 87.4、55.7、24.1 万个，公共及专用充电桩数量快速提升。

图 24：充电桩保有量（万个）



资料来源：中国充电联盟，安信证券研究中心

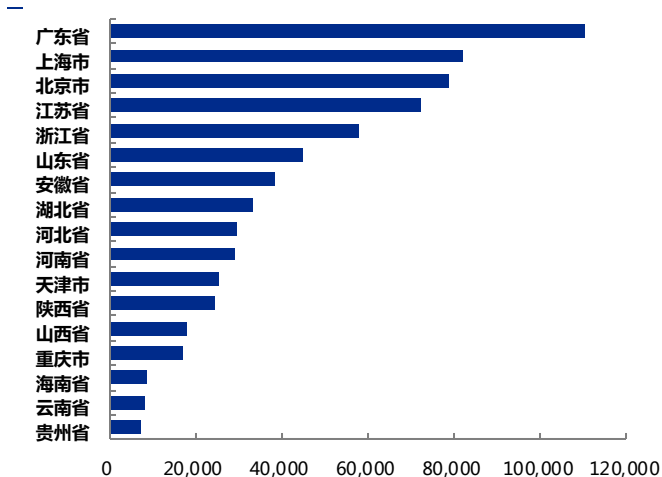
图 25：各类别充电桩保有量（万个）



资料来源：中国充电联盟，安信证券研究中心

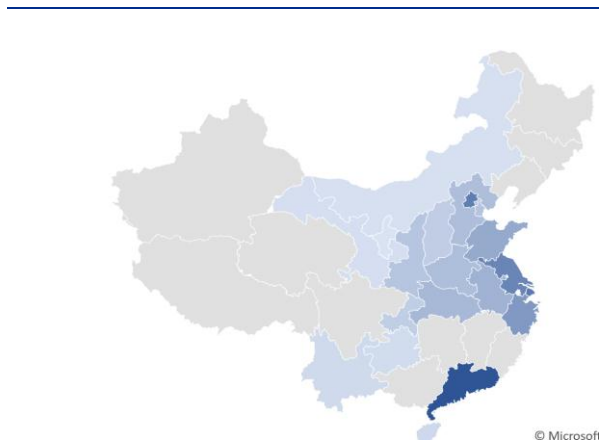
我国公共充电桩区域集中度较高，主要分布在东部沿海等经济发达地区。其中，长三角、京津冀、珠三角是公共充电桩的主要集中地，东部地区沿海省份公共充电桩的建设数量普遍较多，东北、西北和西南部分地区公共充电桩分布较少。截至 2020 年 12 月，广东省公共充电桩保有量最大达到 11.02 万台；上海、北京、江苏和浙江的公共充电桩保有量均超过 5 万台，分别为 8.18 万、7.87 万、7.24 万和 5.78 万台。超过 1 万台公共充电桩的省份还包括山东省、安徽省、湖北省、河北省、河南省、天津市、福建省、陕西省、四川省、山西省、湖南省、重庆市和江西省。当前充电基础设施发展不平衡，未来随着新能源汽车渗透率持续提升，西部地区、东北部地区充电桩建设短板有望逐渐补齐。

图 26：我国各省公共充电桩保有量情况



资料来源：中国充电联盟，安信证券研究中心

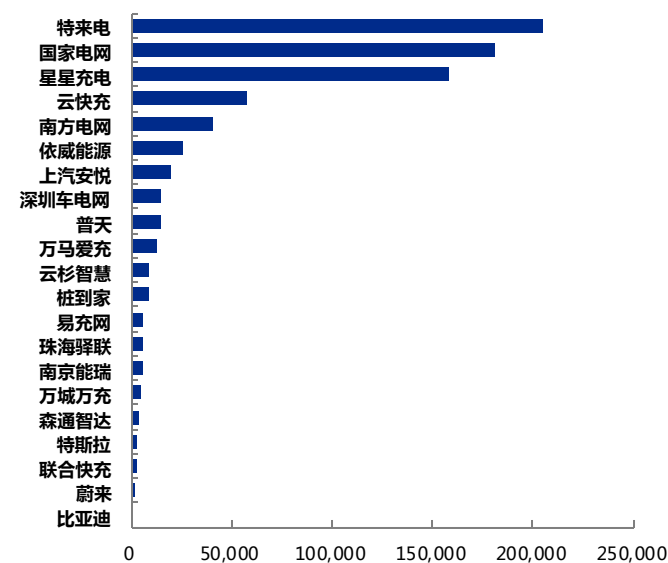
图 27：我国各省公共充电桩保有量情况



资料来源：中国充电联盟，安信证券研究中心

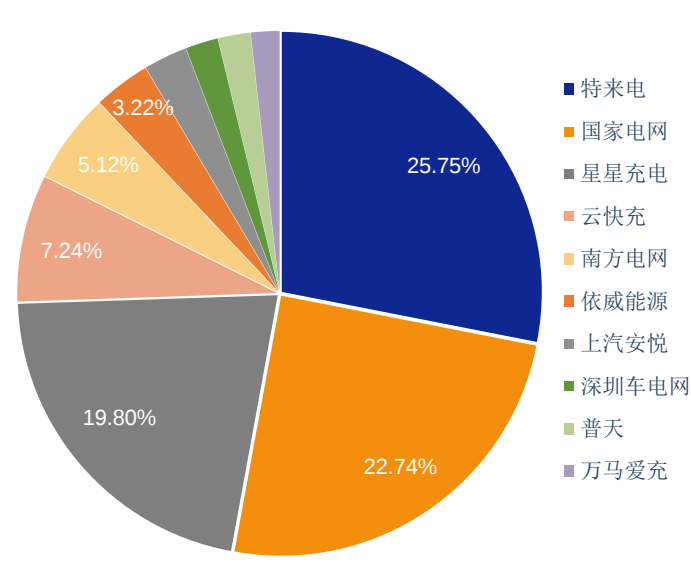
我国充电运营商集中度较高，电动汽车换电模式仍处于起步阶段。1) 前三充电运营商公共充电桩占比达 68.28%、前五大运营商占比达 80.65%、前十占比达 91.69%；2) 2020 年，特来电、国家电网、星星充电、云快充、南方电网在运营公共充电桩为 20.55、18.15、15.8、5.78、4.09 万台，占比分别为 25.75%、22.74%、19.8%、7.24%、5.12%；3) 截至 2020 年底，中国充电联盟成员单位上报换电站 555 座，目前国内主要换电设施运营商为奥动、蔚来、杭州伯坦，三家分别运营 286 座、175 座、94 座换电站。

图 28：2020 充电运营商在运营公共充电桩



资料来源：中国充电联盟，安信证券研究中心

图 29：2020 充电运营商在运营公共充电桩占比



资料来源：中国充电联盟，安信证券研究中心

政策推动充电桩市场高速发展。国务院总理李克强 2021 年 3 月 5 日在政府工作报告中指出：扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电。扩大环境保护、节能节水等企业所得税优惠目录范围，促进新型节能环保技术、装备和产品的研发应用，培育壮大节能环保产业。国家大力推动新能源行业及充电桩建设工作，随着两大行业的进一步发展，连接器作为电子元器件相关行业，其市场将进一步扩大。

表 5：国家新能源汽车及充电桩建设政策

政策名称	政策内容	针对行业
《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	到 2025 年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右。到 2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用。2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%。	新能源汽车
《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》	对作为公共设施的充电桩建设给予财政支持，给予新能源汽车停车、充电等优惠政策。	充电桩
《国家发展改革委等部门关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》	到“十四五”末，我国电动汽车充电保障能力进一步提升，形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，能够满足超过 2000 万辆电动汽车充电需求。具体实施意见：1) 加快推进居住社区充电设施建设安装；2) 提升城乡地区充换电保障能力；3) 加强车网互动等新技术研发应用；4) 加强充电设施运维和网络服务；5) 做好配套电网建设与供电服务；6) 加强质量和安全监管；7) 加大财政金融支持力度	充电桩
基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）	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，重点推动连接器与组件、微特电机和物理电池等电子元器件应用	新能源汽车

资料来源：国务院，安信证券研究中心

受益于车桩比降低及直流充电比例提升，我们预计 2025 年国内充电枪市场规模有望提升至 21 亿元。我们的测算基于以下假设：1) 预计车桩比 2025 年降低至 2；2) 预计新增公共充电桩占总新增充电桩比例为 40%；3) 新增公共充电桩中直流充电枪占比持续提升，预计至 2025 年提升至 90%；4) 直流充电桩单价 1200 元，交流充电枪单价 300 元。5) 私人充电桩均为交流充电桩。基于以上假设我们测算 2022 年国内充电枪市场规模有望达到 11.2 亿元，至 2025 年国内充电枪市场规模有望达到 21 亿元，2021—2025 年复合增速 49%。

表 6：中国充电枪市场规模测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源车保有量（万辆）	492	784	1354	1854	2334	2794
车桩比	2.9	3	2.8	2.5	2.2	2
充电桩保有量（万个）	168.1	261.7	484	742	1061	1397
新增充电桩（万个）	46.2	93.6	222	258	319	336
新增公共充电桩（万个）	29.1	34	84	103	128	134
——直流桩（万个）	9.4	16.1	51	83	115	121
——交流桩（万个）	19.7	17.9	34	21	13	13
新增私人充电桩（万个）	17.1	59.6	138	155	192	202
直流充电枪市场规模（亿元）	1.1	1.9	6.1	9.9	13.8	14.5
交流充电枪市场规模（亿元）	1.1	2.3	5.1	5.3	6.1	6.5
充电枪市场规模（亿元）	2.2	4.3	11.2	15.2	19.9	21.0

资料来源：乘联会，中国充电联盟，智研咨询，安信证券研究中心

4. 充电枪布局领先，液冷超充先发优势显著有望逐步放量

4.1. 充电枪产品品类完备，覆盖交流、直流、液冷超充

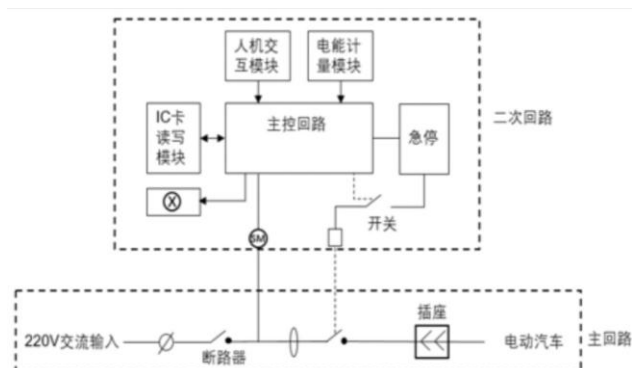
公司充电枪产品包括交流枪，直流枪，液冷充电枪。伴随新能源汽车产销量规模持续扩大，对充电设备的需要也与日俱增。充电模式分为常规充电及快速充电两种，常规充电对应的充电设备为交流充电桩，是指固定安装在电动汽车外，与交流电网连接，为电动汽车车载充电机提供 220V 或 380V 交流电源的供电装置。交流充电桩无法为电池直接充电，需通过交流充电枪连接车载充电机才能完成充电过程，由于车载充电机功率相对较小，因此使用交流枪充电时间较长，但对蓄电池的寿命影响较小，且设备结构简单，成本较低。

图 30：永贵 YG1143 交流充电枪



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 31：交流充电电气工作原理



资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

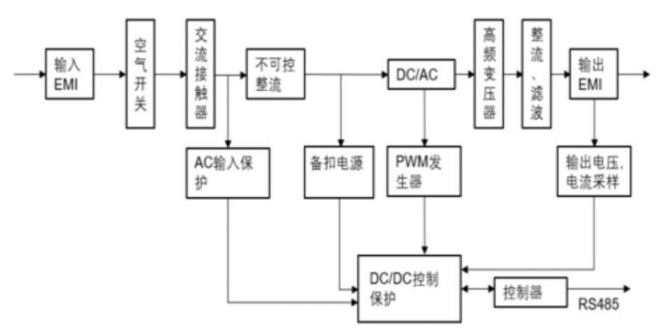
直流充电枪电流大，充电速度快。直流充电桩是指固定安装在电动汽车外，与交流电网直接连接，可为非车载电动汽车电池提供直流电源的供电装置。直流充电桩采用三相四线制供电，内置大功率直流充电模块，可以输出高达 150-600A 的电流，从而实现快充的功能。充电过程中，三相交流电经配电变压器降压后，统一经整流装置变为直流电，再经滤波后通过 DC/DC 功率变换器，经高频功率变换器变换输出需要的直流，再次滤波后为电动汽车动力蓄电池充电。另外由于直流充电桩功率通常为 100-400kW 的大功率，需要配备专用的供电线路及变压器等设备。

图 32：永贵 YG762 直流充电枪



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

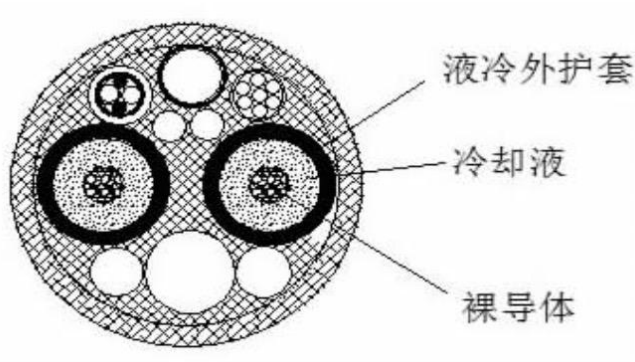
图 33：直流充电桩功率模块



资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

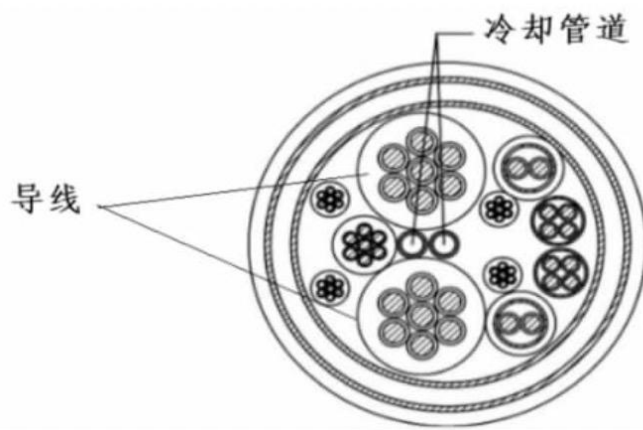
液冷充电枪功率更大，同时防止端子及线缆温度过高，提升充电安全性。大功率液冷充电枪是通过电子泵来驱动冷却液流动，冷却液在经过液冷线缆时(液冷线缆在工作时由于承载大电流会发热)，带走线缆及充电连接器的热量，回到油箱(储存冷却液)，然后通过电子泵驱动经过散热器散发热量，如此循环工作，可以达到小截面积线缆通载大电流、低温升的要求。现行充电标准 GB/T 20234.1 及 IEC 62196-1 中规定充电枪的工作温度为 -30°C — 50°C 。绝缘油一般工作温度为 -50°C — 150°C ，闪点温度高、比热容值小、绝缘安全可靠，因此国内充电枪及瑞士灏讯厂家选择绝缘油作为液冷充电枪的冷却介质。水+制冷剂一般工作温度 -40°C — 150°C ，比热容值大，粘度小，但不绝缘，国内充电枪厂家基于安全性的考虑，很少将其选用为液冷枪冷却介质。水+制冷剂作为车辆的常用冷却液，具有价格便宜、购买方便、通用性强等优点，目前德国菲尼克斯、美国特斯拉采用水+制冷剂作为其大功率液冷枪冷却介质。

图 34：绝缘油液冷线结构



资料来源：《科学技术创新》，安信证券研究中心

图 35：水+制冷剂液冷线结构



资料来源：《科学技术创新》，安信证券研究中心

4.2. 液冷超充方兴未艾，有望迎来高速发展

特斯拉超充功率领先，液冷技术提升充电枪安全性及轻便性。特斯拉 V3 超充系统中每个充电桩拥有 250kW 的充电功率，桩与桩之间不会分流降低充电功率，相较 V2 超充桩的峰值功率 120kw，V3 充电桩大幅提升了充电速度。在硬件方面，V3 超充桩采用了液冷充电线，将电线的直径从 V2 的 36.3mm 缩减为 23.87mm，充电线直径减小 44% 左右，使车主插拔充电枪时更为轻松；在软件方面，新网络系统配备 On-Route 电池预处理方案，当其判断车辆正在导航前往充电站时，车辆电池会进行预热处理，从而当车辆充电时实现更快的充电速度。特斯拉超充投放早、覆盖面广、充电功率高，目前仍在不断扩展超充网络。

图 36: V3 超充电桩与 V2 外观差异不大,但是功率达到 250kW



资料来源: 特斯拉官网, 安信证券研究中心

图 37: 液冷技术使得 V3 超充线直径减少约 44%



资料来源: 特斯拉官网, 安信证券研究中心

小鹏超充支持为其他品牌汽车充电, 强调开放包容。小鹏汽车超充站为 180kW 双枪直流快充桩, 柔性分配电流, 其单枪最高功率达 120kW, 平均功率为 90kW, 满足国内绝大部分纯电动车需求。在兼容性方面, 小鹏超充桩可适配所有具备直流快充功能、符合国标充电接口的新能源车, 开放性强。同时, 超充桩充分智能化, 用户可通过充电地图 App 智能寻桩、预约充电、智能解锁等, 且全覆盖 WiFi。

图 38: 小鹏超充桩开放性强



资料来源: AI 汽车制造业, 安信证券研究中心

蔚来超充是继换电、补能车之后又一快速补能方案。蔚来在推出换电站、移动充电车以及慢充桩后推出其超级充电站, 面向全体新能源车开放。蔚来超充采用 210kW 主机 1 拖 4 的配置, 根据实际运营情况, 功率可随时升级至 270kW, 以满足更强的充电需求, 4 个超充桩分为两组, 每组共享 105kW 的充电功率, 即单枪最高功率 105kW。此外根据两个桩两辆车的充电顺序、电量等因素, 105kW 动态分配给两个桩。

图 39：蔚来超充电桩



资料来源：皆电，安信证券研究中心

图 40：蔚来超充电枪



资料来源：皆电，安信证券研究中心

目前仅特斯拉充电枪领先应用液冷技术，液冷充电枪未来发展空间广阔。为了满足快速补能需求，未来充电桩充电功率将越来越大，液冷技术是可以同时解决充电枪散热问题和充电线缆的重量问题的理想方案。目前仅特斯拉V3超充的充电功率达到了250kW应用了液冷技术，小鹏、理想超充功率均低于150kW，暂未搭载液冷超充技术。未来随着超充功率的提升，各个品牌超充站均有望引入液冷超充枪，液冷充电枪未来发展空间广阔。

表 7：特斯拉、小鹏、蔚来超充技术对比

	特斯拉 V2 超充	特斯拉 V3 超充	小鹏超充	蔚来超充
覆盖城市	超 360 个	-	337 个	202 个
首次建设时间	2015	2019.3	2018.3	2019.7
充电功率	145kW	250kW	120kW	105kW
是否采用液冷技术	否	是	否	否
特点	高功率	高功率，轻便	高开放度	高开放度

资料来源：特斯拉官网，小鹏官网，蔚来官网，安信证券研究中心 数据截止至 2022 年 3 月

公司液冷布局领先，国内率先实现商业化量产。从产品布局上，充电枪是永贵电器的拳头产品之一，公司于 2017 年-2018 年完成国标充电枪迭代以及美标充电枪开发验证，目前，公司具备完备的国标、美标、欧标产品系列，涵盖直流/交流充电枪，主要产品性能位居行业前列。根据公司公告，公司是国内少数完成超级快充相关技术储备的企业，公司液冷大电流充电枪电流指标可达到 600A，电压可达到 1000V，并形成批量供货，在技术上处于国际先进水平。根据公司公告，公司充电枪主要面向车企自建和第三方公共充电桩，客户涵盖华为、小鹏、理想、许继等。根据公司公告，大功率充电枪是未来的充电技术趋势，公司是国内首家液冷充电枪商业化量产的企业。

5. 盈利预测及估值

核心假设：

轨道交通与工业：轨交行业新建里程数稳健增长，我们预计公司轨交连接器未来收入基本保持平稳，轨道门系统、轨交贯通道等新业务线销售渠道持续拓展收入有望持续增长。我们预计公司轨道交通与工业板块 2021/22/23 年营业收入有望达到 6.6/7.2/8.0 亿元。

车载能源与信息：公司车载能源与信息板块包括通信及新能源汽车两大板块。公司通信板块与华为、中兴通讯等大客户绑定，预计未来收入有望保持平稳增长。新能源汽车板块受益于新能源汽车渗透率快速提升及公司客户群体持续拓展，同时考虑到公司液冷充电枪先发优势显著有望抢占较大市场份额，预计新能源汽车板块有望高速增长。我们预计公司轨道交通与工业板块 2021/22/23 年营业收入有望达到 3.8/6.6/11.5 亿元。

军工及其他：剥离翊腾业务后导致 2021 年公司军工及其他板块营业收入出现下滑。军工业务是公司连接器业务的标杆，受益于公司产品竞争力提升及行业景气度上升，我们预计公司军工业务未来有望平稳增长，预计 2021/22/23 营业收入有望达到 0.80/0.87/0.95 亿元。基于以上核心假设，我们预计公司 2021/22/23 年营业收入 11.2/14.7/20.4 亿元，归母净利润 1.21/1.56/2.09 亿元。

表 8：永贵电器收入拆分及盈利预测(单位：百万元)

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,053.7	1,115.0	1,467.0	2,041.2
——轨道交通与工业	631.9	659.9	719.3	798.4
——车载能源与信息	301.0	375.4	661.3	1,147.9
——军工及其他	120.8	79.7	86.5	94.9
营业利润	113.3	127.3	163.3	219.6
归母净利润	105.0	121.0	155.5	209.3

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

我们选取连接器公司瑞可达、电连技术、鼎通科技作为可比公司。根据 wind 一致预期，可比公司 2022 年平均 PE36 倍。结合可比公司估值及公司成长性我们给予公司 2022 年 35 倍 PE，对应目标市值 54.4 亿元，对应目标价 14.35 元。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

表 9：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
688800.SH	瑞可达	110	0.7	1.2	1.9	2.9	96	57	37
300679.SZ	电连技术	143	2.7	3.9	5.4	7.1	37	27	20
688668.SH	鼎通科技	43	0.7	1.1	1.8	2.6	39	25	17
平均			1.4	2.0	3.0	4.2	57	36	25
300351.SZ	永贵电器	45	1.0	1.2	1.6	2.1	37	29	22

资料来源：Wind 一致预期，安信证券研究中心 注：市值日期为 2022 年 3 月 21 日

6. 风险提示

原材料价格上涨超预期：公司原材料成本占总成本比重较大。若原材料价格上涨超预期可能损害公司盈利能力，使得公司毛利率净利率均出现下滑，进而可能导致公司业绩不及预期。

新能源汽车销量不及预期：大宗商品价格持续上涨，导致车企提价以应对原材料价格上涨。新能源汽车价格上涨将抑制消费需求，进而导致新能源汽车销量不及预期。国内新能源汽车销量快速增长是我们盈利预测的关键假设，若新能源汽车销售不及预期可能导致公司业绩不及预期。

液冷超充市场推广进度不及预期：液冷超充是充电技术发展的重要趋势，但是受制于其成本较高及消费者价格承担能力等因素制约，液冷超充市场推广进度可能不及预期。

轨交行业景气度不及预期：公司收入结构中目前轨交行业收入仍占据较大比例，公司业绩受轨交行业整体景气度影响较大，若高铁新增里程数不及预期或财政轨交相关投入力度减弱，可能导致公司业绩不及预期。

计算假设不及预期：若我们计算盈利预测的假设不及预期，则可能导致公司实际业绩低于我们的预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,080.3	1,053.7	1,115.1	1,467.0	2,041.2	成长性					
减:营业成本	714.5	669.8	730.3	996.2	1,427.3	营业收入增长率	-17.6%	-2.5%	5.8%	31.6%	39.1%
营业税费	10.4	11.2	6.1	7.3	10.2	营业利润增长率	-12.6%	-127.2%	12.3%	28.4%	34.4%
销售费用	113.8	94.7	89.2	102.7	122.5	净利润增长率	-6.3%	-124.4%	15.2%	28.5%	34.6%
管理费用	130.7	105.0	100.4	110.0	138.8	EBITDA 增长率	-212.7%	-65.7%	18.5%	22.1%	25.1%
研发费用	108.6	88.2	93.4	122.8	163.3	EBIT 增长率	-178.7%	-74.1%	11.0%	29.3%	35.9%
财务费用	-5.9	-13.3	-17.0	-20.8	-25.9	NOPLAT 增长率	-6.5%	-121.4%	10.2%	29.4%	36.1%
资产减值损失	-349.6	-17.2	-17.2	-17.2	-17.2	投资资本增长率	-30.4%	-5.2%	-2.7%	0.8%	-0.2%
加:公允价值变动收益	0.6	-0.0	-	-	-	净资产增长率	-19.7%	5.5%	6.1%	7.4%	9.2%
投资和汇兑收益	31.4	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6						
营业利润	-416.8	113.3	127.3	163.3	219.6	利润率					
加:营业外净收支	-9.5	-3.1	-0.3	-0.3	-0.3	毛利率	33.9%	36.4%	34.5%	32.1%	30.1%
利润总额	-426.3	110.2	127.0	163.1	219.3	营业利润率	-38.6%	10.8%	11.4%	11.1%	10.8%
减:所得税	32.6	3.1	3.6	4.4	5.7	净利率	-39.8%	10.0%	10.8%	10.6%	10.3%
净利润	-429.8	105.0	121.0	155.5	209.3	EBITDA/营业收入	42.8%	15.1%	16.9%	15.6%	14.1%
						EBIT/营业收入	35.5%	9.4%	9.9%	9.7%	9.5%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	184	155	130	99	66
货币资金	435.1	572.7	696.4	853.8	1,073.6	流动营业资本周转天数	294	267	250	181	133
交易性金融资产	2.9	35.7	70.0	70.0	70.0	流动资产周转天数	559	592	622	541	468
应收帐款	587.3	565.4	487.7	490.3	416.9	应收帐款周转天数	224	197	170	120	80
应收票据	192.6	209.9	254.7	397.3	544.0	存货周转天数	102	109	111	102	98
预付帐款	7.0	7.9	7.5	13.4	17.1	总资产周转天数	883	841	841	712	587
存货	322.9	312.4	377.3	452.8	657.3	投资资本周转天数	577	473	430	323	233
其他流动资产	67.7	148.1	107.9	128.0	117.9						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	-22.9%	5.3%	5.7%	6.9%	8.5%
长期股权投资	91.9	95.6	99.3	103.0	106.7	ROA	-19.0%	4.3%	4.6%	5.1%	6.0%
投资性房地产	49.0	45.9	45.9	45.9	45.9	ROIC	-22.3%	6.8%	7.9%	10.6%	14.3%
固定资产	510.8	396.7	409.8	394.1	352.5	费用率					
在建工程	13.1	7.2	5.1	4.0	3.5	销售费用率	10.5%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%
无形资产	99.4	80.3	109.6	132.5	149.2	管理费用率	12.1%	10.0%	9.0%	7.5%	6.8%
其他非流动资产	30.7	33.5	28.1	14.5	7.3	研发费用率	10.1%	8.4%	8.4%	8.4%	8.0%
资产总额	2,410.4	2,511.3	2,699.3	3,099.7	3,561.9	财务费用率	-0.5%	-1.3%	-1.5%	-1.4%	-1.3%
短期债务	13.3	3.4	-	-	-	四费/营业收入	32.1%	26.1%	23.8%	21.5%	19.5%
应付帐款	289.2	287.6	329.1	517.7	699.5	偿债能力					
应付票据	59.1	72.7	93.7	144.3	212.5	资产负债率	20.2%	19.2%	20.2%	25.4%	29.1%
其他流动负债	80.2	68.0	79.1	79.4	77.6	负债权益比	25.3%	23.7%	25.4%	34.1%	41.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.66	4.29	3.99	3.24	2.93
其他非流动负债	45.2	49.7	44.2	46.3	46.7	速动比率	2.93	3.57	3.24	2.63	2.26
负债总额	486.9	481.4	546.0	787.7	1,036.4	利息保障倍数	-65.43	-7.48	-6.47	-6.84	-7.48
少数股东权益	43.4	45.0	47.4	50.6	54.8	分红指标					
股本	383.6	383.6	383.6	383.6	383.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	1,496.4	1,601.2	1,722.2	1,877.7	2,087.1	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,923.5	2,029.9	2,153.3	2,312.0	2,525.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	-458.9	107.1	121.0	155.5	209.3	EPS(元)	-1.12	0.27	0.32	0.41	0.55
加:折旧和摊销	83.8	63.8	77.7	86.9	93.4	BVPS(元)	4.90	5.17	5.49	5.89	6.44
资产减值准备	465.5	4.2	-	-	-	PE(X)	-10.4	42.4	36.8	28.6	21.3
公允价值变动损失	-0.6	0.0	-	-	-	PB(X)	2.4	2.2	2.1	2.0	1.8
财务费用	0.5	-1.1	-17.0	-20.8	-25.9	P/FCF	21.7	26.4	28.9	30.8	21.0
投资损失	-31.4	2.6	2.6	2.6	2.6	P/S	4.1	4.2	4.0	3.0	2.2
少数股东损益	-29.1	2.1	2.5	3.2	4.2	EV/EBITDA	6.3	18.7	19.5	15.3	11.5
营运资金的变动	89.5	-146.6	78.3	4.9	-19.2	CAGR(%)	-170.2%	25.9%	-163.3%	-170.2%	25.9%
经营活动产生现金流量	-13.7	109.5	265.0	232.2	264.5	PEG	0.1	1.6	-0.2	-0.2	0.8
投资活动产生现金流量	-17.4	-66.6	-154.9	-95.6	-70.6	ROIC/WACC	-2.2	0.7	0.8	1.1	1.4
融资活动产生现金流量	-9.9	-3.8	13.6	20.8	25.9	REP	-0.9	3.2	3.5	2.5	1.7

资料来源：Wind 资讯、安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034