

徕木股份 (603633.SH) 中国汽车连接器领军企业，乘新能源之风扬帆起航

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

罗通（分析师）

刘天文（分析师）

刘书珣（联系人）

luotong@kysec.cn

liutianwen@kysec.cn

liushuxun@kysec.cn

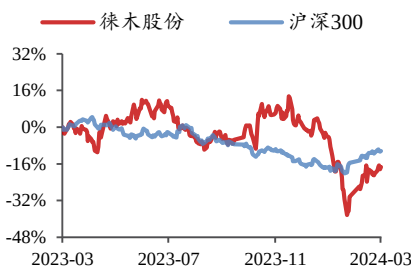
证书编号：S0790522070002

证书编号：S0790523110001

证书编号：S0790122030106

日期	2024/3/15
当前股价(元)	7.68
一年最高最低(元)	13.90/5.16
总市值(亿元)	32.78
流通市值(亿元)	32.78
总股本(亿股)	4.27
流通股本(亿股)	4.27
近3个月换手率(%)	84.24

股价走势图



数据来源：聚源

● 徕木股份为国内优质汽车连接器供应商，首次覆盖给予“买入”评级

徕木股份为优质汽车电子供应商，主营汽车连接器、手机连接器以及手机屏蔽罩等产品。其中汽车连接器涵盖中低压以及高压连接器品类，已开发上千余料号，成功打入科士达、法雷奥、比亚迪等知名客户供应链。我们预测 2023~2025 年公司归母净利润为 0.9/1.5/2.2 亿元，当前股价对应 PE 为 35.8/21.8/14.9 倍，考虑公司未来新基地投产后高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

● 汽车电动化驱动高压连接器增长，我们预计 2025 年国内空间约 300 亿元

新能源汽车 800V 高压架构逐渐普及，国内外车企规划布局相继走向量产。目前全球有 20 余家汽车品牌确定推出 800V 新能源汽车。我们认为新能源汽车高压架构转化趋势带动高压连接器市场需求，预计 2025 年高压连接器市场规模可达 299.3 亿元，2021~2025 年 CAGR 为 38.6%。

● 受益汽车智能化趋势，我们预计 2025 年国内高频高速连接器空间约 136 亿元

汽车智能化新增高清摄像头、毫米波雷达、激光雷达、超声波雷达等各类传感器，以及 ADAS、网关等控制模块。随着智能驾驶渗透率逐渐提升，数据传输与连接需求的多样化，高速连接器价值量随着自动驾驶等级的提升持续上涨。我们预计 2025 年高速连接器市场规模有望达到 136.2 亿元，2021~2025 年 CAGR 为 28.6%。

● 定增扩产汽车连接器项目，远期将精密制造能力拓展到光伏、氢能源领域

公司于 2022 年完成定增，募资 7 亿用于新能源汽车连接器及研发中心项目，预计达产后新增年产 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产能。同时公司计划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。我们认为随着公司产品在多个领域开发的产品日益丰富、产品线逐渐丰富，将形成公司新的利润增长点。

● 风险提示：终端车企价格战、新能源汽车销量下滑、公司产能投放不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	686	931	1,115	1,568	2,314
YOY(%)	29.5	35.7	19.8	40.7	47.5
归母净利润(百万元)	48	68	91	150	221
YOY(%)	11.3	43.2	33.8	64.5	46.7
毛利率(%)	26.3	25.7	24.8	24.8	24.7
净利率(%)	7.0	7.3	8.2	9.6	9.5
ROE(%)	4.3	3.7	4.7	7.3	9.8
EPS(摊薄/元)	0.11	0.16	0.21	0.35	0.52
P/E(倍)	68.7	48.0	35.8	21.8	14.9
P/B(倍)	3.0	1.8	1.7	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 徕木股份：汽车连接器领军企业，乘新能源之风扬帆起航.....	4
1.1、 公司概况：成立二十余载，深耕汽车+消费电子两大赛道.....	4
1.2、 主营业务：以连接器为核心，覆盖汽车及手机领域.....	5
1.3、 财务状况：汽车电子为公司主要增长驱动力，经营能力不断提升	8
1.4、 定增扩产&股权激励：定增扩产连接器项目，股权激励与员工利益深度绑定	10
2、 汽车连接器：我们预计国内高压连接器（300 亿元）+高频高速连接器（136 亿元）市场规模总计 436 亿元	11
2.1、 高压连接器：电动化浪潮推动高压连接器市场，我们预计 2025 年国内高压连接器市场规模约 300 亿元	12
2.2、 高频高速连接器：受益于汽车智能化趋势，我们预计 2025 年国内高频高速连接器市场规模为 136 亿元	14
2.3、 竞争格局：泰科/罗森博格为全球汽车高压/高频高速连接器头部企业，国内厂商加速追赶	17
2.4、 技术壁垒：高压/高频连接器技术要点为重载流温升能力/电磁屏蔽性能，徕木开发千种汽车连接器料号	20
2.5、 客户资源：下游汽车客户优质，已打入头部 Tier1 客户	23
3、 手机连接器：手机连接器向轻薄化发展，QY Research 预计 2022 年全球手机连接器市场规模为 32.06 亿美元	24
4、 盈利预测与投资建议	26
4.1、 盈利预测	26
4.2、 投资建议	27
5、 风险提示	28
附：财务预测摘要	29

图表目录

图 1： 公司上市后着重发展汽车电子连接器业务.....	4
图 2： 徕木股份股权清晰且结构稳定，方培教为公司实控人.....	5
图 3： 徕木股份收入增长主要系汽车业务推动，2023Q1-Q3 营收 YOY+15.80%.....	8
图 4： 汽车类产品营收占比持续攀升，2023H1 汽车收入占比 76.44%.....	9
图 5： 2023Q1-Q3 公司毛利率为 26.34%.....	9
图 6： 徕木股份汽车业务毛利率维持稳定	9
图 7： 徕木股份研发费用整体呈上升态势（单位：亿元）	10
图 8： 徕木股份研发投入占比及研发人员数量近五年持续提升.....	10
图 9： 徕木股份期间费用率呈持续下降态势.....	10
图 10： 徕木股份归母和扣非归母净利润持续增长（单位：亿元）	10
图 11： 汽车连接器广泛分布于车内各个位置.....	12
图 12： L3 是区分辅助驾驶和自动驾驶的分水岭	16
图 13： 全球高级别自动驾驶等级不断向高阶渗透.....	16
图 14： 泰科为全球汽车连接器龙头（2019 年数据）	18
图 15： 本土连接器厂商汽车业务占比持续提升.....	19
图 16： 2021 年罗森博格占据了国内高频高速连接器 50%的市场	19
图 17： 罗森博格 HFM 连接器速率高体积小.....	22
图 18： QY Research 预计 2022 年全球手机连接器市场规模为 32.06 亿美元.....	25
图 19： QY Research 预计 2022 年全球手机连接器销量为 225.8 亿个.....	25
表 1： 公司产品覆盖汽车连接器、手机连接器和手机屏蔽罩.....	5
表 2： 汽车精密连接器及组件、配件持续增长(单位：亿元).....	6

表 3: 徕木股份汽车连接器产品品类齐全	6
表 4: 徕木股份汽车连接器创新产品包括方向盘转向模块连接器、安全气囊模块连接器等	7
表 5: 徕木股份手机连接器主要包括插座卡座类连接器以及射频弹片连接器	8
表 6: 徕木股份股权激励计划 2023-2025 年度业绩考核目标	11
表 7: 徕木股份股权激励计划个人层面系数表	11
表 8: 汽车连接器分为低压、高压和高频高速三大类别	12
表 9: 目前高压连接器已经发展到第四代	12
表 10: 知名车企纷纷采用 800V 架构布局	13
表 11: 我们预计 2021~2025 年中国高压连接器 CAGR 为 38.6%	14
表 12: 数据传输与连接需求多样化导致高频连接器品类广泛	15
表 13: 预计 2025 年中国汽车高速高频连接器市场规模为 136.2 亿元, 2021-2025 年 CAGR 为 28.6%	17
表 14: 国内外厂商高压连接器性能指标接近	18
表 15: 罗森博格为全球高频高速连接器龙头企业, 电连技术为国内头部企业	20
表 16: 连接器指标用于应对不同应用场景	21
表 17: 徕木股份在汽车连接器领域掌握多项核心技术	23
表 18: 徕木股份在汽车领域拥有优质的客户资源	24
表 19: 徕木股份手机连接器以及电磁屏蔽技术国内领先	25
表 20: 徕木股份在手机领域拥有优质客户群体	26
表 21: 徕木股份 2023-2025 年收入及毛利率预测	27
表 22: 可比公司估值对比	28

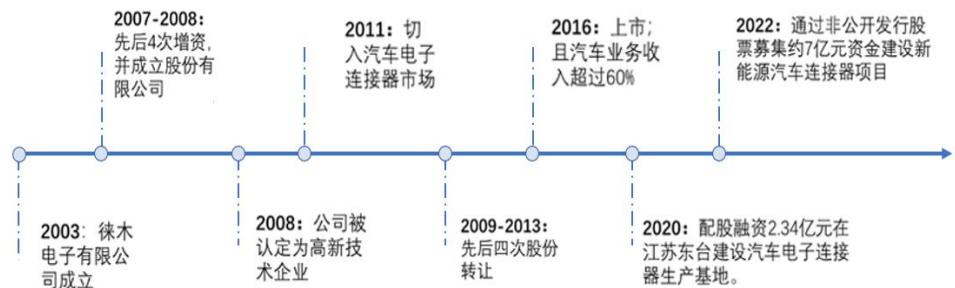
1、徕木股份：汽车连接器领军企业，乘新能源之风扬帆起航

1.1、公司概况：成立二十余载，深耕汽车+消费电子两大赛道

深耕精密电子元件领域，连接器行业领先企业。上海徕木电子股份有限公司成立于 2003 年，2016 年在上海证券交易所上市，经过近二十年的发展，已成为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。公司以产品和模具研发为核心，以先进的模具开发技术、精密冲压和注塑等制造技术为支撑，为手机、汽车等多领域客户提供内、外部连接器、保护核心组件以免受到电磁干扰的屏蔽罩的设计方案及产品。从公司发展历程来看，主要分为四个阶段：

- 第一阶段是（2003-2005 年）：涉足汽车。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，初步掌握了产品研发及模具开发技术。
- 第二阶段（2006-2009 年）：发力手机。面对手机需求的增长趋势，公司迅速调整战略，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，逐步开发并销售多款手机类连接器及屏蔽罩产品。
- 第三阶段（2010-2015 年）：业务结构优化。公司调整手机客户结构，与中兴、酷派、海信、TCL 等加强了合作关系，并为夏普、联想、小米、魅族等供应关键部件。但由于行业内部竞争激烈，2013 年后手机业务表现羸弱。在汽车领域，公司已实现对法雷奥集团、科世达集团、麦格纳集团等公司供货，汽车业务实现快速增长。
- 第四阶段（2016 年至今）：回归汽车业务核心。公司加大对汽车业务的投入，确定其作为主导业务。经过两次再融资，明确以汽车电子连接器为核心方向，现已成为公司主要增长引擎。

图1：公司上市后着重发展汽车电子连接器业务



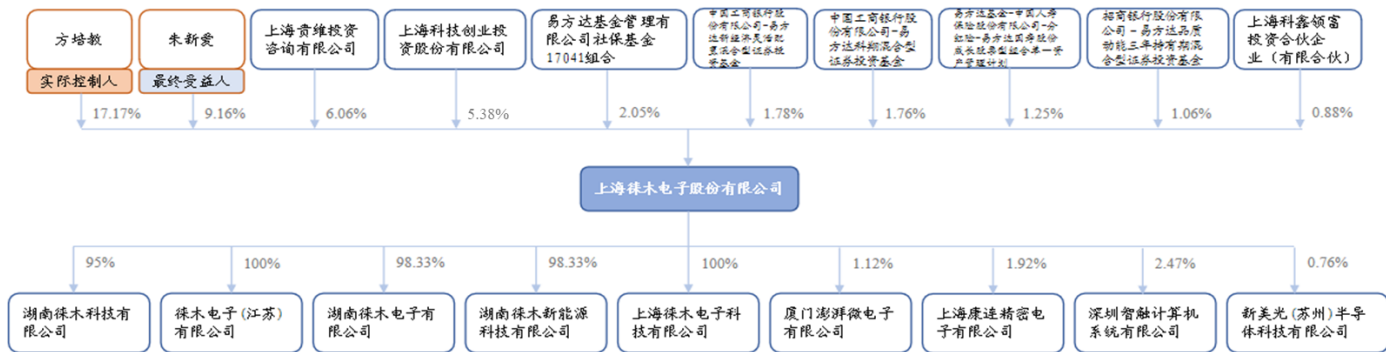
资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司股权结构较为稳定，并在上海、江苏和湖南设有生产基地。截止到 2023/10/31，上海徕木电子股份有限公司的最大股东及实际控制人方培教持有公司 23.23%的股份，其中直接持有 17.17%，通过上海贵维投资咨询有限公司间接持有 6.06%。公司第二大股东兼董事长、总经理朱新爱持有公司 9.16%的股份，上海科技创业投资股份有限公司持有公司 5.38%股份。

上海徕木电子股份有限公司总部位于上海，在湖南、江苏及深圳设有全资子公司和分公司，其中上海徕木电子科技有限公司、湖南徕木电子有限公司、徕木电子(江苏)有限公司及上海康连精密电子有限公司均围绕连接器、屏蔽罩及模具研发生产进

行布局，支持公司主营业务发展。

图2：徕木股份股权清晰且结构稳定，方培教为公司实控人



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所 时间截止日期为 2023/10/31

1.2、主营业务：以连接器为核心，覆盖汽车及手机领域

徕木股份以技术研发为导向，产品覆盖汽车连接器、手机连接器和手机屏蔽罩。公司是国内规模较大且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。按照应用领域的不同，公司产品可分为汽车精密连接器及配件、组件，汽车精密屏蔽罩及结构件，手机精密连接器，手机精密屏蔽罩及结构件。公司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，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。

表1：公司产品覆盖汽车连接器、手机连接器和手机屏蔽罩

汽车精密连接器产品应用	手机精密连接器产品应用	屏蔽罩产品特性及应用
【仪表控制系统】 仪表控制模块 【车身控制系统】 车身控制模块 (BCM) 【发动机系统】 发动机传感器 【安全与转向系统】 雨刮器组合开关 【安全与转向系统】 安全气囊模块 【车身总线系统】 电子控制单元 (ECU) 【车身总线系统】 车身线束连接器 【车身总线系统】 车身总线保险丝盒	B-T-B 连接器 I/O 连接器 弹片 微型射频同轴连接器 SIM 卡连接器 电池连接器 TF 卡连接器	【一体式屏蔽罩】 传统屏蔽罩结构，整体焊接在PCB板上 【复合屏蔽罩】 适用大屏手机 【分体式屏蔽罩】 取代了破坏性拆除屏蔽罩的过程，维修方便 【拉深式屏蔽罩】 采用深拉深技术，密封性高 【一体式屏蔽罩】 散热好，维修方便

资料来源：徕木股份招股说明书、开源证券研究所

汽车类产品贡献主要收入来源，汽车精密连接器及组件、配件正快速增长。2018-2023H1，汽车精密连接器及组件、配件在公司营业收入中占比始终居大头，且近年来保持逐年高速增长态势，营收从 2018 年的 2.46 亿元增长至 2022 年的 6.40 亿元，占营收比重从 56.75%增长至 68.81%。2023H1，汽车精密连接器及组件、配件营收为 3.54 亿元，占营收比重 72.26%。

表2：汽车精密连接器及组件、配件持续增长(单位：亿元)

产品类别	2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年度		2022 年度		2023H1	
	收入	营收占比	收入	营收占比	收入	营收占比	收入	营收占比	收入	营收占比	收入	营收占比
汽车精密连接器及组件、配件	2.46	56.75%	2.56	54.98%	2.75	51.88%	4.31	62.89%	6.40	68.81%	3.54	72.26%
汽车精密屏蔽罩及结构件	0.13	3.05%	0.15	3.15%	0.20	3.75%	0.24	3.46%	0.27	2.87%	0.20	4.18%
手机精密连接器	0.21	4.80%	0.24	5.17%	0.32	6.08%	0.25	3.61%	0.21	2.25%	0.06	1.31%
手机精密屏蔽罩及结构件	1.04	23.88%	1.25	26.81%	1.33	25.09%	1.41	20.57%	1.83	19.64%	0.77	15.66%
模具治具	0.26	6.09%	0.27	5.87%	0.10	1.98%	0.17	2.54%	0.20	2.17%	0.07	1.51%
其他产品	0.24	5.42%	0.19	4.03%	0.59	4.93%	0.48	6.92%	0.4	4.26%	0.25	5.07%
医疗器械及其他					0.33	6.29%						

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

徕木股份汽车连接器产品品类齐全，包含线对板连接器、线对线连接器、其他连接器以及创新类产品。徕木股份掌握了多项国内领先的核心技术，形成了线对板连接器、线对线连接器、嵌件注塑连接器等连接器及组件产品系列。此外，徕木股份在汽车连接器领域有很多创新产品，包括方向盘转向模块连接器、方向安全气囊模块连接器、车身控制模块连接器、ECU 控制模块连接器、免焊对接连接器、免焊 BCM 连接器等自主研发产品。

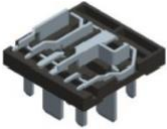
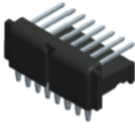
表3：徕木股份汽车连接器产品品类齐全

产品名称	图例	产品特性	应用领域
排针连接器		体积小、质量轻、组装方便、通用性强	安全与转向系统
线对板连接器	免焊接连接器 	环保、免焊接工艺、可实现维修	车身控制系统
接口连接器		防水、防尘、适应高电流、寿命长	仪表控制系统 车身控制系统
车身线束接插件		连接可靠性高、适应高电流、更换方便	车身总线系统
线对线连接器	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
其他连接器	发动机传感器 	结构复杂、体积小、高强度、高精度	发动机系统

产品名称	图例	产品特性	应用领域
嵌入式注塑连接器		精度高、可实现复杂形状、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、安装保险丝片、实现回路中对最大电流能力的保护	车身控制系统

资料来源：徕木股份招股说明书、开源证券研究所

表4：徕木股份汽车连接器创新产品包括方向盘转向模块连接器、安全气囊模块连接器等

创新产品	图例	效果	创新方向
方向盘转向模块连接器		转向灯开关、雨刷器开关集成到一个模块中	平台化、模块化
方向安全气囊模块连接器		转向灯开关、雨刮器开关、安全气囊开关集成到一个模块中	平台化、模块化
车身控制模块连接器		控制全车所有的车灯及空调系统	平台化、模块化
ECU 控制模块连接器 (ECU：电子控制单元，是汽车专用微机控制器)		连接电子控制单元与其他模块	平台化、模块化
免焊 BCM 连接器 (BCM：车身控制模块)		无焊接污染及与焊接有关的风险	无铅化
免焊对接连接器		无焊接污染及与焊接有关的风险	无铅化

资料来源：徕木股份招股说明书、开源证券研究所

徕木股份手机连接器产品品类丰富，拥有多项技术专利。徕木股份已成功研发 200 余款手机连接器，拥有 12 项国内先进技术、数十项国家专利。手机精密连接器主要分为插座、卡座类连接器和射频、弹片类连接器。此外，公司在手机连接器领域有很多创新产品，包括塑胶防呆装置、天窗式焊盘、凸包式焊盘等多项国家专利，金属防呆装置、金属导向装置、月牙式焊盘等自主研发产品。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/457002144021006053>