

21 全年营收大幅增长，22Q1 毛利率显著改善

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年度报告和 2022 年一季度报告, 2021 年实现营收 44.9 亿元, 同比+37.4%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比-24.7%。2021Q4 单季度实现营收 14.2 亿元, 同比+23.7%, 归母净利润 0.3 亿元, 同比+152.1%。2022Q1 单季实现营收 10.5 亿元, 同比+23.8%, 归母净利润 0.4 亿元, 同比+58.8%。
- **2021 全年营收大幅增长, 22Q1 盈利环比改善显著。**公司 2021 年度营收大幅增长主要在于太阳能支架及汽车连接器两大产品营收均实现大幅增长, 太阳能支架产品同比增长 70.5%, 占比提升 9.8pp 至 50.2%, 其他连接器及组件产品同比增长 30.6%, 占比达到 13.4%。原材料涨价、运输费、工厂搬迁费使得 2021 全年毛利率承压, 同比略有下降至 14.8%, 其中太阳能支架产品毛利率下滑 5.3pp, 公司通过锁定汇率和原材料价格等措施积极应对, 全年存货同比+125.5%。22Q1 毛利率环比+5.7pp 至 20.5%, 归母净利润环比+61.1%至 0.4 亿元。同时, 公司费用端管控良好, 2021 年期间费用率下降 2.6pp 至 12.5%, 销售费用率为 2.3%, 管理费用率为 8.1%, 财务费用率为 2.2%。
- **高速连接器具备先发优势, 汽车连接器业务持续放量。**前瞻布局, 公司是国内少数可量产高速连接器的企业之一, 在高速 IO 连接器细分领域具有技术及制造优势, 具备以 SFP、SFP+光电连接器为代表的优势产品, 与华为、中兴、富士康等优质客户建立了长期稳固的合作关系。汽车连接器的研发周期较长, 子公司苏州远野已实现盈亏平衡, 已获得 APTIV、华为、GKN、比亚迪、吉利等客户的项目订单, 未来有望受益于下游客户的订单放量, 凸显规模效应优势。
- **光伏支架自有品牌逐渐落地, 进一步开拓成长空间。**凭借成本及服务两大优势, 公司已突破 NEXTracker、ArrayTechnologies、GameChangeSolar 等全球 top10 的跟踪支架厂商。公司于 2021 年 7 月发布公告, 拟收购天津晟维, 主攻国内项目, 坚持自主研发打造自有品牌。我们认为, 公司本身的制造优势叠加天津晟维的技术优势, 客户及市场拓展潜力巨大, 将进一步打开公司成长空间。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.77 元、2.39 元、3.05 元, 对应 PE 分别为 14 倍、10 倍、8 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新冠疫情反复风险, 原材料价格大幅波动风险, 下游市场增长不及预期风险等。

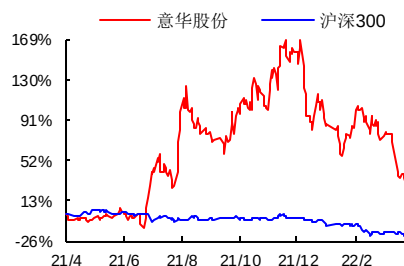
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4489.59	5528.37	6697.86	7980.74
增长率	37.37%	23.14%	21.15%	19.15%
归属母公司净利润 (百万元)	135.64	302.89	407.89	521.34
增长率	-24.67%	123.30%	34.67%	27.82%
每股收益 EPS (元)	0.79	1.77	2.39	3.05
净资产收益率 ROE	8.63%	15.85%	18.12%	19.45%
PE	31	14	10	8
PB	3.01	2.42	2.01	1.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高宇洋
 执业证号: S1250520110001
 电话: 021-58351839
 邮箱: gyy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.71
流通 A 股(亿股)	1.58
52 周内股价区间(元)	18.25-56.61
总市值(亿元)	41.47
总资产(亿元)	46.01
每股净资产(元)	8.09

相关研究

1. 意华股份 (002897): 剥离亏损资产轻装上阵, 定增保障光伏支架高增 (2022-03-21)
2. 意华股份 (002897): 原材料价格管理成效显现, 归母净利润环比提升 (2021-10-25)
3. 意华股份 (002897): 光伏跟踪支架+汽车连接器两开花 (2021-10-08)

关键假设：

1) 销量假设：公司自成立以来便确立了与大客户合作的经营战略，在连接器领域已经与华为、中兴、富士康、和硕等在内的众多优质客户建立了良好合作关系，其高端系列产品 SFP、SFP+ 等高速连接器渗透率有望进一步加强。太阳能支架业务方面，深度绑定海外跟踪支架龙头，凭借早期和 NT 的良好供应口碑，大客户开拓顺利进展，将持续受益于欧美跟踪支架的需求景气，同时天津晟维收购完成后将加码技术优势，打开国内光伏支架市场，贡献增量。以通讯连接器为例，我们预计其销量保持 5% 的稳定增长。

2) 单价假设：连接器业务方面，公司一方面进一步优化客户资源，重点发展高端客户，着力提升高端精密高速连接器、光互联产品、高端消费电子连接器等高端产品的收入占比；另一方面不断通过改良产品设计、提升效率等方式降本提质，稳定中低端连接器的价格，预计通讯连接器、消费电子连接器、其他连接器价格维持基本稳定。太阳能支架业务方面，公司通过锁定钢价的形式降低钢材价格变动的影响，预计支架产品价格维持基本稳定。

3) 毛利率假设：2021H1，公司受到海运运输费用上涨、钢材价格大幅上涨的影响，盈利能力承压，尤其光伏支架产品毛利率降幅明显。下半年起，公司通过与客户锁定铜价和汇率的方式有效保障了盈利能力。且公司于 2022 年 3 月发布公告拟剥离湖南意华实现 2022 年减亏。2022Q1，公司盈利情况环比改善显著。因此我们预计公司盈利能力将逐渐回归正常水平，以太阳能支架产品为例，预计其 2022-2024 年毛利率分别为 15%、15.5%、16%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
通讯连接器业务	收入	1103.3	1158.5	1216.4	1277.2
	增速	6.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	28.0%	26.0%	26.0%	26.0%
消费电子连接器业务	收入	344.2	378.6	416.5	458.1
	增速	16.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
其他连接器及组件业务	收入	602.0	752.5	903.0	1083.6
	增速	30.5%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%
太阳能支架业务	收入	2255.6	3045.1	3958.6	4948.2
	增速	70.5%	35.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	10.7%	15.0%	15.5%	16.0%
其他主营业务	收入	184.5	193.7	203.4	213.6
	增速	19.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	41.3%	41.0%	41.0%	41.0%
合计	收入	4489.6	5528.4	6697.9	7980.7
	增速	37.4%	23.1%	21.2%	19.2%
	毛利率	17.1%	18.9%	18.8%	18.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4489.59	5528.37	6697.86	7980.74	净利润	121.39	271.06	365.02	466.55
营业成本	3720.89	4484.31	5440.87	6481.78	折旧与摊销	134.73	62.15	62.15	62.15
营业税金及附加	18.12	22.31	27.03	32.21	财务费用	97.16	37.71	39.22	49.30
销售费用	103.70	127.69	154.70	184.33	资产减值损失	-72.37	10.00	0.00	0.00
管理费用	361.28	525.20	602.81	678.36	经营营运资本变动	-586.46	-421.14	-442.11	-410.78
财务费用	97.16	37.71	39.22	49.30	其他	-113.97	12.98	-21.40	8.57
资产减值损失	-72.37	10.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-419.54	-27.25	2.87	175.78
投资收益	21.19	0.00	0.00	0.00	资本支出	-185.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-10.69	0.67	-0.25	-1.68	其他	-227.12	2.19	-0.25	-1.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-412.26	2.19	-0.25	-1.68
营业利润	144.79	321.83	432.98	553.08	短期借款	219.20	503.62	214.12	85.06
其他非经营损益	-1.20	-1.20	-1.20	-1.20	长期借款	187.81	0.00	0.00	0.00
利润总额	143.59	320.63	431.77	551.88	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	22.20	49.57	66.76	85.33	支付股利	0.00	-27.13	-60.58	-81.58
净利润	121.39	271.06	365.02	466.55	其他	319.61	-239.39	-39.22	-49.30
少数股东损益	-14.26	-31.83	-42.87	-54.79	筹资活动现金流净额	726.62	237.10	114.32	-45.81
归属母公司股东净利润	135.64	302.89	407.89	521.34	现金流量净额	-116.32	212.04	116.95	128.29
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	340.80	552.84	669.79	798.07	成长能力				
应收和预付款项	1022.04	1432.24	1645.53	1964.48	销售收入增长率	37.37%	23.14%	21.15%	19.15%
存货	1631.67	1942.80	2383.91	2833.48	营业利润增长率	-31.41%	122.28%	34.54%	27.74%
其他流动资产	95.39	53.43	63.10	73.71	净利润增长率	-30.28%	123.30%	34.67%	27.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-8.91%	11.95%	26.72%	24.36%
投资性房地产	13.73	13.73	13.73	13.73	获利能力				
固定资产和在建工程	1128.69	1081.02	1033.34	985.67	毛利率	17.12%	18.89%	18.77%	18.78%
无形资产和开发支出	408.99	397.62	386.25	374.88	三费率	8.00%	12.49%	11.90%	11.43%
其他非流动资产	254.10	251.00	247.90	244.79	净利率	2.70%	4.90%	5.45%	5.85%
资产总计	4895.41	5724.66	6443.54	7288.81	ROE	8.63%	15.85%	18.12%	19.45%
短期借款	1067.96	1571.58	1785.70	1870.77	ROA	2.48%	4.73%	5.66%	6.40%
应付和预收款项	780.10	1288.67	1402.22	1683.03	ROIC	7.38%	8.98%	10.32%	11.67%
长期借款	565.57	565.57	565.57	565.57	EBITDA/销售收入	8.39%	7.63%	7.98%	8.33%
其他负债	1074.99	589.05	675.82	770.25	营运能力				
负债合计	3488.62	4014.87	4429.31	4889.61	总资产周转率	1.07	1.04	1.10	1.16
股本	170.67	170.67	170.67	170.67	固定资产周转率	4.84	5.34	6.78	8.49
资本公积	513.90	513.90	513.90	513.90	应收账款周转率	7.39	6.51	6.18	6.35
留存收益	750.67	1026.43	1373.74	1813.51	存货周转率	3.10	2.49	2.50	2.48
归属母公司股东权益	1376.17	1711.00	2058.31	2498.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.73%	—	—	—
少数股东权益	30.62	-1.21	-44.08	-98.87	资本结构				
股东权益合计	1406.79	1709.79	2014.23	2399.21	资产负债率	71.26%	70.13%	68.74%	67.08%
负债和股东权益合计	4895.41	5724.66	6443.54	7288.81	带息债务/总负债	46.82%	53.23%	53.08%	49.83%
					流动比率	1.13	1.22	1.29	1.37
					速动比率	0.53	0.62	0.65	0.68
					股利支付率	0.00%	8.96%	14.85%	15.65%
					每股指标				
					每股收益	0.79	1.77	2.39	3.05
					每股净资产	8.06	10.03	12.06	14.64
					每股经营现金	-2.46	-0.16	0.02	1.03
					每股股利	0.00	0.16	0.35	0.48
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	376.68	421.69	534.35	664.53					
PE	30.58	13.69	10.17	7.96					
PB	3.01	2.42	2.01	1.66					
PS	0.92	0.75	0.62	0.52					
EV/EBITDA	14.41	12.95	10.40	8.30					
股息率	0.00%	0.65%	1.46%	1.97%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn