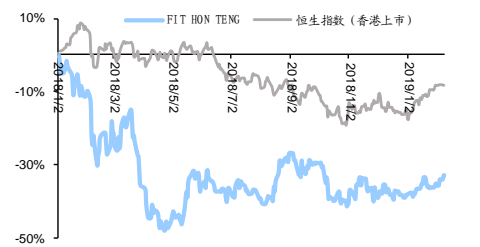


投资评级 **优于大市** 首次覆盖
股票数据

2月16日收盘价(港元)	3.62
52周股价波动(港元)	2.76-6.96
总股本/流通股(百万股)	6743/6743
总市值/流通市值(百万港元)	24410/24410

相关研究
市场表现


资料来源: 海通证券研究所

 分析师:周旭辉
 Tel:(02123210907)
 Email:zxh12382@htsec.com
 证书:S0850518090001

 分析师:张向伟
 Tel:(021)23154141
 Email:zxw10402@htsec.com
 证书:S0850517070011

 联系人:唐一杰
 Tel:(021)23219406
 Email:tyj11545@htsec.com

从连接器迈至智能家居、汽车电子等广阔领域

投资要点:

- 全球连接器领先厂商, 进军光模块、智能家居、汽车电子新领域。** 鸿海集团为公司控股股东, 持有公司 76.92% 股权。公司是全球第四大、大中华区第一大连接器企业(按营收计)。公司通过收购 Avago 光模块业务进入到光模块领域; 2018 年完成对 Belkin 收购进军智能家居领域; 同时 2018 年通过和夏普合资、收购无锡夏普等方式, 进入汽车电子市场。公司从铜到光、从有线到无线、从零部件到配件以及对汽车、光通讯、智能家居领域开拓, 步入增长更快、利润率更高的市场。
- 光模块: 400G 技术领先, 受益 19-20 年 400G 放量。** 10G 到 40G 到 100G 大致周期都在 3 年左右。结合交换芯片、主流厂商 400G 产品研发以及云服务厂商规划, 我们预计 400G 产品有望在 2019 年下半年-2020 年爆发。鸿腾在 400G 领域处于行业领先, 参考 100G 爆发的领先企业能够享受高毛利, 我们预计 400G 爆发将有望给公司带来较大利润增量。
- Belkin: 短期依靠成本控制, 中长期智能家居大有可为。** 公司于 2018 年 9 月完成对 Belkin 100% 股权的收购, Belkin 2017 年净利润率仅 0.6%, 参考鸿海对夏普和台扬科技的整合, 我们预计鸿腾对 Belkin 的整合有望取得较好成效, 短期显著改善净利润率; 中长期, Belkin 在智能家居领域的布局已经比较完善, Linksys 的 Mesh wifi 及 xconnect 配合 Wemo 系统和 Belkin 的部分硬件, 已经可以打造出比较完善的开放智能家居系统, 未来大有可为。
- 汽车电子: 布局未来。** 公司在汽车电子逐渐布局, 2018 年 2 月、5 月、7 月分别通过和夏普一起设立子公司、签定框架协议、收购无锡夏普等深度布局车载镜头、电子镜市场。考虑到进入汽车客户验证周期比较长, 我们预计公司相关产品有望在最近两年先逐步进入到下游厂商, 通过 2-3 年的验证期, 收获期或在 2021 年左右来临。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 2.32、2.84 和 3.36 亿美元, 同比增速分别为 28.53%、22.38% 和 18.26%; 分别实现每股收益 0.034、0.042 和 0.050 美元; 我们给予 2019 年 14-16X PE, 对应合理价值区间 0.588-0.672 美元/股, 按照 1 美元=7.8 港元估算, 对应合理价值区间 4.59-5.24 港元/股, 首次覆盖, 给予优于大市评级。
- 风险提示。** 智能手机产销下滑, 手机连接器使用量下降; 400G 产品渗透的进度不及预期; 对 Belkin 整合不及预期; 汽车电子业务在客户的开拓不及预期。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收(百万美元)	2886.83	3410.57	4120.50	4850.29	5318.74
(+/-)YoY(%)	23.66%	18.14%	20.82%	17.71%	9.66%
净利润(百万美元)	168.56	180.49	231.99	283.90	335.74
(+/-)YoY(%)	-4.77%	7.08%	28.53%	22.38%	18.26%
EPS(美元)	0.02	0.03	0.03	0.04	0.05
毛利率(%)	17.03%	16.75%	17.37%	19.21%	19.41%
净资产收益率(%)	13.65%	9.53%	11.23%	12.48%	13.30%

 资料来源: 公司年报(2016-2017), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

一、我们的主要观点

1) 公司是全球第四大、大中华区第一大连接器企业，在全球电脑及消费电子、移动及无线设备领域分别位列第一和第二位，在通讯基础设施领域位列第四；当前是公司从传统的手机、PC、铜缆等领域向毛利更高的光模块、配件（智能家居）以及汽车电子领域进军的关键时期，若进展顺利，则带来的增长空间非常大；

2) 有望受益 400G 产品放量。100G 渗透的前期，主要参与厂商获得了超额利润，对于业绩的拉动很显著；400G 有望在 2019-2020 年开始爆发，我们预计公司有望受益；

3) Belkin 的整合，费用的管控有望带动 Belkin 净利润的大幅增长；

4) 汽车电子：目前处于积累期，经过 2-3 年的布局，至 2021 年左右，公司有望赶上 L4 自动驾驶爆发红利。

二、关键假设：

表 1 分项收入假设

		2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
移动及无线设备	移动及无线设备市场规模 (亿美元)	44	45	49	54	60	66	72
	增速		2.3%	8.9%	10.2%	11.1%	10.0%	9.1%
	公司营收规模 (亿美元)	9.8	9.25	12.38	15.9	17.8	16.9	16.9
	增速		-5.6%	33.8%	28.4%	12.0%	-5.0%	0.0%
电脑及消费电子	电脑及消费电子市场规模 (亿美元)	65	66	67	68	70	72	74
	增速		1.5%	1.5%	1.5%	2.9%	2.9%	2.8%
	公司营收规模 (亿美元)	10.18	9.11	8.07	8.19	9.01	8.11	8.51
	增速		-10.5%	-11.4%	1.5%	10%	-10%	5%
通讯基础设施	通讯基础设施市场规模 (亿美元)	108	116	121	130	145	158	173
	增速		7.4%	4.3%	7.4%	11.5%	9.0%	9.5%
	公司营收规模 (亿美元), 不含 400G	3.6	3.5	7.1	8.4	10.1	11.6	13.4
	增速		-4.1%	104.3%	18.7%	20.0%	15.0%	15.0%
	400G 光模块产品营收规模 (亿美元)						1.35	3
	合计, 亿美元	3.6	3.5	7.1	8.4	10.1	13.0	16.4
汽车、工业及医疗	公司营收规模 (亿美元)	0.15	0.30	0.44	0.64	1.40	1.82	2.37
	增速		100%	47%	45%	30%	30%	30%
	其他产品 营收规模 (亿美元)	1.07	1.14	0.8	0.83	0.06	0.06	0.06
其他产品	增速		6.5%	-29.8%	3.7%	-92.8%	0.0%	0.0%
	营收 (亿美元)			7.54	7.89	8.00	8.40	8.74
Belkin	营收增速				4.6%	1.4%	2%	4%
	净利润率				0.60%	1.0%	6.0%	8.0%
	Belkin 净利润 (百万美元)			-1.7	4.66	8.0	50.4	69.9
除 Belkin 外总收入	亿美元	24.83	23.28	28.80	34.00	38.41	39.90	44.25
总收入	亿美元	24.83	23.28	28.87	34.11	41.21	48.50	53.19
	增速		-6.2%	24.0%	18.1%	20.8%	17.7%	9.7%

资料来源：wind，公司招股说明书，海通证券研究所

- 1) 移动及无线设备一定程度受到智能手机行业出货量增速放缓影响；电脑及消费电子：2019 年受 18 年基数较高影响，出现一定下滑，2020 年回归至低增长；
- 2) 通讯基础设施：400G 以外的产品保持快速增长，400G 在 2019 年开始贡献收入，2020 年大幅度增长；
- 3) Belkin: 2019 年净利润率显著改善，整合开始显现成效；

三、关键催化因素

- 1) 大客户手机是否会采用 Type-c 接口；
- 2) 亚马逊等厂商开始采购 400G 产品；
- 3) 5G 推进超预期；
- 4) Belkin 的整合，费用管控显成效。

四、风险提示

- 1) 智能手机产销下滑，手机连接器使用量下降；
- 2) 400G 产品渗透的进度不及预期；
- 3) 对 Belkin 整合不及预期；
- 4) 汽车电子业务在客户的开拓不及预期。

目 录

1. 全球连接器领先企业	8
1.1 连接器：千亿大市场，竞争较激烈.....	8
1.2 鸿腾精密：全球第四/大中华区第一连接器厂商	9
1.3 移动与无线设备：受益 Type-c 升级.....	11
1.4 电脑及消费性电子：市场平稳.....	11
1.5 通讯：受益数据中心扩张及 400G 替代	12
2. 增量业务：光模块、智能家居、汽车电子前景巨大	14
2.1 战略重心：光模块、智能家居、汽车电子.....	14
2.2 光模块：400G 技术领先，受益 19-20 年 400G 放量.....	14
2.3 贝尔金：短期依靠成本控制，中长期打造智能家居	22
2.4 汽车电子：布局未来	25
3. 盈利预测与投资建议	28
4. 风险提示	30
财务报表分析和预测	31

图目录

图 1	全球连接器市场按业务拆分 (十亿美元, 2016 年)	8
图 2	全球连接器市场, 按厂商区分 (亿美元, 2016 年)	8
图 3	连接器公司毛利率综合毛利率对比	9
图 4	公司股权结构及主营业务	9
图 5	公司营收及净利润规模 (百万美元)	10
图 6	毛利率及净利润率 (%)	10
图 7	公司各项业务规模 (百万美元)	10
图 8	中国大陆、美国地区为主要收入来源 (百万美元)	10
图 9	公司移动及无线设备产品	11
图 10	Type-c 接口含 24pin 针, 复杂程度大幅提升	11
图 11	公司电脑及消费电子产品	12
图 12	电脑及消费电子市场预计平稳	12
图 13	公司电脑及消费电子产品营收情况	12
图 14	公司通讯基础设施产品	12
图 15	通讯基础设施市场预计增速较快	13
图 16	公司电脑及消费电子产品营收情况	13
图 17	公司发展战略	14
图 18	光通信系统示意图	15
图 19	光模块行业所处产业链位置	15
图 20	光模块厂商市场占有率 (2015)	15
图 21	光模块成本构成	15
图 22	Fnisa 及 AAOI 毛利率波动较大	16
图 23	光模块在新型互联数据中心的应用	16
图 24	超大型数据中心数量 CAGR13% (个)	17
图 25	全球 IP 流量 CAGR25%(Zettabytes)	17
图 26	Google 单季度营收, 净利润, 资本支出情况	17
图 27	Facebook 单季度营收, 净利润, 资本支出情况	17
图 28	互联网巨头季度资本开支走势 (百万美元)	18
图 29	互联网巨头 18 年资本开支增速略有放缓	18
图 30	10-100G 光模块产品出货量情况及 Lightcounting 对 400G 模块的预测	19

图 31	100G QSFP28 光模块在 16Q3 开始爆发 (万只)	19
图 32	100G 光模块出货量爆发增长 (万只)	19
图 33	谷歌、Facebook, 微软光模块市场规模 (百万美元)	20
图 34	阿里巴巴网络光学路线图	20
图 35	10-100G 光模块放量推动毛利率增长 (%)	20
图 36	Finisar 股价: 2010 年和 2016 年涨幅较大 (美元/股)	20
图 37	AAOI 股价: 2016 年下半年开始大幅走强 (美元/股)	20
图 38	公司通讯基础设施业务收入规模 (百万美元)	21
图 39	安华高发展史	21
图 40	Belkin 产品销售于 Apple 官方商城	22
图 41	Belkin 营收和利润情况	22
图 42	夏普自 2016Q3 开始扭亏 (净利润, 十亿日元)	23
图 43	夏普净利润自 2016 年开始显著改善	23
图 44	夏普营业开支和毛利率改善	23
图 45	夏普净利润率触底回升	23
图 46	台扬科技利润自 2013 年开始显著改善	24
图 47	台扬科技利润率及费用率	24
图 48	台扬科技及建汉科技毛利率对比	24
图 49	Best mesh wifi 首位	25
图 50	Wemo 产品	25
图 51	FIT 车载业务布局	27

表目录

表 1	分项收入假设.....	2
表 2	全球连接器市场预计平稳增长（十亿美元）.....	8
表 3	全球连接器市场份额情况（2016 年）.....	10
表 4	Belkin 业绩测算（短期关注整合对于利润率的改善）.....	25
表 5	各车型自动驾驶及摄像头使用情况.....	26
表 6	部分车厂自动驾驶规划.....	26
表 7	车载镜头及模组需求空间测算.....	26
表 8	收入及毛利率假设.....	28
表 9	收入及毛利率假设.....	29
表 10	可比公司估值表.....	30

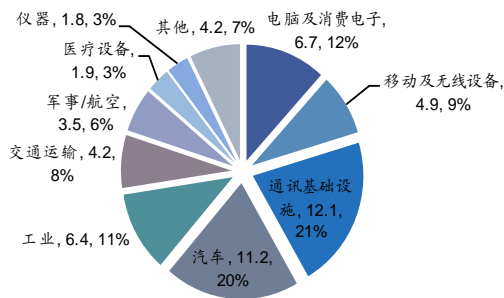
1. 全球连接器领先企业

1.1 连接器：千亿大市场，竞争较激烈

2016 年全球连接器市场总规模 569 亿美元左右，其中通讯基础设施、汽车、电脑及消费电子、工业、移动及无线设备领域占比较大。

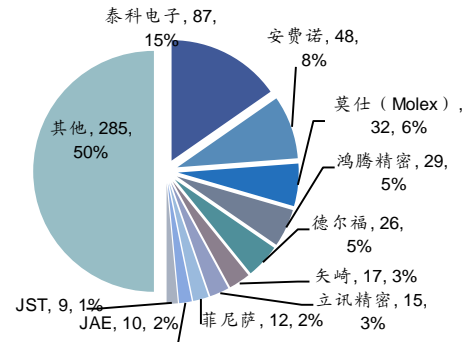
连接器市场竞争较为激烈，2016 年前十大厂商市场份额合计 50% 左右，包括泰科电子、安费诺、莫仕、鸿腾精密、德尔福、矢崎、立讯精密等国际厂商，份额相对比较稳定。

图1 全球连接器市场按业务拆分（十亿美元，2016 年）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图2 全球连接器市场，按厂商区分（亿美元，2016 年）



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

根据招股书援引弗若斯特&沙利文公司数据，2010、2016 年全球连接器市场规模分别为 453 亿美元和 569 亿美元，年复合增速 3.9%，预计 2021 年全球连接器市场 737 亿，2016-2021 年年复合增速 5.3% 左右。

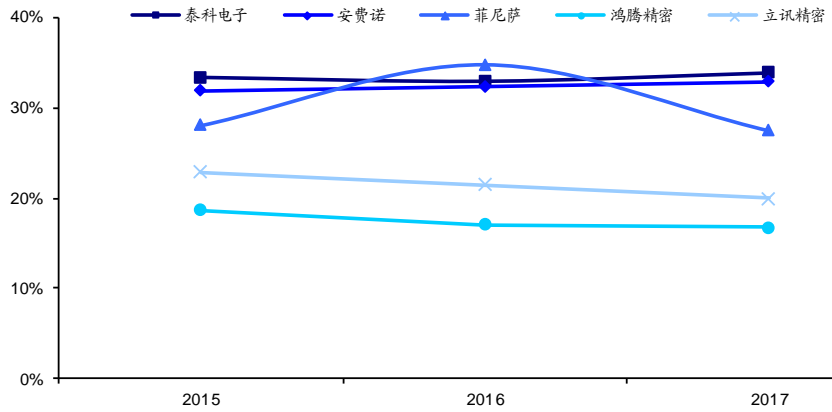
表 2 全球连接器市场预计平稳增长（十亿美元）

	2010	2016	2021E
电脑及消费电子	6.2	6.7	7.5
移动及无线设备	3.4	4.9	7.7
通讯基础设施	8.6	12.1	18.3
其中：数据中心	4.8	8.1	13.8
汽车	9.3	11.2	12.8
工业	5.4	6.4	7.5
交通运输	2.6	4.2	5.6
军事/航空	3.4	3.5	4
医疗设备	1.6	1.9	2.7
仪器	1.1	1.8	2.7
其他	3.7	4.2	4.9
合计	45.3	56.9	73.7

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

根据招股书援引弗若斯特&沙利文公司数据，**分行业来看**，预计通讯基础设施行业和移动及无线设备行业增长最为迅速。竞争整体比较激烈，但各个细分领域因为壁垒不同，体现出一定的差异化，如汽车、工业、通讯领域壁垒相对较高，毛利率也较高，而电脑及消费品、移动及无线设备领域壁垒较低，毛利率也较低。

图3 连接器公司毛利率综合毛利率对比



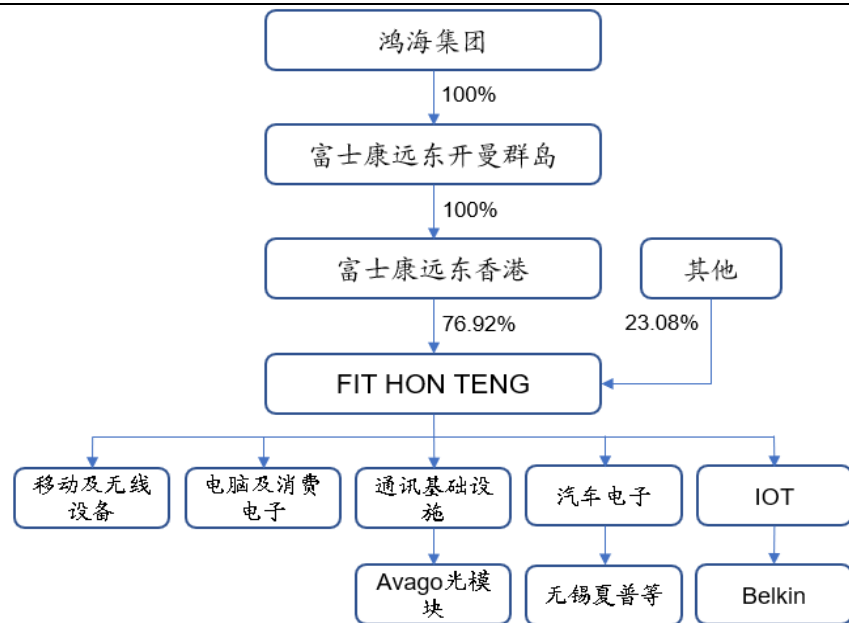
备注：鸿腾精密、立讯精密：移动及无线设备、电脑及消费电子业务占比较高；安费诺、菲尼萨通讯基础设施占比较高；泰科电子比较综合；
资料来源：wind，海通证券研究所

1.2 鸿腾精密：全球第四/大中华区第一连接器厂商

鸿海集团为公司控股股东，持有公司 76.92% 股权，公司主要经营各类连接器，包括移动及无线设备、电脑及消费电子、通讯基础设施、汽车等领域。

公司于 2015 年 12 月收购 Avago 光模块业务；2018 年完成对 Belkin 的收购；同时 2018 年公司通过和夏普合资、收购无锡夏普等方式，进入汽车电子（车载镜头、电子镜等）等领域。

图4 公司股权结构及主营业务



资料来源：wind，海通证券研究所

公司是全球第四大、大中华区第一的连接企业（按 2016 年营收计），在全球电脑及消费电子、移动及无线设备领域分别位列第一和第二位，在通讯基础设施领域位列第四。

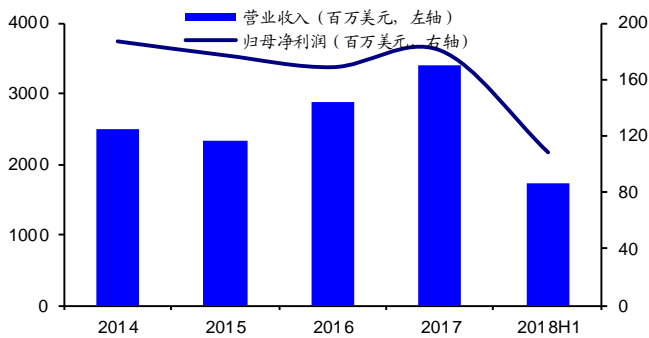
表 3 全球连接器市场份额情况 (2016 年)

排名	全球连接器市场	电脑及消费电子	移动及无线设备	通讯基础设施
1	泰科电子	鸿腾精密	泰科电子	泰科电子
2	安费诺	泰科电子	鸿腾精密	安费诺
3	莫仕 (Molex)	安费诺 (Amphenol)	莫仕	菲尼萨
4	鸿腾精密	莫仕	安费诺	鸿腾精密
5	德尔福	立讯精密	JAE	Lumentum
6	矢崎	JAE	Commscope	莫仕
7	立讯精密	中航光电	JST	JAE
8	菲尼萨 (Finisar)	JST	立讯精密	Hirose
9	JAE (日本航空电子)	德尔福	Samtec	Rosenberger
10	JST	矢崎	Hirose	Commscope

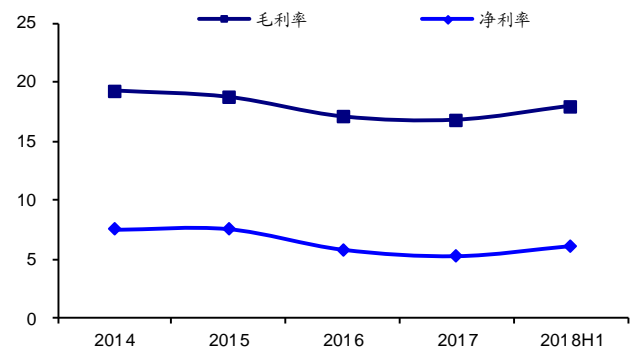
资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

2014 年至今, 公司营收规模稳健增长, 源于移动及无线设备、通讯基础设施业务的增长, 净利润平缓, 源于毛利率略有下滑。分项来看, 移动及无线设备、电脑及消费电子、通讯基础设施是主要收入来源。

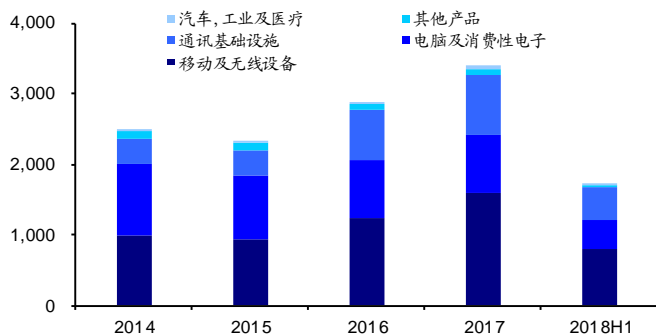
近几年移动及无线设备、通讯基础设施发展势头较好, 分别源于智能手机产销增长、Type-c 等技术的更新替代, 以及数据中心市场的大幅增长。

图5 公司营收及净利润规模 (百万美元)


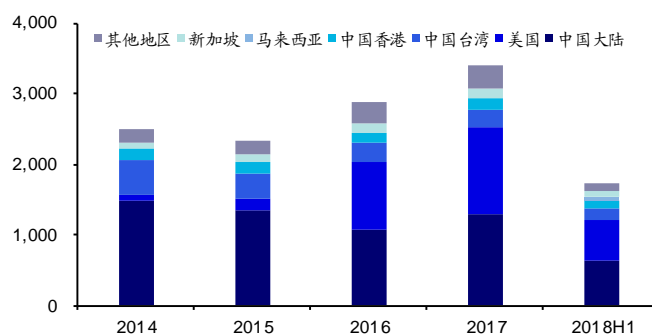
资料来源: wind, 海通证券研究所

图6 毛利率及净利率 (%)


资料来源: wind, 海通证券研究所

图7 公司各项业务规模 (百万美元)


资料来源: wind, 海通证券研究所

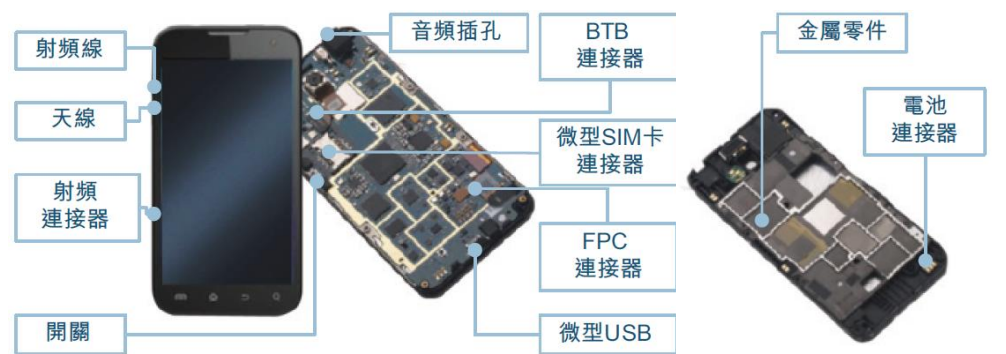
图8 中国大陆、美国地区为主要收入来源 (百万美元)


资料来源: wind, 海通证券研究所

1.3 移动与无线设备：受益 Type-c 升级

移动及无线设备是公司营收最大的业务，2018 年上半年收入占比 46%，接近一半。

图9 公司移动及无线设备产品



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

我们认为 Type-c 的升级趋势有望推动移动及无线设备市场（包括下部分的电脑及消费市场）增长：

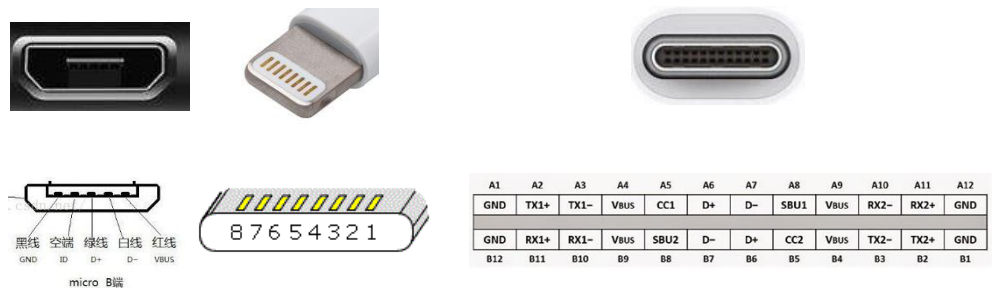
1) Type-c 相较 micro-usb 等方案具有较大优势

Type-c 接口具有全功能，支持数据、音频、视频和充电等功能，单一线缆可实现多功能，在手机轻薄化趋势下，至关重要；Type-c 接口同时具有双向传输、小尺寸、高速率、正反盲插等功能。

2) Type-c 接口的复杂度和单价要高于 micor-usb 和 lighting 接口，门槛更高

Type-c 接口采用 24 个 pin 针，远多于 micro-usb 的 5 个和 lighting 的 8 个，复杂程度大幅提升，我们预计厂商生产制造的壁垒也更高。

图10 Type-c 接口含 24pin 针，复杂程度大幅提升



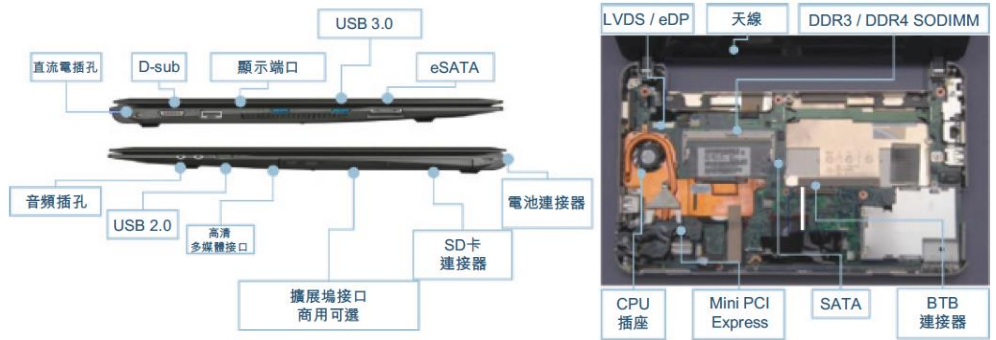
资料来源：新浪科技等，海通证券研究所

我们预计 Type-c 升级会推动移动及无线设备连接器整体市场空间提升，但公司会一定程度受到智能手机行业出货量增速放缓的不利影响。

1.4 电脑及消费性电子：市场平稳

公司在电脑及消费电子连接器领域的份额排名全球第一，该业务是公司营收第二大业务，2018 年上半年收入占比 25%。

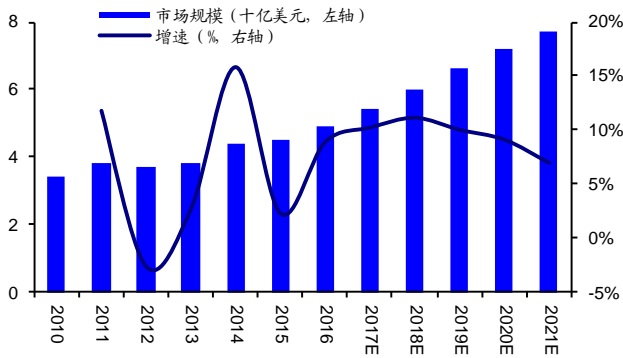
图11 公司电脑及消费电子产品



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

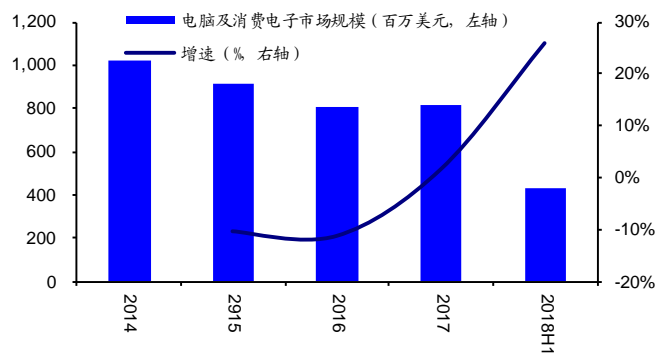
我们认为电脑及消费电子产品市场趋于平稳，中长期来看，连接器市场预计也会保持平稳，短期增长可能来自于 Type-c 产品的需求。

图12 电脑及消费电子市场预计平稳



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图13 公司电脑及消费电子产品营收情况



资料来源：wind，海通证券研究所

2018 年上半年，公司电脑及消费电子相关业务营收同比增长 26%，主要源于 Type-c 型连接器和游戏机市场的增长，我们预计该业务后续增速大概率会放缓。

1.5 通讯：受益数据中心扩张及 400G 替代

通讯基础设施市场包括铜类产品和光类产品，光通信产品主要为光模块等；铜通信产品包括连接器、铜缆、ICMs 等。

图14 公司通讯基础设施产品

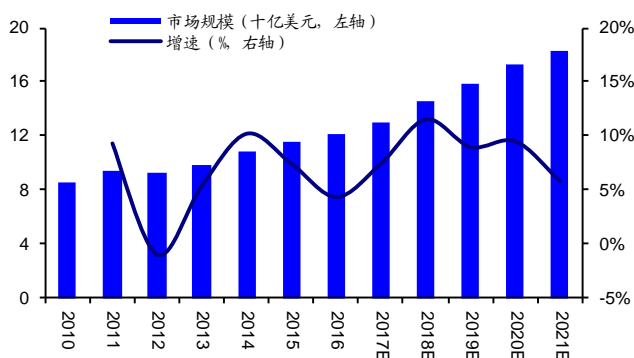


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

我们认为通讯基础设施市场未来几年仍会保持较快增长，2016-2021 年，年复合增

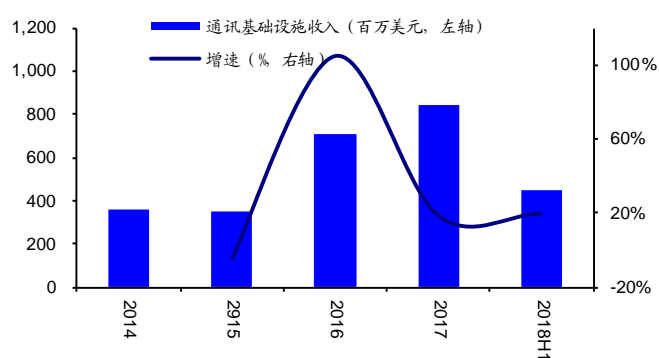
速 8.6%，主要源于数据中心市场的快速增长。

图15 通讯基础设施市场预计增速较快



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图16 公司电脑及消费电子产品营收情况



资料来源：wind，海通证券研究所

2018年上半年，公司通讯基础设施业务营收同比增长 20%，主要源于收购 Avago 后光模块业务持续增长。

2. 增量业务：光模块、智能家居、汽车电子前景巨大

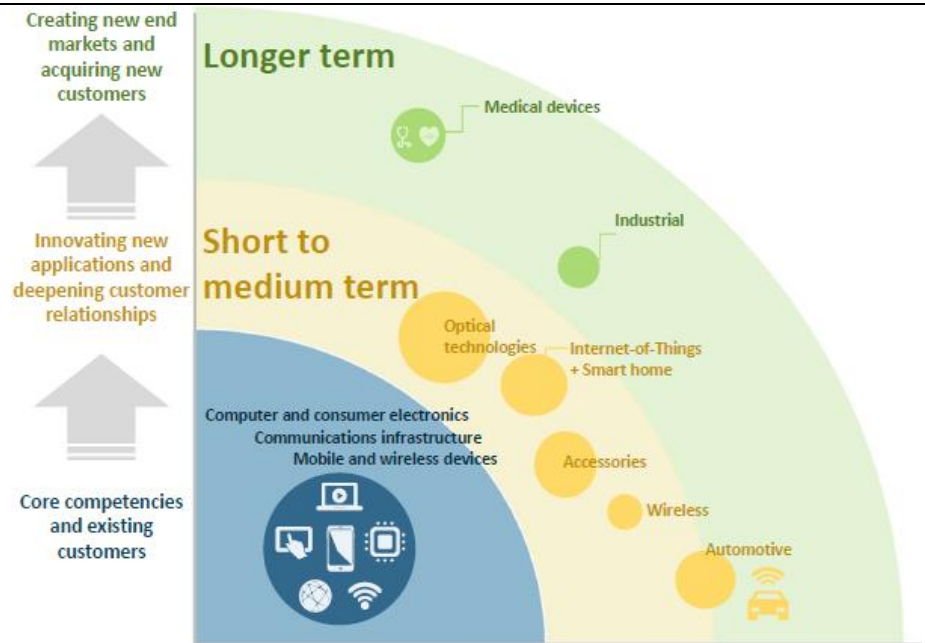
2.1 战略重心：光模块、智能家居、汽车电子

短期：当前优势业务，包括电脑与消费电子产品、移动与无线装置、通讯基础设施等，我们预计仍会健康发展；Belkin 目前净利润率偏低，整合效果也会对短期业绩造成较大影响；

中期：收购 Avago 后，光模块业务成为公司一大重心，2019-2020 年 100G 光模块有望向 400G 切换，我们预计公司有望显著获益；汽车电子是公司另一大重点业务，通过与夏普合资、收购无锡夏普等，在车载摄像头、电子镜头等领域已有所布局，我们预计有望在 2020 年之后开始显著增长；

长期：收购 Belkin 后，公司步入智能家居系统领域，随着 5G、IOT 等的发展，智能家居业务有望在未来赢得发展契机。

图17 公司发展战略



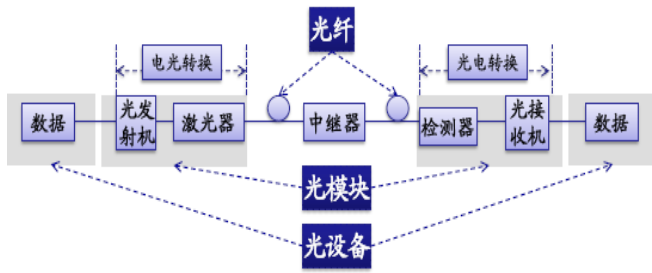
资料来源：公司官网，海通证券研究所

我们认为，公司从铜到光、从有线到无线、从零组件到配件的发展以及中长期对汽车、光通讯、智能家居领域重视，本质上是通过前期在设计、制造领域的积累，步入规模更大、利润率更高的市场，带动公司更上一层楼。

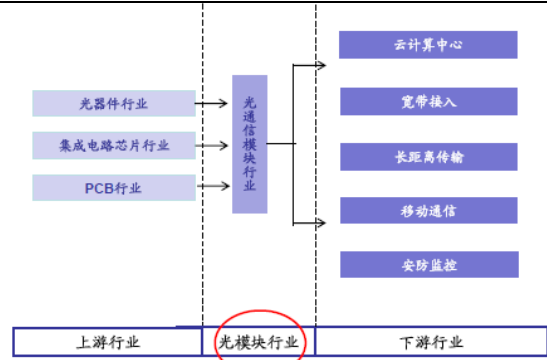
2.2 光模块：400G 技术领先，受益 19-20 年 400G 放量

2.2.1 竞争激烈，技术革新带动毛利率波动

光模块是实现光信号和电信号之间的高速转换的重要器件，由光接收、光发送、激光器、检测器等功能模块组成。下游主要是互联网及云计算企业、电信设备商、电信运营商等。

图18 光通信系统示意图


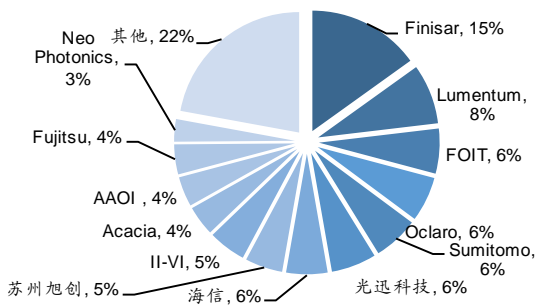
资料来源：OFWeek，海通证券研究所

图19 光模块行业所处产业链位置


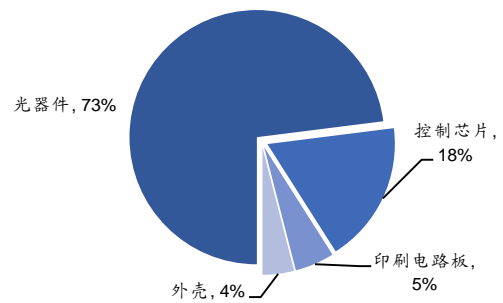
资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

光模块主要成本为光器件（包括发射模块 TOSA 和接收模块 ROSA 等，这两者主体是激光器芯片和探测器芯片）、控制芯片等，相对而言芯片壁垒较高；

光模块产品由 10G 向 400G 演进，体现出较强的周期性，先发进入者享受一定时间的价格红利，其他厂商跟进后，竞争会显著加剧，价格开始下跌。

图20 光模块厂商市场占有率（2015）


资料来源：Ovum，海通证券研究所

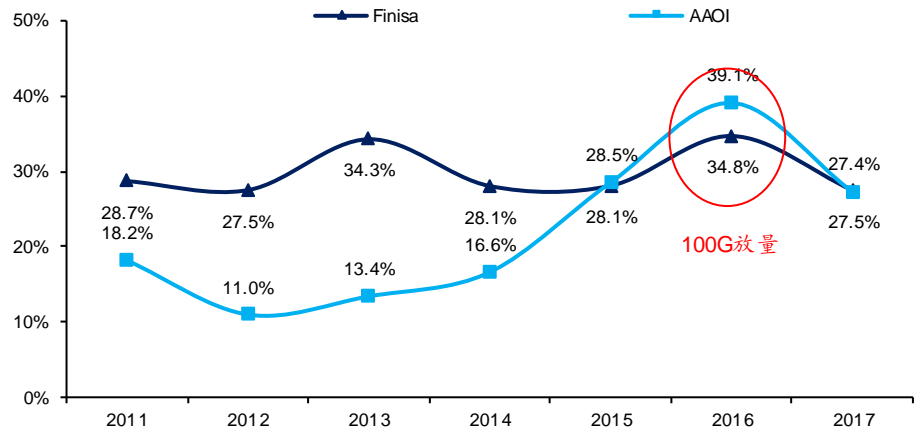
图21 光模块成本构成


资料来源：OFWeek，海通证券研究所

全球光模块市场相对分散，参与者包括 Finisar、Lumentum、光迅科技（部分芯片）等一体化厂商以及 FOIT（收购 Avago 模块业务）、苏州旭创等厂商，市场竞争较为激烈。

Finisar 和 AAOI 的毛利率波动较大，我们认为主要是跟随新产品放量的周期（如 2016 年开始 100G 产品放量）。另一方面，部分厂商可以依靠某个技术的领先，快速切入市场，获得高毛利，如 AAOI 在 2015-2017 年通过 QSFP28（100G 产品）的放量，营收和毛利率快速增长。

图22 Fnisa 及 AAOI 毛利率波动较大



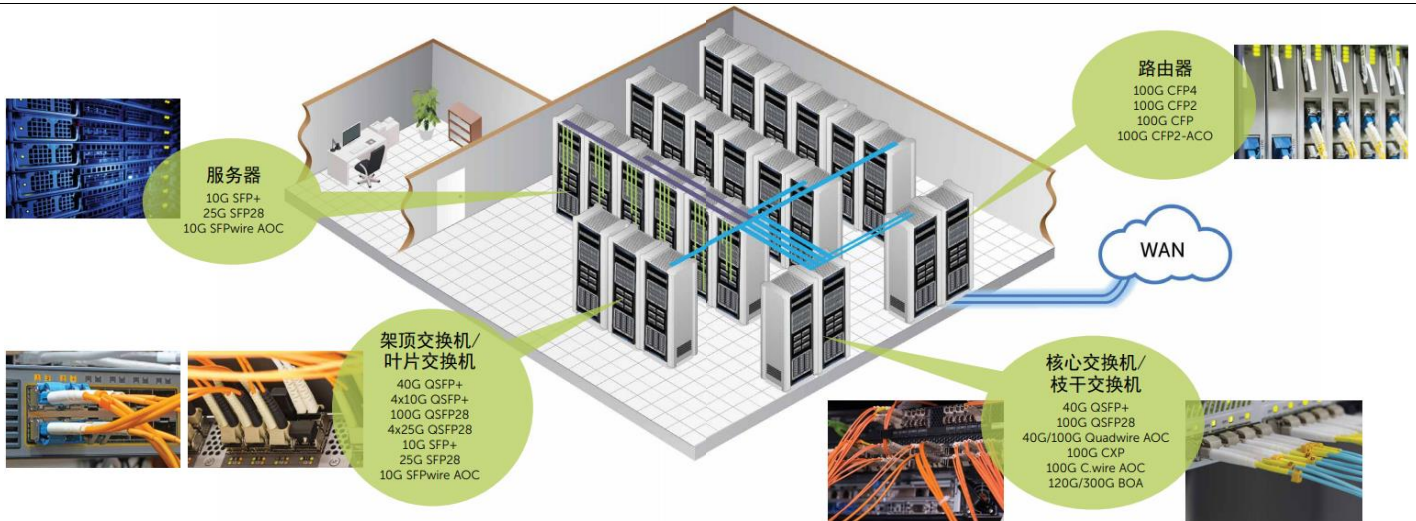
资料来源: wind, 海通证券研究所

2.2.2 市场空间: 数据中心扩张和 5G 引领

数据中心: 流量持续提升带动数据中心光模块需求

根据 Cisco 预计, 超大规模数据中心所拥有服务器有望在 2021 年占到所有数据中心拥有服务器数量的 53%, 同时, 超大规模数据中心在光模块的更替上走在最前沿, 因而其规模可以很大程度反映出光模块市场的需求, 特别是技术最为先进的 100G/400G 高速光模块市场的需求。

图23 光模块在新型互联数据中心的应用

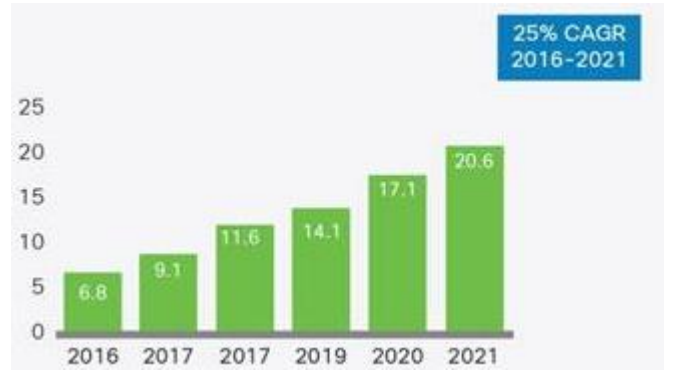


资料来源: 新浪科技, 海通证券研究所

Cisco 预计 2016-2021 年, 超大型数据中心数量由 338 个增长至 628 个, 年复合增速 13%, 且超大型数据中心服务器数量占比将由 27% 增长至 53%; 全球 IP 流量在 2016-2021 年复合增速预计在 25%, 由 6.8 Zettabytes 增长至 20.6 Zettabytes。

图24 超大型数据中心数量 CAGR13% (个)


资料来源: Cisco 官网, 海通证券研究所

图25 全球 IP 流量 CAGR25%(Zettabytes)


资料来源: Cisco 官网, 海通证券研究所

从大的互联网厂商投资的角度来看光模块的需求趋势

亚马逊、谷歌、facebook 和苹果、百度、腾讯、阿里巴巴等云服务厂商拥有相当比重的数据中心和服务器, 这些巨头的数据中心相关投资对光模块市场需求具有很强的指引。

以资本开支和数据中心投入最相关的谷歌和 Facebook 来看, 资本支出与公司营收、净利润规模的增长保持了一定的一致性, 我们认为互联网巨头业务的不断扩张会带动数据中心需求的持续增长。

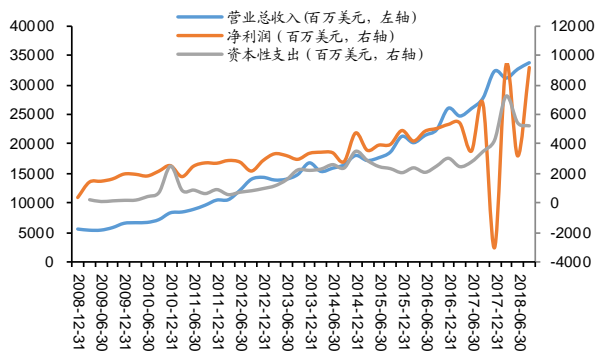
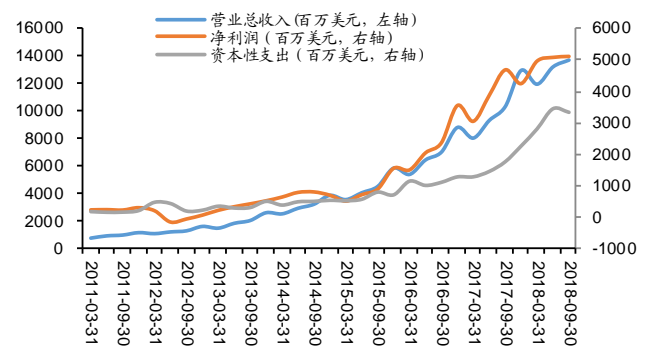
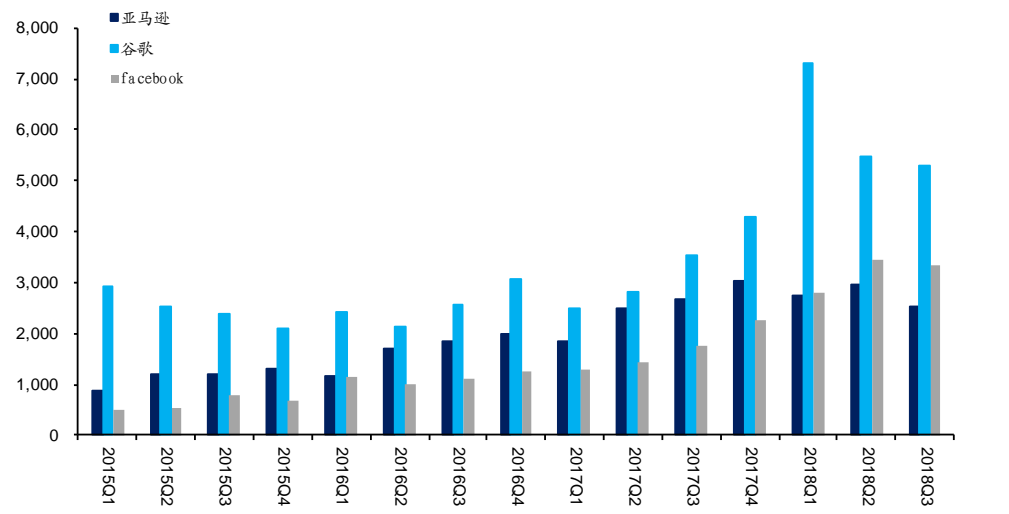
图26 Google 单季度营收, 净利润, 资本支出情况

 备注: 以季度最后一天的日期指代该季度
 资料来源: wind, 海通证券研究所

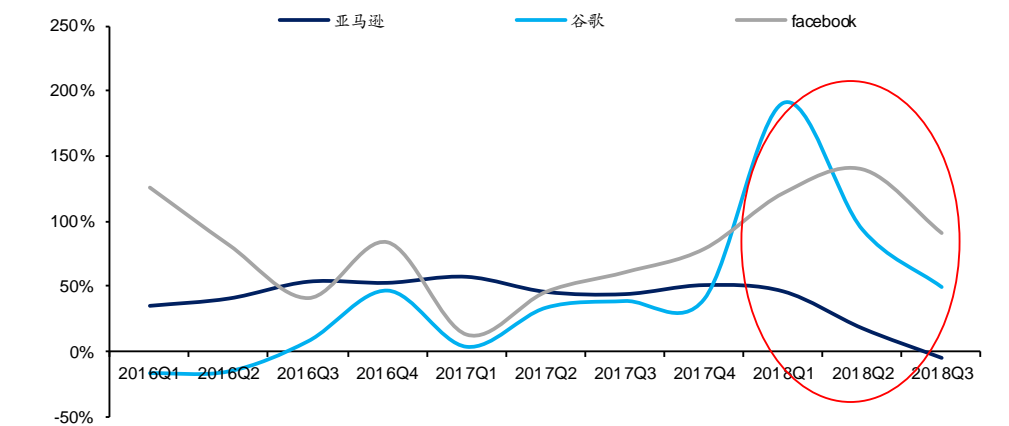
图27 Facebook 单季度营收, 净利润, 资本支出情况

 备注: 以季度最后一天的日期指代该季度
 资料来源: wind, 海通证券研究所

亚马逊、谷歌、Facebook 三大科技巨头近几年资本开支处于显著上升通道, 谷歌在 2018 年前三季度累计资本开支高达 181 亿美元, 同比翻倍增长, 剔除掉 18 年 Q1 的 24 亿美元购买纽约切尔西市场(ChelseaMarket)大楼的支出后, 资本开支增长依然接近翻倍。Facebook18 年前三季度资本开支亦实现翻倍增长; 亚马逊在 17Q4 资本开支达到历史顶峰后, 18 年资本开支同比增速放缓。

图28 互联网巨头季度资本开支走势 (百万美元)


资料来源: wind, 海通证券研究所

我们认为, 亚马逊、谷歌、Facebook 等公司依然处在高速发展当中, 增长趋势确定, 但从 2018 年 Q1-3 的情况来看, 增速可能会有所放缓。

图29 互联网巨头 18 年资本开支增速略有放缓


资料来源: wind, 海通证券研究所

5G: 商用在 19-20 年到来

我们预计 2019-2020 年将是 5G 规模化商用的开始, 5G 对于光模块行业的带动体现在两个维度: 1) 电信领域光模块需求的推动; 2) 数据量的爆发, 间接导致数据中心的规模扩张和速度升级。

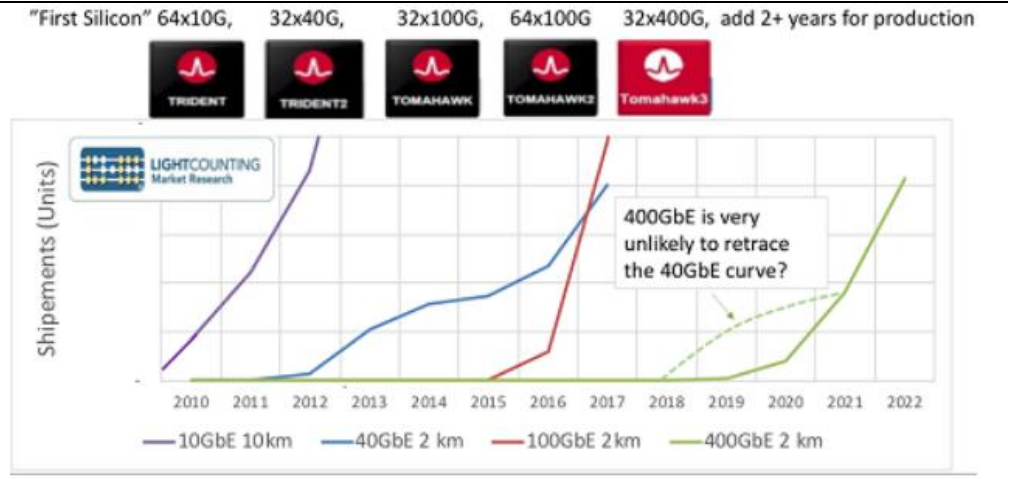
同时, 5G 时代将引入大量传感器、可穿戴设备等新型接入终端, 种类丰富, 数量庞大, 接入数和流量密度都将爆炸式增长, 我们认为这也将推动数据中心的进一步规模扩张和产品升级。

2.2.3 400G 有望 2019 年下半年-2020 年爆发, 大幅推高厂商盈利

400G 部署时间点: 2019 年下半年到 2020 年开始爆发

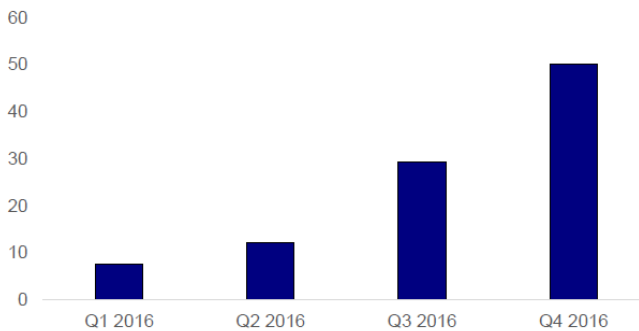
历史上来看, 10G 到 40G 到 100G 大致经历的周期都在 3 年左右。

图30 10-100G 光模块产品出货量情况及 Lightcounting 对 400G 模块的预测



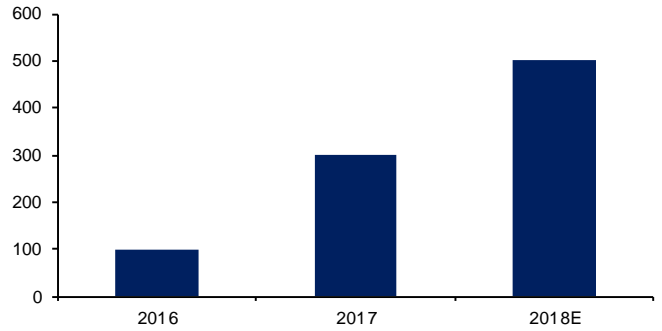
资料来源: Lightcounting, 海通证券研究所

图31 100G QSFP28 光模块在 16Q3 开始爆发 (万只)



资料来源: 讯石光通讯网, 海通证券研究所

图32 100G 光模块出货量爆发增长 (万只)



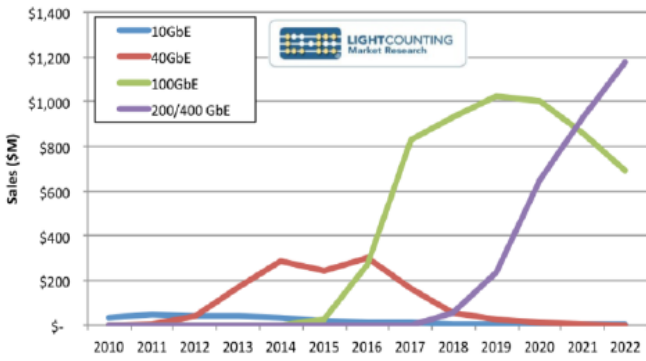
资料来源: 讯石光通讯网, 海通证券研究所

400G 有望在 2019 下半年到 2020 年开始爆发

我们预计 400G 光模块有望在 2019 年下半年-2020 年之间爆发, 源于:

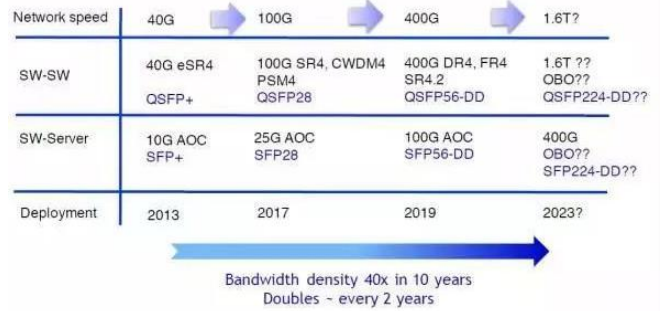
- 1) 从历史更新周期来看, 数据中心更新光模块技术的周期在 3 年左右, 2016 年 100G 产品开始爆发;
- 2) 交换芯片到光模块产品的周期: 光模块核心是交换芯片, 历史上来看, 根据 Lightcounting 的统计, 100G 交换芯片推出到光模块放量有 2 年左右的时间, 400G 交换芯片在 2017 年 12 月开始送样, 相对应的, 2019 年底或者 2020 年上半年模块产品可能启动爆发;
- 3) 2018 年, 主流模块厂商已经推出了 400G 的样品, 在 2018 年 OFC 上, 出现不少 400G 模块的展示;
- 4) 云服务厂商开始规划部署 400G 产品: Arista 宣布在 2018 年开始部署 400G。国内的阿里巴巴等也计划在 2019 年开始部署 400G 产品。

图33 谷歌、Facebook, 微软光模块市场规模 (百万美元)



资料来源: 观研天下, 海通证券研究所

图34 阿里巴巴网络光学路线图

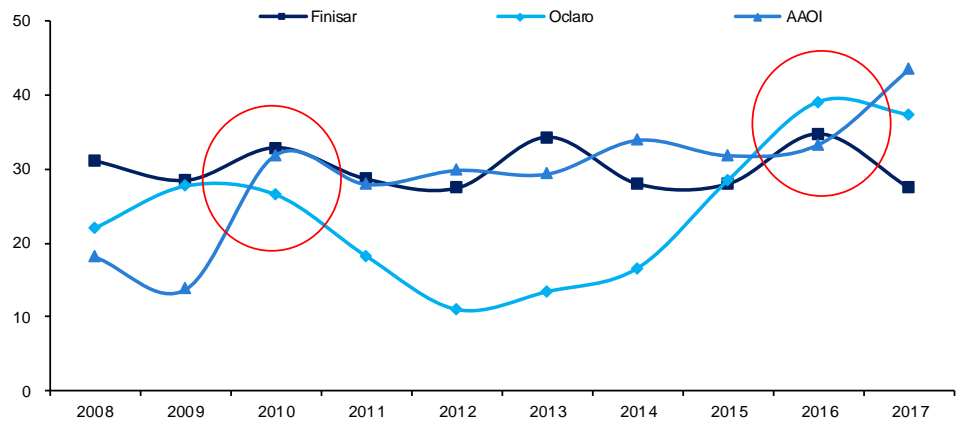


资料来源: 搜狐网, 海通证券研究所

400G 爆发有望推动相关光模块厂商利润的爆发

回顾历史, 光模块行业在技术革新的过程中具有显著的周期性, 新产品导入期, 仅少部分厂商可以生产, 价格和毛利率较高, 相应厂商可以享受行业红利, 随着产业成熟, 竞争加剧, 虽然需求仍在增长 (特别是导入 2 年左右), 但价格和毛利率开始下滑, 厂商盈利开始下降。从 Finisar、Oclaro 和 AAOI 的毛利率走势可以看到, 波动均比较大。

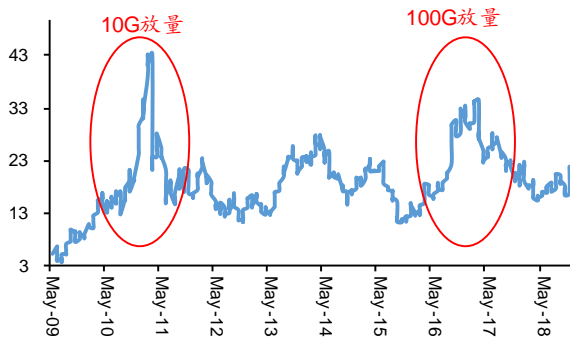
图35 10-100G 光模块放量推动毛利率增长 (%)



资料来源: wind, 海通证券研究所

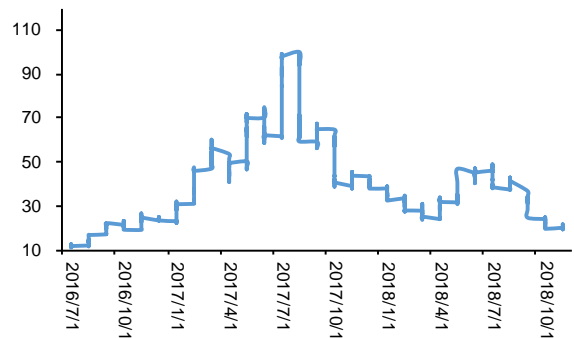
新技术最开始上量的时期相关厂商盈利最强。10G 和 100G 切换最开始上量的两个时间段 (分别是 2010 年和 2016 年下半年), 厂商毛利率快速提升, 同时伴随股价的大幅上涨, 此后由于竞争加剧, 毛利率开始下滑, 股价也开始下跌。

图36 Finisar 股价: 2010 年和 2016 年涨幅较大 (美元/股)



资料来源: wind, 海通证券研究所

图37 AAOI 股价: 2016 年下半年开始大幅走强 (美元/股)



资料来源: wind, 海通证券研究所

400G 有望在 2019 年下半年-2020 年放量, 相关光模块厂商有望大幅受益。我们认

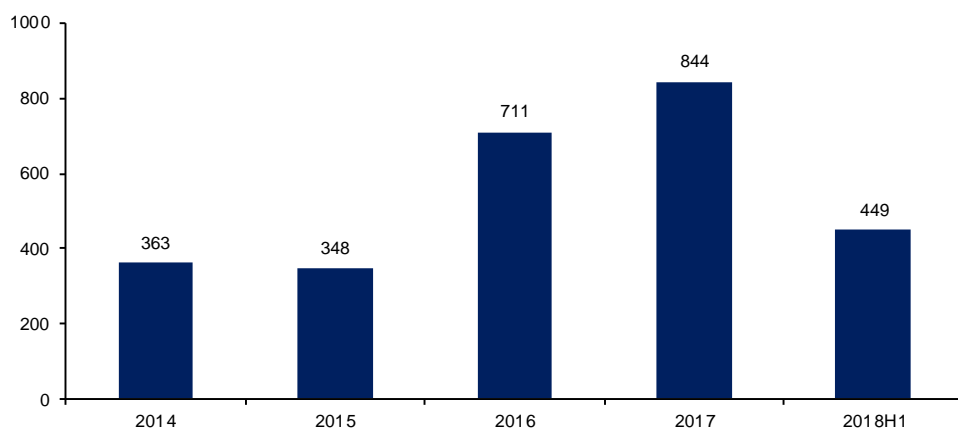
为 400G 产品较 100G 产品壁垒更高，具有更高的光学设计、高速电路和散热设计壁垒，其价格和市场空间将会更大。因而我们预计能够先行提供优秀的 400G 产品且拿下早期数据中心切换订单的厂商将会显著受益。

2.2.4 FIT: 收购 Avago 光模块业务，400G 有望显著受益

2015 年 12 月，鸿腾精密收购 Avago 旗下光模组事业单位和资产，Avago 是光通讯领域领军企业，拥有非常强的芯片及光模块设计制造能力。

收购 Avago 光模组业务后，公司从铜线走向光纤，快速布局光通讯产业，与原有的制造业务快速融合。2016 年开始，公司通讯类业务规模开始快速增长（16 年并购因素），2017 年全年实现营收 8.44 亿美元。

图38 公司通讯基础设施业务收入规模（百万美元）

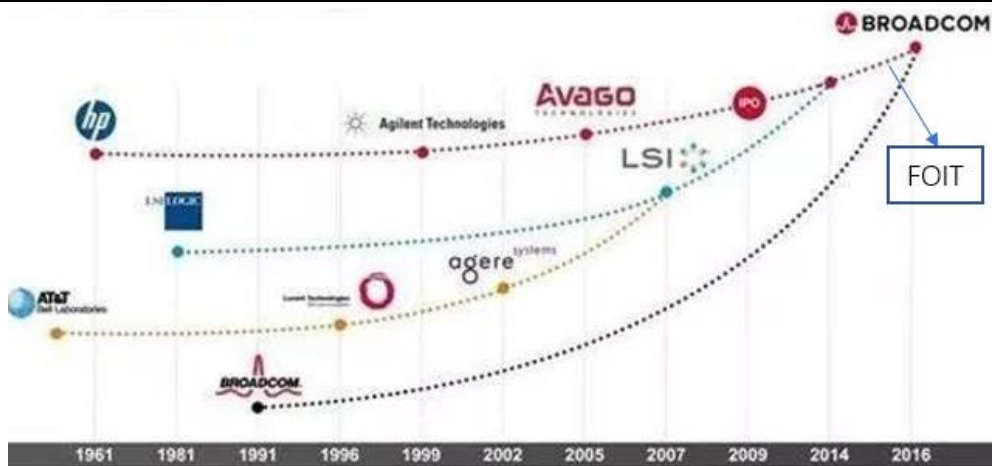


资料来源：wind，海通证券研究所

1) 依托于安华高在光模块和芯片领域的储备

安华高是光通讯领域巨头，于 2016 年收购博通，并且改名为 Broadcom Limited，2017 年 12 月，博通 32*400G Tomahawk3 芯片已经送样。

图39 安华高发展史



资料来源：博通官网，海通证券研究所

2) 光模块与其他产品线的协同

鸿腾精密优异的制造能力和成本控制能力将会给 FIT 在光模块领域增添砝码，400G 光模块在设计和制造上具有较高壁垒，Avago 原有光模块技术和鸿腾精密自身的制造业经验将会有利于 FIT 在 400G 光模块的研发和制造。

FIT 在第 44 届欧洲光通信会议 (ECOC) 上展示了其最新 400G QSFP-DD 互连解决方案, 包括各种光学、电缆、网箱和连接器组合, 以实现 400Gbps 解决方案。我们认为 2019-2020 年 400G 市场的爆发有望带动公司通讯基础设施业务的爆发。

2.3 贝尔金: 短期依靠成本控制, 中长期打造智能家居

2.3.1 收购贝尔金: 加强 C 端布局

公司于 2018 年 9 月完成对 Belkin 100% 股权的收购, Belkin 主营 Wifi 路由器及域扩展器、家庭自动化解决方案、移动设备充电等业务。Belkin 及其子公司销售面向美国、加拿大、南美、亚太、欧洲等地的零售商、批发商、经销商及分销商等, 总部位于美国加利福尼亚, 在 14 个国家拥有 22 家附属公司。收购价格为 8.5 亿美元。

智能家居领域, Belkin 拥有无线网络 (Linksys/ Wemo) 和水资源管理系统 (Phyn)。通过 Linksys 独创的 mesh WiFi 和 Xconnect 技术, 鸿腾精密的智能家居产品可自动识别并自动连接其他厂商 (如谷歌、苹果、亚马逊等) 的产品。

Belkin 在手机配件领域定位比较高, 产品直接销售于 Apple 官网商城。

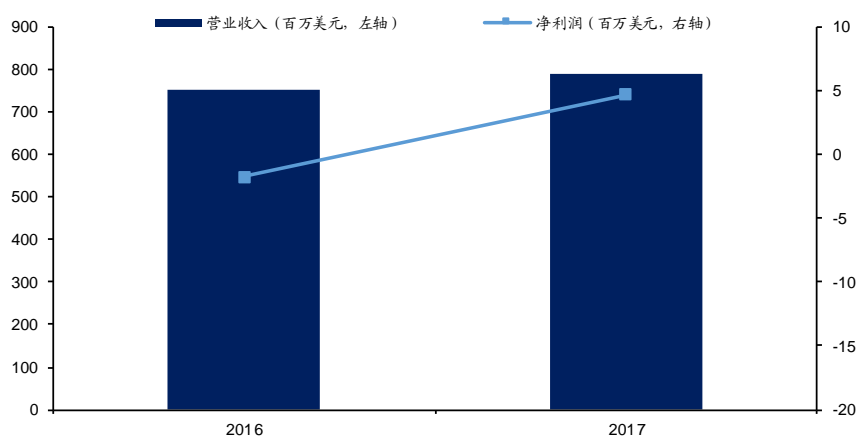
图40 Belkin 产品销售于 Apple 官方商城



资料来源: Apple 官网, 海通证券研究所

2017 年 (截至 2017/9/30 的财年), Belkin 实现营业收入 7.89 亿美元, 超过 2016 年全年的 7.54 亿美元, 17 年净利润 466 万美元, 而 2016 年全年为亏损 173 万美元, 有一定改善, 但 2017 年净利润率仅 0.6%。

图41 Belkin 营收和利润情况



资料来源: 公司收购 Belkin 公告, 海通证券研究所

2.3.2 成本管控：以夏普和台扬科技来看 Belkin 利润改善空间

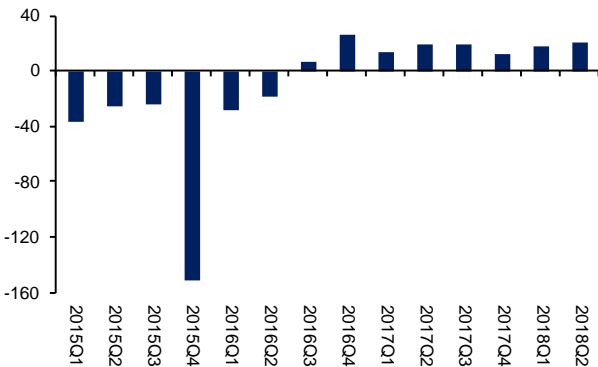
Belkin 产品面向高端客户群，基于其产品售价较高，我们预计其拥有较高的毛利率，但公司净利润情况较差，主要源于费用管控等较差。

我们认为公司在收购 Belkin 后，早期对于公司的边际改善将主要体现在制造成本管控及三费的控制上。我们以夏普和台扬科技的发展为例来印证鸿海集团在成本管控方面的能力。

夏普

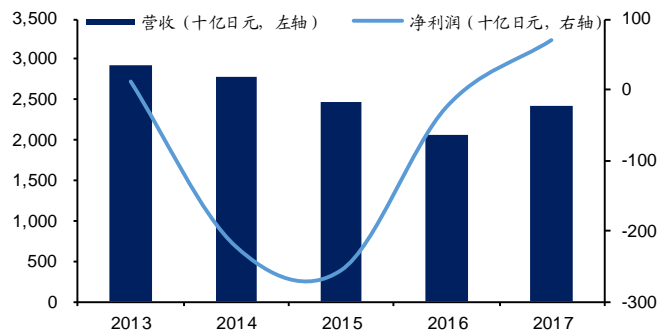
2016 年 8 月，鸿海集团注资收购夏普，鸿海集团副总裁戴正吴出任夏普社长，加紧重整太阳能面板和液晶等亏损部门。夏普自被鸿海注资收购后季度业绩显著好转，2016Q3（2016 年 10-12 月）开始持续盈利。

图42 夏普自 2016Q3 开始扭亏（净利润，十亿日元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

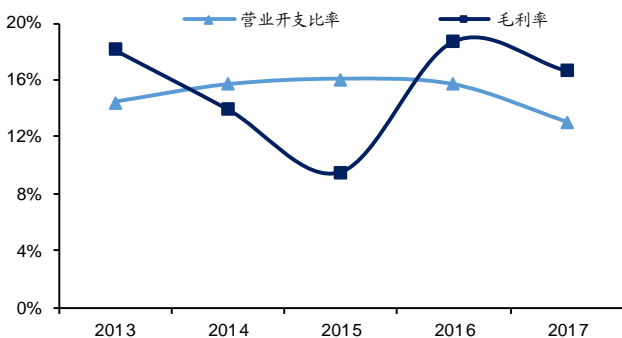
图43 夏普净利润自 2016 年开始显著改善



资料来源：Wind，海通证券研究所

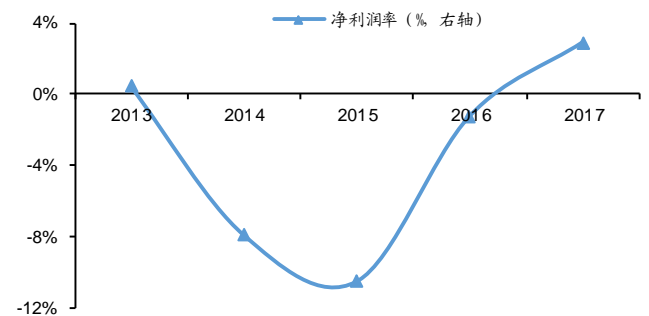
鸿海收购夏普后，成本端管控效果显著，毛利率在 2016 年达到 18.7%，较 2015 年的 9.5% 大幅提升；营业开支也有显著改善，2016 年和 2017 年营业开支比率分别降至 15.7% 和 13.0%；公司净利润率显著回升，由 2015 年的 -10.5% 升至 2016 和 2017 年的 -1.2% 和 2.9%。

图44 夏普营业开支和毛利率改善



资料来源：Wind，海通证券研究所

图45 夏普净利润率触底回升



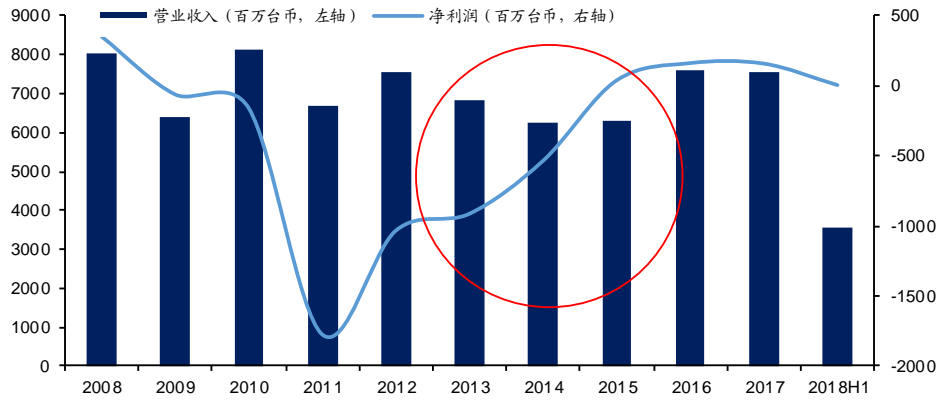
资料来源：Wind，海通证券研究所

台扬科技

2012 年 9 月，鸿海集团(2317-TW)、建汉科技(3062-TW)（鸿海持股 14%）与台扬科技(2314-TW)宣布签署 18 亿元私募投资协议书和战略合作契约，转换价格每股 9 原，转股后占台扬科技股本的 32.62%。

台扬科技主营无线通讯产品，与建汉科技比较类似，鸿海在入主后，迅速进行了调整，2013 年在董监事改选中，鸿海集团和建汉科技合计取得 3 席董事和 1 席监察人。

图46 台扬科技利润自 2013 年开始显著改善



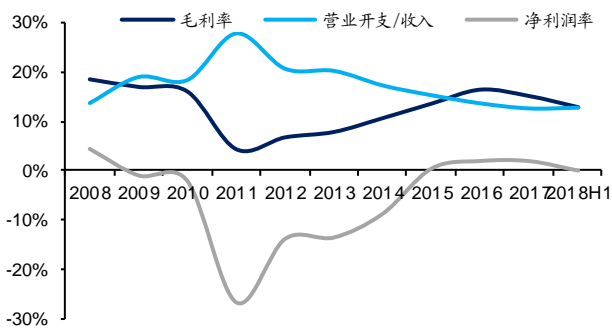
资料来源：Wind，海通证券研究所

台扬科技营收在 2013-2015 年连续三年下滑，但净利润却快速回升，2016 年营收回暖，净利润攀升至 1.6 亿台币，显示出鸿海对台扬科技的整合取得了非常好的效果。

毛利率方面，台扬科技自 2013 年开始大幅回暖，2012-2016 年分别为 6.8%、8.0%、10.8%、13.8%、16.7%，2016 年毛利率较 2012 年提升 9.9 个 pct。费用率亦有显著下降（以营业开支/收入来测算），2012-2016 年分别为 20.8%、20.4%、17.4%、15.5%和 13.9%，2016 年较 2012 年下降 7 个 pct。

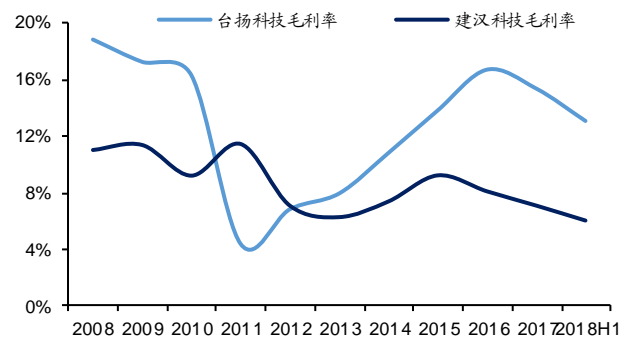
作为对比来看，建汉科技与台扬科技业务相似，建汉科技 2012-2016 年毛利率波动不大，但台扬科技改善显著，因而我们认为鸿海对台扬科技的整合至关重要。

图47 台扬科技利润率及费用率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图48 台扬科技及建汉科技毛利率对比



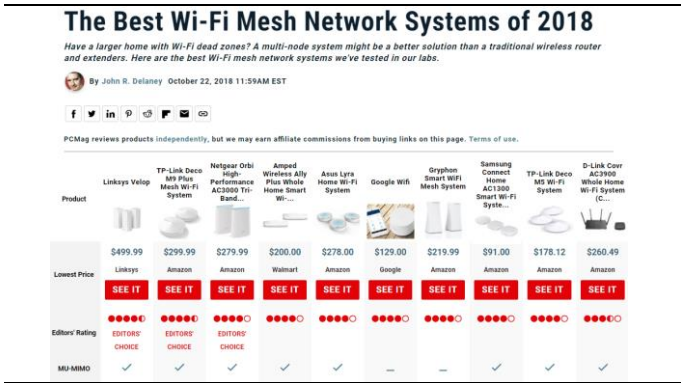
资料来源：Wind，海通证券研究所

公司对于 Belkin 为全资收购，我们认为对于 Belkin 的控制力将更强于台扬科技，因而在费用管控和成本整合方面可能更为成功。

2.3.3 智能家居：打造开放系统，前景广阔

Belkin（贝尔金）创立于 1983 年，2013 年，贝尔金从思科手中买下 Linksys 品牌，还创建了 Wemo 品牌智能家居系统。Belkin 在智能家居领域的布局已经比较完善，Linksys 的 Mesh wifi 及 xconnect 配合 Wemo 系统和 Belkin 的部分硬件，已经可以打造出比较完善的开放智能家居系统。

Wemo 系统可与家中现有的电器装置配套使用，仅需无线网络及免费的智能手机应用程序即可控制，将 WeMo 家用遥控开关插入任意电源插座，然后将电灯等任意装置插入 Wemo 家用遥控开关即可。Phyn 水资源管理系统可以对家庭用水进行管理、诊断等。

图49 Best mesh wifi 首位


资料来源: pcmag, 海通证券研究所

图50 Wemo 产品


资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

同时, 我们认为智能家居业务的开拓对于 Belkin 以及 Fit 的产品都将带来一定的促进。

2.3.4 业绩预测: 短期看整合, 中长期看智能家居

结合 Belkin 产品特性、Fit hon teng 自身净利率情况以及此前对台扬科技等的整合来看, 我们对 Belkin 营收及净利润规模做出如下测算:

表 4 Belkin 业绩测算 (短期关注整合对于利润率的改善)

	营收, 百万美元	净利率			净利润, 百万美元		
		整合悲观	整合中性	整合乐观	整合悲观	整合中性	整合乐观
2018E	800	1.0%	2.0%	3.0%	8.0	16.0	24.0
2019E	840	4.0%	6.0%	8.0%	33.6	50.4	67.2
2020E	882	5.0%	7.0%	9.0%	44.1	61.7	79.4

资料来源: 公司收购 Belkin 公告, 海通证券研究所

2021 年之后, 我们预计智能家居对于公司业绩的贡献会越来越显著, 有望实现更高增长。

2.4 汽车电子: 布局未来

2.4.1 2021 年 L4 级别自动驾驶有望爆发

ADAS, “高级驾驶辅助系统”, 相当于自动驾驶系统 L1-L2 级别, 主要进行物体辨识、侦测、追踪, 辅助提升驾驶安全性。ADAS 按照功能可细分为车道偏离警示系统 (LDW)、前向碰撞预警系统 (FCW)、盲区监测系统 (BSD)、变道辅助系统 (LCA)、自适应巡航系统 (ACC)、自动紧急制动 (AEB)、自动泊车系统 (APS) 等。

从单车需求来看, 要想比较完善的实现 ADAS, 单车摄像头需求在 5-8 个左右 (低端情况下前视摄像头可以满足部分功能), 如特斯拉 Model S 和 Model 3, 均配置 8 个摄像头, 而奔驰、宝马、奥迪的高端车型以及蔚来汽车也配置了 5 个摄像头。而更高级别的自动驾驶对于摄像头的需求要更多。

表 5 各车型自动驾驶及摄像头使用情况

厂商	车型或技术	自动驾驶系统配置	功能和级别
Google	Waymo	摄像头 8 个; 毫米波雷达 4 个; 雷达 6 个; IMU1-3 台;	L4 级别自动驾驶, Google 旗下;
通用/本田	Cruise	摄像头 16 个; 毫米波雷达 8 个; 激光雷达 5 个; IMU 1-2 台;	L4 级别;
Uber		摄像头 7 个; 毫米波雷达 4 个; 远程激光雷达 1 个; IMU 1 台	L4 级别自动驾驶;
特斯拉	Model S/X/3	摄像头 8 个; 超声波雷达 12 个; 毫米波雷达 1 个。	L2 级别;
奥迪	A8	1 前置+4 环绕摄像头; 超声波传感器 12 个; 雷达 5 个; 红外摄像机 1 个; 激光扫描仪	L3 级别;
蔚来	ES8	1 三目前置+4 环绕摄像头; 超声波传感器 12 个; 雷达 5 个;	L2 级别;
理想制造	One	EyeQ4 视觉识别芯片, 搭配博世 Ibooster2.0 电子制动系统;	L2 级别高级辅助驾驶系统, 2021 年开启 L4 解决方案; 21 年量产 L4
拜腾	概念车	激光雷达等	L2 级别; 20 年量产 L3 级别自动驾驶;
小鹏汽车	G3	12 个超声波雷达, 5 个摄像头, 3 个毫米波雷达	L2.5 级别
零跑汽车	S01	22 个传感器, 包括 12 个超声波雷达等	

资料来源: 特斯拉官网, 搜狐科技, 第一电动网等, 海通证券研究所

多数车厂计划实现自动化驾驶 L4 级别的时间是 2021 年左右; 与 Mobileye EyeQ5 (L4-L5) 落地时间比较接近; 因而我们预计 2021 年可能是自动驾驶跨过 L2 向上升华的拐点 (L3 相对来说算过度阶段, 即 eyes off, 驾驶者仍需要实时介入, 而 L4 则进入 Mind off), 届时各种软硬件配套系统也会更为成熟。

表 6 部分车厂自动驾驶规划

车厂	自动驾驶规划
宝马	2021-2022 年实现 L3-L4 级别自动驾驶, 2021 年推出全自动驾驶汽车 iNext
奔驰	2020s 初实现城市自动驾驶
奥迪	A8 配置 L3 级别;
特斯拉	旗下所有车型均可实现 L2 级别以上自动驾驶
大众	2021 年之后推出全自动驾驶汽车
通用	2019 年大规模部署无人驾驶汽车, 2021 年推出全自动驾驶汽车
福特	2021 年开始销售商用全自动驾驶汽车
本田	与通用合作, 向 Cruise 投资 27.5 亿美元;
日产	2022 年实现完全自动驾驶
丰田	202x 年实现 L2~L4
沃尔沃	2021 年量产 L4 级;
PSA	2020 年推出 L3 级自动驾驶功能;

资料来源: 各公司官网, 海通证券研究所

我们预计目前每年全球车载镜头出货量在 9000 万个左右, 折合每辆汽车仅一个左右, 提升空间巨大。我们预计 2018-2020 年, 车载镜头单车需求量从不足一个增至 1.6 个, 车载镜头总需求量增至 1.64 亿个, 按照单个镜头价值量 40 元估算, 2020 年车载镜头全球市场空间在 66 亿元左右; 我们预计 2025 年单车需求量增至 4.5 个, 车载镜头全球市场空间有望超 200 亿元。考虑车载模组, 则市场空间更为巨大。

表 7 车载镜头及模组需求空间测算

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2025E
全球汽车销量, 万辆	8969	9385	9680	9874	10071	10272	11342
单车车载镜头需求量, 个	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2	1.6	4.5
车载镜头总需求量, 万个	4850	6570	7744	9874	12085	16436	51037
增长率, %		35%	18%	28%	22%	36%	
镜头总市场需求空间, 亿元	19	26	31	39	48	66	204
增速, %		35%	18%	28%	22%	36%	
模组总市场需求空间, 亿元				316	375	493	1531

资料来源: wind, 海通证券研究所

2.4.2 公司已深度布局车载娱乐系统和自动驾驶领域

公司在汽车电子领域已经在着手布局，2018年2月、5月、7月分别通过和夏普一起设立子公司、签定框架协议、收购无锡夏普等深度布局车载镜头等领域。

图51 FIT 车载业务布局



资料来源：公司 20180207 关联交易，20180521 持续关联交易，20180730 资产收购公告，海通证券研究所

考虑到进入汽车客户验证周期比较长，我们预计公司相关产品有望在最近两年先逐步进入到下游厂商，通过 2-3 年的验证期，收获期或在 2021 年左右来临。

3. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 2.32、2.84 和 3.36 亿美元，同比增速分别为 28.53%、22.38%和 18.26%；分别实现每股收益 0.034、0.042 和 0.050 美元；我们给予 2019 年 14-16X PE，对应合理价值区间 0.588-0.672 美元/股，按照 1 美元=7.8 港元估算，对应合理价值区间 4.59-5.24 港元/股，首次覆盖，给予优于大市评级。

关键假设：

1) 移动及无线设备一定程度受到智能手机行业出货量增速放缓影响；电脑及消费电子：2019 年受 18 年基数较高影响，出现一定下滑，2020 年回归至低增长；

2) 通讯基础设施：400G 以外的产品保持快速增长，400G 在 2019 年开始贡献收入，2020 年大幅度增长；

3) Belkin：2019 年净利润率显著改善，整合开始显现成效；

4) 毛利率：受到 Belkin 合并以及 400G 产品放量等影响，公司整体毛利率在 2019-2020 年持续提升。

表 8 收入及毛利率假设

		2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
移动及无线设备	移动及无线设备市场规模 (亿美元)	44	45	49	54	60	66	72
	增速		2.3%	8.9%	10.2%	11.1%	10.0%	9.1%
	公司营收规模 (亿美元)	9.8	9.25	12.38	15.9	17.8	16.9	16.9
	增速		-5.6%	33.8%	28.4%	12.0%	-5.0%	0.0%
电脑及消费电子	电脑及消费电子市场规模 (亿美元)	65	66	67	68	70	72	74
	增速		1.5%	1.5%	1.5%	2.9%	2.9%	2.8%
	公司营收规模 (亿美元)	10.18	9.11	8.07	8.19	9.01	8.11	8.51
	增速		-10.5%	-11.4%	1.5%	10%	-10%	5%
通讯基础设施	通讯基础设施市场规模 (亿美元)	108	116	121	130	145	158	173
	增速		7.4%	4.3%	7.4%	11.5%	9.0%	9.5%
	公司营收规模 (亿美元), 不含 400G	3.6	3.5	7.1	8.4	10.1	11.6	13.4
	增速		-4.1%	104.3%	18.7%	20.0%	15.0%	15.0%
	400G 光模块产品营收规模 (亿美元)						1.35	3
	合计, 亿美元	3.6	3.5	7.1	8.4	10.1	13.0	16.4
汽车、工业及医疗	公司营收规模 (亿美元)	0.15	0.30	0.44	0.64	1.40	1.82	2.37
	增速		100%	47%	45%	30%	30%	30%
其他产品	营收规模 (亿美元)	1.07	1.14	0.8	0.83	0.06	0.06	0.06
	增速		6.5%	-29.8%	3.7%	-92.8%	0.0%	0.0%
Belkin	营收 (亿美元)			7.54	7.89	8.00	8.40	8.74
	营收增速				4.6%	1.4%	2%	4%
	净利润率				0.60%	1.0%	6.0%	8.0%
	Belkin 净利润 (百万美元)			-1.7	4.66	8.0	50.4	69.9
除 Belkin	亿美元	24.83	23.28	28.80	34.00	38.41	39.90	44.25

外总收入								
总收入	亿美元	24.83	23.28	28.87	34.11	41.21	48.50	53.19
	增速		-6.2%	24.0%	18.1%	20.8%	17.7%	9.7%
综合毛利率	不含 Belkin	19.24%	18.70%	17.03%	16.75%	16.52%	16.73%	17.12%
总毛利, 亿美元	不含 Belkin	4.78	4.35	4.92	5.70	6.34	6.67	7.57
	增速		-8.9%	12.9%	15.8%	11.4%	5.2%	13.5%

资料来源: wind, 公司招股说明书, 海通证券研究所

5) 各项费用假设: 考虑到 Belkin 主要销售于美国地区, 我们预计收购 Belkin 之后, 2019 年公司整体营销、管理及财务费用率均会有一定幅度提升; 经过公司整合之后, 我们预计 2020 年费用率会有一定下降。研发费用方面, 我们预计费用率会保持稳健。

表 9 收入及毛利率假设

	2017	2018E	2019E	2020E
营销费用, 百万美元	82.93	107.13	155.21	162.22
营销费用率%	2.43%	2.60%	3.20%	3.05%
管理费用, 百万美元	81.16	113.31	152.78	159.56
管理费用率%	2.38%	2.75%	3.15%	3.00%
研发费用, 百万美元	190	239	291	314
研发费用率	5.6%	5.8%	6.0%	5.9%
财务费用, 百万美元	4.76	15.00	26.00	25.00
财务费用率	0.14%	0.36%	0.54%	0.47%

资料来源: wind, 公司 2017 年年报, 海通证券研究所

4. 风险提示

1) 智能手机产销下滑, 手机连接器使用量下降; 2) 400G 产品渗透的进度不及预期; 3) 对 Belkin 整合不及预期; 4) 汽车电子业务在客户的开拓不及预期。

表 10 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E	2018E
00877.HK	昂纳科技集团	30	0.23	0.26	0.31	17.28	14.71	12.26	1.41	--
02382.hk	舜宇光学科技	802	2.66	2.56	3.65	27.64	28.56	20.05	2.90	8.04
02018.HK	瑞声科技	540	0.00	3.61	3.97	10.15	12.34	11.22	2.68	2.68
01888.HK	建滔积层板	233	0.00	0.90	0.91	7.39	8.41	8.30	1.39	1.59
00698.HK	通达集团	51	0.13	0.14	0.17	6.11	5.85	4.80	0.62	0.88
00285.HK	比亚迪电子	202	1.15	1.10	1.29	7.80	8.11	6.91	0.50	1.22
300308.SZ	中际旭创	213	0.50	1.41	1.98	131.59	31.74	22.60	3.66	4.44
002241.SZ	歌尔股份	253	0.68	0.41	0.51	11.85	19.20	15.32	1.09	1.59
601138.SH	工业富联	2,669	0.95	0.85	0.97	16.82	15.96	13.93	0.65	4.08
002916.SZ	深南电路	281	2.13	2.37	3.09	62.80	42.03	32.16	3.93	7.45
300502.SZ	新易盛	53	0.48	0.25	0.48	47.35	88.69	45.52	5.59	4.56
002281.SZ	光迅科技	181	0.53	0.56	0.71	54.06	50.21	39.03	3.49	5.27
002475.SZ	立讯精密	704	0.53	0.64	0.87	41.62	26.91	19.66	2.06	4.39
300548.SZ	博创科技	28	0.97	0.80	1.12	34.47	41.46	29.39	8.18	4.07
均值						34.07	28.16	20.08	2.73	3.87

注: 收盘价为 2018 年 2 月 16 日价格, EPS 为 wind 一致预期; 港交所上市公司市值换算为元, 按照 wind 自动提取的历史汇率;
资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万美元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (美元)					营业总收入	3410.57	4120.50	4850.29	5318.74
每股收益	0.03	0.03	0.04	0.05	营业成本	2829.36	3388.08	3902.40	4270.47
每股净资产	0.28	0.31	0.34	0.37	毛利率%	16.75%	17.37%	19.21%	19.41%
每股经营现金流	0.02	0.05	0.05	0.07	营销费用	82.93	107.13	155.21	162.22
每股股利	0.01	0.01	0.01	0.01	营销费用率%	2.43%	2.60%	3.20%	3.05%
价值评估					管理费用	81.16	113.31	152.78	159.56
P/E	17.24	13.41	10.96	9.27	管理费用率%	2.38%	2.75%	3.15%	3.00%
P/B	12.87	11.82	10.73	9.67	研发费用	190	239	291	314
P/S	6.17	5.11	4.34	3.96	研发费用率%	5.6%	5.8%	6.0%	5.9%
EV/EBITDA					EBIT	239.03	292.98	368.88	432.67
股息率 (%)	23%	26%	26%	26%	财务费用	4.76	15.00	26.00	25.00
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.14%	0.36%	0.54%	0.47%
毛利率	16.75%	17.37%	19.21%	19.41%	投资收益	-0.29	0.00	0.00	0.00
净利润率	6.93%	7.04%	7.32%	7.89%	营业利润	217.52	289.98	354.88	419.67
净资产收益率	9.53%	11.23%	12.48%	13.30%	营业外收支	18.79	0.00	0.00	0.00
资产回报率	5.67%	6.67%	12.48%	13.30%	利润总额	236.31	289.98	354.88	419.67
投资回报率					EBITDA	422.12	496.81	560.07	643.87
盈利增长 (%)					所得税	44.07	58.00	70.98	83.93
营业收入增长率	18.14%	20.82%	17.71%	9.66%	有效所得税率%	18.65%	20.00%	20.00%	20.00%
EBIT 增长率	33.22%	22.57%	25.90%	17.30%	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率	7.08%	28.53%	22.38%	18.26%	归属母公司所有者净利润	180.49	231.99	283.90	335.74
偿债能力指标									
资产负债率	40.46%	40.57%	40.16%	38.94%	资产负债表 (百万美元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动比率	1.89	1.97	2.07	2.21	货币资金	767.55	885.26	959.41	1149.08
速动比率	1.44	1.51	1.59	1.71	应收款项	1061.90	1241.79	1461.73	1602.91
现金比率	0.61	0.63	0.63	0.71	存货	528.33	603.36	694.95	760.50
经营效率指标 (%)					其它流动资产	48.67	50.00	50.00	50.00
应收帐款周转天数	114	110	110	110	流动资产合计	2412.02	2780.41	3166.09	3562.48
存货周转天数	68	65	65	65	长期股权投资	6.55	6.55	6.55	6.55
总资产周转率	107.23%	118.55%	127.55%	128.66%	固定资产	675.88	600.05	536.86	453.67
固定资产周转率	504.61%	686.69%	903.46%	1172.39%	在建工程	118.67	120.00	120.00	120.00
					无形资产	13.95	5.95	7.95	19.95
					非流动资产合计	768.62	695.43	636.62	571.54
现金流量表 (百万美元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	3180.64	3475.84	3802.71	4134.03
净利润	180.49	231.99	283.90	335.74	短期借款	296.13	300.00	300.00	300.00
折旧摊销	183.09	203.83	191.19	211.19	应付账款	589.48	705.85	813.00	889.68
营运资金变动	-223.07	-138.55	-204.38	-130.04	预收账款				
经营活动现金流	155.57	308.26	305.69	463.82	其它流动负债	346.23	350.00	350.00	350.00
固定资产投资	7.71	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	1276.88	1410.27	1527.05	1609.92
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	-67.70	-121.33	-120.00	-120.00	其它长期负债	9.86	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-52.33	-121.33	-120.00	-120.00	非流动负债合计	9.86	0.00	0.00	0.00
债务变化	-119.00	3.87	0.00	0.00	负债总计	1286.74	1410.27	1527.05	1609.92
股票发行	0.00	9.58	0.00	0.00	实收资本	131.52	131.52	131.52	131.52
融资活动现金流	215.49	-28.72	-60.32	-73.81	普通股股东权益	1893.87	2065.54	2275.63	2524.07
现金净流量	352.39	158.22	125.37	270.01	少数股东权益	0.03	0.03	0.03	0.03
					负债和所有者权益合计	3180.64	3475.84	3802.71	4134.03

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为2月16日
 资料来源：公司年报（2017），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周旭辉 海外研究团队
张向伟 海外研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 西部水泥,比亚迪电子,波司登,舜宇光学科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
 (021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
 (021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
 (021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
 (021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
 联系人
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 联系人
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zxh12382@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱红军(021)23154143 zj10419@htsec.com
 联系人
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 联系人
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
 吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 联系人
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 联系人
 史岳 sy11542@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
 谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 联系人
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 联系人
 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 xbq6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 联系人
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张 弋 01050949962 zy12258@htsec.com
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com
 联系人
 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 周 丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 张恒恒 zhx10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
 联系人
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 联系人
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 宗 亮 zl11886@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 吴 尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜 飞 df12021@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李 婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com