

# 通灵股份（301168）：重视产品迭代，接线盒龙头市占率提升可期

2023年5月9日

推荐/首次

通灵股份

公司报告

**深耕行业多年的接线盒龙头企业。**光伏接线盒是太阳能光伏组件的重要组成部分，它主要具有两种功能：一是连接，接线盒连接光伏组件和负载，将组件产生的电流引出并产生功率；二是保护，在组件发生热斑效应时，接线盒起到自动保护作用。公司是国内光伏接线盒市占率第一的企业，截止22年，产能为6600万台套，具有较大的生产规模、较强的技术实力，凭借多年经营形成的良好品牌和口碑，致力于成为全球一流的光伏组件连接系统专业制造商。

**接线盒市场规模持续扩容，多重因素促使行业格局趋于集中。**全球光伏行业的快速增长带动相关辅材包括接线盒市场规模的持续扩容，假设容配比为1:1.2，组件平均功率以每年3%的增速增长。则2025年接线盒的市场规模将达193亿元，行业年均复合增速约20.5%。我们认为，未来行业加速集中的驱动因素有三：1）下游客户集中度高+组件大尺寸升级，要求供应链可靠性提升，将使下游大客户户外需求增加的同时供应商趋于集中；2）产品迭代驱动接线盒产品迭代技术门槛不断提升，龙头企业研发投入更为充足，占据迭代先机；3）头部接线盒企业陆续登录资本市场，资金充裕后，规模扩张将得到提速，从而助力优秀企业市场份额的提升。

**重视技术研发投入，占据产品迭代先机。**公司经营风格稳健，高度重视产品可靠性和产品迭代研发。拥有三十余年一线制造管理经验的公司董事长严荣飞先生，亲自带领公司研发团队进行自主研发工作。管理层深入制造一线，使得公司的技术研发和工艺优化领先行业，率先推出浇筑芯片接线盒，现已获得国内、日本、美国等地授权专利。芯片接线盒具备电流承载能力大、散热性好、自动化生产水平高等优点，且成本低于传统二极管接线盒，渗透率正持续提升，将增厚公司盈利。同时，公司正利用募投先发优势，快速开启产能布局，募投项目4500万套和自有资金新建项目正在建设推进中，若25年公司实现出货量2亿套的销售目标，则测算公司市占率将提升至23%。

**盈利预测：**预测公司23-25年营业收入20.61/39.30/48.23亿元，净利润2.39/5.03/6.51亿元，净利增速106.55%/110.41%/29.47%，EPS分别为1.99/4.19/5.43元，对应PE分别为24.01/11.41/8.81。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

**风险提示：**行业贸易壁垒增加；下游需求不及预期；接线盒产品竞争加剧。

## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(百万元)	1,132.36	1,248.76	2,061.22	3,929.60	4,823.39
增长率(%)	34.27%	10.28%	65.06%	90.64%	22.75%
净利(百万元)	79.76	115.71	238.99	502.87	651.09
增长率(%)	-17.25%	45.08%	106.55%	110.41%	29.47%
ROE(%)	4.34%	5.95%	10.99%	18.90%	19.79%
每股收益(元)	0.66	0.96	1.99	4.19	5.43
PE	71.95	49.59	24.01	11.41	8.81
PB	3.12	2.95	2.64	2.16	1.74

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

## 公司简介：

江苏通灵电器股份有限公司主要从事太阳能光伏组件接线盒及其他配件等产品的研发、生产和销售，是我国光伏接线盒行业规模较大的企业之一。

（资料来源于公司招股说明书和2021年年报）

## 未来3-6个月重大事项提示：

无

## 交易数据

52周股价区间(元)	28.20-89.98
总市值(亿元)	60.36
流通市值(亿元)	24.98
总股本/流通A股(万股)	12000/4965
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	7.82%

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源，东兴证券研究所

## 分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

## 研究助理：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480122040023

## 研究助理：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480123010003

## 目 录

1. 致力于成为全球一流的光伏组件连接系统专业制造商 .....	2
2. 产品迭代持续进行，快速成长的高景气赛道 .....	4
2.1 光伏开启十年景气周期，带动接线盒需求持续向好 .....	4
2.2 产品迭代与降本趋势下，多重因素促使行业格局趋于集中 .....	5
3. 率先推出芯片接线盒渗透率持续提升，紧密合作头部客户 .....	7
3.1 重视技术研发投入，率先推出浇筑芯片接线盒 .....	7
3.2 利用募投先发优势，快速开启产能布局 .....	8
3.3 头部客户合作稳定，跟随下游需求增长可期 .....	8
4. 盈利预测与估值分析 .....	9
5. 风险提示 .....	9

## 表格目录

表 1：接线盒发展时间序列 .....	4
表 2：2021-2025 年全球接线盒及连接器市场空间预测 .....	5
表 3：芯片接线盒与二极管接线盒的区别 .....	7
表 4：通灵股份和快可电子募投项目比较 .....	8
表 5：2018-2021 主要客户销售情况 .....	8
表 6：通灵股份营业收入拆分预测表（百万元） .....	9

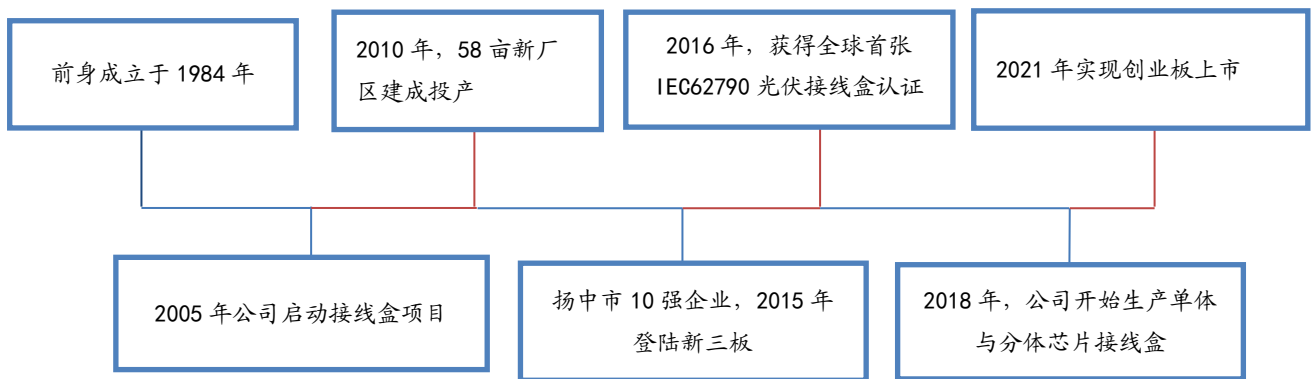
## 插图目录

图 1: 通灵股份历史发展进程.....	2
图 2: 公司主营业务收入及归母净利润变化.....	2
图 3: 公司销售毛利率、销售净利率变化.....	2
图 4: 通灵股份各产品营业收入（单位：万元）.....	3
图 5: 通灵股份主营产品毛利率.....	3
图 6: 公司股权结构图（截至 2023.3.31）.....	3
图 7: 光伏接线盒结构图.....	4
图 8: 全球光伏新增装机预测.....	5
图 9: 组件环节 CR5.....	6
图 10: 组件功率进展.....	6
图 11: 2021 年接线盒竞争格局（按销售金额）.....	6

## 1. 致力于成为全球一流的光伏组件连接系统专业制造商

通灵股份成立于 1984 年，主营业务为太阳能光伏组件接线盒及其他配件等产品的研发、生产和销售。公司在光伏接线盒领域深耕多年，是我国光伏接线盒市占率第一的企业，具有较大的生产规模、较强的技术实力，能产出质量稳定、可靠性高的接线盒产品，凭借多年经营形成的良好品牌和口碑，与下游主要客户包括韩华新能源、无锡尚德、隆基乐叶、天合光能、晶澳太阳能等，保持稳定的供应关系。公司通过自主研发不断优化推进产品迭代，自主设计适合不同组件工艺要求的各类接线盒产品，已逐步建立满足不同工序、高效率通用的生产设备体系和完善的产品质量检测体系，致力于成为全球一流的光伏组件连接系统专业制造商。

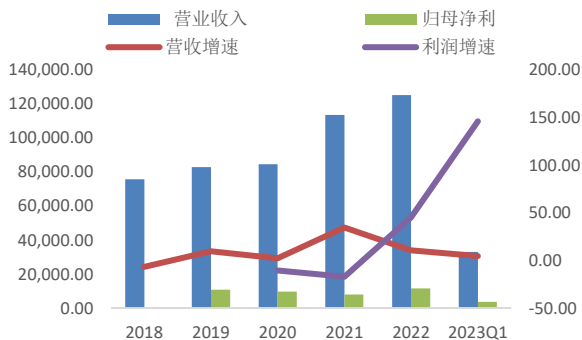
图1：通灵股份历史发展进程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

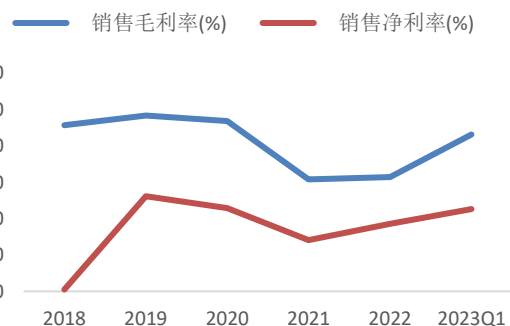
接线盒为公司主要产品，助力公司稳步发展。2018-2022年，公司营业收入从7.55亿元增长至12.49亿元，4年复合增速为13.39%，2022年全年公司实现营收12.49亿元，同比增10.28%，主要得益于公司主要产品接线盒出货量的快速增长。从收入结构看，2018-2022年公司光伏接线盒营收比重超过80%，接线盒产品为公司发展的基石。从盈利能力看，2020年公司综合毛利率2020年出现大幅下滑，主要是由于光伏上游硅料等原料价格不断上升，导致产业链中下游及辅材环节利润空间受到挤压，随着硅料价格从高位下跌，元器件涨价告一段落，公司盈利能力也于23Q1迎来拐点。展望未来，行业利润重分配渐行渐近，公司产品面临终端的价格压力有望趋缓，叠加公司新募投产能逐步放量，公司业绩将迎来量价齐升。

图2：公司主营业务收入及归母净利润变化



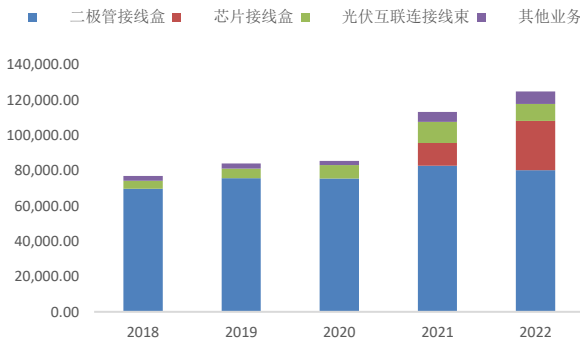
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：公司销售毛利率、销售净利率变化



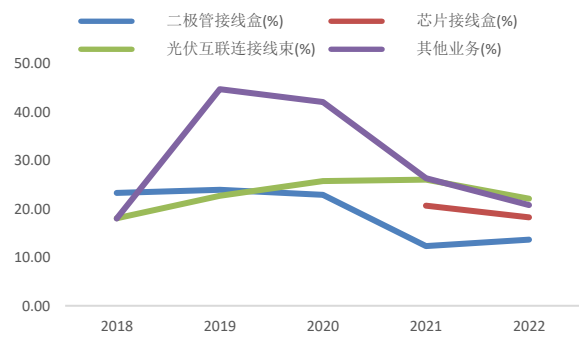
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4: 通灵股份各产品营业收入 (单位: 万元)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

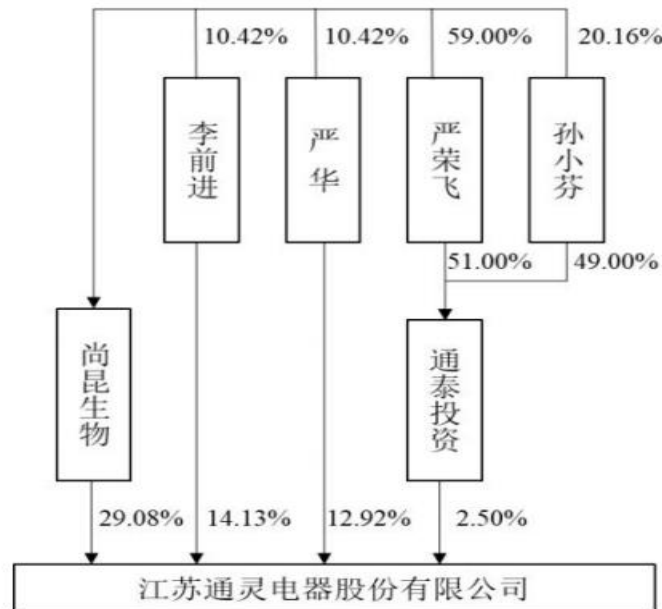
图5: 通灵股份主营产品毛利率



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

公司控股股东及实际控制人为严荣飞家族, 严荣飞、孙小芬、李前进、严华合计持股 58.63%。公司管理团队深耕接线盒领域多年, 积累丰富产品研发经验, 董事长严荣飞、董事及副总经理张道远先生均为核心技术人员, 亲自带领公司研发团队进行自主研发, 统筹公司技术路线, 承担公司研发的关键任务。主导预灌胶接线盒、芯片低压封装等多个项目, 带领公司获得多项专利技术。在股权结构方面, 截止 2023 年 3 月 31 日, 严荣飞家族, 包括严荣飞本人、其妻孙小芬、其女严华、女婿李前进四人直接或间接持有股权 58.63%, 股权结构稳定, 能够有效的提升公司的运行效率、保证决策的实施。

图6: 公司股权结构图 (截至 2023.3.31)



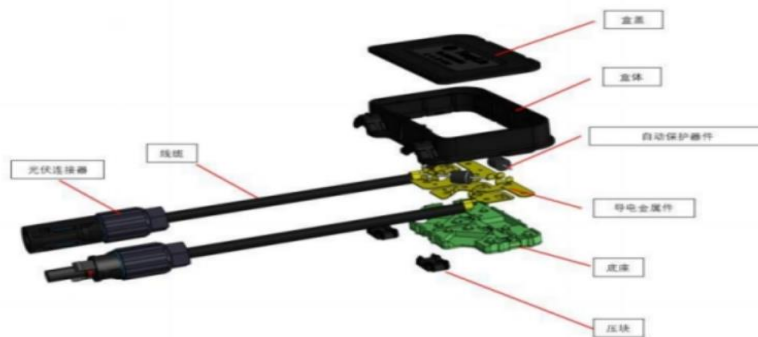
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 产品迭代持续进行，快速成长的高景气赛道

### 2.1 光伏开启十年景气周期，带动接线盒需求持续向好

光伏接线盒是太阳能光伏组件的重要组成部分，它主要具有两种功能：一是连接，接线盒连接光伏组件和负载，将组件产生的电流引出并产生功率；二是保护，在组件发生热斑效应时，接线盒起到自动保护作用。在光伏组件的成本构成中，接线盒占组件的价值量不到 3%，成本占比较小但却是太阳能光伏发电系统必不可少的配套产品。此外，由于太阳能光伏发电环境的特殊性，对接线盒的性能也具有较高要求，在实现功能的同时，接线盒需具备耐候性、防水防尘、耐紫外线等性能，以确保在组件的使用寿命期限内稳定运行。

图7：光伏接线盒结构图



资料来源：通灵股份招股说明书，东兴证券研究所

近年来，随着光伏组件产品性能不断提升，市场对接线盒产品的电流承载能力、散热能力、系统稳定性等要求也越来越高，接线盒产品也经历了多次迭代。从最早的工艺复杂繁杂的密封圈接线盒，到工序简化、密封性能更优、体积更小、自动化程度更高的灌胶贴片接线盒；从用材较多的单体接线盒到粘接面积较小、用材节约、散热效果更好的分体式接线盒。接线盒产品在市场竞争中不断追求以更低的成本实现更好的性能，未来仍将持续迭代。

表 1：接线盒发展时间序列

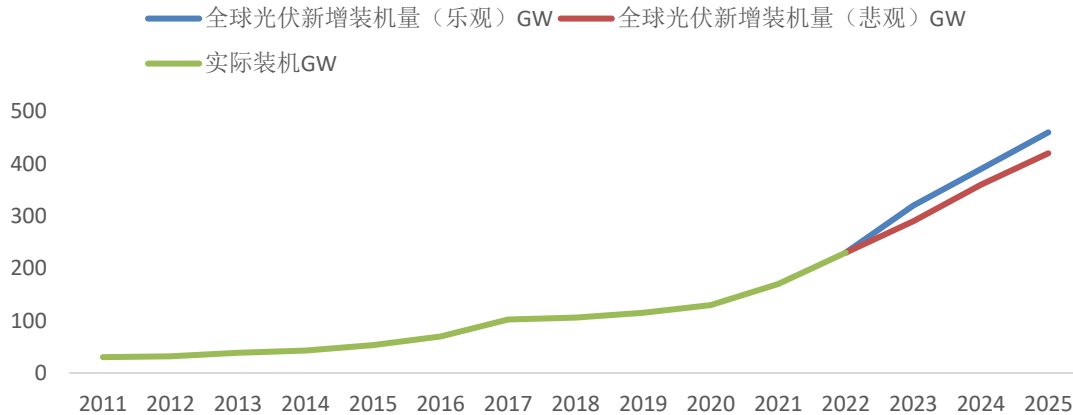
时间	接线盒	工艺	防护措施	流程
2011 年前	第一代轴向接线盒	二极管	空气	复杂繁琐
2011-2013	第二代轴向接线盒	二极管	灌胶	工序简化
2013-2015	第三代贴片接线盒	二极管	灌胶	半自动化
2015-至今	第四代分体式接线盒	二极管	灌胶	高度自动化
2018-至今	芯片接线盒	浇筑式芯片	低压封装	高度自动化
2021-至今	智能接线盒	IC 智能芯片	智能探测	智能化

资料来源：《光伏接线盒应用与发展》，梅国军，东兴证券研究所

“双碳”目标下，光伏开启十年景气周期，带动组件需求快速增长。为实现零碳目标，全球能源转型步伐正在加速，目前全球已有 130 多个国家和地区相继宣布碳中和目标，建立以可再生能源为主的能源系统，实现绿色可发展已成为全球共识，在全球提升可再生能源消费比重的背景下，全球新增风光装机将持续快速增长。根据 CPIA 的数据，2022 年全球光伏新增装机量为 230GW，同比增长 35.3%，预计未来几年全球新增



装机保持年均 60-70GW 左右的增长, 则 2025 年新增全球装机量将达 420-460GW, 新增装机复合增速约 27%。

**图8: 全球光伏新增装机预测**


资料来源: CPIA, 东兴证券研究所

**接线盒行业市场规模随光伏装机量增长而扩张的逻辑清晰。**全球光伏行业的快速增长带动相关辅材包括接线盒和连接器市场规模的持续扩容, 不考虑智能接线盒带来的单位价值提升, 仅测算传统功能的接线盒和连接器的市场空间。假设容配比为 1: 1.2, 组件平均功率以每年 3% 的增速增长。则 23-25 年接线盒和连接器的市场需求分别为 6.8、7.8、8.8 亿套 (亿对)。2025 年接线盒的市场规模将达 193 亿元, 连接器的市场规模将达 22 亿元, 行业年均复合增速约 20.5%。

**表 2: 2021-2025 年全球接线盒及连接器市场空间预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球光伏新增装机量 (GW)	170	230	320	380	440
容配比	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
组件平均功率	500	550	567	583	601
光伏接线盒需求量 (亿套)	4.1	5.0	6.8	7.8	8.8
接线盒价格 (元/盒)	20	22	22	22	22
<b>接线盒市场空间 (亿元)</b>	<b>82</b>	<b>110</b>	<b>149</b>	<b>172</b>	<b>193</b>
光伏连接器需求量 (亿对)	4.1	5.0	6.8	7.8	8.8
连接器价格 (元/盒)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
<b>连接器总市场规模 (亿元)</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>22</b>

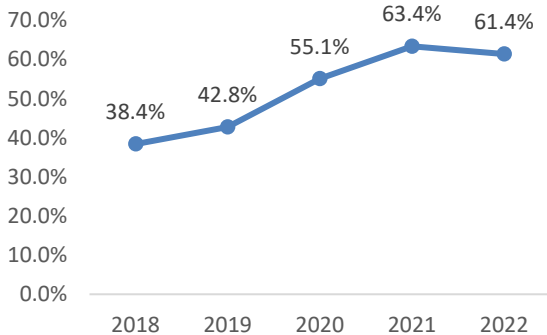
资料来源: CPIA, 通灵股份招股书, 东兴证券研究所

## 2.2 产品迭代与降本趋势下, 多重因素促使行业格局趋于集中

**下游客户集中度高+组件大尺寸升级, 要求供应链可靠性提升。**接线盒下游客户为光伏组件制造企业, 一方面, 近年在光伏平价、降本增效的驱动下, 组件环节向头部集中, 全球组件市场 CR5 从 2018 年的 38.4% 到 2021 年已提升至 60% 以上。下游头部客户多具备着较为完善的采购管理体系, 对各项辅材的品质、交付等有更高的要求, 随着主要客户集中度的提高, 对于上游供应链稳定性也逐步提升。另一方面, 自 2015 年

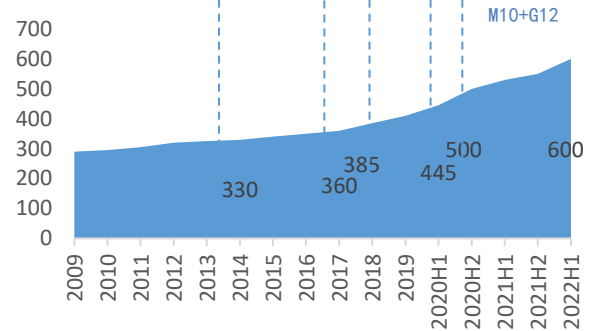
PERC 技术大规模量产以来，PERC 光伏组件的功率从 340W 一路提升到现在的 600W+。组件环节技术迭代不断，一方面转换效率逐步提升，另一方面尺寸也在增大，使得组件的短路电流增大（从不足 10A 增加到 18A 以上），传统的接线盒需要升级才可支撑 20A 以上的需求。随着组件功率越大，其通过的电流越大，对接线盒的散热、电流承载能力、质量稳定性等要求也在提高。综合来看，下游客户对接线盒可靠性要求不断提升，有利于头部企业提升品牌和产品力的溢价，从而提升市场份额。

图9：组件环节 CR5



资料来源：CPIA，东兴证券研究所

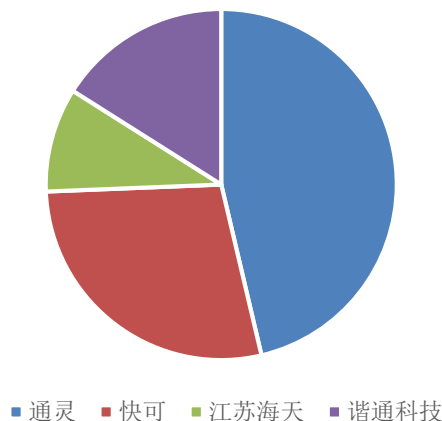
图10：组件功率进展



资料来源：全球光伏，东兴证券研究所

**龙头上市具备规模扩张先发优势，蓄力拥抱集成化降本+智能化升级行业机遇。**接线盒产品的生产制造具有一定规模效应，企业在规模提升之后，原材料采购、生产制造成本及其他的费用支出，在单位成本上都能得到摊薄，从而实现产品单位成本的降低。在上市之前，各家企业的规模差距无法拉开，行业中优秀的接线盒企业的产能扩张遇到一定的瓶颈，随着国内太阳能光伏产业的迅速发展，行业需要通过融资等途径扩大产能。同时，光伏产业链存在激烈的内部竞争，驱动接线盒产品迭代技术门槛不断提升，企业需要资金加大对高新技术产品的应用研发投入，而龙头企业凭借规模优势，能够集中研发投入，降低单位研发成本。随着头部接线盒企业陆续登录资本市场，资金问题得到解决和改善，一方面，上市公司利用资本市场融资的先发优势，营运资金压力将得到缓解，规模扩张将得到提速，从而助力优秀企业市场份额的提升；另一方面，利用规模优势加大研发，有助于抓住集成化降本+智能化升级的行业机遇，强化自身竞争优势和市场地位。

图11：2021年接线盒竞争格局（按销售金额）



资料来源：CPIA，东兴证券研究所



### 3. 率先推出芯片接线盒渗透率持续提升, 紧密合作头部客户

#### 3.1 重视技术研发投入, 率先推出浇筑芯片接线盒

公司重视技术研发投入, 拥有专业的技术研发团队及软硬件资源。作为公司核心技术人员之一, 拥有三十余年一线制造管理经验的公司董事长严荣飞先生, 也亲自带领公司研发团队进行自主研发工作。同时公司拥有符合 TUV 要求的实验室, 为公司产品从研发到量产各阶段提供标准化测试, 确保产品各项性能要求得到有效保障, 为客户提供高性能高质量的产品。在研发软硬件资源的支持下, 公司率先推出浇筑芯片接线盒, 现已获得国内、日本、美国等地授权专利。

**芯片接线盒具备电流承载能力大、散热性好、自动化生产水平高等优点。**传统接线盒的保护器件一般为芯片封装成的二极管, 由于二极管或模块自身即为芯片加工后的产品, 还需进一步经过装配以形成接线盒产品。而芯片接线盒中芯片与接线盒直接一体化, 公司通过自主封装芯片, 在芯片封装过程中可进行更为灵活及针对性的设计开发, 如配合以专门的大面积铜导体散热片直接连接芯片提供更充分散热条件, 从而降低芯片的工作温度, 提升芯片的散热能力, 以单芯片承载更大电流, 稳定性更强。相较于一般的二极管接线盒, 芯片接线盒实现了接线盒芯片封装技术与装配技术的优化整合, 不依赖于二极管或模块的采购, 省略了与二极管或模块厂商的相互磨合和调整过程。

**表 3: 芯片接线盒与二极管接线盒的区别**

项目	二极管接线盒	芯片接线盒
<b>技术特征</b>	二极管接线盒需将自动保护器旁路二极管装配到接线盒内部, 与导电部件相连接, 在灌封胶的整体密封下起到连接通电和保护作用。	芯片接线盒通过低压封装技术直接将自动保护芯片植入到接线盒内部, 后续无需二极管装配环节。
<b>优势</b>	1、二极管市场供应渠道成熟, 便于采购; 2、二极管接线盒结构配件相对较少, 装配工艺较为简单, 设计制造门槛较低。	1、低压封装工艺避免了高压注塑过程中射流对芯片和结构件形成的冲击, 减少了框架材料膨胀产生的应力, 影响芯片性能; 2、基于良好的散热结构和封装工艺, 可实现一颗芯片满足大电流要求, 避免多芯片对稳定性的影响; 3、芯片模块与接线盒盒底一体化结构, 整体性能好, 抵抗能力较强, 便大批量、自动化生产。
<b>劣势</b>	1、当通过电流较大时, 二极管采用并联结构, 不设置均流电阻, 可能导致电流不均衡; 2、通电电流偏大时易出现温度上升、正向压降下降, 造成电流进一步上升, 接线盒发热严重, 甚至烧毁失效。	芯片模块与接线盒整体设计, 对产品应力、散热等因素考虑的更加严苛, 芯片浇筑封装大大难于配件组装, 对生产设备、工装和相关工程技术人员的素质要求更高。

资料来源: 通灵股份招股说明书, 东兴证券研究所

**公司芯片接线盒出货占比将持续提升, 增厚盈利能力。**公司芯片接线盒性能优异, 售价与传统二极管接线盒相同, 但芯片接线盒成本更低, 能降低材料和制造费用, 降本增效的同时能实现比传统产品 3-5% 的毛利率溢价。2022 年公司接线盒收入构成中, 芯片接线盒占比约 25%, 二极管接线盒占比约 75%。随着新建浇筑芯片接线盒产能投产, 公司的芯片接线盒出货占比亦将持续提升。根据公司披露的投资者关系活动纪要

（2023.02.07），公司的芯片接线盒日产能已接近 10 万套，销售量占比已提升至 30%-50%，芯片接线盒出货占比提升将驱动公司的盈利能力优化改善。

### 3.2 利用募投先发优势，快速开启产能布局

公司自 2021 年上市后，凭借资金优势，已率先开启产能布局。目前 A 股接线盒上市公司有两家，分别为通灵股份（2021 年上市）和快可电子（2021 年上市），通灵股份在上市时的 ipo 实际募资额是快可电子的 2 倍以上。在上市前，公司的产能为 4400 台套/年，产能当时已满负荷运行，由于光伏行业的快速发展，在资金压力下，公司的产能扩张不能完全跟上产业发展的速度，上市后公司利用上市资金优势，快速开启产能布局，根据投资者关系活动纪要（2023.02.07），2022Q4 公司的月均出货量已达 500-550 万台套，已较上市前明显增长。2022 年通灵股份按出货量计算市占率为约 11.6%，接线盒行业格局仍较为分散，未来几年公司将快速拉开与二线接线盒生产企业之间的规模差距，扩大自身的规模优势和成本优势，若 25 年公司实现出货量 2 亿套的销售，则预计公司市占率将提升至 23%。

表 4：通灵股份和快可电子募投项目比较

项目	通灵股份		快可电子	
	投资额 (万元)	建设周期 (月)	投资额 (万元)	建设周期 (月)
接线盒技改扩建项目/光伏组件智能保护及连接系统扩产项目	43191.01	18	13176.15	4
研发中心升级建设项目	9915.21	36	1096308	24
智慧企业信息化建设项目	5868.00	36	-	-
补充流动资金	25000.00	-	9000	-
合计	83974.21		33139.23	

资料来源：通灵股份招股说明书，东兴证券研究所

### 3.3 头部客户合作稳定，跟随下游需求增长可期

公司与头部客户建立稳定合作关系，受益行业迭代，存量客户与增量客户皆有拓展提升空间。接线盒的下游为组件企业。一般来说，光伏组件上游配件供应商需要经过较长时间且相当严格的认证后，才能进入下游客户的配套体系。公司客户主要为头部的光伏组件企业，如：韩华新能源、无锡尚德、隆基乐叶、天合光能、晶澳太阳能等优质客户，客户实力在行业内处于领先地位。

随着组件功率的提升，下游客户对接线盒可靠性要求不断提升，公司有望抓住行业产品迭代，降本增效的发展机遇，提升下游占有率和集中度。一方面，由于此前行业内的企业规模都较小，存量客户此前的采购较为分散，一些头部的组件工厂需要从十几家接线盒供应商进行采购，随着公司的产能扩大，存量客户的采购也将向交付稳定、性能可靠性高的头部企业集中，另一方面，此前一部分组件企业，如晶科环境，由于组件出货规模较大，出于供应安全的考虑选择自产接线盒，未来随着主产业链规模的快速成长，综合投资回报率的考量，或也将转向第三方采购接线盒，公司在新增客户拓展中，也具备规模、品牌、成本等综合竞争优势。行业的产品持续迭代，有利于公司提升品牌和产品力的溢价，从而提升市场份额。

表 5：2018-2021 主要客户销售情况

年份	隆基乐叶	晶澳太阳能	韩华新能源	天合光能	无锡尚德
----	------	-------	-------	------	------

	销售额 (百万元)	占比	销售额 (百万元)	占比	销售额 (百万元)	占比	销售额 (百万元)	占比	销售额 (百万元)	占比
2021	486.75	42.99%	193.03	17.05%	93.49	8.26%	77.16	6.81%	45.96	4.06%
2020	230.71	27.36%	116.11	13.77%	120.07	14.24%	100.86	11.96%	87.63	10.39%
2019	90.56	10.96%	111.76	13.53%	124.17	15.03%	110.38	13.36%	128.62	15.57%
2018	103.3	13.67%	80.88	10.71%	101.8	13.48%	90.78	12.02%	155.44	20.57%

资料来源: 通灵股份招股说明书, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值分析

预测公司 23-25 年营业收入 20.61/39.30/48.23 亿元, 净利润 2.39/5.03/6.51 亿元, 净利增速分别为 106.55%/110.41%/29.47%, EPS 分别为 1.99/4.19/5.43 元, 对应 PE 分别为 24.01/11.41/8.81。公司营业收入拆分预测如表 6 所示。我们认为, 公司作为光伏接线盒龙头企业, 将受益于辅材行业规模随着新增装机增长持续扩容, 随着产品的迭代升级趋势叠加客户可靠性要求的提升, 公司快速推进产能扩张, 有望抓住集成化降本+智能化升级的行业机遇, 强化自身竞争优势, 获得市场份额的提升。首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。

表 6: 通灵股份营业收入拆分预测表 (百万元)

产品	2021	2022	2023E	2024E	2025E
二极管接线盒	828	802	925	916	898
增速	10%	-3%	15%	-1%	-2%
芯片接线盒	129	279	925	2748	3591
增速		116%	231%	197%	31%
光伏互联连接线束	120	96	125	163	211
增速	56%	-20%	30%	30%	30%
其他业务	56	71	85	102	123
增速	384%	28%	20%	20%	20%
总计	1132	1249	2061	3930	4823
增速	34%	10%	65%	91%	23%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 5. 风险提示

行业贸易壁垒增加; 下游需求不及预期; 接线盒产品竞争加剧。

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				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产合计</b>	2,191.79	2,446.87	3,021.36	4,612.54	5,796.23	<b>营业收入</b>	1,132.36	1,248.76	2,061.22	3,929.60	4,823.39
货币资金	1,161.97	782.88	630.49	693.77	1,146.65	<b>营业成本</b>	957.92	1,052.46	1,645.72	3,102.86	3,799.50
应收账款	571.44	613.62	1,190.15	2,268.95	2,785.03	营业税金及附加	4.50	3.98	9.36	17.84	21.89
其他应收款	0.61	10.68	8.37	11.58	22.08	营业费用	4.76	3.00	4.49	7.86	8.65
预付款项	5.15	9.64	13.82	26.34	32.33	管理费用	30.95	33.72	50.59	88.53	97.38
存货	232.62	321.77	432.36	815.19	998.21	财务费用	7.01	-19.65	-1.14	-1.68	-2.84
其他流动资产	209.92	710.60	742.95	786.21	806.90	研发费用	39.81	52.30	78.45	133.36	146.69
<b>非流动资产合计</b>	298.85	432.56	381.48	328.78	274.47	资产减值损失	-8.87	-9.66	-15.83	-30.19	-37.05
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.88	4.09	0.00	0.00	0.00
固定资产	224.19	242.65	213.35	182.43	149.89	投资净收益	1.72	10.53	5.11	5.11	5.11
无形资产	43.57	43.08	35.90	28.72	21.54	加: 其他收益	5.60	1.99	3.89	3.89	3.89
其他非流动资产	11.24	84.83	80.57	76.30	72.04	<b>营业利润</b>	86.74	129.90	266.92	559.65	724.07
<b>资产总计</b>	2,490.64	2,879.43	3,402.84	4,941.33	6,070.70	营业外收入	0.02	0.04	0.03	0.03	0.03
<b>流动负债合计</b>	625.93	897.03	1,195.38	2,253.84	2,759.86	营业外支出	0.39	2.15	1.83	1.83	1.83
短期借款	0.00	19.82	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	86.38	127.80	265.12	557.84	722.26
应付账款	586.47	837.38	1,110.65	2,094.03	2,564.17	所得税	6.62	12.09	26.12	54.97	71.17
其他流动负债	39.46	39.82	84.73	159.80	195.68	<b>净利润</b>	79.76	115.71	238.99	502.87	651.09
<b>非流动负债合计</b>	27.24	37.51	31.84	26.40	21.19	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	10.31	21.47	15.80	10.36	5.16	归属母公司净利润	79.76	115.71	238.99	502.87	651.09
其他非流动负债	16.93	16.04	16.04	16.04	16.04	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	653.17	934.53	1,227.22	2,280.23	2,781.05	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	营业收入增长	34.27%	10.28%	65.06%	90.64%	22.75%
资本公积	1,071.30	1,071.30	1,071.30	1,071.30	1,071.30	营业利润增长	-23.25%	49.76%	105.48%	109.67%	29.38%
未分配利润	646.17	753.60	984.32	1,469.79	2,098.35	归属于母公司净利润增长	-17.25%	45.08%	106.55%	110.41%	29.47%
归属母公司股东权益合计	1,837.47	1,944.90	2,175.62	2,661.09	3,289.65	<b>获利能力</b>					
<b>负债和所有者权益</b>	2,490.64	2,879.43	3,402.84	4,941.33	6,070.70	毛利率 (%)	15.40%	15.72%	20.16%	21.04%	21.23%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					净利率 (%)	7.04%	9.27%	11.59%	12.80%	13.50%
2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产净利润 (%)	3.20%	4.02%	7.02%	10.18%	10.73%	
<b>经营活动现金流</b>	202.92	271.58	-123.51	80.69	474.03	ROE (%)	4.34%	5.95%	10.99%	18.90%	19.79%
净利润	79.76	115.71	232.51	496.39	644.60	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	20.97	22.38	51.08	52.70	54.31	资产负债率 (%)	26%	32%	36%	46%	46%
财务费用	7.01	-19.65	-1.14	-1.68	-2.84	流动比率	3.50	2.73	2.53	2.05	2.10
投资损失	-1.72	-10.53	-5.11	-5.11	-5.11	速动比率	3.07	2.34	2.11	1.63	1.69
营运资金变动	90.38	139.04	-408.69	-469.45	-224.79	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	6.52	24.64	7.84	7.84	7.84	总资产周转率	0.45	0.43	0.61	0.80	0.79
<b>投资活动现金流</b>	-161.63	-677.64	3.75	3.75	3.75	应收账款周转率	2.17	2.42	1.86	1.86	1.86
资本支出	23.98	179.11	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.97	3.15	3.35	3.35	3.35
长期投资	-139.73	-491.90	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标 (元)</b>					
其他投资现金流	-45.88	-364.85	3.75	3.75	3.75	每股收益 (最新摊薄)	0.66	0.96	1.99	4.19	5.43
<b>筹资活动现金流</b>	1,060.08	5.05	-32.62	-21.16	-24.89	每股净现金流 (最新摊薄)	1.64	0.92	-1.86	-0.86	3.24
短期借款增加	0.00	19.82	-19.82	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊薄)	15.31	16.21	18.13	22.18	27.41
长期借款增加	10.31	11.17	-5.67	-5.44	-5.20	<b>估值比率</b>					
普通股增加	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	71.95	49.59	24.01	11.41	8.81
资本公积增加	1,027.89	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.12	2.95	2.64	2.16	1.74
<b>现金净增加额</b>	1,101.16	-399.76	-152.38	63.27	452.88	EV/EBITDA	52.36	56.48	14.71	7.81	5.67

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 5年投资研究经验, 2016年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖新能源研究领域, 从业期间获得2017年水晶球公募榜入围, 2020年wind金牌分析师第5。

## 研究助理简介

### 侯河清

金融学硕士, 3年产业投资经验, 2022年4月加盟东兴证券研究所, 任研究助理, 主要覆盖电新行业的研究。

### 吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士, 3年投资研究经验, 2022年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

## 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

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526