

业绩符合预期，产能扩张巩固龙头地位

2023 年 04 月 25 日

► **事件：**2023 年 4 月 24 日，公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报。根据年报，公司全年实现营收 12.49 亿元，同比+10%；实现归母净利润 1.16 亿元，同比+45%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比+32%。根据 23 年一季报，公司 23Q1 实现收入 3.29 亿元，同比+4%，环比+24%；实现归母净利润 0.37 亿元，同比+146%，环比+74%；实现扣非归母净利 0.32 亿元，同比+155%，环比+89%。盈利方面，我们测算公司 22 年单套盈利约 1.7 元/套，23Q1 扣非归母净利后单套盈利约 2.1 元/套，在受到疫情等外部因素的影响下，公司 22 年业绩仍维持增长，23 年 Q1 利润增速显著提升，我们预计随着新品的加速迭代与产能持续扩张，公司盈利能力将持续向好。

► **出货量持续提升，客户资源优势显著。**2022 年公司接线盒的市占率达到 13.97%，日生产规模达到 20 万套，全年出货量为 5843 万套，与 21 年相比增长 17%。公司为国内光伏接线盒主要生产企业之一，具有着相对较大的生产规模、技术及质量等优势，公司凭借多年经营形成的良好品牌和口碑，处于一定的市场优势地位。目前公司已与韩华、尚德、隆基、天合、晶澳等国内外知名太阳能光伏组件制造商建立了长期良好的合作关系。公司客户优势体现在：头部客户的采购量稳定，且认证周期长，准入门槛高，进入其供应商体系后合作关系较为稳定；头部客户的采购量大，为公司营收的增长提供保障；有利于开拓新的大型组件制造商客户，大型组件制造商在开拓新供应商时，将优先选择与其他大型组件制造商有过长期良好合作经验的供应商。

► **先进产能持续扩张，技术领先性夯实竞争力。**公司募投及扩产项目已经于 2022 年二季度全面启动，并且整体的募投及扩产项目均围绕着浇筑芯片接线盒展开，预计 2023 年公司产能将达到 1.5-2 亿套，出货量有望突破 1 亿套，芯片接线盒占比达到 30% 以上。相比传统的二极管接线盒产品，芯片接线盒具有以下优势：1) 散热性能良好，实现大电流承载；2) 低压封装工艺避免了高压注塑过程中电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。3) 省略了二极管封装这一步骤，毛利率能够提升约 3-5Pcts。随着先进产能的持续扩张，公司盈利能力有望持续向好。此外，公司已展开了海外产能的布局，根据 4 月 19 日公告，公司拟以新加坡子公司作为投资主体，在越南设立全资孙公司，我们认为公司这一布局或将降低贸易风险，稳固公司对海外组件厂的供货能力。

► **投资建议：**预计公司 23-25 年实现收入 25/40/48 亿，归母净利为 3.04/5.04/6.47 亿，对应 PE 为 18/11/9。公司为接线盒龙头企业，随着新品迭代和产能扩张的加速，市占率和盈利能力有望持续提升，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动风险、下游行业景气度波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1249	2477	4001	4784
增长率 (%)	10.3	98.4	61.5	19.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	116	304	504	647
增长率 (%)	45.1	163.1	65.5	28.4
每股收益 (元)	0.96	2.54	4.20	5.39
PE	48	18	11	9
PB	2.9	2.5	2.0	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

46.40 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.通灵股份 (301168.SZ) 2022 年三季报点评：盈利能力显著提升，产能扩张节奏加快-2022/10/25

2.通灵股份 (301168.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 盈利能力大幅改善，市占率有望加速提升-2022/08/26

3.通灵股份 (301168.SZ) 深度报告：接线盒领军企业，市占率有望加速提升-2022/07/12

4.通灵股份 (301168.SH) 2021 年报及 2022 年一季报点评：接线盒供不应求，公司盈利有望修复-2022/04/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1249	2477	4001	4784
营业成本	1052	1957	3191	3802
营业税金及附加	4	7	12	14
销售费用	3	7	10	12
管理费用	34	70	112	133
研发费用	52	124	180	191
EBIT	98	323	516	656
财务费用	-20	-4	-6	-8
资产减值损失	-5	-5	0	0
投资收益	11	12	32	48
营业利润	130	335	554	711
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	128	335	554	711
所得税	12	30	50	64
净利润	116	304	504	647
归属于母公司净利润	116	304	504	647
EBITDA	121	385	602	770

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	783	1174	1411	1793
应收账款及票据	550	1039	1678	2007
预付款项	10	20	32	38
存货	322	517	798	898
其他流动资产	783	547	629	672
流动资产合计	2447	3296	4548	5407
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	220	364	532	695
无形资产	43	53	53	53
非流动资产合计	433	676	889	1075
资产合计	2879	3972	5438	6482
短期借款	20	20	20	20
应付账款及票据	837	1577	2482	2851
其他流动负债	40	90	146	174
流动负债合计	897	1687	2648	3045
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	38	37	37	37
非流动负债合计	38	37	37	37
负债合计	935	1723	2684	3081
股本	120	120	120	120
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1945	2249	2753	3400
负债和股东权益合计	2879	3972	5438	6482

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.28	98.36	61.52	19.57
EBIT 增长率	7.07	231.36	59.47	27.14
净利润增长率	45.08	163.11	65.55	28.38
盈利能力 (%)				
毛利率	15.72	20.97	20.24	20.53
净利润率	9.27	12.29	12.60	13.52
总资产收益率 ROA	4.02	7.66	9.27	9.98
净资产收益率 ROE	5.95	13.53	18.30	19.03
偿债能力				
流动比率	2.73	1.95	1.72	1.78
速动比率	2.34	1.63	1.40	1.46
现金比率	0.87	0.70	0.53	0.59
资产负债率 (%)	32.46	43.38	49.36	47.54
经营效率				
应收账款周转天数	125.53	130.00	130.00	130.00
存货周转天数	94.82	95.00	90.00	85.00
总资产周转率	0.47	0.72	0.85	0.80
每股指标 (元)				
每股收益	0.96	2.54	4.20	5.39
每股净资产	16.21	18.74	22.94	28.34
每股经营现金流	2.27	3.26	4.21	5.29
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	48	18	11	9
PB	2.9	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	39.57	11.42	6.90	4.90
股息收益率 (%)	0.22	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	116	304	504	647
折旧和摊销	23	62	87	114
营运资金变动	138	32	-54	-80
经营活动现金流	273	391	505	635
资本开支	-178	-310	-300	-300
投资	-492	300	0	0
投资活动现金流	-678	2	-268	-252
股权募资	0	0	0	0
债务募资	20	-1	0	0
筹资活动现金流	5	-2	-1	-1
现金净流量	-399	392	237	382

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026