

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

邓永康、郭彦辰



接线盒领军企业，市占率有望加速提升

- **公司历史悠久，专注接线盒多年。**通灵股份前身为成立于1984年7月的集体企业扬中县五金厂，2021年12月于深圳证券交易所上市，公司的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。2021年营业收入达到1.76亿元，同比增长128.53%，芯片接线盒销售669.90万套，同比增长15.43%，占接线盒产品的13.34%。2021年Q1公司实现营收3.13亿元，同比+15.55%；归母净利润0.15亿元，同比-43.53%，净利润下降源于原材料采购价格持续上行，公司主要产品毛利率承压所致；此外，公司二季度业绩受到疫情停工的影响，展望下半年，随着原材料价格回归理性、公司产业链延伸的逐步完善以及疫情的好转，叠加公司产能的放量以及客户认证的进展，下半年盈利能力将有所回升。
- **组件重要零部件，市场空间广阔。**接线盒在组件中起到连接与保护的作用，目前产品同质化程度高，行业竞争格局较为分散，预计随着光伏行业的发展，客户对于接线盒的质量与寿命要求提高，接线盒环节有望实现尾部出清，集中度提升，在光伏行业持续景气的背景下，预计2025年接线盒市场空间将达到243亿元。
- **芯片接线盒加速切入，市占率有望提升。**通灵的芯片接线盒利用低压封装技术，连接芯片封装技术和接线盒技术，打通接线盒散热通道，完美解决了大电流带来的集中散热问题，大大提升了产品稳定性，可承载电流也高于传统二极管接线盒，成本也低于传统接线盒，毛利率提升5Pcts。此外，公司通过向上一体化有效降低成本，在提升电缆线自供率的同时，镀锡绞丝、封装胶等产品的自制也在逐步推进。目前与多家龙头厂商建立长期合作关系，随着下游对芯片接线盒的认证以及接受程度提升，预计市占率将持续提升，2025年有望达到30%。新产品方面，目前，公司三分体模块置于盒盖内智能接线盒项目已进入小批量生产阶段，未来有望通过远程数据收集与监控、控制关断等功能加强安全性能，提升光伏系统发电的稳定性。
- **投资建议：**我们上调盈利预测，预计公司2022-2024年营收为15.91/24.48/41.16亿元，增速为40.5%/53.9%/68.1%；归母净利润为1.39/2.91/5.02亿元，增速为74.2%/109.1%/72.8%；EPS为1.16/2.42/4.19元，现价对应公司2022-2024年PE为41X/20X/11X。考虑到光伏行业的高成长性以及公司扩产计划与客户认证的逐步推进，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨与短缺，下游需求不及预期，市场竞争加剧，客户开拓不及预期等。



01

公司介绍

02

行业情况与竞争力

03

盈利预测假设和业务拆分

04

估值分析与投资建议

05

风险提示

CONTENTS

目录



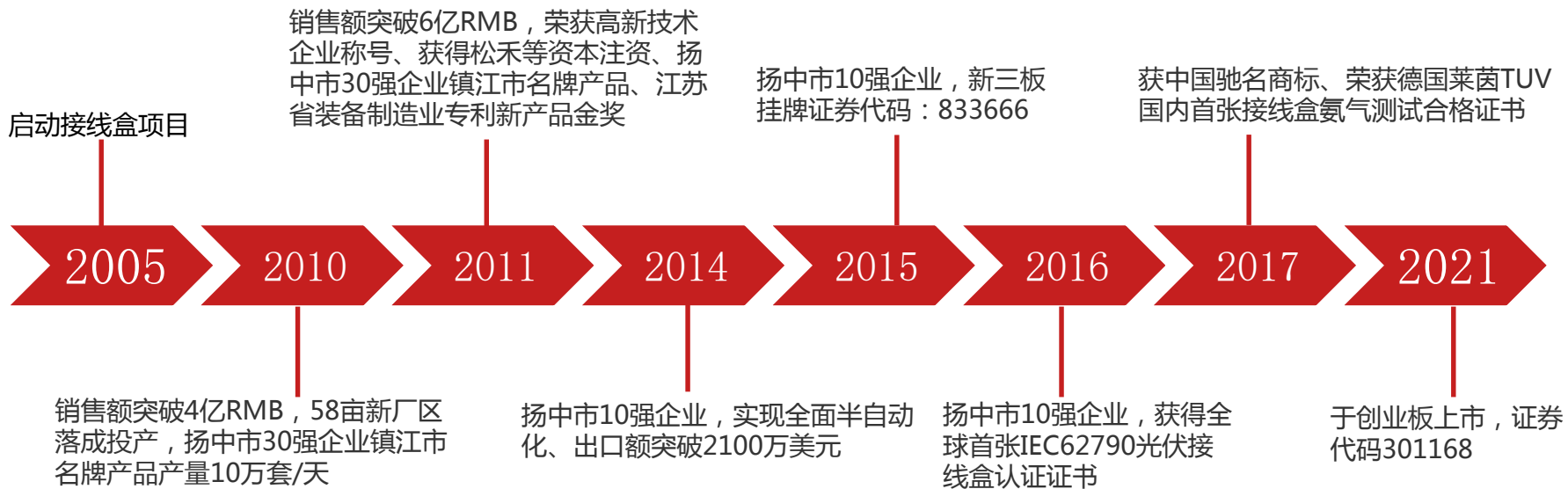
01. 公司简介

01

公司发展历程

- 江苏通灵电器股份有限公司前身为成立于 1984 年 7 月的集体企业扬中县五金厂，其后经过历次变更及承包经营，2000 年，更名为扬中市通灵电器设备厂。2008 年，经审计评估和相关部门批复同意后，扬中市通灵电器设备厂改制为镇江市通灵电器有限责任公司，其后整体变更设立江苏通灵电器股份有限公司，2021年12月于深圳证券交易所上市。公司的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，主要产品包括单体二极管接线盒、单体芯片接线盒、分体二极管接线盒、分体芯片接线盒等。

图表：公司重大发展历程节点



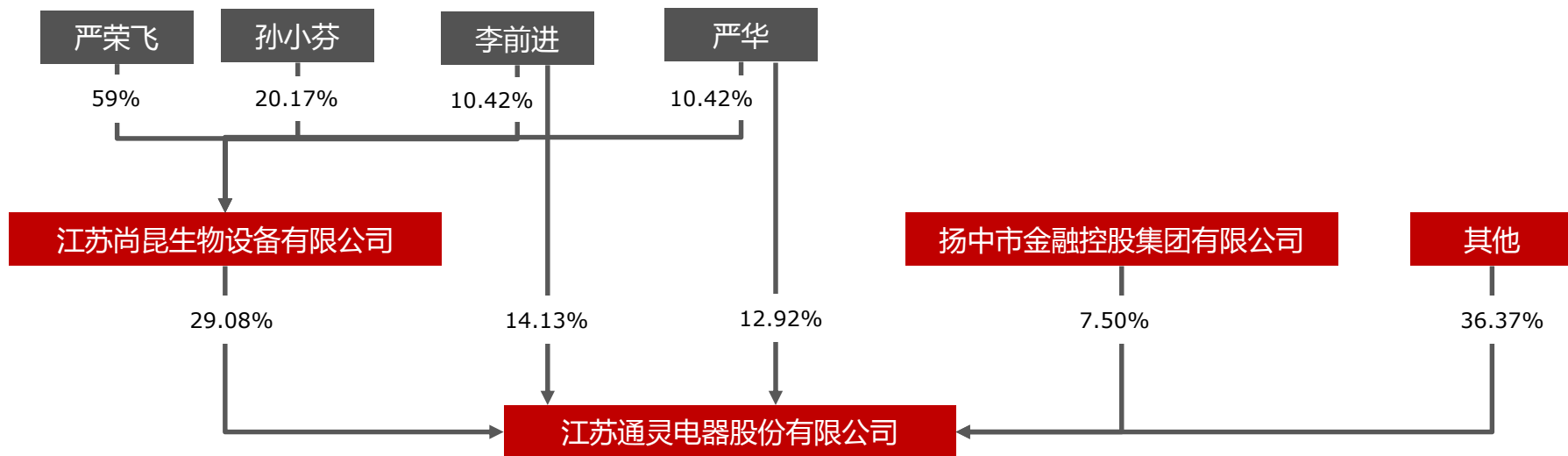
资料来源：公司公告，民生证券研究院

01

公司股权结构

- 截至2022年Q1，公司实际控制人为严荣飞、孙小芬、李前进、严华。公司最大股东为江苏尚昆生物设备有限公司，直接持有公司29.08%股权。此外，李前进直接持有公司14.13%股权，严华直接持有公司12.92%股权。

图表：公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 公司管理层经验丰富，其中公司董事长严荣飞先生同时兼任公司核心技术人员，曾为高级技师，具备多年技术岗位经验，深度参与光伏接线盒业务多年，业内经验丰富。

图表：公司管理层简介（截至2022年Q1）

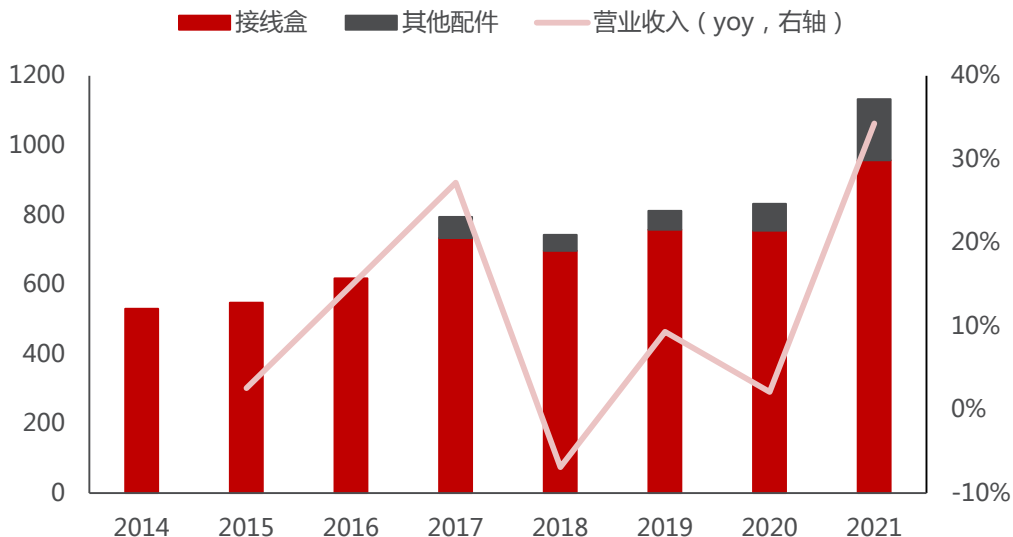
姓名	职务	履历
严荣飞	董事长	1957年3月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历，高级技师。1972年7月至2008年5月，历任江苏绿扬电子仪器集团公司车间职员、副所长、副总经理；2008年5月至今任职于公司，现任公司董事长、法定代表人，同时兼任江苏尚昆生物设备有限公司、扬中市尚昆工程安装有限公司、江苏中通生物科技有限公司、江苏尚昆企业管理有限公司；江苏通灵新能源工程有限公司、安徽省中科博光伏发电有限公司、江苏恒润新材料科技有限公司执行董事兼总经理；扬中市尚耀光伏有限公司监事；扬中市通泰投资管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。行业经验丰富，对行业技术发展趋势敏感。
李前进	董事兼总经理	1981年2月出生，中国国籍，无境外永久居留权，EMBA学历。2005年8月至今任职于公司，现任公司董事兼总经理，同时兼任扬中市尚耀光伏有限公司执行董事兼总经理；镇江通泰光伏焊带有限公司、江苏笑乐新材料有限公司、镇江通利新能源有限公司执行董事。
张克祥	董事	1975年8月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1996年8月至2002年7月，曾任扬中市粮食局科员；2002年7月至2003年2月，曾任扬中日报社科员；2003年2月至2004年2月，曾任扬中市市委宣传部副主任；2004年2月至2006年4月，曾任扬中市新闻中心副主任；2006年4月至2016年11月，曾任扬中市委办公室副主任；2016年12月至今任职于扬中市金融控股集团有限公司，现任董事兼总经理；同时兼任公司董事、扬中市创新投资有限公司、扬中市金控基金管理有限公司、江苏同远投资基金管理有限公司董事长；扬中金控金融信息服务有限公司董事兼总经理；扬中市金控投资管理有限公司董事；扬中市科融农业发展有限公司、扬中市金桥股权投资有限公司监事。
何慧	监事会主席	1987年6月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2009年7月至2010年7月，曾任徐州丰县县委宣传部科员；2010年7月至今任职于公司，现任公司管理中心部长、监事会主席。
顾宏宇	财务总监	1975年12月出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。1998年9月至2007年12月，曾任扬中市财政局财会干部培训中心讲师；2008年1月至2015年4月，任职于江苏正信会计师事务所，历任质量控制室主任、所长助理、副总经理；2015年4月至2016年6月，曾任扬中志成会计师事务所主任会计师；2016年6月至2020年3月，曾任江苏苏港会计师事务所镇江分所主任会计师；2016年3月至2020年2月，曾任公司独立董事；2020年3月至今任职于公司，现任公司财务总监。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

接线盒业务稳定增长，市占率行业领先

- 核心业务增长稳定。**接线盒业务作为公司最核心业务，为公司贡献了稳定增长的营业收入现金流，2021年接线盒业务营业收入达到9.58亿元，随着公司在接线盒业务领域的深耕，产品类别逐渐丰富，接线盒业务营收占比由2017年前的100%逐渐下降到84%。2021年，公司其他配件业务中的光伏发电和光伏互联连接线束开始放量，2021年营业收入达到1.76亿元，同比增长128.53%。
- 技术优势逐渐被市场认可，芯片接线盒逐渐进入放量阶段。**2021年由公司自主研发的芯片接线盒销售669.90万套，同比增长15.43%，占接线盒产品的13.34%。目前主要客户中的韩华新能源、REC、天合光能、晶澳科技等均已经完成芯片接线盒的样品测试，基本进入产品大规模采购阶段，预计芯片接线盒的产销规模将逐步增长。

图表：公司业务营业收入增长情况（百万元）

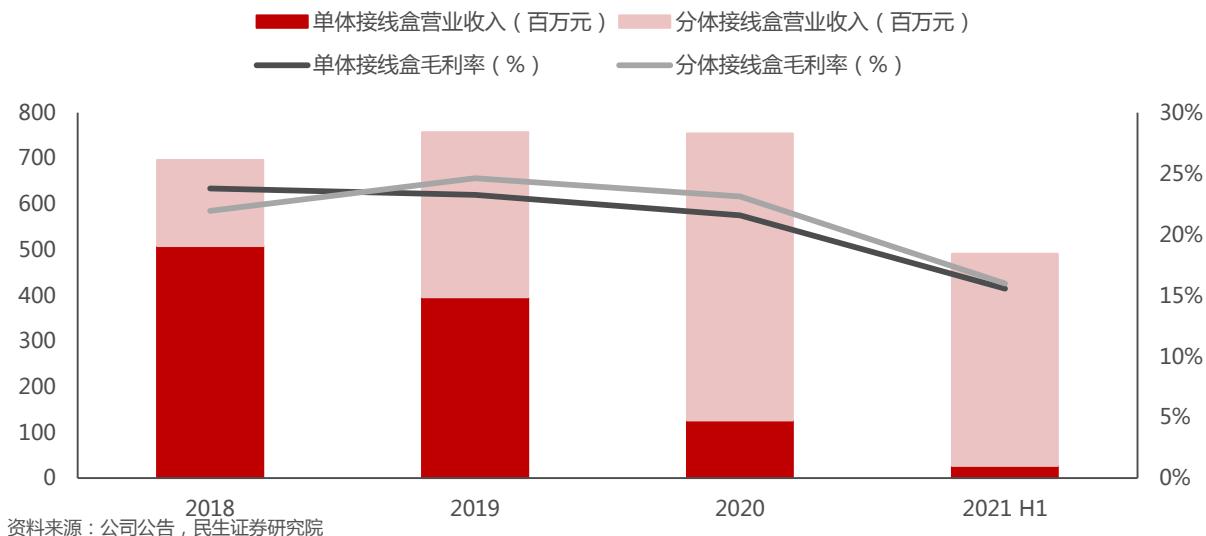


资料来源：公司公告，民生证券研究院

接线盒业务稳定增长，市占率行业领先

- 顺应市场趋势，打造产品技术壁垒。**公司核心的接线盒业务实现产品重心的业务布局调整，单体接线盒逐渐向分体接线盒产线调整，分体接线盒具有散热性能好、可减少电缆使用长度、提高组件发电效率、提升接线盒稳定性和可靠性等特点，因而更受市场欢迎。从2018年至2021年H1，分体接线盒占接线盒业务比重从27.01%迅速提升至94.51%。

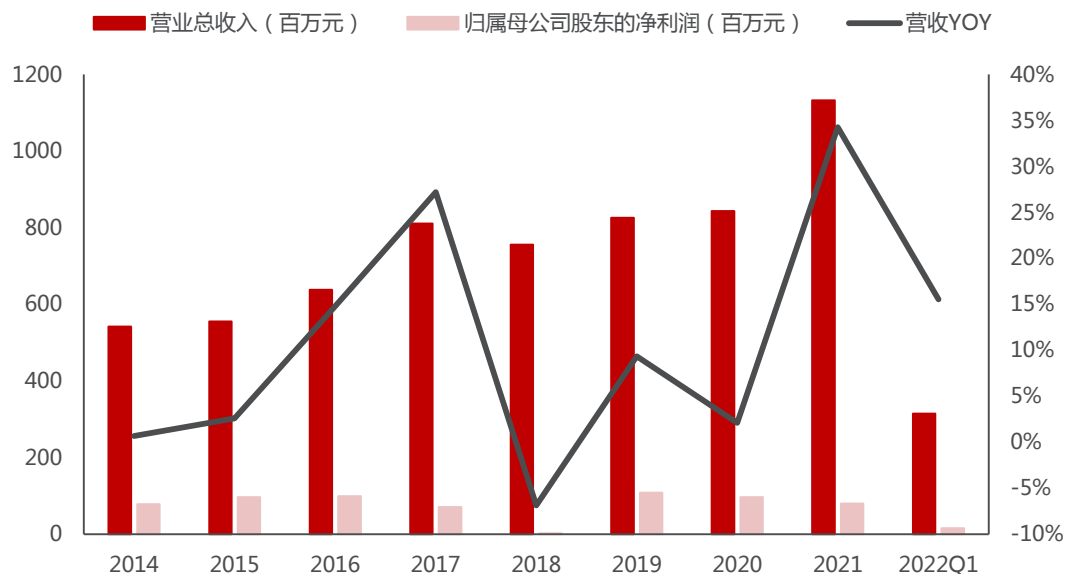
图表：公司分体接线盒比例逐年上升



公司营收逐年增长，盈利有望修复

- 营业收入增长起量效果初显。**公司受2018年“531光伏”新政影响，公司对中科百博地面光伏电站一期工程于2018年度分别计提固定资产减值损失、在建工程减值损失3,690.34万元和628.31万元，同时，公司当年对中科百博商誉全额计提减值损失238.72万元，导致当年归母净利润较低。2020年疫情影响导致营业收入增长受限，2021年恢复正常增速。进入2022年，公司Q1实现营收3.13亿元，同比+15.55%；归母净利润0.15亿元，同比-43.53%，净利润大幅下降主要源于原材料采购价格持续居于高位上行态势，公司主要产品毛利率承压所致，此外，公司二季度业绩受到疫情停工的影响，展望下半年，随着原材料价格回归理性、公司产业链延伸的逐步完善以及疫情的好转，叠加公司产能的放量以及客户认证的进展，下半年盈利能力将有所回升。

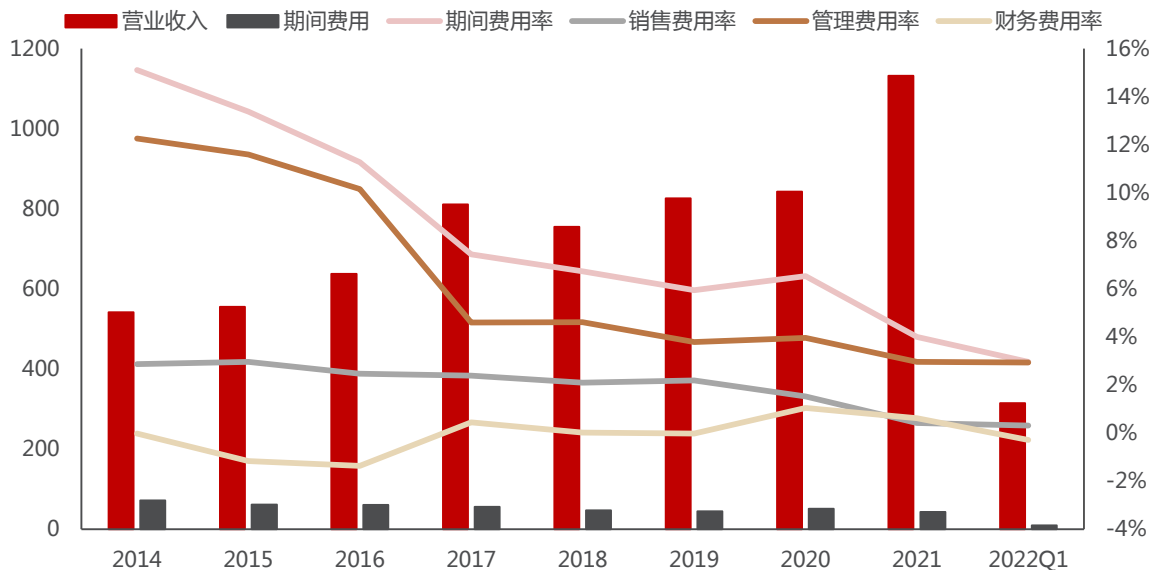
图表：公司营业收入与归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

- 期间费用率稳步下降。**截止2021年，公司期间费用率降至4.00%，同比下降2.53pcts，营业收入的快速增加摊薄了期间费用。具体来看，2021年公司营业收入同比增加34.27%，而期间费用同比下降15.64%，2020年新冠疫情冲击导致销售规模下降，营业收入基数较小，随着2020年下半年新冠疫情冲击逐渐减弱，2021年营业收入恢复正常速度，进一步带动期间费用率的下降。

图表：公司营业收入与期间费用率情况（百万元，%）



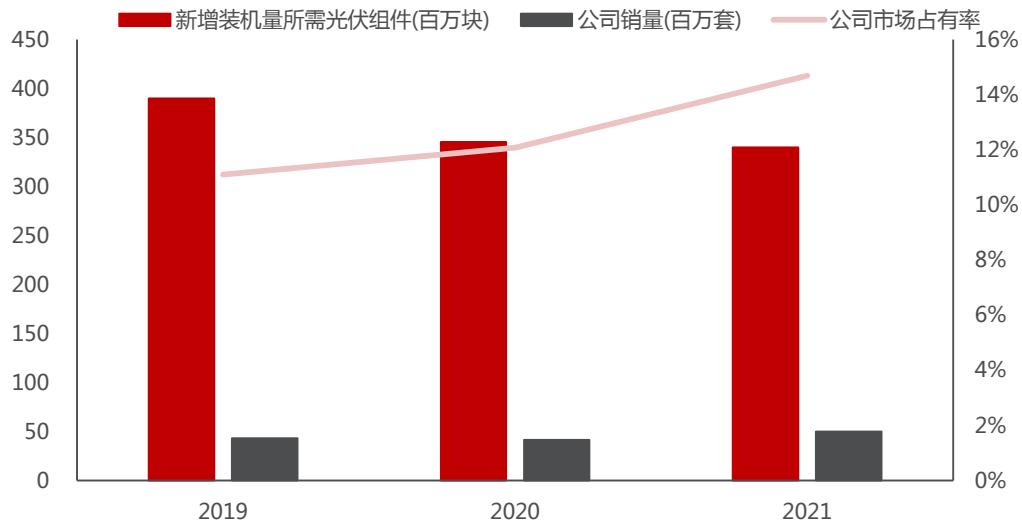
资料来源：公司公告，民生证券研究院

01

市占率显著提升

- 克服疫情阻力，市占率显著提升。**受大宗商品持续高位运行、芯片和二极管供应相对紧张以及疫情管控等多重因素的叠加影响，公司2021年度生产成本持续增加，导致净利润的增加不及预期。但受益于公司的过技术创新、工艺改进和精细化管理，同期营业收入大幅增长34.27%，市占率显著提升至14.68%。

图表：公司市场占有率增长情况（%）

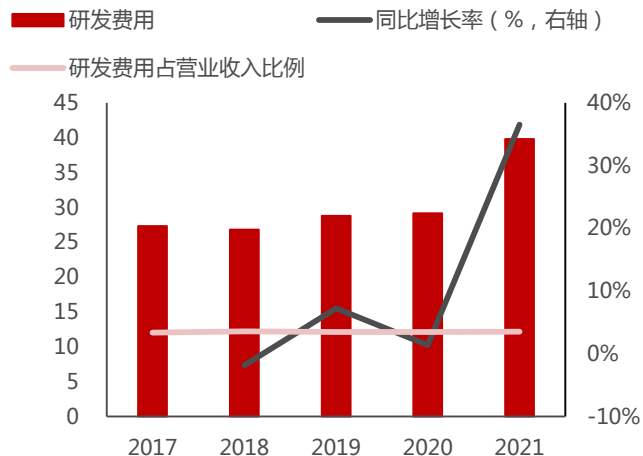


资料来源：公司公告，民生证券研究院

重视产品研发迭代，助力芯片接线盒放量增长

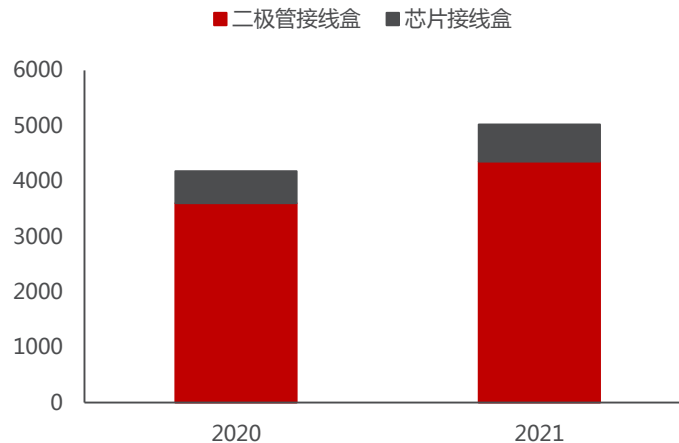
- 始终坚持以市场需求和技术研发为导向。**公司不断提升技术创新能力，使公司产品技术始终处于光伏接线盒连接系统行业的发展前沿。公司拥有省级企业技术中心，构建了以技术中心为主体的研发体系。先后获得“江苏省机械工业科技进步一等奖”、“江苏省企业技术中心”、“高新技术产品认定证书”、“科协工作先进单位”等荣誉或证书。
- 坚持研发，芯片类接线盒产品具备较强的竞争优势。**芯片接线盒可显著增加电流承载能力，提升散热性能。此外，公司持续重视对智能接线盒等前沿产品的研发投入，2021年公司在主要原材料供应紧张、价格持续上涨的情况下，公司投入研发费用3,981.10万元，同比增长约36.52%，主要围绕芯片接线盒的技改和扩产。目前主要客户完成芯片接线盒的样品测试，基本进入产品大规模采购阶段，预计芯片接线盒的产销规模将逐步增长。

图表：公司研发投入情况（百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图表：公司不同接线盒销量情况（万套）



资料来源：公司公告，民生证券研究院



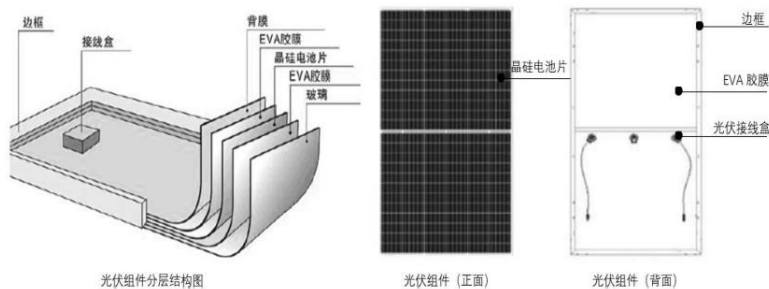
02. 行业情况与核心竞争力

02

组件重要组成部分，主要起连接与保护作用

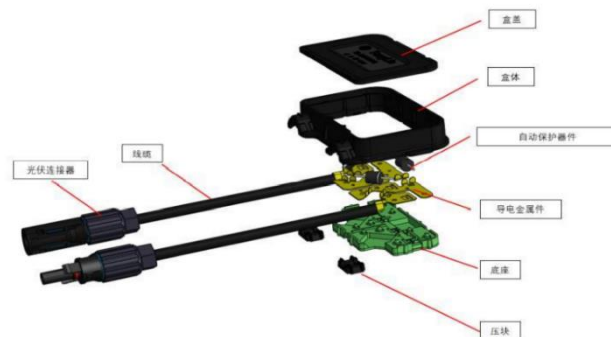
- **接线盒是太阳能光伏组件的重要组成部分。**它的主要作用包括**连接**：连接太阳能光伏组件，将组件产生的直流电引出；**保护**：在组件发生热斑效应时，起到自动保护作用，是太阳能光伏发电系统必不可少的配套产品。
- **光伏接线盒产品主要由箱体、盒盖、自动保护器件、导体、底座、连接器、电缆线等配件构成**，其中箱体、盒盖、底座等选用高分子材料通过注塑工艺生产制作而成，具备抗紫外线、耐热阻燃、抗老化等性能；导体采用高散热性，高导电性的金属材料通过冲压工艺生产制作而成，具备良好的散热性能和优异的导电性能；自动保护器件具备在光伏组件发生热斑效应时起到自动保护功能。
- **由于光伏发电环境大多位于户外，在性能上对接线盒有耐候、防紫外线和防水防尘的要求。****耐候性**：光伏发电的环境恶劣多变，有的工作温度较低，如高海拔地区、寒带地区；有的工作温度较高，如热带地区。所以，接线盒暴露在外部环境中的箱体、盒盖及连接器等均由耐候性强的材料制作而成。**防水防尘**：电站长期暴露在户外，需经受风雨、风沙、浮尘等气象环境，因此接线盒应具备较好的防水防尘功能。**耐紫外线**：在高海拔地区或者光照较强的地区，紫外线会对塑料产品造成损坏，因此接线盒要具备较强的耐紫外线能力。

图表：接线盒在组件中所处位置



资料来源：通灵股份招股书，民生证券研究院

图表：光伏接线盒结构图



资料来源：通灵股份招股书，民生证券研究院

新老企业竞争加剧，市场空间广阔

- 从目前国内接线盒行业竞争情况来看，虽然江苏海天经营时长较短，但其后来居上，在科创板挂牌，且其2020年在光伏接线盒的营收破2亿元。通灵股份专注光伏接线盒行业37载，目前产品通过多个国际有关机构的认证。市占率方面，根据2021年全球光伏装机155GW测算，假设组件平均功率为400W，通灵目前市占率约13%，快可市占率约8%，行业竞争格局较为分散，预计随着光伏行业的发展，客户对于接线盒的质量与寿命要求提高，接线盒环节有望实现尾部出清，集中度提升。
- 根据此前我们的预测，2025年全球光伏新增装机量将达到480GW，假设2021-2025年组件平均功率为500/550/550/550/600W，由于今年大宗原材料价格上涨，2022年接线盒价格上升20元/套，2023年开始大宗原材料价格回归理性，接线盒价格小幅下降，预计2023-2025年接线盒单套价格为20.90/20.48/20.07元。综上，预计2025年接线盒市场空间将达到209.75亿元，市场空间广阔。

图表：接线盒市场空间测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新增装机容量及预期 (GW)	170	240	320	400	480
平均组件功率 (W)	500	550	550	550	600
容配比	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
组件销量 (GW)	220.80	312.00	416.00	520.00	624.00
全球接线盒市场规模 (万套)	44160.00	56727.27	75636.36	94545.45	104000.00
接线盒价格 (元/套)	20	22	20.90	20.48	20.07
市场空间 (亿元)	88.32	124.80	158.08	193.65	208.75

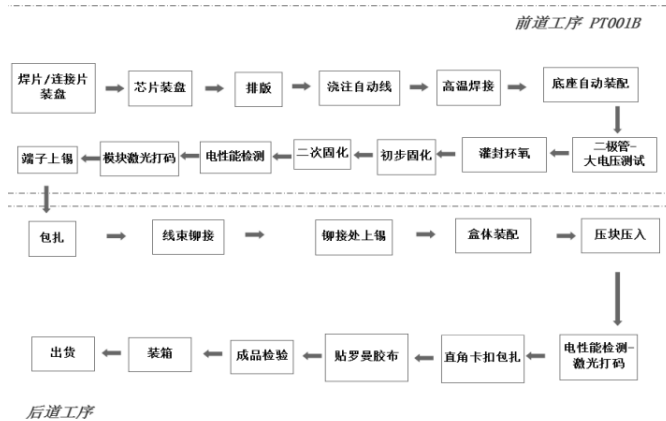
资料来源：CPIA，民生证券研究院测算

02

产品同质化程度高，创新与降本为核心

- 由于光伏组件使用场景的特殊性，接线盒的质量与寿命是竞争力的来源。此外，由于产品同质化程度较高，加大研发投入与技术创新以产生与竞品之间的差异化也是接线盒厂家需要考虑的关键点。
- **龙头公司厚积薄发，新产品带来新增量。**通灵股份是目前国内光伏接线盒领先企业，深耕行业多年，公司于2018年前瞻性地预测到光伏组件将朝着大功率与大尺寸方向发展，基于此公司具有针对性地进行技术研发，推出芯片浇筑接线盒，该产品利用低压封装技术，连接芯片封装技术和接线盒技术，打通接线盒散热通道。完美解决了大电流带来的集中散热问题，大大提升了产品稳定性，可承载电流也高于传统二极管接线盒。此外，在成本端，由于此产品跳过了二极管封装这一步骤，能够提升约3-5Pcts的毛利率。

图表：通灵分体芯片接线盒工艺流程图





资料来源：通灵股份招股书，民生证券研究院

芯片接线盒具备技术先进性

- 芯片接线盒加速切入，盈利能力持续提升。**公司自主研发并推出芯片类接线盒产品，可显著增加电流承载能力，提升散热性能，具备较强的竞争优势。**芯片接线盒具备一定技术先进性与市场竞争力：**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；3) 芯片接线盒自动化程度高，规模效应增强，成本可控。另外，由于省略了二极管封装这一步骤，**毛利率比二极管接线盒高5pcts。**
- 专利保护+技术壁垒，强化芯片接线盒领先地位。**浇筑芯片接线盒是公司独家研发，已收到日本授权专利，美国欧洲专利在公示阶段，其核心工艺为一体化低压成型封装。专利保护方面为：1) 低压封装技术在光伏组件接线盒利用；2) 芯片、连接、散热结构。公司积极布局专利保护，提升自身技术壁垒。

图表：芯片接线盒与二极管接线盒的比较

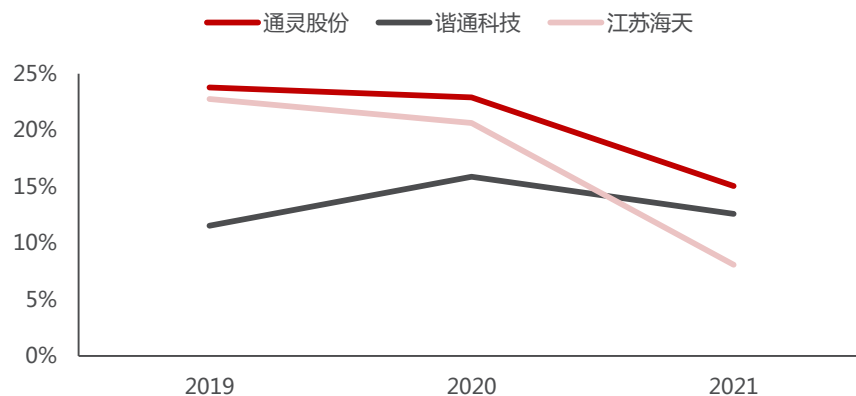
项目	二极管接线盒	芯片接线盒
图例		
技术特征	二极管接线盒需将自动保护器件旁路二极管装配到接线盒内部，与导电部件相连接，在灌封胶的整体密封下起到连接通电和保护作用	芯片接线盒通过低压封装技术直接将自动保护芯片植入到接线盒内部，后续无需二极管装配的环节
优势	1) 二极管市场供应渠道成熟，便于采购； 2) 二极管接线盒结构配件相对较少，装配工艺较为简单，设计制造门槛较低	1) 低压封装工艺避免了高压注塑过程中射流对芯片和结构件形成的冲击，减少了框架材料膨胀产生的应力，影响芯片性能； 2) 基于良好的散热结构和封装工艺，可以实现一颗芯片满足大电要求，避免多芯片对稳定性的影响； 3) 芯片模块与接线盒盒底一体化结构，整体性能好，抵抗能力较强，便于大批量、自动化生产
劣势	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，对产品的应力、散热等因素的考虑需要更加严苛，芯片浇注封装大大难于配件的组装，对生产设备、工装和相关工程技术人员素质要求更高

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

供应链管理能力强，公司长期盈利稳定

- 强供应链管控，未来将提升材料自产自用率。**公司显著感受芯片二极管短缺，此前已和士兰微，扬杰保供协议，所以原料价格一季度没有上涨。作为接线盒重要成本构成的电缆线，占材料成本45%，而材料占总成本达85%，2021年资产自用比例未达到100%，**电缆线100%自产自用与外购成本相差3Pcts，未来将提升自身电缆线生产，提升成本端优势。**除电缆线外，公司未来将在封装胶方面加大投入，争取实现封装胶自供。目前封装胶环节售价约为40元/kg，若自供成本为20元/kg，盈利能力有望提升。
- 公司积极启动与下游客户定价调整策略。**公司与主要客户签订供应框架协议，并约定全年计划供应量。每个月商议下个月具体供货规模、单价、接线盒规格型号。2021年下半年开始，与各个主要客户启动价格调整机制，2022年三四月份以来，全公司产品价格全线上涨：三月底部分产品涨价，四月底全系列产品上涨5-10%，五六月价格稳定。**盈利情况来看，毛利率二季度环比提升5个点以上，芯片接线盒占比提升，将继续提升盈利水平，预计长期稳态毛利率20%。**

图表：通灵毛利率处于行业领先



资料来源：Wind，民生证券研究院

浇筑芯片接线盒推广得到认可，符合下游组件发展趋势

- 客户资源优势明显，合作关系稳定。**出于安全性考虑，下游客户对接线盒产品增量要求高，光伏组件上游配件供应商需要较长时间且严格的认证，一旦进入其合格供应商名录，合作关系将稳定。**通灵股份供应量在隆基占比30%-40%**，隆基作为光伏产业一体化龙头公司，受益于行业高景气，且在电池技术迭代的背景下持续研发降本以增加市占率，公司作为隆基稳定供应商有一定受益。此外，公司芯片接线盒已成功导入天合和韩华，晶澳已接近通过验证，隆基正在验证，与此同时在积极导入阿特斯和晶科。此前，主要客户韩华新能源、REC 认可并批量采购公司芯片接线盒，天合光能、江苏日托等客户也已就该产品达成合作意向并开始采购。
- 芯片浇筑接线盒符合下游大功率组件趋势。**下游组件未来发展方向为大功率，而传统二极管接线盒难以应对大功率大尺寸组件连接保护的需要，公司自2018年起推广浇筑接线盒，直到2021年开始得到市场强烈反馈，未来公司将逐步扩大产能以应对需求起量。公司积极扩产募投项目，以满足未来需求，目前公司瓶颈主要在产能方面，当前日产能20万套，实际需求21-22万套，高峰期需求27-28万套，因此公司在积极推进募投项目，2022年三季度开始加速扩产，争取年底募投项目达产，届时日产能将达到25万套，有望持续提升市占率。

图表：2021年公司前五大客户收入情况

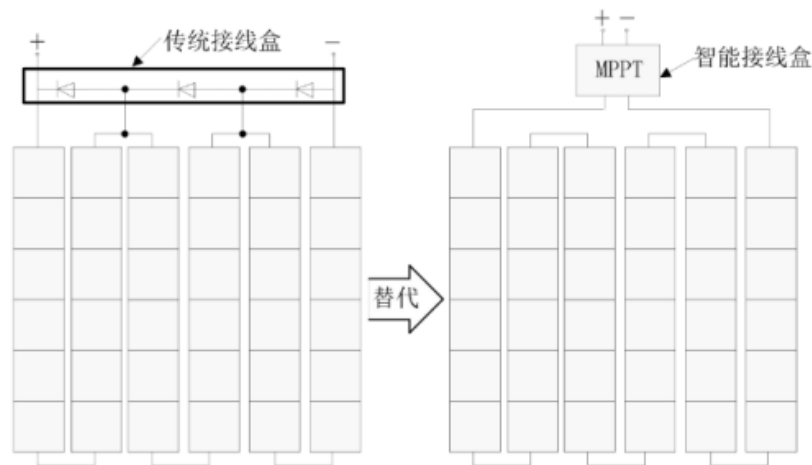
客户名称	销售收入（亿元）	占比	合作时长
隆基乐叶	4.87	42.99%	自 2015 年开始合作
晶澳太阳能	1.93	17.05%	自 2011 年开始合作
韩华新能源	0.93	8.26%	自 2011 年开始合作
天合光能	0.77	6.81%	自 2014 年开始合作
无锡尚德	0.46	4.06%	自 2005 年开始合作
合计	8.96	79.16%	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

加大新产品研发投入，智能化保障组件效率

- 智能接线盒进展顺利，保障组件发电效率。**目前市面上的光伏组件大多数采用传统旁路二极管式，其缺陷在于为一旦某个组件因故障而启动了接线盒的二极管隔离保护，那么与该组件相串联的其他光伏组件因为电流的减小使得发电量减小，将导致这一串光伏组件同其他串之间发生失配，严重影响光伏系统的整体发电效率。公司开发的智能接线盒旨在实现光伏接线盒的连接、保护两大关键功能之外，**进一步具备如远程数据收集与监控、控制关断等功能**，从而加强安全性能，提升光伏系统发电的稳定性。**数据收集监控方面**，该产品通过结合电流检测单元与数据传输单元等方式，实现数据的收集，并将数据传送至网络端，以专门算法对数据进行集中处理，了解组件工作状态，对组件出现的异常数据进行实时监控；**控制关断方面**，该产品在对组件相关数据的收集与监控基础上，通过关断控制的核心部件的设计开发，将所有核心部件连入控制系统中，结合接线盒实现远程控制关断，加强光伏组件的安全性与持续性。目前，公司三分体模块置于盒盖内智能接线盒项目进展顺利，已进入小批量生产阶段。

图表：智能接线盒与传统接线盒对比



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

03. 盈利预测假设和业务拆分

浇筑芯片接线盒推广得到认可，符合下游组件发展趋势

- 二极管接线盒**：随着公司募投项目的开展与渠道的拓展，我们预计公司2022-2024年二极管接线盒销量为4870/5600/6000万套，营收达到10.56/11.29/11.61亿元；随着大宗原材料价格回归理性以及公司自供比例提升，预计毛利率为13%/16%/15%。
- 芯片接线盒**：芯片接线盒具有性能优势且售价与二极管接线盒一致，随着公司客户拓展与组件厂认证进度的推进，预计公司芯片接线盒销量将大幅增长，2022-2024年销量为1430/5000/13000万套，营业收入达到3.10/10.08/25.16亿元；随着大宗原材料价格下降，且芯片接线盒由于工艺流程的简化，成本低于二极管接线盒，预计毛利率为21%/23%/21%。
- 光伏互联连接线束**：预计2022-2024年公司互联产品收入为1.68/2.52/3.78亿元，毛利率为23%/23%/23%。

图表：公司盈利预测

收入成本预测	2021A	2022E	2023E	2024E
百万元				
营业收入	1,132.36	1,591.12	2,448.24	4,116.45
营业成本	957.92	1335.80	1973.69	3311.69
毛利率	15%	16%	19%	20%
二极管接线盒				
收入（百万元）	827.56	1,055.80	1,129.08	1,161.34
销量（万套）	4,351.60	4,870.00	5,600.00	6,000.00
单价（元/套）	19.02	21.68	20.16	19.36
成本（百万元）	725.65	918.55	954.07	987.14
毛利率	12%	13%	16%	15%
芯片接线盒				
收入（百万元）	129.20	310.02	1,008.11	2,516.24
销量（万套）	669.90	1,430.00	5,000.00	13,000.00
单价（元/套）	19.29	21.68	20.16	19.36
成本（百万元）	102.53	244.92	781.28	1,987.83
毛利率	21%	21%	23%	21%
光伏互联连接线束				
收入（百万元）	120.05	168.08	252.11	378.17
成本（百万元）	88.82	129.42	194.13	291.19
毛利率	26%	23%	23%	23%
其他				
收入（百万元）	55.55	57.22	58.93	60.70
成本（百万元）	40.92	42.91	44.20	45.53
毛利率	26%	25%	25%	25%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

04. 投资建议

- 投资建议：**我们上调盈利预测，预计公司2022-2024年营收分别为15.91/24.48/41.16亿元，增速分别为40.5%/53.9%/68.1%；归母净利润分别为1.39/2.91/5.02亿元，增速分别为74.2%/109.1%/72.8%；EPS为1.16/2.42/4.19元，现价对应公司2022-2024年PE为41X/20X/11X，考虑到光伏行业的高成长性以及公司扩产计划与客户认证的逐步推进，维持“推荐”评级。

图表：盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,132	1,591	2,448	4,116
增长率（%）	34.3	40.5	53.9	68.1
归属母公司股东净利润（百万元）	80	139	291	502
增长率（%）	-17.2	74.2	109.1	72.8
每股收益（元）	0.66	1.16	2.42	4.19
PE	72	41	20	11
PB	3.13	2.91	2.54	2.08

资料来源：Wind，民生证券研究院，股价为2022年7月11日收盘价

05. 风险提示

- **原材料价格上涨**

电缆线、二极管和塑料粒子等大宗原材料成本上涨可能导致公司毛利率承压，影响公司盈利能力。

- **下游需求不及预期**

全球光伏装机增长的主要驱动力已经转变为经济性需求，全球光伏装机整体呈现稳定增长趋势。然而，在部分新兴市场国家，光伏装机需求增长仍然依靠政策拉动，随着新兴市场国家对全球光伏装机份额贡献度提升，国家光伏产业政策的波动将会影响全球光伏装机需求。

- **市场竞争加剧**

目前接线盒环节同质化较高且竞争格局较为分散，若有新进入者切入可能导致公司市占率提升不及预期。

- **客户开拓不及预期**

公司募投项目投产之后，若客户导入与认证情况不及预期，可能对公司出货量产生不利影响，进而影响公司盈利能力。

THANKS 致谢

民生电新研究团队：

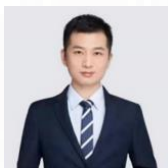


分析师 邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：15601863256

邮件：dengyongkang@mszq.com



研究助理 李京波

执业证号：S0100121020004

电话：13127673698

邮件：lijingbo@mszq.com

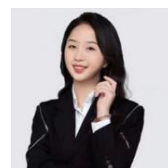


研究助理 郭彦辰

执业证号：S0100121110013

电话：19821223996

邮件：guoyanchen@mszq.com



研究助理 叶天琳

执业证号：S0100121120027

电话：18321782583

邮件：yetianlin@mszq.com

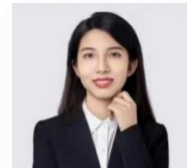


研究助理 王一如

执业证号：S0100121110008

电话：18217162699

邮件：wangyiru@mszq.com



研究助理 李佳

执业证号：S0100121110050

电话：15797736048

邮件：lijia@mszq.com

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19层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

分析师声明：

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。	公司评级	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。

本报告的版权归归本公司所有，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。