

通灵股份 (301168.SZ)

增持

垂直一体化经营战略，芯片接线盒快速导入市场

核心观点

公司光伏接线盒出货量排名第一，2023 年开局表现良好。公司主营业务为光伏接线盒，2022 年的营收占比为 86%。2022 年公司接线盒销量 0.58 亿套，市场排名第一。2022 年公司实现营收 12.49 亿元，同比+10%；实现归母净利润 1.16 亿元，同比+45%。2023Q1 公司实现营收 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%。

接线盒是光伏组件环节辅材之一，2025 年市场空间可达 203 亿，三年 CAGR 为 22.5%。接线盒主要功能是连接光伏组件，将太阳能电池产生的电力与外部线路连接，每一块光伏组件均需要一个接线盒，在光伏组件成本中占比约 2.0%。目前单 GW 组件对应 182 万套光伏接线盒需求，对应接线盒市场空间 0.4 亿元。我们预计 2023-2025 年，全球组件需求约为 432/564/672GW，同比+57%/31%/19%，全球接线盒市场空间约为 159/188/203 亿，同比+44%/18%/8%，三年 CAGR 为 22.5%。

公司主要客户为头部组件，光伏接线盒市场集中度有望进一步提升。公司客户主要是隆基绿能、韩华、晶澳科技和天合光能等，前五大客户收入占比为 79%，其中隆基绿能、天合光能、晶澳科技为全球排名前三的组件供应商，2022 年三家合计市占率为 44.7%。接线盒行业市场格局较为分散，CR2 合计市场份额约 21%，我们认为未来光伏接线盒 CR2 市场份额提升空间巨大，预计公司 2022-2025 年光伏接线盒出货量将从 0.58 亿套增长至 2.59 亿套，市场占有率预计从 11.66%将提升至 24.32%。

垂直一体化经营战略，芯片接线盒快速导入市场。公司持续向上游延伸产业链，一体化经营以降低生产成本；另外，公司自主研发并推出的芯片类接线盒产品，可显著增加电流承载能力，提升散热性能，此外相比传统二极管接线盒，芯片接线盒具备成本优势，且更适配 N 型大功率组件时代的需求。

风险提示：芯片接线盒及其他新产品推广不及预期的风险；产能投产不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 22.18/41.75/52.73 亿元，同比增长 77%/88%/26%；实现归母净利润 2.63/4.72/6.24 亿元，同比增长 127%/79%/32%，当前股价对应 PE 分别为 29/16/12 倍。综合考虑 FCFE 估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为 75.2-78.9 元，对应 2023 年动态 PE 区间为 34-36 倍，较公司当前股价有 18%-24%的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,132	1,249	2,218	4,175	5,273
(+/-%)	34.3%	10.3%	77.6%	88.2%	26.3%
净利润(百万元)	80	116	263	471	624
(+/-%)	-17.2%	45.1%	127.0%	79.4%	32.3%
每股收益(元)	0.66	0.96	2.19	3.93	5.20
EBIT Margin	8.3%	8.3%	13.3%	13.0%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	6.3%	6.1%	12.7%	19.5%	21.3%
市盈率 (PE)	95.4	65.8	29.0	16.1	12.2
EV/EBITDA	71.6	68.0	27.8	16.9	13.1
市净率 (PB)	4.14	3.91	3.47	2.88	2.36

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：李恒源

021-60875174

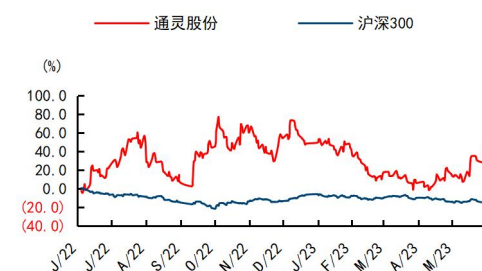
lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	75.20 - 78.90 元
收盘价	65.51 元
总市值/流通市值	7861/3253 百万元
52 周最高价/最低价	89.98/43.72 元
近 3 个月日均成交额	201.91 百万元

市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

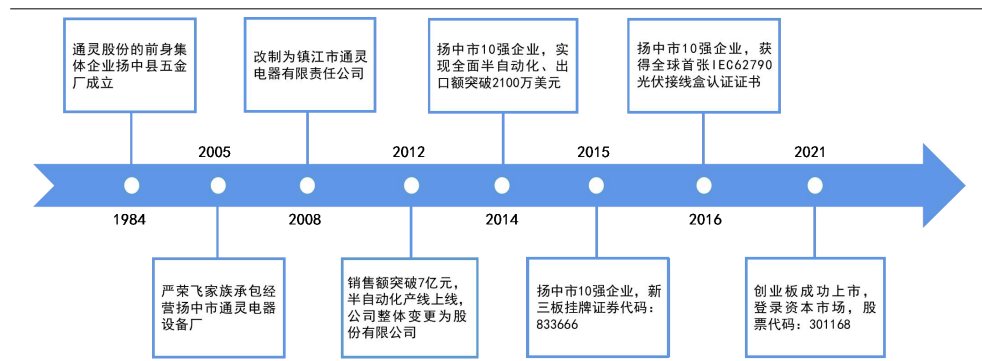
相关研究报告

深耕光伏接线盒业务，公司迎高速成长期

1、历史沿革

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。2005 年严荣飞家族承包经营公司，2012 年公司整体变更设立江苏通灵电器股份有限公司。2016 年，公司成为扬中市 10 强企业，获得全球首张 IEC62790 光伏接线盒认证证书。2021 年公司在深圳证券交易所创业板成功上市。

图1：公司历史沿革

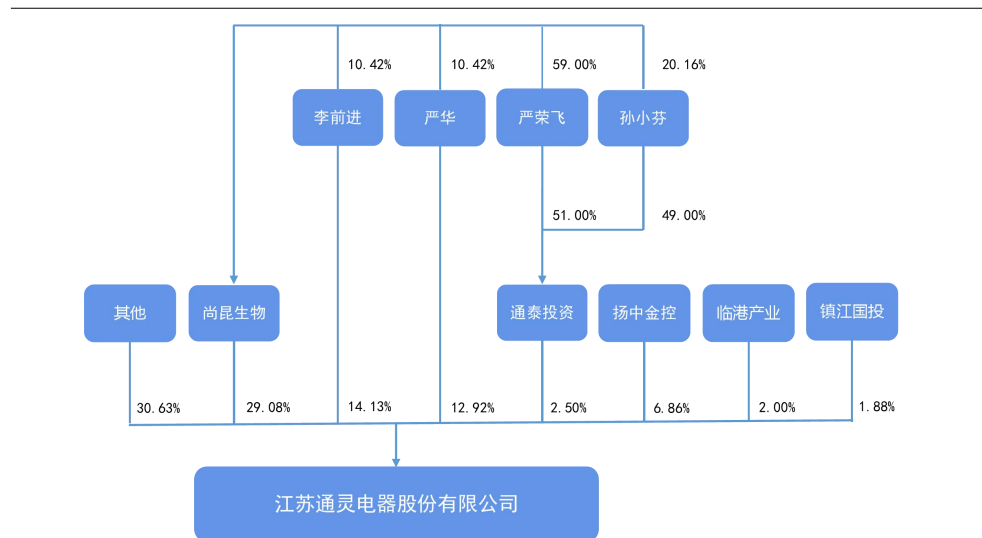


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

2、股权结构

公司控股股东是尚昆生物（持公司 29.08%的股份），严荣飞是尚昆生物实际控制人（持尚昆生物 59%的股份），孙小芬是严荣飞的妻子，严华、李前进分别为前两者的女儿和女婿。截至 2023 年 3 月末，严荣飞家族间接持有公司 58.63%股份，为公司控股股东和实际控制人。

图2：公司股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、股权激励

根据公司 2023 年 3 月 21 日公布的《江苏通灵电器股份有限公司 2023 年限制性股票激励计划实施考核管理办法》，公司已向符合授予条件的 213 名激励对象首次授予限制性股票 180 万股（占总股本 1.5%），授予股价为 34.77 元/股（2023 年

6月27收盘价为63.40元/股)。除了已授予的180万股,方案另外预留了20万股,占总股本的0.17%。

表1: 公司2023年限制性股票授予方案

序号	姓名	职务	股票期权数量(万股)	占股票期权总数比例	占总股本比例
1	严荣飞	董事长, 董事	18.90	9.45%	0.16%
2	李前进	董事, 总经理	19.70	9.85%	0.16%
3	严华	董事	8.00	4.00%	0.07%
4	孙小芬	董事长助理, 财务顾问	8.00	4.00%	0.07%
5	张道远	董事, 副总经理	12.00	6.00%	0.10%
6	姚圣杰	副总经理	7.20	3.60%	0.06%
7	韦秀珍	董事会秘书	7.00	3.50%	0.06%
8	顾宏宇	财务总监	7.00	3.50%	0.06%
9	秦真全	副总经理	10.00	5.00%	0.08%
10	李绍松	副总经理	8.00	4.00%	0.07%
11	其他激励对象(33人)	核心技术与业务人员	32.3	16.15%	0.27%
12	其他激励对象(37人)	中层管理人员	17.5	8.75%	0.15%
13	其他激励对象(133人)	关键岗位及一线核心员工	24.4	12.2%	0.20%
14	预留部分		20.0	10.0%	0.17%
授予合计(213人)			200.00	100.00%	1.67%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

本激励计划首次授予的限制性股票考核年度为2023—2025年三个会计年度, 每个会计年度考核一次。对于预留的限制性股票, 会根据实际授予时间确定考核年度。本次股权激励的公司层面业绩考核目标是满足以下两个条件之一:

1. 公司2023/2024/2025年净利润不低于1.6/2.0/3.0亿元;
2. 公司2023/2024/2025年接线盒出货量不低于1.0/1.5/2.0亿套。

表2: 公司股权激励计划公司层面考核条件明细

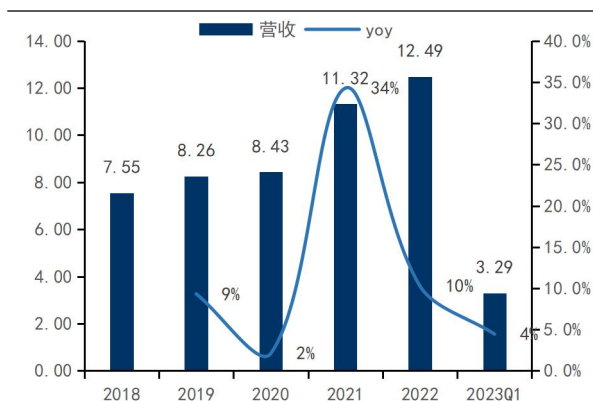
	行权期	业绩考核目标	行权比例
首次授予/23年三季报披露前授予的预留股票	第一个行权期	公司2023年净利润不低于1.6亿元或2023年接线盒出货量不低于1亿套	30%
	第二个行权期	公司2024年净利润不低于2亿元或2024年接线盒出货量不低于1.5亿套	30%
	第三个行权期	公司2025年净利润不低于3亿元或2025年接线盒出货量不低于2亿套	40%
23年三季报披露后授予的预留股票	第一个行权期	公司2024年净利润不低于2亿元或2024年接线盒出货量不低于1.5亿套	50%
	第二个行权期	公司2025年净利润不低于3亿元或2025年接线盒出货量不低于2亿套	50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

4、公司业务

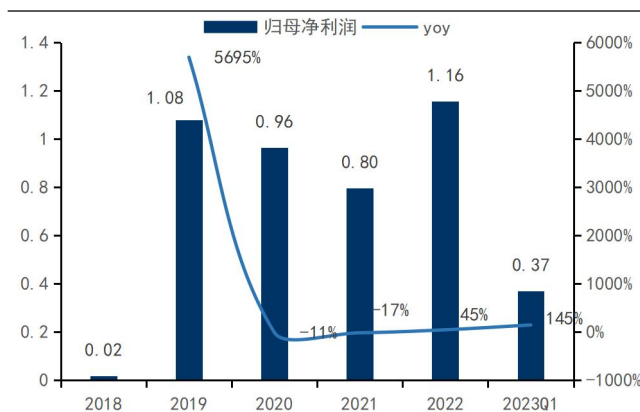
营业收入稳步增长, 盈利稳中有升。2022年公司实现营收12.49亿元, 同比+10%; 实现归母净利1.16亿元, 同比+45%。2023Q1公司实现营收3.29亿元, 同比+4%, 环比+24%; 实现归母净利0.37亿元, 同比+146%, 环比+74%。一季度营收增速同比低于光伏行业增速, 系部分接线盒产品出货使用的是客户提供的连接器原材料, 导致单位产品价值量阶段性下降, 公司营收同比增速小于出货量同比增速; 一季度盈利高增主要系接线盒出货量提升及原材料电缆线自供比例提高。

图3: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

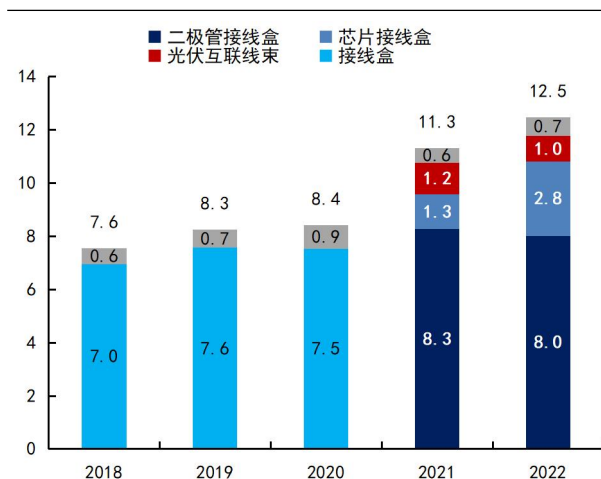
图4: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理;

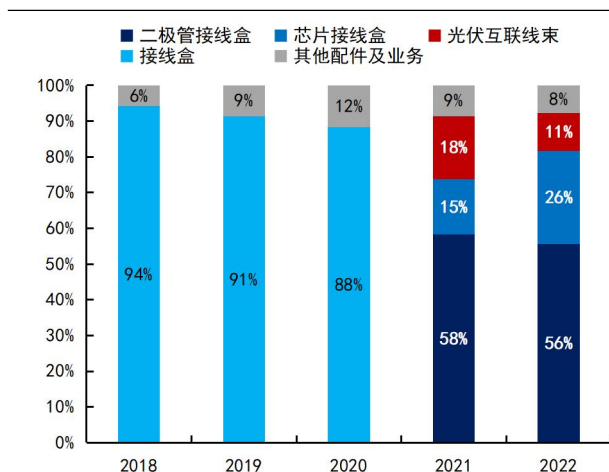
公司主营业务为光伏接线盒及光伏互联线束。2021 年开始公司将接线盒业务细分为二极管接线盒（2022 年营收占比 64%，毛利率 13.6%）及芯片接线盒（2022 年营收占比 22%，毛利率 18.2%）；光伏互联线束（2022 年营收占比 8%，毛利率 22.1%）。

图5: 公司营收结构 (亿元)



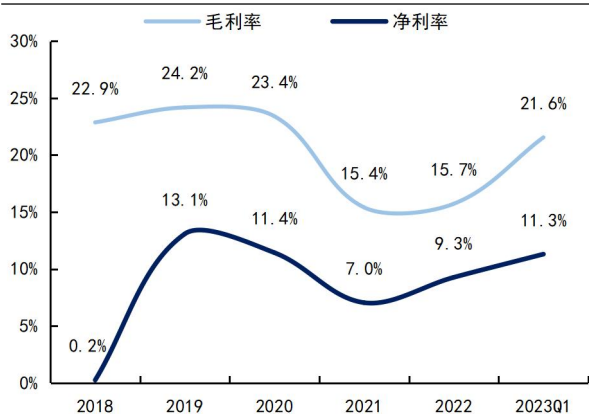
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司毛利润贡献结构 (%)



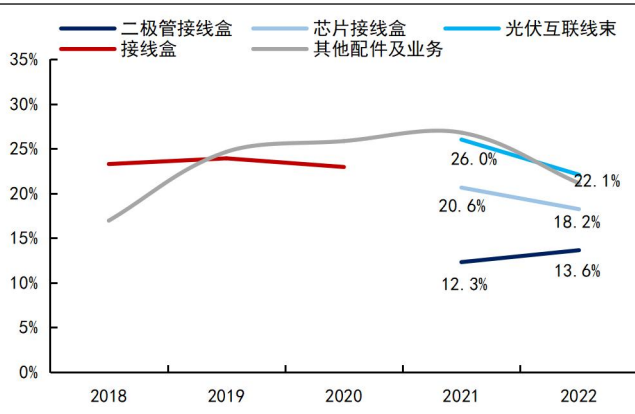
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7：公司毛利率与净利率变化（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司各业务板块毛利率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

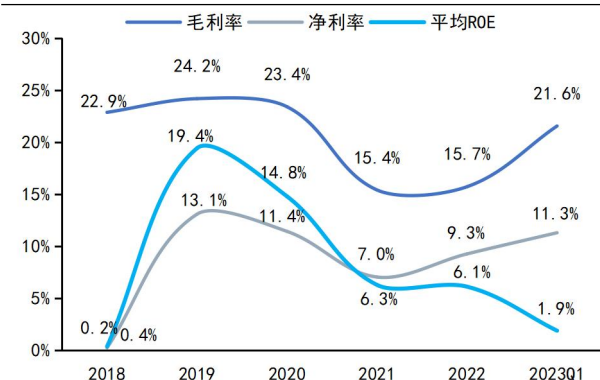
5、公司财务状况分析

公司毛利率持续改善，期间费用率平稳波动。2023Q1 公司毛利率为 21.6%，同比+10.7pct，环比+4.2pct，系浇筑芯片接线盒占比提升及原材料电缆线自供比例提高所致；2023Q1 公司净利率为 11.3%，同比+6.5pct，环比+3.2pct。

2023 年一季度公司期间费用率（含研发费用）为 10.3%，同比+3.1pct，环比-0.1pct，期间费用率同比提升较大，主要系公司一季度部分接线盒产品出货使用的是客户提供的连接器原材料，即出货量同比增速高于营收同比增速所致。

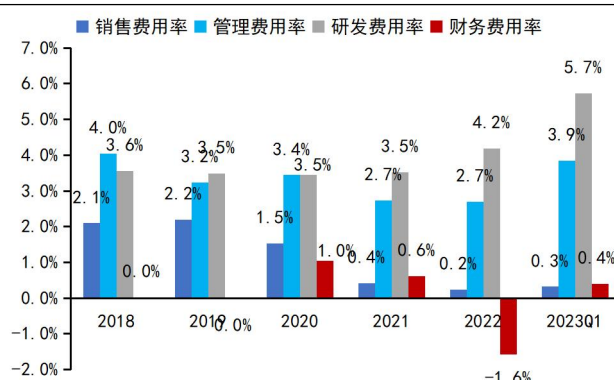
其中，2023Q1 销售费用率为 0.3%，同比+0.01pct，环比+0.01pct，基本稳定；2023Q1 管理费用率为 2.8%，同比+1.0pct，环比+1.2pct，主要系当期实施员工激励增加管理费用所致；2023Q1 研发费用率为 5.7%，同比+1.42pct，环比+1.5pct，主要系公司加大研发投入所致。

图9：公司毛利率、净利率和平均 ROE 变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

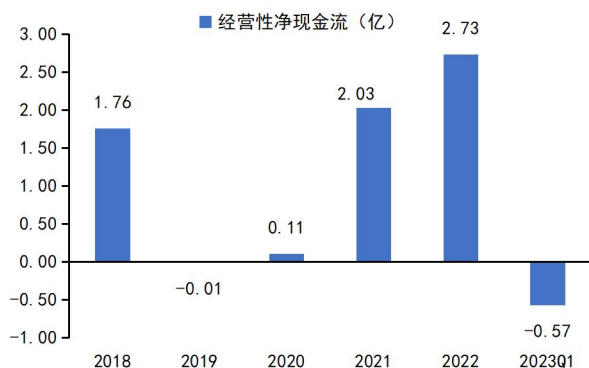
图10：公司期间费用占比情况变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

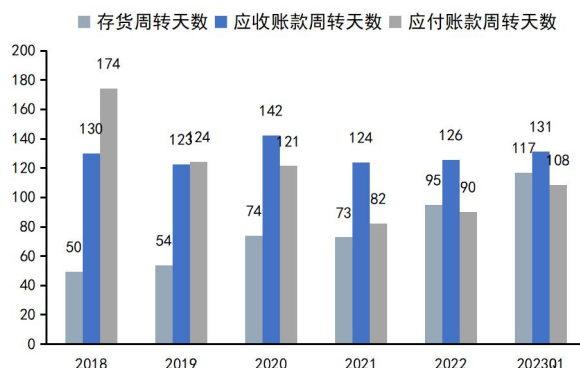
2023Q1 公司经营性现金流为负值、存货/应收账款/应付账款周转天数上升，主要系公司当期经营规模提升，原材料采购增加所致

图11: 公司经营活动净现金流



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司营运能力指标变化情况

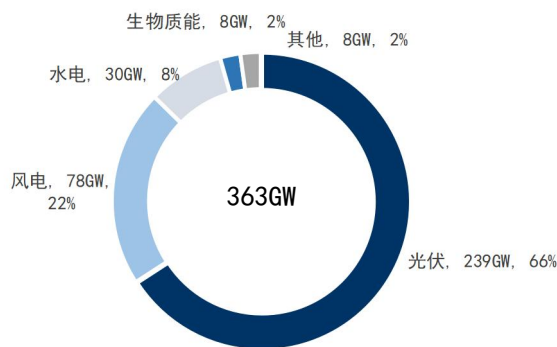


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

光伏行业快速发展, 接线盒市场集中度仍有较大提升空间

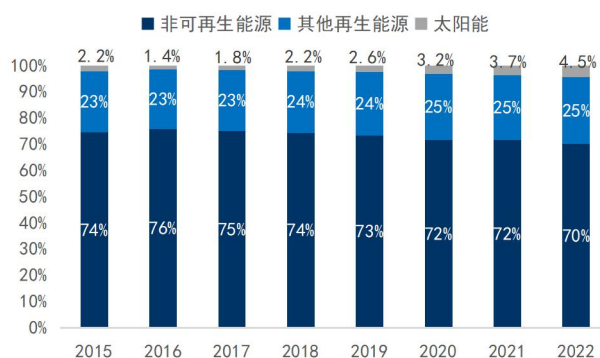
光伏行业: 双碳目标驱动行业需求高景气, 硅料供给释放打开市场增长空间。随着全球变暖带来的环境气候问题日益凸显, “碳中和”在全球范围内获得了广泛的关注和支持, 许多国家和地区纷纷提出各自的碳中和目标。发展可再生能源, 是实现“碳中和”目标的重要途径, 而光伏是可再生能源中成本优势最突出, 应用场景最广泛的能源品类之一。2022 年全球可再生能源装机容量为 363GW, 其中光伏新增装机占比 66%, 同比提升 10pct。从发电规模来看, 2022 年全球光伏发电占电力总供应 4.5%, 尽管同比显著提升 0.8pct, 但绝对水平仍然较低, 未来有较大提升空间。

图13: 2022 年全球新增可再生能源装机容量 (GW)



资料来源: SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理

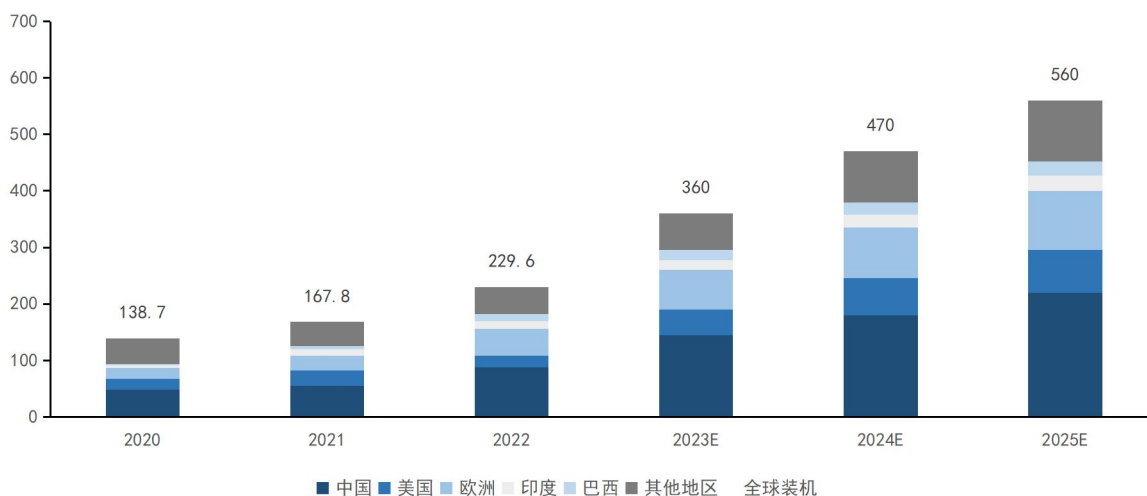
图14: 光伏发电在全球总电力供应中的占比



资料来源: SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理

随着光伏发电在世界各地陆续进入平价时代, 国内外需求持续向好。我们预计 2023-2025 年, 全球光伏新增装机分别为 360/470/560GW, 同比增速 56.8%/30.6%/19.1%, 对应全球组件需求约为 432/564/672GW。

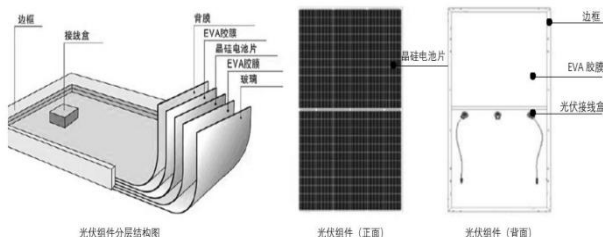
图15: 2020-2025 年全球光伏新增装机容量 (GW)



资料来源: 中国光伏行业协会、SolarPower Europe, 国信证券经济研究所整理及预测

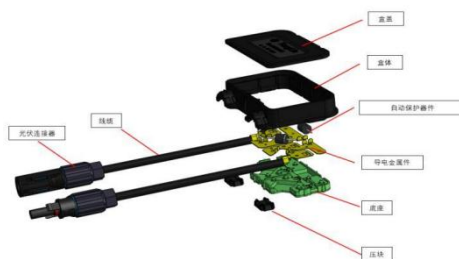
光伏接线盒是光伏组件的重要辅材。每一块光伏组件均需要一个接线盒, 光伏接线盒在光伏组件成本中占比 2.0%, 2022 年平均每块组件功率约为 550W, 即单 GW 组件对应 182 万套光伏接线盒需求 (以 22 元/套计算, 单 GW 组件对应 0.4 亿接线盒市场空间)。接线盒主要作用包括: 一是连接, 连接太阳能光伏组件, 将组件产生的直流电引出; 二是保护, 在组件发生热斑效应时, 起到自动保护作用, 是太阳能光伏发电系统必不可少的配套产品。光伏接线盒产品主要由箱体、盒盖、自动保护器件、导体、底座、连接器、电缆线等配件构成。

图16: 接线盒在组件中所处位置



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 光伏接线盒结构图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

预计 2025 年全球光伏接线盒市场空间达 203 亿元, 未来三年 CAGR 为 22.5%。我们预计 2023-2025 年, 全球组件需求约为 432/564/672GW, 同比 +56.8%/30.6%/19.1%。随着光伏电池技术的进步, 平均组件功率持续增长, 假设平均组件功率由 2022 年的 550W 增长至 2025 年 630W, 则单 GW 组件对应光伏接线盒需求将从 182 万套/GW 下降至 159 万套/GW, 我们预计全球接线盒市场出货规模将由 2022 年的 5.01 亿套增长至 2025 年 10.67 亿套, 三年 CAGR 为 28.6%, 对应

全球接线盒市场空间将从 110.21 亿元增长至 2025 年的 202.67 亿元，CAGR 为 22.5%。预计公司 2022-2025 年光伏接线盒出货量将从 0.58 亿套增长至 2.59 亿套，市场占有率从 11.66% 提升至 24.32%。

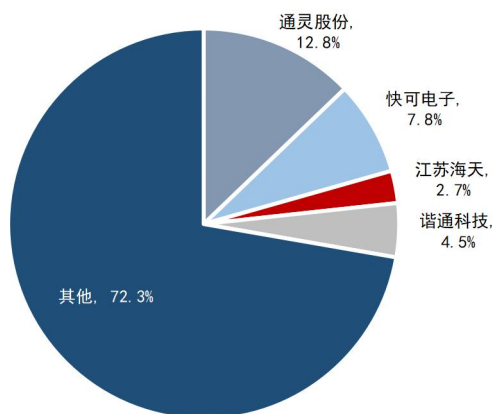
表3: 光伏接线盒市场空间

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新增装机容量及预期 (GW)	167.80	229.60	360.00	470.00	560.00
容配比	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
组件销量 (GW)	201.36	275.52	432.00	564.00	672.00
平均组件功率 (W)	540.00	550.00	570.00	600.00	630.00
全球接线盒市场规模 (百万套)	373.00	501.00	758.00	940.00	1067.00
接线盒价格 (元/套)	20.00	22.00	21.00	20.00	19.00
市场空间 (亿元)	74.58	110.21	159.16	188.00	202.67
yoy		47.78%	44.42%	18.12%	7.80%
公司销量 (百万套)	47.73	58.43	99.77	199.54	259.40
公司市占率 (%)	12.80%	11.66%	13.16%	21.23%	24.32%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算整理

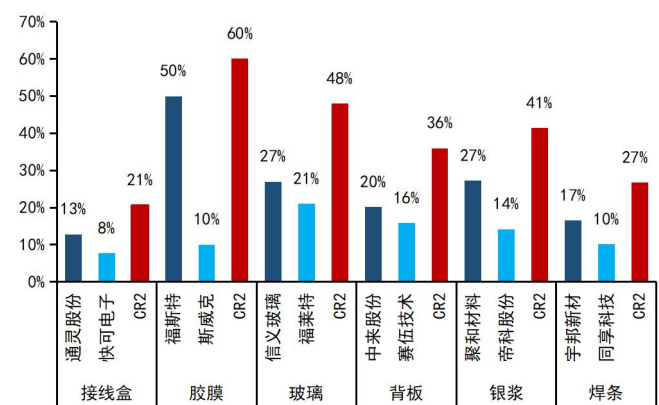
市场格局较为分散，CR2 合计市占率约 21%，仍有较大的市场集中度提升空间。目前接线盒行业市场格局较为分散，根据我们的测算，按照销售收入来看，2021 年通灵股份与快可电子的全球市场占有率分别达 12.8%、7.8%，两家公司合计市场份额约 21%。与胶膜、玻璃、背板等其他光伏辅材环节相比，接线盒环节的市场集中度较低，CR2 市占率处于较低水平，但考虑到 CR2 具备的技术优势、客户优势以及上市融资优势已逐渐彰显，我们认为未来光伏接线盒 CR2 市场份额的提升空间巨大，行业集中度有望进一步提升。

图18: 2021 年光伏接线盒行业市占率情况 (%)



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理与预测

图19: 2021 年光伏各环节 CR2 市占率比较 (%)



资料来源：各公司公告，国际太阳能光伏网，国信证券经济研究所整理与预测 注：接线盒环节是销售额市占率，其余均为出货量市占率。



公司业务介绍及同行业对比

芯片接线盒更适配大功率时代，出货占比、盈利能力将同步提升。公司自主研发并推出的芯片类接线盒产品，可显著增加电流承载能力，提升散热性能，相比传统二极管接线盒，芯片接线盒具备以下性能优势和成本优势：1、芯片接线盒散热

性能良好，实现大电流承载，更适配 N 型高功率电池时代；2、芯片接线盒生产过程中减少了二极管封装环节，且生产自动化程度更高，规模效应更强，相比二极管接线盒，芯片接线盒毛利率水平更高。

产品专利。浇筑芯片接线盒是公司独家首创，目前产品已经取得中国、日本、美国、欧洲的发明专利授权。另外，浇筑芯片接线盒核心工艺是一体化低压成型封装，目前公司已经取得“芯片接线盒核心低压封装技术工艺以及产品加工方法”的专利保护。

表4: 芯片接线盒与二极管接线盒比较

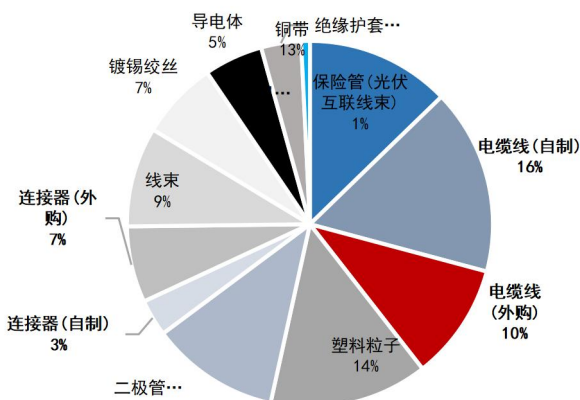
项目	二极管接线盒	浇筑芯片接线盒
图例		
技术特征	二极管接线盒需将自动保护器件旁路二极管装配到接线盒内部，与导电部件相连接，在灌封胶的整体密封下起到连接通电和保护作用	芯片接线盒通过低压封装技术直接将自动保护芯片植入到接线盒内部，后续无需二极管装配的环节
优势	1) 二极管市场供应渠道成熟，便于采购 2) 二极管接线盒结构配件相对较少，装配工艺较为简单，设计制造门槛较低	1) 低压封装工艺避免了高压注塑过程中射流对芯片和结构件形成的冲击，减少了框架材料膨胀产生的应力，影响芯片性能； 2) 基于良好的散热结构和封装工艺，可以实现一颗芯片满足大电流要求，避免多芯片对稳定性的影响；3) 芯片模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
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：公司公告，国信证券经济研究所整理

持续向上游延伸产业链，一体化经营降低生产成本。公司核心原材料为电缆线、连接器，2019 年电缆线、连接器合计占原材料成本的 36%，公司通过采购铜带、镀锡绞丝、塑料粒子等原材料自制电缆线、连接器，不断向上游产业链延伸，截止到 2020 年，公司电缆线、连接器自制比例分别达到 71%、60%。

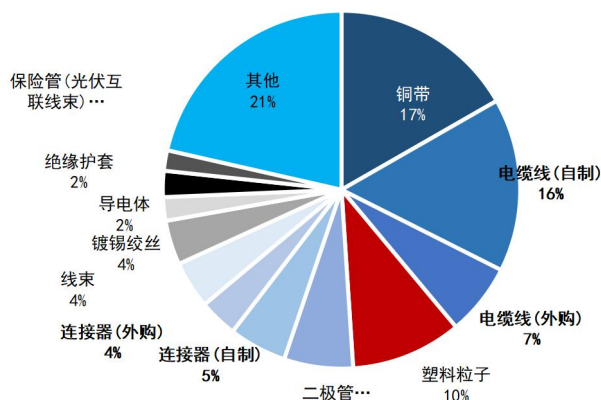
在公司生产规模不断扩大的情况下，相关零配件自制比例的提升有效降低了产品生产成本，2018 至 2022 年公司直接材料占主营业务成本比例从 87.7%下降至 83.8%，公司一体化经营成果显著。

图20: 2019 年接线盒直接材料成本构成 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

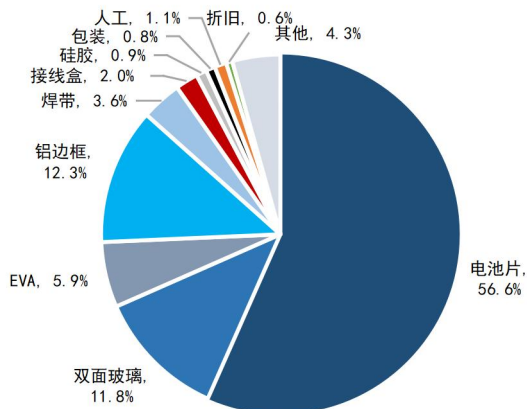
图21: 2020 年接线盒直接材料成本构成 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

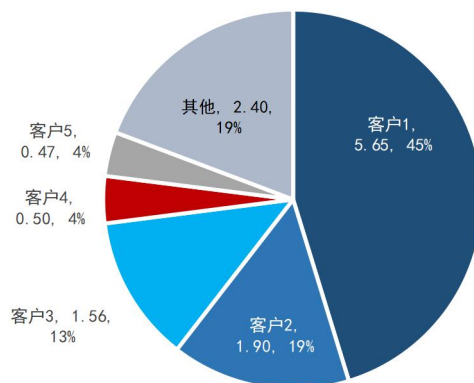
公司主要客户为头部光伏组件商。公司客户主要是隆基绿能、韩华、晶澳科技和天合光能等海内外领先企业，前五大客户收入占总收入 79.16%，其中隆基绿能、天合光能、晶澳科技为全球排名前三的组件供应商，2022 年三家合计在组件市场的占有率为 44.7%。客户集中于头部厂商有望为公司带来更高的业绩增量，并起到示范作用，为公司市占率的持续提升打下基础。

图22: 接线盒在光伏组件成本中占比 2.0%



资料来源: Solarzoom, 国信证券经济研究所整理 注: 以 M10 尺寸组件为例, 数据截至时间为 2023 年 6 月 15 日。

图23: 2022 年前五大客户销售收入及占比 (亿元, %)

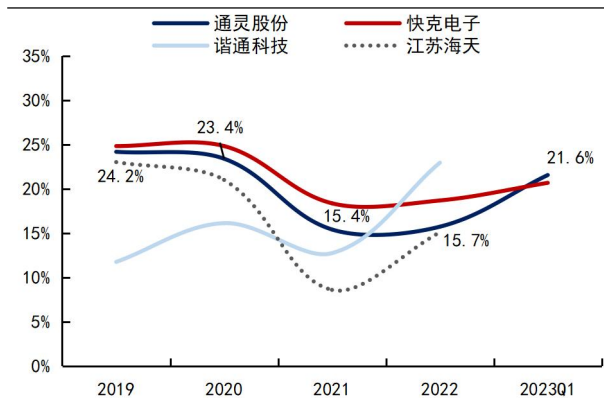


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务指标对比: 公司盈利能力、偿债能力均处于行业领先地位

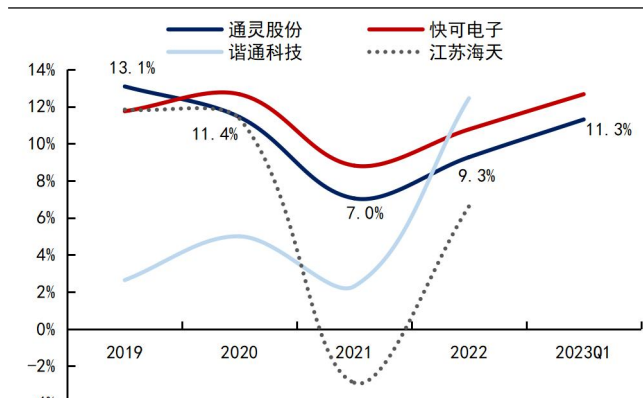
公司毛利率底部回升。2019-2022 年公司毛利率和净利率先下滑后上升。2023Q1 公司毛利率提升至 21.6%，同比+10.7pct，环比+4.2pct；净利率提升至 11.3%，同比+6.5pct，环比+3.2pct，均已达到同行业中的较高水平。

图24：公司与可比公司毛利率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

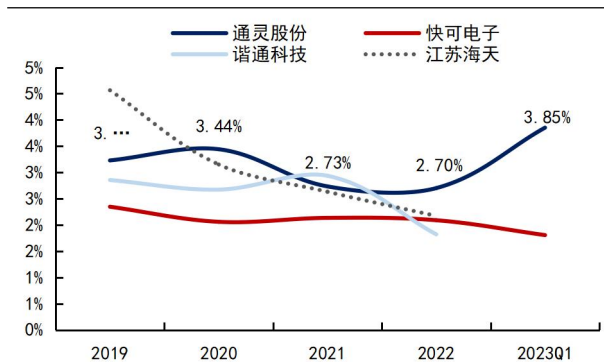
图25：公司与可比公司净利率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

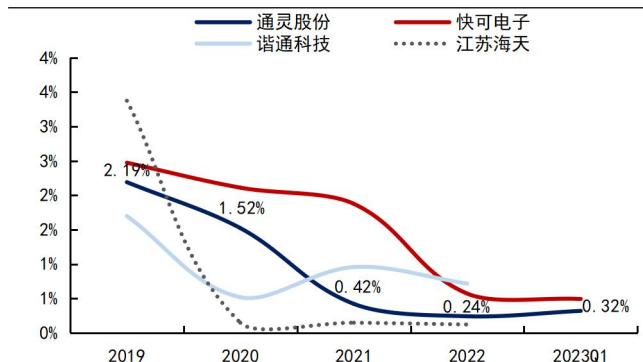
公司年度期间费用率呈持续下降态势。2019-2022 年公司期间费用率分别为 8.9%、9.5%、7.3%、5.6%，呈不断下降趋势，处于同行业中低水平。2023Q1 公司期间费 10.3%，同比+3.1pct，环比+2.8pct，主要系公司一季度部分接线盒产品出货使用的是客户提供的连接器原材料，即出货量同比增速高于营收同比增速，同时一季度实施了员工激励增加了管理费用，叠加公司加大了研发投入所致。

图26：公司与可比公司管理费用率对比（%）



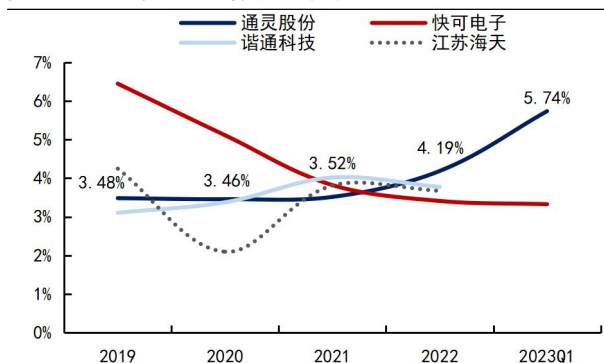
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27：公司与可比公司销售费用率对比（%）



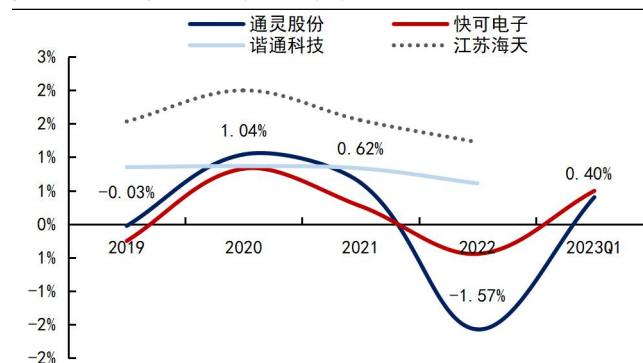
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图28：公司与可比公司研发费用率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：公司与可比公司财务费用率对比（%）

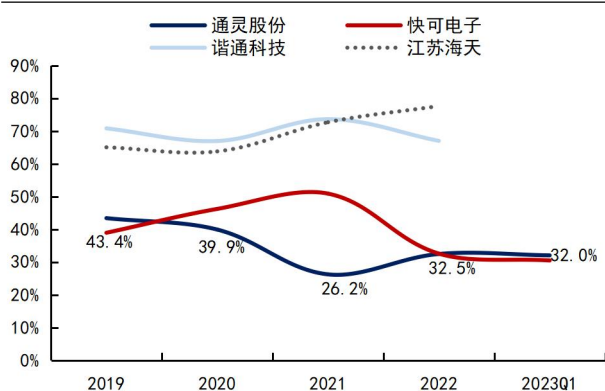


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司资产负债率水平、现金比率目前处于行业领先水平。长期偿债能力方面，

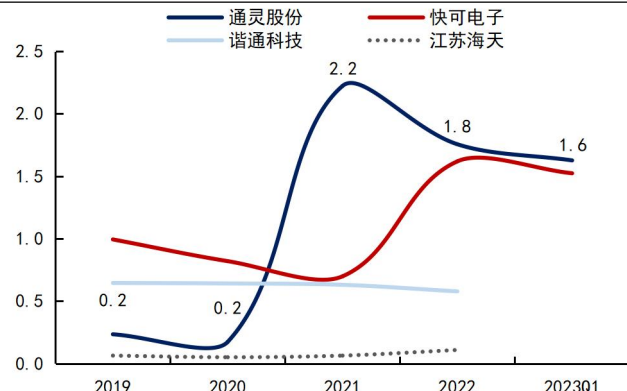
2019-2023Q1 公司资产负债率呈下降趋势，目前与可比公司相比，仍处于较低水平。短期偿债指标来看，2021 年及以后，公司速动比率、流动比率、现金比率均有较大幅度提升，目前均处于行业内较高水平。公司现金比率上市后大幅提升，目前仍处于行业领先水平。

图30：公司与可比公司资产负债率对比（%）



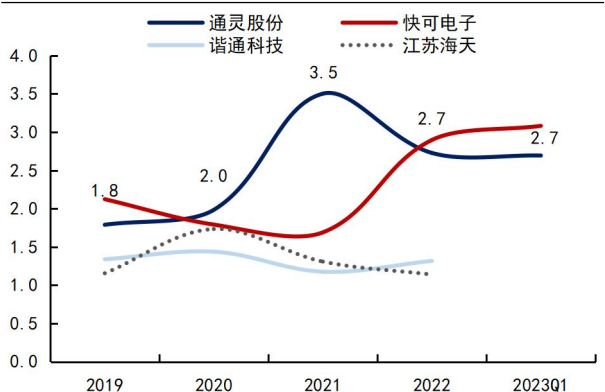
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：公司与可比公司现金比率对比（%）



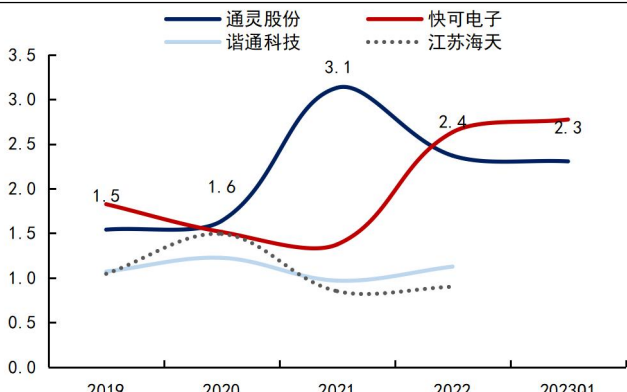
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：公司与可比公司流动比率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：公司与可比公司速动比率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测及估值

◆ 盈利预测

光伏接线盒：我们预计 2023-2025 年，全球组件需求约为 432/564/672GW，同比+56.8%/30.6%/19.1%，预计 2023-2025 年全球接线盒市场出货规模约为 7.58/9.4/10.67 亿套，同比+51.3%/24.0%/13.5%，预计 2023-2025 年公司市场占有率为 13.16%/21.23%/24.32%，对应 2023-2025 年公司光伏接线盒总出货量为 0.99/1.99/2.59 亿套，同比+71%/100%/30%，接线盒业务实现营业收入 21.9/42.9/54.5 亿元，同比+88%/95%/27%。其中：

- **浇筑芯片接线盒：**伴随着 N 型大功率组件渗透率提升，公司将进一步扩大浇筑芯片接线盒的市场份额及出货占比。预计 2023-2025 年公司浇筑芯片接线

盒出货占比为 40%/50%/60%，实现营业收入 8.8/21.5/32.7 亿元，同比 +183.7%/+150.0%/+30%，毛利率为 21%/20%/19%；

- 二极管接线盒：我们预计 2023-2025 年公司二极管接线盒实现营业收入 13.2/21.5/21.8 亿元，同比 +34.9%/+66.7%/+4.0%，毛利率分别为 17%/16%/15%。

表5: 主营业务假设

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏接线盒业务					
营业收入（百万元）	957.20	1168.60	2194.91	4290.06	5447.37
YOY		22.1%	87.8%	95.5%	27.0%
营业成本（百万元）	829.00	996.77	1786.66	3517.85	4499.53
毛利率		20.2%	79.2%	96.9%	27.9%
其中：芯片接线盒					
销售量（百万套）	6.7	14.1	39.9	99.8	155.6
营业收入（百万元）	129.20	281.33	877.97	2145.03	3268.42
YOY		117.8%	212.1%	144.3%	52.4%
营业成本（百万元）	103.00	229.28	693.59	1716.02	2647.42
毛利率	20.3%	18.5%	21.0%	20.0%	19.0%
其中：二极管接线盒					
销售量（百万套）	43.2	44.4	59.9	99.8	103.8
营业收入（百万元）	828.00	887.27	1316.95	2145.03	2178.95
YOY		7.2%	48.4%	62.9%	1.6%
营业成本（百万元）	726.00	767.49	1093.07	1801.82	1852.11
毛利率	12.3%	13.5%	17.0%	16.0%	15.0%
光伏互联线束业务					
营业收入（百万元）	120.05	128.00	150.00	175.00	205.00
YOY		6.6%	17.2%	16.7%	17.1%
营业成本（百万元）	88.75	102.40	120.00	140.00	164.00
毛利率	26.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
其它配件及业务					
营业收入（百万元）	55.55	60.00	64.81	69.99	75.59
YOY		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
营业成本（百万元）	40.92	48.00	51.85	55.99	60.47
毛利率	26.3%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下。2023 年销售费率下降较快主要系光伏接线盒业务销售费用支出较少，但同时收入将快速增长。

表6: 公司盈利预测核心假设

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	34.27%	10.28%	77.63%	88.20%	26.30%
营业成本/营业收入	84.60%	84.28%	81.28%	81.89%	82.47%
销售费用/销售收入	0.42%	0.24%	0.15%	0.13%	0.10%
管理费用/营业收入	2.73%	2.70%	2.00%	1.70%	0.70%
研发费用/销售收入	3.52%	4.19%	3.00%	3.00%	3.00%
营业税及附加/营业收入	0.40%	0.32%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税税率	7.67%	9.46%	12.00%	12.00%	12.00%
股利分配比率	10.38%	10.37%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

综上，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 22.18/41.75/52.73 亿元，同比增长 77%/88%/26%；实现归母净利润 2.63/4.71/6.24 亿元，同比增长 127%/79%/32%，当前股价对应 PE 分别为 29/16/12 倍。

表7：公司盈利预测及市场重要数据

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,132	1,249	2,218	4,175	5,273
(+/-%)	34.3%	10.3%	77.6%	88.2%	26.3%
净利润(百万元)	80	116	263	471	624
(+/-%)	-17.2%	45.1%	127.0%	79.4%	32.3%
每股收益(元)	0.66	0.96	2.19	3.93	5.20
EBIT Margin	8.3%	8.3%	13.3%	13.0%	13.4%
净资产收益率(ROE)	6.3%	6.1%	12.7%	19.5%	21.3%
市盈率(PE)	95.4	65.8	29.0	16.1	12.2
EV/EBITDA	71.6	68.0	27.8	16.9	13.1
市净率(PB)	4.14	3.91	3.47	2.88	2.36

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

◆ 绝对估值：75.2-78.9 元

根据以下主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得出公司合理价值区间为 75.2-78.9 元，较公司当前股价有 18%-24%的溢价空间。

表9 资本成本假设（百万元）

无杠杆 Beta	1.09	T	15.00%
无风险利率	3.40%	Ka	9.73%
股票风险溢价	5.80%	有杠杆 Beta	1.20
公司股价（元）	63.4	Ke	10.37%
发行在外股数	120	E/(D+E)	90.00%
股票市值(E)	7608	D/(D+E)	10.00%
债务总额(D)	882	WACC	9.76%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为绝对估值的敏感性分析。

表10 绝对估值的敏感性分析（元）

77.79	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%
2.3%	81.63	80.31	79.02	77.77	76.55
2.2%	80.90	79.61	78.35	77.11	75.91
2.1%	80.20	78.93	77.68	76.48	75.30
2.0%	79.51	78.26	77.04	75.85	74.69
1.9%	78.84	77.61	76.41	75.24	74.10
1.8%	78.19	76.98	75.80	74.64	73.52
1.7%	77.55	76.36	75.19	74.06	72.96

资料来源：国信证券经济研究所预测

◆ 相对估值：71.0-74.1 元

公司主营业务为光伏接线盒，产品为光伏组件辅材，我们选取同为光伏组件辅材及设备环节的头部企业作为可比公司：福莱特为光伏玻璃头部企业、宇邦新材为光伏焊带头部企业、聚和材料为光伏银浆头部企业。考虑到公司业绩复合增速高于可比公司，给予 23 年高于均值 15-20% 的估值溢价，得到公司合理相对估值股价区间为 71.0-74.1 元。

表 11 可比公司估值表

公司代码	公司名称	最新股价(元)	EPS			PE		
		(23. 06. 27)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601865	福莱特	38.67	1.33	1.80	2.30	29.09	21.50	16.79
301266	宇邦新材	67.19	2.29	3.16	4.17	29.38	21.29	16.10
688503	聚和材料	90.63	3.47	4.84	6.33	26.14	18.71	14.33
					均值	28.20	20.50	15.74
301168	通灵股份	63.40	2.19	3.93	5.20	28.93	16.15	12.19

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 22.18/41.75/52.73 亿元，同比增长 77%/88%/26%；实现归母净利润 2.63/4.72/6.24 亿元，同比增长 127%/79%/32%，当前股价对应 PE 分别为 29/16/12 倍。综合考虑 FCFE 估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为 75.2-78.9 元，对应 2023 年动态 PE 区间为 34-36 倍，较公司当前股价有 18%-24% 的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

芯片接线盒及其他新产品推广不及预期的风险；产能投产不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1162	783	1000	1300	1500	营业收入	1132	1249	2218	4175	5273
应收款项	468	550	668	1144	1300	营业成本	958	1052	1803	3419	4348
存货净额	233	322	346	562	655	营业税金及附加	4	4	7	13	16
其他流动资产	144	88	108	171	174	销售费用	5	3	3	5	5
流动资产合计	2192	2447	2835	3905	4367	管理费用	31	34	44	71	37
固定资产	233	282	807	992	1166	研发费用	40	52	67	125	158
无形资产及其他	44	43	41	40	38	财务费用	7	(20)	(9)	2	(5)
其他长期资产	22	107	67	83	53	投资收益	2	11	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(10)	(10)	(10)	(10)
资产总计	2491	2879	3750	5020	5624	其他收入	15	16	15	15	15
短期借款及交易性金融负债	1	20	882	1137	840	营业利润	87	130	299	536	709
应付款项	586	837	543	1030	1310	营业外净收支	(0)	(2)	0	0	0
其他流动负债	38	38	93	175	220	利润总额	86	128	299	536	709
流动负债合计	626	897	1517	2342	2370	所得税费用	7	12	36	64	85
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	27	38	38	38	38	归属于母公司净利润	80	116	263	471	624
长期负债合计	27	38	38	38	38	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	653	935	1555	2379	2407	净利润	80	116	263	471	624
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
股东权益	1837	1945	2196	2641	3217	折旧摊销	21	22	35	50	59
负债和股东权益总计	2491	2879	3750	5020	5624	公允价值变动损失	(1)	(4)	(1)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	7	(20)	(9)	2	(5)
每股收益	0.66	0.96	2.19	3.93	5.20	营运资本变动	138	132	(411)	(200)	64
每股红利	0.07	0.10	0.22	0.39	0.52	其它	(30)	11	(3)	7	0
每股净资产	15.31	16.21	18.30	22.01	26.81	经营活动现金流	203	273	(122)	323	741
ROIC	7%	5%	10%	14%	16%	资本开支	(23)	(178)	(558)	(232)	(232)
ROE	6%	6%	13%	19%	21%	其它投资现金流	(138)	(499)	40	(18)	30
毛利率	15%	16%	19%	18%	18%	投资活动现金流	(162)	(678)	(518)	(250)	(203)
EBIT Margin	8%	8%	13%	13%	13%	权益性融资	1058	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	15%	14%	15%	负债净变化	9	(6)	861	255	(297)
收入增长	34%	10%	78%	88%	26%	支付股利、利息	0	(8)	(12)	(26)	(47)
净利润增长率	-17%	45%	127%	79%	32%	其它融资现金流	9	(6)	861	255	(297)
资产负债率	26%	32%	41%	47%	43%	融资活动现金流	1060	5	858	227	(339)
息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.8%	现金净变动	1102	(400)	217	300	200
P/E	95.4	65.8	29.0	16.1	12.2	货币资金的期初余额	39	1162	783	1000	1300
P/B	4.1	3.9	3.5	2.9	2.4	货币资金的期末余额	1162	783	1000	1300	1500
EV/EBITDA	71.6	68.0	27.8	16.9	13.1	企业自由现金流	223	70	(675)	95	514
						权益自由现金流	226	81	194	348	221

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032