

压缩机配件细分龙头，组件代工切入光伏领域

投资要点

- 推荐逻辑:** 杭州星帅尔电器股份有限公司多年来深耕压缩机零部件的研发、生产和销售，逐渐成长为压缩机配件领域的细分龙头。随后公司通过并购的方式先后切入温控器、电机和光伏等行业，业务逐渐多元化，持续助力公司增长。公司营收从2017年的3.5亿元提升到2020年的10.6亿元，3年CAGR达到44.7%，2021年前三季度公司实现营收10.6亿元，同比增长57.9%，实现归母净利润1.3亿元，同比增长50.6%。
- 压缩机配件细分龙头，竞争优势凸显。** 公司成立之初深耕压缩机配件，在压缩机配件领域具有明显的技术优势，并逐渐成长为行业细分龙头。公司保护器和启动器营收在2016-2020年间实现10%的复合增长，目前，公司启动器与保护器产销量和市场占有率位居全国同行业首位，下游客户涵盖华意系公司、东贝系公司、美的系等著名压缩机厂商，客户资源丰富，竞争优势明显。
- 零部件外延助力业务多元化。** 在深耕压缩机配件领域的同时，公司通过并购先后切入温控器、电机等行业，打造多元化的业务矩阵。其中，公司温控器业务受益于小家电行业的增长，在2017-2020年间实现41.5%的复合增长；子公司浙特电机近年来积极布局新能源汽车领域，新能源汽车销量的高速增长或将为电机行业打开新的市场空间，公司电机业务有望乘新能源东风而实现高速增长。
- 组件代工切入光伏业务，第二增长曲线发力。** 推动光伏行业发展是实现“双碳”目标的重要举措之一，在光伏行业高速发展的背景下，公司通过收购富乐新能源切入光伏组件代工行业，打造第二增长曲线。富乐新能源产品矩阵多样化，研发体系完善，客户资源丰富，在手订单火爆，公司入主后迅速扩建产能，预计2023年后公司将拥有3.5GW光伏组件产能，助力公司享受光伏行业高速增长的红利。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2021-2023年EPS分别为0.74元、1.02元、1.21元。考虑到公司白电板块业务稳健增长，光伏业务逐步放量，参考可比公司平均估值，我们给予公司2022年27倍估值，对应目标价为27.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动、下游需求不及预期、人民币汇率或大幅波动风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	926.98	1322.51	2647.94	3511.12
增长率	30.89%	42.67%	100.22%	32.60%
归属母公司净利润(百万元)	107.86	151.68	208.08	247.39
增长率	-17.91%	40.62%	37.19%	18.89%
每股收益EPS(元)	0.53	0.74	1.02	1.21
净资产收益率ROE	10.53%	15.77%	18.18%	18.26%
PE	42	30	22	18
PB	4.29	4.61	3.89	3.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 夏勤
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.04
流通A股(亿股)	1.47
52周内股价区间(元)	14.48-28.59
总市值(亿元)	44.95
总资产(亿元)	18.92
每股净资产(元)	5.65

相关研究

目录

1 压缩机配件细分龙头，并购扩张实现协同增长	1
2 深耕制冷压缩机配件，零部件外延助力业务多元化	3
2.1 压缩机部件：细分龙头地位稳固	3
2.2 温控器：受益于小家电行业增长	6
2.3 电机：从家电向新能源和电梯等领域延伸	6
2.4 光通信、传感器组件	8
3 组件代工切入光伏业务，第二成长曲线发力	8
3.1 收购富乐切入光伏赛道，产品终端应用为电站	8
3.2 管理层经验丰富，产能即将迎来爆发	10
4 盈利预测与估值	11
4.1 盈利预测	11
4.2 相对估值	12
5 风险提示	13

图目录

图 1: 公司发展历史.....	1
图 2: 2016-2021Q3 公司营收及增速.....	1
图 3: 2016-2021Q3 公司归母净利润及增速.....	1
图 4: 公司股权结构.....	3
图 5: 公司启动器与热保护器产品.....	4
图 6: 2020 年各产品收入占比.....	4
图 7: 公司启动器、保护器和密封接线柱营收及增速情况.....	4
图 8: 公司启动器、保护器和密封接线柱毛利率水平情况.....	4
图 9: 公司主要客户情况.....	5
图 10: 城镇居民每百户空冰洗保有量.....	5
图 11: 农村居民每百户空冰洗保有量.....	5
图 12: 2015-2021 我国小家电市场规模及增速.....	6
图 13: 公司温控器营收、增速及毛利率情况.....	6
图 14: 浙特电机主要产品.....	7
图 15: 我国新能源汽车销量.....	7
图 16: 浙特电机营收及增速.....	7
图 17: 公司收购富乐新能源过程.....	9
图 18: 我国光伏企业累计装机量及增速.....	9
图 19: 富乐新能源产品图.....	10

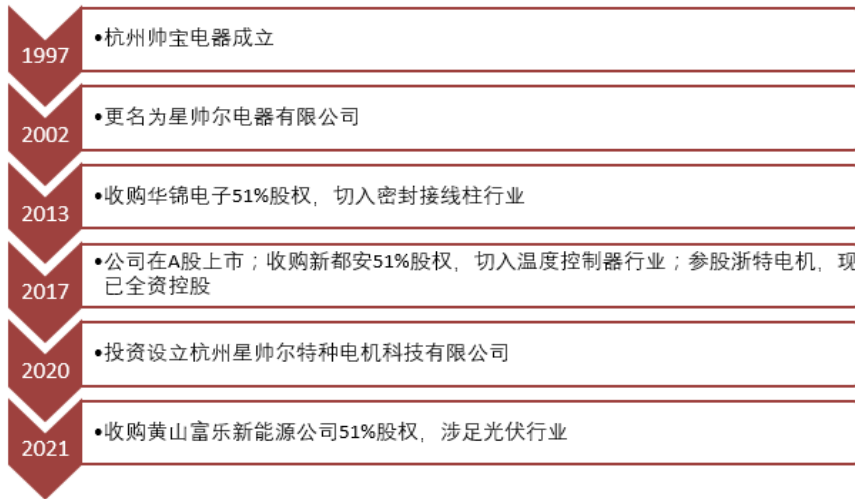
表目录

表 1: 公司主要产品.....	2
表 2: 光通信、传感器组件类别和应用领域.....	8
表 3: 公司高管经验丰富.....	10
表 4: 公司现有客户与订单情况.....	11
表 5: 分业务收入及毛利率.....	12
表 6: 可比公司估值.....	12
附表: 财务预测与估值.....	14

1 压缩机配件细分龙头，并购扩张实现协同增长

杭州星帅尔电器股份有限公司成立于 1997 年，公司早期主要从事各种类型的热保护器、起动器的研发生产机销售工作。2013 年收购华锦电子，进入密封接线柱产业；2017 年开始陆续收购常熟新都安及浙特电机，切入小家电温度控制器、电机领域；2021 年收购黄山富乐新能源科技有限公司 51% 股权，从制造环节强势切入光伏领域，拓宽了公司的产业链布局。

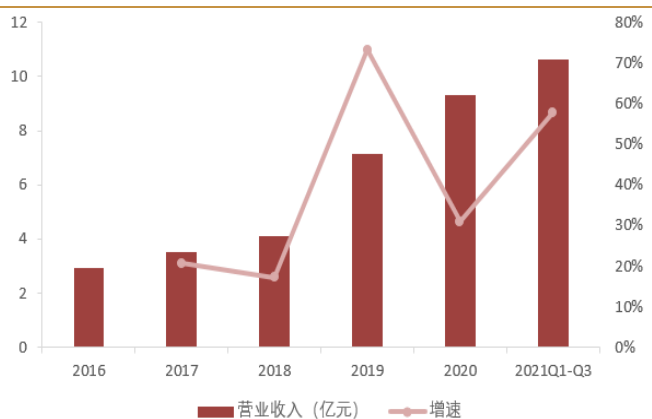
图 1：公司发展历史



数据来源：招股说明书，公司公告，西南证券整理

营收业务高速增长。从营业收入上看，近年来公司营收从 2017 年的 3.5 亿元提升到 2020 年的 10.6 亿元，3 年 CAGR 达到 44.7%，其中，2019 年营收的高速增长部分来自于电机业务被纳入。2021 年前三季度，得益于公司白电业务的逐渐恢复以及在光伏业务上的扩张，公司实现营收 10.6 亿元，同比增长 57.9%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 50.6%。

图 2：2016-2021Q3 公司营收及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 3：2016-2021Q3 公司归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

业务多元化，产品矩阵丰富。星帅尔及子公司欧博电子主要生产热保护器与起动机，热保护器主要用于制冷压缩机中电动机的过流、过温保护，起动机主要用于帮助压缩机完成启动动作；子公司华锦电子主营产品为密封接线柱，主要用于实现压缩机内外电源线的连接、绝缘和密封等功能，此外华锦电子同时经营光通信、光传感器组件，主要应用于通讯信号的发射与接收装置；子公司浙特电机主要经营电机产品，其主要功能为实现电能向机械能的转换；子公司新都安主营温度控制器，其功能为控制、调节产品温度高低及开关；子公司富乐新能源主要从事光伏组件的代工业务，其主要为下游电站提供零部件。

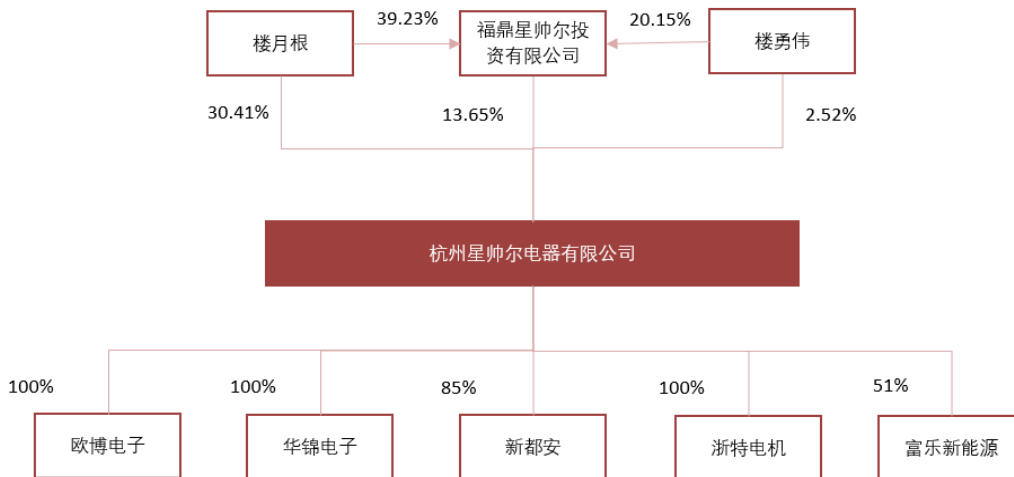
表 1：公司主要产品

经营主体	产品名称	功能简介	图片
星帅尔	起动机	起动机主要用于帮助压缩机完成启动动作。由于压缩机在启动时需要较大的电流和转矩，而正常工作时需要的电流和转矩则大幅下降。因此，为了达到节能效果，通过给压缩机的电动机加上一组辅助线圈，并利用起动机的工作原理来达到连通或切断辅助线圈的作用，从而有效控制压缩机启动和运行时的电流和转矩。	
	热保护器	主要用于制冷压缩机中电动机的过流、过温保护，一般被串联在压缩机回路中，当回路中运转的电流或温度超过规定值时，热保护器中的热敏元件——双金属片，将变形翻转，使电路断开，从而起到防止电动机因温度过高或电流过大而烧毁的作用。	
	组合式启动热保护器	起动机和热保护器的组合。一方面能够有效缩小产品的占用空间，适应压缩机不断小型化的趋势；另一方面，在组合式启动热保护器上增加多个接线端，实现压缩机内外部不同功能部件的电路连接，保证压缩机的工作安全。	
华锦电子	密封接线柱	也称为密封接线座。主要用于实现压缩机内外电源线的连接、绝缘和密封等功能，保证压缩机在内外气压差较大的环境中工作的稳定性和可靠性，对气密性、绝缘强度、耐腐蚀性和安全性的要求较高。	
	光通信、光传感器组件	光通信、传感器组件与专用芯片封装，通过光电转换，起到信号放大与滤波作用。应用于通讯信号的发射与接收装置。	
浙特电机	电机	应用电磁感应原理运行的旋转电磁机械，用于实现电能向机械能的转换，运行时从电系统吸收电功率，向机械系统输出机械功率。	
新都安	温度控制器	双金属片突跳式温控器是一种将定温后的双金属片作为热敏感反应组件，当产品主件温度升高时所产生的热量传递到双金属圆片上，达到动作温度设定时迅速动作，通过机构作用使触点断开或闭合；当温度下降到复位温度设定时，双金属片迅速回复原状，使触点闭合或断开，达到接通或断开电路的目的，从而控制电路。	
富乐新能源	光伏组件	光伏组件指具有封装及内部联结的，能单独提供直流电输出的，最小不可分割的光伏电池组合装置，由太阳能电池片或由激光切割机或钢线切割机切割开的不同规格的光伏太阳能电池组合在一起构成。	

数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，持股较为集中。在股权结构上，截止 2021 年三季报，楼月根和楼勇伟父子二人分别直接持有公司 30.41% 和 2.52% 股权，通过福鼎星帅尔投资有限公司间接持有 8.11% 的上市公司股权，父子二人合计控股比例达到 46.58%，股权结构稳定，持股较为集中。此外，公司通过收购的方式不断扩展自身业务，旗下控股子公司分别涉及电机、光伏、温控器等行业，促进了公司业务多元化。

图 4：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 深耕制冷压缩机配件，零部件外延助力业务多元化

公司深耕热保护器、启动器的研发、生产和销售，在细分领域龙头地位稳固，具备明显的技术优势。此外，公司通过收购的方式，以零部件等配套产品为核心，分别拓展了温控器、光通信组件、电机和光伏组件产品，积极将业务进行外延扩张，促进业务多元化，助力公司业绩高速增长。

2.1 压缩机部件：细分龙头地位稳固

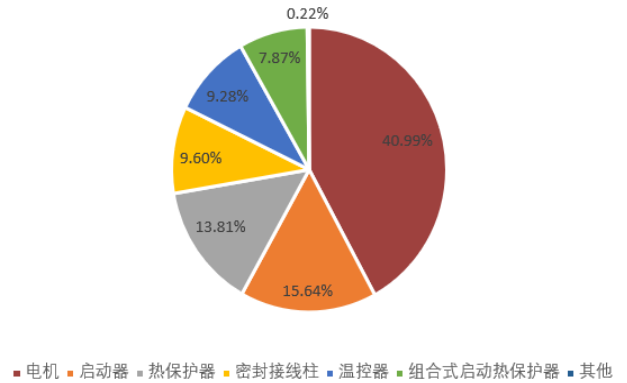
公司压缩机配件产品主要包括热保护器、启动器、继电器和密封接线柱，是公司营收占比最大的业务，占 2020 年营收比例为 46.9%。其中，热保护器主要用于制冷压缩机中电动机的过流、过温保护，一般被串联在压缩机回路中，当回路中运转的电流或温度超过规定值时，热保护器中的热敏元件——双金属片，将变形翻转，使电路断开，从而起到防止电动机因温度过高或电流过大而烧毁的作用。启动器主要用于帮助压缩机完成启动动作。由于压缩机在启动时需要较大的电流和转矩，而正常工作时需要的电流和转矩则大幅下降。因此，为了达到节能效果，通过给压缩机的电动机加上一组辅助线圈，并利用启动器的工作原理来达到连通或切断辅助线圈的作用，从而有效控制压缩机启动和运行时的电流和转矩。

图 5：公司启动器与热保护器产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

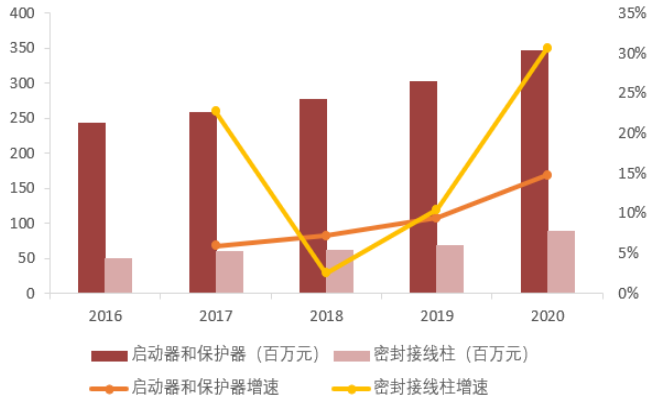
图 6：2020 年各产品收入占比



数据来源：wind，西南证券整理

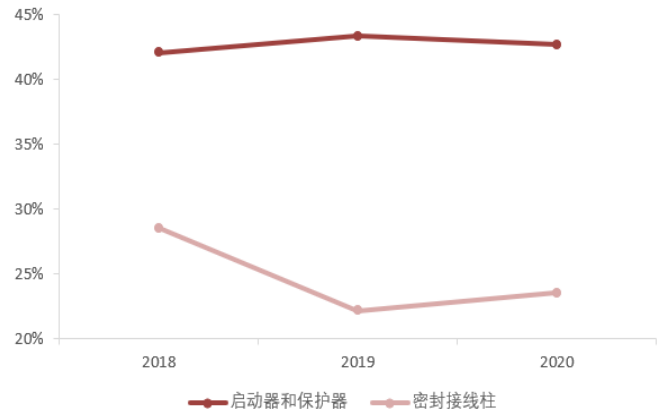
营收稳定增长，竞争格局稳定。热保护器及启动器市场的主要参与者为星帅尔、天银机电和美国森萨塔，CR3 为 80% 左右，市场集中度较高，竞争格局稳定，其中，公司在全球热保护器和启动器产销量和市场占有率位居全国同行业首位。在 2016-2020 年间，公司密封接线柱、启动器和保护器营收呈现稳健增长的态势，分别从 2016 年的 0.48 亿元和 2.4 亿元增长至 2020 年的 0.89 亿元和 3.5 亿元。在毛利率方面，营收占比相对较小的密封接线柱毛利率在 2018-2020 年间略有下滑，但营收占比更高的启动器和保护器毛利率持续保持稳定，整体上看，稳定的竞争格局与公司坚实的经营壁垒助力公司主营业务保持稳健。

图 7：公司启动器、保护器和密封接线柱营收及增速情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 8：公司启动器、保护器和密封接线柱毛利率水平情况



数据来源：wind，西南证券整理

目前公司客户已覆盖国内外主要压缩机生产厂家，包括华意系公司、东贝系公司、美的系公司、钱江公司、江苏白雪、四川丹甫、LG 电子、尼得科电机、恩布拉科等，终端客户为海尔、海信、美的、美菱、奥马、惠而浦、西门子、夏普、伊莱克斯、三星、LG 电子等国内和国际知名企业，深得客户信赖。一般而言，公司产品进入下游客户的验证周期在 1-2 年，产品验证流程复杂，一旦产品进入下游客户的供应链不会轻易更改，公司凭借优质的产品和服务覆盖了国内外主要压缩机厂商，形成了公司稳定经营的坚实壁垒。

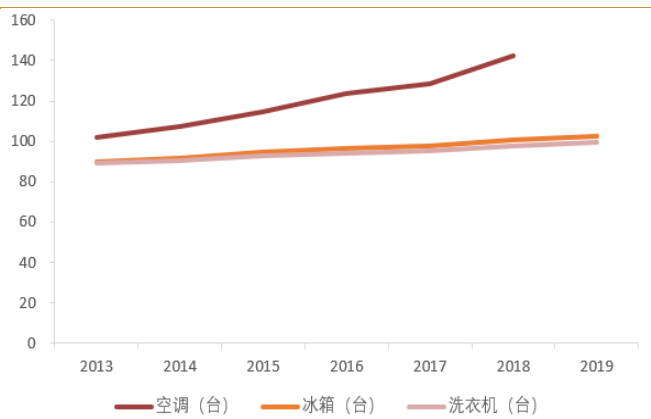
图 9：公司主要客户情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

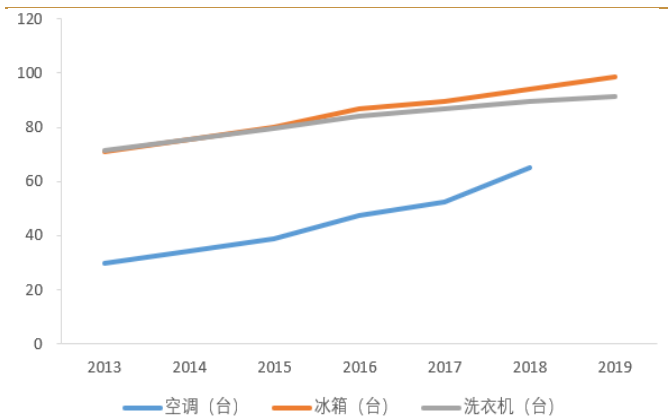
公司的热保护器和启动器等产品主要应用于冰箱、冷柜、空调、制冷饮水机等领域的制冷压缩机以及带烘干功能的洗衣机上。从下游需求上看，在冰箱与洗衣机方面，2009-2011 年的家电下乡政策刺激下，我国白电保有量迅速提升，2019 年城镇居民每百户冰箱和洗衣机保有量分别达到 102.5 和 99.2 台，保有量的提升空间有限，但当前距离“家电下乡”政策已过去 10 年，更新周期的到来或将推动行业回暖，为公司带来稳定的订单。从空调的需求上看，一方面，农村空调保有量与城镇空调保有量仍有较大差距；另一方面，空调具有一户多台的属性，相比于日本 3 台/户的成熟市场，我国空调保有量仍有较大提升空间。考虑到家电下乡的换新需求以及空调保有量的空间较大，我们认为公司保护器和启动器未来或将保持稳定增长。

图 10：城镇居民每百户空冰洗保有量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 11：农村居民每百户空冰洗保有量



数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.2 温控器：受益于小家电行业增长

公司控股子公司新都安专业从事于温度控制器的研发、生产和销售，双金属片突跳式温控器是一种将定温后的双金属片作为热敏感反应组件，起到控制电路的作用。主要应用于变压器、微波炉、饮水机、咖啡机、热水器、吸尘器等小家电领域，客户主要有美的、格兰仕、苏泊尔、科沃斯、方太等公司。2020 年公司温度控制器实现营收 8563.1 万元，同比增长 25%，占公司营收比例达到 9.2%。

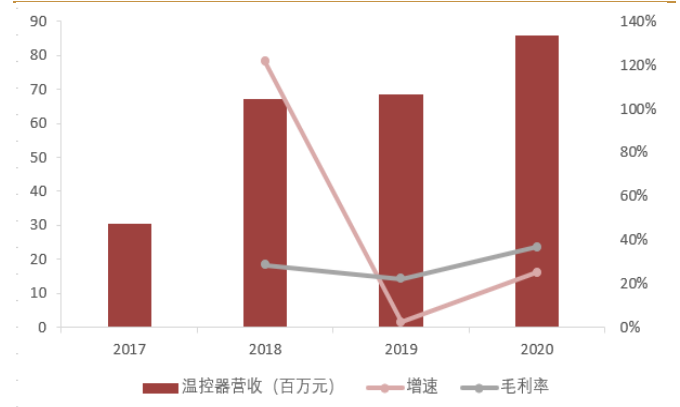
温度控制器下游客户主要为小家电企业，故温度控制器需求受到小家电行业景气度变化的影响。2015-2019 年间，我国小家电市场规模快速增长，四年 CAGR 达到 12.6%。而受到 2020 年疫情的影响，小家电行业尤其是厨房小家电的需求被提前透支，导致 2021 年小家电市场表现不尽人意，AVC 数据显示，2021 年前三季度厨房小家电实现零售额 419.3 亿元，同比下降 12.2%；实现零售量 1.8 亿台，同比下降 10.6%。在过去几年小家电表现亮眼的情况下，公司温控器业务保持稳健增长，且毛利率略有提升。我们看好中国小家电行业的广阔市场，预计未来公司温控器业务保持稳健增长。

图 12：2015-2021 我国小家电市场规模及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 13：公司温控器营收、增速及毛利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

2.3 电机：从家电向新能源和电梯等领域延伸

公司全资子公司浙特电机主要从事中小型电动机的研发、生产与销售，产品主要包括三相异步电动机、高效节能永磁同步电机、新能源汽车驱动电机、新能源汽车空调压缩机电机等，产品应用范围涵盖冰箱、空调、电梯、清洗机、新能源汽车、厨余粉碎机、水泵等领域，主要客户包括上海海立电器有限公司、上海海立新能源技术有限公司、上海江菱机电有限公司、绿田机械股份有限公司、NEW WORLD PRODUCTS LIMITED、威特电梯部件（苏州）有限公司、永大（电梯）中国有限公司等。

图 14：浙特电机主要产品



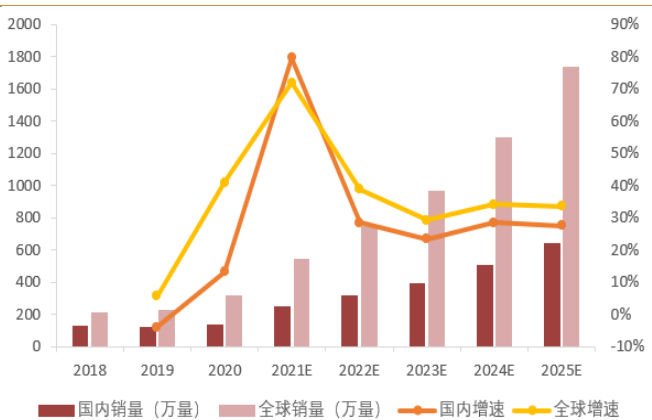
数据来源：浙特电机官网，西南证券整理

浙特电机经过在电机行业多年的积累与投入，在行业内积累了较高的品牌知名度，相关产品在市场和技术研发方面均建立了一定的竞争优势。伴随我国加快转变经济发展方式和经济结构调整的步伐，带动汽车、能源、石化、冶金、造船和交通等电机产品重要消费领域不断升级，为电机行业的发展提供了良好的基础。凭借浙特电机在电机领域多年的积累，公司电机业务有望实现稳步发展。

从营收上看，浙特电机营收增速波动较大，尤其是近年来 2017-2019 年间呈现出负增长的情况。主要原因在于（1）公司对浙特电机从参股到全资控股，人员的结构以及产品结构的调整影响了电机的销售；（2）浙特电机大客户布雷斯通出现较大变化影响了电机的表现。但公司在浙特电机原有应用范围的基础上，开发了新的应用场景的电机，主要用于别墅和农村房的电梯等场景，拓宽了电机的收入来源，2020 年公司电机实现收入 3.8 亿元，同比增长 52%，占营收比重达到 41%。

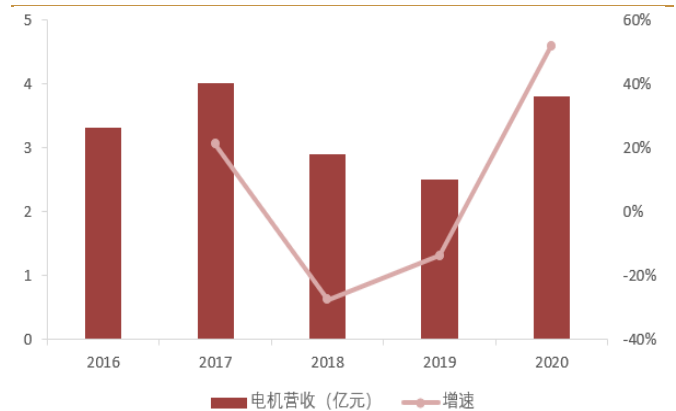
新能源汽车销量高速增长，电机业务迎来新增量。近十年来，新能源汽车在政策的支持下实现高速增长，我国新能源汽车产量从 2011 年的 0.8 万台/年上升到 2020 年的 136.6 万台/年，受到政策的刺激，2021 年新能源汽车行业迎来爆发，1-11 月销量达到 256 万台。根据 marklines 的预测，新能源汽车销量未来 3 年依然保持 30% 以上增速。作为电机下游，新能源汽车的高速发展，或将为电机市场打开新空间。

图 15：我国新能源汽车销量



数据来源：marklines，西南证券整理

图 16：浙特电机营收及增速



数据来源：wind，西南证券整理

2.4 光通信、传感器组件

公司子公司华锦电子近年来不断加强在新兴领域的研发投入与市场布局，目前除了主营产品密封接线柱外，其产品还进入了光通信组件、光传感器组件等领域。现公司已开发湖州骏能、南京银茂、芜湖奇点、上海本菱、重庆航伟、裕丰电子等客户，实现小批量供货。

光通信、传感器组件与专用芯片封装，通过光电转换，起到信号放大与滤波作用，主要应用于儿童玩具车、电极启动、消磁电路、汽车全球定位系统、移动通信等。目前，光通信、传感器组件业务收入占比依然较小，2020 年与 2021H1 占比分别为 1.2% 和 1.1%，但其下游应用广泛，未来该部分业务有望放量增长。

表 2：光通信、传感器组件类别和应用领域

类别	应用领域
低端	儿童、玩具车、照明、开关
中端	电极启动、消磁电路、限流元件、过热保护、恒温发热、超高频电视
高端	汽车全球定位系统、移动通信、微波通讯、高速公路电子不停车收费系统（ETC）混合集成电路、安防产品、热释电红外传感器 PIR 线性光耦、红外线传感器透视、人体红外线感应模块
军工系列	航天、导弹、飞船

数据来源：公司公告，西南证券整理

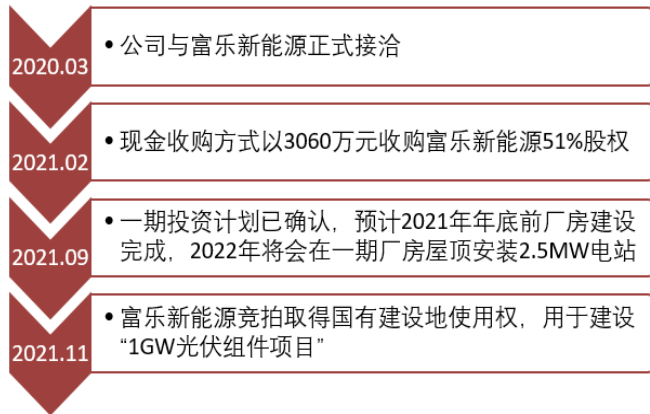
3 组件代工切入光伏业务，第二成长曲线发力

推动光伏行业发展是实现“双碳”目标的重要举措之一，而近年来光伏行业的高速增长正在吸引一大批新的参与者入局。公司在制造业耕耘较深，通过收购富乐新能源切入带有制造业属性的组件代工环节，一定程度上规避了光伏行业前期的研发投入，也能避免与现有组件龙头企业之间的正面竞争，将业务扩张的经营风险最小化。

3.1 收购富乐切入光伏赛道，产品终端应用为电站

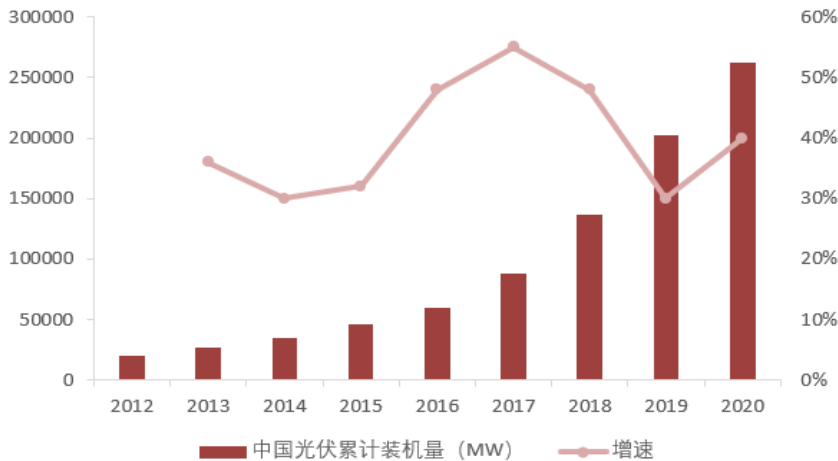
近年来我国相继出台多项政策文件鼓励绿色低碳经济发展，以节能环保、清洁生产、清洁能源等为重点率先突破，随着国家对清洁绿色能源的大力支持，光伏产业迅速增长，富乐新能源已在光伏技术上取得突破，在行业中具有一定的核心竞争力。基于以上优势，公司于 2020 年 3 月开始和富乐新能源接洽，在 2021 年 2 月通过现金收购的方式以 3060 万元的价格收购黄山富乐新能源有限公司 51% 的股权，正式进入光伏产业链。

图 17: 公司收购富乐新能源过程



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 18: 我国光伏企业累计装机量及增速



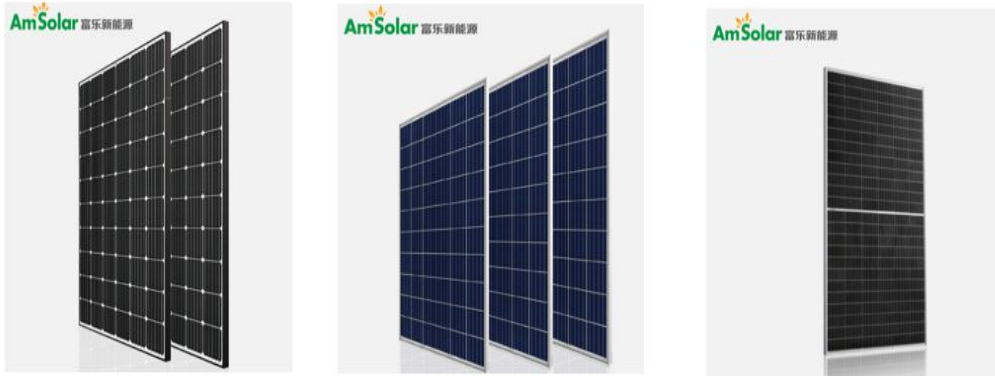
数据来源: 光伏行业协会, 西南证券整理

富乐新能源光伏组件产品终端应用为集中式发电站、分布式电站, 并以集中式发电站为主。富乐新能源成立于 2017 年, 其主要从事新能源技术开发、太阳能组件生产及销售等, 本次并购前王春霞与黄山巨乐源企业管理合伙企业分别持股富乐新能源 88.5% 和 11.5%。富乐新能源的光伏产品直接或间接销售至国内外客户等。公司拥有完善的质量检测体系, 超过 40 道步骤的质量控制和检验过程, 严格的验收标准和严格的公差要求, 确保客户收到的每一块太阳能组件的质量都符合客户要求。富乐新能源专业的技术优势, 精良的制造设备, 依据客户提出的要求开发新产品, 完成新产品的整套技术资料及试验, 获得业内客户好评。

富乐新能源主要产品为 166 半片、450W 组件, 182 半片、540W 组件已完成研发、生产, 且具有 210 半片的生产能力, 半片设计降低热斑风险, 多主栅有效的减少功率损失, 更优的弱光性能更高的发电量。此外全黑组件、双面发电组件产品也已经通过 Intertek 认证。双面发电组件通过双倍 IEC 可靠性测试, 更低的工作温度特性, 背面增益最高可达 25%, 比常规双面组件减重 25%, 采用易洁 PVF 薄膜有效减少 5% 运营成本。与普通整片组件相比, 半片组件由于减少了内部电路和内耗, 降低了工作温度, 从而可以有效降低温度损失

与热斑几率，提高封装效率。随着上游硅片大尺寸化趋势的形成，主流光伏组件的尺寸也在随之提升，公司在 182 与 210 半片上的技术储备能够很好的应对下游客户不同层次的需求，享受光伏行业高速增长的红利。

图 19：富乐新能源产品图



数据来源：富乐新能源官网，西南证券整理

光伏产业链自上而下可大致分为硅料、硅片、电池片与组件、电站四个环节。最上游的硅料类似于化工行业，扩产壁垒低；硅片行业前期投入较大，行业内公司竞争正在逐渐加剧；而下游电站类似于公用事业，属于重资产行业，商业模式相对较差。公司通过收购富乐新能源的方式切入光伏组件行业，能够最大程度发挥公司在制造业方面的经验，提高业务横向扩张的成功率。

3.2 管理层经验丰富，产能即将迎来爆发

管理层经验丰富，研发团队成熟。富乐新能源负责技术、品质和研发的副总张伟、销售副总万峰和生产副总邱柏源均有超 10 年的光伏行业从业经历，履历丰富，经验充足，且公司现有高级工程师和技术人员 10 余人，研发体系和研发团队成熟，能够迅速响应下游客户需求。

表 3：公司高管经验丰富

姓名	职位	履历
张伟	技术、品质、研发副总	2004.11-2006.03 深圳莱宝高科技任任西线长； 2006.03-2006.11 美特科技（苏州）有限公司任 PE 工程师； 2006.11-2010.08 阿特斯阳光电力集团任工艺主管、实验室主管； 2010.08-2012.08 张家港永能光电公司任技术质量经理； 2012.08-2015.08 江苏爱康科技股份有限公司任国家级实验室主任； 2015.08-2018.10 苏州市乐能光伏有限公司任生产运营总监； 2018.10-至今黄山富乐新能源科技有限公司任副总、技术总监
万峰	销售副总	2009.11-2010.10 无锡尚德太阳能电力有限公司任国际销售经理； 2011.03-2016.11 江阴英富光电科技有限公司任销售总监； 2016.11-2019.03 江苏光动智慧能源有限公司任总经理； 2019.03-至今黄山富乐新能源科技有限公司任销售副总

数据来源：公司公告，西南证券整理

产能扩张迅速，客户认可度高。富乐新能源现有组件产能 500MW，公司入主富乐新能源后，迅速开始产能扩张。其中一期 1GW 组件扩产项目已于 2022 年 1 月初建成投产，一期项目建成后最高可有 18 亿产值；二期 2GW 组件项目预计最快将于 2022 年年底建成，扩产计划完成后公司将拥有 3.5GW 组件产能，产能情况充足。

公司产品直接或间接销售国内外，其中加拿大 A 公司是北美知名供应商。2021 年公司与加拿大 A 公司、大恒新能源订单量达 500MW，且与泰恒信能源签订了 3 年 5GW 的订单，在手订单火爆。另外，已验厂通过的还有尚德、嘉悦、顺风、爱康等客户，在手订单超 1.2GW。此外，公司在收购富乐新能源时，与富乐新能源达成了三年对赌期的协议，即富乐新能源在 2021/2022/2023 年的业绩需要达到 800 万、960 万、1120 万，该协议均按照产能 500MW 来计算，并未考虑扩产后的产能。

表 4：公司现有客户与订单情况

客户名称	订单情况（组件）	预计全年订单量	备注
巨力	182	400MW	上市公司
三十六所	182		央企
加拿大 A 公司	182、210		出口订单
大恒新能源	182	200 MW	光伏企业
泰恒新能源	182	5GW	三年

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司未来打算往电站，尤其是整县推进上进行探索，通过电站再向上扩张，并打造自有组件品牌。公司目前在电站整县方面和政府合作，通过和当地城投与国资等成立项目公司，以政府机关、工业厂房和户用为切入点，将整县签下后进行滚动开发，所需要的组件会由公司提供，户用和政府机关相关项目会打包给国电投等，优质的工业厂房业务由公司自己开展。

公司通过收购富乐新能源的形式切入光伏赛道，在享受光伏行业快速增长红利的同时，通过公司在制造业的积累及上市公司资本、融资等便利为富乐新能源的发展提供支持，能较好地展现出协同效应。我们认为，随着公司在光伏组件业务的深度扩张和在电站等领域的探索，公司光伏业务或将持续保持高增长，为公司开辟第二成长曲线。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：预期公司优势产业启动器和保护器业务，持续健康发展，维持行业首位，未来贡献稳健营收利润增长；

假设 2：预计公司光伏组件业务进展顺利，产能释放符合预期，2022 年底产能达到 3.5GW，2022 年将继续投资扩产，预计产能还有进一步突破；

假设 3：假设公司销售费用率与管理费用率整体保持稳定，预计 2021-2023 年销售费用率和管理费用率分别保持为 1.2%、1.1%、1%和 7.5%、7.2%、7%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
启动器和保护器	收入	346.40	377.58	415.33	446.48
	增速	14.74%	9.00%	10.00%	7.50%
	毛利率	42.36%	43.90%	44.00%	44.10%
电机	收入	380.32	410.75	468.25	515.07
	增速	51.1%	8.0%	14.0%	10.0%
	毛利率	8.09%	12.00%	15.00%	15.00%
温控器	收入	85.63	98.47	108.32	119.15
	增速	25.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	36.84%	35.00%	35.00%	35.00%
密封接线柱	收入	88.68	101.98	112.18	123.40
	增速	30.6%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	23.52%	23.00%	23.00%	23.00%
光伏	收入		300.00	1500.00	2250.00
	增速			400.0%	50.0%
	毛利率		9.00%	11.00%	11.00%
其他	收入	25.95	33.73	43.86	57.01
	增速	42.9%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	48.17%	33.00%	33.00%	33.00%
合计	收入	926.98	1,322.51	2,647.94	3,511.12
	增速	30.89%	42.67%	100.22%	32.60%
	毛利率	26.15%	23.52%	18.74%	17.39%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了三花智控、晶澳科技和盾安环境作为可比公司。其中，三花智控、盾安环境与本公司都是白电的零部件供应商，商业模式都是 TOB，在产品和商业模式上具有可比性；晶澳科技主营产品与本公司 2022 年将放量的光伏组件产品相似，在产品上具有可比性。2021 年可比公司估值为 48 倍，2022 年可比公司的平均估值为 32 倍。考虑到公司白电板块业务稳健增长，光伏业务逐步放量，参考可比公司平均估值，我们给予公司 2022 年 27 倍估值，对应目标价为 27.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002050	三花智控	22.64	0.41	0.52	0.66	0.81	60.55	43.4	34.23	28.12
002459	晶澳科技	87.9	0.94	1.23	2.13	2.74	43.12	71.73	41.23	32.12
002011	盾安环境	12.31	-1.09	0.42	0.57	0.72	-3.62	29.31	21.79	17.22
平均值							33.35	48.15	32.42	25.82

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截止日期 2022.1.23）

5 风险提示

原材料价格或大幅波动；下游需求不及预期；人民币汇率或大幅波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	926.98	1322.51	2647.94	3511.12	净利润	110.28	153.68	210.18	249.59
营业成本	684.59	1011.41	2151.77	2900.56	折旧与摊销	37.63	39.33	44.56	49.65
营业税金及附加	5.00	7.13	14.27	18.92	财务费用	11.72	14.89	22.57	27.71
销售费用	9.18	15.87	29.13	35.11	资产减值损失	0.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	59.30	99.19	190.65	245.78	经营营运资本变动	-58.04	-221.08	-538.48	-359.85
财务费用	11.72	14.89	22.57	27.71	其他	-6.14	-2.77	-2.99	-3.04
资产减值损失	0.03	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	95.48	-15.94	-264.16	-35.94
投资收益	6.28	3.00	3.00	3.00	资本支出	-85.28	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.56	0.00	0.00	0.00	其他	-357.71	-153.52	-17.00	-17.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-442.99	-233.52	-97.00	-97.00
营业利润	126.34	177.02	242.55	286.04	短期借款	0.00	81.93	545.01	286.19
其他非经营损益	-1.74	-1.03	-1.21	-1.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	124.60	175.99	241.34	284.80	股权融资	29.96	0.00	0.00	0.00
所得税	14.32	22.31	31.16	35.20	支付股利	-24.61	-20.20	-28.40	-38.97
净利润	110.28	153.68	210.18	249.59	其他	243.55	122.18	-22.91	-27.97
少数股东损益	2.41	2.00	2.10	2.20	筹资活动现金流净额	248.91	183.91	493.70	219.26
归属母公司股东净利润	107.86	151.68	208.08	247.39	现金流量净额	-99.62	-65.55	132.54	86.32
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	197.81	132.25	264.79	351.11	成长能力				
应收和预付款项	544.32	771.97	1545.10	2052.99	销售收入增长率	30.89%	42.67%	100.22%	32.60%
存货	200.16	315.52	666.13	892.25	营业利润增长率	-44.41%	40.12%	37.02%	17.93%
其他流动资产	279.32	324.59	328.86	357.66	净利润增长率	-43.04%	39.36%	36.77%	18.75%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-30.95%	31.62%	33.92%	17.35%
投资性房地产	5.59	5.59	5.59	5.59	获利能力				
固定资产和在建工程	310.81	356.02	396.01	430.91	毛利率	26.15%	23.52%	18.74%	17.39%
无形资产和开发支出	98.23	95.33	92.44	89.54	三费率	8.65%	9.83%	9.15%	8.79%
其他非流动资产	27.95	46.29	64.64	82.98	净利率	11.90%	11.62%	7.94%	7.11%
资产总计	1664.18	2047.57	3363.56	4263.04	ROE	10.53%	15.77%	18.18%	18.26%
短期借款	0.00	81.93	626.94	913.14	ROA	6.63%	7.51%	6.25%	5.85%
应付和预收款项	348.25	483.03	1026.61	1396.33	ROIC	14.91%	16.48%	15.16%	12.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.95%	17.49%	11.70%	10.35%
其他负债	268.70	508.12	553.73	586.67	营运能力				
负债合计	616.95	1073.07	2207.28	2896.13	总资产周转率	0.61	0.71	0.98	0.92
股本	199.08	204.21	204.21	204.21	固定资产周转率	3.18	4.18	7.33	8.79
资本公积	227.21	222.09	222.09	222.09	应收账款周转率	4.03	4.02	4.66	3.96
留存收益	551.53	683.01	862.69	1071.12	存货周转率	3.76	3.92	4.38	3.72
归属母公司股东权益	1033.84	1095.64	1275.32	1483.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.97%	—	—	—
少数股东权益	13.38	-121.14	-119.04	-116.84	资本结构				
股东权益合计	1047.23	974.50	1156.28	1366.91	资产负债率	37.07%	52.41%	65.62%	67.94%
负债和股东权益合计	1664.18	2047.57	3363.56	4263.04	带息债务/总负债	35.90%	47.47%	47.77%	46.29%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	3.29	2.48	1.60	1.49
EBITDA	175.69	231.25	309.68	363.40	速动比率	2.75	1.98	1.22	1.13
PE	41.67	29.63	21.60	18.17	股利支付率	22.81%	13.32%	13.65%	15.75%
PB	4.29	4.61	3.89	3.29	每股指标				
PS	4.85	3.40	1.70	1.28	每股收益	0.53	0.74	1.02	1.21
EV/EBITDA	23.31	19.65	15.94	14.08	每股净资产	5.13	4.77	5.66	6.69
股息率	0.55%	0.45%	0.63%	0.87%	每股经营现金	0.47	-0.08	-1.29	-0.18
					每股股利	0.12	0.10	0.14	0.19

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfy@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn