

21Q1 点评：高压直流高歌猛进、传统继电器反转

买入（维持）

2021年05月03日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

chaijh@dwzq.com.cn

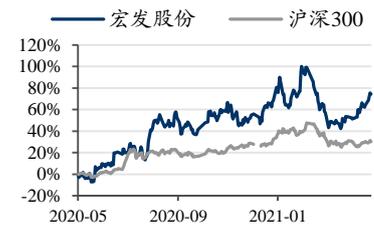
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,819	11,129	14,502	18,207
同比（%）	10.4%	42.3%	30.3%	25.6%
归母净利润（百万元）	832	1248	1712	2223
同比（%）	18.2%	50.0%	37.2%	29.8%
每股收益（元/股）	1.12	1.68	2.30	2.98
P/E（倍）	50.05	33.37	24.33	18.74

投资要点

- **Q1 收入+65%、利润+62%，目前排产饱满，超市场预期。**2021Q1 公司实现营收 23.79 亿元，同比大幅+65.31%，环比基本持平；实现归母净利润 2.31 亿元，同比+62.04%，环比基本持平，Q1 公司经营业绩基本维持了 20Q3 以来的高景气状态、超市场预期；目前公司订单饱满、平均排产周期达 4-6 个月，21Q2 起通过技改提产，景气度有望进一步提升。Q1 毛利率为 36.03%，同比下降-3.5pct，环比上升 3.1pct，主要是原材料价格波动的影响。
- **高压直流增速亮眼，同比倍增，国内重点项目继续开拓，龙头地位持续巩固。**我们预计高压直流继电器 Q1 发货倍增，宏发此前的重点项目奔驰纯电平台开始起量，大众 MEB 继续上量、中国区开始销售，Tesla 快速增长；同时积极提升国内造车新势力及传统主机厂等客户的份额，进一步巩固龙头地位。全年来看今年全球新能源汽车产销规模有望高增，宏发现有客户高增、下半年控制盒类产品开始量产，份额有望继续提升、龙头地位持续巩固，全年或将翻倍增长。
- **传统优势产品方面，功率继电器 Q1 发货创新高，来自白电周期复苏+智能家居&新能源贡献增量。**Q1 功率继电器发货同环比快速增长，单季发货金额达历史新高，下游白电行业自 20 年疫情后景气度逐步改善，我们预计今年延续复苏轨道，Q2 进入白电旺季后，景气度有望再提升。同时叠加公司新布局的智能家居、新能源、户用等产品起量，我们预计全年恢复快速增长。
- **汽车继电器 Q1 发货也创下新高，标杆客户持续突破、新产品开始起量。**Q1 汽车继电器发货同比快速增长，环比也有所增长，同样创新高，一方面全球汽车销量均逐步恢复，另一方面公司积极突破包括德系、日系、等标杆客户，PCB 产品、大电流产品销售快速增长，短期来看 Q2 起汽车继电器业务可能受到芯片短缺的影响，但全年来看板块或将持续高增。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司 Q1 业绩超预期、以及订单饱满，上调公司 2021-23 年利润至 12.5 亿、17.1 亿、22.2 亿（11.1 亿、13.8 亿、16.8 亿），同比分别+50%、+37%、+30%，给予目标价 84 元，对应 21 年 50x，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，投资不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.92
一年最低/最高价	28.46/65.87
市净率(倍)	7.90
流通 A 股市值(百万元)	41647.07

基础数据

每股净资产(元)	7.39
资产负债率(%)	32.67
总股本(百万股)	744.76
流通 A 股(百万股)	744.76

相关研究

- 1、《宏发股份（600885）年报点评：业绩超预期，21 年主业全面好转、高压直流高增》2021-02-03
- 2、《宏发股份（600885）三季报点评：主业强势复苏，高压直流有望重回高增长》2020-10-29
- 3、《宏发股份（600885）中报点评：主业超预期改善，高压直流下半年有望高增》2020-07-31

Q1 收入+65%、利润+62%，目前排产饱满，超市场预期。2021Q1 公司实现营收 23.79 亿元，同比大幅+65.31%，环比基本持平；实现归母净利润 2.31 亿元，同比+62.04%，环比基本持平，Q1 公司经营业绩基本维持了 20Q3 以来的高景气状态、超市场预期；目前公司订单饱满、平均排产周期达 4-6 个月，Q2 起通过技改提产，景气度有望进一步提升。Q1 毛利率为 36.03%，同比下降-3.5pct，环比上升 3.1pct，主要是原材料价格波动的影响。

表 1: 宏发股份 2021Q1 核心财务数据 (亿元)

宏发股份	2020	2019	同比	2020Q4	同比	环比	2021Q1	同比	环比
营业收入	78.19	70.81	10.4%	23.82	23.2%	19.3%	23.79	65.3%	-0.1%
毛利率	37.0%	37.1%	-0.2pct	33.0%	1.5pct	-6.5pct	36.0%	-3.5pct	3.1pct
营业利润	13.05	11.39	14.6%	3.26	35.2%	-16.1%	3.87	62.1%	18.6%
利润总额	13.02	11.23	15.9%	3.25	44.4%	-16.4%	3.87	63.3%	19.0%
归属母公司净利润	8.32	7.04	18.2%	2.35	58.5%	-2.1%	2.31	62.0%	-1.5%
扣非归母净利润	6.94	6.68	3.9%	1.29	-8.4%	-39.4%	0.00	-100.0%	-100.0%
归母净利率	10.6%	9.9%	0.7pct	9.9%	2.2pct	-2.2pct	9.7%	-0.2pct	-0.14pct
股本	7.45	7.45	-	7.45	-	-	7.45	-	-
EPS (元)	1.12	0.95	18.2%	0.32	58.5%	-2.1%	0.31	62.0%	-1.5%

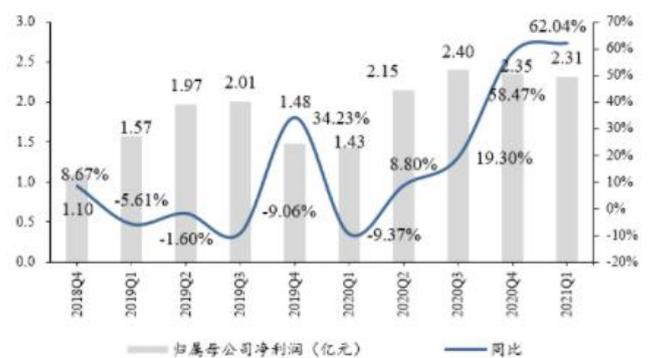
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: Q1 收入 23.79 亿元, 同比+65.31%



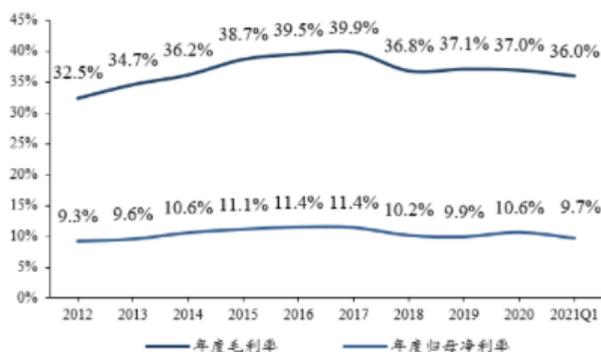
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: Q1 归母净利润 2.31 亿元, 同比+62.04%



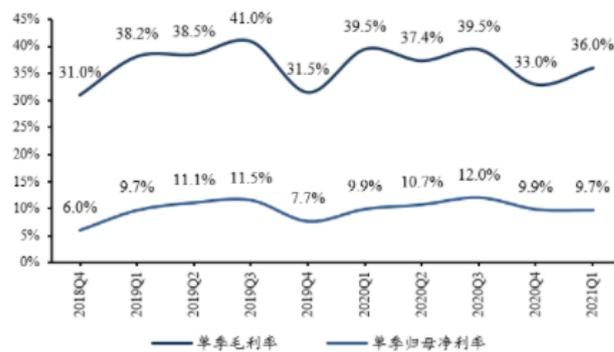
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3：2021Q1 毛利率、净利率 36%、9.7%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021Q1 毛利率、净利率同比-3.5pct、-0.2pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

高压直流增速亮眼，同比倍增，国内重点项目继续开拓，龙头地位持续巩固。我们预计高压直流继电器 Q1 发货倍增，宏发此前的重点项目奔驰纯电平台开始起量，大众 MEB 继续上量、中国区开始销售，Tesla 快速增长；同时积极提升国内造车新势力及传统主机厂等客户的份额，进一步巩固龙头地位。全年来看今年全球新能源汽车产销规模有望高增，宏发现有客户高增、下半年控制盒类产品开始量产，份额有望继续提升、龙头地位持续巩固，全年或将翻倍增长。

传统优势产品方面，功率继电器 Q1 发货创新高，来自白电周期复苏+智能家居&新能源贡献增量。Q1 功率继电器发货同环比快速增长，单季发货金额达历史新高，下游白电行业自 20 年疫情后景气度逐步改善，我们预计今年延续复苏轨道，Q2 进入白电旺季后，景气度有望再提升。同时叠加公司新布局的智能家居、新能源、户用等产品起量，我们预计全年恢复快速增长。

汽车继电器 Q1 发货也创下新高，标杆客户持续突破、新产品开始起量。Q1 汽车继电器发货同比快速增长，环比也有所增长，同样创新高，一方面全球汽车销量均逐步恢复，另一方面公司积极突破包括德系、日系、等标杆客户，PCB 产品、大电流产品销售快速增长，短期来看 Q2 起汽车继电器业务可能受到芯片短缺的影响，但全年来看板块或将继续高增。

电力、工业、信号继电器产品快速增长，符合预期。电力/工业/信号继电器 Q1 发货实现较快增长，其中：1) 电力方面，欧美智能电表延缓的项目逐步启动、订单恢复正常，国内 Q1 招标量同比高增，招标量 3745 万只、同比+46%、环比+31%，我们预计 Q2 起景气度进一步提升；2) 工业方面，全球工业行业整体复苏，下游大客户需求增长较快，目前工业继电器宏发份额尚低，提升空间较大；3) 信号继电器受安防、消防、温控、OBC 等行业需求增量较大，宏发产品优势明显，有望维持较快增长。

低压电器 Q1 高增，新项目及客户开始起量。低压电器 Q1 发货同比快速增长，环比基本持平，下游来看北美市场增长良好，新项目贡献增量，北美大客户有望进一步提

升供货范围，欧洲区行业回暖、亚太及国内区开始起量，此前低压开关产能瓶颈已经解除，今年增速有望继续保持较高水平。

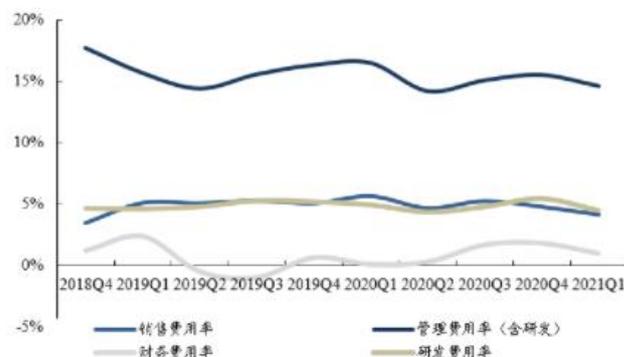
费用率下降，存货及应收款小幅上升、基本稳定，汇率波动影响财务费用，但公司已及时锁汇。2021Q1 销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比+21.13%/+46.18%/+49.96%/+1764.72%，费用率分别为 4.14%/14.57%/4.45%/0.98%，财务费用增长较多主要是汇率波动影响，但公司已锁定大部分美元汇率，对利润冲击有限。Q1 经营活动现金流量净额-0.63 亿元；销售商品取得现金 19.05 亿元，同比增长 5.93%。期末预收款项+合同负债 0.34 亿元，比年初下降 1.22%。期末应收账款 26.36 亿元，较期初增长 4.14 亿元，应收账款周转天数下降 6.12 天至 91.89 天。期末存货 15.28 亿元，较期初上升 0.42 亿元；存货周转天数下降 13.86 天至 89.1 天。

图 5: 21Q1 期间费用 4.68 亿元，同比+46.38%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 2021Q1 期间费用率 19.69%，同比-2.52pct



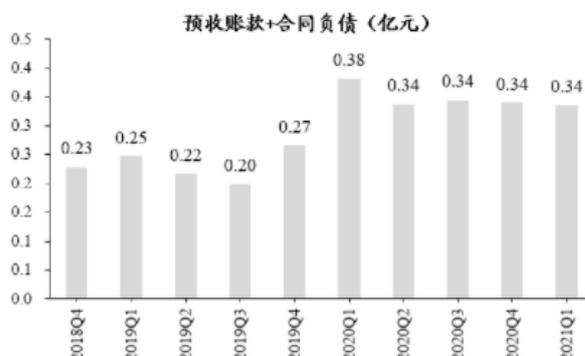
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: Q1 现金净流出-0.63 亿元，同比-184.33%



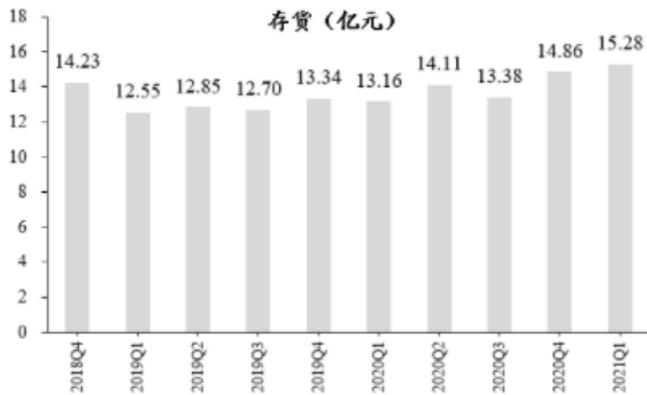
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: Q1 期末预收款项+合同负债 0.34 亿元，较年初-1.22%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9：期末存货 15.28 亿元，较期初+0.42 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：期末应收账款 26.36 亿元，较期初+4.14 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：考虑公司 Q1 业绩超预期、以及订单饱满，上调公司 2021-23 年利润至 12.5 亿、17.1 亿、22.2 亿 (11.1 亿、13.8 亿、16.8 亿)，同比分别+50%、+37%、+30%，给予目标价 84 元，对应 21 年 50x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

宏发股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6158.4	7516.2	9620.5	12119.4	营业收入	7819.1	11128.6	14502.0	18207.4
现金	898.2	1000.0	1133.6	1493.3	减:营业成本	4929.6	6949.0	8998.5	11250.9
应收账款	3449.9	3811.2	4966.4	6235.4	营业税金及附加	64.1	100.2	130.5	163.9
存货	1485.7	2284.6	2958.4	3698.9	营业费用	393.4	467.4	594.6	728.3
其他流动资产	324.5	420.5	562.1	691.8	管理费用	808.8	1117.7	1427.5	1755.9
非流动资产	4684.6	4871.5	4999.1	5097.7	财务费用	83.5	31.6	20.4	17.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	加:投资净收益	-0.0	10.0	10.0	5.0
固定资产	3271.5	3472.3	3613.8	3726.4	其他收益	-234.5	-528.5	-673.6	-832.9
在建工程	417.7	403.7	389.8	375.9	营业利润	1305.2	1944.2	2666.9	3462.7
无形资产	995.5	995.5	995.5	995.5	加:营业外净收支	-2.8	1.0	1.1	1.2
资产总计	10842.9	12387.7	14619.6	17217.2	利润总额	1302.4	1945.2	2668.0	3463.9
流动负债	2408.1	2802.1	3589.8	4312.3	减:所得税费用	173.1	258.6	354.6	460.4
短期借款	402.9	5.2	0.0	0.0	少数股东损益	297.1	438.5	601.5	780.9
应付账款	1358.5	1948.0	2708.1	3213.5	归属母公司净利润	832.1	1248.1	1711.9	2222.6
其他流动负债	646.6	848.9	881.6	1098.8	EBIT	1272.8	2015.8	2727.3	3525.5
非流动负债	1034.7	1132.6	1132.6	1132.6	EBITDA	1780.8	2453.4	3208.2	4045.5
长期借款	618.2	618.2	618.2	618.2					
其他非流动负债	416.5	514.4	514.4	514.4					
负债合计	3442.8	3934.6	4722.4	5444.9	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1872.7	2114.3	2445.8	2876.1	每股收益(元)	1.12	1.68	2.30	2.98
归属母公司股东权益	5527.5	6338.8	7451.5	8896.1	每股净资产(元)	7.42	8.51	10.01	11.94
负债和股东权益	10842.9	12387.7	14619.6	17217.2	发行在外股份(百万股)	744.8	744.8	744.8	744.8
					ROIC(%)	17.5%	24.9%	29.9%	33.2%
					ROE(%)	15.1%	19.7%	23.0%	25.0%
					毛利率(%)	37.0%	37.6%	37.9%	38.2%
					销售净利率(%)	10.6%	11.2%	11.8%	12.2%
					资产负债率(%)	31.8%	31.8%	32.3%	31.6%
					收入增长率(%)	10.4%	42.3%	30.3%	25.6%
					净利润增长率(%)	18.2%	50.0%	37.2%	29.8%
					P/E	50.05	33.37	24.33	18.74
					P/B	7.53	6.57	5.59	4.68
					EV/EBITDA	25.32	18.58	14.45	11.64

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>