

主业强势复苏，高压直流有望重回高增长 买入（维持）

2020年10月28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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,081	7,918	10,045	12,008
同比（%）	2.9%	11.8%	26.9%	19.5%
归母净利润（百万元）	704	812	1083	1384
同比（%）	0.7%	15.3%	33.4%	27.8%
每股收益（元/股）	0.95	1.09	1.45	1.86
P/E（倍）	54.64	47.37	35.52	27.79

投资要点

■ **Q3 收入+14.6%、利润+19.3%，Q3 汇兑套保有正贡献。**公司 Q1-3 营收 54.37 亿元，同比+5.62%；归母净利润 5.97 亿元，同比+7.45%。其中 2020Q3 营收 19.96 亿元，同比+14.65%，环比-0.28%；归母净利润 2.4 亿元，同比+19.30%，环比+11.77%。Q3 由于汇率波动远期结汇影响，公允价值变动收益 0.51 亿（上年同期-0.55 亿），财务费用 0.33 亿（上年同期-0.17 亿，本期负贡献），整体影响利润+0.5 亿左右。Q3 收入、利润增速略超预期。Q1-3 毛利率为 38.71%，同比下降 0.54pct，Q3 毛利率 39.47%，同比下降 1.49pct，环比上升 2.11pct，毛利率大幅改善。

■ **Q3 订单快速增长，9 月订单饱满，预计全年能够完成年初的目标。**Q3 宏发下游需求持续回升，家电 Q3 产销两旺；汽车电子下游复工率进一步提升；低压电器需求稳步提升；同时光伏风电、医疗等增量需求贡献下，Q3 整体发货 20.12 亿，同比+18.35%。近期订单继续向好，8 月以来公司每月新增订单总额 2.5-3 亿元，其中 9 月接单 3.7 亿只，环比+62%、同比+58.7%，截止 9 月底在手未结订单环比 8 月底+33%，预计 Q4 继续向好，全年有望完成年初设定的增长目标。

■ **高压直流 Q3 恢复增长，Q4 有望继续加速。**Q1-3 宏发高压直流继电器出货 4 亿，同比持平；其中 Q3 发货 1.8 亿，同比+11.9%恢复增长。国内新能源汽车产销 Q3 明显恢复，宏发主要国内客户开始起量，欧洲客户发货量也超过疫情前水平。客户端不断突破，Q4 起有望恢复高增长。

■ **白电需求强势复苏，汽车继电器快速增长。**Q1-3 宏发功率继电器累计发货 21 亿，同比+0.6%，其中 Q3 发货 8.3 亿，同比+19.8%。Q3 下游白电客户需求增长，叠加智能家居领域需求增长、光伏风电需求高增长、小家电及医疗领域需求强劲等因素，公司实现快速成长，9 月宏发功率继电器接待量同环比增速均超过 60%，预计 Q4 增速有望继续提升。Q1-3 汽车继电器发货 8.15 亿，同比+48%，超预期，其中本部增长 24%，海拉稳定出货；其中 Q3 发货 3.15 亿，同比+85%，按海拉发货 8000 万测算本部 Q3 发货同比增长 38%。Q3 国内市场快速复苏，海外改善；宏发不断巩固份额，收入快速增长。9 月公司汽车电子接单量环比+187%、同比+64%，后续增长动力充沛。

■ **低压电器恢复高增，产能不断巩固。**Q1-3 低压电器出货 5 亿，同比+23%，其中 Q3 出货 1.8 亿，同比+68%，Q4 有望进一步提速。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 8.1 亿、10.8 亿、13.8 亿，同比分别+15.3%、+33.4%、+27.8%，对应现价 PE 分别 47 倍、36 倍、28 倍，给予目标价 65.3 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.65
一年最低/最高价	24.47/52.99
市净率(倍)	7.26
流通 A 股市值(百万元)	38466.93

基础数据

每股净资产(元)	7.11
资产负债率(%)	36.07
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）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
- 2、《宏发股份（600885）：疫情影响复苏，高压直流和电力高增》2020-05-03
- 3、《宏发股份（600885）：高压直流全球龙头高成长、传统继电器拐点向上》2019-12-24

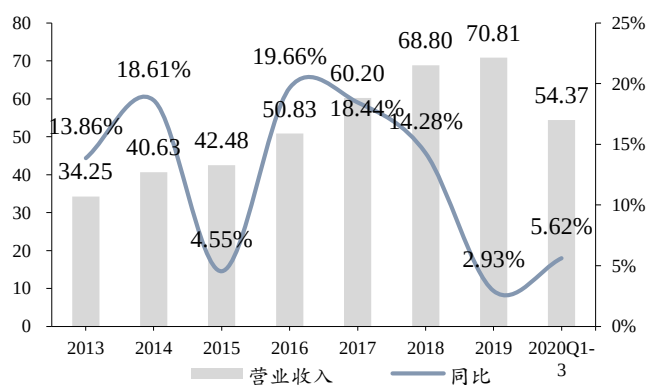
Q3 收入+14.6%、利润+19.3%，Q3 汇兑套保有正贡献。公司 Q1-3 营收 54.37 亿元，同比+5.62%；归母净利润 5.97 亿元，同比+7.45%。其中 2020Q3 营收 19.96 亿元，同比+14.65%，环比-0.28%；归母净利润 2.4 亿元，同比+19.30%，环比+11.77%。Q3 由于汇率波动远期结汇影响，公允价值变动收益 0.51 亿（上年同期-0.55 亿），财务费用 0.33 亿（上年同期-0.17 亿，本期负贡献），整体影响利润+0.5 亿左右。Q3 收入、利润增速略超预期。

表 1：宏发股份三季报核心财务数据（亿元）

宏发股份	2020Q1-3	2019Q1-3	同比	2020Q3	2019Q3	同比	2020Q2	环比
营业收入	54.37	51.48	5.6%	19.96	17.41	14.6%	20.02	-0.3%
毛利率	38.71%	39.25%	-0.54pct	39.47%	40.96%	-1.49pct	37.36%	2.11pct
营业利润	9.79	8.97	9.1%	3.89	3.15	23.6%	3.51	10.8%
利润总额	9.77	8.98	8.8%	3.89	3.14	23.6%	3.52	10.5%
归属母公司净利润	5.97	5.56	7.5%	2.40	2.01	19.3%	2.15	11.8%
扣非归母净利润	5.64	5.26	7.2%	2.13	1.92	10.9%	2.08	2.5%
归母净利率	10.98%	10.80%	0.19pct	12.02%	11.55%	0.47pct	10.72%	1.29pct
股本	7.45	7.45	-	7.45	7.45	-	7.45	-
EPS	0.80	0.75	7.5%	0.32	0.27	19.3%	0.29	11.8%

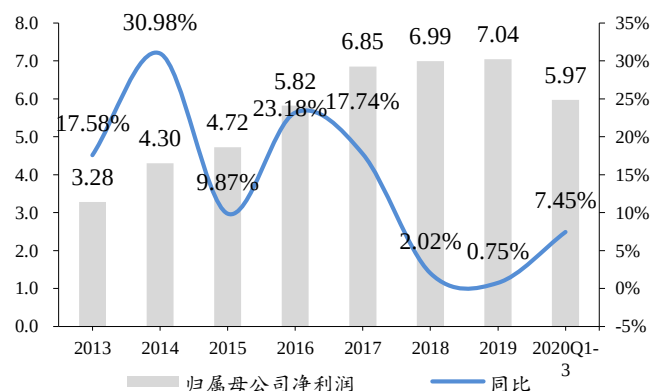
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：Q1-3 收入 54.37 亿元，同比+5.62%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

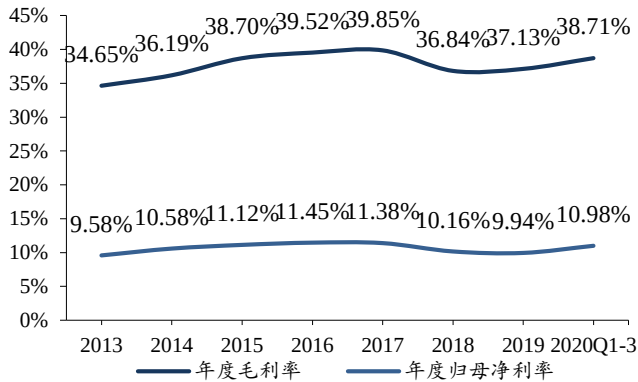
图 2：Q1-3 归母净利润 5.97 亿元，同比+7.45%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

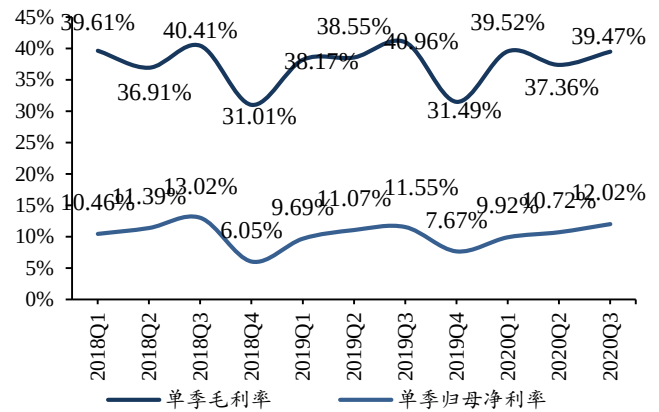
Q3 毛利率环比改善、同比略有下降，净利率同环比改善。Q1-3 毛利率为 38.71%，同比下降 0.54pct，Q3 毛利率 39.47%，同比下降 1.49pct，环比上升 2.11pct；Q1-3 归母净利率为 10.98%，同比上升 0.19pct，Q3 归母净利率 12.02%，同比上升 0.47pct，环比上升 1.29pct。

图 3: Q1-3 毛利率、净利率同比-0.54、+0.19pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: Q3 毛利率、净利率同比-1.49、+0.47pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

Q3 订单快速增长, 9 月订单饱满, 预计全年能够完成年初的目标。Q3 宏发下游需求持续回升, 家电 Q3 产销两旺; 汽车电子下游复工率进一步提升; 低压电器需求稳步提升; 同时光伏风电、医疗等增量需求贡献下, Q3 整体发货 20.12 亿, 同比+18.35%。近期订单继续向好, 8 月以来公司每月新增订单总额 2.5-3 亿元, 其中 9 月接单 3.7 亿只, 环比+62%、同比+58.7%, 截止 9 月底在手未结订单环比 8 月底+33%, 预计 Q4 继续向好, 全年有望完成年初设定的增长目标。

高压直流 Q3 恢复增长, Q4 有望继续加速。Q1-3 宏发高压直流继电器出货 4 亿, 同比持平; 其中 Q3 发货 1.8 亿, 同比+11.9%恢复增长。国内新能源汽车产销 Q3 明显恢复, Q3 国内新能源汽车产量 34.5 万辆, 同比+40.8%, 其中乘用车 31.4 万 (+42.7%)、商用车 3.1 万 (+19.2%), 宏发主要客户广汽、长城、奇瑞、北汽、蔚来、威马、五菱、理想、比亚迪等开始起量, 欧洲客户发货量也超过疫情前水平。客户端在上半年取得丰田、麦格纳 BDU 项目指定后, 8 月又取得比亚迪的 PDU 指定, 后续将继续跟进大众、奔驰新平台项目指定, 加快布局充电桩应用产品, Q4 起有望恢复高增长。

白电需求强势复苏, 功率继电器 Q3 单季同增 20%。Q1-3 宏发功率继电器累计发货 21 亿, 同比+0.6%, 其中 Q3 发货 8.3 亿, 同比+19.8%。Q3 下游白电客户需求增长, 叠加智能家居领域需求增长、光伏风电需求高增长、小家电及医疗领域需求强劲等因素, 功率继电器需求整体增长, 同时公司不断巩固份额, 紧抓智能家居、小家电机会, 实现快速成长, 9 月宏发功率继电器接待量同环比增速均超过 60%, 预计 Q4 继续维持产销两旺, 增速有望继续提升。

汽车继电器本部增长+海拉并表, 快速增长, 9 月接单量高增、全年增长动力充沛。Q1-3 汽车继电器发货 8.15 亿, 同比+48%, 超预期, 其中本部增长 24%, 海拉稳定出货; 其中 Q3 发货 3.15 亿, 同比+85%, 按海拉发货 8000 万测算本部 Q3 发货同比增长 38%。Q3 国内市场快速复苏, 商用车市场大幅增长, 海外 Q3 也有所改善; 宏发不断巩固份额, 同时优化产品结构, 48V 项目、PCB 项目、大电流产品开始上量。同时借助海拉优势,

宏发不断推进在日产、戴姆勒、雷诺等全球客户插入式继电器取得订单，稳步推进丰田认定工作，持续扩大电流产品推广。9 月公司汽车电子接单量环比+187%、同比+64%，后续增长动力充沛。

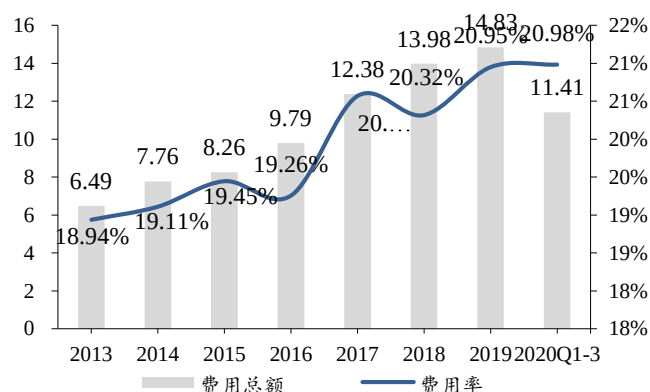
低压电器恢复高增，产能不断巩固。Q1-3 低压电器出货 5 亿，同比+23%，其中 Q3 出货 1.8 亿，同比+68%，高增长来自：1) 北美大客户发货持续增长；2) 国内配电 Q3 快速增长，融创、鲁能等项目入围集采，项目不断落地，非集采项目也有成功选用；3) 国内控电方面特别是美的电源开关新项目大批量发货。目前宏发升级为意大利 Enel 的 Tier1 供应商，北美新大客户第二批新品测试验证也取得关键进展，Q4 有望进一步提速。产能方面，Q3 低压电器新投入自主产线 1 条，年底还将新增 2-3 条产线进入调试，不断提升效率和质量稳定性。

电力继电器有所降速，工业继电器持平，信号继电器小幅增长。电力继电器 Q1-3 发货 11.87 亿 (+5%)、Q3 发货 13.4%，主要受 Q3 国内装表进度放缓、欧美市场复苏不达预期、沙特项目 Q3 进入稳定平台期等，预计 Q4 继续保持平稳，欧美项目恢复后有望给明年带来增长动力。Q1-3 工业继电器发货 4.2 亿，同比持平，Q3 发货 1.4 亿，同比持平，Q3 医疗电源、数据中心需求有所江苏，电源继电器、安全继电器延续增长，中间继电器、插座发货下滑，Q4 将继续采取积极的市场策略扩大份额。信号继电器 Q1-3 发货 2.62 亿，同比+6%，Q3 发货 0.89 亿，同比+27.1%有所提速，医疗设备及视频监控需求放缓，但网通行业因 5G 建设和网络安全需求提升增长较好，预计 Q4 仍将平稳增长。

新业务多点开花，密封继电器预计全年过亿销售。密封继电器需求持续向好，Q1-3 累计发货 6645 万元，同比+38.2%，目前在手订单饱满，全年预计收入达 1 亿元；Q1-3 电容受疫情影响及产品结构调整，累计发货 3660 万元 (-41%)；连接器累计出货 763 万元 (+51%)；传感器累计出货 2500 万元 (+69%)；电流互感器累计出货 2539 万元 (+876%)；灭弧室累计出货 3060 万元(+24%)；固态继电器累计出货 4450 万元(+147%)。

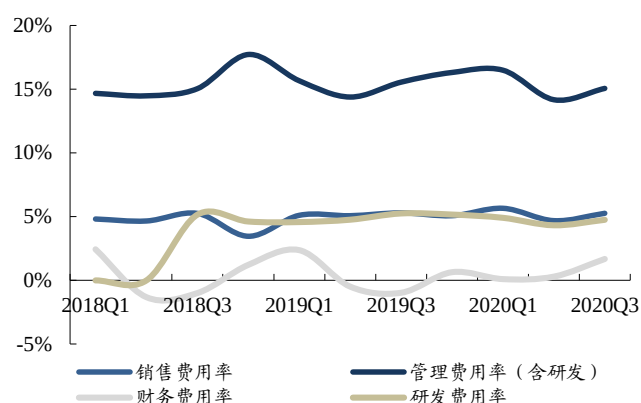
期间费用、费用率小幅增长，财务费用受到汇兑影响。公司 2020Q1-3 费用同比增长 7.82%至 11.41 亿元，期间费用率上升 0.43 个百分点至 20.98%。其中，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升 5.53%、上升 5.14%、上升 0.57%、上升 227.39%至 2.8 亿元、8.21 亿元、2.52 亿元、0.4 亿元，其中财务费用主要受汇兑影响；费用率分别下降 0、下降 4.94、下降 0.23、上升 0.5 个百分点至 5.14%、15.10%、4.63%、0.74%。Q3，销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+13.91%/+11.02%/+3.75%/-293.98%，费用率分别为 5.25%/15.05%/4.75%/1.67%。

图 5: Q1-3 期间费用 11.41 亿元, 同比+7.82%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

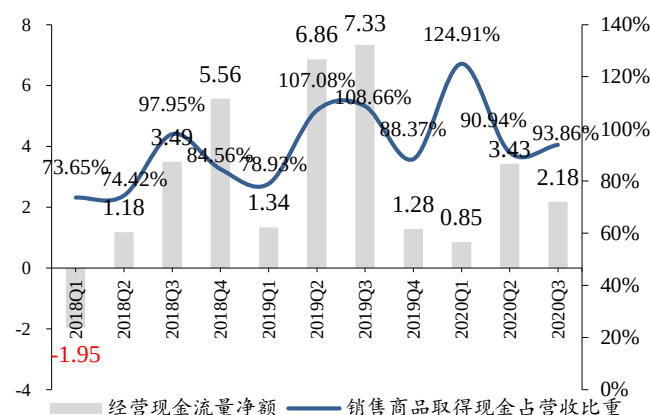
图 6: Q3 期间费用率 21.97%, 同比+0.43pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

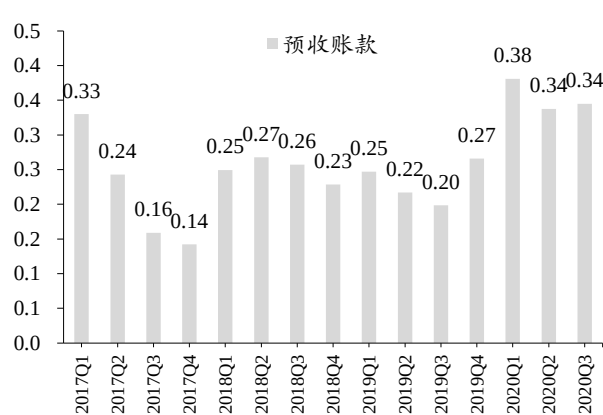
现金流下降, 预收款、应收款上升。Q1-3 经营活动现金流量净流入 6.45 亿元, 同比下降 58.43%; 销售商品取得现金 54.92 亿元, 同比增长 8.06%。期末预收款项 0.34 亿元, 较期初增长 0.07 亿元。期末应收账款 24.59 亿元, 较期初增长 4.24 亿元, 应收账款周转天数上升 15.12 天至 111.59 天。期末存货 13.38 亿元, 较期初上升 0.04 亿元; 存货周转天数下降 3.22 天至 108.23 天。

图 7: Q1-3 经营现金流量净流入 6.45 亿元, 同比-58.43%



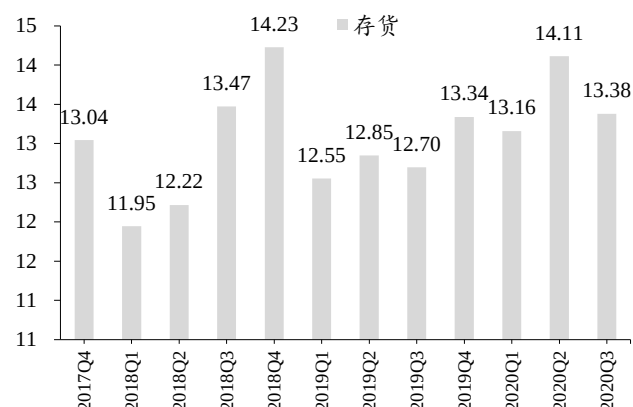
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: Q3 期末预收款项 0.34 亿元, 较期初+0.07 亿元



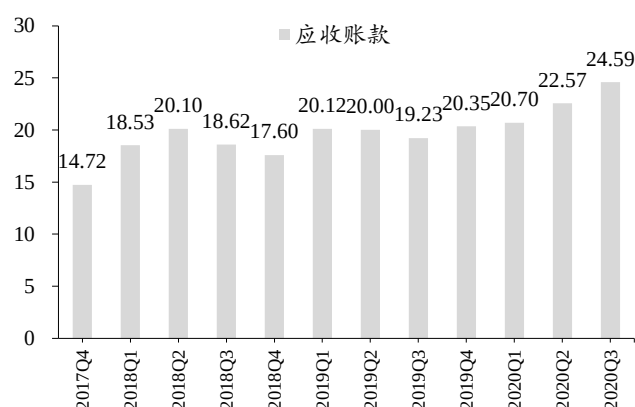
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: Q3 期末存货 13.38 亿元, 较期初+0.04 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: Q3 期末应收账款 24.59 亿元, 较期初+4.24 亿元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 预计公司 2020-22 年归母净利润分别 8.1 亿、10.8 亿、13.8 亿, 同比分别+15.3%、+33.4%、+27.8%, 对应现价 PE 分别 47 倍、36 倍、28 倍, 给予目标价 65.3 元, 对应 21 年 45 倍 PE, 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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5758.6	5303.9	6620.6	7815.5	营业收入	7081.5	7918.2	10045.1	12008.3
现金	1392.0	700.0	770.0	847.0	减:营业成本	4452.3	5011.9	6262.6	7408.7
应收账款	2766.9	2711.7	3440.1	4112.4	营业税金及附加	65.3	71.3	90.4	108.1
存货	1333.9	1647.8	2058.9	2435.7	营业费用	362.8	380.1	472.1	540.4
其他流动资产	265.8	244.5	351.6	420.3	管理费用	745.6	817.9	1019.6	1200.8
非流动资产	4438.7	4698.4	4874.4	5024.0	财务费用	24.6	27.5	14.2	7.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.9	30.0	30.0	30.0
固定资产	2968.3	3242.3	3432.6	3596.6	加:投资净收益	-10.1	10.0	10.0	5.0
在建工程	403.7	271.1	231.3	219.4	其他收益	-282.0	-342.2	-492.1	-570.4
无形资产	429.5	415.1	400.8	386.5	营业利润	1138.8	1277.5	1704.1	2177.8
其他非流动资产	1041.0	1041.0	1041.0	1041.0	加:营业外净收支	-15.4	1.0	1.1	1.2
资产总计	10197.3	10002.3	11495.0	12839.5	利润总额	1123.4	1278.5	1705.2	2179.0
流动负债	3276.5	2308.0	2878.3	3044.2	减:所得税费用	159.2	181.1	241.6	308.7
短期借款	1153.3	328.1	498.1	75.8	少数股东损益	260.2	285.3	380.5	486.3
应付账款	1544.7	1391.4	1759.8	2236.3	归属母公司净利润	704.1	812.0	1083.0	1384.0
其他流动负债	578.4	588.5	620.3	732.0	EBIT	1105.1	1265.0	1738.4	2210.0
非流动负债	330.0	412.0	412.0	412.0	EBITDA	1578.7	1667.3	2180.9	2690.4
长期借款	18.8	18.8	18.8	18.8					
其他非流动负债	311.3	393.3	393.3	393.3	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3606.5	2720.0	3290.3	3456.2	每股收益(元)	0.95	1.09	1.45	1.86
少数股东权益	1667.3	1831.0	2049.3	2328.4	每股净资产(元)	6.61	7.32	8.26	9.47
					发行在外股份(百万股)	744.8	744.8	744.8	744.8
归属母公司股东权益	4923.5	5451.3	6155.3	7054.9	ROIC(%)	16.6%	18.2%	23.1%	25.9%
负债和股东权益	10197.3	10002.3	11495.0	12839.5	ROE(%)	14.3%	14.9%	17.6%	19.6%
					毛利率(%)	37.1%	36.7%	37.7%	38.3%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	9.9%	10.3%	10.8%	11.5%
经营活动现金流	1680.9	1045.9	927.6	1643.7	资产负债率(%)	35.4%	27.2%	28.6%	26.9%
投资活动现金流	-794.4	-628.4	-648.6	-660.1	收入增长率(%)	2.9%	11.8%	26.9%	19.5%
筹资活动现金流	-430.3	-1109.5	-209.1	-906.6	净利润增长率(%)	0.7%	15.3%	33.4%	27.8%
现金净增加额	479.3	-692.0	70.0	77.0	P/E	54.64	47.37	35.52	27.79
折旧和摊销	473.6	402.3	442.6	480.4	P/B	7.81	7.06	6.25	5.45
资本开支	-756.9	-628.4	-648.6	-660.1	EV/EBITDA	26.65	24.70	19.15	15.58
营运资本变动	263.7	-302.2	-846.4	-529.7					

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>