

良信股份 (002706)

证券研究报告

2021 年 01 月 10 日

良玉不琢，信以为本

低压电器行业 2007-2018 年均复合增速 7.5%，但良信 10 年业绩复合增速 20.3%，具有较强的 alpha。从下游细分行业看，**地产为公司最大营收来源**。因此，本篇报告复盘公司成长路径，探究为何具有强 alpha，同时回答市场关注的问题 1) 未来增长点在哪里？2) 地产业务占比高，是否受到地产周期影响？3) 与传统企业相比区别在哪？

为何公司具有超额 alpha？

1) 绑定行业细分龙头，形成示范效应向下突破。公司长期与行业优质客户合作，在行业低迷时优质企业仍逆势成长。良信获得远超行业平均水平的增速，并且优质客户带来的品牌力有助于向下延伸，开拓新客户。

2) 研发实力强，细分赛道的技术引领者。公司与华为合作多年，率先推出 1U 微型断路器。快速的反应能力也反映出公司强大的研发实力。2019 年良信研发费用 1.76 亿元，研发费用率达到 8.6%。

3) 优秀的管理层：员工激励到位，做高端民族品牌。创始人员来自天水 213 机床电器厂，多为研发出身。董事薪酬 2016-2019 年几乎无变化，而管理人员薪酬较大幅度上升。2019 年，良信人均薪酬高于其它工控企业。

地产占比较大，是否受到周期影响？

地产为公司最大下游行业，营收占比超过 40%，但受到地产周期影响不明显。原因为：1) 良信客户为地产头部企业，行业低谷时仍保持增长。2) 客户开拓+品类扩张，获得超过行业的增速。

与其他低压电器企业相比，区别在哪？

国内低压电器企业多数 2C（渠道商），而良信为 2B。良信多为定制化产品，而国内低压电器企业多为通用化产品。定制化产品有较高的毛利率，但销售、研发费用率较高，因此净利率较低。与低压电器龙头企业正泰相比，良信毛利率高于正泰，但净利率低于正泰。

公司未来增长点在哪？

公司下游分为传统行业和新兴行业。通信&数据中心：公司精准卡位，相同客户深挖应用场景；光储充车：覆盖全解决方案，行业成长性极强；成熟市场：工建、工商建等市场成熟，公司通过加大布局力度开拓市场。

盈利预测与估值

公司具有远超行业增速的 alpha，并且高速增长预计在未来 3-5 年可持续，中高端低压电器市场空间足够大，并且公司在产品定位、研发、管理方面都有很强的竞争力。

预计公司 2020-2022 年营收分别为 29.7、42.7、61.9 亿元，增速分别为 46%、44%、45%。归母净利润 3.9、5.3、7.55 亿元，增速分别为 42%、37%、42%。公司营收、利润增速在未来 3 年有望接近 40%，处于高速成长期，且对标工控企业，给予 2022 年 PE 40x，对应股价 38.5 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、客户开拓不及预期、地产行业低迷、海盐基地建设不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,573.79	2,038.51	2,969.30	4,272.52	6,191.31
增长率(%)	8.38	29.53	45.66	43.89	44.91
EBITDA(百万元)	398.67	520.32	456.99	626.29	882.02
净利润(百万元)	221.97	273.09	389.04	532.35	754.78
增长率(%)	5.60	23.03	42.46	36.84	41.78
EPS(元/股)	0.28	0.35	0.50	0.68	0.96
市盈率(P/E)	105.74	85.95	60.33	44.09	31.10
市净率(P/B)	13.34	12.99	11.61	10.94	10.01
市销率(P/S)	14.91	11.51	7.90	5.49	3.79
EV/EBITDA	11.47	11.55	51.67	36.41	26.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

行业	电气设备/高低压设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	28.15 元
目标价格	38.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	784.74
流通 A 股股本(百万股)	597.64
A 股总市值(百万元)	22,090.34
流通 A 股市值(百万元)	16,823.44
每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	32.01
一年内最高/最低(元)	31.33/7.45

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 引言	4
2. 复盘成长路径，为何公司具有超额 alpha?	5
2.1. 复盘：专注领先、不断超越	5
2.2. 绑定行业细分龙头，形成示范效应向下突破	5
2.1. 率先推出 5G 专用断路器，细分赛道的行业引领者	7
2.2. 优秀的管理层：员工激励到位，做高端民族品牌	8
3. 地产占比较大，是否受到周期影响?	10
3.1. 地产营收占比超过 40%，为最大下游行业	10
3.2. 低压电器中高端市场预计约 450 亿元，良信占比较小，成长空间大	11
4. 与其他低压电器企业相比，公司的差异在哪?	12
4.1. 低压电器企业客户多为 2C，而良信为 2B	12
4.2. 品牌定位不同，聚焦不同市场	13
4.3. 预计 2025 年中高端低压电器空间 819 亿，良信有十倍以上成长空间	14
5. 未来 3-5 年增长点：精选细分赛道，成长型行业+开拓新成熟市场	14
5.1. 通信&数据中心：行业高速增长，相同客户深挖应用场景	14
5.1. 光储充车：覆盖全解决方案，行业成长性极强	15
5.1. 成熟市场：工建、工商建等领域待开拓	16
6. 盈利预测与估值	17
6.1. 预计 2020-2022 年营收 29.7、42.7、61.9 亿元，同比增长 46%、44%、45%	17
6.2. 估值：预计 2022 年归母净利润 7.5 亿元，给予 PE 40X	19
7. 风险提示	19

图表目录

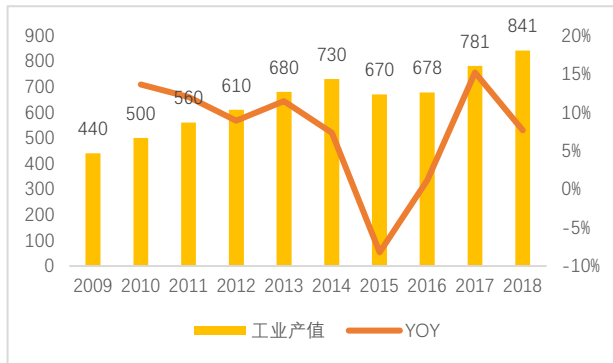
图 1：低压电器工业总产值（亿元）及增速（%）	4
图 2：良信营业收入（亿元）及增速（%）	4
图 3：2012-2013H1 年公司下游客户分行业营收占比	4
图 4：2017 年公司下游客户分行业营收占比	4
图 5：良信与万科合作时间轴	6
图 6：2011-2018 年龙头房企市占率（商品房销售金额）	6
图 7：地产企业市占率（按房屋竣工面积计算，%）	6
图 8：SMA、ABB、阳光、华为逆变器装机量（GW）	7
图 9：逆变器企业市占率（%）	7
图 10：良信前五大客户集中度（%）	7
图 11：良信不同领域解决方案	7
图 12：良信与华为合作时间轴	8
图 13：中国移动 4G 基站数（万个）	8

图 14: 5G 基站数量及预测 (万个)	8
图 15: 2012 年公司下游客户分行业营收占比	10
图 16: 2017 年公司下游客户分行业营收占比	10
图 17: 低压电器工业总产值 (亿元) 及增速 (%)	11
图 18: 房屋竣工面积 (亿平方米) 及增速 (%)	11
图 19: 正泰低压电器营收 (亿元) 及增速 (%)	11
图 20: 良信营业收入 (亿元) 及增速 (%)	11
图 21: 低压电器高中低端需求占比 (%)	12
图 22: 低压电器下游需求占比 (%)	12
图 23: 正泰、良信 logo	13
图 24: 低压电器品牌结构	13
图 25: 正泰 (低压电器) 与良信毛利率 (%)	14
图 26: 正泰与良信净利率 (%)	14
图 27: 国内数据中心规模 (亿元) 与增速 (%)	15
图 28: 数据中心全球市场收入 (亿美元) 及增速 (%)	15
图 29: 2019 年中国 IDC 企业竞争格局	15
图 30: 数据中心需求结构	15
图 31: 2018 年 TOP 客户储能 PCS 出货量 (MW)	16
图 32: 良信充电桩系统解决方案	16
图 33: 全社会固定资产投资 (万亿元) 及增速 (%)	16
图 34: 中国医院数量 (万个)	16
图 35: 良信杭州湾-海盐供应链与零部件基地 (1.5h 车程)	18
表 1: 公司发展经历三个阶段	5
表 2: 工控企业 2018、2019 研发费用 (亿元) 与研发费用率 (%)	8
表 3: 董事会部分成员经历	9
表 4: 董事、监事及管理人员报酬情况 (万元)	9
表 5: 工控企业人均薪酬 (万元)	10
表 6: 良信股权激励要求收入、净利润目标 (亿元)	10
表 7: 良信 2010-2013H1 不同销售模式下销售情况	12
表 8: 正泰电器核心经销商、经销网点及营销体系	13
表 9: 2019-2025 年低压电器市场空间测算 (亿元)	14
表 10: 公司各下游行业占比测算	16
表 11: 良信电器营收拆分 (亿元)	17
表 12: 同行业公司万得一致预测 PE	19

1. 引言

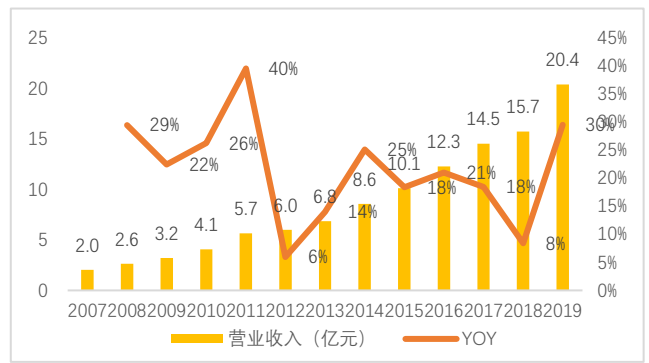
低压电器行业 2009-2018 年均复合增速 7.5%，但良信 10 年业绩复合增速 20.3%，具有超额 alpha。中国低压电器工业产值从 2009 年 440 亿元上升至 2018 年 841 亿元，年均复合增速 7.5%。良信营收从 2009 年 3.2 亿元增长至 2019 年 20.4 亿元，年均复合增速 20.3%，远超行业平均增速。2019 年良信业绩开始加速，营收 20.4 亿元，同比增长达到 30%。

图 1：低压电器工业总产值（亿元）及增速（%）



资料来源：中国产业信息、天风证券研究所

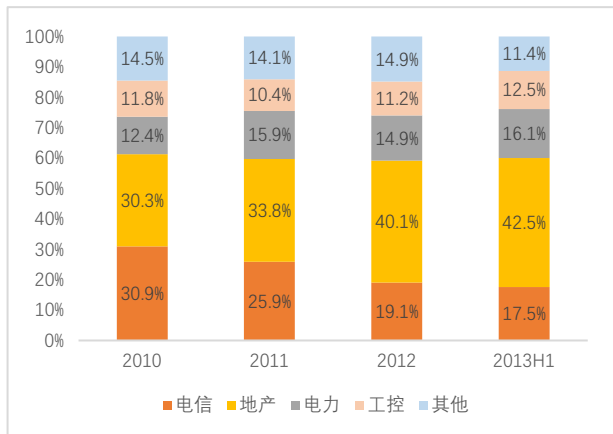
图 2：良信营业收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

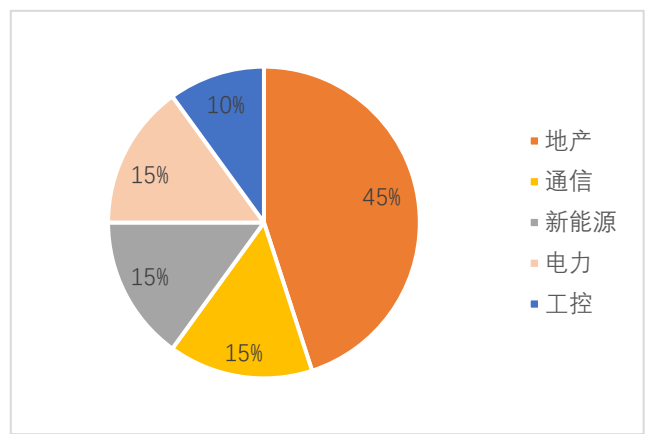
从下游细分行业看，2011 年以来，地产都为公司最大营收来源。2010-2013H1，地产在公司收入比例不断扩大，从 2010 年 30.3% 增长至 2013H1 42.5%。2017 年，地产营收占比达到 45%。2011 年以来，地产都为公司最大营收来源，其它细分行业有通信、新能源、电力、工控等。

图 3：2012-2013H1 年公司下游客户分行业营收占比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 4：2017 年公司下游客户分行业营收占比



资料来源：公司 2018 年 12 月 19 日投资者关系记录表、天风证券研究所

本篇报告复盘公司成长路径，探究为何公司具有超额 alpha，未来增长点在哪？同时回答市场关注的几个问题：

- ✓ 地产在公司收入结构中占比大，2017 年为 45%，是否营收受到地产周期影响？
- ✓ 与其他低压电器企业相比，公司的差异在哪里？

2. 复盘成长路径，为何公司具有超额 alpha?

2.1. 复盘：专注领先、不断超越

良信成立于 1999 年，专注于低压电器领域，创立之初定位中高端，做能替代外资企业的中高端国产品牌。早期，选择微/小型断路器（MCB），90 年代很多大公司不重视 MCB 的中高端市场，给了良信切入的机会。目前，公司 MCB 产品在国内中高端市场销量已经位列第二。公司成长路径可分为三个阶段：生存、投入、成长。

- ✓ **生存阶段（1999-2004 年）**：以任总为主的具有专业背景的创业团队自己管理公司，强调目标与自身资源匹配。公司主打产品小型断路器系列，在行业内形成较高美誉度。公司与多家知名企业进行 ODM 合作。
- ✓ **投入阶段（2005-2007 年）**：从社会上招聘各类人员，储备了几届大学生。为实现打造国产中、高端低压电器品牌的战略目标，公司在研发、生产、品控、市场推广、售后服务等方面持续大力投入。ODM 销售额占比逐步降低，自有品牌逐步占据主导地位。
- ✓ **成长阶段（2008 年-今）**：为了实现更高目标，从施耐德、ABB、罗格朗等大型外资企业引进研发、市场、生产管理、财务管理等领域的职业经理人。在全国各主要城市建立销售服务机构。产品线不断扩充和完善、员工构成不断优化。公司品牌知名度得到更广泛的认可。

表 1：公司发展经历三个阶段

	年份	经历
生存阶段	1999-2004	● 应对全国“农网”和“城网”改造项目，使公司产品进入门槛较高的电网改造行业。 ● 与多家国内知名企业建立 ODM 合作关系。 ● 收入逐年增长，公司处于微利状态
投入阶段	2005-2007	● 研发、生产、品控、市场推广等加大投入，产品性能和品质大幅提升。 ● ODM 销售额占比逐渐降低，自有品牌比例提升。 ● 营业收入大幅增长。
成长阶段	2008-今	● 产品线不断扩充、员工总数增长、员工构成优化。 ● 在全国各主要城市设立销售服务机构。 ● 营业收入、盈利水平大幅增长。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 绑定行业细分龙头，形成示范效应向下突破

基于中高端市场定位，聚焦目标行业高端客户。良信客户地产领域有：万达、万科、碧桂园等。光伏逆变器客户有：华为、阳光电源等。电力行业客户有：国电南瑞、国电南自、许继集团等。工业企业客户有：三菱电梯、日立电梯、通力电梯等。公司长期合作客户都是各行业龙头企业，高端定位形象日益清晰。

与行业优质客户合作，在地产行业低迷时仍逆势成长。公司与万科紧密合作，于 2009 年 1 月与万科集团签订全国低压电器采购协议。2018 年，良信与万科签订合作协议并正式成立“万科-良信联合实验室”，针对具体业务场景痛点进行进一步研发，并形成落地产品。2020 年，万科与良信联合首发 Magic Panels 系列，打造智能家居产品。

2010 年，在房地产调控的背景下，公司在建筑市场销售收入取得较大增长，原因为万科、万达、绿地等下游客户逐渐减少对下游外资品牌的使用。2013 年上半年，在地产调控大环境下，万科上半年营收增速达到 35%。

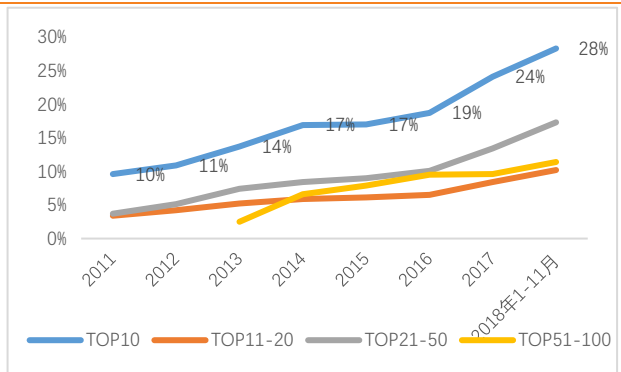
图 5：良信与万科合作时间轴



资料来源：招股说明书、良信官网，天风证券研究所

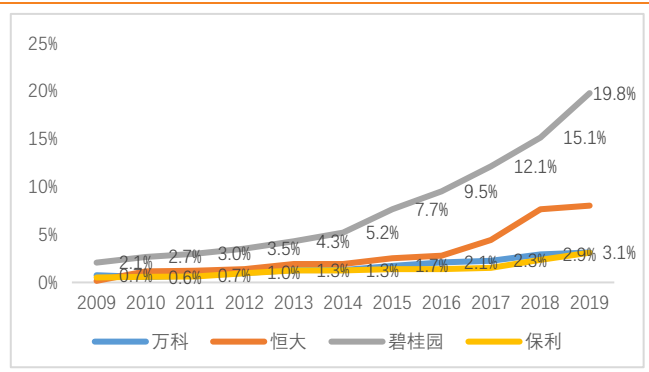
地产行业集中度提升，绑定优质客户获得超额回报。从地产企业集中度看，前十大地产客户集中度从 2011 年 10% 提升至 2018 年 1-11 月 28%。按房屋竣工面积计算，碧桂园市占率从 2009 年 2.1% 提升至 2019 年 19.8%；万科市占率从 2009 年 0.7% 提升至 2019 年 3.1%。地产行业头部客户集中提升，绑定地产优质客户可获得超额收益。

图 6：2011-2018 年龙头房企市占率（商品房销售金额）



资料来源：中国产业信息、天风证券研究所

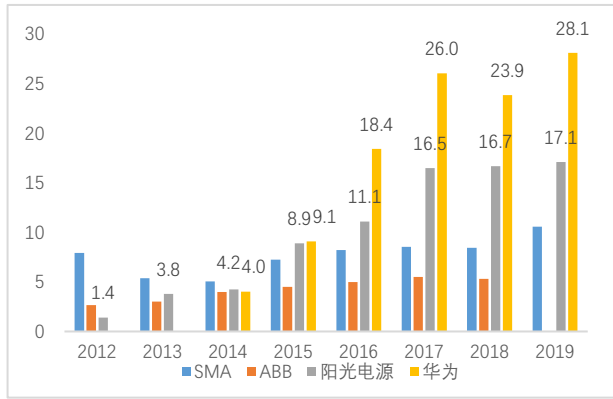
图 7：地产企业市占率（按房屋竣工面积计算，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

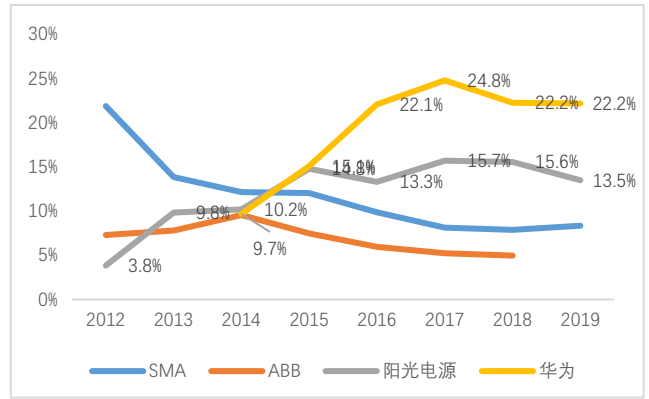
光伏逆变器正在加速国产替代，优质企业份额持续提升。华为、阳光电源都为公司长期合作客户。良信覆盖行业全系列低压电器产品，光伏配电产品累计出货量超过 50GW，光伏逆变器系统市场占有率行业领先。2019 年，光伏逆变器全球装机共 127GW，其中华为出货 28.1GW，市占率 22.2%；阳光电源出货 17.1GW，市占率 13.5%。总体来看，从 2012 到 2019 年，华为、阳光逆变器市占率不断提升，而外资品牌 SMA、ABB 市占率不断下降。公司低压电器产品有望随华为、阳光电源份额提升。

图 8：SMA、ABB、阳光、华为逆变器装机量（GW）



资料来源：GTM、天风证券研究所

图 9：逆变器企业市占率（%）

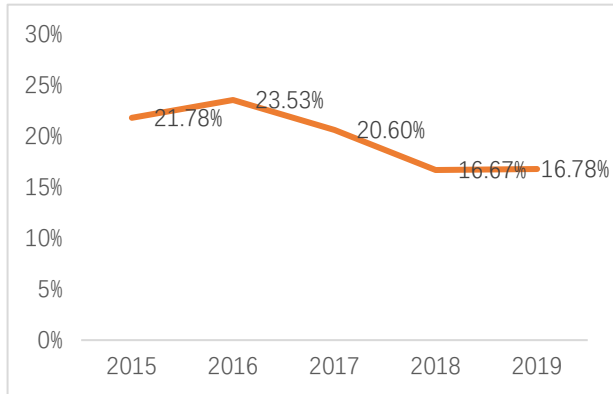


资料来源：GTM、天风证券研究所

专注认真，主动向大企业学习并推进战略合作，逐步替代外资品牌。公司与华为、艾默生（维谛）等优质大客户合作时，根据客户需求进行定制化产品的开发和生产。良信对每一个细节认真和负责的态度给客户留下了深刻的印象，为日后更大项目的合作打下基础。华为之前用 ABB 的产品，万科之前用施耐德，现在都变成了良信的客户。

头部客户形成标杆效应，自上而下向下突破。从客户集中度看，公司前五大客户集中度从 2015 年 21.78% 下降至 2019 年 16.67%，客户趋于分散，说明公司客户数量不断增加。与头部客户合作形成标杆效应，建立品牌护城河，自上而下不断开拓新客户为公司的重要策略。

图 10：良信前五大客户集中度（%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11：良信不同领域解决方案

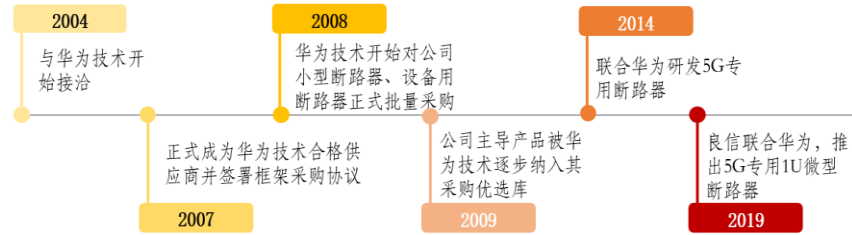


资料来源：良信官网、天风证券研究所

2.1. 率先推出 5G 专用断路器，细分赛道的行业引领者

与华为合作多年，率先推出 1U 微型断路器。良信与华为合作多年，早在 2004 年开始技术洽谈。2007 年 4 月，公司小型断路器取得华为技术的正式采购编码，开始小批量供应。2009 年至今，公司主导产品被华为技术逐步纳入其采购优选库。2014 年，公司联合华为研发 5G 专用断路器，历时 5 年开发成功，将断路器安装高度由 3U 缩减至 1U，使基站电源配电密度提升至传统方案的 2.6 倍，解决了 5G 配电高密安装的难题。

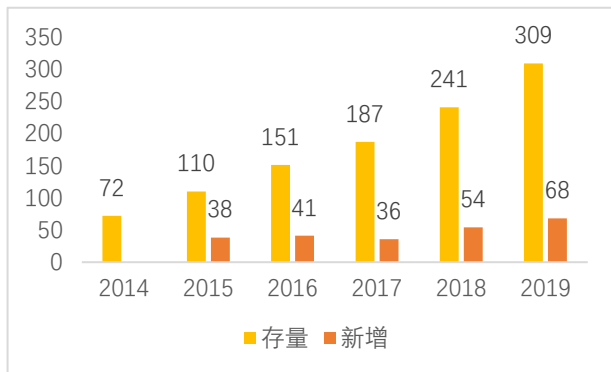
图 12：良信与华为合作时间轴



资料来源：招股说明书、公司官网、天风证券研究所

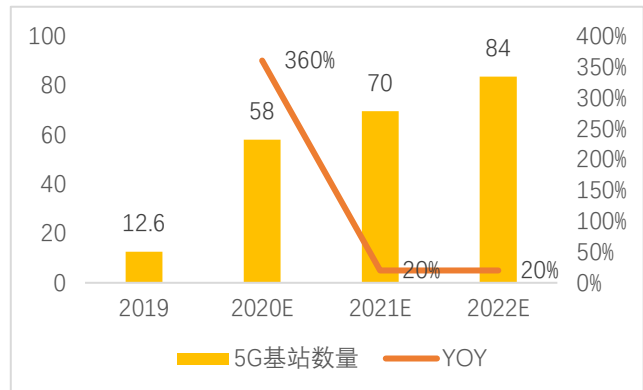
5G 商用牌照于 2019 年 6 月发放，未来几年良信 5G 断路器产品有望快速增长。目前良信是业内第一家，也是唯一一家大批量向华为等通信设备商供货的企业，时间维度上领先其它竞争对手。2020 年上半年，良信营收达 12.82 亿元，其中 5G 断路器占销售总额超过 10%。5G 网络使用频次增加，基站覆盖范围变小，需要 5G 基站数量预计为现在 4G 基站数量的 2-3 倍。2019 年 5G 基站共建设 12.6 万个，2020 年预计新增 58 万个。我们预计 2021、2022 年 5G 基站新增 70、84 万个，良信 5G 断路器产品有望随基站数量增长。

图 13：中国移动 4G 基站数（万个）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：5G 基站数量及预测（万个）



资料来源：良信官网、新华网、天风证券研究所

良信在 5G 断路器率先突破，快速的反应能力也反映了公司强大的研发实力。公司注重研发，与万科、维谛等多个企业联合成立实验室，共同解决行业痛点。从研发投入看，良信处于工控企业中较高水平。2019 年良信研发费用 1.76 亿元，研发费用率达到 8.6%，仅次于汇川技术、麦格米特。在研发的高投入有助于公司提升产品的竞争力。

表 2：工控企业 2018、2019 研发费用（亿元）与研发费用率（%）

	2018 年		2019 年	
	研发费用（亿元）	研发费用率（%）	研发费用（亿元）	研发费用率（%）
汇川技术	7.12	12.1%	8.56	11.6%
宏发股份	3.31	4.8%	3.50	4.9%
麦格米特	2.52	10.5%	3.35	9.4%
鸣志电器	0.94	5.0%	1.35	6.6%
信捷电气	0.45	7.6%	0.55	8.5%
正泰电器	9.46	3.5%	9.80	3.2%
良信股份	1.39	8.8%	1.76	8.6%

资料来源：Wind、天风证券研究所

2.2. 优秀的管理层：员工激励到位，做高端民族品牌

创始人员来自天水 213 机床电器厂，多为研发出身。公司几位董事共同创立良信，在创立良信之前都在天水 213 机床电器厂工作。创始人多为研发出身，董事长任思龙曾在 231 开关厂担任技术员、研究所所长、副厂长。其他几位董事也均有在 231 开关厂有研发的经历。樊建军曾担任西安公司生产技术主管，1999 年在良信工作后先后担任技术部经理，制造部经理等职位。当时天水 213 是施耐德电器在中国的合作方，参与低压电器技术转让领域合作。因此良信在创始初期，就定位要做能替代外资的高端民族品牌。

表 3：董事会部分成员经历

姓名	职务	个人简历
任思龙	董事长、董事	1983-1999 年在水 213 机床电器厂工作,先后担任 技术员,研究所所长,副厂长 , 1999 年至今在良信工作,曾担任监事,现担任公司董事长兼总裁。
樊建军	副董事长、董事	1991-1999 年在水 213 机床电器厂工作,先后担任设计员,天水 213 西安公司 生产技术主管 , 1999 年至今在本公司工作,先后担任 技术部经理,制造部经理 ,事业部总监,现担任公司副董事长,总裁助理。
丁发晖	副董事长	1992-2000 年 3 月在水 213 机床电器厂工作,先后担任 设计员 ,深圳天庆电器实业有限公司销售经理, 2000 年 4 月至今在本公司工作,先后担任营销经理,品质经理,营销总监,现担任公司董事,总裁助理。
陈平	董事	1991-1999 年在水 213 机床电器厂工作,先后担任 设计员,产品研发主任 , 1999 年至今在本公司工作,先后担任 技术部经理 ,营销部经理,工控事业部总监,现担任公司董事,总裁助理。

资料来源：Wind、天风证券研究所

董事薪酬 2016-2019 年几乎无变化，给予管理人员与员工更多激励。几位董事的薪酬 2016-2019 年几乎无变化，任思龙董事长 2016 年薪酬 81.29 万元，2019 年薪酬 80.78 万元。其他几位董事樊建军、陈平、丁发晖 2019 年薪酬都在 57 万元左右。监事、管理人员薪酬水平大幅提升。监事会主席薪酬从 2017 年 48.83 万元提升至 2019 年 62 万元，副总裁年收入超过董事长薪酬水平。在收入分配上，公司给予管理人员更高薪酬，激励员工创造更多收入。

表 4：董事、监事及管理人员报酬情况（万元）

姓名	职务	2016	2017	2018	2019
任思龙	董事长	81.29	83.04	81.31	80.78
樊建军	副董事长	53.03	57.85	56.26	56.96
陈平	董事、总裁	53.03	57.84	56.21	57.44
丁发晖	副董事长	53.16	57.84	56.26	56.96
韩明	监事	22.64	24.35	31.78	31.85
吴煜	监事会主席		48.83	62.73	61.88
邵彦奇	副总裁			82.07	85.36
程秋高	财务总监、董 事会秘书		41.41	58.75	61.05
李柏	总工程师			56.37	56.81

资料来源：公司公告、天风证券研究所

员工激励方面不断变革，对比国内同行薪资具有竞争力。公司希望员工的薪酬水平不断和外资品牌匹配，留住优秀人才。对比国内的同行业，良信的薪资具有竞争力。2019 年，良信人均薪酬 21.17 万元，同比增长 15.5%，薪酬水平高于正泰人均 13.64 万元、宏发 11.9 万元。公司学习华为管理，收入和业绩的增长正向相关，让优秀的人拿到更多的报酬。

表 5：工控企业人均薪酬（万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
汇川技术	13.48	13.58	14.69	14.4	16.04	14.06
宏发股份	6.88	8.65	8.89	9.79	11.33	11.90
麦格米特			9.54	11.37	13.40	14.65
鸣志电器		14.01	16.75	17.04	17.51	19.68
信捷电气			7.96	10.07	8.76	10.86
正泰电器	8.06	8.11	11.33	13.32	17.05	13.64
良信股份	16.68	17.60	17.47	18.74	18.33	21.17

资料来源：Wind、天风证券研究所

员工共同持股，实现公司、股东和员工利益的一致性。公司在 2020 年 4 月发布奋斗者 1 号员工持股计划，以 2019 年年报数据为基础，2020、2021、2022 年收入增长幅度分别为 25%、56%、95%，扣非净利润增长率分别为 15%、32%、52%。若达到股权激励目标，2020-2022 年公司营收分别为 25.5、31.8、39.8 亿元，年增长 25%，扣非净利润分别为 2.8、3.2、3.7 亿元，年增长 15%。

表 6：良信股权激励要求收入、净利润目标（亿元）

	单位	2019	2020	2021	2022
营业收入	亿元	20.4	25.5	31.8	39.8
增速，与 2019 年相比	%		25%	56%	95%
YOY		30%	25%	25%	25%
扣非净利润	亿元	2.4	2.8	3.2	3.7
增速，与 2019 年相比	%		15%	32%	52%
YOY		33%	15%	15%	15%

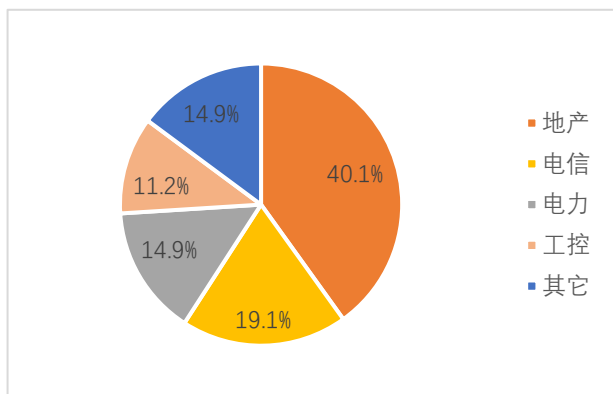
资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 地产占比较大，是否受到周期影响？

3.1. 地产营收占比超过 40%，为最大下游行业

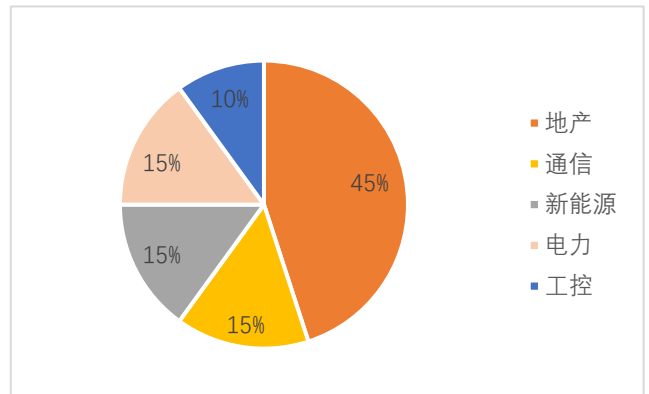
地产为公司最大下游行业，营收占比超过 40%。2011 年以来，地产都为公司最大营收来源，2012 年营收占比 40.1%、2017 年营收占比 45%。从细分行业看，地产营收占比始终排第一，其它细分行业占比发生变化。新能源占比提升较快，客户主要为华为、阳光电源等逆变器客户，2017 年营收占比达到 15%。

图 15：2012 年公司下游客户分行业营收占比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 16：2017 年公司下游客户分行业营收占比



资料来源：公司 2018 年 12 月 19 日投资者关系记录表、天风证券研究所

从公司营收增速看，与低压电器整体行业变化趋势有较大差别。正泰与整体低压电器行业变化趋势一致，但营收增速高于行业增速。良信营收变化趋势与低压电器整体趋势相差较大。2015 年，低压电器工业总产值 670 亿元，同比下降 8%，为 2008 年以来降幅最大的年份。正泰 2015 年低压电器营收 117 亿元，同比下降 7%，而良信 2015 年营收 10.1 亿元，同比增长 18%。

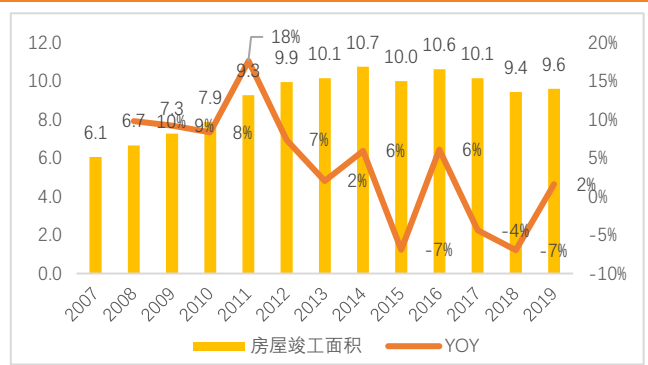
与占比较高的地产行业相比，良信成长性显著，受到地产行业周期影响较小。地产在良信收入占比超过 40%，但受到地产周期波动并不明显。2015、2018 年房屋竣工面积分别为 10 亿平方米、9.4 亿平方米，同比下降 7%、7%，而良信 2015 年营收 10.1 亿元，同比增长 18%；2018 年营收 15.7 亿元，同比增长 8%。良信受到地产周期波动较小的原因：1) 良信客户为地产头部企业，行业低谷时仍保持增长。2) 客户开拓+品类扩张，良信在整体地产行业中低压电器比例提升。

图 17：低压电器工业总产值（亿元）及增速（%）



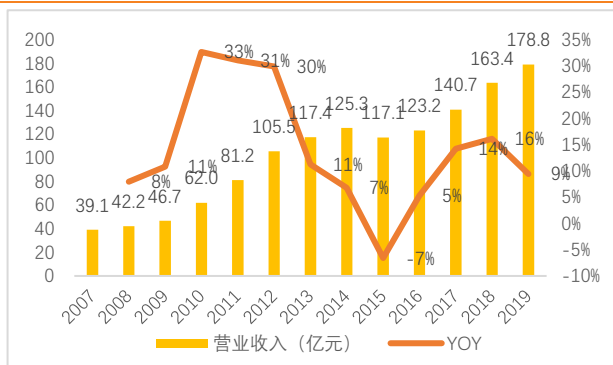
资料来源：中国产业信息、天风证券研究所

图 18：房屋竣工面积（亿平方米）及增速（%）



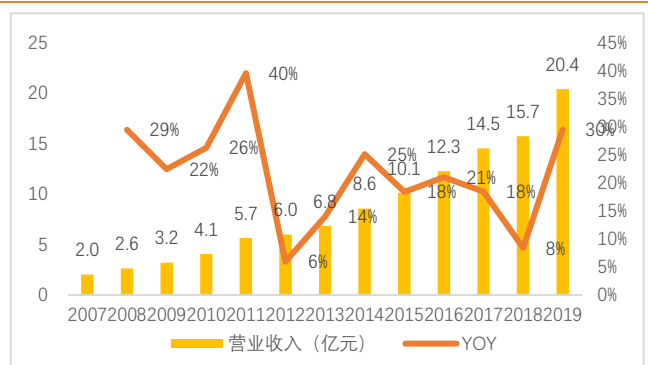
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：正泰低压电器营收（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：良信营业收入（亿元）及增速（%）

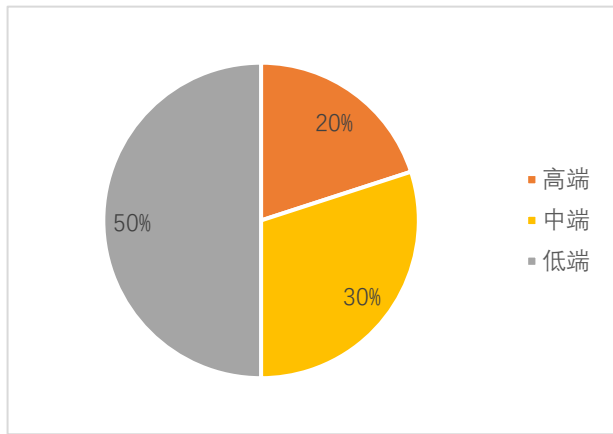


资料来源：Wind、天风证券研究所

3.2. 低压电器中高端市场预计约 450 亿元，良信占比较小，成长空间大

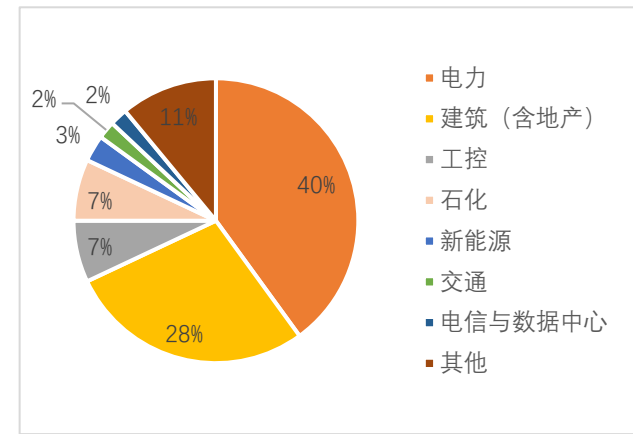
虽然地产营收占比较大，但良信的市占率仍较低，成长空间仍很大。低压电器规模约 900 亿元，高、中、低端占比分别为 20%、30%、50%。良信对标的中高端市场空间约 450 亿元。2019 年良信营收 20.4 亿元，占比仅 4.5%。从低压电器下游分布看，建筑（含地产）占比为 28%。假设低压电器市场规模 900 亿元，建筑领域低压电器市场规模约 250 亿元。若 2019 年地产在良信的占比为 50%，10 亿元，则良信在地产领域的占比仅为 4%。在地产行业中，良信的占比仍非常低，成长空间很大。

图 21：低压电器高中低端需求占比（%）



资料来源：锐观咨询、天风证券研究所

图 22：低压电器下游需求占比（%）



资料来源：锐观咨询、天风证券研究所

4. 与其他低压电器企业相比，公司的差异在哪？

4.1. 低压电器企业客户多为 2C，而良信为 2B

良信重视对各行业龙头企业开发，主要为 2B，提供持续性的服务。公司围绕客户不断变化的个性化需求，从产品、服务、市场网络等各个方面提供个性化的研发方案和服务。2019 年，公司销售部下属 5 个大区，54 个办事处，以“灯塔行动”、“惊蛰行动”等推动聚焦区域项目落地，及时响应客户需求。

从销售模式看，良信经销占比居多，但经销商仅承担物流、配送等职责，实为直销模式主导。2010-2013 年 1-6 月经销商占比较多，2013 年 1-6 月占比 75%，直销占比 25%。但良信的经销商比较多的承担物流、配送等职责，不承担客户开发的任务，而良信自身的市场、营销人员深入市场，挖掘客户，为经销商的工作做铺垫。

表 7：良信 2010-2013H1 不同销售模式下销售情况

		2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 1-6 月	
		金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
直销	ODM	0.52	13%	0.75	13%	0.84	14%	0.33	11%
	自主品牌	0.92	23%	0.95	17%	0.82	14%	0.42	14%
分销	经销商	2.60	64%	3.94	70%	4.33	72%	2.26	75%
合计		4.04	100%	5.64	100%	5.99	100%	3.00	100%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

传统低压电器企业多为分销，2C 属性较强，重视分销渠道，设立持股计划加强与经销商合作。传统低压电器企业多采用分销方式，客户为各个经销商。如低压电器龙头正泰不断渠道下沉，提高经营网点覆盖率。2019 年，正泰形成 500 多家核心经销商、4700 多家重点二级分销商，超 10 万家终端渠道。正泰与经销商共同设立资产管理计划，激励经销商创造更多收益。

表 8：正泰电器核心经销商、经销网点及营销体系

	核心经销商（个）	经销网点（个）	营销体系
2019	500+	4700+	以省会城市与重点工业城市为核心、地级市广覆盖、区县级深度下沉
2018	500+	3600+	以省会城市为核心县区级为辅助点
2017	400+	2800+	以省会城市为核心县区级为辅助点
2016	300+	2000+	构建销售网络和与之配套的物流和服务能力
2016	300+	2000+	
2014	300+	2000+	
2013	300+	2000+	
2012	300+	2000+	

资料来源：正泰电器公司公告、天风证券研究所

4.2. 品牌定位不同，聚焦不同市场

良信成立之初确定中高端定位，产品定制化。品牌建立具有较高壁垒，低压电器行业存在品牌分层现象，短时间内难以扭转客户对品牌的认知。良信在建立初期就定位中高端，目标为替代外资品牌。而传统低压电器企业通用产品较多，主要通过渠道分销方式。由于产品需求分层，良信目前与国内低压电器龙头企业主要聚焦于不同市场，直面竞争较少。

图 23：正泰、良信 logo



资料来源：正泰、良信官网、天风证券研究所

图 24：低压电器品牌结构

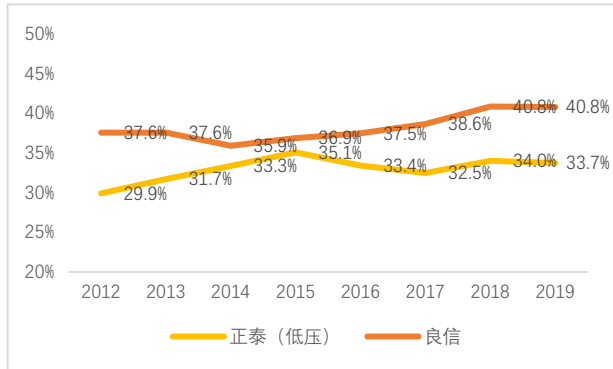


资料来源：泰永长征招股说明书、天风证券研究所

良信聚焦高端客户，通过差异化服务获取相对较高的附加值，因此毛利率处于较高水平。公司聚焦目标行业的高端客户，快速响应满足客户差异化需求，在目标客户上需求进口品牌替代。由于竞争对手为价格较高的进口品牌，且公司通过差异化服务获取较高附加值，因此公司毛利率处于较高水平。与正泰电器相比，良信历年毛利率均高于正泰。2019 年良信毛利率为 40.8%，而正泰为 33.7%，良信高出正泰 7.1Pct。

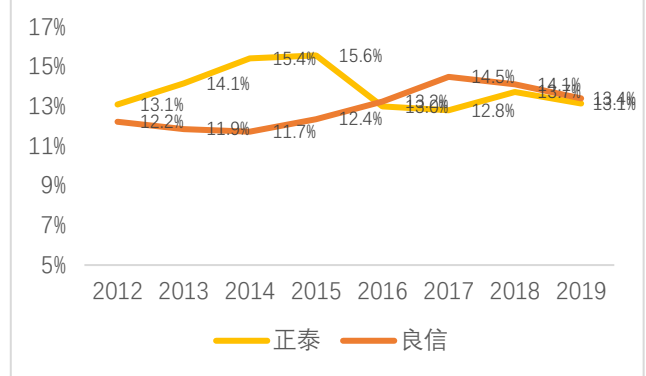
通用型产品通过分销的方式费用率较低，正泰净利率高于良信。正泰在 2016 年收购光伏业务，因此我们比较 2016 年之前良信、正泰的净利率水平。2015 年，正泰净利率 15.6%，良信 12.4%，正泰高出良信 3.2Pct。正泰多为通用型产品，通过分销渠道，且规模较大易于分摊成本，因此有较高毛利率。良信定制化有较高毛利率，但销售、研发费用较高，且处于市场开拓期费用率较高，因此净利率较低。

图 25：正泰（低压电器）与良信毛利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 26：正泰与良信净利率（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

4.3. 预计 2025 年中高端低压电器空间 819 亿，良信有十倍以上成长空间

假设低压电器行业增速 10%，预计到 2025 年行业空间 1639 亿元，中高端行业空间 819 亿元。考虑低压电器逐步向智能化发展，ASP 提升，且数据中心、新能源等新应用场景不断延伸，假设年均 10% 行业增速。预计 2020、2025 年，低压电器行业空间分别为 1018、1639 亿元。由于高、中、低端占比分别为 20%、30%、50%，预计 2020、2025 年中高端低压电器行业空间分别为 509、819 亿元。

良信有望成为中高端市场低压电器龙头，仍有十倍以上成长空间。良信绑定行业大客户，强研发投入，且激励员工到位，有望成为中高端低压电器市场的龙头企业。假设 2025 良信在中高端市场的市占率为 30%，营收达到 246 亿元。2019 年良信营收 20.4 亿元，仍有十倍以上成长空间。

表 9：2019-2025 年低压电器市场空间测算（亿元）

	单位	2018	2019E	2020E	2021E	2025E
低压电器市场空间	亿元	841	925	1018	1119	1639
YOY			10%	10%	10%	10%
中高端市场比例	%	50%	50%	50%	50%	50%
中高端市场空间	亿元	421	463	509	560	819
假设市占率	%					30%
对应营收	亿元					246

资料来源：中国产业信息、天风证券研究所

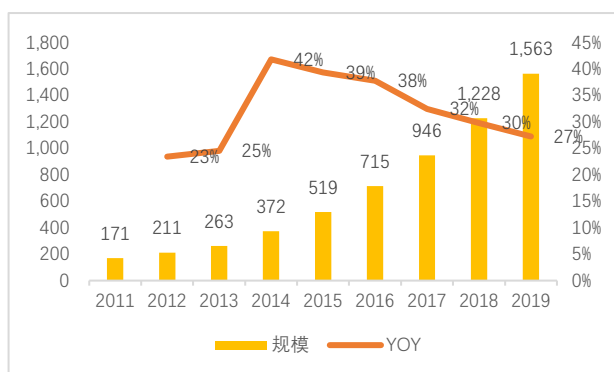
注：2019 年为预测值

5. 未来 3-5 年增长点：精选细分赛道，成长型行业+开拓新成熟市场

5.1. 通信&数据中心：行业高速增长，相同客户深挖应用场景

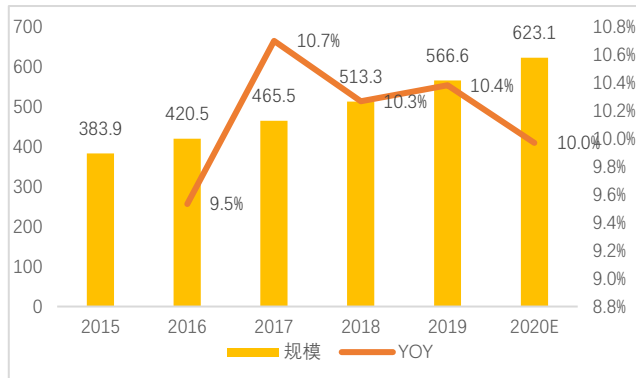
5G 基站、数据中心快速增长，公司精准卡位。公司通信产品包括 5G 通信基站、数据中心等产品。中国数据中心规模快速增长，2014-2019 年行业规模增速都在 25% 以上，快于全球数据中心收入增速。2019 年国内数据中心规模达到 1563 亿元，同比增长 27%，全球数据中心收入规模为 566.6 亿美元，同比增长 10.4%。公司在 5G 基站、数据中心快速增长时点布局，有望随行业快速增长。

图 27：国内数据中心规模（亿元）与增速（%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

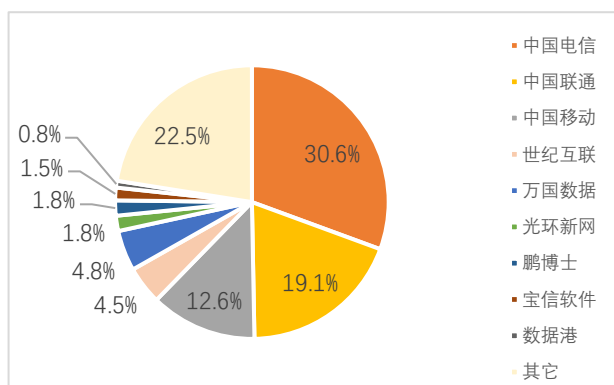
图 28：数据中心全球市场收入（亿美元）及增速（%）



资料来源：中国信通院、天风证券研究所

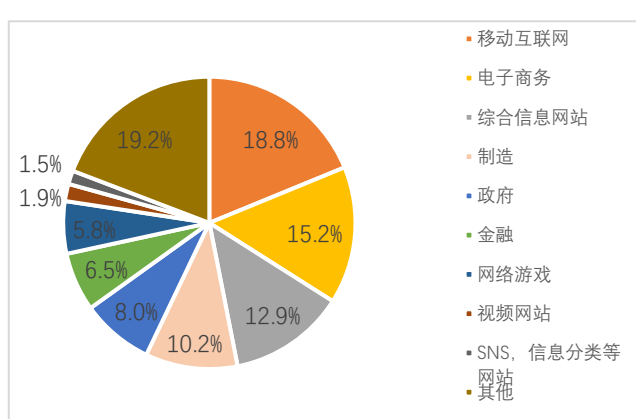
数据中心大客户为移动、联通等通信公司，相同客户深挖多应用场景。从 2019 年中国 IDC 企业竞争格局看，排名前三为三大通信公司：电信、联通、移动，市占率分别为 30.6%、19.1%、12.6%，CR3 达到 62%。三大通信公司都为 5G 基站通信运营商，公司向相同客户深挖不同应用场景，拓宽产品品类。从数据中心的下游需求看，几乎各行各业都有数据中心需求，使用场景分布面较广。移动互联网、电子商务、综合信息网站需求排前三，占比分别为 18.8%、15.2%、12.9%。

图 29：2019 年中国 IDC 企业竞争格局



资料来源：中国通信院 ODCC、前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 30：数据中心需求结构



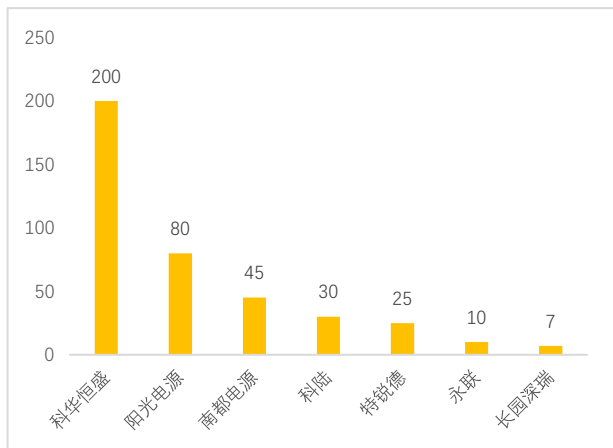
资料来源：良信官网、天风证券研究所

5.1. 光储充电：覆盖全解决方案，行业成长性极强

从发电侧到用电侧，良信覆盖“光储充电”全产业链低压电器系统解决方案。新能源包括风电、光伏、储能、新能源汽车、充电桩等在内的大体系，良信覆盖全产业链系统解决方案。在充电桩领域，良信在交流桩、直流桩的低压电器在国内市场市占率第一。公司在五年前开始研发高压直流继电器，推出 NDZ3 系列环氧树脂和陶瓷密封直流接触器产品，解决客户痛点。

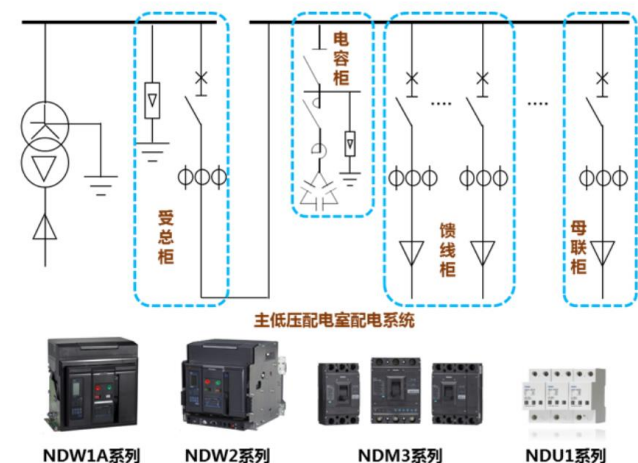
在新兴行业采取与头部公司合作策略，积极满足头部客户定制化需求。在电池包领域，公司与宁德时代、宇通客车合作；在电动系统方面，公司与华为新能源汽车合作；在光伏逆变器领域，公司与华为、阳光电源等企业合作；在储能领域，公司与科华恒盛、阳光电源等合作。新能源行业本身具有很强的成长性，公司选择成长性强的细分赛道，绑定大客户，为营收快速增长打下基础。

图 31：2018 年 TOP 客户储能 PCS 出货量（MW）



资料来源：良信官网、天风证券研究所

图 32：良信充电桩系统解决方案

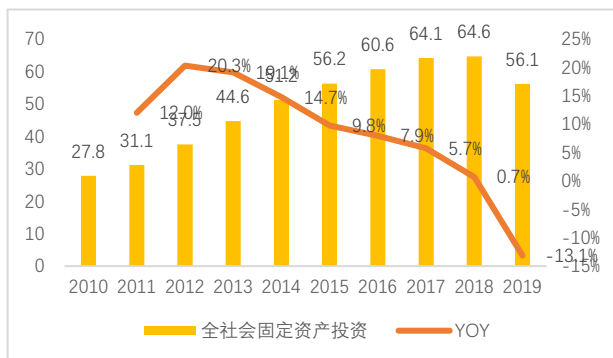


资料来源：良信官网、天风证券研究所

5.1. 成熟市场：工建、工商建等领域待开拓

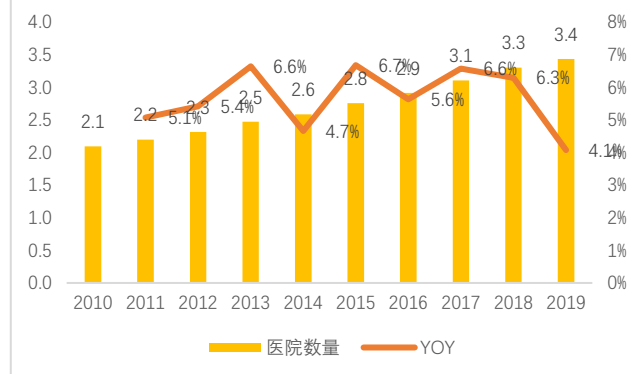
工建、工商建等市场成熟，公司通过加大布局力度开拓市场。工业建筑主要包括汽车、冶金等产业园，公共建筑主要包括医院、学校、行政办公等民生环节。全社会固定资产投资带动工业建筑增长，整体来看中国整体社会固定资产投资较为稳定，2019 年下降较为明显。2019 年全社会固定资产投资 56.1 万亿元，同比下降 13.1%。公共建筑整体增长较为平稳，如民办学校每年增长数量 7000 所，包含幼儿园到大学。中国医院数量每年增长也较为稳定，保持个位数增长。工建、工商建市场成熟，公司通过加大布局力度实现增长。

图 33：全社会固定资产投资（万亿元）及增速（%）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 34：中国医院数量（万个）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

地产保持优势，但占比减少，工建、工商建、新能源车等业务有望占比提升。2017 年地产（包括电工）占比 45%、通信、新能源、电力分别占比 15%，工控+新能源车占比 10%。预计到 2022 年，电力、工建、工商建占比显著提升，地产占比将减少。预计地产占比 40%，通信 13%、新能源 12%，电力、工建、工商建分别占比 10%，工控占比 2%，新能源车+充电桩占比 3%。

表 10：公司各下游行业占比测算

	2017	2020E	2021E	2022E
地产（包括电工）	45%	48%	48%	40%
通信	15%	20%	14%	13%
新能源	15%	10%	14%	12%
电力	15%	5%	7%	10%
工建		5%	7%	10%
工商建		5%	7%	10%
工控(17 年工控+新能车)	10%	5%	3%	2%
新能车、充电桩		2%	2%	3%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 预计 2020-2022 年营收 29.7、42.7、61.9 亿元，同比增长 46%、44%、45%

由于公司市占率仍较低，各细分下游都具有很强的成长性，都有望在未来 3-5 年维持高速增长。预计 2020-2022 年公司营收分别为 29.7、42.7、61.9 亿元，同比增长 46%、44%、45%。分细分行业看：

- ✓ **地产+智能家居**：大客户供货比例提升+新客户开拓，市场份额持续提升；与万科合作智能家居，随着消费升级，开关智能化有望渗透率加速提升。预计 2020-2022 年营收分别为 13.5、20.5、24.5 亿元，同比增速 52%、20%、27%。
- ✓ **通信**：随 5G 基站建设营收提升，但中长期看通信公司可能引入二供市占率降低；数据基站可能成为新增量，IDC 数据中心较快增长。预计 2020-2022 年营收分别为 5、6、8 亿元，同比增长 117%、20%、33%。
- ✓ **新能源**：客户主要为风电变流器、光伏逆变器企业，风电、光伏平价上网已至，新能源趋势不可挡。预计 2020-2022 年公司收入 4.5、6、7.5 亿元，同比增长 109%、33%、25%。
- ✓ **电力**：电力公司分布较为分散，各个地级、县级市都有各自的电力公司。良信不断开拓新客户，预计 2020-2022 年营收分别为 2.2、2.8、6 亿元，同比增长 18.9%、27.3%、114.3%。
- ✓ **工建&工商建**：工建包括铁路、公路、冶金、化工、造纸、交通等，工商建包括医院、学校、城投公司等。下游市场成熟且公司产品成熟，但良信并未发力，随着客户开拓预计迎来快速增长。预计工建 2020-2022 年营收分别为 1.5、2.8、6 亿元，同比增长 131%、87%、114%；工商建 2020-2022 年营收分别为 1.5、2.8、6 亿元，同比增长 50%、87%、114%。
- ✓ **工控**：下游为空调、电梯等。外资品牌在工控领域竞争较为激烈，因此替代速度较慢。预计 2020-2022 年营收分别为 0.94、1.1、1.54 亿元，同比增长 15%、17%、40%。
- ✓ **新能源汽车+充电桩**：包括高压直流继电器产品。宏发等企业已占据较高市场份额，公司产品逐步推进。预计 2020-2022 年营收分别为 0.6、0.8、2 亿元，同比增长 40%、33%、105%。

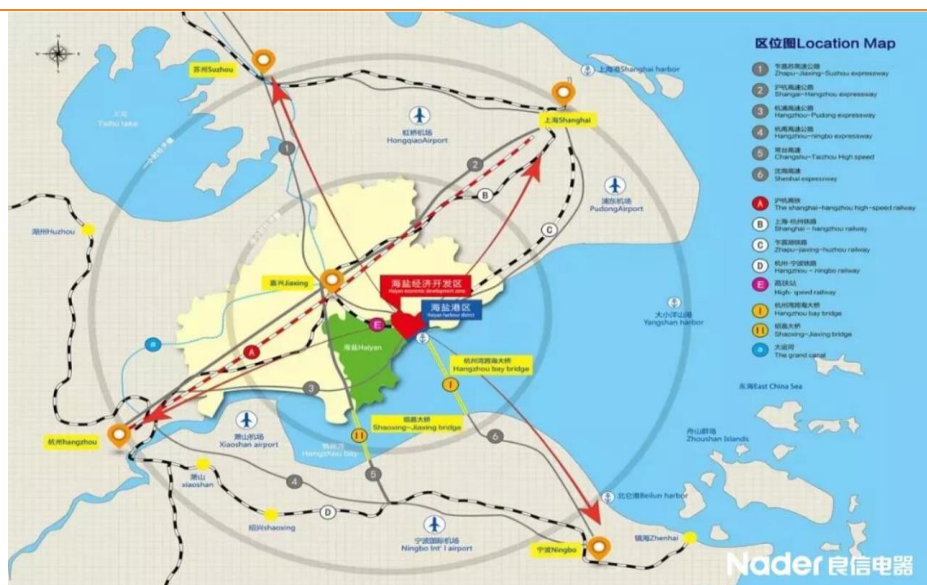
表 11：良信电器营收拆分（亿元）

		单位	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
地产+智能家居	营收	亿元	6.5	8.5	11.0	13.5	20.5	24.5
	YOY			29%	30%	52%	20%	27%
通信	营收	亿元	2.2	1.68	2.30	5	6	8
	YOY			-23%	37%	117%	20%	33%
新能源	营收	亿元	2.2	1.45	2.15	4.5	6	7.5
	YOY			-33%	48%	109%	33%	25%
电力	营收	亿元	2.2	1.95	1.85	2.2	2.8	6
	YOY			-10%	-5%	18.9%	27.3%	114.3%
工建	营收	亿元		0.44	0.65	1.5	2.8	6
	YOY				49%	131%	87%	114%
工商建	营收	亿元		0.68	1	1.5	2.8	6
	YOY				47%	50%	87%	114%
工控	营收	亿元	1.5	1	0.82	0.94	1.10	1.54
	YOY					15%	17%	40%
新能源汽车、充电桩	营收	亿元			0.43	0.6	0.8	2
	YOY					40%	33%	150%
其它	营收	亿元	0.0	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.4
合计	营收	亿元	14.5	15.7	20.4	29.7	42.7	61.9
	YOY			8%	30%	46%	44%	45%
	毛利率	%	38.6%	40.8%	40.8%	41.6%	40.8%	40.5%
	净利润	亿元	2.10	2.22	2.73	3.89	5.32	7.55
	YOY		30%	6%	23%	42%	37%	42%
	净利率	%	14.5%	14.1%	13.4%	13.1%	12.5%	12.2%

资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

布局海盐基地，向上游布局关键零部件，有望在中长期提升利润水平。由于上海园区各项成本较高，且自动化生产对空间要求较大，公司选择海盐作为新园区。2019 年公司开工建设海盐智能生产基地，规划 4 栋生产厂房，涵盖零部件生产车间与装配车间，公司将向上游布局，自制关键零部件。盐基地距离上海本部园区仅 1.5 小时车程，预计年产能 40-50 亿元。随着海盐基地逐步投产，各项制造费用有望下降，利润水平有望在中长期提升。

图 35: 良信杭州湾-海盐供应链与零部件基地 (1.5h 车程)



资料来源：良信官网、天风证券研究所

公司成长期人员、研发等费用较多，预计利润增速慢于收入增速。从利润端看，由于未来

3-5 年预计公司仍处于快速成长期，人员扩充、研发经费都需求较大，因此我们预计公司利润增速小于收入增速。预计 2020、2021、2022 年公司净利润分别为 3.9、5.3、7.6 亿元，同比增速 42%、37%、42%。

6.2. 估值：预计 2022 年归母净利润 7.5 亿元，给予 PE 40X

低压电器虽然行业仅有个位数增长，但市场空间足够大，良信仍有数十倍成长空间。以公司 2019 年营收 20.4 亿元，中高端低压电器市场空间 450 亿元计算，公司市占率仅 4%，仍有广阔的替代空间。公司具有远超行业增速的 alpha，并且高速增长在未来 3-5 年可持续，原因为中高端低压电器市场空间足够大，并且公司具有很强的竞争力：1）定位中高端，绑定行业优质客户 2）研发高投入，在细分领域已成为技术引领者 3）有优秀的管理层，员工激励到位。

预计公司 2020-2022 年营收分别为 29.7、42.7、61.9 亿元，增速分别为 46%、44%、45%。归母净利润 3.9、5.3、7.55 亿元，增速分别为 42%、37%、42%。公司营收、利润增速在未来 3 年有望接近 40%，处于高速成长期，且对标工控企业正泰电器、宏发股份、汇川技术等企业，给予 2022 年 PE 40x，对应股价 38.5 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：同行业公司万得一致预测 PE

对比公司	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
正泰电器	19.8	14.5	15.3	19.4	16.5	14.2
宏发股份	32.1	24.0	36.4	56.6	44.9	36.7
汇川技术	45.6	28.7	55.8	87.1	68.2	54.5
信捷电气	35.6	19.1	24.1	37.5	29.9	23.8

资料来源：Wind、天风证券研究所

7. 风险提示

行业竞争加剧：公司产品在价格上具有竞争力，若竞争对手大幅降价，可能影响公司市占率提升。

客户开拓不及预期：若新客户开拓不顺利，可能影响公司营收及利润。

地产行业低迷：地产占公司比例较高，超过 40%。若地产整体行业低迷，影响到公司大客户，营收可能不及预期。

海盐基地建设不及预期：若海盐基地投产时间延后，公司可能面临产能瓶颈，影响公司收入。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	151.42	285.30	237.54	488.68	495.31
应收票据及应收账款	399.83	198.57	1,058.98	428.68	1,727.09
预付账款	3.91	4.11	3.83	9.93	10.52
存货	227.89	269.04	447.08	626.57	904.83
其他	526.98	480.94	582.30	539.38	562.20
流动资产合计	1,310.03	1,237.96	2,329.74	2,093.24	3,699.95
长期股权投资	0.00	25.41	25.41	25.41	25.41
固定资产	649.37	672.30	672.00	687.54	699.58
在建工程	7.24	24.64	50.79	78.47	77.08
无形资产	61.17	101.54	97.22	92.90	88.58
其他	138.59	267.80	177.61	175.36	171.87
非流动资产合计	856.37	1,091.69	1,023.02	1,059.68	1,062.51
资产总计	2,166.40	2,329.65	3,352.76	3,152.92	4,762.46
短期借款	0.00	0.00	478.12	670.53	855.42
应付票据及应付账款	291.12	329.89	566.43	758.17	1,150.27
其他	110.27	183.86	204.14	242.76	328.51
流动负债合计	401.40	513.75	1,248.69	1,000.93	2,334.20
长期借款	0.00	0.00	75.95	60.76	75.26
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.31	9.33	6.86	7.17	7.79
非流动负债合计	5.31	9.33	82.81	7.17	83.04
负债合计	406.71	523.08	1,331.50	1,008.10	2,417.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	785.25	785.02	784.74	784.74	784.74
资本公积	379.52	384.68	384.68	384.68	384.68
留存收益	1,046.42	1,132.16	1,236.53	1,360.09	1,560.47
其他	(451.50)	(495.29)	(384.68)	(384.68)	(384.68)
股东权益合计	1,759.69	1,806.57	2,021.26	2,144.82	2,345.21
负债和股东权益总计	2,166.40	2,329.65	3,352.76	3,152.92	4,762.46

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	221.97	273.09	389.04	532.35	754.78
折旧摊销	49.23	70.13	38.48	41.10	43.67
财务费用	(0.84)	0.12	0.00	0.00	0.00
投资损失	(19.47)	(7.20)	(17.06)	(17.06)	(17.06)
营运资金变动	114.36	39.43	(828.58)	726.15	(1,110.65)
其它	(103.27)	(44.28)	(33.58)	5.60	7.46
经营活动现金流	261.97	331.29	(451.70)	1,288.12	(321.80)
资本支出	220.89	159.12	62.47	79.69	49.38
长期投资	0.00	25.41	0.00	0.00	0.00
其他	(275.00)	(139.44)	(38.25)	(153.82)	(97.24)
投资活动现金流	(54.10)	45.09	24.22	(74.13)	(47.86)
债权融资	0.00	0.00	554.07	0.00	930.68
股权融资	(16.97)	(30.55)	111.07	0.74	0.74
其他	(167.18)	(212.90)	(285.40)	(963.59)	(555.13)
筹资活动现金流	(184.14)	(243.45)	379.73	(962.86)	376.29
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	23.73	132.92	(47.75)	251.14	6.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,573.79	2,038.51	2,969.30	4,272.52	6,191.31
营业成本	931.11	1,207.18	1,728.13	2,529.33	3,677.64
营业税金及附加	6.94	7.28	12.83	17.53	24.76
营业费用	203.63	276.91	391.95	581.06	829.64
管理费用	80.59	91.91	142.53	205.08	297.18
研发费用	139.16	176.14	258.33	375.98	547.93
财务费用	(2.96)	(2.42)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	10.50	(0.49)	0.50	1.00	0.34
公允价值变动收益	0.00	0.37	(33.58)	5.60	7.46
投资净收益	19.47	7.20	17.06	17.06	17.06
其他	(41.28)	(12.26)	33.04	(45.32)	(49.05)
营业利润	226.63	286.70	418.51	585.20	838.35
营业外收入	26.54	27.98	26.40	26.97	25.50
营业外支出	0.34	0.19	0.30	0.28	0.26
利润总额	252.84	314.48	444.61	611.89	863.59
所得税	30.87	41.39	55.58	79.55	108.81
净利润	221.97	273.09	389.04	532.35	754.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	221.97	273.09	389.04	532.35	754.78
每股收益（元）	0.28	0.35	0.50	0.68	0.96

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	8.38%	29.53%	45.66%	43.89%	44.91%
营业利润	3.07%	26.50%	45.98%	39.83%	43.26%
归属于母公司净利润	5.60%	23.03%	42.46%	36.84%	41.78%
获利能力					
毛利率	40.84%	40.78%	41.80%	40.80%	40.60%
净利率	14.10%	13.40%	13.10%	12.46%	12.19%
ROE	12.61%	15.12%	19.25%	24.82%	32.18%
ROIC	13.43%	16.59%	29.97%	23.55%	49.60%
偿债能力					
资产负债率	18.77%	22.45%	39.71%	31.97%	50.76%
净负债率	-8.60%	-15.79%	15.66%	-22.78%	18.56%
流动比率	3.26	2.41	1.87	2.09	1.59
速动比率	2.70	1.89	1.51	1.47	1.20
营运能力					
应收账款周转率	4.05	6.81	4.72	5.74	5.74
存货周转率	7.56	8.20	8.29	7.96	8.09
总资产周转率	0.75	0.91	1.05	1.31	1.56
每股指标（元）					
每股收益	0.28	0.35	0.50	0.68	0.96
每股经营现金流	0.33	0.42	-0.58	1.64	-0.41
每股净资产	2.24	2.30	2.58	2.73	2.99
估值比率					
市盈率	105.74	85.95	60.33	44.09	31.10
市净率	13.34	12.99	11.61	10.94	10.01
EV/EBITDA	11.47	11.55	51.67	36.41	26.90
EV/EBIT	12.69	12.97	56.42	38.97	28.30

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com