

宏发股份 (600885.SH)

业绩超预期，2021年下游需求持续好转

2020年业绩超预期，四季度收入同环比均增长。2020年公司实现营业收入78.19亿元，同比增加**10.42%**，归母净利润8.32亿元，同比增长**18.19%**，扣非归母净利润6.94亿元，同比增长**3.91%**，净利润增长超预期。经营性现金流量净额7.2亿元，同比减少**57.19%**，经营性现金流净额有所降低主要系公司部分应付票据到期，支付现金增加所致，但公司全年收现比约**96.27%**，现金流与收入匹配。

公司Q4单季收入23.82亿，同/环比增长**23.17%/19.31%**，Q4单季归母净利润2.35亿，同/环比增长**58.47%/-2.07%**。Q4公司收入业绩加速增长主要系主要下游行业已逐步摆脱疫情影响，公司把握机遇，在手订单充裕，产能利用率已至历史较高水平。Q4公司各产品线全面回暖，其中受益下游复苏的汽车继电器（包含海拉）同比增速最为亮眼，此外公司收入占比最大的通用继电器，除了在家电领域保持龙头地位之外，还在新能源领域紧跟客户产品迭代、快速反应获得华为等行业标杆客户认可，2020年下半年通用继电器实现强劲复苏，基于公司大可格力、美的及新能源客户等需求状况，我们预计公司下半年通用继电器发货同比增速约**20%**。

2020年受汇率及原材料涨价扰动毛利率略有下滑，长周期看规模化效应望带动毛利率逐步提升。公司2020年度毛利率**36.95%**，同比下滑**0.18pct**，主要原因系铜、银等主要原材料涨价，同时人民币兑美元大幅升值，但公司继电器产品综合毛利率为**39.37%**，同比增长**1.16pct**，反映了优秀的成本管控能力。我们认为在原材料涨价与美元汇率波动背景下，**毛利率波动属于短期扰动，从长周期看，公司有能力强抑原材料价格波动对成本的影响（公司公告开展铜、银期货套期保值业务）。**此外基于高毛利率的高压直流产品未来伴随新能源车市场同步增长，我们认为产品结构升级以及在高压直流领域规模化效应的体现望拉动公司毛利率逐步提升。

2020年公司三项费用率**21.32%**，同比增长**0.37pct**，其中销售/管理（含研发）/财务费用率分别增长**-0.09/-0.26/+0.72pct**。公司2020年财务费用**0.83亿**，2019年同期**0.25亿**，同比增长近**0.6亿**，主要系受货币政策影响，财务费用汇兑收益同比减少约**7000万元**所致。针对汇率对费用的冲击，公司已做相应对冲，2020年持有交易性金融资产等公允价值变动净收益约**0.84亿**（主要来自远期结售汇月末重新评估），去年同期**-0.10亿**。因此从利润变现角度看，公司实际受益汇率锁汇，可抵消财务费用增长带来的负面影响。

汽车继电器增势强劲，多品类发展助推通用继电器超预期复苏，高压直流下半年开始发力。基于公司下游需求及客户拓展进度，我们预计公司2020年主要产品发货金额增速较快的产品门类为汽车继电器，汽车继电器同比高增除并表海拉原因外，宏发本部汽车电子也在扩大出口份额，并在商用车大电流产品等项目上取得良好成效，为整体高增提供助力。其次我们预计公司通用继电器受益新能源装机提升及小家电业务开拓，下半年发货量强劲复苏，同时公司顺应智能家居需求高增潮流，相关产品全年发货快速增长；我们预计基于2019年同期高基数影响，2020年公司高压直流（新能源车）增速持平，公司目前已取得特斯拉、奔驰、丰田等标杆客户核心供应商，海内外市占率持续提升，未来伴随全球新能源车高增预期，公司将同步放量。

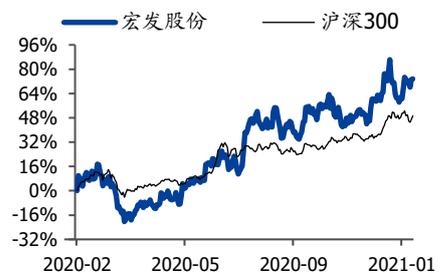
2021年公司多下游回暖趋势明确，基本面持续向好。汽车方面，2020年

买入（维持）

股票信息

行业	高低压设备
前次评级	买入
最新收盘价	57.12
总市值(百万元)	42,540.78
总股本(百万股)	744.76
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	6.15

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号: S0680518030001

邮箱: wanglei1@gszq.com

分析师 孟兴亚

执业证书编号: S0680518030005

邮箱: mengxingya@gszq.com

相关研究

- 1、《宏发股份(600885.SH):需求持续向好,业绩加速成长》2020-10-29
- 2、《宏发股份(600885.SH):中报业绩超预期,逐季改善趋势强劲》2020-07-30
- 3、《宏发股份(600885.SH):龙头地位不断强化,电动车赛道为公司提供更多成长契机》2020-04-30



我国汽车销量合计达 2305.8 万辆，同比增长 8.1%；其中 Q4 我国汽车销量达 817.4 万辆，同比增长 31.5%，实现连续 3 个季度的同比增长，行业复苏趋势已经确定。**家电方面**，伴随地产竣工增速 2021 年转正预期，家电需求持续回暖，宏发重要下游家用空调领域 2020 年国内销量达 1.1 亿台，同比下滑 17.5%，但 Q4 国内家用空调同比增速达 10.1%，连续两个季度实现正增长且增幅不断扩大。**新能源方面**，2020 年国内新增风电装机 71.7GW，同比增长 178.0%，创历史新高；光伏新增装机 48.2GW，同比增长 58.8%，保持高增态势。**电力方面**，国网数字化基础设施推进坚决，国内电表终端需求在未来面临更新换代机遇，十四五初期逐步起量。**新能源车方面**，行业 Q3 迎来景气拐点 Q4 加速放量，2020 年欧洲/中国新能源车销量同比增长 125.0%/10.8%，其中 Q4 欧洲/中国新能源销量同比增速分别为 181.5%/82.6%，再度超预期。展望 2021 年，国内与欧洲月度产销在低基数+新车型等多重催化下，行业产销同环比均望明显增长，开启新能源车行业长周期拐点

拟发行 20 亿可转债，全面加码继电器与低压电器产能。公司公告发行可转债预案，募集金额合计 20 亿元，分别投向新能源车高压直流继电器（3.2 亿）、新一代汽车继电器技改及产业化（1.6 亿）等。此次转债募投项目覆盖公司各主要业务线，总投入约可覆盖公司约 4-5 年资本开支。我们认为公司此番全面加码产能建设更多是基于长期规划，宏发股份作为全球继电器龙头在众多细分行业市占率稳居第一，伴随新能源车、混动汽车、智能家居、低压电器等领域需求持续提升，产能将成为继电器厂商重要竞争优势之一。此外基于公司一直秉承“以质取胜”经营思路，生产环节零部件布局广泛、自动化率高，持续加码产能将加强自身竞争优势。

拉长视角公司全球份额望持续提升，优异的管理助推人均效率不断提升。公司身为全球继电器龙头，管理路径清晰，质量控制优异，客户拓展坚持走标杆高端路线，我们认为宏发未来的成长具备持续性、确定性。结合下游市场变化，新兴产品高压直流继电器在未来的 7-8 年有望使公司业绩再上新的高度，同时低压电器市场足够庞大，公司坚持扩张有望实现毛利率与产品收入的双向增长。**2020 年公司人均效率已达 74 万元，较上年同期增长 7.4%。**

投资建议：结合宏发主要产品下游行业的需求，自身排产及新拓展行业的情况，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 10.92/13.08/16.01 亿元，同比分别增长 31.2%/19.8%/22.4%，EPS 分别为 1.47/1.76/2.15 元，对应 2021 年估值 39.0X，维持“买入”投资评级。

风险提示：人才流失风险、政策风险、汇率风险、市场风险

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,081	7,819	9,749	11,979	14,704
增长率 yoy（%）	2.9	10.4	24.7	22.9	22.8
归母净利润（百万元）	704	832	1,092	1,308	1,601
增长率 yoy（%）	0.7	18.2	31.2	19.8	22.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.95	1.12	1.47	1.76	2.15
净资产收益率（%）	14.6	15.3	16.9	17.0	17.5
P/E（倍）	60.4	51.1	39.0	32.5	26.6
P/B（倍）	8.6	7.7	6.4	5.5	4.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

全年业绩超预期，Q4 收入同环比继续增长	5
坚持大规模技改投入，以技改驱动效率	7
行业渐进性创新特性利好公司份额持续提升，电动车业务未来看点十足	8
风险提示	8

图表目录

图表 1: 宏发股份分季度财务数据一览	6
图表 2: 平均汇率: 美元兑人民币	6
图表 3: 长江有色: 铜平均价 (万/吨)	6
图表 4: 公司 2020 年综合毛利率稳步回升 (单位: %)	7
图表 5: 公司 2020 年整体费用率有所提升 (单位: %)	7
图表 6: 宏发股份历年研发费用及占比	7

全年业绩超预期，Q4 收入同环比继续增长

2020 年公司全年实现营业收入 78.19 亿元，同比增加 10.42%，归母净利润 8.32 亿元，同比增长 18.19%，扣非归母净利润 6.94 亿，同比增长 3.91%。经营性现金流量净额 7.2 亿元，同比减少 57.19%，增长明显主要系公司销售回款改善叠加税收返还增多所致。ROE 15.95%，较 2019 年增加 0.75pct，EPS 1.12 元。公司公告 2020 年度分红计划，拟每 10 股派发现金红利 3.4 元（含税）。

2020 年公司营收增长符合预期，全年继电器产量 21.72 亿只，销售 21.67 亿只，同比分别增长 13.53%/12.62%。其核心产品通用继电器（我们预计出货占比约 35%）受疫情影响，全球主要家电客户需求下降，2020 年上半年相关产品价格承压，下半年公司把握强劲复苏需求，调整产品结构，实现全年同比增长。其中在家电领域，公司巩固并提升传统白电市场占有率，开拓小家电市场见成效；新能源领域，公司紧跟客户产品迭代，基本全面攻占华为等行业标杆客户；智能家居领域 2020 年需求高增，公司开发定制相关产品持续受益。

公司占比第二大（我们预出货占比 20%）的电力继电器业务，2020 年整体增速受疫情拖累，国网装表下降 30%，欧美主要国家项目推迟，全球智能电表总量大幅下降。公司抓住沙特电网市场机遇，弥补传统市场业务下降，我们预计 2020 年电力继电器发货量小幅增长。

汽车继电器（我们预计出货占比 15%）2020 年发货同比实现高速增长，我们计算 Q4 汽车产品出货占比首次超过电力继电器。公司坚持“保份额、保供货、保增速、推进与海拉的业务整合”，除并表海拉外，宏发本部亦扩大汽车电子出口份额，并在商用车大电流产品取得良好成效。随着下半年汽车继电器需求快速回升，公司汽车继电器业务呈现高景气。

公司战略新型产品新能源用-高压直流继电器（我们预计发货占比 6%）2020 年预计发货同比持平，增速较低主要系去年高基数影响。公司公告显示，其已实现全面配套国内主要 11 家新能源车厂的良好布局；在海外市场继取得路虎、保时捷、大众 MEB、奔驰、福特、特斯拉、三星电池等重大项目主要供应商资格后，2020 年又获得丰田、宝马等新一代项目的主要供应商资格。

Q4 单季收入 23.82 亿，同/环比增长 23.17%/19.31%，Q3 单季归母净利润 2.35 亿，同/环比增长 58.47%/-2.07%。Q4 公司收入业绩加速增长主要系主要下游行业已逐步摆脱疫情影响，公司把握机遇。Q4 公司各产品线全面回暖，其中汽车继电器（包含海拉）同比增速最为亮眼，我们预计汽车类产品全年增长约 50%，此外公司收入占比最大的通用继电器，除了在家电领域保持龙头地位之外，还在新能源领域紧跟客户产品迭代、快速反应获得华为等行业标杆客户认可，2020 年下半年通用继电器实现强劲复苏，我们预计公司下半年通用继电器发货同比增速约 20%。

图表 1: 宏发股份分季度财务数据一览

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营收(亿)	16.25	17.82	17.41	19.34	14.39	20.02	19.96	23.82
同比(%)	1.8	1.3	2.5	5.9	-11.4	12.3	14.6	23.2
毛利润(亿)	6.20	6.87	7.13	6.09	5.69	7.48	7.88	7.85
毛利率(%)	38.17	38.55	40.96	31.49	39.52	37.36	39.47	32.95
归母净利润(亿)	1.57	1.97	2.01	1.48	1.43	2.15	2.40	2.35
同比(%)	-5.61	-1.60	-9.06	34.23	-9.37	8.80	19.30	58.47
净利润(亿)	2.18	2.65	2.76	2.06	1.94	2.93	3.27	3.15
净利润率(%)	13.42%	14.85%	15.86%	10.63%	13.49%	14.64%	16.40%	13.21%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

毛利率维持稳定, 费用率有所提升

2020 年公司主营业务综合毛利率 36.95%, 同比下降 0.18 个 pct, 小幅下降。主要原因系铜、银等主要原材料大幅涨价, 人民币兑美元大幅升值, 对毛利率短期内形成扰动。

分产品看, 继电器类产品综合毛利率为 39.37%, 同比增长 1.16pct; 电气类产品综合毛利率为 24.32%, 同比下降 3.10 个 pct。

从成本端看, 2020 年占产品成本主体的原辅材料成本上升 2.33%(成本占比 70.90%), 增速明显低于收入增速, 人工成本减少 1.87%(成本占比 15.50%), 制造费用上升 4.26%(占比 13.60%)。

展望 2021 年, 公司拥有出色的成本管控能力, 综合利用套期保值手段, 我们认为, 从长周期看公司有能力平抑原材料价格对毛利率的影响。同时, 公司采取积极的锁汇策略淡化汇率波动风险。基于继电器产品规模效应明显的特点, 公司凭借自身卓越的生产控制力+份额提升+产品结构调整, 我们预判后续毛利率走势环比改善概率更大。

图表 2: 平均汇率: 美元兑人民币



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 长江有色: 铜平均价(万/吨)



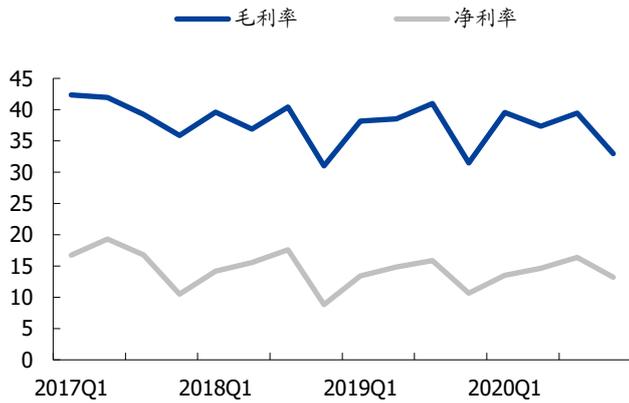
资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司 2020 年整体费用率有所提升。2020 年公司销售/管理(含研发)/财务费用分别为 3.93 亿元/11.90 亿元/0.83 亿元, 同比增长 8.43%/8.47%/239.75%, 对应费用率分别

增长-0.09/-0.26/+0.72pct，销售期间费用率 21.32%，同比增长 0.37pct。公司 2020 年财务费用 0.83 亿，去年同期 0.25 亿，同比增长近 0.6 亿，主要系受货币政策影响，财务费用汇兑收益同比减少约 7000 万元所致。

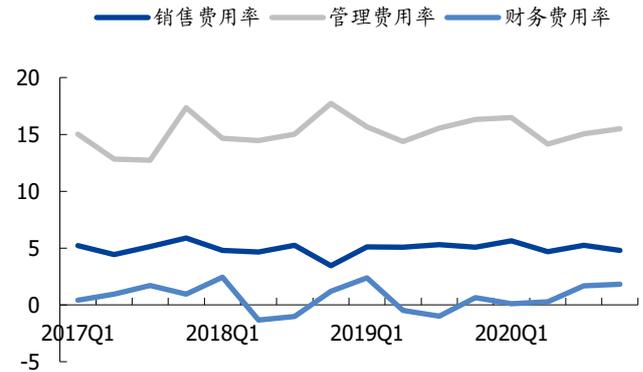
针对汇率对财务费用的冲击，公司已做相应对冲，2020 年持有交易性金融资产等公允价值变动净收益约 0.84 亿（主要来自于远期结售汇月末重新评估），去年同期-0.10 亿。因此从利润变现角度看，公司实际受益汇率锁汇，可抵消财务费用增长带来的负面影响。

图表 4: 公司 2020 年综合毛利率稳步回升 (单位: %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司 2020 年整体费用率有所提升 (单位: %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

2020 年公司研发费用持续增长，同比增长 8.77%，研发费用收入占比达 4.87%，同比微降 0.08 个 pct。公司始终坚持“提升效率”目标，故对研发的投入十分重视。公司拥有国内继电器行业首家国家级企业技术中心、院士工作站、博士后工作站以及亚洲最大的继电器检测中心，并成为继电器行业首家主持制定国家标准的企业，主持、参与制定国标、行标 22 项，拥有 800 余项专利。

图表 6: 宏发股份历年研发费用及占比

	2016	2017	2018	2019	2020
研发费用 (亿元)	2.50	2.94	3.31	3.50	3.81
占营业收入比重	4.92%	4.88%	4.81%	4.95%	4.87%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

坚持大规模技改投入，以技改驱动效率

公司 2020 年技改累计投入 4.32 亿元，同比增长 30.12%。重点建设 15 条自动化产线，如：投入 工控继电器 41F 产品线、安全继电器 A4/A6 产品线、PCB 汽车继电器 HFKF-1z/2 产品线、电力磁保持 E70 产品线，持续推动继电器产品由大向强转变；投入小型断路器 LB 产品线，推进开关产品技术装备研发，提升基础技术保障能力；积极开展新门类产品的技术改造，引进安规电容器生产技术，积累新产品生产技术经验。

2020 年公司大力推进密封继电器、高压直流继电器、开关器件等产品关键零部件提升档次，重点投入关键、基础的工艺设备，如：结合 43 所镀金工艺技术、BTU 烧结炉，以及品质高纯度液氮站建设等；投入 3500 万元引进的高精度陶瓷罩零件生产设备全

面进入调试；开关高耐温热固塑料零件的注塑技术和模具也取得较大进展，引入世界先进的 ARBURG 热固注塑造机，推进小断带料零件的技术研究和应用。

行业渐进性创新特性利好公司份额持续提升，电动车业务未来看点十足

继电器作为技术迭代已进入稳态（技术颠覆的概率较小，目前多属于渐进性创新）的基础元器件行业，具备应用广泛、需求刚性、行业格局更有利于形成“赢家通吃”的阶段特性特点，需要依赖规模化与全产业链布局取得成功。

公司专注制造、管理思路明确（追求“质量第一”），行业领先的市占率证明公司发展方向与管理路径行之有效。面向未来，我们认为公司成熟的垂直一体化+自动化的生产模式有望强者恒强，形成高壁垒。

电动化与智能化的趋势，驱动新能源车行业进入成长周期，同时传统汽车向智能化方向的升级也在加大公司新能源车与传统车配套产品的出货。公司产品由家电为主向汽车类为主的结构升级，支撑业绩持续增长。

公司新能源车用继电器目前已经为特斯拉、宁德时代、大众、戴姆勒等世界一流厂商供货，未来还有望继续拓展海外车企，全球占有率望持续攀升。我们根据公司在手意向订单测算 2023 年仅新能源汽车业务所贡献收入有望接近 30 亿元，占 2020 年总收入的 38%。基于公司的前瞻布局，其将充分受益电动化浪潮下的产业红利。

风险提示

人才流失风险：高端继电器的研发需要专门的管理人员与核心技术人员，需具备完整的本专业知识和较宽的其它专业的知识，并需要经过多年的培训和实践才能真正独立设计、开发新产品。因此，专业人才在继电器行业中较为重要，若发生人才流失，企业将面临相关损失。

政策风险：继电器行业从属于信息产业大类，属于国家重点扶持高新技术行业。宏发电声被科技部认定为国家级高新技术企业，享有所得税的税收优惠政策。若未来相关认定标准变更，及税收优惠取消，将对宏发电声的盈利能力造成一定的影响。宏发电声部分继电器产品依靠出口，国家的贸易政策的变化将影响公司的出口及海外扩张行为，这也会对公司的持续性经营和盈利能力产生一定影响。

汇率风险：公司生产的继电器产品出口比重较大，主要出口区域是欧洲、美国，贸易结算货币以欧元、美元为主。美元汇率波动对公司收入、成本费用造成一定影响。

市场风险：2021 年初，新冠病毒继续影响全球经济活动和社会生活，全球经济仍面临衰退风险，公司产品市场的对应的需求可能面临不同程度的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com