

2021年02月03日

业绩超预期，21年主业全面好转、高压直流高增

买入（维持）

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

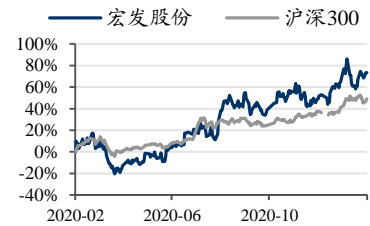
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7,819	9,785	11,862	14,039
同比（%）	10.4%	25.1%	21.2%	18.4%
归母净利润（百万元）	832	1110	1378	1680
同比（%）	18.2%	33.4%	24.2%	21.9%
每股收益（元/股）	1.12	1.49	1.85	2.26
P/E（倍）	51.12	38.33	30.86	25.32

投资要点

- **20年收入同比+10.4%、利润+18.2%，利润增速超预期。**公司2020年实现营业收入78.19亿元，同比增长10.42%；实现归属母公司净利润8.32亿元，同比增长18.19%。其中2020Q4，实现营业收入23.82亿元，同比增长23.17%，环比增长19.31%；实现归属母公司净利润2.35亿元，同比增长58.47%，环比下降2.07%，Q4收入环比增长、利润环比基本持平，是上市以来首次，表明下游景气度高；全年利润增速超预期，一方面来自公司业务Q4以来恢复较快增长，同时毛利率明显改善。目前公司在手订单旺盛，排产周期达4-6个月，今年Q1业绩有望超预期。
- **20年前低后高，目前订单旺盛，排产周期达4个月以上。**整体而言，宏发20年发货增速先抑后扬，Q1受疫情影响同比下降，Q2、Q3回升，Q4订单旺盛。公司全年累计发货78.8亿，同比+12.7%；其中Q4发货21.5亿，同比+29.4%，Q2-4单季增速逐步上升。目前公司产能利用率超90%、排产周期达4-6个月，密封继电器订单周期达8个月，预计今年发货仍将快速增长。
- **功率继电器复苏、汽车继电器高增长，21年主业有望全面好转。**功率继电器20A发货27亿，同比+6%；其中Q4发货6亿，同比+30.5%，白电下游下半年以来复苏明显，同时宏发紧抓光伏、风电、智能家居等机会，快速增长，21年有望维持高景气。汽车继电器20A发货11.7亿，同比+47%，其中Q4发货3.6亿，同比+42%，假设海拉20A发货3.3亿，宏发自有业务20A发货8.4亿，同比+5%，下半年恢复高增，21年增长动力强。其他业务电力、工业、信号等也稳健向好，低压电器产能瓶颈突破后有望快速增长。
- **高压直流20年下半年复苏，21年新客户放量，预计增速达60%以上。**高压直流继电器20A发货4.8亿（不含宏舟），同比持平，其中Q4发货0.8亿，同比持平。宏发在国内自主车企站稳后，20年在蔚来、理想、零跑等客户实现批量供货；海外Tesla Model 3、大众MEB、奔驰EB310、EB4xx、现代OSC、HR&PR项目均实现量产爬坡，20年高压直流继电器全球份额超30%，成为中高端市场的主流供应商。21年预计全球新能源汽车产销大幅增长，公司份额持续提升，预计份额达60%以上。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2021-23年归母净利润分别11.1亿、13.8亿、16.8亿，同比分别+33.4%、+24.2%、+21.9%，对应现价PE分别38倍、31倍、25倍，给予目标价74.5元，对应21年50倍PE，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)	57.12
一年最低/最高价	25.72/61.89
市净率(倍)	8.03
流通A股市值(百万元)	42540.78

基础数据

每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	31.75
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）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
- 2、《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
- 3、《宏发股份（600885）：疫情影响复苏，高压直流和电力高增》2020-05-03

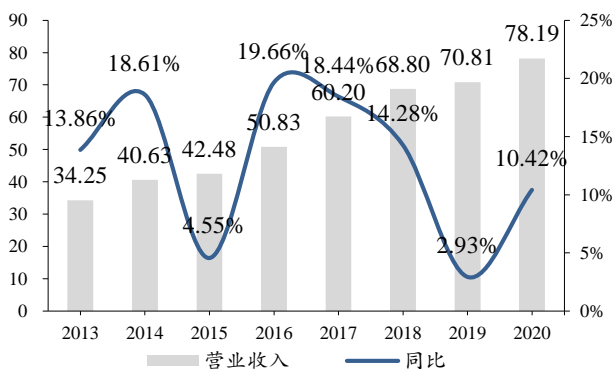
20 年收入同比+10.4%、利润+18.2%，利润增速超预期。公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业收入 78.19 亿元，同比增长 10.42%；实现利润总额 13.02 亿元，同比增长 15.93%；实现归属母公司净利润 8.32 亿元，同比增长 18.19%；实现扣非归母净利润 6.94 亿元，同比+3.9%。其中 2020Q4，实现营业收入 23.82 亿元，同比增长 23.17%，环比增长 19.31%；实现归属母公司净利润 2.35 亿元，同比增长 58.47%，环比下降 2.07%，Q4 收入环比增长、利润环比基本持平，是上市以来首次，表明下游景气度高；全年利润增速超预期，一方面来自公司业务 Q4 以来恢复较快增长，同时毛利率明显改善。目前公司在手订单旺盛，排产周期达 4-6 个月，今年 Q1 业绩有望超预期。

表 1: 宏发股份 20 年年报核心财务数据 (亿元)

宏发股份	2020	2019	同比	2020Q4	2019Q4	同比	2020Q3	环比
营业收入	78.19	70.81	10.4%	23.82	19.34	23.2%	19.96	19.3%
毛利率	37.0%	37.1%	-0.2%	33.0%	31.5%	1.5%	39.5%	-6.5%
营业利润	13.05	11.39	14.6%	3.26	2.41	35.2%	3.89	-16.1%
利润总额	13.02	11.23	15.9%	3.25	2.25	44.4%	3.89	-16.4%
归属母公司净利润	8.32	7.04	18.2%	2.35	1.48	58.5%	2.40	-2.1%
扣非归母净利润	6.94	6.68	3.9%	1.29	1.41	-8.4%	2.13	-39.4%
归母净利率	10.6%	9.9%	0.7%	9.9%	7.7%	2.2%	12.0%	-2.2%
股本	7.45	7.45	-	7.45	7.45	-	7.45	-
EPS	1.12	0.95	18.2%	0.32	0.20	58.5%	0.32	-2.1%

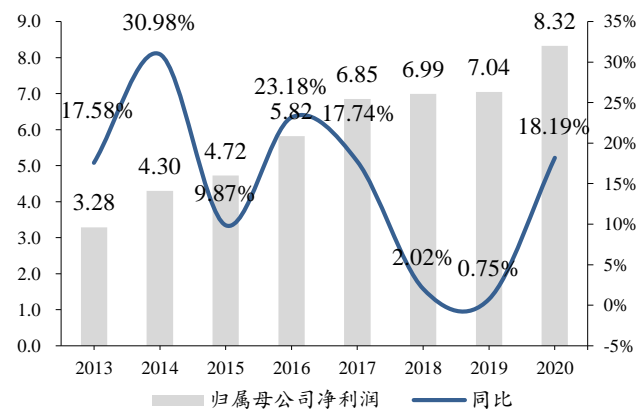
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2020 年收入 78.19 亿元, 同比+10.42%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

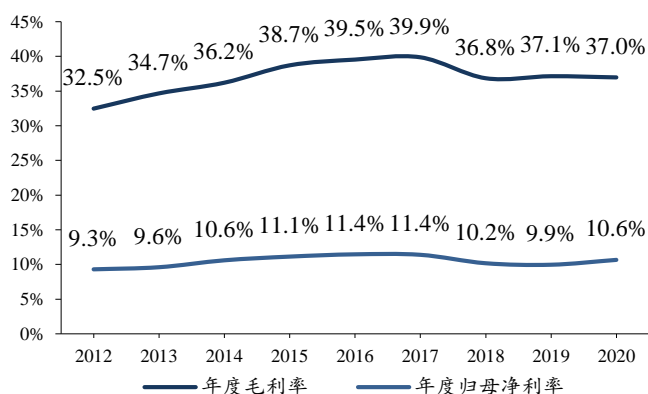
图 2: 2020 年归母净利润 8.32 亿元, 同比+18.19%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

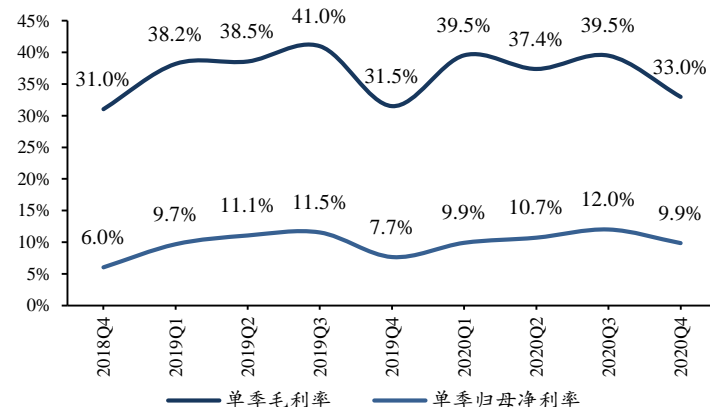
Q4 毛利率同比提升，考虑到汇兑对毛利率有负面影响，实际上毛利率上升速度更快。2020 年毛利率为 36.95%，同比下降 0.17pct，Q4 毛利率 32.95%，同比上升 1.46pct，环比下降 6.52pct；2020 年归母净利率为 10.64%，同比上升 0.70pct，Q4 归母净利率 9.86%，同比上升 2.20pct，环比下降 2.15pct。由于美元贬值对宏发海外业务毛利率产生负面影响（对利润的影响通过套保冲回），实际上去年随着产能利用率的提升，宏发的毛利率大幅改善。

图 3：2020 年毛利率、净利率同比-0.17、+0.7pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：Q4 毛利率、净利率同比+1.46、+2.2pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

20 年前低后高，目前订单旺盛，排产周期达 4 个月以上。整体而言，宏发 20 年发货增速先抑后扬，Q1 受疫情影响同比下降，Q2、Q3 回升，Q4 订单旺盛。公司全年累计发货 78.8 亿，同比+12.7%；其中 Q4 发货 21.5 亿，同比+29.4%，Q2-4 单季增速逐步上升。目前公司产能利用率超 90%、排产周期达 4-6 个月，密封继电器订单周期达 8 个月，预计今年发货仍将快速增长。

功率继电器复苏，紧抓新能源、智能家居市场机会。功率继电器 20A 发货 27 亿，同比+6%；其中 Q4 发货 6 亿，同比+30.5%，白电市场年初受疫情影响，但下半年强劲复苏，公司在国内市场主动出击、海外市场与高端客户签订 2-3 年长约锁定份额，巩固并提升市占率。此外，公司紧抓光伏、风电等新能源市场机会，占领华为、固德威、古瑞瓦特等标杆客户，市占率超 40%，阳光、德国 SMA 及 Tesla 屋顶光伏项目也是想关键突破；智能家居方面对小米生态链、公牛等客户全面布局，发货大幅增至 7000 万元。

汽车继电器恢复高增，PCB、48V 项目上量，21 年高景气有望持续。汽车继电器 20A 发货 11.7 亿，同比+47%，其中 Q4 发货 3.6 亿，同比+42%，假设海拉 20A 发货 3.3 亿，宏发自有业务 20A 发货 8.4 亿，同比+5%，下半年恢复高增。上半年公司紧抓国内商用车机会，大电流 48V、PCB 项目开始上量，目前 48V 产品市占率超过 60%；下半年国内外需求回升，Q4 达历史高位，12 月汽车继电器接单超 6800 万只，同比+412%、环比+59%，21 年增长动力强，公司将继续提升德系主机厂份额、重点突破日系丰田等客户及欧美标杆客户 PCB 项目，预计继续实现快速增长。

高压直流 20 年下半年复苏，21 年新客户放量，预计增速达 60% 以上。高压直流继电器 20A 发货 4.8 亿（不含宏舟），同比持平，其中 Q4 发货 0.8 亿，同比持平。宏发在国内自主车企站稳后，20 年在蔚来、理想、零跑等客户实现批量供货；海外 Tesla Model 3、大众 MEB、奔驰 EB310、EB4xx、现代 OSC、HR&PR 项目均实现量产爬坡，20 年高压直流继电器全球份额超 30%，成为中高端市场的主流供应商。21 年预计全球新能源汽车产销大幅增长，公司份额持续提升，预计份额达 60% 以上。

电力继电器平稳增长,海外市场快速增长。电力继电器20A发货15.3亿,同比+4.9%,其中Q4发货3.5亿,同比-4.2%。受新旧标准迭代营销,20年国网装表量下降30%,欧美主要国家受疫情影响装表量降幅约20-30%,但公司抓住了沙特电网智能电表项目机会,取得最大份额,全年实现平稳增长。21年预计欧美传统市场逐步恢复,国网装表量也有望实现增长,同时将紧抓巴西、俄罗斯、印度等新兴市场,同时加大布局国内继电保护市场、5G导轨项目等,全年有望实现快速增长。

工业电源20年持平,客户导入顺利,预计21年稳增。工业电源20A发货5.2亿,同比持平,其中Q4发货1亿,同比-9%。工业继电器年初受疫情影响大,尤其水泵、电梯等传统领域及施耐德、ABB等贴牌项目下滑明显,中间继电器、插座也出现下降,Q3起逐步恢复。同时疫情背景下医疗电源、数据服务器等行业需求增长。20年宏发在轨交领域株洲中车快速导入,同时推进轨交新品进入中车整车厂测试,同时取得CCS中国船级社认证,实现船舶客户批量发货,客户进展顺利、预计21年稳健增长。

信号继电器20年稳增,推动新一代产品技术研发,应对新兴需求。信号继电器20A发货3.6亿,同比+16.1%,其中Q4发货0.98亿,同比+40%。20年公司紧抓医疗行业需求爆发,迅速占领市场,弥补其他行业下滑,下半年新能源、智能家居、通讯、安防等市场快速重启,同时推动重点项目落地,如华为通信及车载电子、西门子PLC、LGVS、海康、青鸟、Resideo等成为增长来源。公司率先启动新一代信号继电器研发立项,应对未来5G带来的智能及互联网应用需求,有望成为未来增长点。

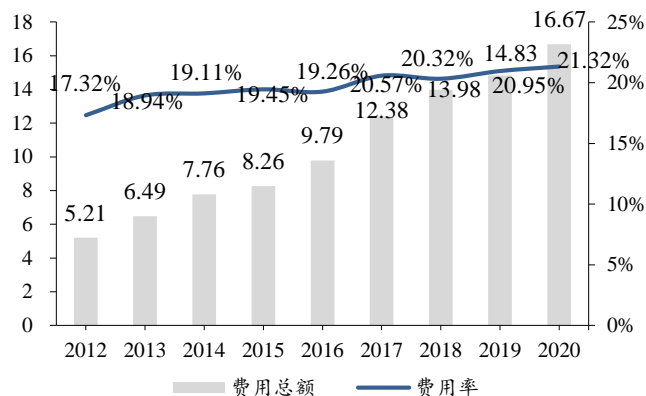
低压电器补短板收获成效,21年有望继续快速增长。低压电器20A发货7亿,同比+20%,其中Q4发货2亿,同比+67%。20年宏发低压电器装备补短板收获成效,20年投入4条小型断路器自动化产线,保证了北美大客户交货;同时不断推动海外工控、电力及终端产品的市场开拓,国内坚持中高端定位,加快电力、建筑配电、新能源市场开拓。21年有望继续实现快速增长。

新产品多点开花,密封继电器、固态继电器、互感器、传感器、电容等新产品高速增长。密封继电器20年发货1.05亿,同比+45%,且订单饱满;电容发货0.48亿,下滑41%;连接器发货0.12亿,同比+100%;传感器发货0.33亿,同比+59%;电流互感器发货0.31亿,同比+474%;灭弧室发货0.44亿,同比+11%;固态继电器发货0.77亿,同比+238%。

汇率影响下财务费用上升,但在公允价值变动损益项目冲回。公司2020年费用同比增长12.37%至16.67亿元,期间费用率上升0.37个百分点至21.32%。其中,销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升8.43%、上升8.57%、上升8.77%、上升239.75%至3.93亿元、11.9亿元、3.81亿元、0.83亿元;费用率分别下降0.09、下降0.26、下降0.07、上升0.72个百分点至5.03%、15.22%、4.87%、1.07%。Q4,销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+16.30%/+17.07%/+29.36%/+252.17%,费用率分别为4.78%/15.49%/5.42%/1.81%。20年因汇兑损益产生的财务费用0.51亿、上年同期为-0.18

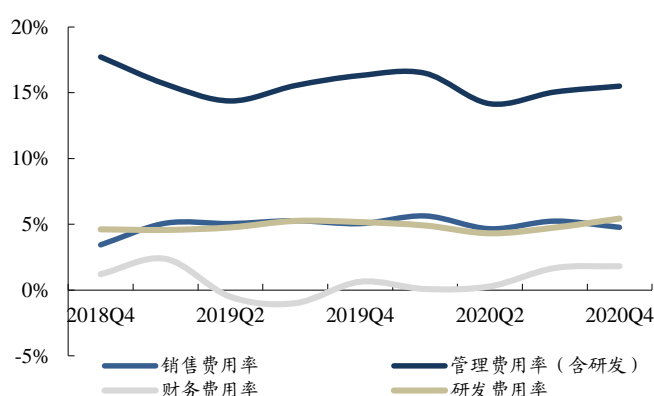
亿，但公司通过远期结汇锁定汇率，收入计入公允价值变动损益科目，本期正贡献 0.84 亿、上年同期-0.03 亿。

图 5: 2020 年期间费用 16.67 亿元, 同比+12.37%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: Q4 期间费用率 22.09%, 同比+0.09pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

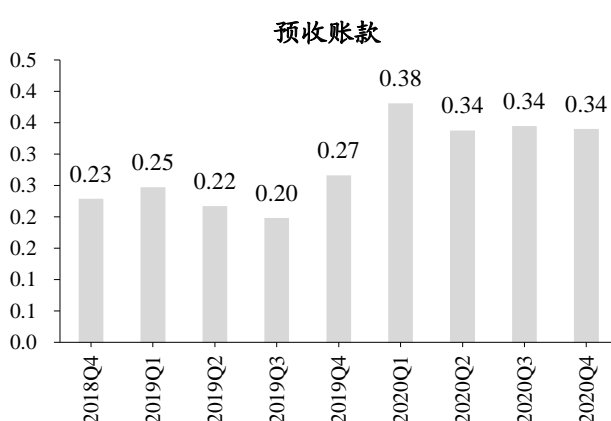
现金流下降, 预收款、应收账款上升。2020 年经营活动现金流量净流入 7.20 亿元, 同比下降 57.19%, 其中 Q4 经营活动现金流量净额 0.74 亿元; 销售商品取得现金 75.28 亿元, 同比增长 10.85%。期末预收款项 0.34 亿元, 比年初增长 27.80%。期末应收账款 22.22 亿元, 较期初增长 1.87 亿元, 应收账款周转天数上升 1.54 天至 98.02 天。期末存货 14.86 亿元, 较期初上升 1.52 亿元, 存货周转天数下降 8.49 天至 102.96 天。

图 7: Q4 现金净流入 0.74 亿元, 同比-42.27%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

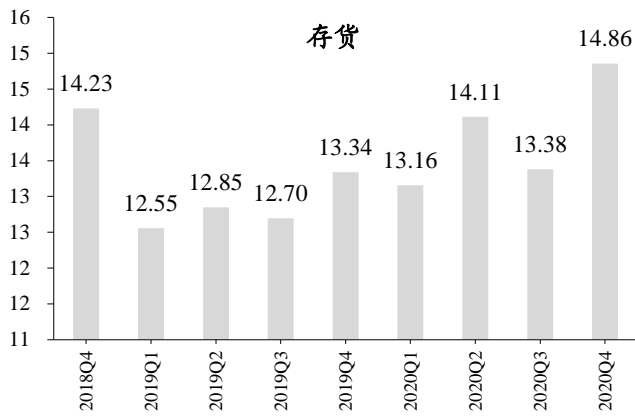
图 8: 期末预收款项 0.34 亿元, 同比+27.80%



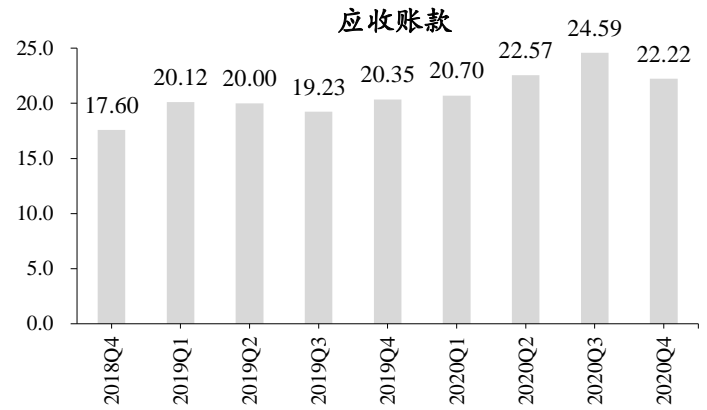
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: Q4 期末存货 14.86 亿元, 较期初+1.52 亿元

图 10: Q4 期末应收账款 22.22 亿元, 较期初+1.87 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所



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 2021-23 年归母净利润分别 11.1 亿、13.8 亿、16.8 亿，同比分别+33.4%、+24.2%、+21.9%，对应现价 PE 分别 38 倍、31 倍、25 倍，给予目标价 74.5 元，对应 21 年 50 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)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6158.4	6970.3	8457.0	10141.5	营业收入	7819.1	9784.7	11862.1	14039.3
现金	898.2	1245.8	1516.9	1947.2	减:营业成本	4929.6	6075.2	7324.1	8639.5
应收账款	3449.9	3350.9	4062.4	4808.0	营业税金及附加	64.1	88.1	106.8	126.4
存货	1485.7	1997.3	2407.9	2840.4	营业费用	393.4	469.7	551.6	638.8
其他流动资产	324.5	376.3	469.7	545.9	管理费用	808.8	992.5	1173.6	1360.9
非流动资产	4684.6	4951.5	5103.0	5226.4	财务费用	83.5	30.3	17.1	13.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	118.7	30.0	-30.0	-30.0
固定资产	3271.5	3552.3	3717.7	3855.1	加:投资净收益	-0.0	10.0	10.0	5.0
在建工程	504.4	301.3	240.4	222.1	其他收益	-234.5	-410.3	-551.9	-647.7
无形资产	417.7	403.7	389.8	375.9	营业利润	1305.2	1728.7	2147.0	2617.4
其他非流动资产	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	11921.8	13559.9	15368.0	利润总额	1302.4	1729.7	2148.1	2618.6
流动负债	2408.1	2452.8	2928.2	3318.8	减:所得税费用	173.1	229.9	285.5	348.1
短期借款	402.9	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	297.1	389.9	484.3	590.3
应付账款	1358.5	1703.1	2204.2	2467.6	归属母公司净利润	832.1	1109.8	1378.3	1680.2
其他流动负债	646.6	749.7	723.9	851.1	EBIT	1272.8	1718.9	2184.1	2656.0
非流动负债	1034.7	1132.6	1132.6	1132.6	EBITDA	1780.8	2156.5	2665.2	3176.4
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	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	3442.8	3585.4	4060.7	4451.4	每股收益(元)	1.12	1.49	1.85	2.26
少数股东权益	1872.7	2087.5	2354.4	2679.7	每股净资产(元)	7.42	8.39	9.59	11.06
					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	5527.5	6248.9	7144.8	8236.9	ROIC(%)	17.5%	22.4%	26.6%	28.8%
负债和股东权益	10842.9	11921.8	13559.9	15368.0	ROE(%)	15.1%	17.8%	19.3%	20.4%
					毛利率(%)	37.0%	37.9%	38.3%	38.5%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	10.6%	11.3%	11.6%	12.0%
经营活动现金流	719.6	1779.0	1416.1	1692.2	资产负债率(%)	31.8%	30.1%	29.9%	29.0%
投资活动现金流	-702.7	-640.1	-662.5	-673.9	收入增长率(%)	10.4%	25.1%	21.2%	18.4%
筹资活动现金流	-474.5	-791.4	-482.4	-588.1	净利润增长率(%)	18.2%	33.4%	24.2%	21.9%
现金净增加额	-486.5	347.5	271.2	430.3	P/E	51.12	38.33	30.86	25.32
折旧和摊销	508.0	437.5	481.1	520.4	P/B	7.70	6.81	5.95	5.16
资本开支	-937.1	-640.1	-662.5	-673.9	EV/EBITDA	25.82	21.39	17.49	14.79
营运资本变动	-775.5	46.7	-740.1	-863.7					

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>