

宏发股份（600885）

2021 年中报点评：功率、汽车继电器高增，高压直流高歌猛进

买入（维持）

2021 年 09 月 01 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002

021-60199793

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	1184	1634	2153
同比（%）	18.2%	42.3%	38.0%	31.7%
每股收益（元/股）	1.12	1.59	2.19	2.89
P/E（倍）	55.08	38.71	28.05	21.29

投资要点

2021H1 营收同比+44%，归母净利润同比+46%，订单、排产饱满，略超

我们及市场预期。2021H1 实现营业收入 49.47 亿元，同比增长 43.78%；实现归母净利润 5.20 亿元，同比增长 45.60%；扣非归母净利润 4.58 元，同比+30.43%。我们估算 2021H1 公司累计在手订单超 50 亿元，目前排产较为饱满、产能利用率保持高位，下半年随行业持续景气、公司有效产能提升，我们预计全年营收有望超 110 亿元。

运费重分类，以及大宗涨价、运费提升导致本期毛利率下降。因汇率处理得当而产生正贡献，归母净利率不降反升。2021H1 毛利率为 34.64%，同比下降 3.62pct，毛利率下降原因主要包括：1）运费从销售费用被重分类进主营成本；2）大宗商品涨价、海运费大幅上涨，公司通过部分锁定价格、产品议价等方式对冲前者影响。2021H1 归母净利率为 10.52%，同比上升 0.13pct。2021H1 汇兑损益+远期结汇&理财收益+远期结汇合约共影响净利润 2224 万元，去年同期为-993 万元。

继电器：高压直流上半年翻倍增长，功率、汽车高增，电力有所下滑。1）高压直流重点客户需求上半年均超预期，公司定点新客户、新项目进展顺利，我们估计 2021H1 出货额倍增，全年同样有望翻倍增长；2）功率下游白电、新能源等需求旺盛，带动其出货高增，随下半年景气度持续、公司新产能布局加快，全年有望维持高增；3）汽车继电器迎景气周期，2021H1 汽车继电器 PCB、48V 大电流等新门类业务增长更快，业务持续优化；3）信号因下游安防、消防等需求向好而较快增长；工控稳定复苏，公司产品进入中车等客户，在地铁、动车领域实现国产替代；电力国内需求稳定，国外疫情后逐渐复苏，但因去年沙特电网业绩基数大、电表缺芯影响，上半年电力继电器下滑，全年我们预计持稳。

低压电器：海外、国内双轮驱动，同比实现较好增长。1）海外方面，低压电器增长来源于北美市场房地产景气度好、欧洲电力行业回暖；2）国内方面，电力、建筑等传统领域及新能源等新兴领域均有布局，且智能产品在智能家居、消防和金融行业的项目陆续上量。

盈利预测与投资评级：公司作为继电器龙头企业，考虑原材料及海运成本上升，我们小幅下调公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.8 亿元（-0.7 亿元）/16.3 亿元（-0.8 亿元）/21.5 亿元（-0.7 亿元），同比+42%/+38%/+32%，对应现价 PE 分别 39 倍、28 倍、21 倍，给予目标价 87.6 元，对应 2022 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	61.54
一年最低/最高价	43.51/74.45
市净率(倍)	7.93
流通 A 股市值(百万元)	45832.53

基础数据

每股净资产(元)	7.76
资产负债率(%)	32.80
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）：21Q1 点评：高压直流高歌猛进、传统继电器反转》2021-05-03
- 2、《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
- 3、《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

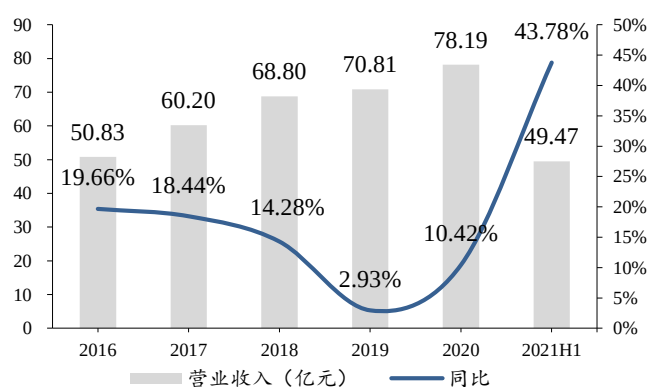
2021H1 营收同比+44%，归母净利润同比+46%，订单、排产饱满，略超我们及市场预期。2021H1 实现营业收入 49.47 亿元，同比增长 43.78%；实现归母净利润 5.20 亿元，同比增长 45.60%；扣非归母净利润 4.58 元，同比+30.43%。其中 2021Q2 实现营业收入 25.68 亿元，同比增长 28.29%，环比增长 7.93%；实现归母净利润 2.89 亿元，同比增长 34.66%，环比增长 24.95%。**2021H1 公司高压直流（电动车）、功率继电器、汽车继电器均实现高速增长，业绩超出市场及我们的预期。**我们估计 2021H1 公司累计在手订单超 50 亿元，目前排产较为饱满、产能利用率保持高位，下半年随行业持续景气、公司有效产能提升，我们预计全年营收有望超 110 亿元。

表 1：宏发股份 2021H1 核心财务数据

宏发股份	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入（亿元）	49.47	34.41	43.78%	25.68	20.02	28.29%	23.79	7.93%
毛利率	34.64%	38.27%	-3.6pct	33.36%	37.36%	-4.0pct	36.03%	-2.7pct
营业利润（亿元）	8.51	5.90	44.28%	4.64	3.51	32.17%	3.87	19.83%
利润总额（亿元）	8.50	5.89	44.44%	4.63	3.52	31.76%	3.87	19.77%
归属母公司净利润（亿元）	5.20	3.57	45.60%	2.89	2.15	34.66%	2.31	24.95%
扣非归母净利润（亿元）	4.58	3.51	30.43%	2.49	2.08	19.58%	2.09	19.38%
归母净利率	10.52%	10.39%	0.1pct	11.25%	10.72%	0.5pct	9.72%	1.5pct
股本（亿股）	7.45	7.45	-	7.45	7.45	-	7.45	-
EPS（元/股）	0.70	0.48	45.60%	0.39	0.29	34.66%	0.31	24.95%

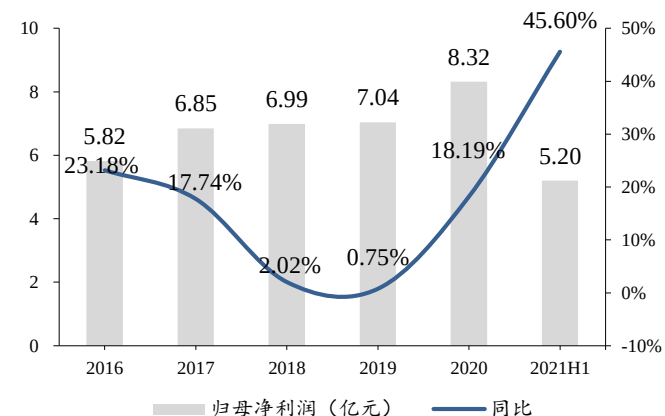
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：2021H1 收入 49.47 亿元，同比+43.78%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：2021H1 归母净利润 5.2 亿元，同比+45.60%

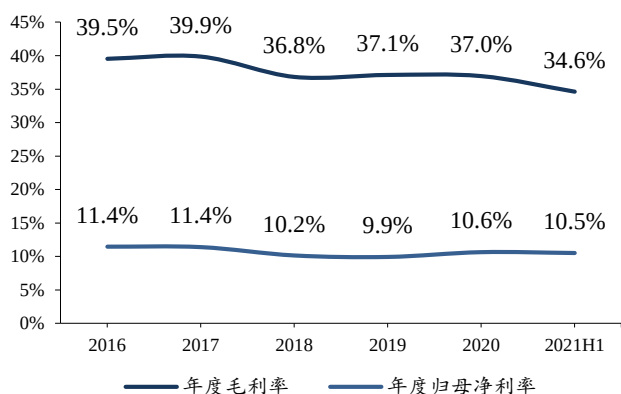


数据来源：Wind，东吴证券研究所

运费重分类，以及大宗涨价、运费提升，本期毛利率有所下降。2021H1 毛利率为 34.64%，同比下降 3.62pct，Q2 毛利率 33.36%，同比下降 4.00pct，环比下降 2.67pct；继电器、低压电器等产品原材料占成本比重超 70%，分产品来看，继电器产品 2021H1 毛利率 36.68%、同比-3.36pct，电气产品（含低压电器）上半年毛利率 21.11%、同比-7.69pct。毛利率下降原因主要包括：1）运费从销售费用被重分类进主营业务成本；2）大宗商品涨价、海运费大幅上涨，其中大宗涨价的影响部分通过锁定价格、产品议价、优化设计、提升产能利用率等方式对冲。

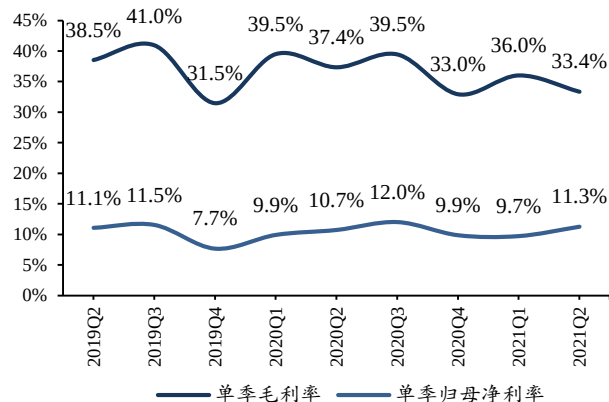
本期汇率处理得当，汇率产生正贡献，归母净利率不降反升。公司本期汇率处理得当，汇兑损益+远期结汇&理财收益+远期结汇合约共影响净利润 2224 万元，去年同期为-993 万元。同时，产能利用率提升后的规模效应下，本期净利率不降反升。2021H1 归母净利率为 10.52%，同比上升 0.13pct；Q2 归母净利率 11.25%，同比上升 0.53pct，公司费用率控制得当，归母净利率基本持稳。

图 3：2021H1 毛利率、净利率同比-3.62、+0.13pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：2021Q2 毛利率、净利率同比-4.00、+0.53pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

高压直流高歌猛进、上半年翻倍增长。我们估算 2021H1 高压直流继电器出货额倍增，宏发此前的重点项目奔驰纯电平台起量、大众 MEB 继续上量、Tesla 快速增长，全球主要客户需求均超过我们年初预期。上半年公司继续获得多个欧美车企新项目定点，全球主要供应商地位稳固，我们预计全年营收或将翻倍增长。

功率继电器业务延续去年复苏态势，家电、新基建等领域多点开花。因下游白电、新能源（上半年尤其是户用光伏）、5G 等需求大幅增长，公司功率继电器产品 2021H1 同比快速增长。我们预计下半年景气度有望再提升、公司订单持续饱满，随相关新品产能布局加快，公司全年有望维持上半年高增。

汽车继电器业务较上年同期呈现高速增长态势。上半年汽车继电器国内业务高速增长，迎来景气周期。海外大部分汽车工业都逐渐在恢复，尤其是韩国和欧洲市场；北美市场也已实现同比增长转正。我们估算 2021H1 汽车继电器 PCB 和新门类业务增长更快、占比持续提升，全年汽车继电器业务维持高景气。

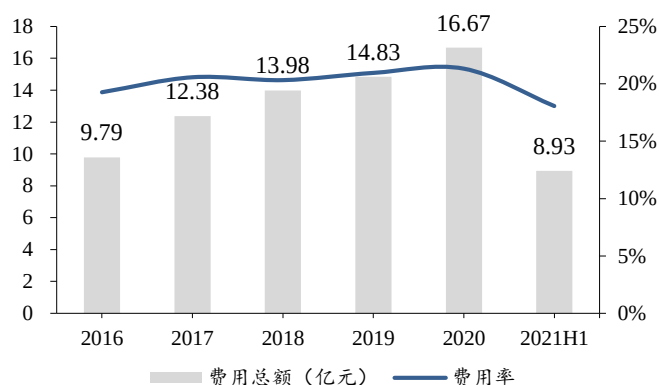
信号继电器高增、工控稳定复苏，电力因“缺芯”及疫情而有所下滑。1) 由于安防、消防、温控、智能家居等领域需求旺盛，信号继电器上半年迎来高增；2) 工业继电器有所复苏，增长来源于轨道交通、电梯、医疗电源、设备控制等，且公司产品成功进入中国中车、中国通号，并已在地铁、动车领域实现国产替代；3) 电力继电器国内需求稳固，海外美国、英国上半年复苏、较去年同期有所增长，但难以填补 2020 年沙特电网装表订单。叠加部分电表缺芯影响凸显，我们预计全年电力继电器将持稳。

低压开关海外、国内双轮驱动，同比实现较好增长。海外方面，低压电器增长来源

于北美市场房地产景气度好、欧洲电力行业回暖；国内方面，电力、建筑等传统领域及新能源等新兴领域均有布局，且智能产品在智能家居、消防和金融行业的项目陆续上量。

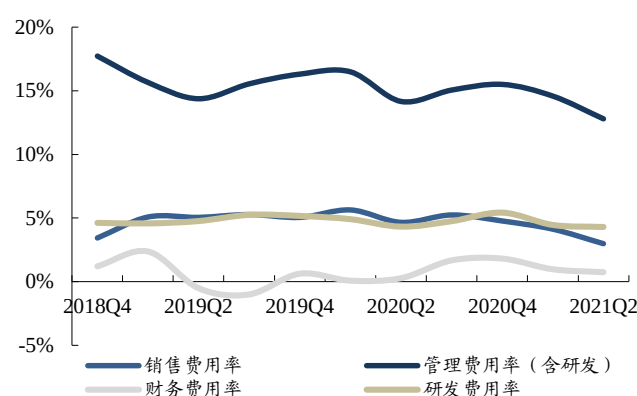
规模效应+运费重分类，费用率下降。公司 2021H1 费用同比增长 27.19%至 8.93 亿元，期间费用率下降 2.35 个百分点至 18.05%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 0.39%、上升 29.70%、上升 37.55%、上升 517.79%至 1.75 亿元、6.75 亿元、2.16 亿元、0.43 亿元；费用率同比分别下降 1.53、下降 1.48、下降 0.2、上升 0.66 个百分点至 3.55%、13.65%、4.37%、0.86%。2021Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-17.64%/+15.90%/+27.42%/+241.30%，费用率分别为 3.00%/12.79%/4.29%/0.75%。

图 5：2021H1 期间费用 8.93 亿元，同比+27.19%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

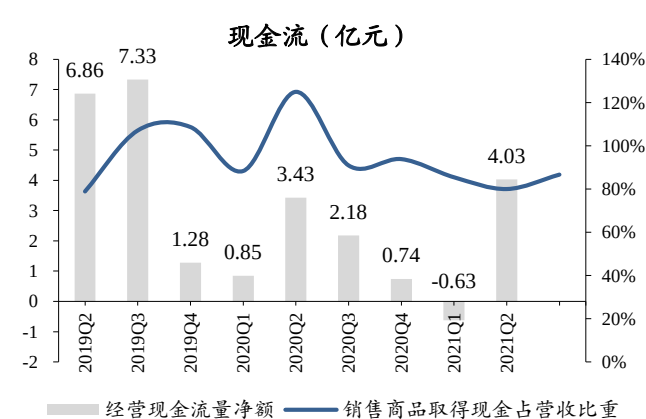
图 6：2021H1 期间费用率 18.05%，同比-2.35pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

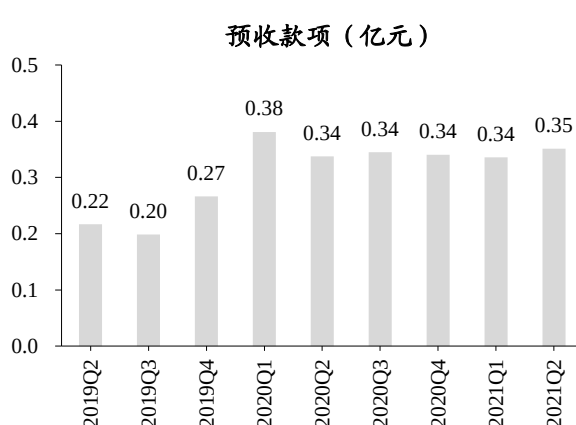
现金流稳健，因上半年原材料价格上涨较快，公司战略性储备原料导致存货上升。2021H1 经营活动现金流量净流入 3.40 亿元，同比下降 20.37%，其中 Q2 经营活动现金流量净额 4.03 亿元；销售商品取得现金 41.31 亿元，同比增长 14.16%。期末预收款项 0.35 亿元，比期初增长 3.16%。期末应收账款 27.85 亿元，较期初增长 5.62 亿元，应收账款周转天数较期初下降 6.93 天至 91.09 天。期末存货 17.19 亿元，较期初上升 2.33 亿元；存货周转天数较期初下降 13.77 天至 89.19 天。

图 7：2021Q2 现金净流入 4.03 亿元，同比+17.61%



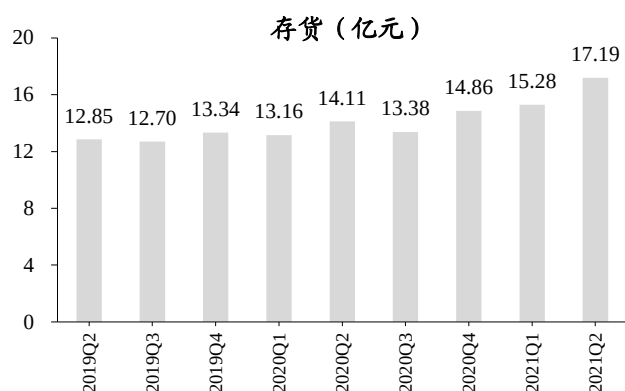
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：2021Q2 期末预收款项 0.35 亿元，同比+3.89%



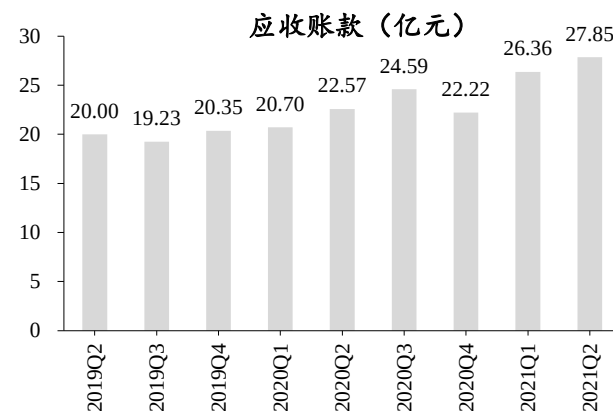
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9： 2021Q2 期末存货 17.19 亿元，较 2021 年初 +2.33 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10： 2021Q2 期末应收账款 27.85 亿元，较 2021 年初 +5.62 亿元



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：公司作为继电器龙头企业，考虑原材料及海运成本上升，我们小幅下调公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.8 亿元（-0.7 亿元）/16.3 亿元（-0.8 亿元）/21.5 亿元（-0.7 亿元），同比+42%/+38%/+32%，对应现价 PE 分别 39 倍、28 倍、21 倍，给予目标价 87.6 元，对应 2022 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等。

宏发股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6158.4	7547.3	9622.3	11867.4	营业收入	7819.1	11128.6	14502.0	18207.4
现金	898.2	1000.0	1100.0	1210.0	减:营业成本	4929.6	7043.4	9106.1	11346.0
应收款项	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	2315.6	2993.8	3730.2	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	5042.7	5227.4	5369.1	财务费用	83.5	37.1	33.8	31.1
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	3596.2	3747.7	3856.1	其他收益	-234.5	-528.5	-673.6	-832.9
无形资产	417.7	451.0	484.3	517.6	营业利润	1305.2	1844.3	2545.9	3354.3
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	12589.9	14849.8	17236.5	利润总额	1302.4	1845.3	2547.0	3355.5
流动负债	2408.1	3058.3	3939.5	4509.9	减:所得税费用	173.1	245.3	338.5	446.0
短期借款	402.9	225.6	308.7	162.8	少数股东损益	297.1	416.0	574.2	756.5
应付账款	1358.5	1974.5	2740.5	3240.7	归属母公司净利润	832.1	1184.0	1634.2	2153.0
其他流动负债	646.6	858.3	890.3	1106.4	EBIT	1272.8	1921.4	2619.7	3430.5
非流动负债	1034.7	1132.6	1132.6	1132.6	EBITDA	1780.8	2437.8	3196.7	4061.7
长期借款	618.2	618.2	618.2	618.2		7819.1	11128.6	14502.0	18207.4
其他非流动负债	416.5	514.4	514.4	514.4					
负债合计	3442.8	4190.9	5072.1	5642.5	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1872.7	2101.9	2418.3	2835.2	每股收益(元)	1.12	1.59	2.19	2.89
归属母公司股东权益	5527.5	6297.1	7359.3	8758.8	每股净资产(元)	7.42	8.46	9.88	11.76
负债和股东权益	10842.9	12589.9	14849.8	17236.5	发行在外股份(百万股)	744.8	744.8	744.8	744.8
					ROIC(%)	17.5%	23.7%	28.3%	31.8%
					ROE(%)	15.1%	18.8%	22.2%	24.6%
					毛利率(%)	37.0%	36.7%	37.2%	37.7%
					销售净利率(%)	10.6%	10.6%	11.3%	11.8%
					资产负债率(%)	31.8%	33.3%	34.2%	32.7%
					收入增长率(%)	10.4%	42.3%	30.3%	25.6%
					净利润增长率(%)	18.2%	42.3%	38.0%	31.7%
					P/E	55.08	38.71	28.05	21.29
					P/B	8.29	7.28	6.23	5.23
					EV/EBITDA	27.67	20.52	15.92	12.67
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	719.6	1583.6	1400.6	1832.4					
投资活动现金流	-702.7	-890.1	-811.7	-823.0					
筹资活动现金流	-474.5	-591.7	-488.9	-899.4					
现金净增加额	-486.5	101.8	100.0	110.0					
折旧和摊销	508.0	516.4	577.0	631.3					
资本开支	-937.1	-840.1	-761.7	-773.0					
营运资本变动	-775.5	-396.1	-1177.0	-1418.7					

数据来源: Wind, 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>