

公司研究

一体化打造竞争力，下游应用动能切换

——良信股份（002706.SZ）投资价值分析报告

要点

公司是智能化高端低压电气系统解决方案专家。公司成立于1999年，致力于实现低压电器国产化替代，是国内低压电器行业中、高端市场的领先企业。业务覆盖终端电器、配电电器、控制电器、智能家居等领域，产品及解决方案广泛应用于从发电端、输配电到用电端，包括通信、新能源、建筑、电力、工建、公商建、工控、智能楼宇等行业。2020年营收30.17亿元，同比+48.0%，归母净利润3.75亿元，同比增长37.5%；2021年前三季度营收28.2亿元，同比+31.8%，归母净利润3.46亿元，同比+8.8%。

国产替代加速，低压电器2020年市场空间862亿元。根据格物致胜《中国低压电器市场白皮书2021》，2020年低压电器市场规模预计为862亿元，配电电器、终端电器、控制电器市场份额占比分别为42%、34%、16%，2020-2025年市场规模CAGR预计分别为7.8%、6.4%、10.6%。到2025年，低压电器市场规模有望达到1240亿元。行业内厂家按产品等级和客户群体可分为三个梯队，良信占据第二梯队主导地位，并依靠品牌、产品质量和客户关系与外资企业抢占市场份额，不断推进国产替代。

公司绑定大客户，纵向一体化。公司实行绑定行业头部客户提供定制化开发服务的策略。在建筑、通信、新能源等领域，与万科、保利、华为、阳光电源、禾望电气等头部厂商合作紧密。近年来较高的研发投入支撑了良信在低压电器上的定制能力，公司针对海上风电、户用光伏、新能源车载电器系统、直流充电桩、电力物联网、智能楼宇等不同工况，推出差别化的解决方案。同时，公司投建海盐工厂，加强上游注塑、焊接等工艺管控，有望提升产品的一致性和稳定性，同时提升公司成本费用管控能力。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司2021-23年的营业收入分别为42.0/56.5/74.2亿元，归母净利润分别为4.58/7.05/9.48亿元，对应EPS为0.45/0.69/0.93元。当前股价对应21-23年PE分别为40/26/19倍。参考相对估值和绝对估值结果，考虑到公司绑定下游大客户，产品适应多种场景及多种工况，未来增长动力强。**首次覆盖给予“买入”评级。**

风险提示：原材料价格波动风险、下游需求波动风险、市场竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,039 | 3,017 | 4,202 | 5,649 | 7,420 |
| 营业收入增长率 | 29.53% | 47.98% | 39.31% | 34.42% | 31.35% |
| 净利润(百万元) | 273 | 375 | 458 | 705 | 948 |
| 净利润增长率 | 23.03% | 37.49% | 21.95% | 54.07% | 34.38% |
| EPS(元) | 0.27 | 0.37 | 0.45 | 0.69 | 0.93 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 15.12% | 18.42% | 18.35% | 24.11% | 27.48% |
| P/E | 67 | 49 | 40 | 26 | 19 |
| P/B | 7.8 | 6.9 | 7.4 | 6.3 | 5.3 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-03

买入（首次）

当前价：18.00元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：黄帅斌

执业证书编号：S0930520080005

021-52523828

huangshuaibin@ebsecn.com

联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

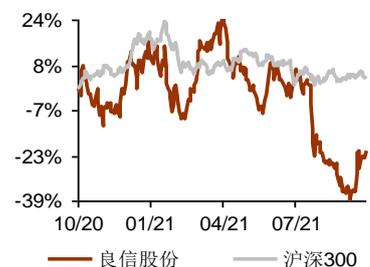
联系人：和霖

helin@ebsecn.com

市场数据

| | |
|------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 10.19 |
| 总市值(亿元) | 183.44 |
| 一年最低/最高(元) | 12.46/26.26 |
| 近3月换手率 | 78.62% |

股价相对走势



收益表现

| % | 1M | 3M | 1Y |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | 33.98 | -14.60 | -37.65 |
| 绝对 | 31.77 | -17.77 | -18.06 |

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

配电电器：以塑壳断路器、框架断路器、自动转换开关为主体。假设 21-23 年该部营收增速分别为 56%/44%/38%，假设随着纵向一体化加强，以及大宗商品价格企稳，毛利率稳中有升，21-23 年分别为 38%/40%/40.5%。

终端电器：以微型断路器为主体，用于线路末端，如商住、写字楼、商场、医院及车间等场合，起配电、保护、控制、指示信号、计量等作用。假设 21-23 年该部营收增速分别为 23%/22%/20%，假设随着纵向一体化加强，以及大宗商品价格企稳，毛利率稳中有升，21-23 年分别为 40%/42%/42.5%。

控制电器：以接触器、继电器为主体，是完成各种电动机的启动、调速、正反转、制动的各种控制的低压电器。假设 21-23 年该部营收增速分别为 26%/30%/30%，假设随着纵向一体化加强，以及大宗商品价格企稳，毛利率稳中有升，21-23 年分别为 23%/24.5%/24.5%。

电工产品：主要是中、低压成套开关设备和控制设备，以及智能家居系列产品。假设 21-23 年该部营收增速分别为 76%/50%/45%，假设随着纵向一体化加强，以及大宗商品价格企稳，毛利率稳中有升，21-23 年分别为 24%/24.5%/25%。

我们区别于市场的观点

- 1) 市场认为，良信受下游地产行业影响较大，增长乏力。我们认为，公司产品低压电器广泛应用于各类配电网及终端，随着新能源、5G 通信、配电网改造发展，公司将迎来增长动能切换；
- 2) 市场认为，公司所在低压电器行业缺乏技术壁垒，未来竞争将加剧。我们认为，公司历年来研发费用率领先同行，具备不同工况下的产品定制能力。海盐工厂投产后，公司产品质量有望再上台阶，从而建立起竞争优势。

股价上涨的催化因素

- 1) 客户开拓取得进展。目前公司产品中，控制电器占比仍较小，未来如果在新能源车高压直流继电器领域取得突破，则有望拉动公司业绩增长，对股价形成催化；
- 2) 下游行业需求超预期。2021 年上半年，地产、5G 通信基站等领域需求不足，影响公司产品出货。未来若地产调控有所放松，或 5G 基站建设提速，则有望拉动公司业绩增长，对股价形成催化。

估值与评级

我们预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 42.0/56.5/74.2 亿元，归母净利润分别为 4.58/7.05/9.48 亿元，对应 EPS 为 0.45/0.69/0.93 元。当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 40/26/19 倍。参考相对估值和绝对估值结果，考虑到公司绑定下游大客户，产品适应多种场景及多种工况，未来增长动力强。首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

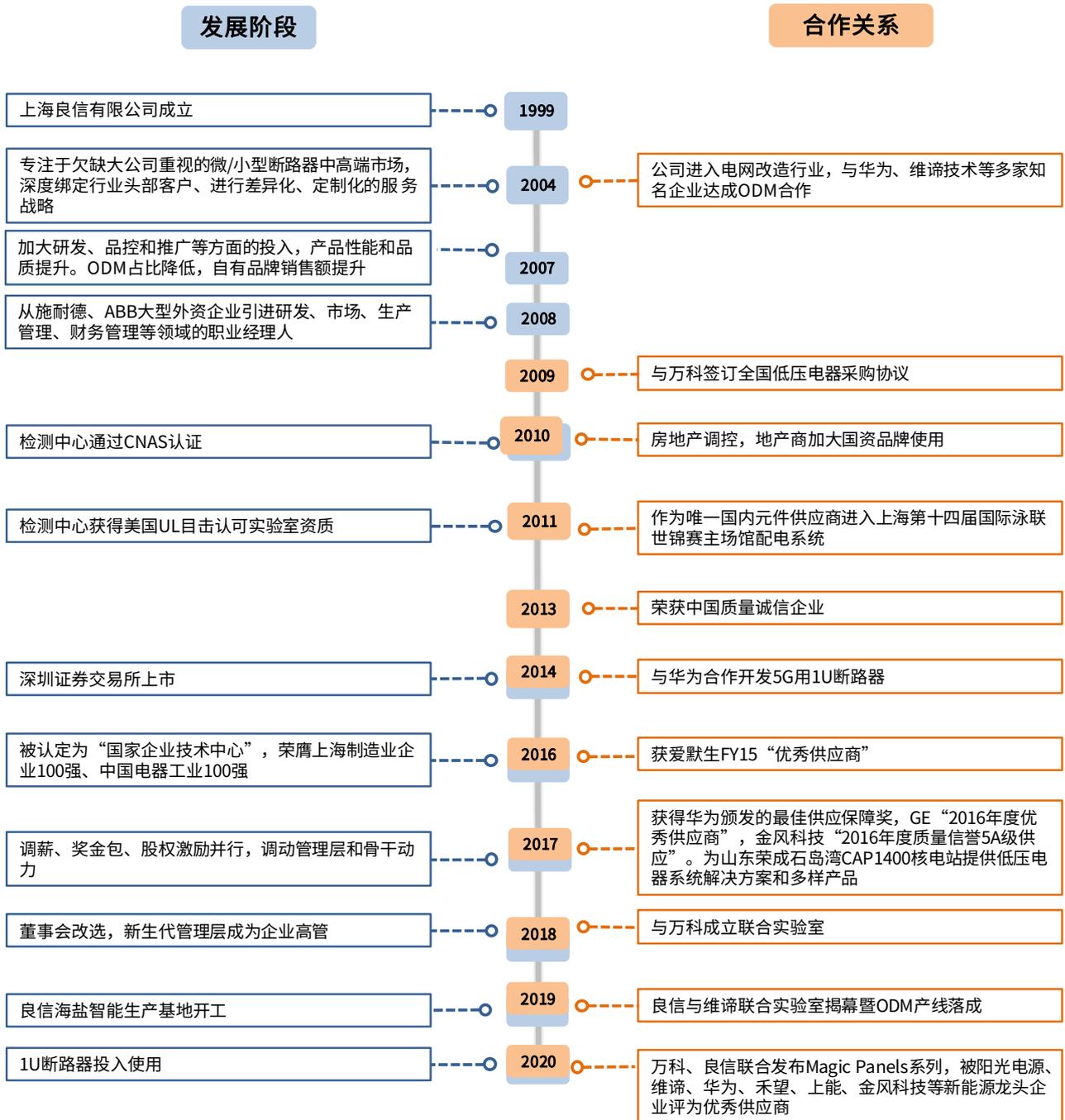
| | |
|-----------------------------------|-----------|
| 1、智能化高端低压电气系统解决方案专家 | 4 |
| 1.1、品牌口号：有电有良信..... | 4 |
| 1.2、业绩稳步增长，ROE 持续提升..... | 6 |
| 1.3、管理层技术出身，重视研发..... | 7 |
| 2、低压电器：国产替代加速 | 9 |
| 2.1、下游应用广泛，2020 年市场空间 862 亿元..... | 9 |
| 2.2、竞争格局：梯队明显，国产替代进行时..... | 10 |
| 2.3、大宗涨价，利润率短期承压..... | 11 |
| 3、绑定大客户，纵向一体化 | 13 |
| 3.1、聚焦各行业大客户开发..... | 13 |
| 3.2、重视研发与服务，打造多行业解决方案..... | 14 |
| 3.3、海盐工厂助力纵向一体化..... | 17 |
| 4、盈利预测 | 18 |
| 5、估值水平与投资评级 | 19 |
| 5.1、相对估值..... | 19 |
| 5.2、绝对估值..... | 19 |
| 5.3、估值结论与投资评级..... | 21 |
| 6、风险分析 | 21 |

1、智能化高端低压电气系统解决方案专家

1.1、品牌口号：有电有良信

上海良信电器股份有限公司成立于1999年，公司以中高端微/小断路器为切入点，深耕低压电器领域二十余年，不断拓宽产品线。良信股份致力于实现低压电器国产化替代，是国内低压电器行业中、高端市场的领先企业。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、光大证券研究所

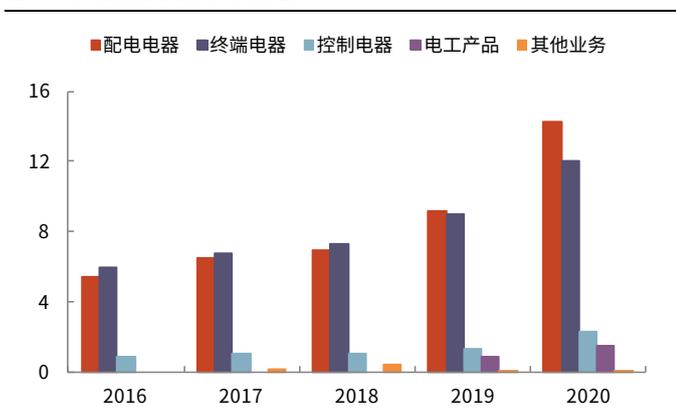
表 1: 公司低压电器业务

| 产品类别 | 功能 | 典型产品 | 产品型号 | 应用场景 | 主要客户 |
|------|--|---|------------------------|---|-------------------------------------|
| 配电电器 | 用于电流的接通、分断，能在线路或用电设备发生短路、过载、欠压等故障时切断电路，从而起到对线路和设备的保护作用 | 框架（万能式）断路器；塑料外壳式断路器；熔断器、双电源转换开关、隔离开关等 | NDM2/NDM3 系列塑料外壳式断路器 | 广泛应用于新能源、电力、工控、地产、电力电源、电信、轨道交通、工（公）建等行业 | 华为、金风科技、禾望电气、阳光电源、三菱、中车、国电南瑞、万科等 |
| | | | NDW 系列框架断路器 | | |
| | | | NDQ 系列开关 | 广泛用于医院、学校、银行、化工、消防等不允许断电的重要场所 | 万科集团、龙湖地产 |
| | | | NDG3 系列隔离开关 | 主要安装在低压配电电路中，做主电路的不频繁接通和断开，并起隔离分断线路的作用，适用于光伏、储能、电力、建筑、冶金、电信等行业 | 华为、金风科技、禾望电气、阳光电源、国电南瑞、万科集团、中国移动等公司 |
| 终端电器 | 用于线路末端，起配电、保护、控制、指示信号、计量等作用，具有模数化的外形尺寸和导轨式安装的结构 | 小型断路器、接触器、隔离开关、开关熔断器组、配电箱、仪表等 | NMD5E 系列电子塑料外壳式断路器 | 用于对断路器的检测和监控，降低电网的运维成本，也为将来的能效系统提供必要的数据库 | 国电南瑞、国电南自、上海电力等 |
| | | | NDB3/NDB5 液压电磁式断路器 | 广泛用于计算机及其外围设备、工业自动化系统、电讯设备、通用电源系统、UPS 不间断电源设备、铁路机车、船用电气系统、航空航天、电梯控制系统和移动电源设备中 | 国电南瑞、国电南自、中车、三菱、日立、格力等 |
| | | | NDB6A/NDB6AZ 系列 1U 断路器 | 主要用于电信机房或通讯机柜中，作为机柜、机房或者下游用户线路的隔离、短路及过载保护 | 华为、中兴、维谛技术、中国移动、中国联通、爱立信等 |
| | | | NDB1/NDB2 系列微型断路器 | 具有短路保护、过载保护、控制、隔离等功能。适用于工业、民用建筑、能源、通信及基础设施建设等领域低压终端配电 | 万科、碧桂园、华为、中国移动、特变电工 |
| 控制电器 | 完成各种电动机的启动、调速、正反转、制动的各种控制的低压电器，还能用于对计算机外围设备和小型电源设备的保护 | 交流接触器、直流接触器；主令电器，行程开关、软起动机、变频器、设备用断路器等。 | NDZ3 系列高压直流接触器 | 电动汽车、充电桩、充电站、储能等 | 上汽、中车、比亚迪、特来电、华为、阳光电源等 |
| | | | NDC5K 系列真空接触器 | 主要用于光伏、风电行业，供远距离接通分断电路，也可以用在工控行业远距离接通和分断及频繁启动控制交流电动机，还可控制交流电动机可逆运转或反向制动。 | 华为、阳光能源、运达风电、维谛技术、禾望电气等 |
| | | | NDC1 | 广泛应用于光伏、风电、商建、民建 | 华为、阳光能源、运达风电、维谛技术、禾望电气、万科集团、碧桂园等 |
| | | | NDJG2 系列混合继电器 | 广泛应用于数字程控装置，调温装置，以及数据处理系统及计算机终端接口电路等场景 | 三菱、日立、蒂森克虏伯、通力、沈阳机床等 |
| 智能电工 | 基于智能家居场景、可扩展的系统集合产品 | MagicPanels、雅仕、品致等系列开关、插座、温控、边框和其它一系列产品 | MagicPanels 系列产品 | 可集成包括集中控制系统、智能照明系统、电器控制系统、安防传感系统、暖通健康系统、遮阳系统、门禁系统、能效系统的智能家居系统 | 万科、龙湖和二十余家酒店集团 |

资料来源：公司公告、光大证券研究所

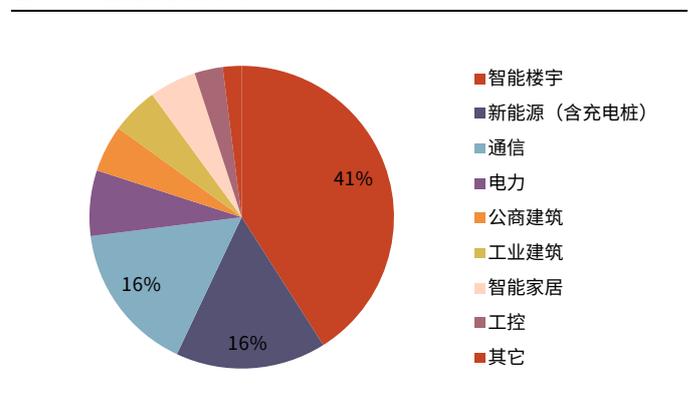
公司下游覆盖行业广，主要客户为业内龙头。公司口号是“有电有良信”，目前业务覆盖终端电器、配电电器、控制电器、智能家居等领域的研发、制造、销售和服务。公司生产的低压电器产品作为用电负载的前端设备，产品及解决方案广泛应用于从发电端、输配电到用电端，包括通信、新能源、建筑、电力、工控、公商建、工控、智能楼宇等行业，其中智能楼宇、通信以及新能源为主要收入来源。近些年受国产替代和双碳政策影响，公司产品作为逆变器元件的主要上游，在光伏、风电领域的业务增速明显。

图 2: 产品分类收入 (亿元)



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图 3: 下游分类收入 (2020 年)

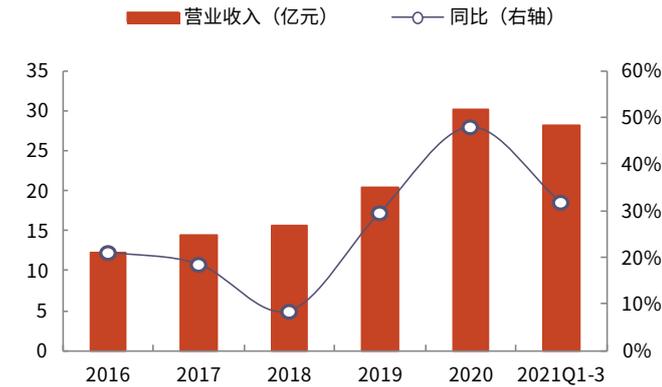


资料来源：公司公告、光大证券研究所

1.2、业绩稳步增长，ROE 持续提升

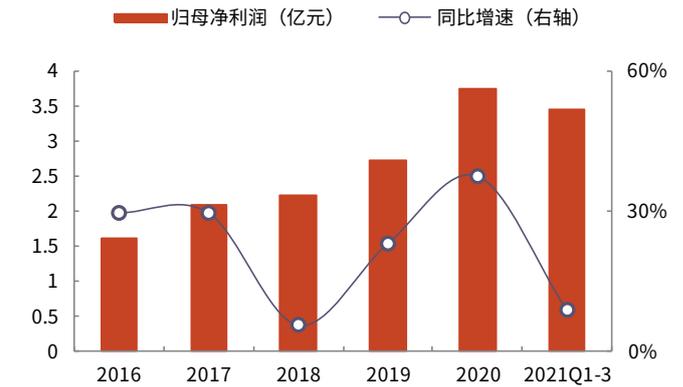
公司营收、归母净利润持续稳定增长。2018 年受“光伏 531 新政”影响，光伏装机量大幅下滑，公司营收及归母净利润受到影响，增速减缓。2019-2020 年营收增速持续加快。2020 年营收 30.17 亿元，同比增长 47.98%，归母净利润 3.75 亿元，同比增长 37.49%。2021 年前三季度，实现营收 28.2 亿元，同比增加 31.8%，实现归母净利润 3.46 亿元，同比增加 8.8%，归母净利润增速放缓，受地产调控、5G 建设不及预期、以及大宗商品价格上涨的影响。

图 4：公司营收及同比增速



资料来源：wind、光大证券研究所

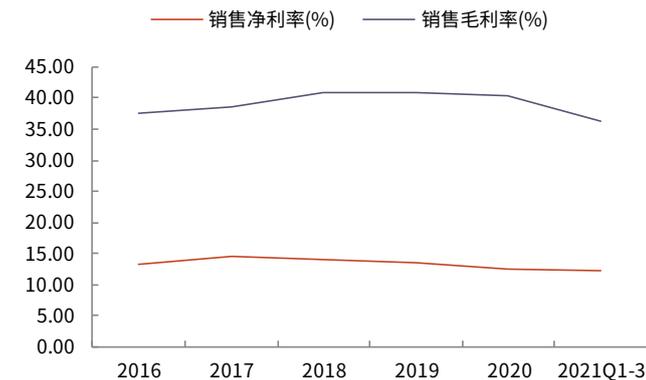
图 5：公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind、光大证券研究所

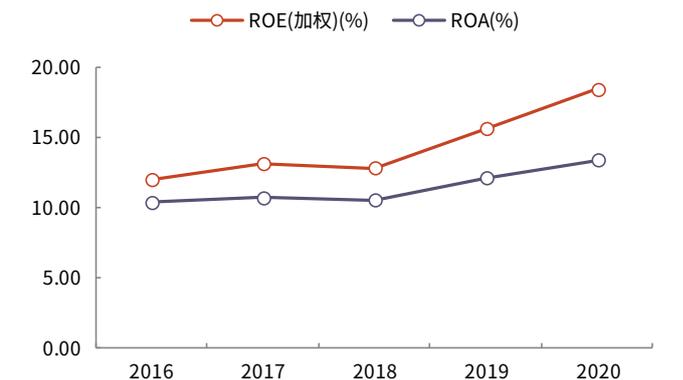
毛利率业内顶尖，资产利用率提升迅速。近年来公司的毛利率水平稳定，截止 2020 年平均毛利率接近 40%。2021 年前三季度，大宗商品价格不断攀升，公司毛利率同比下降 5.9pct，净利率同比下降 2.6pct。随着公司资产周转率、资产负债率优化，ROE 与 ROA 稳步提高。

图 6：公司毛利率、净利率情况



资料来源：wind、光大证券研究所

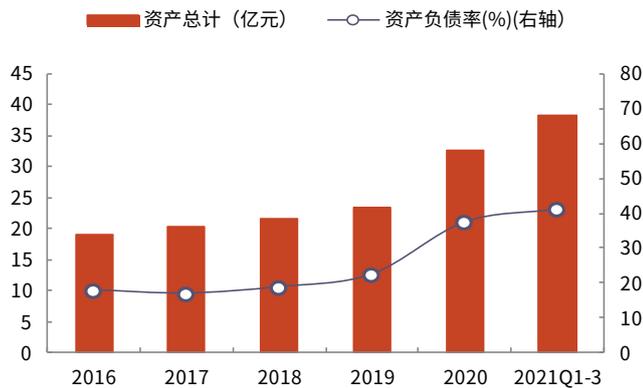
图 7：公司 ROE、ROA 情况



资料来源：wind、光大证券研究所

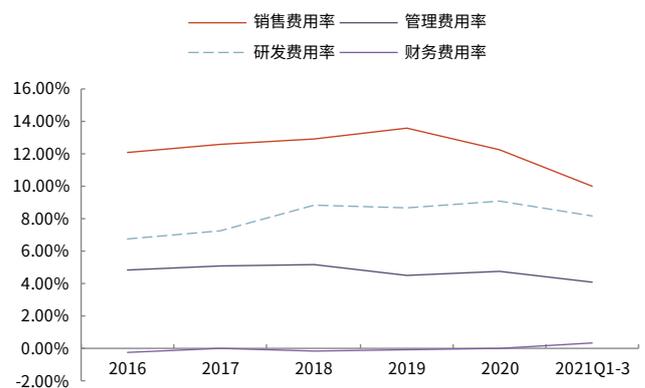
由于公司海盐工厂开工，2020 年起资产负债率小幅提升。2021 年，在上游大宗商品涨价的压力下，公司积极控制费用，减少不必要开支，销售费用率、管理费用率均出现较明显下行。

图 8：公司资产负债率情况



资料来源：wind、光大证券研究所

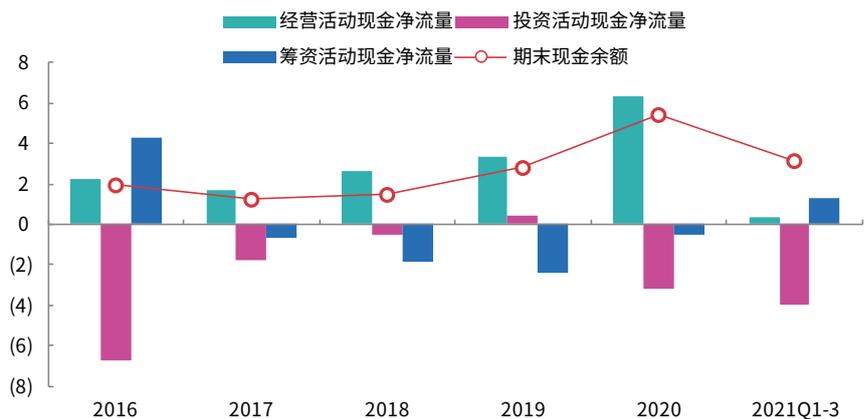
图 9：公司各项费用率情况



资料来源：wind、光大证券研究所

现金流充裕，风格稳健。公司的持续投入支撑了业务的扩张，2017-2020 年经营活动净现金流持续增长，在手现金充裕。2021 年前三季度，受海盐工厂建设及原材料备货影响，在手现金有所减少。

图 10：公司经营活动现金流（亿元）



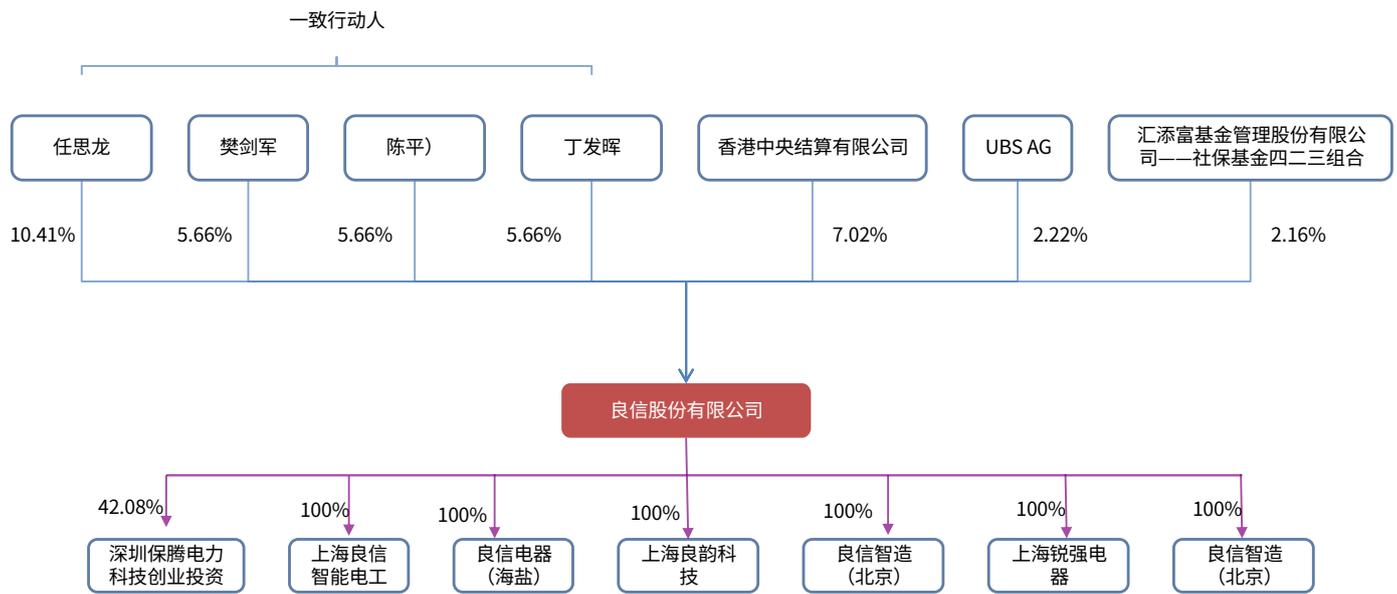
资料来源：公司公告、光大证券研究所

1.3、管理层技术出身，重视研发

公司董事任思龙曾任天水二一三厂研究所所长和技术副厂长，公司高层大部分为前天水二一三厂员工。天水二一三厂作为施耐德电气在中国的合作方，参与低压电器技术转让领域合作，良信管理层具有多年低压电器领域研究及从业经验，技术背景雄厚。企业创始人为公司主要高层，且 20 余年间始终在良信工作。随着任思荣于 2021 年退出一致行动协议，公司实际控制人为签署了一致行动协议的任思龙、樊剑军、陈平、丁发晖四人，共持有公司股份 27.39%。

良信持续回购股份用以股权激励。截至 2021 年 5 月 17 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购股份，回购股份数量为 3,500,000 股，占公司总股本的 0.34%，支付总金额为 1.01 亿元（含交易费用），回购的股份用途为实施股权激励或员工持股计划。

图 11: 良信股份股权结构



资料来源: 公司公告、光大证券研究所; 截止 2021 年三季度

表 2: 公司高管履历

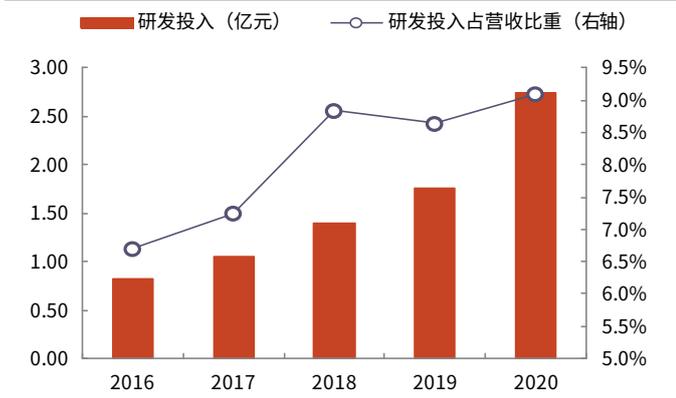
| 姓名 | 职位 | 履历 |
|-----|------|--|
| 任思龙 | 董事长 | 男,1962 年 4 月出生,中国籍,中欧国际工商学院 EMBA。1983-1999 年在水 213 机床电器厂工作,先后担任技术员、研究所所长、副厂长,1999 年至今在上海良信电器股份有限公司工作,曾担任监事、现担任上海良信电器股份有限公司董事长。 |
| 樊剑军 | 副董事长 | 1991-1999 年在水 213 机床电器厂工作,先后担任设计员、天水 213 西安公司生产技术主管,1999 年至今在上海良信电器股份有限公司工作,先后担任技术部经理、制造部经理、事业部总监,现担任上海良信电器股份有限公司副董事长。 |
| 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 月至今在上海良信电器股份有限公司工作,先后担任营销经理、品质经理、营销总监,现担任上海良信电器股份有限公司副董事长。 |
| 陈平 | 总裁 | 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 年至今在上海良信电器股份有限公司工作,先后担任技术部经理、营销部经理、工控事业部总监,现担任上海良信电器股份有限公司董事、总裁。 |

资料来源: 公司公告、光大证券研究所

营销队伍不断扩大,研发投入持续增加。公司的主要销售模式为直销,截止 2020 年底,公司有 681 名销售人员在编,同比 2019 年底扩编近 200 人。公司近年来在研发领域的投资持续增长,2018 年以来研发费用率持续保持在 8%以上,截止到 2020 年底,公司累计申请专利 1540 项,获得授权 879 项,在行业内居于前列。

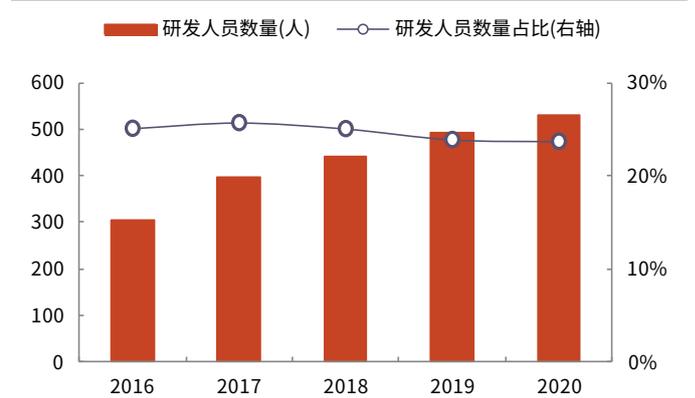
良信电器拥有美国 UL 和中国 CNAS 双重资质实验室,一期占地 3000 平方,拥有 25 个功能试验室,承担 35 个大项、数百个子项的试验和检测,涵盖低压电器所有试验项目。可提供各行业差异化、个性化实验验证,为在线产品性能和质量监督提供全面保障,为产品开发平台和技术研究平台提供专业服务。

图 12: 公司研发费用及占比



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

图 13: 公司研发人员数量及占比



资料来源: 公司公告、光大证券研究所

2、低压电器：国产替代加速

2.1、下游应用广泛，2020 年市场空间 862 亿元

低压电器是指用于交流 50Hz（或 60Hz）、额定电压为 1000V 及以下（在我国 1140V 也参照处理）、直流额定电压为 1500V 及以下的电路内起通断、保护、控制或调节作用的电器元件或组件。在工业、农业、交通、国防以及人们用电部门中，大多数采用低压供电，因此电器元件的质量将直接影响到低压供电系统的可靠性。

低压电器产品最主要产品是三断一接（即框架万能式断路器、塑料外壳式断路器、小型断路器、接触器），市场规模金额占整体低压电器产品的 86%左右。

按照产品作用，一般可分为配电电器、终端电器、控制电器。

图 14: 低压电器定义



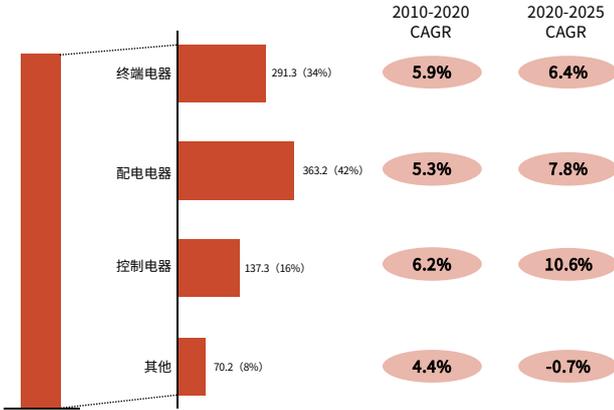
资料来源: 《中国低压电器市场白皮书 2021-格物致胜》

根据格物致胜《中国低压电器市场白皮书 2021》，2020 年低压电器市场规模 862 亿元，配电电器、终端电器、控制电器是市场份额占比分别为 42%、34%、

16%，预计 2020-2025 年市场规模 CAGR 分别为 7.8%、6.4%、10.6%。到 2025 年，低压电器市场规模有望达到 1240 亿元。

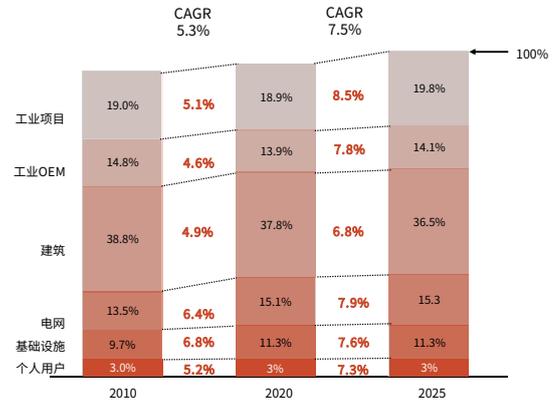
分应用领域来看，2020 年工业项目、工业 OEM、建筑、电网、基础设施、个人用户分别占比 18.9%、13.9%、37.8%、15.1%、11.3%、3.0%。

图 15: 2020 年低压电器产品业绩细分产品



资料来源:《中国低压电器市场白皮书 2021-格物致胜》;单位:亿元

图 16: 中国低压电器市场规模-用户行业



资料来源:《中国低压电器市场白皮书 2021-格物致胜》

2.2、竞争格局：梯队明显，国产替代进行时

低压电器在所处项目中成本占比较低又关乎用电安全，因此品牌和质量效应明显。行业竞争水平、市场化程度较高，但行业集中度较低，行业前二十企业共占据 55.8% 的市场份额（2020 年），形成了国际公司与国内本土优势企业共存的竞争格局。

图 17: 2020 年中国低压电器市场份额



资料来源:《中国低压电器白皮书-2021》(格物致胜), 光大证券研究所整理

根据产品特征、销售渠道及市场定位，国内低压电器行业参与者可分为三个梯队。外资企业起步早，技术积累雄厚，占据第一梯队；第二梯队为中高端市场，良信为业内龙头；第三梯队为零售市场，正泰依靠渠道分销占据绝对主导地位。

良信依靠品牌、产品质量和客户关系与外资企业抢占市场份额。近年来，低压电器行业受产业升级和产品更新迭代影响，低端市场不断萎缩。同时，外资企业受到国产品牌技术和工艺进步带来的竞争，开始向下探索市场，中高端市场规模不断扩大。

表 3：低压电器行业三个梯队

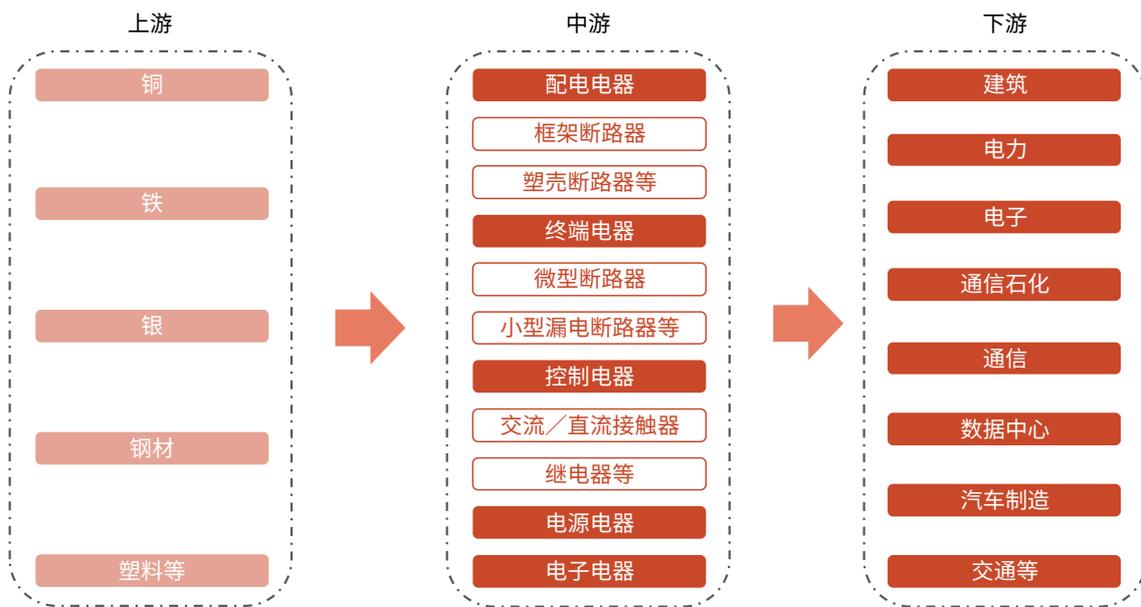
| 竞争者类型 | 主要公司 | 市场特征 | 竞争者特征 |
|------------|-------------------|--|----------------------------|
| 第一梯队（高端市场） | 施耐德、西门子、ABB | 对可靠性要求高，价格敏感度低，产品毛利率高，品牌效应明显 | 产品线广度、深度的全面覆盖，产品可靠性、一致性水准高 |
| 第一梯队（中端市场） | 良信电器、常熟开关厂、上海人民电机 | 主要行业与高端市场相似，在指标相同的条件下以性价比和特异化与高端抢占市场，毛利率较高 | 优势产品占据细分市场、可靠性高、一致性较高 |
| 第三梯队（零售市场） | 正泰电器、德力西电气 | 覆盖广、同时面向行业和零售客户，在满足主流指标要求的情况下尽量压低价格，毛利率较低 | 产品同质化程度高，多依靠分销 |

资料来源：《中国低压电器市场白皮书 2021-格物致胜》

2.3、大宗涨价，利润率短期承压

低压电器原材料主要是为生产而采购的零部件，包括金属件、塑料件、电子元件等。这些零部件的基础原材料为铜、钢、银、塑料等。

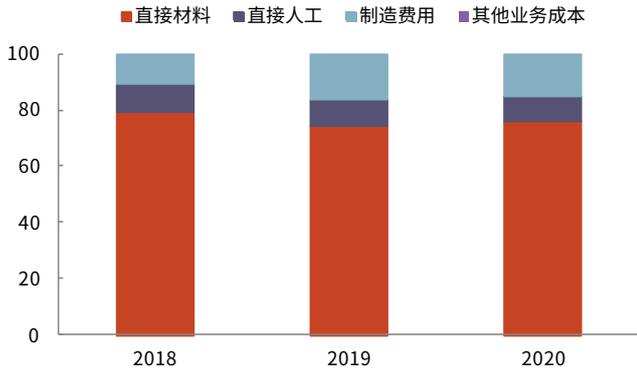
图 18：低压电器上下游产业链



资料来源：中商情报网、光大证券研究所

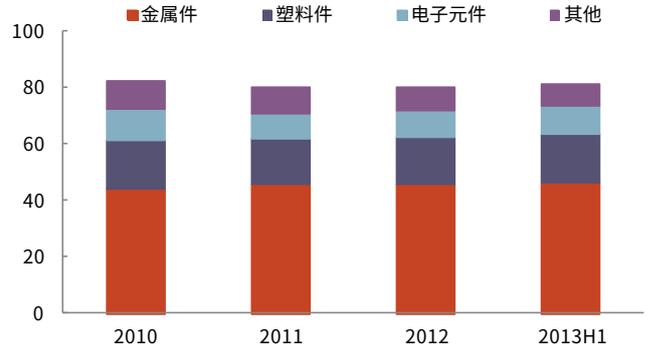
在公司的成本结构中，直接材料成本占比 80%左右。而原材料采购总额中，金属件、塑料件占多数。除电子元件一般为行业普适标准件外，其他零部件一般为公司产品专用件，需要公司对定制件供应商提供设计图纸，并在其对公司供货前期就进行相关的技术介入。

图 19: 公司成本结构



资料来源: 公司公告、光大证券研究所; 单位: %

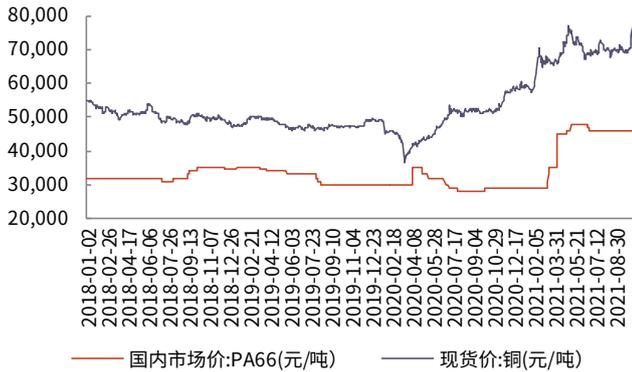
图 20: 各主要原材料在产品成本中所占比重



资料来源: 公司公告、光大证券研究所; 单位: %; 注: 最新数据未披露

2021 年前三季度, 大宗商品价格涨幅较大, 公司所需的主要原材料如钢、铜、塑料、银等价格上涨, 给行业带来成本压力。

图 21: 2021 年前三季度塑料、铜价格上涨



资料来源: WIND、光大证券研究所; 截止 2021.9.30

图 22: 2021 年前三季度白银、螺纹钢价格上涨



资料来源: WIND、光大证券研究所; 截止 2021.9.30

3、绑定大客户，纵向一体化

3.1、聚焦各行业大客户开发

良信实行绑定行业头部客户提供定制化开发服务的策略。良信从创立初期便以微/小型断路器的中高端市场为切入点，提供差异化、定制化的服务来满足客户需求来绑定各行业的龙头企业来寻求发展。如今公司凭借高质量高性价比的定制化产品和客户开发服务体系，深度绑定了工建、工控、电力、楼宇、新能源、通信等领域的头部客户。

在建筑行业，截止 2021 年 8 月，良信与国内前十大地产企业中的八家、百强房企中的 78 家达成战略合作协议，与万科达成合作十余年。2021 年上半年，良信在地产行业的品牌影响力和市场占有率进一步扩大，提出了高端写字楼与商业配电系统解决方案，新签及续签战略客户数量和质量得到很大提升，与万科、碧桂园等头部客户的战略合作更加深入。

在通信行业，特别是数据中心和基站下游，良信客户覆盖三大运营商和维谛、华为和中兴等设备商以及其他第三方公司，良信还与维谛共同创办 ODM 产线实验室，与华为合作研发出了 5G 专用的 1U 规格断路器。公司不断优化和拓展 5G 专用 1U 产品市场应用，更为深入地参与 5G 事业的发展。

在新能源领域，良信业务涉及光伏、风电、充电站（桩），与阳光电源、华为、维谛、禾望、上能、金风、明阳、上汽、宇通、比亚迪等头部公司均有合作。公司作为逆变器厂商最大上游之一，在保持集中式逆变器细分行业主力份额定位的同时，在组串式逆变器细分行业实现了跨越式增长。同时成为 TOP 整机厂首选供应商，与金风科技创建了联合实验室。公司在风电、光伏中 EPC 品牌认可度持续提升，逆变器市场占有率行业前列且份额逐步扩大。在新能源汽车行业，从充电设施、车载配电到电池包全方位推进，已得到多家客户产品测试及应用。

在电力领域，良信与国电南自、国电南瑞、四方、许继保持密切合作关系。同时积极参与国网、南网集采招标，参与国网示范项目的建设。

工建、公商建下游分散，良信在该领域业务基数较小，但增长迅速。

由于积极的开拓用户，虽然良信聚焦于各行业大客户的开发，但客户集中度较低，2020 年前五名客户共年度销售总额的 24.74%，对单个客户的依赖程度较低。良信在地产等行业虽然达成达成协议的客户较多，但在多家企业的业务中占比低，业务仍然有较大的提高空间。

图 23：公司绑定下游多家优质客户

良信荣获中国南方电网“2021年度优质供应商”奖

原创 良信 Nader良信 9月28日

联合研发引领产品创新，良信蝉联万科“A级供应商”殊荣

Nader良信 3月26日

良信荣获阳光电源“2020年度战略合作伙伴奖”

原创 良信 Nader良信 1月28日

良信荣获金风科技2020年度“商务合作奖”

原创 良信 Nader良信 3月4日

良信与禾望电气签署战略合作协议，携手推进能源绿色低碳化转型

原创 良信 Nader良信 5月21日

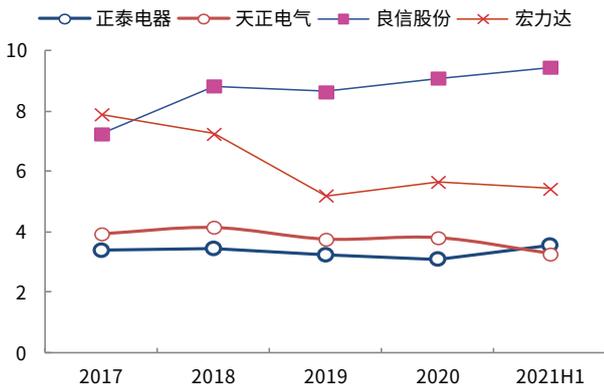
资料来源：公司官方微信公众号

3.2、 重视研发与服务， 打造多行业解决方案

研发与营销是良信的投入重点。良信一方面持续高研发投入， 加固自身专利护城河， 在高景气的新能源、 通信、 智能家居等新兴市场推陈出新。 另一方面， 公司深化营销组织变革， 通过设立端到端流程型组织的产品线模式， 构建快速响应的服务能力。

服务方面， 良信推出了业界首创的 3 年质保以及 4 小时办事处到达现场的服务体系， 截止 2021 年 9 月底， 已建立 60 家办事处覆盖全国 140 多个城市， 服务团队逾 800 人。

图 24： 良信股份研发费用率领先同业



资料来源：各公司公告、光大证券研究所；单位：%

图 25： 良信股份构建起全球服务体系



资料来源：公司官网

良信对新产品的研发支撑了业绩快速增长。公司与华为合作研发的 1U 断路器在 5G 基站应用广泛， 支撑了通信下游的业务。 与万科共同发布的 Magic Panels 等智能家居产品可集成包括集中控制系统、 智能照明系统、 电器控制系统、 安防传感系统、 暖通健康系统、 遮阳系统、 门禁系统、 能效系统的智能家居系统， 有助于酒店节省能耗、 减少线缆消耗。

图 26： 良信电器 5G 专用断路器



资料来源：公司官网

图 27： Magic Panels 系列智能家居产品



资料来源：公司官网

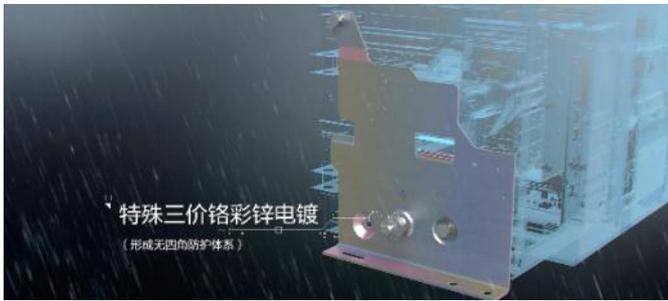
近年来每年不低于 8% 销售额的研发投入支撑了良信在低压电器上的定制能力，也帮助良信拓宽了产品覆盖以及系统开发的能力。

在新能源领域，良信开发出适应包含高海拔、高湿度、高盐等工况的组件，助力新能源行业的发展。

如海上风电场，对断路器耐湿热/盐雾及防腐性提出更为严苛的要求。良信海上风电定制型产品，提升潮湿环境下电气绝缘和耐长霉性能，电子控制器加强密封工艺，外露钣金件特殊电镀工艺，形成无死角防护体系。达到“三防”标准，防腐 C4H 以及气体腐蚀 3C2 标准，全面解决海上风电行业痛点。

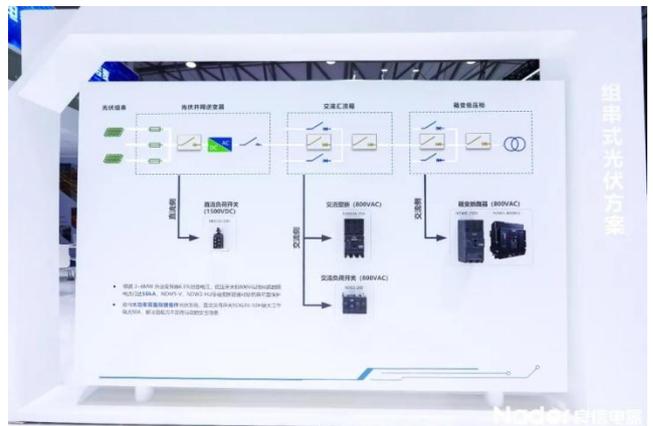
在光伏领域，良信与阳光电源、华为等行业龙头企业保持长期合作关系，公司覆盖行业全系列低压电器产品，截止 2020 年 8 月光伏配电产品累计出货量超过 50GW，光伏逆变器系统市场占有率较高。

图 28：海上风电挑战与解决方案



资料来源：公司官网

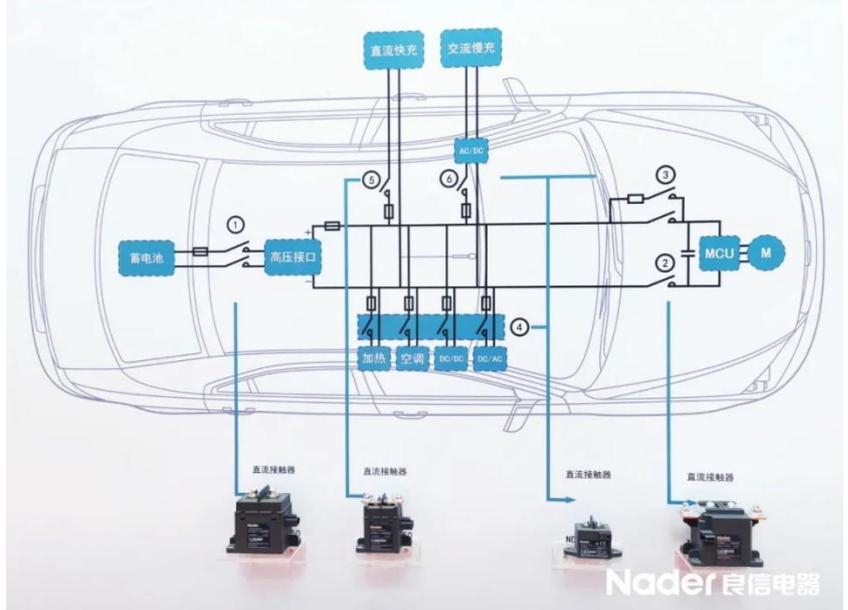
图 29：组串式光伏方案



资料来源：公司官网

基于新能源汽车的系统要求，良信研发出 NDZ3T 及 NDZ3AT 系列陶瓷密封直流接触器产品。可应用于小型车（114V）、乘用车（500V）、商用车（750V）及重卡（1000V）等不同车辆，为新能源汽车高压直流继电器提供完整的电气系统解决方案，覆盖从上线到质保运营的生命周期专业服务。

图 30：新能源车载电器系统解决方案



资料来源：公司官网

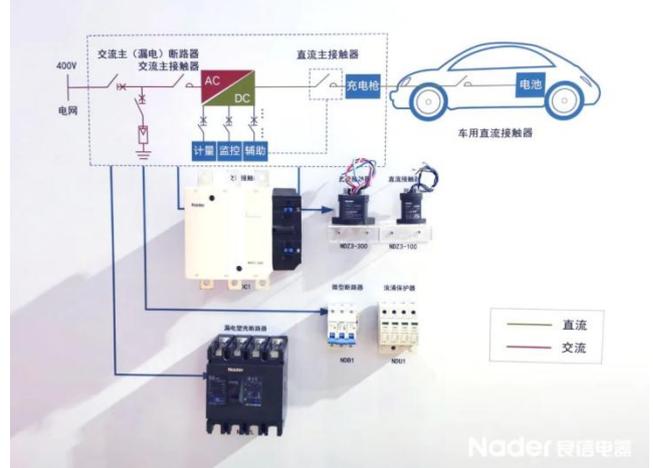
良信多年来深耕充电桩行业,并根据不同充电方式的特点提供全面的充电桩系统解决方案,直击漏电安全、高低温等行业痛点,打造具有极端环境适应能力的产品。与国家电网、特来电、星星充电、比亚迪汽车等行业领先企业长期合作,在北京大兴机场、京沪高速充电站、上海浦东机场充电站、比亚迪环形充电塔等项目中良信都提供了安全可靠的充电保障。

图 31: 助力广汽埃安成功打造高性能、高质量超充桩



资料来源: 公司官网

图 32: 直流充电桩系统解决方案



资料来源: 公司官网

良信通过深入了解国网、南网等各大电力公司的痛点,与行业领军企业反复研讨、深度合作,推出了真正的一二次融合的智慧断路器,打造出极简的“低压台区电力物联网解决方案”,将智能改造所需要的设备全部整合到断路器中。

图 33: 良信电力物联网系统解决方案



资料来源: 公司官网

在智能楼宇领域,良信针对电源、配电、负载和用户各级需求提供智能化高端低压电气系统解决方案。具备集实时项目地管理、能效管理、设备运行管理、用电系统故障预警报警管理等功能,同时结合元件健康度预测等,提供一体化智能化运维配电方案。

图 34：智能楼宇低压电气系统解决方案



资料来源：公司官网

3.3、海盐工厂助力纵向一体化

2018 年 12 月 8 日，公司与浙江省海盐经济开发区管理委员会签订《项目投资框架协议》，拟在浙江省海盐经济开发区购置 160 亩工业用地用于投资建设低压电器生产基地，总投资额约 10 亿元。

海盐工厂的建立有利于良信实现纵向一体化。低压电器企业通常从上游厂商采购电子元器件而不是直接采购原材料进行制造，仅少数企业有覆盖了电子元器件的制造。良信电器海盐智能生产基地计划于 2021 年底完成一期建造并投产，覆盖**模具、冲压、注塑、电镀、焊接、电子、装配、仓储物流**等智能低压电器全产业链，有助于提高产品的一致性和稳定性，同时提升公司成本费用管控能力，从而加强公司产品在行业尤其高端市场的竞争力。

据公司公众号披露，海盐智能化工厂已经被浙江省确立为“未来工厂”项目，投产后将全面提升产品制造和关键部件、关键工艺等核心能力。

图 35：良信电器海盐智能生产基地



资料来源：公司官网

图 36：海盐基地主要覆盖前向工艺



资料来源：公司官网

4、盈利预测

配电电器：以塑壳断路器、框架断路器、自动转换开关为主体，大量用于电网输电配电网的低压侧，做主电路的不频繁接通和断开，并起隔离分断线路的作用。2021年上半年，该部业务营收增速 55.3%，主要受到新能源、电网领域拉动。假设 21-23 年该部营收增速分别为 56%/44%/38%，假设随着纵向一体化加强，以及大宗商品价格企稳，毛利率稳中有升，21-23 年分别为 38%/40%/40.5%。

终端电器：以微型断路器为主体，用于线路末端，如商住、写字楼、商场、医院及车间等场合，起配电、保护、控制、指示信号、计量等作用。2021 年上半年，该部业务营收增速 20.3%，主要由于地产、通信业务增速不及预期。受光伏、风电等行业拉动，假设 21-23 年该部营收增速分别为 23%/22%/20%，假设随着纵向一体化加强，以及大宗商品价格企稳，毛利率稳中有升，21-23 年分别为 40%/42%/42.5%。

控制电器：以接触器、继电器为主体，是完成各种电动机的启动、调速、正反转、制动的各种控制的低压电器。2021 年上半年，该部业务营收增速 25.8%。随着该部产品在工控、新能源车领域的拓展，假设 21-23 年该部营收增速分别为 26%/30%/30%，假设随着纵向一体化加强，以及大宗商品价格企稳，毛利率稳中有升，21-23 年分别为 23%/24.5%/24.5%。

电工产品：主要是中、低压成套开关设备和控制设备，以及智能家居系列产品。由于该部产品营收低基数，产品创新能力强，预计未来仍有望保持较快增长。假设 21-23 年该部营收增速分别为 76%/50%/45%，假设随着纵向一体化加强，以及大宗商品价格企稳，毛利率稳中有升，21-23 年分别为 24%/24.5%/25%。

表 4：公司分业务盈利预测情况

| 项目 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 (亿元) | 20.4 | 30.2 | 42.0 | 56.5 | 74.2 |
| 增长率 | 29.6% | 47.9% | 39.3% | 34.4% | 31.4% |
| 毛利 (亿元) | 8.3 | 12.2 | 15.6 | 22.0 | 29.2 |
| 主营毛利率 | 40.8% | 40.3% | 37.0% | 39.0% | 39.4% |
| 配电电器 | | | | | |
| 主营收入 (亿元) | 9.1 | 14.3 | 22.3 | 32.1 | 44.2 |
| 增长率 | 30.8% | 56.1% | 56.0% | 44.0% | 38.0% |
| 毛利 (亿元) | 4.0 | 6.1 | 8.5 | 12.8 | 17.9 |
| 毛利率 | 44.2% | 42.7% | 38.0% | 40.0% | 40.5% |
| 终端电器 | | | | | |
| 主营收入 (亿元) | 9.0 | 12.0 | 14.8 | 18.0 | 21.6 |
| 增长率 | 23.8% | 33.3% | 23.0% | 22.0% | 20.0% |
| 毛利 (亿元) | 3.7 | 5.1 | 5.9 | 7.6 | 9.2 |
| 毛利率 | 41.1% | 42.2% | 40.0% | 42.0% | 42.5% |
| 控制电器 | | | | | |
| 主营收入 (亿元) | 1.3 | 2.3 | 2.9 | 3.8 | 5.0 |
| 增长率 | 30.4% | 75.9% | 26.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利 (亿元) | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.2 |
| 毛利率 | 26.2% | 24.9% | 23.0% | 24.5% | 24.5% |
| 电工产品 | | | | | |
| 主营收入 (亿元) | 0.9 | 1.5 | 2.0 | 2.6 | 3.4 |

| | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 增长率 | | 71.8% | 76.0% | 50.0% | 45.0% |
| 毛利 (亿元) | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.8 |
| 毛利率 | 22.0% | 24.5% | 24.0% | 24.5% | 25.0% |

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测, 单位: 亿元

根据上述关键假设, 预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 42.0/56.5/74.2 亿元, 归母净利润分别为 4.58/7.05/9.48 亿元, 对应 EPS 为 0.45/0.69/0.93 元。

表 5: 良信股份业绩预测和估值指标

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 2,039 | 3,017 | 4,202 | 5,649 | 7,420 |
| 营业收入增长率 | 29.53% | 47.98% | 39.31% | 34.42% | 31.35% |
| 净利润 (百万元) | 273 | 375 | 458 | 705 | 948 |
| 净利润增长率 | 23.03% | 37.49% | 21.95% | 54.07% | 34.38% |
| EPS (元) | 0.27 | 0.37 | 0.45 | 0.69 | 0.93 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 15.12% | 18.42% | 18.35% | 24.11% | 27.48% |
| P/E | 67 | 49 | 40 | 26 | 19 |
| P/B | 7.8 | 6.9 | 7.4 | 6.3 | 5.3 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021 年 11 月 3 日

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

考虑到公司主营产品为低压电器, 包括以断路器 (包括框架、塑壳、微型断路器)、继电器及智能开关, 我们选取同为国内低压电器头部企业的正泰电器、继电器龙头宏发股份、开关插座行业龙头公牛集团作为可比公司, 可比公司 21/22 年平均 PE 为 36/29 倍。公司当前股价对应 21/22 年 PE 为 40/26 倍, 与可比公司处于同一水平。

表 6: 可比公司估值比较

| 公司名称 | 收盘价 (元) | | EPS (元) | | | PE (X) | | | | CAGR -3/2020 | PEG -2021 | 市值 (亿元) |
|------|-----------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|------------|
| | 2021/11/3 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | |
| 正泰电器 | 57.07 | 2.99 | 2.06 | 2.54 | 3.00 | 19 | 28 | 22 | 19 | 0.13% | 212.59 | 1226.99 |
| 公牛集团 | 156.76 | 3.89 | 4.93 | 5.79 | 6.70 | 40 | 32 | 27 | 23 | 19.86% | 1.60 | 942.46 |
| 宏发股份 | 73.79 | 1.12 | 1.50 | 1.95 | 2.48 | 66 | 49 | 38 | 30 | 30.29% | 1.62 | 549.56 |
| 平均值 | | | | | | 42 | 36 | 29 | 24 | 16.76% | 71.94 | |
| 良信股份 | 18.00 | 0.37 | 0.45 | 0.69 | 0.93 | 49 | 40 | 26 | 19 | 36.17% | 1.11 | 183.44 |

资料来源: wind, 正泰电器、公牛集团、宏发股份为 WIND 一致预期, 良信股份为光大证券研究所预测

5.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

1、长期增长率: 公司主营低压电器, 下游应用包括建筑、新能源、通信等行业, 应用广泛, 需求长期持续稳定, 假设长期增长率为 2%;

2、β值选取：采用申万行业分类-综合电力设备商的行业β作为公司无杠杆β的近似；

3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，假设公司未来税率为 12%。

表 7：绝对估值核心假设表

| 关键性假设 | 数值 |
|-------------|----------|
| 第二阶段年数 | 8 |
| 长期增长率 | 2.00% |
| 无风险利率 Rf | 3.17% |
| β(levered) | 1.49 |
| Rm-Rf | 5.83% |
| Ke(levered) | 11.84% |
| 税率 | 12.00% |
| Kd | 5.10% |
| Ve | 14584.66 |
| Vd | 508.97 |
| 目标资本结构 | 25.00% |
| WACC | 10.16% |

资料来源：光大证券研究所预测

表 8：现金流折现及估值表

| | 现金流折现值 (百万元) | 价值百分比 |
|---------------|--------------|---------|
| 第一阶段 | 1613.40 | 7.69% |
| 第二阶段 | 6944.49 | 33.09% |
| 第三阶段 (终值) | 12429.31 | 59.22% |
| 企业价值 AEV | 20987.19 | 100.00% |
| 加：非经营性净资产价值 | (478.41) | -2.28% |
| 减：少数股东权益 (市值) | 0.00 | 0.00% |
| 减：债务价值 | 508.97 | -2.43% |
| 总股本价值 | 19999.82 | 95.30% |
| 股本 (百万股) | 1019.12 | |
| 每股价值 (元) | 19.62 | |
| PE (隐含) | 43.68 | |
| PE (动态) | 40.06 | |

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：敏感性分析表

| WACC | 长期增长率 | | | | |
|--------|-------|-------|--------------|-------|-------|
| | 1.00% | 1.50% | 2.00% | 2.50% | 3.00% |
| 9.16% | 21.56 | 22.51 | 23.60 | 24.85 | 26.30 |
| 9.66% | 19.77 | 20.57 | 21.47 | 22.50 | 23.69 |
| 10.16% | 18.19 | 18.86 | 19.62 | 20.48 | 21.47 |
| 10.66% | 16.78 | 17.36 | 18.01 | 18.73 | 19.55 |
| 11.16% | 15.53 | 16.03 | 16.58 | 17.19 | 17.88 |

资料来源：光大证券研究所预测

表 10: 绝对估值法结果汇总表

| 估值方法 | 估值结果 | 估值区间 | | 敏感度分析区间 |
|------|-------|-------|---------|---------------------|
| FCFF | 19.62 | 17.36 | — 22.50 | 贴现率±0.5%，长期增长率±0.5% |

资料来源: 光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值方法, 得到公司每股价值区间为 17.36-22.50 元 (敏感性±0.5% 区间)。

5.3、 估值结论与投资评级

我们预计公司 2021-23 年的营业收入分别为 42.0/56.5/74.2 亿元, 归母净利润分别为 4.58/7.05/9.48 亿元, 对应 EPS 为 0.45/0.69/0.93 元。当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 40/26/19 倍。参考相对估值和绝对估值结果, 考虑到公司绑定下游大客户, 产品适应多种场景及多种工况, 未来增长动力强。首次覆盖给予“买入”评级。

6、 风险分析

1) 原材料价格波动风险

公司生产所需主要原材料为塑料、铜材、钢材等大宗商品, 如果原材料价格出现大幅波动, 将对公司经营业绩造成较大影响;

2) 下游需求波动风险

公司产品面向建筑、电力、新能源、通信等行业, 其中建筑行业目前占第一大份额。若房地产行业持续受到调控, 可能对相关产品的需求造成影响, 从而影响公司业绩;

3) 市场竞争加剧风险

公司所生产的低压电器产品, 同时受到进口高端品牌及国产低端品牌的竞争, 若公司产品在进口替代方面进度不及预期, 或受到低端市场的价格竞争, 可能对公司经营业绩造成较大影响。

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,039 | 3,017 | 4,202 | 5,649 | 7,420 |
| 营业成本 | 1,207 | 1,801 | 2,647 | 3,448 | 4,498 |
| 折旧和摊销 | 57 | 66 | 50 | 56 | 62 |
| 税金及附加 | 7 | 12 | 17 | 23 | 30 |
| 销售费用 | 277 | 369 | 504 | 678 | 890 |
| 管理费用 | 92 | 143 | 189 | 254 | 334 |
| 研发费用 | 176 | 274 | 370 | 497 | 653 |
| 财务费用 | -2 | -2 | -6 | -10 | -15 |
| 投资收益 | 7 | 2 | 3 | 5 | 5 |
| 营业利润 | 287 | 420 | 502 | 783 | 1,059 |
| 利润总额 | 314 | 437 | 520 | 802 | 1,077 |
| 所得税 | 41 | 62 | 62 | 96 | 129 |
| 净利润 | 273 | 375 | 458 | 705 | 948 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 273 | 375 | 458 | 705 | 948 |
| EPS(按最新股本计) | 0.27 | 0.37 | 0.45 | 0.69 | 0.93 |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 331 | 633 | 676 | 970 | 1,273 |
| 净利润 | 273 | 375 | 458 | 705 | 948 |
| 折旧摊销 | 57 | 66 | 50 | 56 | 62 |
| 净营运资金增加 | -229 | 38 | 175 | 207 | 245 |
| 其他 | 230 | 154 | -7 | 1 | 18 |
| 投资活动产生现金流 | 45 | -316 | -405 | -304 | -253 |
| 净资本支出 | -319 | -389 | -408 | -308 | -258 |
| 长期投资变化 | 25 | 25 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | 339 | 48 | 3 | 5 | 5 |
| 融资活动现金流 | -243 | -54 | 443 | -232 | -209 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 234 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 0 | 30 | 438 | 32 | 200 |
| 无息负债变化 | 116 | 670 | 450 | 433 | 566 |
| 净现金流 | 133 | 262 | 713 | 434 | 812 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 40.8% | 40.3% | 37.0% | 39.0% | 39.4% |
| EBITDA 率 | 17.3% | 17.4% | 12.8% | 14.7% | 14.9% |
| EBIT 率 | 13.8% | 14.6% | 11.6% | 13.7% | 14.1% |
| 税前净利润率 | 15.4% | 14.5% | 12.4% | 14.2% | 14.5% |
| 归母净利润率 | 13.4% | 12.4% | 10.9% | 12.5% | 12.8% |
| ROA | 11.7% | 11.5% | 9.9% | 12.8% | 14.0% |
| ROE (摊薄) | 15.1% | 18.4% | 18.4% | 24.1% | 27.5% |
| 经营性 ROIC | 12.1% | 16.3% | 15.0% | 20.5% | 24.4% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 22% | 38% | 46% | 47% | 49% |
| 流动比率 | 2.41 | 1.59 | 1.62 | 1.72 | 1.76 |
| 速动比率 | 1.89 | 1.29 | 1.35 | 1.44 | 1.49 |
| 归母权益/有息债务 | - | 67.86 | 5.34 | 5.85 | 4.93 |
| 有形资产/有息债务 | - | 99.41 | 9.25 | 10.43 | 9.29 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 2,330 | 3,261 | 4,605 | 5,502 | 6,792 |
| 货币资金 | 285 | 548 | 1,261 | 1,695 | 2,507 |
| 交易性金融资产 | 50 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 应收账款 | 145 | 356 | 482 | 540 | 638 |
| 应收票据 | 53 | 65 | 90 | 121 | 159 |
| 其他应收款 (合计) | 10 | 14 | 20 | 26 | 35 |
| 存货 | 269 | 355 | 467 | 577 | 711 |
| 其他流动资产 | 420 | 501 | 501 | 501 | 501 |
| 流动资产合计 | 1,238 | 1,891 | 2,875 | 3,515 | 4,606 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 固定资产 | 672 | 726 | 795 | 836 | 887 |
| 在建工程 | 25 | 227 | 515 | 723 | 866 |
| 无形资产 | 102 | 149 | 151 | 153 | 154 |
| 商誉 | 19 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 其他非流动资产 | 145 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 非流动资产合计 | 1,092 | 1,370 | 1,731 | 1,987 | 2,186 |
| 总负债 | 523 | 1,223 | 2,111 | 2,576 | 3,342 |
| 短期借款 | 0 | 30 | 168 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 330 | 455 | 669 | 872 | 1,137 |
| 应付票据 | 0 | 216 | 317 | 413 | 539 |
| 预收账款 | 40 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | - | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 流动负债合计 | 514 | 1,190 | 1,779 | 2,045 | 2,610 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 300 | 500 | 700 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 9 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| 非流动负债合计 | 9 | 33 | 332 | 532 | 732 |
| 股东权益 | 1,807 | 2,038 | 2,495 | 2,926 | 3,450 |
| 股本 | 785 | 785 | 1,019 | 1,019 | 1,019 |
| 公积金 | 528 | 615 | 661 | 731 | 826 |
| 未分配利润 | 605 | 749 | 925 | 1,285 | 1,715 |
| 归属母公司权益 | 1,807 | 2,038 | 2,495 | 2,926 | 3,450 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| 费用率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 13.58% | 12.24% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |
| 管理费用率 | 4.51% | 4.75% | 4.50% | 4.50% | 4.50% |
| 财务费用率 | -0.12% | -0.05% | -0.14% | -0.18% | -0.20% |
| 研发费用率 | 8.64% | 9.10% | 8.80% | 8.80% | 8.80% |
| 所得税率 | 13% | 14% | 12% | 12% | 12% |

| 每股指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 0.25 | 0.30 | 0.27 | 0.42 | 0.56 |
| 每股经营现金流 | 0.42 | 0.81 | 0.66 | 0.95 | 1.25 |
| 每股净资产 | 2.30 | 2.60 | 2.45 | 2.87 | 3.39 |
| 每股销售收入 | 2.60 | 3.84 | 4.12 | 5.54 | 7.28 |

| 估值指标 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 67 | 49 | 40 | 26 | 19 |
| PB | 7.8 | 6.9 | 7.4 | 6.3 | 5.3 |
| EV/EBITDA | 42.3 | 28.5 | 34.9 | 22.6 | 16.9 |
| 股息率 | 1.4% | 1.7% | 1.5% | 2.3% | 3.1% |

行业及公司评级体系

| | 评级 | 说明 |
|---------|-----|--|
| 行业及公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上 |
| | 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%； |
| | 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%； |
| | 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%； |
| | 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上； |
| | 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |
| 基准指数说明： | | A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。 |

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE