

盈利能力有望逐步提升，下游结构持续优化

2022 年 08 月 30 日

➤ **事件：**8 月 29 日，公司发布 2022 年半年报，2022 上半年公司实现营收 18.8 亿元，同比+6.0%；归母净利润 2.2 亿元，同比+5.5%；扣非归母净利润 1.9 亿元，同比+7.2%。单季度来看，22Q2 公司实现营收 10.8 亿元，同比+2.1%，归母净利润 1.4 亿元，同比+2.2%；扣非归母净利润 1.2 亿元，同比+2.8%。

➤ **22H1 毛利率短期承压，费用管控卓有成效。**1) **毛利率方面**，受大宗商品价格大幅上涨等因素影响，22 H1 公司毛利率同比下降 4.7Pcts 至 32.0%。22 年 5 月以来，铜、银、钢等主要大宗原料价格已明显下行，8 月同比分别下降 10.5%、14.1%、19.7%，预计 22Q3 起大宗价格逐步回落将对公司毛利率回升有所贡献。2) **费用率方面**，22H1 公司期间费用率同比下降 6.56Pcts 至 18.89%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别同环比下降 3.0/2.2Pcts、0.2/0.5Pct、0.2/0.2Pct、3.1/0.6Pct，费用管控效果显著。

➤ **下游结构持续优化，公司未来成长动力充足。**1) **终端电器、智能电工、控制电器：**受传统地产及通信行业下滑影响，22H1 公司终端电器实现营收 5.8 亿元，同比下降 10.8%；智能电工实现营收 0.7 亿元，同比下降 34.5%；控制电器实现营收 1.5 亿元，同比下降 9.3%。随着中央、地方层面稳增长政策加码，22H2 地产行业有望回暖，同时市场份额有望进一步向龙头集中。2) **配电电器：**22H1 公司配电电器实现营收 10.8 亿元，同比增长 26.8%，占营收比重上升 9.4Pcts 至 57.2%。工建、公商建两大市场规模超 200 亿元，翻倍于传统地产空间，公司已打破外资龙头垄断，未来市场份额有望不断提升。根据我们测算，2025 年风光储对低压电器需求约 226 亿元，22-25 年 CAGR 为 27%，公司已具备完整解决方案并绑定阳光、华为、金风等大客户，品牌认可度高，有望充分受益。

➤ **海盐基地助力公司一体化布局，智能制造有望提质增利。**公司产品直接材料成本占比约 80%，此前公司主要采购零部件供应商加工后的基础件进行生产，为进一步提高零部件自供率并降低成本，公司海盐项目 4.0 智能制造基地将覆盖模具、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，目前一期电子、点焊已经投产使用，剩下工作主要为设备采购、安装等，二期预计 22 年年底交付，达产后年产值可达 100 亿元。海盐工厂投产后，公司关键原材料自制率、产品备料率均有望提升，助力公司进一步提升盈利能力。

➤ **投资建议：**我们预计公司 22-24 年的营收分别为 46.18、62.83、83.40 亿元，增速分别为 14.7%、36.1%、32.7%；归母净利润分别为 5.54、7.59、10.47 亿元，增速分别为 32.4%、36.9%、38.0%。对应 8 月 29 日收盘价，公司 22-24 年估值分为 29X、21X、15X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**大宗商品价格上涨超预期的风险；行业竞争加剧的风险等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 4027 | 4618 | 6283 | 8340 |
| 增长率 (%) | 33.5 | 14.7 | 36.1 | 32.7 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 419 | 554 | 759 | 1047 |
| 增长率 (%) | 11.5 | 32.4 | 36.9 | 38.0 |
| 每股收益 (元) | 0.37 | 0.49 | 0.68 | 0.93 |
| PE | 39 | 29 | 21 | 15 |
| PB | 7.3 | 3.8 | 3.2 | 2.7 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.43 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

相关研究

- 1.良信股份 (002706.SZ) 深度报告：从四大预期差再论良信股份投资价值-2022/07/01
- 2.良信股份 (002706.SZ) 深度报告：勇立潮头，奋楫者先-2022/06/06
- 3.良信股份 (002706.SZ) 2021 年报及 22 Q1 季报点评：下游多领域贡献增量，一体化布局有望提质增利-2022/04/30

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 4027 | 4618 | 6283 | 8340 |
| 营业成本 | 2609 | 2944 | 3970 | 5218 |
| 营业税金及附加 | 17 | 28 | 38 | 50 |
| 销售费用 | 412 | 466 | 635 | 834 |
| 管理费用 | 169 | 194 | 264 | 342 |
| 研发费用 | 328 | 425 | 616 | 817 |
| EBIT | 437 | 543 | 741 | 1059 |
| 财务费用 | 12 | 2 | -66 | -76 |
| 资产减值损失 | -11 | -1 | -1 | -1 |
| 投资收益 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 425 | 581 | 846 | 1174 |
| 营业外收支 | 23 | 16 | 16 | 16 |
| 利润总额 | 447 | 597 | 862 | 1190 |
| 所得税 | 29 | 43 | 103 | 143 |
| 净利润 | 419 | 554 | 759 | 1047 |
| 归属于母公司净利润 | 419 | 554 | 759 | 1047 |
| EBITDA | 543 | 653 | 869 | 1206 |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 615 | 2642 | 3042 | 4155 |
| 应收账款及票据 | 663 | 773 | 1099 | 1234 |
| 预付款项 | 8 | 9 | 12 | 16 |
| 存货 | 508 | 555 | 834 | 905 |
| 其他流动资产 | 710 | 778 | 1125 | 1437 |
| 流动资产合计 | 2504 | 4758 | 6112 | 7748 |
| 长期股权投资 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 固定资产 | 712 | 848 | 989 | 1130 |
| 无形资产 | 160 | 170 | 180 | 190 |
| 非流动资产合计 | 1915 | 2205 | 2477 | 2730 |
| 资产合计 | 4419 | 6963 | 8589 | 10478 |
| 短期借款 | 189 | 239 | 289 | 339 |
| 应付账款及票据 | 1298 | 1646 | 2280 | 2793 |
| 其他流动负债 | 355 | 445 | 628 | 907 |
| 流动负债合计 | 1841 | 2330 | 3197 | 4038 |
| 长期借款 | 327 | 327 | 327 | 327 |
| 其他长期负债 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 非流动负债合计 | 371 | 371 | 371 | 371 |
| 负债合计 | 2213 | 2701 | 3568 | 4410 |
| 股本 | 1019 | 1123 | 1123 | 1123 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 2206 | 4262 | 5021 | 6068 |
| 负债和股东权益合计 | 4419 | 6963 | 8589 | 10478 |

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 33.50 | 14.66 | 36.06 | 32.75 |
| EBIT 增长率 | 5.07 | 24.31 | 36.38 | 42.94 |
| 净利润增长率 | 11.47 | 32.37 | 36.92 | 38.00 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 35.21 | 36.25 | 36.81 | 37.44 |
| 净利润率 | 10.39 | 12.00 | 12.07 | 12.55 |
| 总资产收益率 ROA | 9.47 | 7.96 | 8.83 | 9.99 |
| 净资产收益率 ROE | 18.97 | 13.00 | 15.11 | 17.25 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.36 | 2.04 | 1.91 | 1.92 |
| 速动比率 | 1.07 | 1.79 | 1.64 | 1.68 |
| 现金比率 | 0.33 | 1.13 | 0.95 | 1.03 |
| 资产负债率 (%) | 50.07 | 38.79 | 41.54 | 42.09 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 39.95 | 45.00 | 43.00 | 40.00 |
| 存货周转天数 | 59.50 | 65.00 | 63.00 | 60.00 |
| 总资产周转率 | 1.05 | 0.81 | 0.81 | 0.87 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.37 | 0.49 | 0.68 | 0.93 |
| 每股净资产 | 1.96 | 3.79 | 4.47 | 5.40 |
| 每股经营现金流 | 0.34 | 0.78 | 0.67 | 1.31 |
| 每股股利 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 39 | 29 | 21 | 15 |
| PB | 7.3 | 3.8 | 3.2 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 29.72 | 21.66 | 15.88 | 10.56 |
| 股息收益率 (%) | 2.08 | 2.08 | 2.08 | 2.08 |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 419 | 554 | 759 | 1047 |
| 折旧和摊销 | 105 | 110 | 128 | 147 |
| 营运资金变动 | -212 | 241 | -107 | 300 |
| 经营活动现金流 | 382 | 880 | 758 | 1475 |
| 资本开支 | -590 | -363 | -363 | -363 |
| 投资 | 0 | -7 | -7 | -7 |
| 投资活动现金流 | -541 | -394 | -395 | -395 |
| 股权募资 | 0 | 1502 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 563 | 50 | 50 | 50 |
| 筹资活动现金流 | 205 | 1541 | 37 | 34 |
| 现金净流量 | 44 | 2027 | 399 | 1114 |

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026