

宏发股份 (600885.SH)

深耕继电器行业四十余载，铸就全球龙头企业

增持

核心观点

公司是全球继电器行业龙头企业，业绩稳步增长。继电器是一种自动开关元器件，起电路控制保护作用，2023年全球市场规模约为812亿元。公司目前为全球继电器行业龙头企业，市场份额近20%。2023年前三季度公司实现营业收入99.3亿元，同比+10.84%，实现归母净利润为10.68亿元，同比+10.33%，2020-2022年公司营业收入由78.2亿增至117.3亿，复合增速22.5%，归母净利润由8.3亿增至12.5亿，复合增速22.4%。公司产品主要面向家电、汽车、工控、电力、通信等多个领域，未来将依托新能源汽车、光伏、储能等领域产品提供业绩成长新动力。

受益全球电动化趋势，高压直流继电器提供业绩成长新动力。高压直流继电器为新能源汽车核心零部件，我们预计2025/2028年全球高压直流继电器市场规模为117/163亿元，2023-2028 CAGR为14.2%。公司2022年高压直流继电器全球市场份额达到40%，位居全球第一，客户囊括比亚迪、特斯拉、奔驰、宝马、蔚来、理想等全球主流厂商，随着800V高压平台应用渗透，高压直流继电器需求量及价值量均有望得到提升，该业务有望为公司提供业绩成长新动力。

传统继电器提供稳健增长。1) **通用继电器：**公司全球市场份额57%，在家电行业呈现回暖趋势下，公司拓展中高端产品，同时光伏、储能、智能家居产品结构性增长较快，整体呈现稳健增长；2) **汽车继电器：**公司全球市场份额18.1%，汽车继电器行业2025年预计市场规模约118亿元，近年汽车行业呈现复苏态势，公司借助子公司海拉渠道，进行全球化拓展布局，业务增长稳定；3) **电力继电器：**公司全球市场份额57%，与国内外优质客户开展合作，在全球智能电表起量周期下有望带动该业务稳健增长；4) **信号继电器：**公司全球市场份额27.7%，产品性能领先全球，在安防、消防、温控等需求景气背景下将有望带动该业务稳健增长。

低压电器聚焦海外市场，蓄势待发。低压电器全球市场规模约为4000亿元，公司从海外中高端市场切入，目前已成功切入UTC、立维腾(Leviton)、ENEL、美国特灵集团、开利集团、伊顿等国际客户。公司低压电器业务目前主要受益于海外客户配电需求释放，中长期来看，公司将不断完善国内外销售渠道，提高成本和产品竞争优势，接力公司中长期成长。

盈利预测与估值：我们预计公司2023-2025年实现归母净利润14.53/16.45/18.44亿元，同比增长16.5%/13.2%/12%，对应估值19.2/16.9/15.1倍，结合绝对和相对估值法，我们认为公司股价的合理估值区间为32.61-34.76元，较当前股价有22%-30%溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游行业需求增速不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,023	11,733	13,320	14,738	15,968
(+/-%)	28.2%	17.1%	13.5%	10.6%	8.3%
净利润(百万元)	1063	1247	1453	1645	1844
(+/-%)	27.7%	17.4%	16.5%	13.2%	12.1%
每股收益(元)	2.77	1.20	1.39	1.58	1.77
EBIT Margin	15.5%	15.6%	18.1%	17.8%	17.9%
净资产收益率 (ROE)	18.0%	18.1%	17.8%	17.1%	16.2%
市盈率 (PE)	9.6	22.3	19.2	16.9	15.1
EV/EBITDA	7.2	13.6	11.5	10.6	9.7
市净率 (PB)	1.17	2.80	2.39	2.06	1.80

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

电力设备 · 电网设备

证券分析师：王蔚祺

联系人：徐文辉

010-88005313

021-60375426

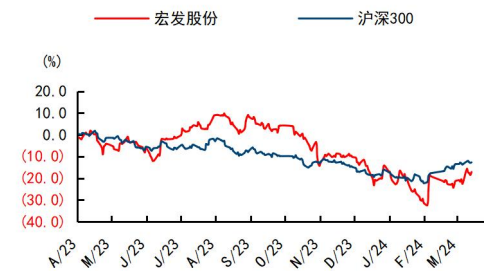
wangweiqi2@guosen.com.cn xuwenhui@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	32.61 - 34.76元
收盘价	26.69元
总市值/流通市值	27829/27829百万元
52周最高价/最低价	35.64/20.90元
近3个月日均成交额	202.74百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

深耕继电器行业四十余载，铸就全球龙头企业	5
公司稳居继电器全球龙头地位	5
公司产品矩阵丰富	6
公司业绩维持稳步增长	9
公司历年分红较为稳定	10
继电器：小器件大作用，下游应用较广	11
继电器行业概况	11
高压直流继电器：新能源助力高成长	14
通用继电器：立足传统家电，拓展新能源领域	17
汽车继电器：行业近年复苏，公司收购海拉拓展全球布局	18
电力继电器：智能电表起量，带动产品需求稳步增长	20
信号继电器：下游多点开花	21
低压电器：聚焦海外市场，接力中长期成长	23
低压电器行业概况	23
低压电器市场发展趋势	24
公司低压电器业务重点聚焦海外市场	25
财务分析	27
营收利润分析	27
期间费用分析	28
营运能力分析	29
偿债能力分析	30
盈利预测	31
未来三年业绩预测	33
盈利预测的敏感性分析	34
估值与投资建议	35
绝对估值：32.61-35.82 元	35
相对估值：31.6-34.76 元	36
投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级	36
风险提示	37
附表：财务预测与估值	39

图表目录

图 2: 公司股权结构 (截至 2023Q3)	5
图 3: 宏发股份营业收入及增速 (亿元, %)	9
图 4: 宏发股份归母净利润及增速 (亿元, %)	9
图 5: 宏发股份 2020-2023 上半年营收结构 (亿元)	9
图 6: 宏发股份 2020-2023 年前三季度毛利率与净利率趋势 (%)	9
图 7: 宏发股份 2020-2023 上半年各业务毛利率 (%)	10
图 8: 宏发股份 2020-2023 年 Q1-Q3 各项费用率 (%)	10
图 9: 宏发股份现金分红与股利支付率情况	10
图 10: 公司融资情况	10
图 11: 继电器下游应用分布情况	11
图 12: 继电器产品各领域价值量 (元/只)	11
图 13: 全球继电器市场规模及增速 (亿元, %)	12
图 14: 全球继电器行业市场份额 (2019)	12
图 15: 国内继电器行业市场份额 (2019)	12
图 16: 继电器成本构成 (2021)	13
图 17: LME 铜现货结算价与宏发股份毛利率对比	13
图 18: 高压直流继电器应用图示	14
图 19: 新能源车高压快充发展趋势	15
图 20: 800V 以上新能源车型渗透率展望	15
图 21: 全球高压直流继电器行业市场份额 (2020)	16
图 22: 国内高压直流继电器行业市场份额 (2020)	16
图 23: 2015-2023 年全国空调、冰箱、洗衣机产量情况 (亿台, %)	17
图 24: 全球及中国光伏新增装机预测 (GW, %)	18
图 25: 中国风电新增装机预测 (GW, %)	18
图 26: 宏发光伏继电器解决方案	18
图 27: 宏发风电继电器解决方案	18
图 28: 宏发股份汽车继电器产品应用解决方案	19
图 29: 全球汽车销量 (万辆, %)	19
图 30: 国内汽车销量 (万辆, %)	19
图 31: 宏发电力继电器智能电表解决方案	20
图 32: 宏发电力继电器继电保护解决方案	20
图 33: 2016-2023 年国内智能电表招标量情况 (万只, %)	21
图 34: 宏发信号继电器安防系统解决方案	22
图 35: 宏发第五代信号继电器 (体积缩小 40%)	22
图 36: 国内智能安防市场规模及增速 (亿元, %)	22
图 37: 国内低压电器市场用户行业细分	23
图 38: 2022 年国内市场份额及规模 (CR5 为 48.1%)	24

图 39: 2020-2027 年国内低压电器市场规模及预测 (亿元)	24
图 40: 2020-2027 年全球低压电器市场规模及预测 (亿元)	25
图 41: 公司与部分同行企业营业收入对比 (亿元)	27
图 42: 公司与部分同行企业归母净利润对比 (亿元)	27
图 43: 公司与部分同行企业毛利率对比 (%)	27
图 44: 公司与部分同行企业净利率对比 (%)	27
图 45: 行业内各家企业期间费用率比较 (%)	28
图 46: 行业内各家企业管理费用率比较 (%)	28
图 47: 行业内各家企业销售费用率比较 (%)	28
图 48: 行业内各家企业研发费用率比较 (%)	28
图 49: 行业内各家企业存货周转率比较 (%)	29
图 50: 行业内各家企业固定资产周转率比较 (%)	29
图 51: 行业内各家企业应收账款周转率比较 (%)	29
图 52: 经营性现金流净流量比较 (亿元)	29
图 53: 资产负债率比较 (%)	30
图 54: 流动比率比较 (%)	30
表 1: 宏发股份核心管理人员	6
表 2: 宏发股份主要产品矩阵	7
表 3: 国内外车企 800V 车型推出情况	15
表 4: 高压直流继电器单车价值量与全球市场空间测算 (新能源车用)	16
表 5: 汽车继电器全球市场空间测算 (不含高压直流继电器)	20
表 6: 汽车继电器供应商与对应客户	20
表 7: 全球低压电器市场规模区域细分 (2022, 亿元)	25
表 8: 公司业务拆分	32
表 9: 公司盈利预测假设条件 (%)	33
表 10: 公司未来三年业绩预测	33
表 11: 盈利预测的敏感性分析	34
表 12: 资本成本假设	35
表 13: 公司 FCFF 估值表 (百万元, 元/股, %)	35
表 14: 绝对估值的敏感性分析 (元)	35
表 15: 同类公司估值比较 (2024 年 3 月 15 日)	36

深耕继电器行业四十余载，铸就全球龙头企业

公司稳居继电器全球龙头地位

公司深耕继电器行业 40 余年。公司为民企，由郭金满于 1984 年创立，40 余年一直专注于继电器研发及制造领域，1987 年公司确立继电器为主业，将宏发定位为以出口为主的外向型企业，1991 年公司成长为国内继电器龙头企业，1998 年公司营收突破亿元大关，2003 年成立宏发欧洲公司，2007 年成立宏发美国公司，公司营收于当年突破 10 亿元，2012 年公司通过借壳上市并陆续募投高压直流继电器、低压电器等新品，同时不断加强研发、完善产品布局，2021 年公司营收成功突破百亿元。

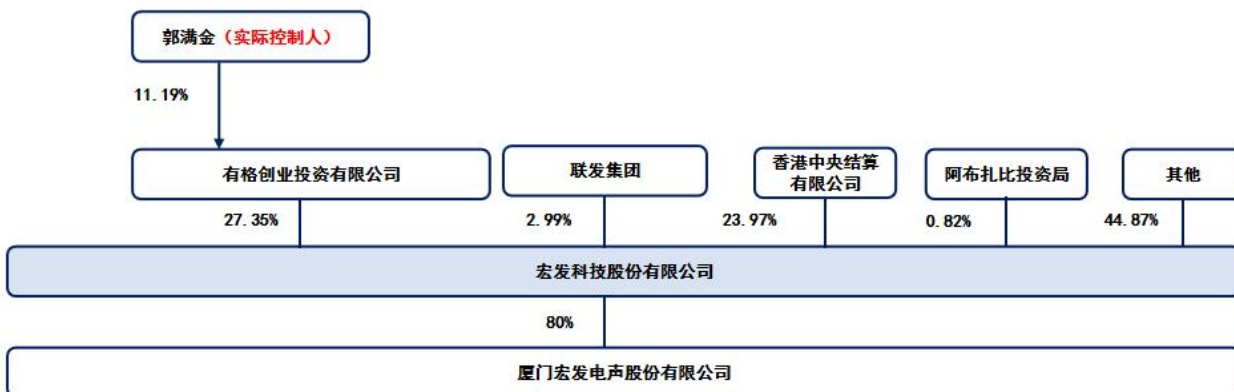
图1：宏发股份发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构清晰，实控人为董事长郭满金。 从公司股权结构来看，公司控股股东为管理层与骨干员工的持股平台有格投资，截至 2023Q3，有格投资持宏发股份股权约为 27.35%。联发集团持有 2.99% 股权（联发集团为厦门本土国企，股东是厦门建发）；香港中央结算公司持有 23.97% 股权，外资持股比例相对较高。

图2：公司股权结构（截至 2023Q3）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司管理层产业经验丰富。 董事长兼总经理郭满金先生专注于电子元件领域研究几十年余年，是我国继电器、电子元件行业的知名专家，目前担任中国电工技术

协会电工产品可靠性研究会副理事长、中国电子企业协会第七届理事会副会长、中国电子元件行业协会控制继电器分会第七届理事会副主任委员。其他高管在财会、证券、产业方面亦有较为丰富的经验。

表1: 宏发股份核心管理人员

姓名	学历	现职位	个人简历
郭满金	中专	董事长, 总经理	1948年生, 曾任江西吉安国营第4380厂计划科副科长、销售科长、副厂长, 厦门宏发电声有限公司董事、总裁, 现任中国电工技术协会电工产品可靠性研究会副理事长、中国电子企业协会第七届理事会副会长、中国电子元件行业协会控制继电器分会第七届理事会副主任委员, 宏发股份董事长兼总经理。
刘圳田	硕士	副总经理, 财务总监	1968年生, 曾任厦门宏发电声有限公司会计、财务部副经理、副总会计师、总会计师。现任宏发股份董事、副总经理、财务总监。
林旦旦	本科	副总经理, 董事会秘书	1974年生, 上海财经大学国际金融专业, 本科学历, 历任厦门华侨电子股份有限公司证券事务代表, 董事会秘书兼证券部经理, 现任宏发股份副总经理兼董事会秘书

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司产品矩阵丰富




从公司产品矩阵来看, 公司**继电器**产品主要包括 1) 通用继电器, 应用面向智能家居、家用电器、电源控制、工业控制、光伏逆变器等领域; 2) 电力继电器, 主要应用于智能电表、能源管理等领域; 3) 汽车继电器, 主要应用于汽车车身系统、安全系统、动力系统、电源管理系统、底盘系统、防盗系统、驾驶信息系统等领域; 4) 信号继电器, 主要应用于通讯网络、安防控制、消防报警、建筑、医疗检测等领域; 5) 高压直流继电器, 主要应用于新能源汽车、充电桩、48VDC 启停系统、工业电源等领域。

公司**低压电器**产品主要包含配电电器、终端电器和控制电器, 其中 1) 配电电器为进行电力分配的电器, 通常电流值较终端电器大, 包括断路器、隔离开关等; 2) 终端电器为在电路末端的开关电器, 主要包括断路器, 电源开关, 电涌保护器, 隔离开关; 3) 控制电器是指起控制、调节和保护用电设备的电器, 公司低压电器产品广泛应用于建筑地产、新能源、电力、工业自动化、工矿企业等输配电和工业控制领域。

公司其他产品还包括电容器、连接器、电流互感器、工业电子模块、真空灭弧室等产品, 均有广泛的应用领域, 公司产品矩阵丰富。

表2: 宏发股份主要产品矩阵

产品类别	产品图示	应用场景	主要客户
大功率继电器		主要应用于智能家居、家用电器、电源控制、工业控制	LG、三星、松下、西门子、格力、美的、海尔等
通用继电器(功率继电器) 中功率继电器			
太阳能继电器		主要应用于光伏逆变器	华为, 阳光电源等
智能电容用磁保持继电器		主要应用于智能电表、能源管理	Enel、威胜、许继、林洋、海兴、华立、正泰、八达、百富等
电力继电器(磁保持继电器)			
汽车继电器		主要应用于汽车车身系统、安全系统、动力系统、电源管理系统、底盘系统、防盗系统、驾驶信息系统等	通用、福特、奔驰、沃尔沃、大众、菲亚特、长城、吉利等
汽车继电器			
信号继电器		广泛应用于通讯网络、安防控制、消防报警、智能建筑、自动化控制、检测测试、医疗、能源管理、车载应用等	海康威视、大华、华为、中兴、GE、Honeywell、BOSCH、三星、飞利浦等

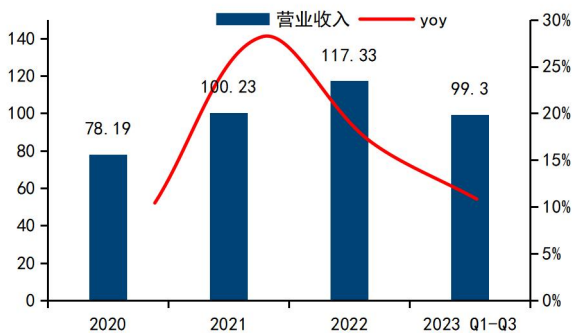
<p>直流继电器</p> <p>高压直流继电器</p> <p>环氧密封无极性系列直流继电器</p>		<p>主要应用于新能源汽车、充电桩、48VDC 启停系统、工业电源等领域</p> <p>奔驰、大众、宝马、特斯拉、比亚迪、北汽等</p>
<p>配电器</p> <p>低压电器</p> <p>终端电器</p> <p>控制电器</p>		<p>广泛应用于建筑地产、新能源、电力、工业自动化、工矿企业等输配电和工业控制领域。</p> <p>特灵、开立、伊顿、立维腾、联合技术公司(UTC)、英格索兰等</p>
<p>电容器</p> <p>通用电容器</p> <p>新能源电容器</p>		<p>主要应用于家电、水泵、风机等</p> <p>海尔、美的、方太、老板等</p> <p>主要应用于光伏，风电，OBC、充电桩等领域</p>
<p>连接器</p> <p>射频同轴连接器</p> <p>电源连接器</p>		<p>广泛应用于通讯基站、服务器、交换机、路由器、仪器仪表、安防、视频监控、新能源等领域</p>

资料来源：宏发股份官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司业绩维持稳步增长

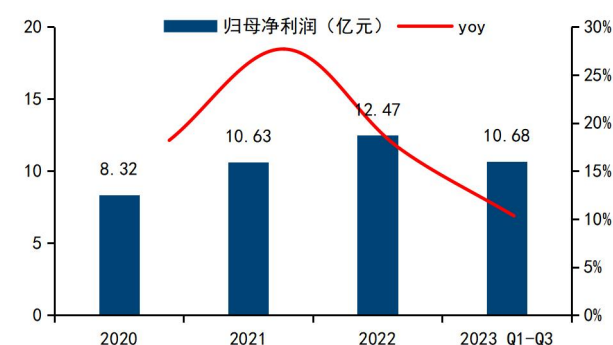
宏发股份营收、归母净利润长期维持稳步增长。2023 年前三季度公司实现营业收入 99.3 亿元，同比增长 10.84%，实现归母净利润为 10.68 亿元，同比+10.33%。2020-2022 年公司营收复合增长率 22.5%，2020-2022 年公司归母净利润增长率复合增长率 22.4%，公司营收贡献主要来自于家电、汽车两大领域，整体营收增长与利润增长较为同步。

图3: 宏发股份营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 宏发股份归母净利润及增速 (亿元, %)

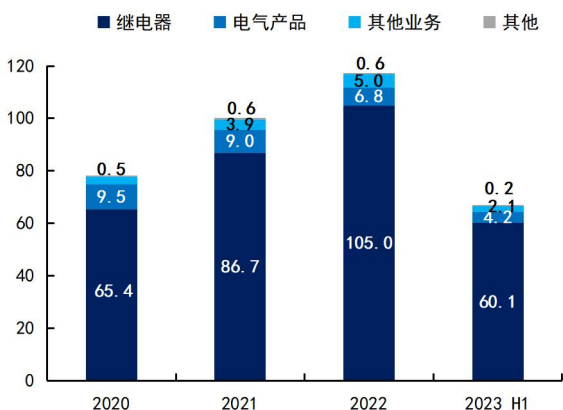


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营收结构来看,继电器业务方面,2020 年至 2022 年营收由 65.4 亿元增长至 104.98 亿元,年均复合增长率 26.7%。2023 年 H1 继电器业务实现营收 60.1 亿元,占营收比例达到 90%,为公司第一大业务。电气产品方面,2020-2022 年营收由 9.5 亿元下降至 6.82 亿元,年均复合增长率-15.3%。2023 年 H1 电气产品实现营收 4.22 亿元,占营收比例 6.3%。

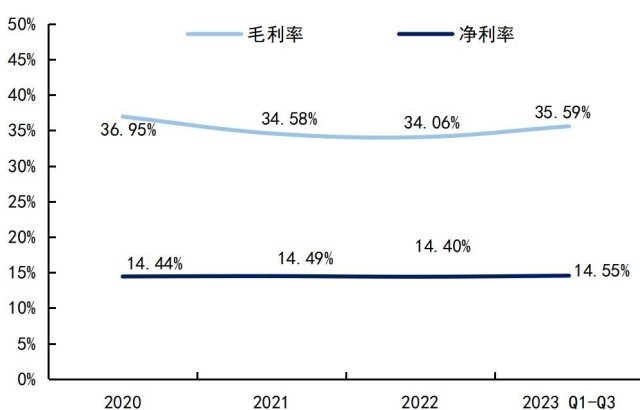
公司毛利率与净利率较为稳定。公司整体毛利率 2020 为 36.95%,受到原材料价格上涨预计海运费价格波动影响 2021/2022 年有所下滑,分别为 34.58%/34.06%,在 2023 年前三季度恢复至 35.59%,分业务来看,公司继电器业务毛利率长期处于较高水平,2023 年 H1 毛利率为 36.23%,电气产品业务在 2021 年后毛利率提升较为显著,2023 年 H1 毛利率达到 28.8%。净利率方面,公司净利率整体保持稳定,2023 年前三季度公司净利率为 14.55%。

图5: 宏发股份 2020-2023 上半年营收结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

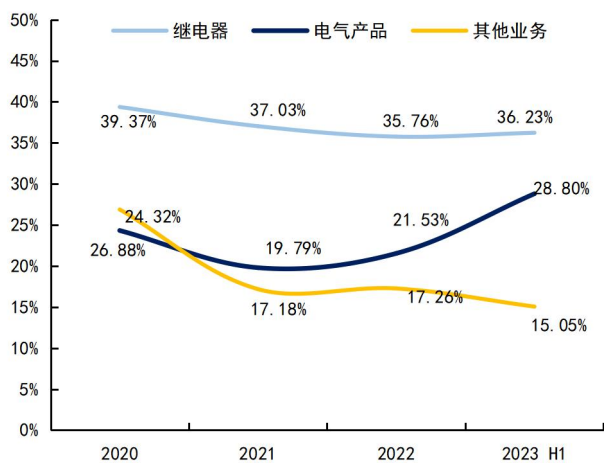
图6: 宏发股份 2020-2023 年前三季度毛利率与净利率趋势 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

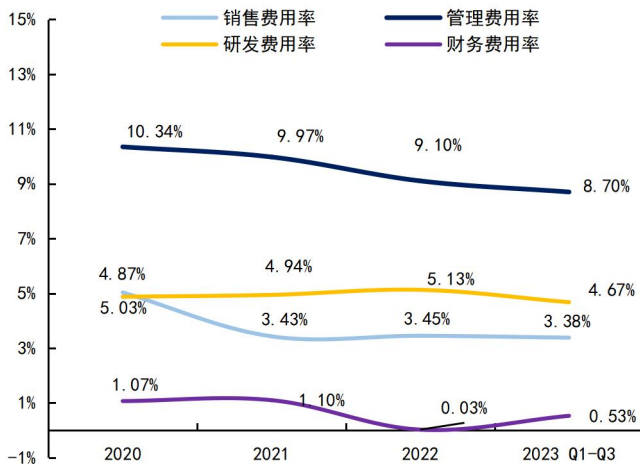
费用端方面整体控制较好，2023 年前三季度公司费用率合计 17.3%，较 2022 年全年费用率下降 0.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.7%/4.67%/3.38%/0.53%。

图7：宏发股份 2020-2023 上半年各业务毛利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：宏发股份 2020-2023 年 Q1-Q3 各项费用率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司历年分红较为稳定

公司分红方面，上市至今公司现金分红呈现递增态势，累计分红 19.92 亿，在 2017 年以后公司股利支付率常年稳定在 30%以上，其中 2022 年公司分红 3.75 亿，股利支付率为 30%。

公司融资方面，公司上市至今直接融资 52 元。其中，2012 年 7 月 ST 力阳向有格投资、联发集团、江西电子集团定向增发合计 23.7 亿元股权置入厦门宏发 75% 股权资产，宏发股份完成借壳上市；2014 年 1 月定向增发募集资金 8.3 亿元，主要用于高压直流继电器、低压电器等产品建设；2021 年 10 月公司公开发行可转债募集资金 20 亿元，主要用于新能源汽车高压直流继电器、汽车继电器、功率继电器等项目建设。

图9：宏发股份现金分红与股利支付率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司融资情况

公告日期	融资方式	募资总额(亿元)	发行日至今涨跌幅
2021-10-26	可转债公开发行	20	-50.3%
2014-01-06	定向增发	8.3	257.1%
2012-07-24	定向增发(借壳上市)	23.7	676.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

继电器：小器件大作用，下游应用较广

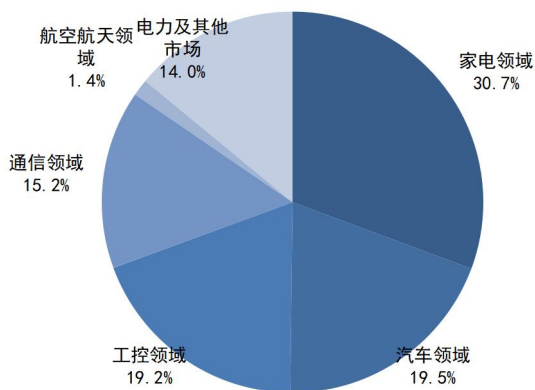
继电器行业概况

继电器是电气自动化控制与保护中必不可少的部件，下游应用广阔。继电器本质是用小电流控制大电流的“自动开关”，是电气自动化控制和保护必须配备的部件，主要作用：1) 在控制电路发生系统或电器故障时，自主断开电路或向所控制的其他电器元件（如断路器、接触器）发出信号、由其断开电路，以保障电气系统运行安全和操作人员的人身安全；2) 与接触器、开关、计时器等电路控制元件配合，通过设计开合逻辑、实现电气设备自动化控制。

继电器产品品类丰富，下游应用较广。各类用电场景大多需用到继电器切换电路，故继电器广泛应用于家电、汽车、电力、通信、工业设备等诸多领域，根据智研咨询《2023年中国继电器行业市场分析报告》，目前继电器家电领域应用占比为30.7%，汽车领域应用占比19.5%，工控/通信/航空航天/电力及其他市场应用占比分别为19.2%/15.2%/1.4%/14%。不同领域对产品性能要求各不相同，应用在同一场景的继电器也会有不同的型号规格，彼此价格也存在一定差异，从宏发股份公司披露的信息来看，新能源汽车高压直流继电器产品单位价值量高达84元，家用、信号、工业、智能家居等不同领域继电器产品单位价值量在1.5-3元不等。

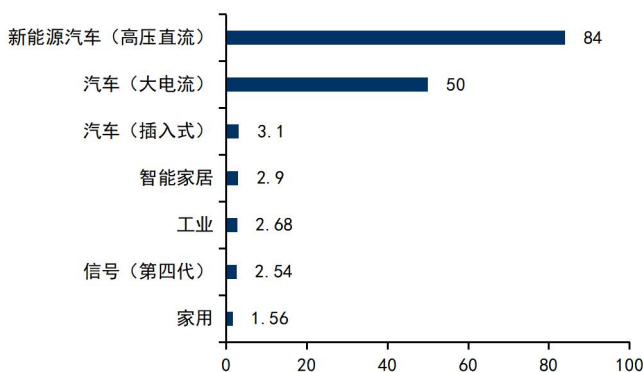
全球继电器市场规模稳步增长。根据智研咨询测算，2023年预计全球继电器市场规模达到116亿美元（约合812亿元人民币），2015年至2023年复合增长率约4.4%。目前行业整体步入成熟期，主要依靠新能源车、光伏、储能等新兴行业拉动需求增长。

图11：继电器下游应用分布情况



资料来源：智研咨询《2023年中国继电器行业市场分析报告》，国信证券经济研究所整理

图12：继电器产品各领域价值量（元/只）



资料来源：宏发股份公司公告，国信证券经济研究所整理

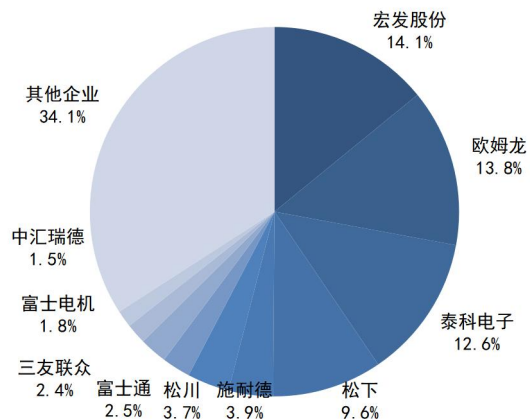
图13: 全球继电器市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 智研咨询《2023年中国继电器行业市场分析报告》, 国信证券经济研究所整理及测算, 注: 按照美元兑人民币汇率1:7测算结果。

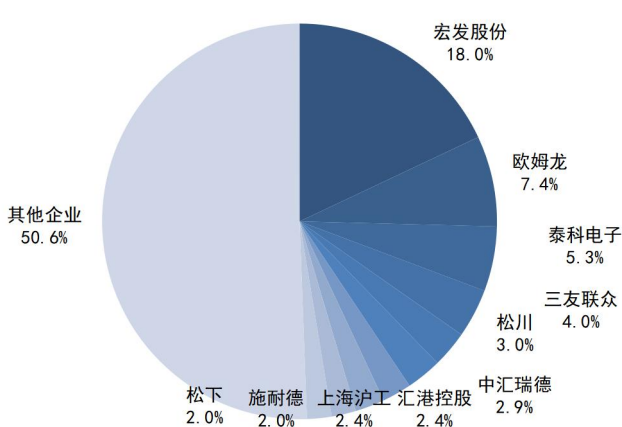
宏发股份为全球继电器行业龙头企业。根据《2020版中国电磁继电器市场竞争研究报告》数据, 2019年宏发股份在中国继电器行业市场份额为18%, 全球市场份额达到14.1%。公司披露2022年全球继电器市场份额已达到19.4%, 继续巩固全球龙头地位, 行业内其他主要竞争对手包括欧姆龙, 泰科电子, 松下, 施耐德等。

图14: 全球继电器行业市场份额 (2019)



资料来源: 《2020版中国电磁继电器市场竞争研究报告》, 国信证券经济研究所整理

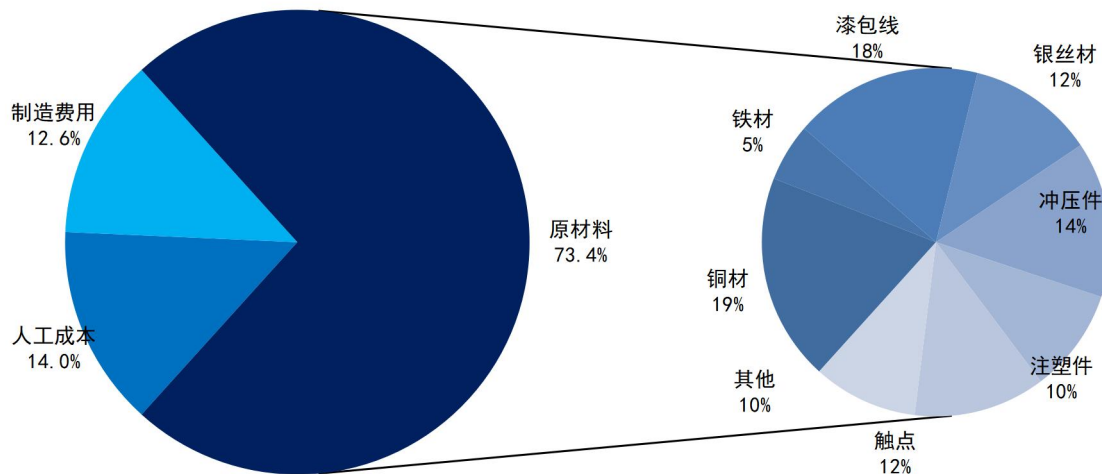
图15: 国内继电器行业市场份额 (2019)



资料来源: 《2020版中国电磁继电器市场竞争研究报告》, 国信证券经济研究所整理

原材料占继电器成本达到70%以上。根据宏发股份披露数据, 在继电器成本中原材料占比超过70%, 达到73.4%, 人工成本和制造费用分别占到14%和12.6%。在原材料中, 铜材成本占比达到19%, 漆包线/冲压线/银丝材/注塑件成本占比分别为18%/14%/12%/10%。

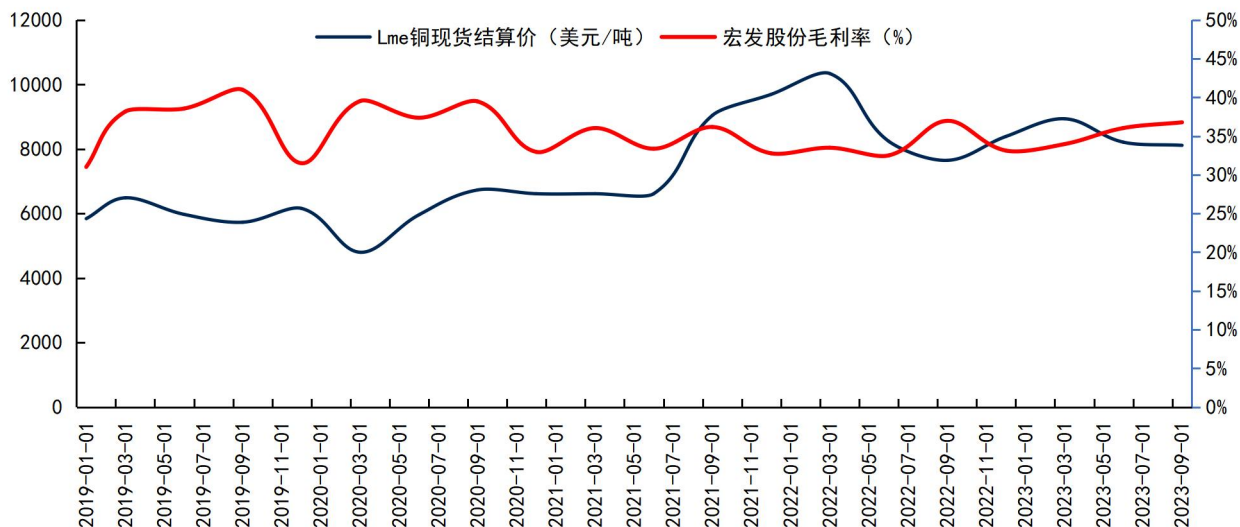
图16: 继电器成本构成 (2021)



资料来源: 宏发股份公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

公司成本控制经验较为丰富, 毛利率变动较为稳定。因继电器产品原材料成本占比较高, 公司通过垂直一体化、原材料套期保值, 优化产品设计等模式降低原材料价格波动的影响并以此提升毛利率: 1) 公司生产垂直一体化水平不断提高, 核心零部件自制率高, 且不断优化自动化水平和生产效率; 2) 多年从事原材料套期保值, 规避原材料价格波动经验丰富; 3) 优化产品设计减少耗材量。此外不同年份下, 汇率、折旧、海运费、关税等影响公司毛利率程度不一。

图17: LME 铜现货结算价与宏发股份毛利率对比



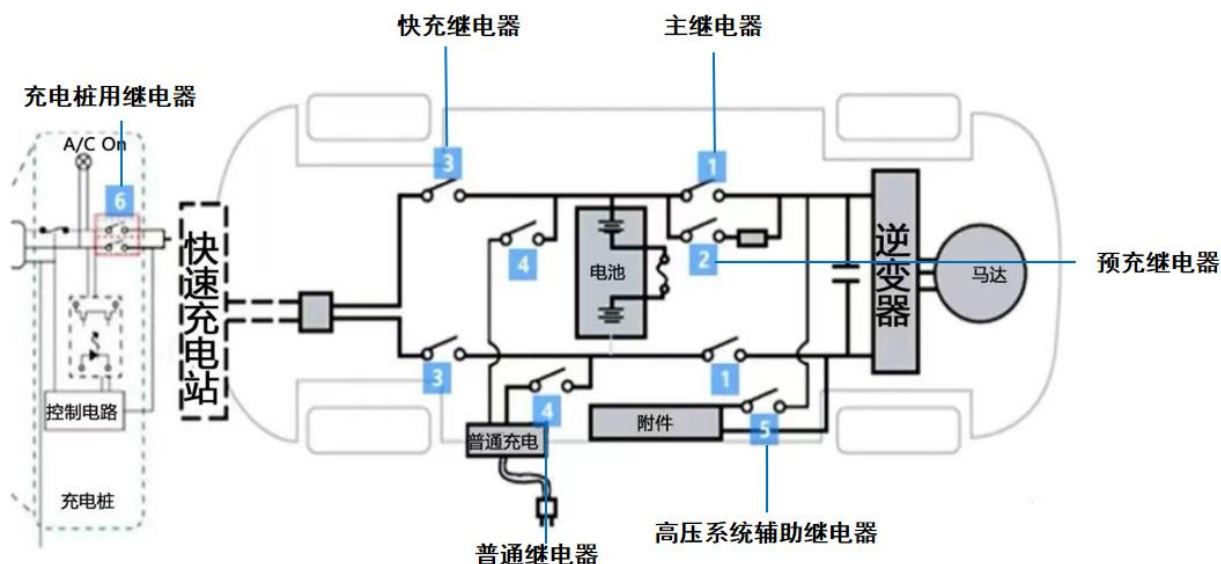
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高压直流继电器：新能源助力高成长

高压直流继电器是新能源汽车的核心元器件。新能源汽车中在电池系统和电机控制器之间需要配置继电器，当系统停止运行后起隔离作用，系统运行时起连接作用。

与传统汽车 12-48V 的主电路电压相比，新能源汽车的主电路电压一般超过 200V，电动大巴可大于 750V，所以在继电器使用时需要采用高压直流继电器，通常一辆新能源汽车需要配备 5-8 个高压直流继电器，包括 2 个主继电器、1 个预充继电器、2 个快充继电器、2 个普通继电器和 1 个高压系统辅助继电器，根据具体车型差异，高压直流继电器的使用数量有所不同。

图18: 高压直流继电器应用图示



资料来源：朱亚哲，李亚南，庄新军等《高压直流继电器基本介绍及触点分析》[J]. 电工材料, 2023 (04) : 3-6; 国信证券经济研究所整理

高压快充推广有望带动高压直流继电器渗透率提升。纯电乘用车电压通常在 200-400V 之间，在同等功率下，当电压从 400V 提升到 800V 后，线路中通过的电流减少一半，产生的功率损耗更小，从而可以提高充电效率、缩短充电时长。因此为了提升充电速度、降低成本，车企积极推动电动车高压平台由 400V 向 800V 提升。保时捷在全球首次推出 800V 高电压电气架构，现代、起亚、比亚迪、长城、广汽、小鹏、理想等车企先后跟进相应布局。我国 800V 高压快充行业进入发展加速期。随着高压平台的应用增加，快充电动车渗透率提升，从而有望持续带动高压直流继电器产品需求提升。

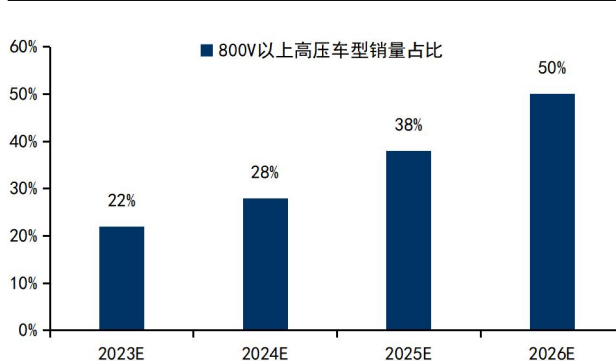
高压快充推广有望带动高压直流器价值量提升。传统燃油车使用 45 只 12V 汽车继电器，单价约 3-4 元，单车价值量约 140-180 元，在新能源车中，除了 45 只汽车继电器外，通常还需要 5-8 只高压直流继电器，当前单价约 80 元，高压直流继电器单车价值量约 400-640 元。随着高压平台技术的渗透率提升，对高压直流继电器性能、品质要求更高，我们预计产品价值将有所提升，预计未来高压直流继电器单车价值量将达到 450-800 元，增长幅度约 12%-25%

图19: 新能源车高压快充发展趋势



资料来源：华为《中国高压快充产业发展报告》，国信证券经济研究所整理

图20: 800V 以上新能源车型渗透率展望



资料来源：华为《中国高压快充产业发展报告》，国信证券经济研究所整理

表3: 国内外车企 800V 车型推出情况

车型	量产时间	额定电压	额定电流	功率	充电速度
岚图 FREE	2020	800	500	360	10min/400km
保时捷 Taycan	2021	723	370	270	4min/100km
现代 Ioniq5	2021	653	340	224	5min/100km
吉利极氪 001	2021	800	/	400	5min/120km
广汽埃安 V	2022	770	500+	480	5min/207km
比亚迪海豚	2022	800	/	230	5min/150km
长安 C385	2022	800	300	190	10min/200km
长城机甲龙	2022	800	600	480	10min/400km
极狐 α S HI 版本	2022	750	260	200	10min/195km
小鹏 G9	2022	800	670	480	5min/200km
路特斯 Eletre	2022	800	/	420	5min/120km
捷尼赛思 GV60	2023	800	/	350	18min/450km
小鹏 G6	2023	800	/	280	10min/300km

资料来源：各公司官网，华为《中国高压快充产业发展报告》，国信证券经济研究所整理

2025 年全球高压直流继电器市场空间约 117 亿元。全球新能源车销量方面，我们预计 2025/2028 年全球销量分别达到 1851/2464 万辆。根据宏发股份 2021 年披露的数据新能源乘用车用高压直流继电器价值量约为 80 元/只，我们假设：1) 纯电乘用车和商用车单车需要 8 只高压直流继电器，混动乘用车单车需要 5 只高压直流继电器；2) 随着高压快充平台技术渗透率提升，新能源汽车用高压直流继电器工艺、品质要求更高，预期每年价值量上升 2%；3) 商用车主电路电压高于电动乘用车，假设商用车用高压直流继电器价值量高于乘用车用高压直流继电器价值量 30%；4) 海外车载高压直流继电器品质要求较国内更高，假设海外车载高压直流继电器价值量较国内高 10%。我们测算得 2025/2028 年全球高压直流继电器市场规模为 117/163 亿元，2023-2028 CAGR 为 14.2%。

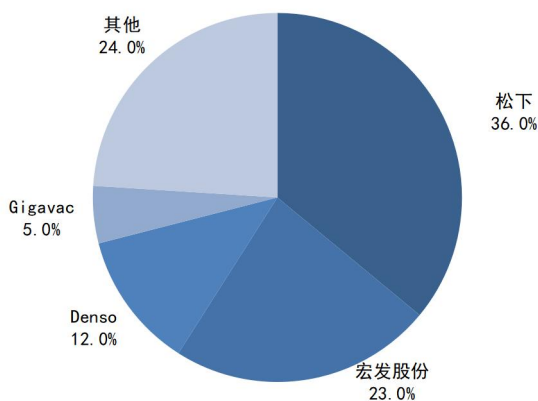
表4: 高压直流继电器单车价值量与全球市场空间测算（新能源车用）

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
国内乘用车销量（万辆）	332	658	907	1098	1285	1461	1632	1769
其中：纯电销量（万辆）	272	506	626	677	738	804	877	938
其中：插混销量（万辆）	60	152	280	421	547	657	755	831
国内商用车销量（万辆）	18	31	43	54	62	68	72	73
销量 海外乘用车销量（万辆）	282	332	401	453	503	554	587	622
其中：海外纯电销量*（万辆）	167	224	304	366	431	488	529	571
其中：海外插混销量*（万辆）	115	108	97	87	73	66	58	51
全球新能源车销量（万辆）	632	1021	1351	1605	1851	2083	2291	2464
国内纯电乘用车单车价值量（元）	640	653	666	679	693	707	721	735
国内混动乘用车单车价值量（元）	400	408	416	424	433	442	450	459
国内商用车单车价值量（元）	832	849	866	883	901	919	937	956
海外纯电乘用车单车价值量（元）	704	718	732	747	762	777	793	809
海外混动乘用车单车价值量（元）	440	449	458	467	476	486	496	505
新能源车用高压直流继电器市场空间（亿元）	21	42	57	69	80	92	104	114
海外高压直流继电器市场空间（亿元）	17	21	27	31	36	41	45	49
全球高压直流继电器市场空间（亿元）	38	63	84	100	117	133	149	163
测算 yoy		65%	33%	19%	17%	14%	12%	9%

资料来源：中汽协，公司公告，国信证券经济研究所整理及测算，注：海外销量剔除了中国生产并出口海外部分的数量

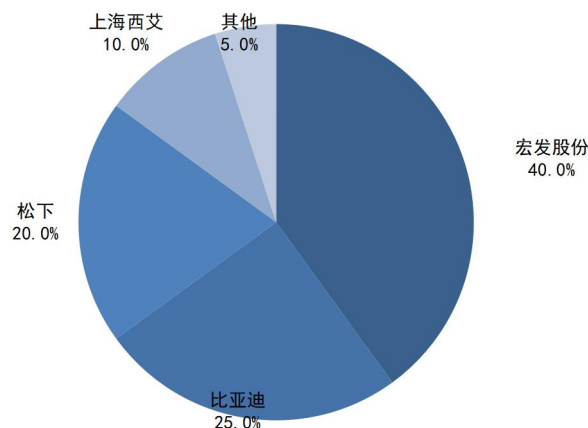
市场竞争格局集中，公司龙头地位凸显。高压直流继电器主要为新能源汽车提供安全保护功能，整车厂对高压直流继电器产品验证周期较长，因此已进入整车供应链的继电器厂商具备先发优势。目前宏发股份已经与全球主流新能源车厂开展合作，客户包括比亚迪、蔚来、理想、小鹏、零跑、长城、特斯拉、奔驰、宝马等。从全球高压直流继电器竞争格局来看，行业较为集中，2020年宏发股份全球市场份额23%，位列第二，仅次于松下（36%），其他竞争对手包括 Denso（12%）和 Gigavac（5%）。2022年，宏发股份高压直流继电器全球市场份额已达到40%，超越松下，成为全球龙头企业。

图21: 全球高压直流继电器行业市场份额（2020）



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图22: 国内高压直流继电器行业市场份额（2020）



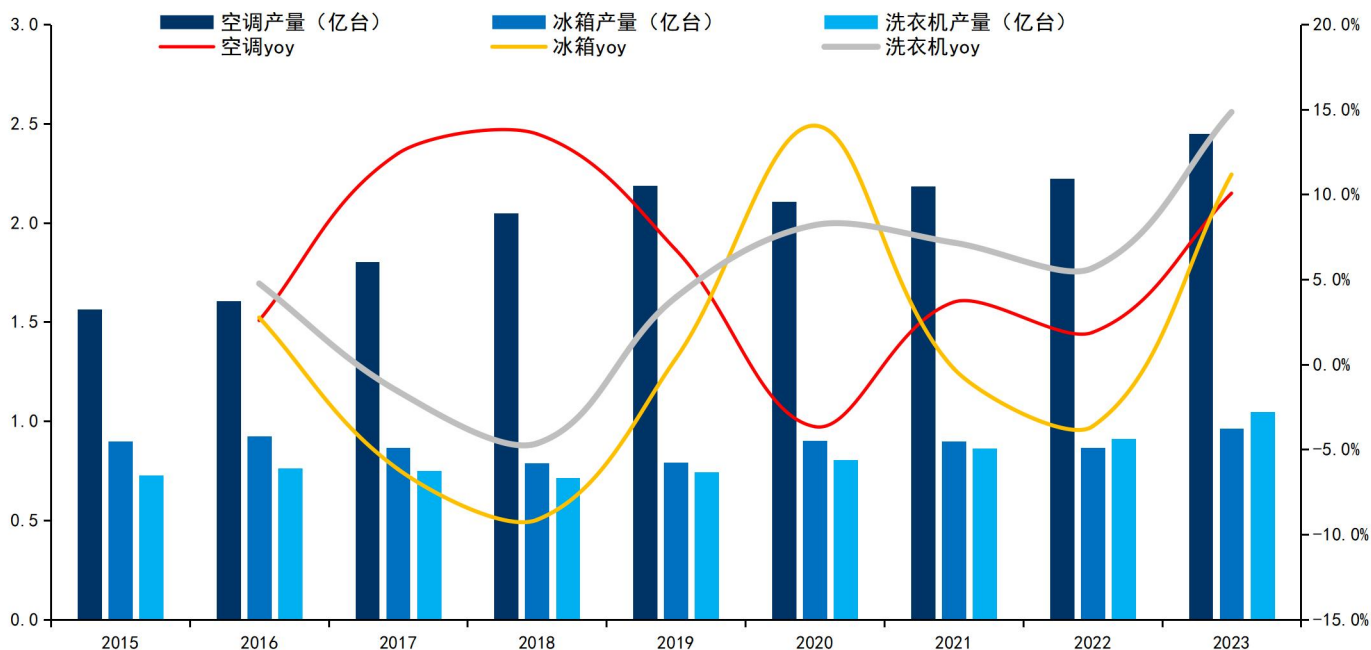
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

通用继电器：立足传统家电，拓展新能源领域

通用继电器下游应用广泛，主要应用于家电、新能源、医疗等领域。其中家电为主要应用场景，通常每台空调需要 4-8 个继电器，冰箱需要 4-5 个继电器，洗衣机需要 6-7 个继电器，家电行业整体销量增长能够带动通用继电器需求提升。

家电行业受到房地产政策调控以及更换周期影响，2022 年至今呈现回暖趋势。根据国家统计局数据，2023 年全国空调产量 2.45 亿台，2015-2023 年 CAGR 为 5.8%；2023 年全国冰箱产量 0.96 亿台，2015-2023 年 CAGR 为 0.9%；2023 年全国洗衣机产量 1.05 亿台，2015-2023 年 CAGR 4.6%。在国家房地产调控，海外消费刺激政策、以及家电更换周期下，空调、洗衣机、冰箱均呈现产量回暖趋势，2023 年三大白电产量同比均达到 10%以上，公司在家电领域产品实现快速增长，2022 年全球市场份额达到 57%，客户覆盖三星、松下、日立、格力、美的等全球头部家电企业，伴随行业回暖同时公司拓展智能家居产品，在家电业务方面有望保持稳步增长态势。

图23: 2015-2023 年全国空调、冰箱、洗衣机产量情况（亿台，%）

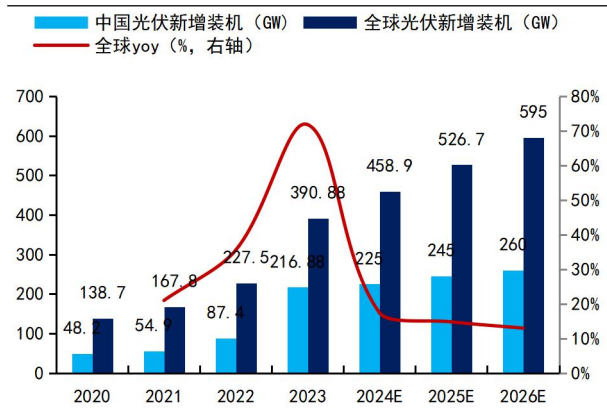


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

拓展新能源领域业务。新能源进入平价上网时代，全球光伏、风电新增装机高速增长极大推动新能源继电器需求提升。根据 CPIA 数据，2023 年国内新增光伏装机 216.88GW，同比+148%，全球新增装机约 390GW，同比增长 71.8%。伴随着全球各国持续积极推进“双碳”工作，努力提升新能源在能源结构中的占比，我们预计 2024-2026 年全球光伏新增装机有望达 458.9/526.7/595GW，三年 CAGR 为 19%；其中 2024-2026 年国内新增装机预计为 225/245/260GW，同比增长 3.7%/8.9%/6.1%。风电方面，我们预计 2024-2026 年国内新增装机有望达 88/103/91GW，同比增长 15.8%/17%/-11.7%，2025-2026 年风电出口有望迎来快速增长。目前在光伏和储能领域，公司为华为、阳光电源等头部客户开发行业领先

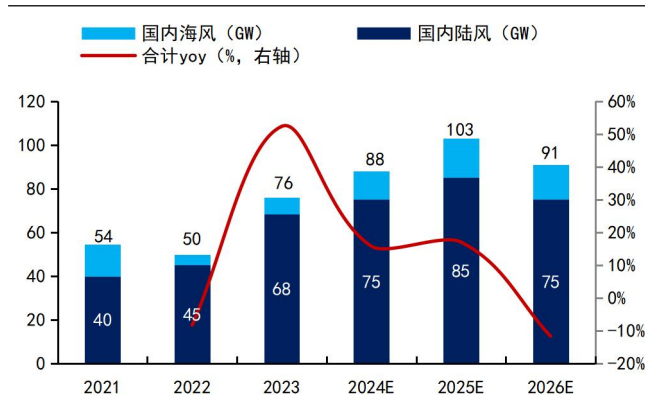
的 270A 载流型电源用继电器及全球首款液冷式电源继电器，产品技术引领行业，在风电领域，公司为风电电气系统提供高自动化、高安全、高可靠、高寿命的智能配电解决方案。

图24: 全球及中国光伏新增装机预测 (GW, %)



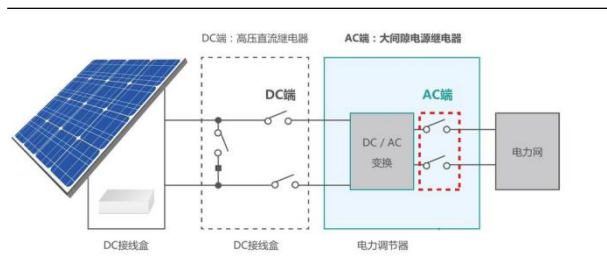
资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所整理及预测

图25: 中国风电新增装机预测 (GW, %)



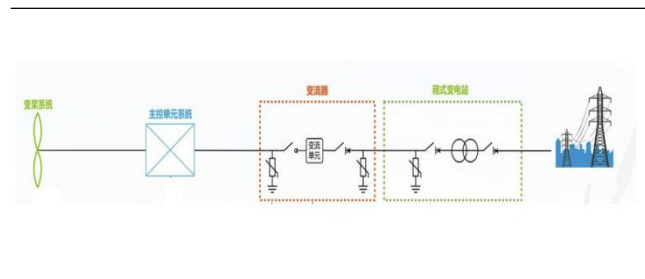
资料来源: CWEA, 国信证券经济研究所整理及预测

图26: 宏发光伏继电器解决方案



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图27: 宏发风电继电器解决方案



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

汽车继电器：行业近年复苏，公司收购海拉拓展全球布局

继电器在汽车领域的可靠性要求较高。在传统汽车中，继电器是较重要的电子元器件，其主要功能是保护及实现自动控制，广泛应用于汽车动力系统、安全系统、底盘系统、驾驶信息系统、车身系统、防盗系统等，传统汽车一般配备 40-50 只继电器。

新能源汽车行业爆发背景下，国内汽车销量复苏强劲。受全球宏观经济下行影响，全球汽车行业自 2018 年至 2020 年持续呈现负增长态势，2020 年全球汽车销量 7877 万辆，同比-13.7%，其中国内汽车销量 2531 万辆，同比-1.8%。受益于新能源汽车行业爆发，全球汽车行业销量复苏态势，2021-2022 年全球汽车销量分别为 8268/8163 万辆，同比+5%/-1.3%，国内汽车销量增长更为显著，2021-2023 年国内汽车销量分别为 2627/2686/3009 万辆，同比+3.8%/2.2%/12%。

图28: 宏发股份汽车继电器产品应用解决方案



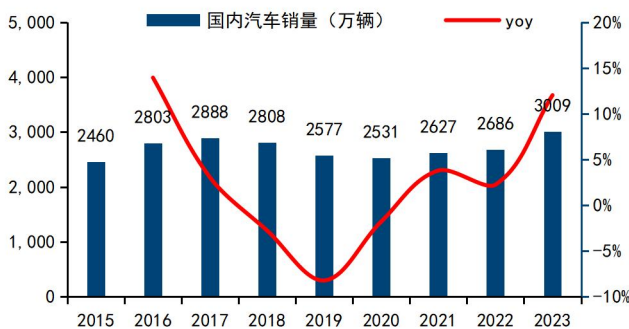
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图29: 全球汽车销量 (万辆, %)



资料来源: 世界汽车工业协会 (OICA), 国信证券经济研究所整理

图30: 国内汽车销量 (万辆, %)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

2025 年全球汽车继电器市场空间约 118 亿元。全球汽车销量方面, 我们预计未来在新能源汽车加速渗透下, 呈现小幅稳步增长态势, 2025/2028 年全球销量分别达到 9091/9182 万辆。我们假设: 1) 汽车继电器单位价格为 3 元/只, 并按照汽车零部件价格年降 1% 计算; 2) 单车继电器使用个数为 45 个, 我们测算得 2025/2028 年全球高压直流继电器市场规模为 118/116 亿元。整体市场较为稳定。

表5: 汽车继电器全球市场空间测算 (不含高压直流继电器)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全球汽车销量 (万辆)	8268	8163	8653	8912	9091	9182	9182	9182
yoy		-1.3%	6%	3%	2%	1%	0%	0%
继电器市场空间测算								
单车继电器 (个数)	45	45	45	45	45	45	45	45
汽车继电器均价	3.00	2.97	2.94	2.91	2.88	2.85	2.82	2.80
全球汽车继电器市场规模 (亿元)	112	109	114	117	118	118	117	116
yoy		-2.3%	4.9%	2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-1.0%

资料来源: 历史数据来自世界汽车工业协会 (OICA), 公司公告, 国信证券经济研究所整理及测算

收购海拉, 拓展全球布局。宏发股份孙公司宏发汽车电子于 2019 年收购外企海拉电气所有继电器业务以及子公司海拉 (厦门) 汽车电子 100% 股权, 该收购主要实现了双方渠道方面的优势互补, 宏发股份也凭借海拉渠道顺利进入新车型定点。从目前的客户情况来看, 宏发股份+海拉的渠道组合已经覆盖国内外主要汽车生产商, 2022 年宏发股份汽车继电器全球市场份额达到 18.1%。

表6: 汽车继电器供应商与对应客户

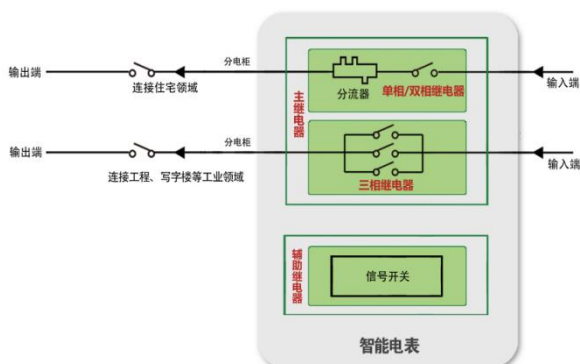
汽车继电器供应商	客户
泰科电子	大众、戴姆勒、奥迪、雪铁龙、宝马、雷诺等
欧姆龙	宝马、福特、本田、标致、铃木、戴姆勒等
松下	戴姆勒、东风、本田、长安、一汽、三菱等
LS 产电	宝马、现代等
上海沪工	大众、通用、上汽、长城、江淮等
宏发股份+海拉	国内: 吉利、上汽、北汽、一汽、奇瑞、比亚迪、长城、奇瑞、长安等。 国外: 通用、福特、戴姆勒、大众、菲亚特、宝马、奥迪、日产等

资料来源: 公司公告, 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

电力继电器: 智能电表起量, 带动产品需求稳步增长

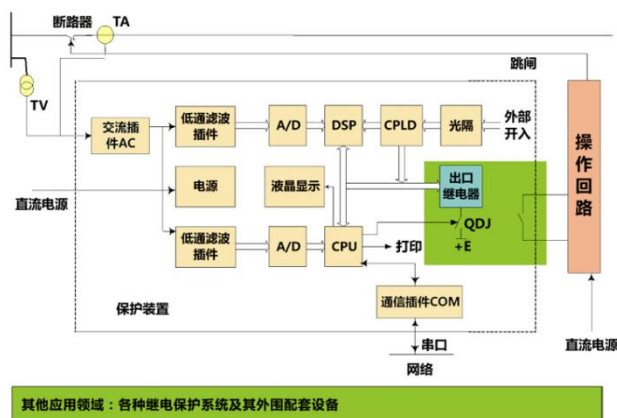
电力继电器广泛应用于智能电表等领域。电力继电器的应用可分为两类, 一类是应用于智能电表, 单个智能电表需要 2-4 只继电器; 另一类应用于电源控制、智能配电和继电保护等领域。

图31: 宏发电力继电器智能电表解决方案



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图32: 宏发电力继电器继电保护解决方案

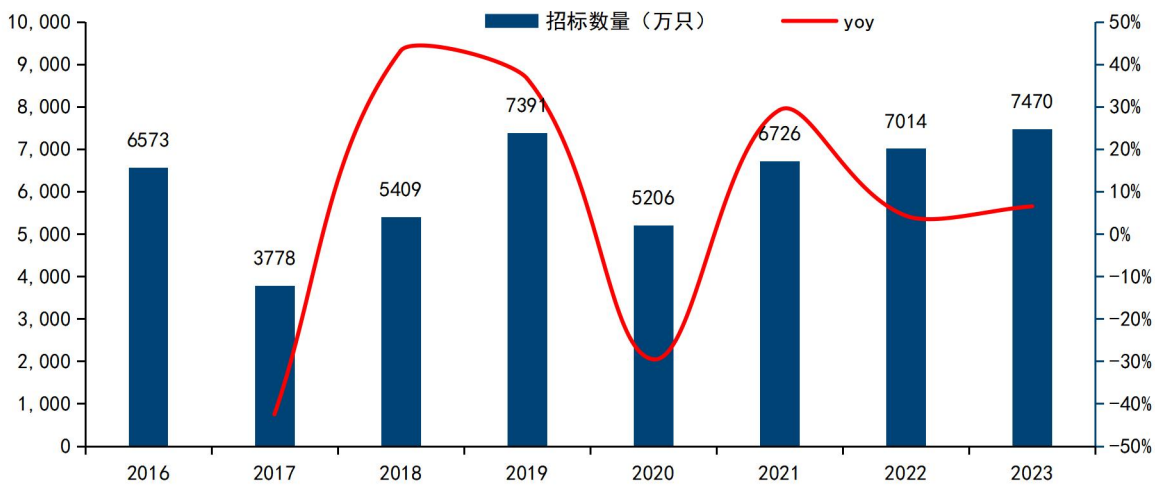


其他应用领域: 各种继电保护系统及其外围配套设备

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

智能电表起量带动继电器产品稳步增长。国内方面，2020 年国内新一代智能电表标准推出，各厂商调整产品，并于 2021 年起量，行业进入新一轮替换周期，2023 年国网智能电表招标 7470 万只，同比+6.5%，我们预计 2023-2025 年有望保持 5%-10% CAGR；海外方面，后疫情时代智能电表需求回暖，发达国家对于提升电网智能化程度、节碳减排、降本增效需求提高，同时发展中国家整体智能电表渗透率低并于近年陆续发布电网发展政策，智能电表整体呈现需求高增态势。目前公司电力继电器全球市场份额约为 57%，且公司客户结构优质，包括 ABB、西门子、通用电气、ENEL、Emerson、海兴电力、正泰电器、林洋能源、许继电气等国内外知名企业均与公司开展合作，我们预计全球智能电表起量有望带动公司电力继电器产品稳步增长。

图33: 2016-2023 年国内智能电表招标量情况 (万只, %)



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

信号继电器：下游多点开花

信号继电器广泛应用于网络通讯、安防、消防报警等领域。宏发股份于 1999 年从西门子引入第二代信号继电器产线，自此拉开业务序幕。信号继电器下游应用广泛，在安防系统中主要应用于视频监控、可视对讲、门禁系统等，在网络通讯中主要应用于通讯基站及交换机、路由器等终端设备。

宏发股份信号继电器产品性能领先全球。信号继电器在可靠性、稳定性基础要求上，需要小型化、低功耗，技术难度大，目前行业内第四代信号继电器限于宏发、松下等少数企业生产，且宏发已成功于 2022 年推出全球首款第五代信号继电器，产品性能领先于全球。目前公司全球信号继电器市场份额达到 27.7%，客户包含海康威视、大华、中兴通讯、通用电气、Honeywell、博世、三星、飞利浦等。伴随 5G 时代物联网的广泛应用，以及 6G 时代临近，安防、消防、温控、智能家居等下游细分领域的需求提升将有望带动信号继电器稳健增长。

图34: 宏发信号继电器安防系统解决方案



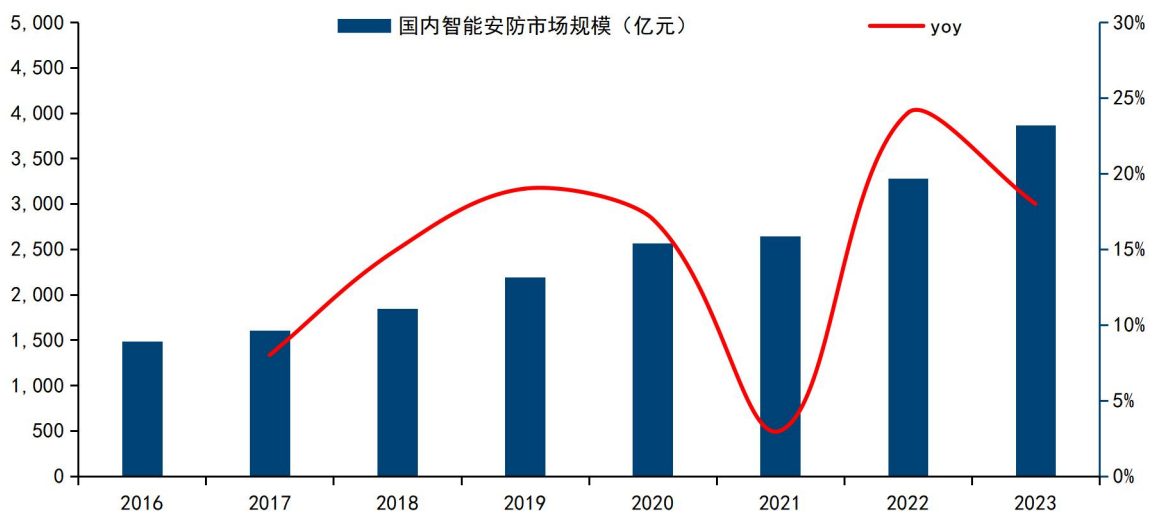
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图35: 宏发第五代信号继电器 (体积缩小 40%)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图36: 国内智能安防市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

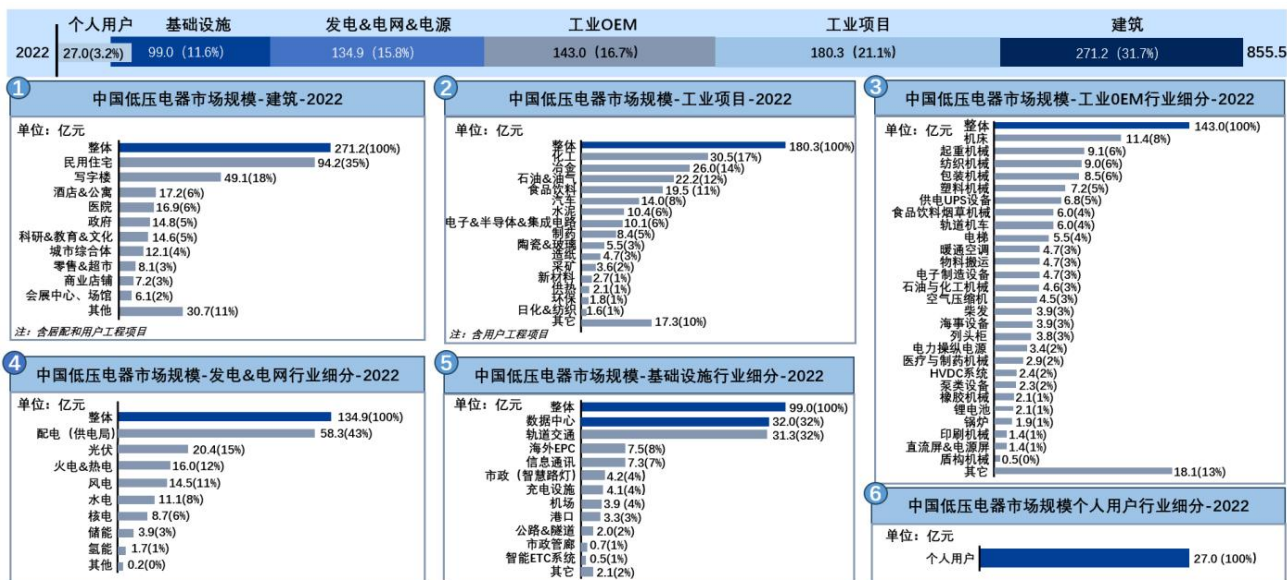
低压电器：聚焦海外市场，接力中长期成长

低压电器行业概况

低压电器以“三断一接”为主，是配电系统结构的基石。低压电器主要是以交流1200V、直流1500V为界，将低于界限的用于实现对电路或非电对象的切换、控制、保护、检测、变换和调节的元件或设备。低压电器是低压配电系统和低压配电网的结构基石，工业、农业、交通、国防和一般的居民用电领域大多采取低压供电，电力通过高压电路传输后，必须经过各级变电所逐级降压，再通过各级配电系统分配，最终进入终端用户。低压电器主要产品结构“三断一接”指框架断路器、塑壳断路器、微型断路器、接触器，“三断一接”产品市场规模金额占整体低压电器产品的86%左右。

低压电器下游涵盖建筑、工业项目及OEM、发电和电网及基础设施等多个经济支柱产业。随着近年来我国国民经济平稳发展，固定资产的投资得以持续增长，带动了我国工业、建筑业及社会用电量的稳步增长。同时，随着疫情后经济的复苏、“双碳”、数字化等重大趋势，我国房地产、工业、电网、基础设施都呈现出较强的增长态势，拉动了我国低压电器行业规模的快速增长。根据格物致胜数据，2022年受基础设施领域投资增速放缓项目数量减少等多种因素，使得2022年我国低压电器行业规模有所下滑，2022年我国低压电器行业市场规模为855.5亿元，同比下降9.4%。下游市场中建筑行业市场占比最高为31.7%，其次为工业项目占比21.1%、工业OEM占比16.7%、发电、电网及电源占比15.8%、基础设施占比11.6%、个人用户占比3.2%。

图37：国内低压电器市场用户行业细分

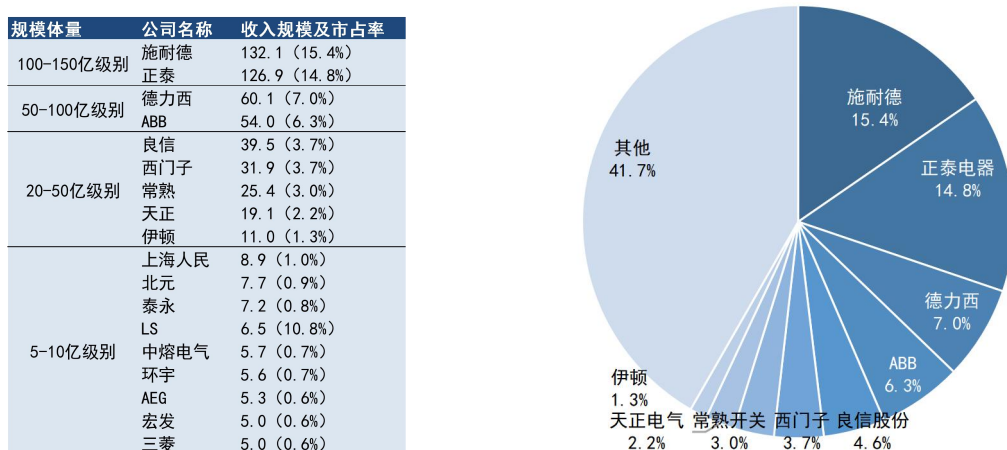


资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理

国产龙头加速替代，市场集中度逐步提升。2022年施耐德、德力西、ABB等头部外资份额合计为33.7%，相较2021年提升了1.0pct。以正泰、良信等为代表的国产品牌持续崛起，20亿元以上级别的国产品牌市场份额由2011年的19.6%提升至2022年的23.7%，国产品牌市占率提升了4.1pct，其中宏发股份2022年低压电

器收入规模约 5 亿，市占率约为 0.6%。市场集中度方面，低压电器 CR5 由 2011 年 38.7% 提升至 2022 年的 48.1%，提升了 9.4pct，多年来市场集中度逐步提升。

图 38: 2022 年国内市场份额及规模 (CR5 为 48.1%)

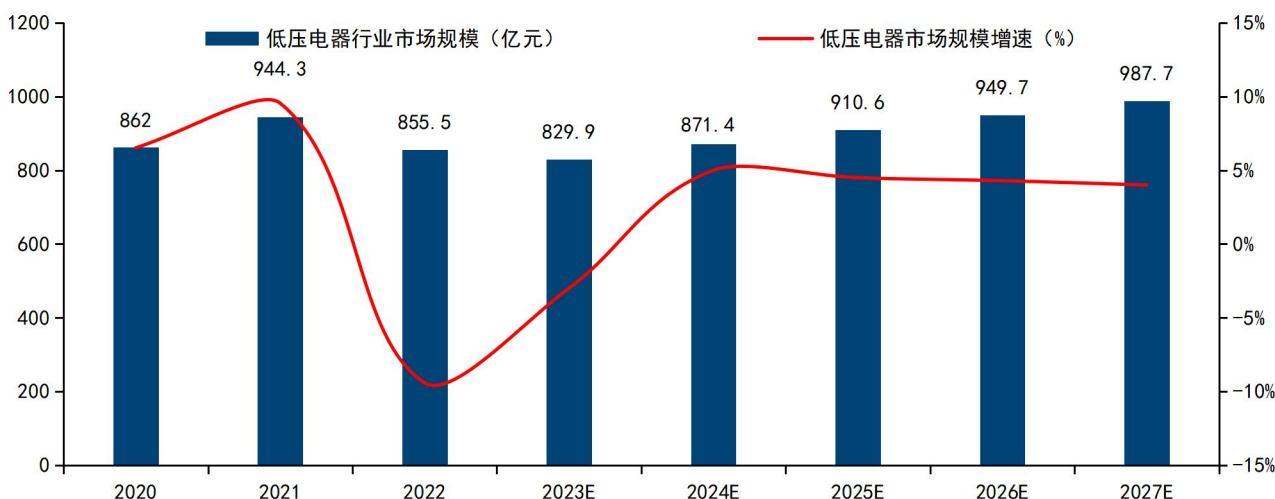


资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理

低压电器市场发展趋势

随着新能源行业中光伏、风电、储能装机量快速提升，低压电器在风光储、新能源车行业的需求将迎来高速增长。在传统房地产、工建、公商建领域市场需求稳定增长。根据格物致胜数据预测，国内低压电器 2023-2025 年市场空间分别为 829.9/871.4/910.6 亿元，同比增速分别为-3.0%/+5.0%/+4.5%。

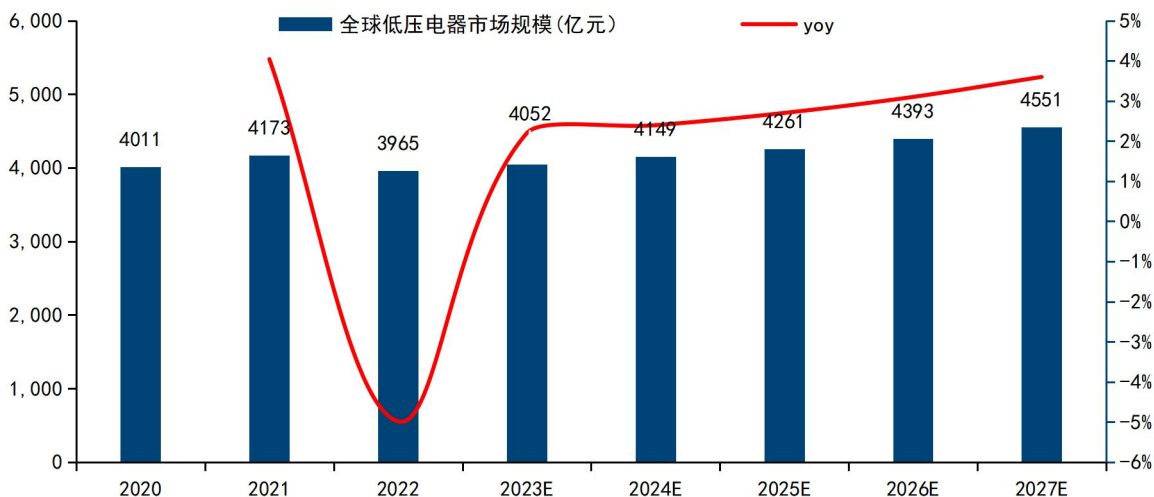
图 39: 2020-2027 年国内低压电器市场规模及预测 (亿元)



资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理

全球市场规模方面，根据格物致胜预测，2023-2027 年全球低压电器的市场规模将从 4052 亿元稳步增长至 4551 亿元，行业年均复合增速为 2.2%-3.6%。其中美洲（含大洋洲）和欧洲是全球低压电器最大的两个市场，二者占比超过 60%，其次是中国，占整体市场的 20%+。

图40: 2020-2027 年全球低压电器市场规模及预测（亿元）



资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理

表7: 全球低压电器市场规模区域细分（2022, 亿元）

企业	区域市场 (亿元)	区域占比	2022-2027 CAGR	2027 市场规模 (亿元)
美洲	1281.2	32.3%	3.0%	1485
欧洲	1192.7	30.1%	2.6%	1356
中国	855.5	21.6%	2.9%	987
亚洲（不含中国）	494.0	12.5%	2.0%	545
非洲	141.1	3.6%	4.7%	178

资料来源：格物致胜，国信证券经济研究所整理

公司低压电器业务重点聚焦海外市场

公司低压电器业务整体聚焦中高端领域，产品目前涵盖配电电器（隔离开关/断路器/自动转换开关等）、控制电器（交流接触器/热过载继电器/电动机保护断路器）以及终端设备（断路器/保护器）。在市场开拓上，公司重点聚焦海外市场，已成功切入联合技术公司（UTC）、英格索兰（IR）、立维腾（Leviton）、意大利国家电力公司（ENEL）、美国特灵集团、开利集团、伊顿等海外客户供应链，并且在ENEL内提升为Tier1供应商，相较于海外传统低压电器供应商如耐德、ABB、西门子等，公司产品优势在于性价比高、响应速度快、服务好，公司在海外市场的份额有望提升。

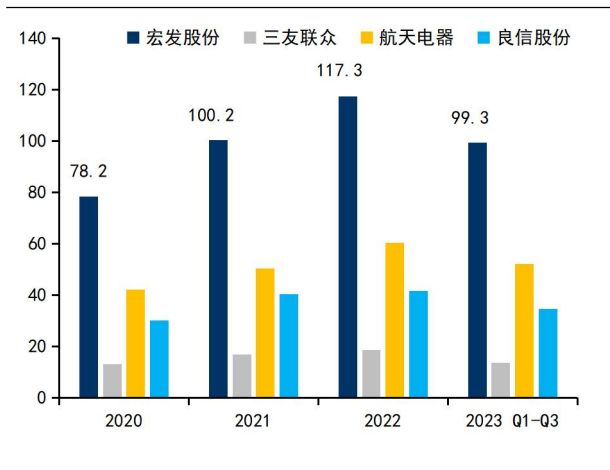
低压电器业务接力公司中长期成长。低压电器业务是公司布局的“第二门类”业务，目前主要受益于海外客户配电需求释放，中长期来看，公司将不断完善国内外销售渠道，提高成本和产品竞争优势，并不断拓展国内外市场，接力公司中长期成长。

财务分析

营收利润分析

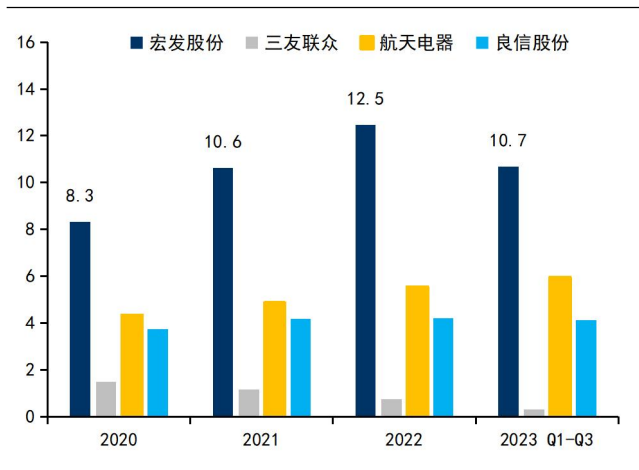
2020-2022 年公司营业收入由 78.2 亿增至 117.3 亿，CAGR 为 22.5%，公司 2023 年前三季度营收 99.3 亿元（同比+10.8%），公司营收贡献主要来源于家电、汽车两大领域。2020-2022 年公司归母净利润由 8.3 亿增至 12.5 亿，CAGR 为 22.4%，公司 2023 年前三季度实现归母净利润 10.7 亿元（同比+10.3%），从规模来看，公司营收与利润领先于同行业企业。

图41：公司与部分同行企业营业收入对比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

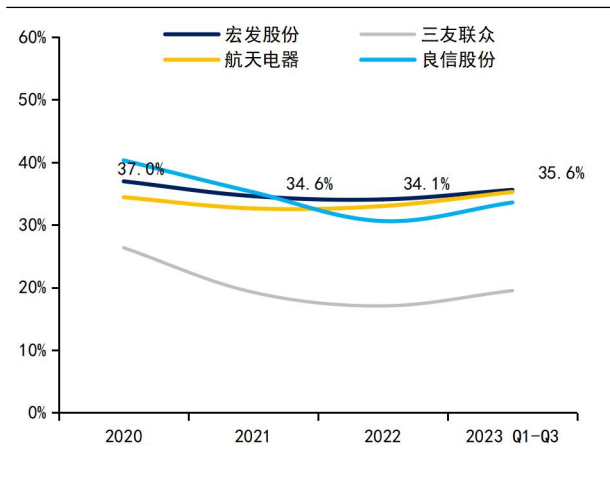
图42：公司与部分同行企业归母净利润对比（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

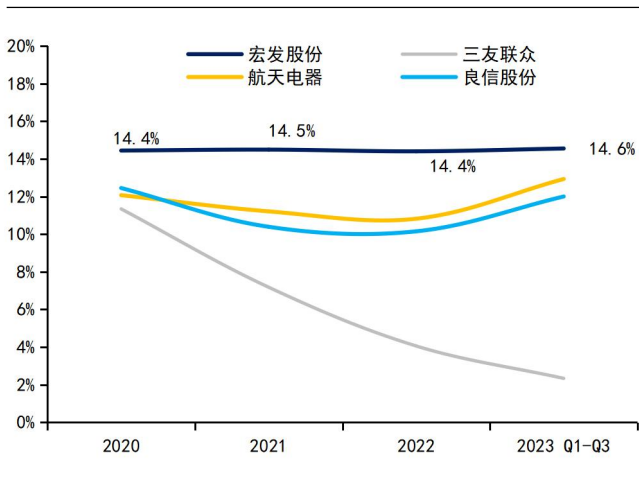
盈利能力方面，公司 2020-2022 年毛利率分别为 37%/34.6%/34.1%，2023 年前三季度毛利率 35.6%。公司 2020-2022 年净利率分别为 14.4%/14.5%/14.4%，2023 年前三季度净利率 14.6%。公司毛利率与同行企业基本相近，且变动趋势相近。净利率方面，公司整体较为稳定，表明公司费用整体控制较为显著。

图43：公司与部分同行企业毛利率对比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44：公司与部分同行企业净利率对比（%）

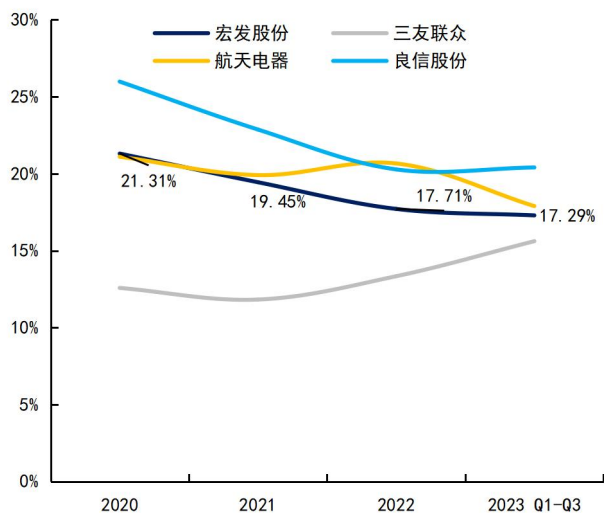


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

期间费用分析

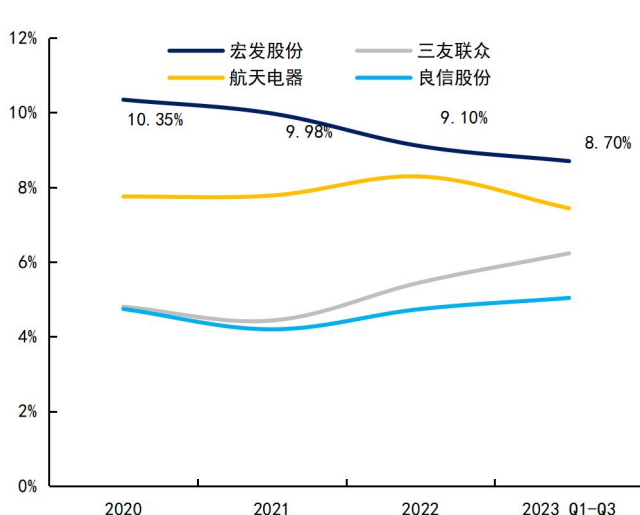
2023 年前三季度公司期间费用率为 17.29%，处于行业内中等水平，近年来公司期间费用率整体稳中有降，其中公司管理费用率 8.7%，高于行业内其他可比公司；2023 年前三季度公司销售费用率 3.38%，整体在行业内处于较低水平；研发费用率方面整体变动较为稳定，公司 2023 年前三季度研发费用率为 4.67%，整体在行业内处于较低水平。伴随公司营收规模逐步扩大，公司经营杠杆将有效释放，我们预计期间费用率将得到进一步控制。

图45：行业内各家企业期间费用率比较（%）



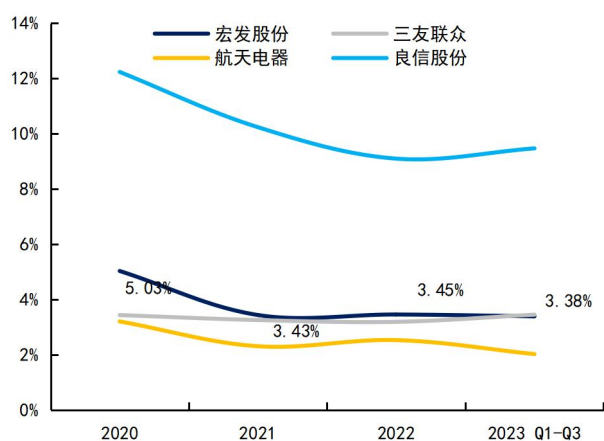
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图46：行业内各家企业管理费用率比较（%）



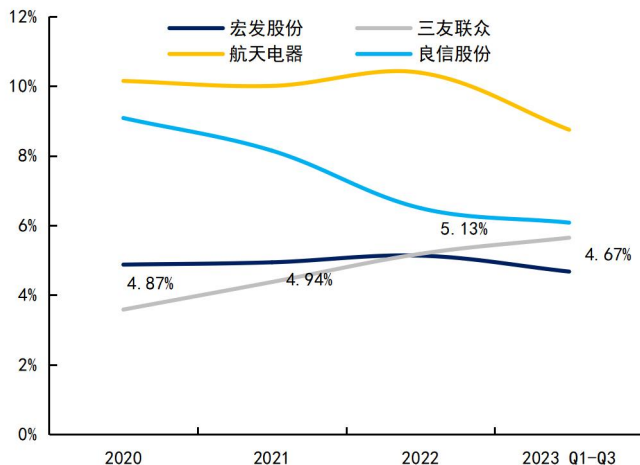
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图47：行业内各家企业销售费用率比较（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图48：行业内各家企业研发费用率比较（%）

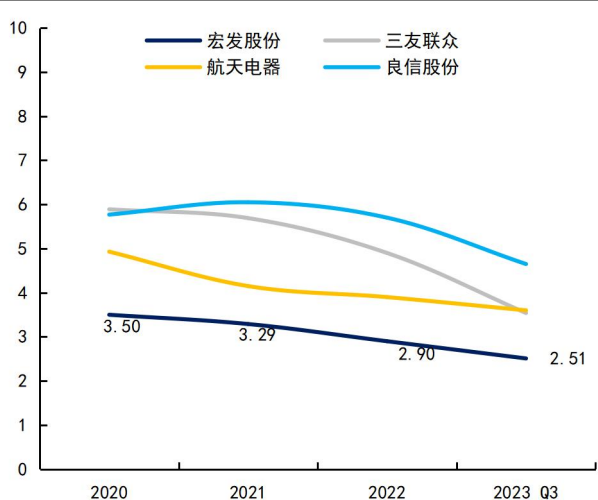


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

营运能力分析

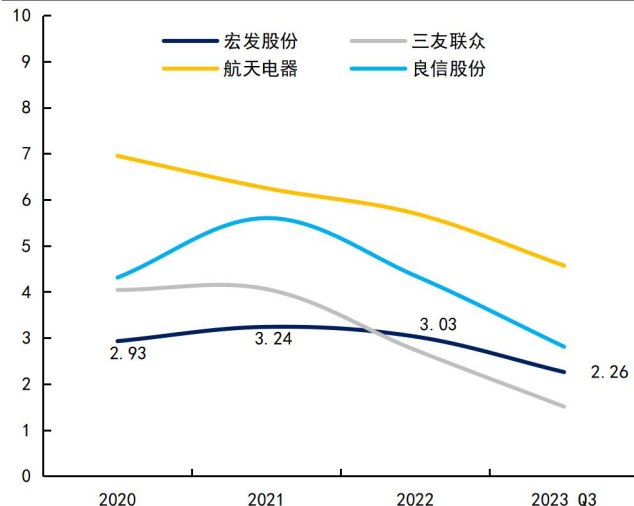
营运周转方面，公司存货周转率、固定资产周转率、应收账款周转率均处于行业较低水平，且近年保持平稳趋势。其中存货周转率与应收账款周转率方面，公司继电器产品下游以家电、汽车行业大客户为主，信用账期较长，可比公司如良信股份的低压电器产品直接面向中小经销商，信用账期较短。现金流方面，2020年起公司经营性现金净流量逐年增加，公司整体经营较为稳健。

图49：行业内各家企业存货周转率比较（%）



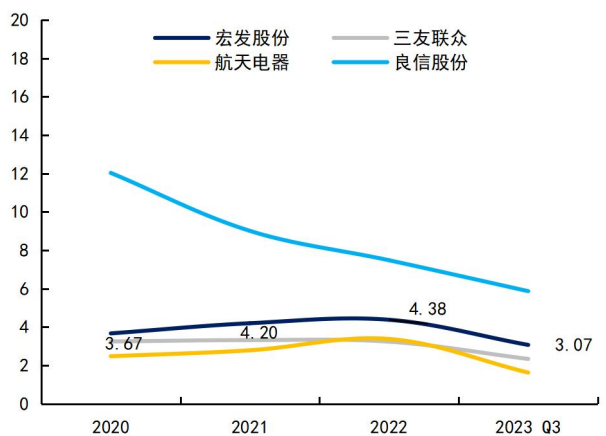
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图50：行业内各家企业固定资产周转率比较（%）



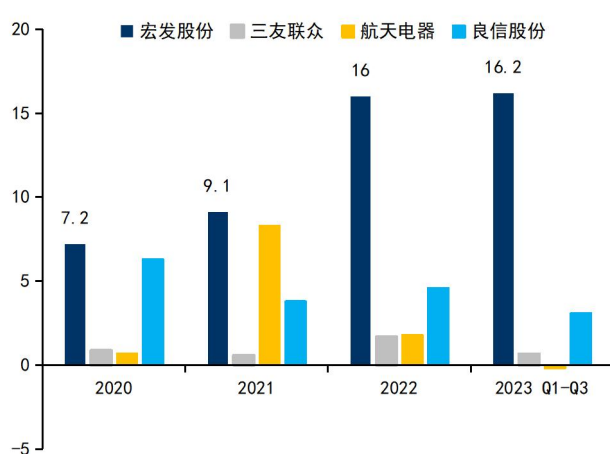
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图51：行业内各家企业应收账款周转率比较（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图52：经营性现金流净流量比较（亿元）

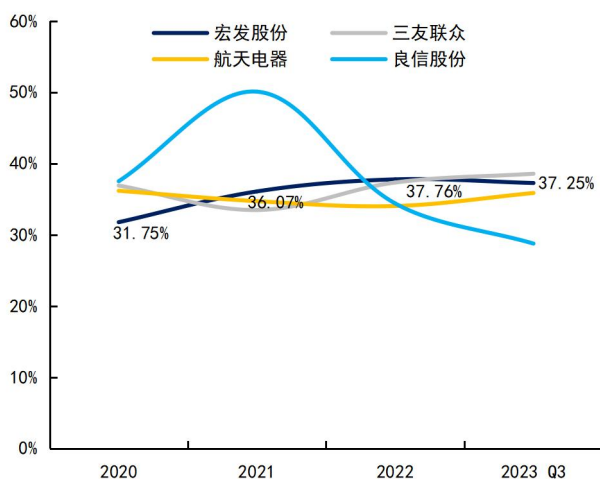


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

偿债能力分析

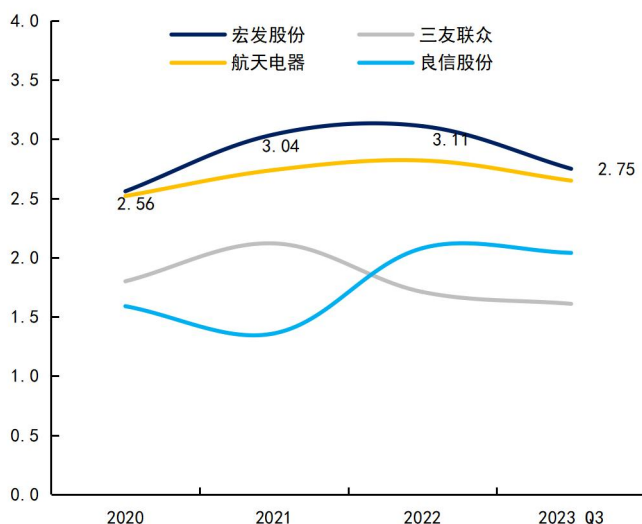
长期偿债能力方面，2020-2023Q3 公司资产负债率呈现稳步上升态势，2023Q3 公司资产负债率 37.25%，与行业内可比公司相比资产负债率较高。短期偿债指标来看，2020 年至今公司速动比率、流动比率均整体较为稳定，目前均处于行业内平均水平。

图53：资产负债率比较（%）



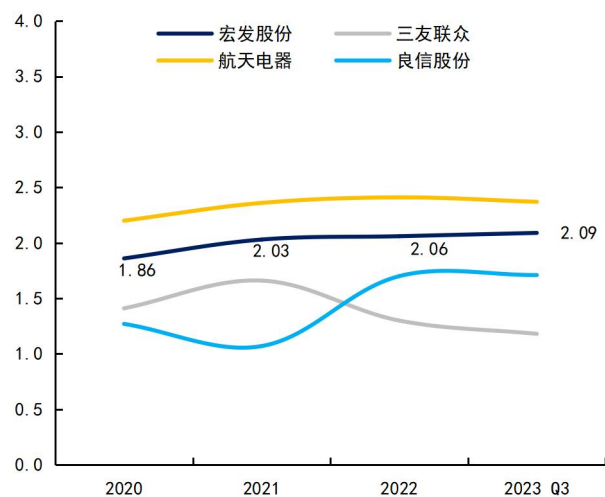
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图54：流动比率比较（%）



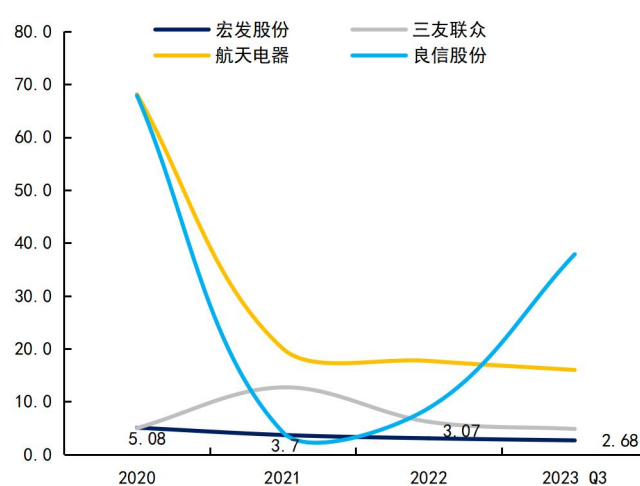
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图55：公司与可比公司速动比率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图56：可比公司归属母公司股东的权益/有息负债



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

按假设前提，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润为 14.53/16.45/18.44 亿元，同比增长 16%/13%/12%，EPS 分别为 1.39/1.58/1.77 元

假设条件

1. 高压直流继电器

高压 800V 快充推广背景下，有望推动快充电动车渗透率提升，从而带动高压直流继电器需求提升，同时在新能源车中，除了 45 只汽车继电器外，通常还需要 5-8 只高压直流继电器，当前单价约 80 元，高压直流继电器单车价值量约 400-640 元。随着高压平台技术的渗透率提升，对高压直流继电器性能、品质要求更高，我们预计产品价值将有所提升，预计未来高压直流继电器单车价值量将达到 450-800 元，增长幅度约 12%-25%。宏发股份与全球主流新能源车客户合作，销售额市占率位居全球前列，该业务伴随新能源车市场有效放量，成长性可期。

营收：我们预计公司 2023-2025 年高压直流继电器业务营收为 27.2/32.7/37.9 亿元，2023-2025 年营收增速分别为 34%/20%/16%。

毛利率：我们预计公司 2023-2025 年高压直流继电器业务毛利率为 41.3%/40.5%/40%。

2. 通用继电器

家电需求回暖，整体温和增长，公司整体销售份额较为稳定，同时下游光储逆变器、智能家居行业有望带动公司在该业务中实现稳步增长。

营收：我们预计公司 2023-2025 年通用继电器业务营收为 54.9/58.7/62.0 亿元，

毛利率：我们预计公司 2023-2025 年通用继电器业务毛利率为 35.4%/34.5%/34%。

3. 汽车继电器

公司借助海拉的海外渠道不断拓展海外市场，该业务销售收入有望稳步增长。

营收：我们预计公司 2023-2025 年汽车继电器业务营收为 16.9/18.3/19.4 亿元，2023-2025 年营收增速分别为 7.8%/8.5%/6%。

毛利率：我们预计公司 2023-2025 年汽车继电器业务毛利率为 35.8%/35%/34.5%。

4. 电力继电器

海外电表市场景气度较好，公司该业务市场份额较为稳定，预计贡献稳步增长。

营收：我们预计公司 2023-2025 年电力继电器业务营收为 16.1/17.9/19.3 亿元，2023-2025 年营收增速分别为 9.1%/11%/8%。

毛利率：我们预计公司 2023-2025 年电力继电器业务毛利率为 35%/34.3%/33.5%。

5. 信号继电器

下游安防、消防、温控等业务需求较为稳定，预计贡献稳定业绩增长。

营收：我们预计公司 2023-2025 年信号继电器业务营收为 5.9/6.3/6.6 亿元，2023-2025 年营收增速分别为 8.9%/6%/5%。

毛利率：我们预计公司 2023-2025 年信号继电器业务毛利率为 38.6%/38%/37.5%。

6. 电气产品

营收：我们预计公司 2023-2025 年电气产品营收为 8.5/9.5/10.5 亿元，2023-2025 年营收增速分别为 24.9%/11.5%/10.5%。

毛利率：我们预计公司 2023–2025 年电气产品业务毛利率为 24.7%/23%/23%。

7. 其他业务

营收：我们预计公司 2023–2025 年其他业务营收为 3.7/4/4 亿元，2023–2025 年营收增速分别为-34%/9.4%/0%。

毛利率：我们预计公司 2023–2025 年其他业务毛利率为 22.6%/20%/20%。

表8：公司业务拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
继电器				
营业收入（亿元）	104.98	121.03	133.88	145.18
Yoy		15.3%	10.6%	8.4%
营业成本（亿元）	67.44	76.38	85.46	93.32
毛利率（%）	35.8%	36.9%	36.2%	35.7%
其中：高压直流继电器				
营业收入（亿元）	20.32	27.23	32.68	37.90
Yoy		34.0%	20.0%	16.0%
营业成本（亿元）	11.99	15.99	19.44	22.74
毛利率（%）	41.0%	41.3%	40.5%	40.0%
其中：通用继电器				
营业收入（亿元）	48.80	54.90	58.74	61.97
Yoy		12.5%	7.0%	5.5%
营业成本（亿元）	31.98	35.45	38.48	40.90
毛利率（%）	34.5%	35.4%	34.5%	34.0%
其中：汽车继电器				
营业收入（亿元）	15.68	16.90	18.34	19.44
Yoy		7.8%	8.5%	6.0%
营业成本（亿元）	10.27	10.86	11.92	12.73
毛利率（%）	34.5%	35.8%	35.0%	34.5%
其中：电力继电器				
营业收入（亿元）	14.76	16.10	17.87	19.30
Yoy		9.1%	11.0%	8.0%
营业成本（亿元）	9.82	10.46	11.74	12.83
毛利率（%）	33.5%	35.0%	34.3%	33.5%
其中：信号继电器				
营业收入（亿元）	5.42	5.90	6.25	6.57
Yoy		8.9%	6.0%	5.0%
营业成本（亿元）	3.39	3.62	3.88	4.10
毛利率（%）	37.5%	38.6%	38.0%	37.5%
电气产品				
营业收入（亿元）	6.82	8.52	9.50	10.50
Yoy		24.9%	11.5%	10.5%
营业成本（亿元）	5.35	6.41	7.32	8.09
毛利率（%）	21.5%	24.7%	23.0%	23.0%
其他业务				
营业收入（亿元）	5.54	3.66	4.00	4.00
Yoy		-34.0%	9.4%	0.0%
营业成本（亿元）	4.58	2.83	3.20	3.20
毛利率（%）	17.3%	22.6%	20.0%	20.0%
合计				
营业收入（亿元）	117.33	133.20	147.38	159.68
Yoy		13.5%	10.6%	8.3%
营业成本（亿元）	77.37	85.62	95.97	104.60
毛利率（%）	34.1%	35.7%	34.9%	34.5%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计公司 2023-2025 年实现营收 133.2/147.4/159.7 亿元，同比增长 13.5%/10.6%/8.3%，2023-2025 年公司毛利率分别为 35.7%/34.9%/34.5%。

费用率方面，我们假设 2023-2025 年销售费用率为 3.4%/3.3%/3.2%，管理费用率为 8.7%/8.5%/8.3%，研发费用率为 4.7%/4.5%/4.3%，所得税税率为 13.5%/15%/15%，股利分配比率为 20%/20%/30%。

表9：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	10.4%	28.2%	17.1%	13.5%	10.6%	8.3%	7.0%	5.5%	4.0%	3.0%	2.5%	2.0%
营业成本/营业收入	63.0%	65.4%	65.9%	64.3%	65.1%	65.5%	65.5%	65.8%	66.0%	66.0%	66.0%	66.0%
销售费用率	5.0%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用率	10.3%	10.0%	9.1%	8.7%	8.5%	8.3%	8.1%	7.9%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%
研发费用率	4.9%	4.9%	5.1%	4.7%	4.5%	4.3%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
营业税金及附加/营业收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
所得税税率	13.3%	10.3%	9.1%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比率	30.4%	30.1%	20.0%	20.0%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

未来三年业绩预测

表10：公司未来三年业绩预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	117.33	133.20	147.38	159.68
营业成本（亿元）	77.37	85.62	95.97	104.60
销售费用（亿元）	4.05	4.53	4.86	5.11
管理费用（亿元）	10.68	11.91	12.85	13.58
研发费用（亿元）	6.02	6.26	6.63	6.87
财务费用（亿元）	0.03	0.76	0.68	0.50
营业利润（亿元）	18.59	22.23	25.23	27.58
利润总额（亿元）	18.59	22.23	25.23	27.58
归属于母公司净利润（亿元）	12.47	14.53	16.45	18.44
EPS（元）	1.20	1.39	1.58	1.77
ROE	18%	18%	17%	16%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

按照上述假设条件，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 14.53/16.45/18.44 亿元，同比增长 16%/13%/12%，EPS 分别为 1.39/1.58/1.77 元。

盈利预测的敏感性分析

对盈利预测结果做敏感性分析，其中 23/24/25 年乐观场景下营收增速提高 3%，毛利率提升 1pct；悲观情况下营收增速降低 3%，毛利率分别降低 2pct，敏感性测试结果如下表所示。

表11：盈利预测的敏感性分析

	2023E	2024E	2025E
乐观预测			
营业收入（亿元）	136.7	151.4	164.1
YoY	16.5%	13.6%	11.3%
归母净利润（亿元）	16.26	18.33	20.5
YoY	30%	26%	25%
摊薄 EPS（元）	1.6	1.8	2
中性预测			
营业收入（亿元）	133.2	147.4	159.7
YoY	13.5%	10.6%	8.3%
归母净利润（亿元）	14.53	16.45	18.44
YoY	16%	13%	12%
摊薄 EPS（元）	1.4	1.6	1.8
悲观预测			
营业收入（亿元）	129.7	143.4	155.3
YoY	10.5%	7.6%	5.3%
归母净利润（亿元）	12.86	14.62	16.44
YoY	3%	1%	0%
摊薄 EPS（元）	1.2	1.4	1.6

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 32.61-34.76 元,首次覆盖,给予增持评级。

考虑公司的业务特点,我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。最终我们认为公司合理估值区间为 32.21-34.98 元。

绝对估值: 32.61-35.82 元

无风险利率取 3%, 股票风险溢价取 6.0%, 由此计算得出的 WACC 为 9.6%。

表12: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.1	T	15.00%
无风险利率	3%	Ka	9.60%
股票风险溢价	6.0%	有杠杆 Beta	1.17
公司股价(元)	26.26	Ke	10.01%
发行在外股数(百万)	1043	E/(D+E)	93%
股票市值(E, 百万元)	27381	D/(D+E)	7%
债务总额(D, 百万元)	1955	WACC	9.6%
Kd	5%	永续增长率(10年后)	2%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值法, 得出公司价值区间为 32.61-35.82 元。

表13: 公司 FCFF 估值表(百万元, 元/股, %)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	2413.6	2620.7	2857.4	3143.8	3334.7	3505.6	3649.4	3740.7	3815.5	3872.7	
所得税税率	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
EBIT*(1-所得税税率)	2087.8	2227.6	2428.8	2672.2	2834.5	2979.8	3102.0	3179.6	3243.1	3291.8	
折旧与摊销	499.1	562.1	615.4	658.8	693.8	723.8	750.4	773.8	790.4	802.1	
营运资金的净变动	(488.9)	(344.5)	82.0	(375.8)	(466.8)	(128.9)	(210.6)	(189.1)	(108.1)	(99.7)	
资本性投资	(750.0)	(1050.0)	(700.0)	(550.0)	(550.0)	(450.0)	(450.0)	(350.0)	(250.0)	(150.0)	
FCFF	1348.0	1395.2	2426.3	2405.2	2511.5	3124.6	3191.9	3414.2	3675.5	3844.2	51562.5
PV(FCFF)	1229.9	1161.4	1842.7	1666.7	1587.8	1802.3	1679.8	1639.3	1610.1	1536.5	20608.5
核心企业价值(百万元)	36364.8										
减: 净债务(百万元)	798.6										
股票价值(百万元)	35566.2										
每股价值(元/股)	34.11										

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表14: 绝对估值的敏感性分析(元)

	34.11	WACC 变化				
		8.7%	8.9%	9.1%	9.3%	9.5%
永续增长率变化	2.4%	37.69	36.47	35.29	34.23	33.19
	2.2%	36.99	35.82	34.68	33.66	32.67
	2.0%	36.33	35.20	34.11	33.12	32.16
	1.8%	35.70	34.62	33.57	32.61	31.69
	1.6%	35.11	34.06	33.05	32.13	31.23

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值：31.6–34.76 元

公司为继电器行业龙头企业，同时具有低压电器业务。我们选取航天电器，良信股份，可立克为可比公司，其中航天电器主营业务为高端继电器、连接器等，产品应用于航天、航空、电子、船舶、通信等高技术领域的配套，与宏发股份主营业务相同，可比性强。良信股份主要从事配电电器、终端电器、控制电器、电源电器等低压电器的生产、研发、销售，与宏发股份的低压电器业务相同，可比性强。

可立克主要从事电子变压器和电感等磁性元件以及电源适配器、动力电池充电器和定制电源等开关电源产品的开发、生产和销售，与宏发股份的业务同属基础电子元器件行业，行业属性相近，具备可比性。我们选取 PE 可比估值方法对公司进行估值，可比公司 2023/2024/2025 年对应平均估值为 23.1/16.9/12.6 倍，考虑到公司为继电器行业龙头企业，具有稳定市场份额，且受益于新能源汽车、光伏、储能等高增长行业助力，业绩增长确定性较强，我们给予公司 2024 年 20–22 倍估值，相对估值区间为 31.6–34.76 元。

表 15: 同类公司估值比较 (2024 年 3 月 15 日)

代码	公司名称	收盘价	EPS (元)			PE			评级
		3 月 15 日	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
002025.SZ	航天电器	41.34	1.79	2.4	3.09	23.1	17.2	13.4	未评级
002706.SZ	良信股份	8.59	0.47	0.57	0.75	18.3	15.1	11.5	增持
002782.SZ	可立克	11.95	0.43	0.65	0.92	27.8	18.4	13.0	未评级
平均						23.1	16.9	12.6	
600885.SH	宏发股份	26.69	1.4	1.6	1.8	19.2	16.9	15.1	增持

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理与预测, 注: 航天电器、可立克盈利预测取自 Wind 一致预期

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

综合上述绝对估值与相对估值的结果，我们认为公司股票合理估值区间在 32.61–34.76 元之间，对应 2024 年动态市盈率 20.6–22 倍，相对于公司目前股价有 22%–30% 溢价空间。我们预计公司 2023–2025 年实现归母净利润 14.53/16.45/18.44 亿元，同比增长 16%/13%/12%，对应当前 PE 为 19.2/16.9/15.1 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 32.61-34.76 元之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、股权资本成本 K_e 对公司估值影响较大,我们在计算 K_e 时采用的无风险利率为 3.0%、股票风险溢价 6.0% 的取值都有可能偏低、导致 K_e 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%,公司所处继电器、低压电器行业当前保持稳健增长,但是远期可能面临行业增长减慢甚至下滑的可能,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了航天电器,良信股份,可立克为可比公司进行比较,选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司为继电器行业龙头企业,具有稳定市场份额,最终给予公司 2024 年 20-22 倍估值,相对当下股价有 22%-30% 溢价空间,上述估值存在以下风险:选取的可比公司下游应用存在差异,市场竞争要素和格局存在区别,可能存在给予目标公司估值过高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司 2023-2025 年我们预计实现营收 133.2/147.4/159.7 亿元,同比增长 13.5%/10.6%/8.3%,可能存在对公司产品销量及行业需求预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司 2023-2025 年毛利率 35.7%/34.9%/34.5%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 若家居、工控、电表、汽车、安防等行业下游需求不及预期,可能也存在未来几年业绩高估的风险。

经营风险

国际贸易环境变化的风险:2018 年以来,中美贸易摩擦不断,美国政府先后发布三批关税加征清单,分三批针对中国出口美国的价值 340 亿美元、160 亿美元和 2000 亿美元的商品加征 25% 的关税,继电器类产品也被列入加税清单。虽然目前公司直接销售至美国的产品占比较少,对公司影响较小,但是若未来中美贸易摩擦进一步加剧或出现我国与其他经济体之间的贸易摩擦,在贸易政策、关税等方面对我国设置壁垒,从而可能对公司经营业绩、盈利水平和市场开拓产生不利影响。

原材料价格波动的风险:继电器产品的主要原材料包括铜、银、漆包线、工程塑料等,主要原材料价格受大宗商品国际市场波动的影响,原材料市场的价格波动直接影响产品利润以及公司流动资金。若未来公司主要原材料价格出现剧烈波动,

而公司无法通过提高产品销售价格等方式将原材料涨价的负面影响转移给下游企业，将会对公司的经营业绩产生不利影响。

人才流失的风险：技术人员对于继电器生产企业的长远发展至关重要。目前技术含量高、利润空间大的高端继电器已成为行业的发展方向，能否占领高端市场是继电器生产企业获得持续发展的关键。高端继电器的研发需要专门的技术人员，需具备完整的本专业知识和较宽的其它专业的知识，且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。同时，生产线上的大量关键工艺岗位也需要经验丰富的技术工人才能胜任。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

电子元器件产业是电子信息产业的基础支撑，其发展受到国家政策大力支持和鼓励。近年来，国家工业和信息化部及国家发改委等部门先后印发了《信息产业发展指南》《制造业设计能力提升专项行动计划（2019-2022年）》《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023）》等多项政策鼓励和推动电子信息产业的快速发展。未来，若国家关于电子元器件产业或电子信息产业的相关政策变化，将有可能导致公司经营业绩受到一定的不利影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1708	1358	1708	2573	4456	营业收入	10023	11733	13320	14738	15968
应收款项	3718	4270	5109	5249	5250	营业成本	6556	7737	8562	9597	10460
存货净额	2498	2832	2555	2826	2844	营业税金及附加	76	88	107	118	128
其他流动资产	147	181	201	222	244	销售费用	344	405	453	486	511
流动资产合计	8306	9346	10229	11553	13499	管理费用	1000	1068	1191	1285	1358
固定资产	3666	4760	4993	5464	5531	研发费用	495	602	626	663	687
无形资产及其他	415	487	505	522	540	财务费用	110	3	76	68	50
投资性房地产	1267	1384	1650	1809	1940	投资收益	107	30	(75)	(60)	(50)
长期股权投资	13	14	14	14	14	资产减值及公允价值变动	(55)	(35)	(65)	(50)	(60)
资产总计	13666	15991	17391	19362	21524	其他收入	188	67	122	162	152
短期借款及交易性金融负债	61	46	50	50	50	营业利润	1626	1859	2223	2523	2758
应付款项	1776	1905	1767	1733	1753	营业外净收支	(6)	(0)	0	0	0
其他流动负债	852	1005	1258	1401	1519	利润总额	1620	1859	2223	2523	2758
流动负债合计	2732	3010	3134	3249	3393	所得税费用	167	170	300	378	414
长期借款及应付债券	1644	2305	1905	1905	1905	少数股东损益	390	442	470	500	500
其他长期负债	554	723	726	728	731	归属于母公司净利润	1063	1247	1453	1645	1844
长期负债合计	2198	3028	2631	2633	2636	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4930	6038	5765	5882	6029	净利润	1063	1247	1453	1645	1844
少数股东权益	2189	2457	2927	3427	3927	资产减值准备	(5)	20	(15)	(10)	0
股东权益	6548	7496	8699	10053	11568	折旧摊销	543	661	499	562	615
负债和股东权益总计	13666	15991	17391	19362	21524	公允价值变动损失	0	0	75	0	0
						财务费用	110	3	76	68	50
						营运资本变动	(728)	(653)	(489)	(345)	82
						其它	39	319	563	640	602
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	经营活动现金流	912	1595	2086	2492	3144
每股收益	2.77	1.20	1.39	1.58	1.77	资本开支	(925)	(1519)	(750)	(1050)	(700)
每股红利	0.83	0.24	0.28	0.32	0.53	其它投资现金流	147	(483)	(266)	(219)	(182)
每股净资产	22.80	9.55	11.15	12.93	14.86	投资活动现金流	(778)	(2003)	(1016)	(1269)	(882)
ROIC	15%	15%	18%	18%	18%	权益性融资	211	21	0	0	0
ROE	18%	18%	18%	17%	16%	负债净变化	32534	48643	(396)	0	0
毛利率	35%	34%	36%	35%	34%	支付股利、利息	(31995)	(48614)	(249)	(291)	(329)
EBIT Margin	15%	16%	18%	18%	18%	其它融资现金流	(110)	(3)	(76)	(68)	(50)
EBITDA Margin	21%	21%	22%	22%	22%	融资活动现金流	639	47	(721)	(358)	(379)
收入增长	28%	17%	14%	11%	8%	现金净变动	773	(361)	349	865	1883
净利润增长率	28%	17%	16%	13%	12%	货币资金的期初余额	898	1708	1358	1708	2573
资产负债率	36%	38%	33%	30%	28%	货币资金的期末余额	1708	1358	1708	2573	4456
息率	2.5%	3.1%	0.9%	1.0%	1.2%	企业自由现金流	282	156	1348	1395	2426
P/E	9.62	22.31	19.15	16.92	15.09	权益自由现金流	31077	48721	887	1338	2384
P/B	1.17	2.80	2.39	2.06	1.80						
EV/EBITDA	7.24	13.57	11.53	10.59	9.75						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032