



Research and
Development Center

聚焦“两智一新”，构建增长新动能

— 良信股份（002706.SZ）深度报告

2023年6月2日

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

S1500520090001

010-83326711

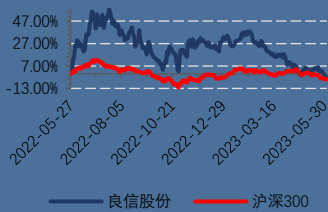
wuhao@cindasc.com

孙然 电力设备与新能源行业研究助理

S1500122070027

18721956681

sunran@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
深度报告
良信股份 (002706.SZ)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	10.55
52周内股价	10.37-17.36
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	-6.57
总股本(亿股)	11.23
流通A股比例(%)	81.11
总市值(亿元)	118

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

聚焦“两智一新”，构建增长新动能

2023年6月2日

报告内容摘要：

◆**深耕低压电器领域二十余载。**公司深耕低压电器领域二十多年，专注终端电器、配电电器、控制电器、智能家居等领域，业务覆盖信息通讯、新能源、建筑地产、电网、工控、工业建筑等8大行业，30多个细分行业。管理层技术背景雄厚，公司多数高管曾在低压电器制造企业天水二一三厂任职，天水二一三厂作为施耐德电气在中国的合作方，曾参与低压电器技术转让领域合作。从近年来业务来看，配电电器和终端电器贡献公司主要收入和利润，受下游房地产行业不景气影响，公司近年来业绩增速有所放缓，2022年收入为41.57亿元，同比增长3.23%，归母净利润为4.22亿元，同比增长0.77%。2022年公司开始在智能配电、智慧人居及新能源等高容量市场发力，2023Q1初见成效，实现收入9.32亿元，同比增长16.29%，归母净利润为0.85亿元，同比增长17.84%。

◆**千亿赛道持续扩容，低压电器行业增速有望稳健增长。**从行业来看，2021年低压电器国内市场规模约千亿，低压电器下游市场中建筑和工业项目行业占比较大，二者占比合计超过50%。近年来受房地产行业不景气影响，行业增速有所放缓。低压电器市场存在较大的周期性和波动性，新能源领域或将成为主要增长极。进入23年以来，随着数据中心、新能源（光伏等）、通信等领域投入的加大，这些领域有望成为低压电器市场的主要增长极，同时工业有望进入复苏周期，有望带动低压电器行业增速回暖。

◆**国产替代正当时，“两智一新”行业带来新机遇。**低压电器行业是一个市场化程度较高的行业，形成了跨国公司与各国国内本土优势企业共存的竞争格局。2021年我国低压电器行业市场中，份额占比前三的企业分别为施耐德、正泰电器和德力西，份额占比分别为14.7%、14%和7%。我们认为随着国内企业的进步，海内外品牌在基础性能上无明显差异，而国内企业性价比优势突出，未来国产替代速度有望加速。同时，从行业变化来看，新能源、智能配电、智慧人居等新领域异军突起，带来行业增长动能转化，国内企业在这些新领域和海外品牌站在同一起跑线，并具有更好的本地化运营能力，有望享受更大行业增量。

◆**拥抱数字化，海盐基地建设完善公司产业链布局。**公司持续拥抱“两智一新”领域，同时加大电气数字化系统建设，助力工业、公建、地产、商业、交通、信息通讯、新能源、工控等行业配电数字化及低碳化转型。此外，作为浙江省“未来工厂”试点，公司海盐智能生产基地按照工业4.0标准进行规划，引进低能耗、低损耗设备，建立智能化工厂、智能化物流、智能化生产及智能化供应链。海盐基地的投产有望提升工厂生产效率，工厂智能化运营和供应链能力或将不断提升。

◆**盈利预测与投资评级：**我们选择公牛集团、宏发股份作为可比公司。我们预计公司2023-2025年归母净利润为5.4、7.1、9.5亿元，同比增长27%、32%、35%，23-25年PE为22/17/12倍，与可比公司相比24/25年估值水平较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：原材料供应短缺风险；原材料涨价风险；需求下滑风险；公司新业务产能扩张不及预期；行业竞争加剧风险。

重要财务指标				单位：百万元	
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,027	4,157	5,241	6,459	8,233
同比(%)	33.5%	3.2%	26.1%	23.2%	27.5%
归属母公司净利润	419	422	536	706	954
同比(%)	11.5%	0.8%	27.1%	31.7%	35.2%
毛利率(%)	35.2%	30.6%	32.6%	32.9%	33.2%
ROE(%)	19.0%	11.3%	13.3%	15.9%	18.9%
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.38	0.48	0.63	0.85
P/E	28.31	28.09	22.11	16.78	12.42
P/B	5.37	3.17	2.95	2.67	2.35
EV/EBITDA	33.32	29.87	14.04	10.86	7.90

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 ; 股价为 2023 年 6 月 1 日收盘价

目录

公司核心聚焦	6
一、良信股份：有电有良信	7
1.1 智能化高端低压电气系统解决方案专家	7
1.2 管理层技术出身，重视研发投入	9
1.3 业绩稳步增长，费用率持续优化	13
二、“智能电网+新能源”齐头并进，低压电器国产化替代提速	17
2.1 千亿赛道持续扩容，“十四五”期间有望保持稳定增长	17
2.2 竞争格局较为集中，梯队明显	20
2.3 国产替代正当时，“两智一新”打开行业增长极	22
三、拥抱数字化，焕新出发	30
3.1 产品优势不断凸显，与大客户合作关系牢固	30
3.2 布局“两智一新”，加速迈向数字零碳新征程	32
3.3 海盐基地迎来投产，“未来工厂”助力扬帆远航	38
四、盈利预测、估值与投资评级	41
盈利预测及假设	41
估值与投资评级	42
五、风险因素	43

图表目录

图表 1: 公司发展历程	7
图表 2: 公司低压电器产品分类	8
图表 3: 公司成立以来获得多项荣誉（部分）	9
图表 4: 公司股权结构	10
图表 5: 公司实控人履历	10
图表 6: 奋斗者 2 号员工持股计划的考核与归属安排	11
图表 7: 公司研发投入费用及占比	12
图表 8: 公司研发人员数量及占比	12
图表 9: 公司主要研发项目（已上市）	12
图表 10: 公司营收及同比增速	13
图表 11: 公司归母净利润及同比增速	13
图表 12: 公司各产品营收占比	14
图表 13: 公司毛利率与净利率	14
图表 14: 公司 ROE 与 ROA	14
图表 15: 公司分业务毛利率	15
图表 16: 公司资产负债率	15
图表 17: 公司各项费用率	15
图表 18: 公司营运能力情况	16
图表 19: 公司现金流情况（亿元）	16
图表 20: 低压电器的主要分类及相关介绍	17
图表 21: 低压电器行业产业链	17
图表 22: 2016-2023E 中国低压电器市场规模与增速	18
图表 23: 2021 年中国低压电器市场规模产品细分（工业项目）	19
图表 24: 2021 中国低压电器市场规模用户行业细分（亿元）	19
图表 25: 中国低压电器用户行业市场规模变化（亿元）	19
图表 26: 中国低压电器用户行业市场占比变化	19
图表 27: 2020 年中国低压电器产品市场结构	19
图表 28: 2021 年中国低压电器整体市场竞争格局（亿元）	21
图表 29: 中国低压电器整体市场竞争格局变化（亿元）	21
图表 30: 2011 年与 2022 年中国低压电器市场份额 TOP10（亿元，%）	21
图表 31: 2021 年全球低压电器分区域市场规模（亿元）	22
图表 32: 中国低压电器行业部分相关政策一览表	23
图表 33: 海内外品牌基础性能对比	23
图表 34: 国产品牌塑壳断路器更具性价比	24
图表 35: 内外资企业生产制造能力对比	24
图表 36: 低压电器行业增速与全社会用电量增速具有强相关性	25
图表 37: 智能配电技术概览及典型企业	26
图表 38: 中国低压智能配电市场规模-2016-2026E（亿元）	26
图表 39: 内外资企业智能配电技术概览	27

图表 40: 2020-2060 年我国电源装机总量及结构 (亿千瓦)	28
图表 41: 新能源车载电气系统解决方案示例	28
图表 42: 充电桩系统解决方案示例	28
图表 43: 我国新能源汽车销量 (万辆)	29
图表 44: 我国充电桩累计保有量 (万台)	29
图表 45: 公司 5G 专用 1U 微型断路器	30
图表 46: 公司多年荣获下游客户优秀供应商等奖项	30
图表 47: 公司打造多行业解决方案	31
图表 48: 公司服务体系覆盖面广	32
图表 49: 公司智能云配电系统	32
图表 50: 公司智能云配电平台功能	33
图表 51: 公司智能配电开关设备展示	33
图表 52: 公司 Magic Link Power 智慧管理平台	34
图表 53: 公司 NEA 品牌柜实现智能管理	34
图表 54: 公司获得多项安全认证	34
图表 55: 公司 Magic Panels 系列产品	35
图表 56: 公司智能家居全景图	35
图表 57: 公司风电系统方案	36
图表 58: 公司集中式光伏方案	36
图表 59: 公司组串式光伏方案	36
图表 60: 公司电力储能方案	37
图表 61: 助力广汽埃安全球首发“超倍速电池技术”	37
图表 62: 公司充电站配电系统解决方案	37
图表 63: 公司 OTS 自动化生产线	38
图表 64: 公司海盐未来工厂	39
图表 65: 公司信息平台应用完善, 数据互联互通	39
图表 66: 杭州湾-海盐供应链与零部件基地	40
图表 67: 公司供应链管理体系	40
图表 68: 公司海盐基地项目成效	40
图表 69: 公司业绩预期情况	41
图表 70: 可比公司估值情况	42

公司核心聚焦

我们认为：1) 从行业来看，低压电器行业有望随着工业复苏、房地产回暖及新能源行业的发展，整体增速有所回升；2) 从竞争角度来看，国产品牌性价比优势明显，整体份额有望持续扩张，同时有望把握“两智一新”行业发展，实现较快增速；3) 公司作为低压电器行业领先企业，海盐基地的投产不仅有助于提升公司产业链布局，同时有助于提升公司运营能力实现降本增效。

一、良信股份：有电有良信

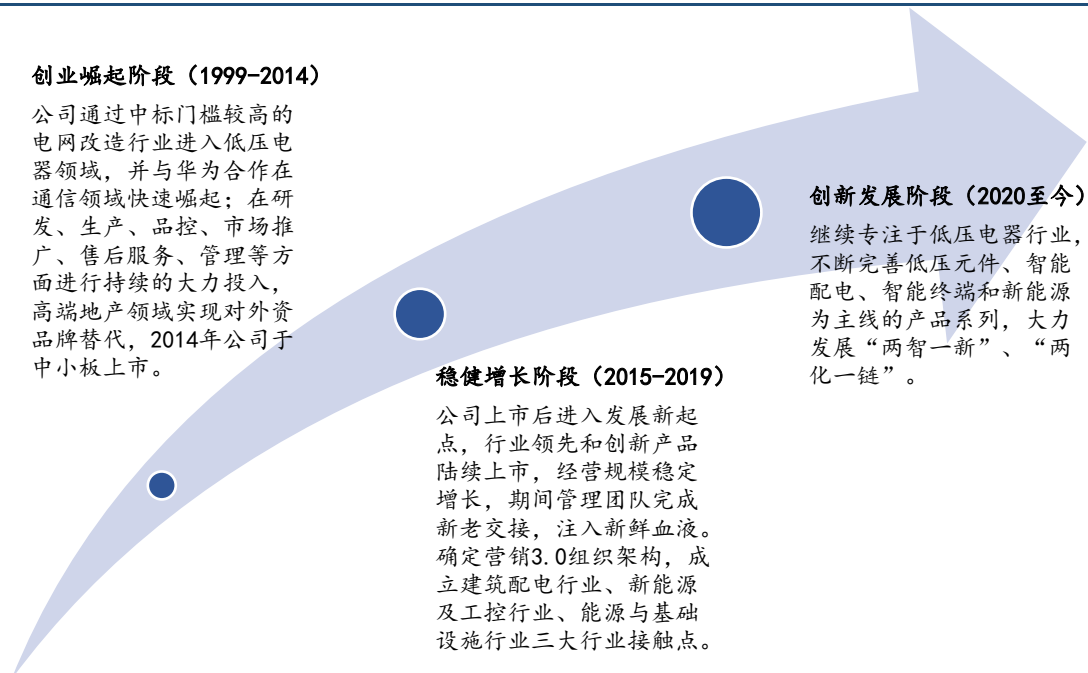
1.1 智能化高端低压电气系统解决方案专家

公司是国内低压电器行业高端市场的领先企业之一。LAZZEN 良信成立于 1999 年，创立之初便瞄准低压电器行业客户市场，以微/小型断路器作为切入点，成功打入低压电器行业市场并不断丰富产品线。公司坚持以客户为中心、以市场为导向，以较快的响应速度自主研发并以较高的性价比向市场和客户提供行业内先进的产品，力行外资品牌替代，致力打造民族品牌。

公司发展历程可分为三个阶段：

- 1) 创业崛起阶段（1999-2014 年）：**良信股份自创立之始，就立志打造国产中、高端低压电器品牌，鉴于创业初期资源有限，公司创业团队最终选择了市场应用面广、需求量大的终端电器产品小型断路器作为公司的主打产品。在投放市场后的数年中，该产品逐步受到中、高端客户的信赖，销售份额不断扩大，产品线不断丰富和提升，公司的经营业绩也逐年稳步增长。2014 年于深交所中小板上市。
- 2) 稳健增长阶段（2015-2019）：**公司上市后进入发展新起点，行业领先和创新产品陆续上市，经营规模稳定增长。公司不断挖掘原有客户新的需求，同时积极拓展新的行业客户。为促进内部研发与外部市场形成有效联动，公司实行了产品线负责制，以前期导入的 IPD 集成产品开发体系为牵引，逐步转变研发观念、优化研发模式、提高研发效率、降低研发成本。
- 3) 创新发展阶段（2020 至今）：**在这一阶段，公司积极推进数字化转型，制定了 5 年业务数字化建设规划指引。一方面，明确了未来良信股份公司集团化的 ERP 业务架构；另一方面，通过升级“OA 流程系统”，整合良信股份协同类工作的信息化工具，简化了人员操作流程并提高了办公协作效率。2022 年，公司明确提出“两智一新”发展战略。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

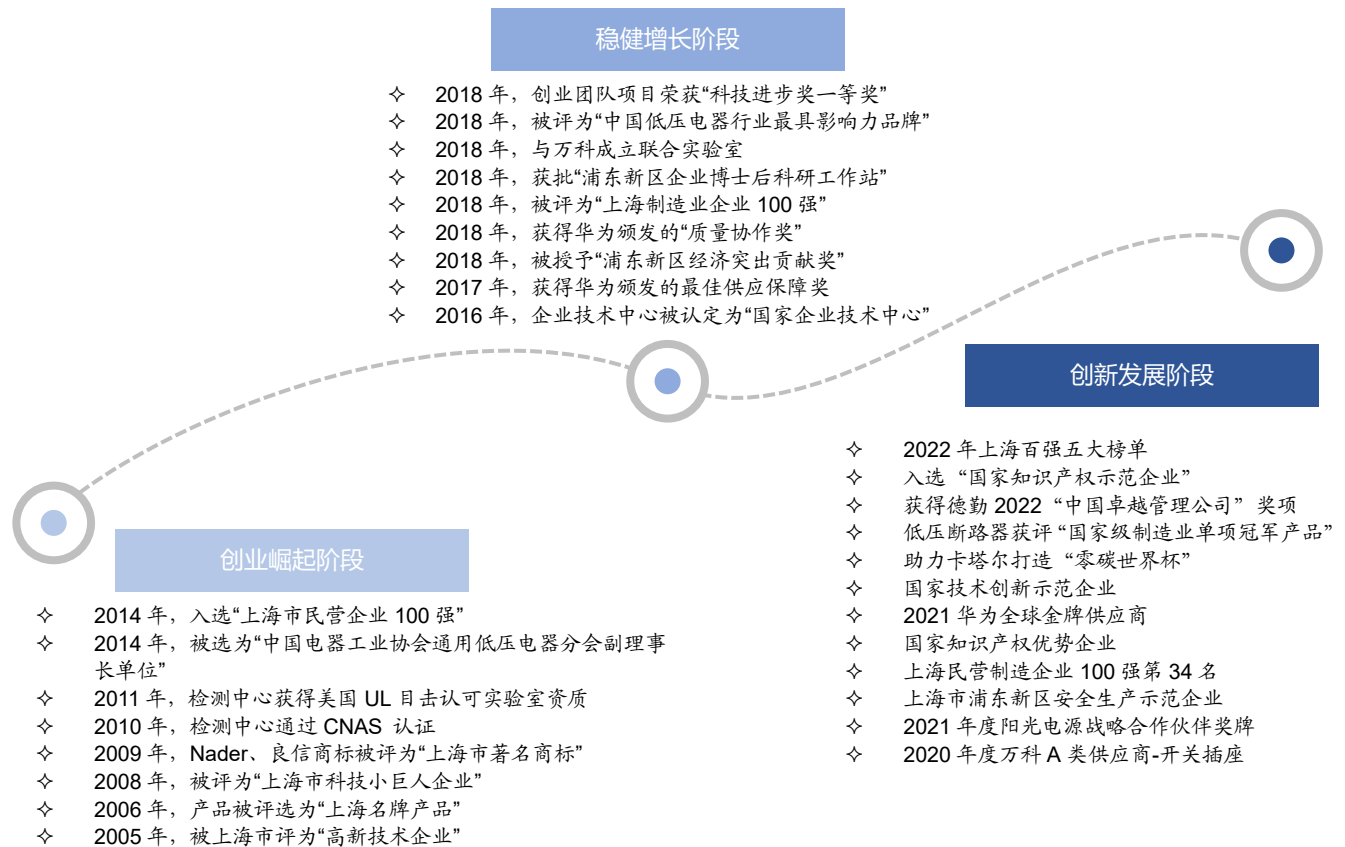
专注低压电器主航道，公司产品应用场景广泛。公司定位于“智慧电气解决方案专家”，专注终端电器、配电电器、控制电器、智能家居等领域的研发、生产、销售和服务。公司口号是“有电有良信”，产品及解决方案广泛应用于从发电端、输配电到用电端各场景，公司业务覆盖信息通讯、新能源、建筑地产、电网、工控、工业建筑等 8 大行业，30 多个细分行业。

图表 2: 公司低压电器产品分类

产品类别	代表产品	功能	应用场景	产品样式
配电电器	框架断路器；塑壳断路器；熔断器、双电源转换开关、隔离开关等	用于电网输配电的低压侧。用于电流的流通、分析，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。	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）建等行业中。	
终端电器	微型断路器、接触器、隔离开关、开关熔断器组、配电箱、仪表等	用于线路末端，对有关电路和用电设备进行配电、保护、控制、指示信号、计量等作用。	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系统。	
控制电器	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。	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	主要用于电动汽车充电桩、充电站、储能以及类似工况的场合。	
智能电工	开关、插座、温控、边框和其它一系列产品	基于智能家居场景、可扩展的系统集合产品	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	

资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

公司成立以来获得多项荣誉。企业获得国家级高新技术企业、国家知识产权示范企业、国家级制造业单项冠军、国家绿色工厂示范单位、浙江省未来工厂试点、德勤中国卓越管理公司等荣誉和资质，拥有国家企业技术中心、博士后科研工作站、中国 CNAS 及美国 UL 双重资质检测中心，为自主创新和健康可持续发展奠定了坚实基础。

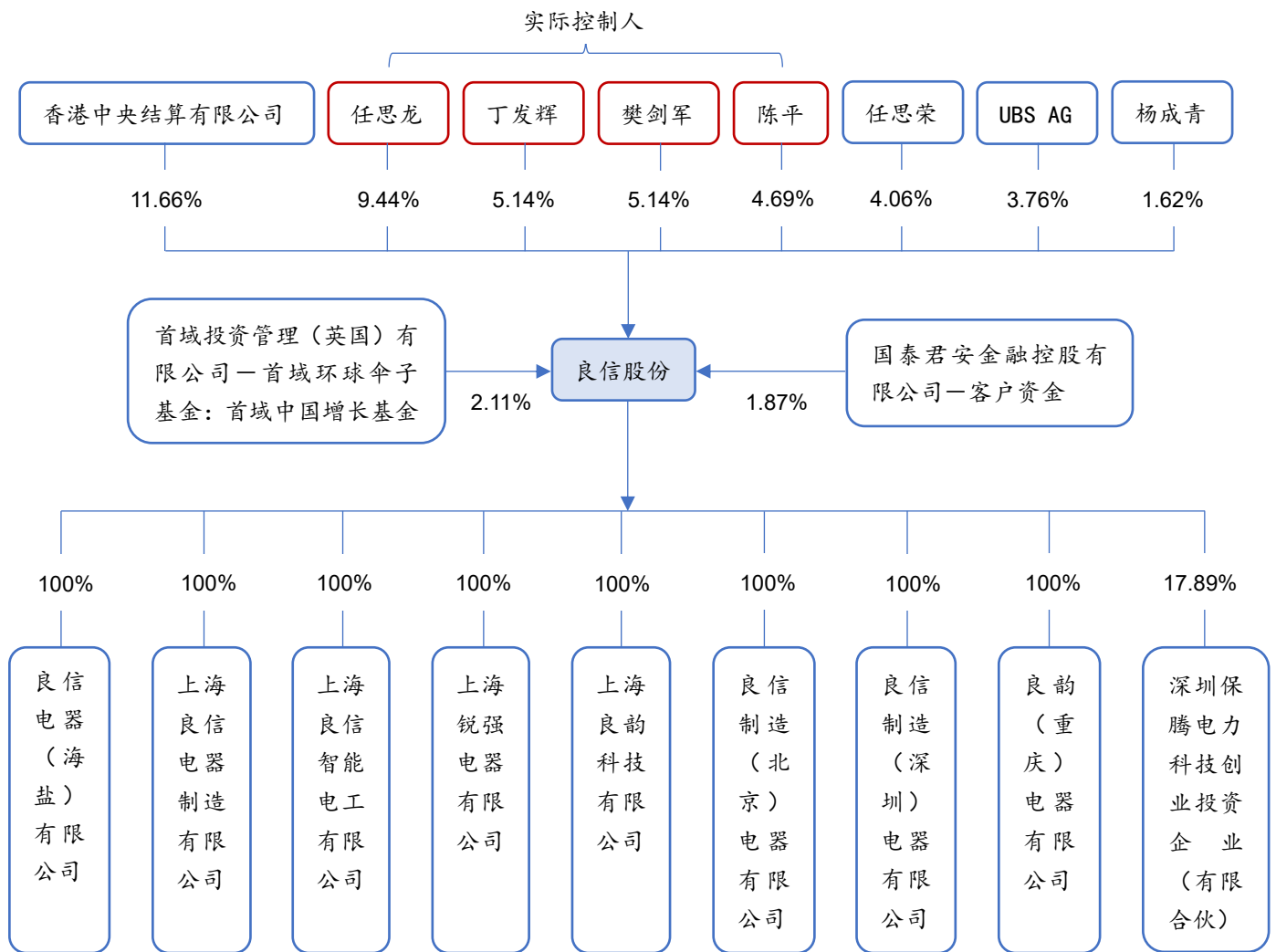
图表 3: 公司成立以来获得多项荣誉 (部分)


资料来源: 公司官网, 公司微信公众号, 信达证券研发中心

1.2 管理层技术出身, 重视研发投入

管理层技术背景雄厚。公司多数高管曾在低压电器制造企业天水二一三厂任职, 天水二一三厂作为施耐德电气在中国的合作方, 曾参与低压电器技术转让领域合作。在水二一三厂的 16 年, 公司董事长任思龙完成了从最初的基层设计人员, 到设计室主任、工厂研究所所长、技术副厂长的成长和蜕变, 随后, 带领优秀同事创办了良信电器。

创始团队为公司实际控制人, 公司股权结构稳固。2021 年任思荣退出一致行动协议, 公司于 2023 年 1 月 31 日发布公告, 披露实际控制人任思龙、樊剑军、陈平和丁发晖于 2023 年 1 月 30 日续签了《一致行动协议》, 继续作为一致行动人, 目前四人共持有公司 24.41% 的股份。

图表 4: 公司股权结构


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心; 截止 2023 年第一季度报

图表 5: 公司实控人履历

姓名	职位	履历
任思龙	董事长	中欧国际工商学院 EMBA。1983—1999 年在水天 213 机床电器厂工作, 先后担任技术员、研究所所长、副厂长, 1999 年至今在公司工作, 1994 年荣获机电部“部级优秀科技青年”称号; 2007 年担任中国电器工业协会通用低压电器分会常务理事, 2008 年被评为“浦东新区外高桥功能区优秀企业家”, 2010 年担任上海电器行业协会第六届理事会理事、副会长, 2019 年起担任康桥工业区企业商会会长, 现担任公司董事长。
丁发辉	副董事长	中欧国际工商学院 EMBA。1992—2000 年 3 月在水天 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 月至今在公司工作, 先后担任营销经理、品质经理、营销总监, 现担任公司副董事长。
樊剑军	副董事长	复旦大学工商管理学院 EMBA, 1991—1999 年在水天 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, 现担任公司副董事长。
陈平	总裁	复旦大学工商管理学院 EMBA, 1991—1999 年在水天 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, 现担任公司董事、总裁。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司持续回购股份用于员工持股计划和股权激励，包括 2020 年奋斗者 1 号以及 2023 年奋斗者 2 号、业务决策团队 1 号员工持股计划，长期激励机制助力公司稳定发展。根据公司 2023 年 1 月 3 日披露的《关于公司股份回购完成暨股份变动的公告》，截至 2022 年 12 月 30 日，公司累计通过回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份数量 14,300,038 股，占公司目前总股本的 1.27%。回购股份的用途均用于员工持股计划、股权激励计划。

奋斗者 2 号与业务决策团队 1 号员工持股计划的权益都是根据公司未来 3 年公司业绩情况及参与对象个人考核情况归属。对于各考核年度个人绩效评价结果为 B（含）以上的参与对象，其对应归属批次归属 100% 权益。其中，奋斗者 2 号分三批确认归属；业务决策团队 1 号到期一次性解锁，以公司 2022 年年报数据为基数，2025 年营业收入年复合增长率不低于 25%，扣非后净利润年复合增长率不低于 20% 为归属业绩考核指标。

图表 6：奋斗者 2 号员工持股计划的考核与归属安排

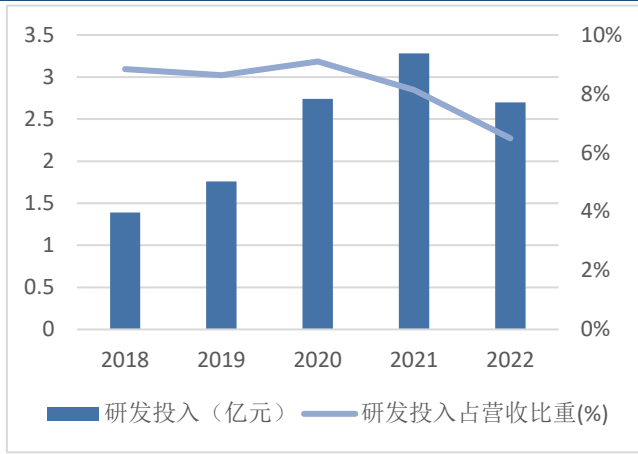
归属安排	归属时间	权益归属业绩考核指标	归属比例	可变现比例
第一批	自公司公告最后一笔标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起算满 12 个月	以公司 2022 年年报数据为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20%，扣非后净利润增长率不低于 15%。	20%	0-20%
第二批	自公司公告最后一笔标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起算满 24 个月	以公司 2022 年年报数据为基数，2024 年营业收入增长率不低于 44%，扣非后净利润增长率不低于 32%。	30% (累积可归属 50%)	0-50%
第三批	自公司公告最后一笔标的股票过户至本期员工持股计划名下之日起算满 36 个月	以公司 2022 年年报数据为基数，2025 年营业收入增长率累计不低于 73%，扣非后净利润增长率累计不低于 52%。	50% (累积可归属 100%)	0-100%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

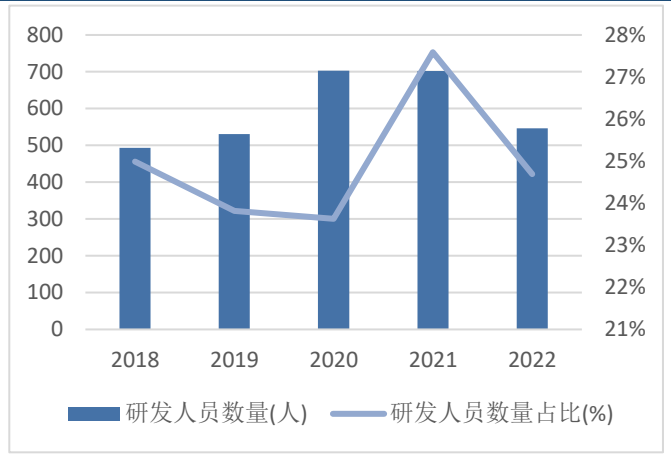
公司拥有较强的研发能力。公司坚持 IPD2.0 变革，设立端到端流程型组织的产品线模式及技术系统、信息化系统运作模式，全面提升产品综合竞争力和客户快速响应能力，研发中心实施内部人才培养和外部人才引进并行机制，持续组织人才技术培训和能力提升。组织整体运作效率提高，形成技术和经营领先优势，实现组织商业成功。2022 年度共申请专利 286 项（其中发明专利 76 项），获得授权共计 388 项；截止 2022 年底，累计申请专利 2308 项（其中发明专利 711 项），累计获得授权 1577 项。

公司研发费用保持高位。2022 年公司研发费用有所下滑，研发投入 2.7 亿元，占营收比重为 6.49%，同比-1.65pct，但仍维持着高位。

响应国家双碳政策，积极布局项目研发。公司研发的高电压断路器、塑壳产品、智能云配电系统 3.0、品牌配电柜、物联元件等项目均已上市，完善了公司产品及解决方案，在风电、光伏和储能等市场解决了客户相应痛点。同时拥抱数字化转型，降低能耗，提升能源系统稳定性及能源效率。公司聚焦新能源电气技术，实现了风光储能车充氢系统解决方案覆盖，为公司在新能源车市场占有率持续提升奠定了基础。

图表 7: 公司研发投入费用及占比


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图表 8: 公司研发人员数量及占比


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图表 9: 公司主要研发项目 (已上市)

主要研发项目名称	项目目的	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
NDW3-4000XU 高电压断路器 (AC1500V) 项目	解决风电客户三电平全功率变流器大容量、高电压选型痛点, 使机侧主电路交流电压进一步提升, 助力客户降本。	解决公司在高电压等级产品选型空白。	紧跟 GB/T14048.2 新标准换版, 配合风电客户需求, 将电压进一步提升, 助力风电平价上网, 实现风电市场的领先。
NDM3Z-630V2PDC1500 V 塑壳产品开发项目	解决华为光伏储能系统单极对地短路无法保护的痛点, 且传统产品体积大, 成本高问题。	技术领先, 完善储能行业小体积解决方案。	开创了 M3 系列仅两极可分断 DC1500V 下 20kA 的故障电流保护技术, 对其他壳架产品提升性能, 缩小体积奠定了技术基础, 更加贴近光伏, 储能行业客户对元器件的性能和体积的需求。
智能云配电系统 3.0 项目	在当前数字化转型大潮下, 提升能源系统稳定性, 降低能耗, 合理调度能源, 提升能源效率。	(1) 多源互补, 加强新型电力系统的能源使用。(2) 安全可控, 提升新型电力系统的远程操控性和安全性。(3) 数字赋能, 依托高性能的计算技术和互联网技术实现电力系统的“监控+分析+管理”。(4) 云边协同, 运用嵌入式单元保证本地资产的监控, 管理, 控制。	新型电力系统中数字化的应用使数字电网将更有效的发挥传统电网服务水平, 打造现代新兴动力系统中重要的大数据基础设施, 达到“源网荷储”更高协调, 使国家电网服务从以“优质电能”为基础的主营业务拓展到以“巨大算力”为基础的数据业务范畴, 并进一步发展新产业、新方式、新行业、新领域。
品牌配电柜	为了增强市场的竞争力, 基于公司 MagicLinkPower 智慧管理系统的植入, 新增环境检测模块, 让用户拥有更好的智能化方案。同时结构上增加新的设计优化, 即插即用(钣金结构)结构设计, 泄压顶盖设计, 可拆卸底座设计, 轻量化站控主机上云方案, 提升产品可靠性和方案组合性。	和自身的智能化平台系统完美融合, 软硬件一体的整体方案包在市场上具备竞争优势, 从结构上的优化, 成本的降低以及性能的提升都给客户带来更好方案选择, 帮助企业在未来数智化转型大潮中处于领先地位, 赋能国家双碳落地。	实现公司软硬件融合, 中低压融合, 持续迭代方案, 研发创新产品, 让智能品牌柜在数智化领域取得领先。在整体产品和方案上更有竞争优势, 给客户创造整体价值, 逐年提高市占率, 力争成为国内智能化盘柜份额最大的企业。
物联元件项目	为了增强数字底层基座的延展性, 对底层物联元件的智能化功能实现全面	(1) 物联框架, 实现智能化功能进一步突破。(2) 物联塑壳, 行业创新性产品, 一屏呈现所有资产, 精准管	底层元件作为公司营收的最大构成, 随着技术突破, 未来会有更契合市场, 在新型电力系统、双碳战略、数智化的大

升级，优化算法模型，提高预测预判的准确性。

理，自带加密机制，保障数据安全。
(3) 物联微断，针对分布式场景，降低人力投入，有效快速解决事故，保障安全，在智慧人居领域，可有效获取用电数据，监测用电安全，联动社区平台，提高人身安全。

背景下，结合大数据，AI，VR，数字孪生新型技术，越丰富的数字底层基座将带来更多的可能。

NDPZ1-DY03
(BDU) 项目

通过集成化方案解决新能源车空间紧凑问题。

进一步提升公司在新能源车市场系统方案应用能力，从单纯的零件供应商向解决方案提供商转型。

聚焦新能源电气技术，实现风光储车充氢系统解决方案覆盖；为公司在新能源车市场占有率持续提升奠定基础。

联合头部客户针对储能市场定制开发，完美匹配 DC1500V 电压使用要求；配合熔丝满足 30kA/10ms 短耐受要求，解决客户系统高短耐的痛点。

NDZ3AT-250H-600H 项目

提升公司在储能市场的竞争力，满足储能头部客户需求。

提升公司在储能市场的竞争力，满足储能头部客户需求。

响应国家双碳政策，为储能稳定可靠运行保驾护航，助力实现平价用电。

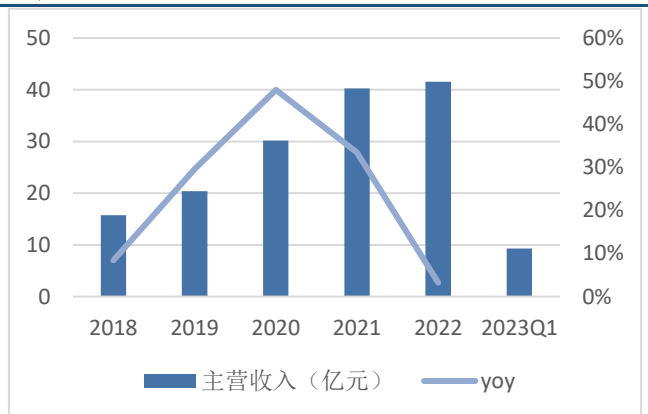
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司 2022 年开展了研发端的多项增效举措，包括集成产品开发流程变革及产品平台归一等，调整了部分研发项目及团队，优化了产品开发流程及相关组织。人员方面，由于公司 2022 年行业结构和产品结构都有一定调整，新能源行业的收入占比提升，新能源行业的项目及客户较为集中，因此相应的研发和营销费用率较低，人效较高。研发人员数量由 702 人下降到 546 人，占比 24.69%。

1.3 业绩稳步增长，费用率持续优化

受房地产降温影响，近年来业绩有所承压。公司营业收入及归母净利润保持增长势头，2018-2022 年 CAGR 分别为 27.48%、17.42%。2022 年公司实现营收 41.57 亿元，同比+3.23%；归母净利润 4.22 亿元，同比+0.77%。由于房地产行业在公司的下游中占比较高，而 22 年房地产市场降温，带来结构性压力，公司业绩增速有所放缓。2023 年随着经济转暖，房地产市场有望回暖。公司在过去的两年内积极进行业务布局及转型，除原有 TOP 地产客户外，公司加大了城投、央企及区域地产公司的开发以获取增量，同时对解决方案和产品进行了优化。在宏观环境整体向好的情况下，2023Q1 初见成效，实现收入 9.32 亿元，同比增长 16.29%，归母净利润为 0.85 亿元，同比增长 17.84%，公司全年业绩有望持续修复。

图表 10：公司营收及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

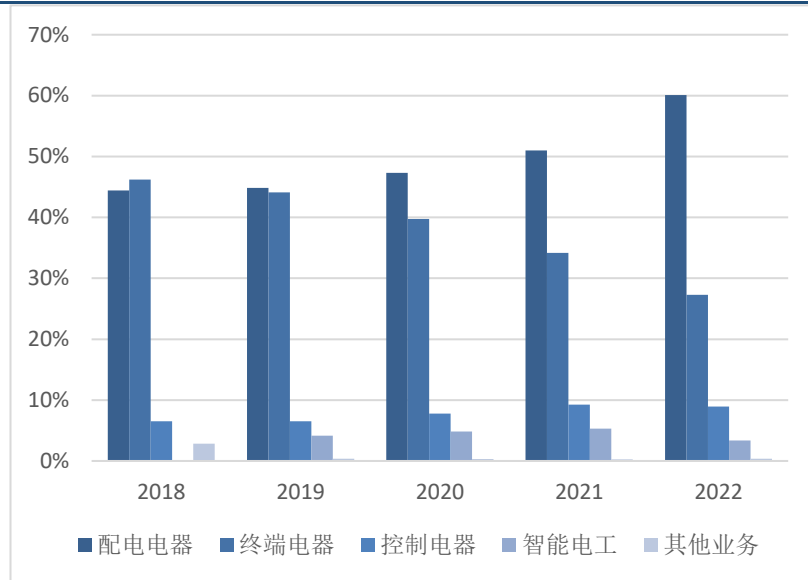
图表 11：公司归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

配电电器和终端电器贡献公司主要收入和利润。从产品结构来看，近年来配电电器收入占比逐步增加，终端电器收入占比逐渐下降，2022 年公司营业收入中配电电器占比 60.10%，终端电器占比 27.27%，控制电器、智能电工分别占比 8.93%、3.35%。

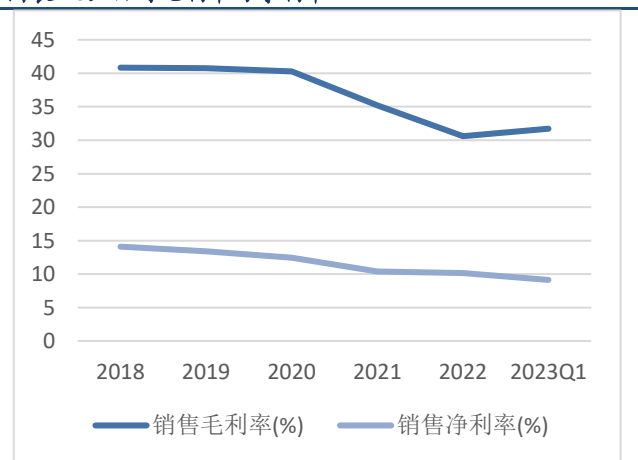
图表 12: 公司各产品营收占比



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

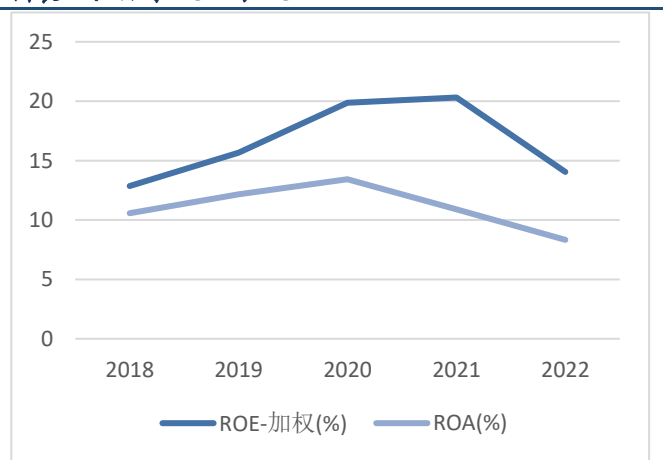
收入结构调整，公司毛利率承压。近年来，公司毛利率呈现下滑趋势，但仍维持在 30% 以上。2021 年由于房地产市场不景气以及大宗材料涨价等原因，带来下游客户结构和原材料成本端双重压力，导致公司毛利率下滑 5 个多点。2022 年，公司毛利率、净利率水平分别为 30.6% 和 10.15%，相应地，公司 ROE、ROA 均有所下跌。分业务来看，公司在配电电器和终端电器的毛利率仍然较高，2022 年终端电器、配电电器、控制电器和智能电工的毛利率分别为 38.65%、30.97%、10.5% 和 9.6%。

图表 13: 公司毛利率与净利率

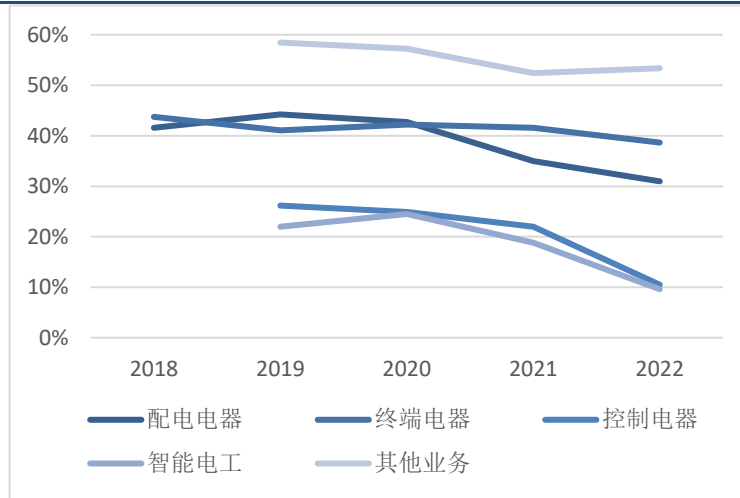


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图表 14: 公司 ROE 与 ROA

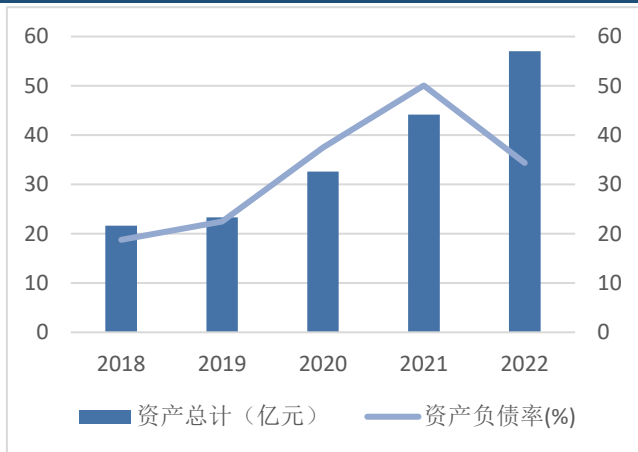


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

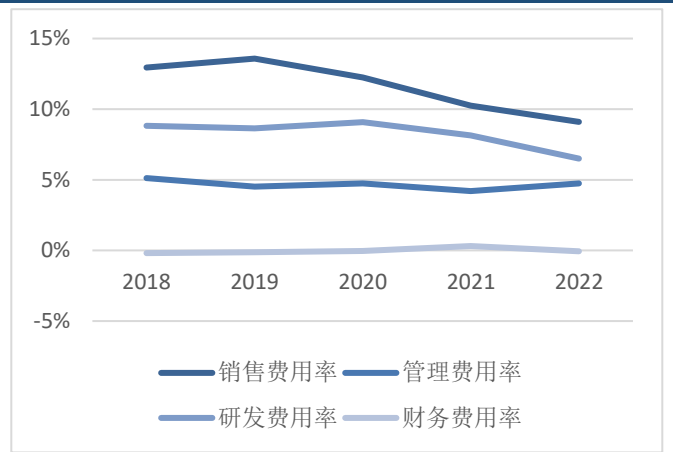
图表 15: 公司分业务毛利率


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

资产负债率有所升高, 费用管控见成效。2020 年以来, 由于公司海盐智能工厂基地开工, 为满足公司规模扩张和流动资金的需求, 公司资产负债率增加, 随着 22 年定增募资计划获批, 公司流动资金得到有效补充, 资产负债率下行。在费用率方面, 公司积极控制相应费用。一是通过财务预算管控, 确保盈利能力; 二是控制人员数量, 大幅提高人效, 销售费用率保持下降趋势。

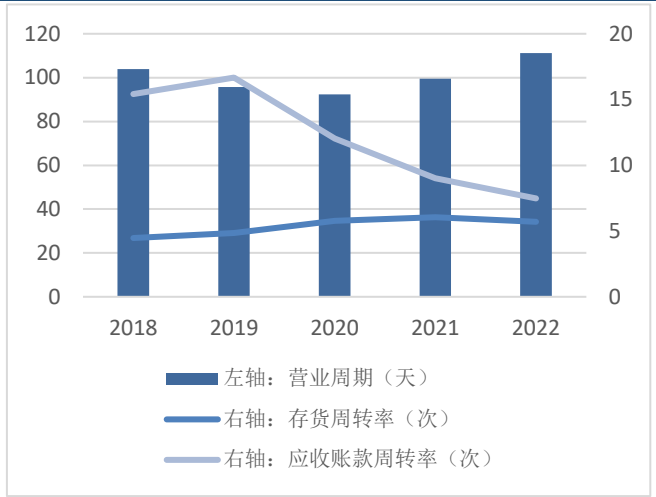
图表 16: 公司资产负债率


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

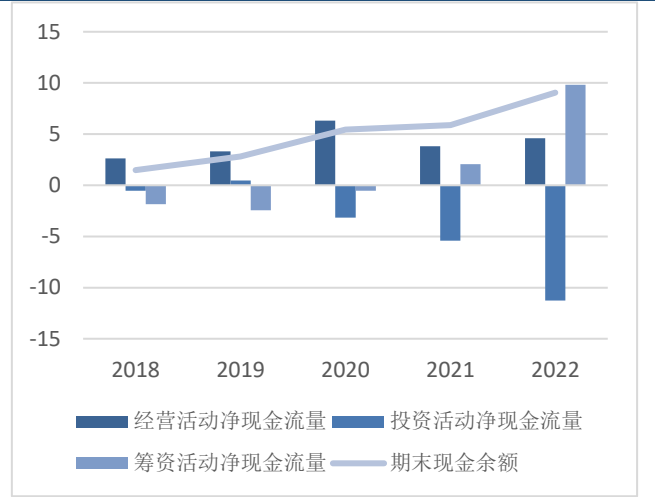
图表 17: 公司各项费用率


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

营运能力良好, 现金流充沛。近年来, 公司保持着优良的营运能力, 营业周期维持在 100 天左右。公司应收账款规模由公司所处的行业特点和业务经营模式所决定, 主要客户均在行业内具有较高地位, 资产规模较大, 经营稳定, 商业信誉良好, 大多为公司的长期业务合作伙伴, 应收账款回收风险小。**在现金流方面,**公司的持续投入支撑了业务扩张, 2018-2022 年期末现金余额持续增长, 在手现金充裕。近年来, 公司项目扩建使得筹资活动净现金流增加, 2022 年同比+379.22%, 主要系当期非公开发行股票所致, 而投资活动产生的现金流量净额同比减少 108.32%, 主要系理财产品投资所致。

图表 18: 公司营运能力情况


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图表 19: 公司现金流情况 (亿元)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

二、“智能电网+新能源”齐头并进，低压电器国产化替代提速

2.1 千亿赛道持续扩容，“十四五”期间有望保持稳定增长

低压电器是指在交流电压 1200V 或直流电压 1500V 以下工作的，能根据外界的信号和要求，手动或自动地接通、断开电路，以实现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。低压电器根据功能和用途可以分为配电电器、控制电器、终端电器、电源电器和仪表电器。

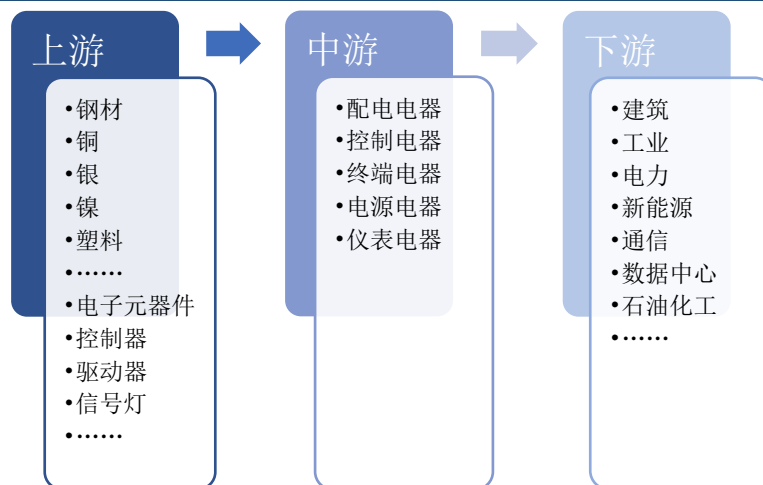
图表 20: 低压电器的主要分类及相关介绍

分类	介绍
配电电器	配电电器主要用于电路的接通、分断和承载额定电流，能在线路和用电设备发生过载、短路、欠压的情况下对线路和用电设备进行可靠的保护。其普遍性连接于电网末端，将电能分别传递给下级各个分路，因此其可靠性和稳定性显得比较重要。
控制电器	控制电器具有信号传递、控制转换、电路隔离、过载、温度补偿、断相、短路保护等多种功能，广泛应用于冶金、石化、电力、钢铁、机械制造、家用电器等各个领域。其主要包括接触器、继电器等。
终端电器	经过配电电器对电能的分配，终端电器进一步将电能传递到直接用电单位，如家庭、小型车间、楼层用电单位等，并实现对这些用电单位的电路过载、电路短路、漏电等方面的保护。因此，在低压用电系统中，终端电器处于配电电器的下游电路中。
电源电器	电源电器具有控制电机、稳定电源、应急电源、调节电压等功能。在一些对电力供应要求比较高的用电单位或装置中，如机房、实验室、消防领域，需要配备电源电器来保证这些用电单位或装置用电的稳定性或特殊性。
仪表电器	包含电能表、智能终端等产品；此外还有燃气表、数显电表、温控仪表等。

资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

低压电器行业产业链上游为原材料及零部件供应环节，主要为铜材、钢材、银、镍及塑料等原材料以及电子元器件、控制器、驱动器、信号灯等，直接材料占比整体成本接近 80%；中游为低电压器生产供应环节，主要产品种类有配电电器、控制电器、终端电器、电源电器及仪表电器；下游主要应用于建筑、工业、电力、新能源、通信等领域。

图表 21: 低压电器行业产业链

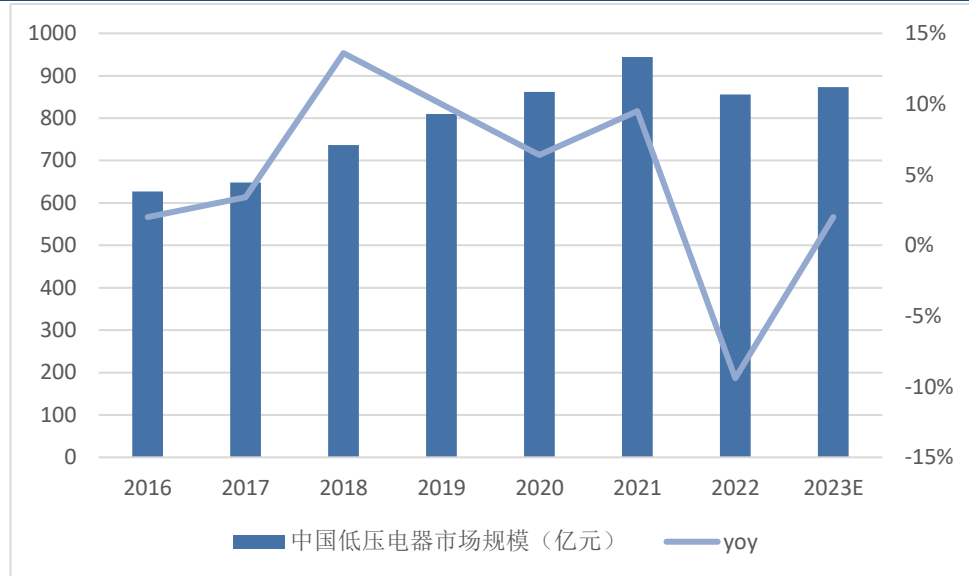


资料来源：华经情报网，信达证券研发中心

低压电器市场存在较大的周期性和波动性，受疫情影响增速有所下滑。据格物致胜，2019年，我国经济总体保持平稳运行态势，低压电器市场处于回暖正周期，且为“十三五”规划末期，整体保持在高位增长，当年市场增长率为10%。2020年，受疫情影响，上半年市场基本处于停滞状态，项目延期、消费低迷；下半年市场迅速恢复，全年增长保持在6%左右。2021年，疫情影响持续，但精准防控的效果开始显现，国内经济秩序恢复较快。同时2020年的很多项目延期到2021年，导致市场的增速相对较好。2022年，一季度后疫情全国范围内持续反复，影响生产生活，造成业绩大幅下滑。

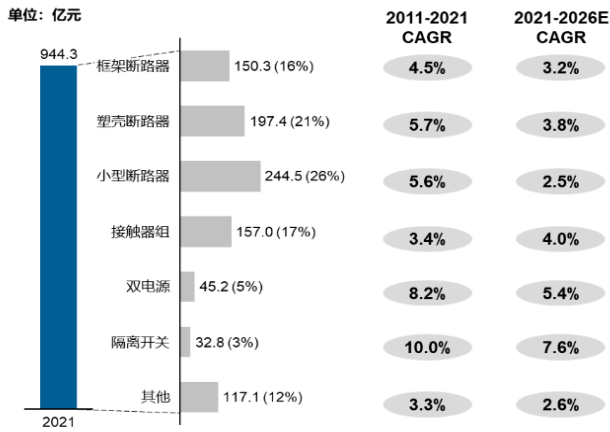
2023年经济处于疫情后的复苏态势，但行业恢复速度不佳。格物致胜认为建筑市场下行压力较大，目前处于谷底，长远来看未来或有一定的修复；其次，出口贸易处于较弱态势，工业OEM类的需求疲软；建筑、工业和电网三大低压电器市场的支柱性需求仅有电网还保持在较为稳定的状态。因此目前整体低压电器市场的增长预期不高。根据格物致胜的调研，2023年全年行业规模的增长预测约为2%。长期看，政府提振经济的决心和能力较强，在未来几年，市场规模增速有望逐渐恢复到5%-10%的区间。

图表 22: 2016-2023E 中国低压电器市场规模与增速

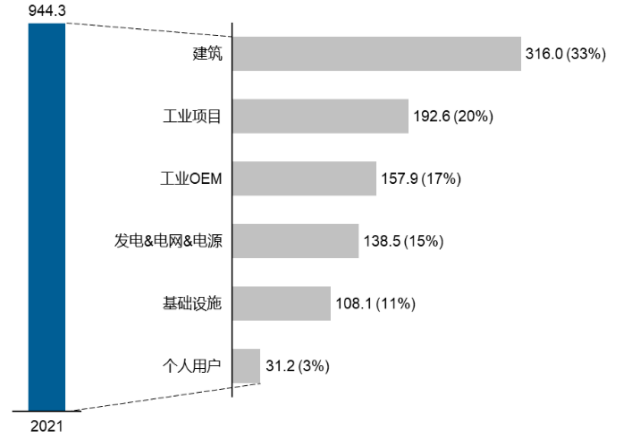


资料来源：格物致胜，信达证券研发中心

低压电器主要产品是“三断一接”，2021年约占整体低压电器产品的80%。三断一接包括框架万能式断路器、塑料外壳式断路器、小型断路器以及接触器。框架主要应用于建筑、风电、基础设施等领域；塑壳产品在下游行业应用比较平均，其中建筑、工业为主要行业；小型断路器应用依托建筑领域，有广泛的受众场景，市场体量最大，在低压电器市场占比约26%；接触器组行业集中于工业OEM，跟工厂自动化相关性较强。隔离开关、双电源增长和建筑、基础设施及电网的新能源有较强正相关性。“十四五”期间，国家继续加大基建、新能源行业投资，有望带动隔离开关、双电源等产品业绩持续稳定增长。微断产品体量占比较大，但受房地产宏观因素影响较大，增速有所放缓。

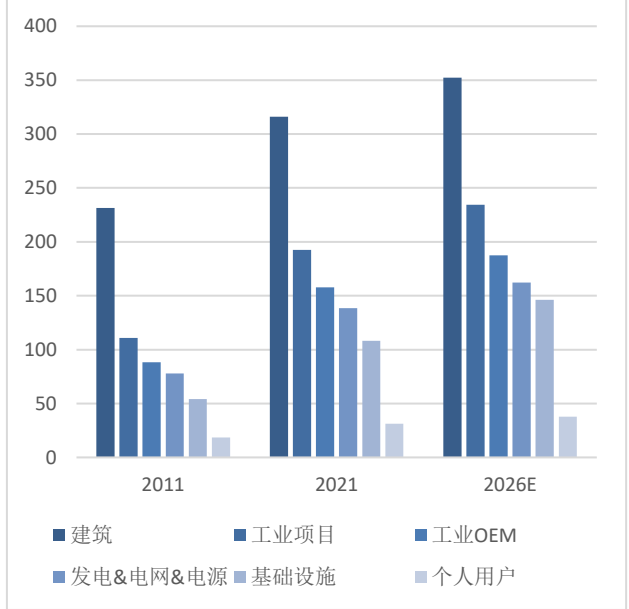
图表 23: 2021 年中国低压电器市场规模产品细分 (工业项目)


资料来源:《2022 中国低压电器市场白皮书-格物致胜》, 信达证券研发中心

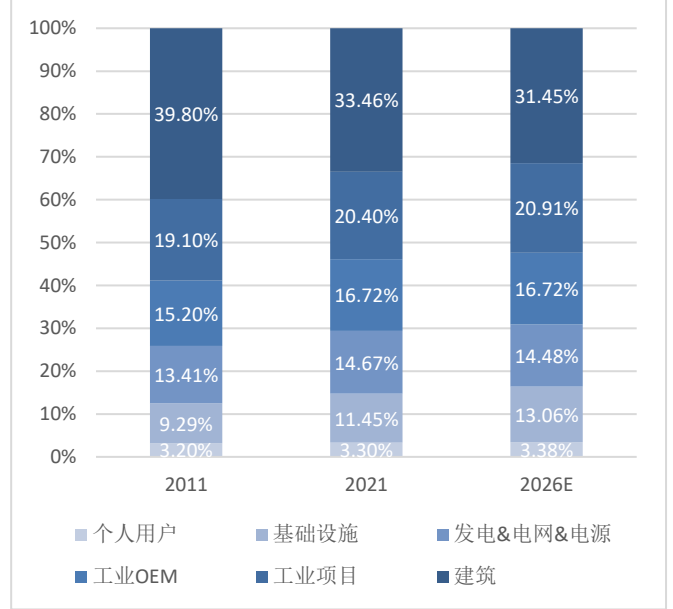
图表 24: 2021 中国低压电器市场规模用户行业细分 (亿元)


资料来源:《2022 中国低压电器市场白皮书-格物致胜》, 信达证券研发中心

低压电器下游市场中建筑和工业项目行业占比较大,二者占比合计超过 50%。根据格物致胜《2022 中国低压电器市场白皮书》,2021 年,公建、商建增速放缓,民建地产开发商财务问题频出,使得建筑行业业绩有所下滑,市场占比下降 4.5 个百分点。基础设施、电网稳定增长,工业项目和工业 OEM 投资加大,增长较快。个人用户行业主要与购买力和购买行为有关,随着家庭负载应用增多,我们认为未来增长有望略高于行业平均增速。建筑领域受国家宏观调控,未来市场增速或相对乏力。

图表 25: 中国低压电器用户行业市场规模变化 (亿元)


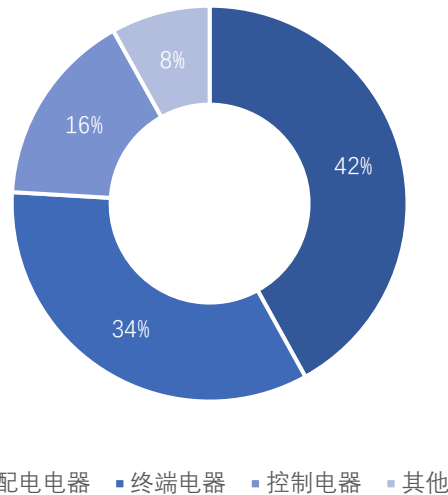
资料来源:格物致胜, 信达证券研发中心

图表 26: 中国低压电器用户行业市场占比变化


资料来源:格物致胜, 信达证券研发中心

从行业市场结构来看,2020 年我国低压电器市场中,配电电器占比最高,达 42.1%,其次为终端电器和控制电器,占比分别为 33.8%和 15.9%。

图表 27: 2020 年中国低压电器产品市场结构



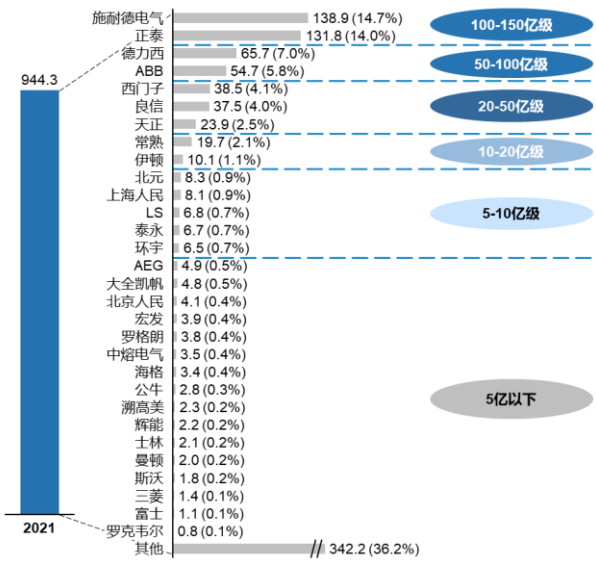
资料来源：华经情报网，《中国低压电器市场白皮书 2021》，信达证券研发中心

2.2 竞争格局较为集中，梯队明显

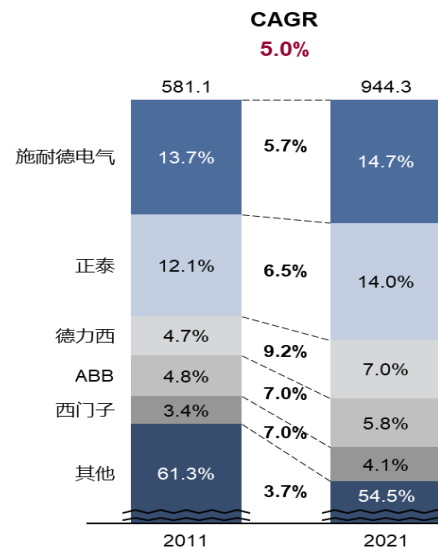
低压电器行业是一个市场化程度较高的行业，形成了跨国公司与各国国内本土优势企业共存的竞争格局。具体来看，2021 年我国低压电器行业市场中，份额占比前三的企业分别为施耐德、正泰电器和德力西，份额占比分别为 14.7%、14%和 7%。

低压电器按体量排序分为 6 个梯队。第一级别为 100-150 亿级别企业，包含施耐德电气及正泰电器；第二级别为 50-100 亿级别，包含德力西和 ABB；第三级别为 20-50 亿级别，分别为西门子、良信股份、天正电气；第四级别为 10-20 亿级，为常熟开关、伊顿；第五级别为 5-10 亿级别，主流品牌如北元、上海人民、乐星产电（LS）、泰永、环宇等；第六级别为 5 亿以下，主要为 AEG、大全凯帆、北京人民、罗格朗、辉能、海格以及市面众多中小企业。

市场集中度有望进一步提升。格物致胜认为主要受疫情影响，中小企业业绩下滑，而第一阵营品牌保持相对稳定增长态势。以正泰电器、良信股份为代表的内资企业，在地产、工业 OEM 等领域继续抢占外资市场份额，进一步压缩中小品牌外资企业市场空间。施耐德电气作为传统的外资强势品牌，通过能效管理和数字化在众多下游行业赛道固守自己的领域和份额。

图表 28: 2021 年中国低压电器整体市场竞争格局 (亿元)


资料来源: 格物致胜, 信达证券研发中心

图表 29: 中国低压电器整体市场竞争格局变化 (亿元)


资料来源: 格物致胜, 信达证券研发中心

图表 30: 2011 年与 2022 年中国低压电器市场份额 TOP10 (亿元, %)

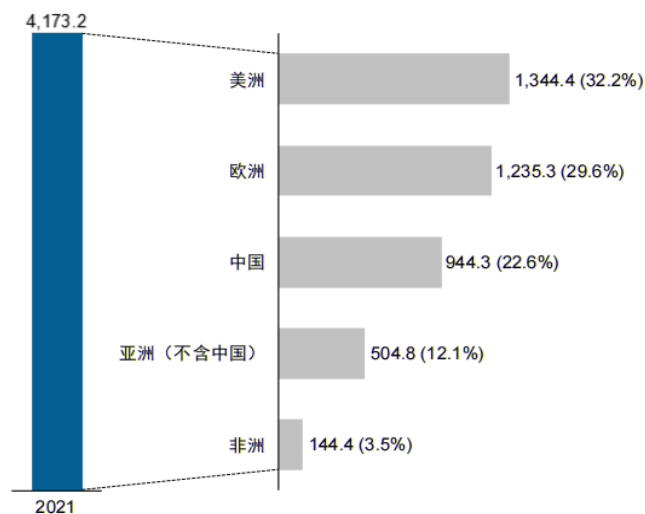
品牌	2011		2021		CAGR
	销售额	市占率	销售额	市占率	
施耐德电气	79.7	13.7%	138.9	14.7%	5.7%
正泰电器	70.3	12.1%	131.8	14.0%	6.5%
德力西	27.3	4.7%	65.7	7.0%	9.2%
ABB	27.9	4.8%	54.7	5.8%	7.0%
西门子	19.6	3.4%	38.5	4.1%	7.0%
良信股份	15.2	2.6%	37.5	4.0%	9.5%
天正电气	14.5	2.5%	23.9	2.5%	5.1%
常熟开关	14.0	2.4%	19.7	2.1%	3.5%
伊顿	6.3	1.1%	10.1	1.1%	4.8%
北元	5.4	0.9%	8.3	0.9%	4.4%
其他	300.9	51.8%	415.2	44.0%	3.3%
合计	581.1	100%	944.3	100%	5.0%

资料来源: 格物致胜, 信达证券研发中心

从全球各区域来看，2021年美洲（含大洋洲）和欧洲依然是全球最大的两个市场，二者占比合计六成左右；其次为中国，市场占比超过两成。

未来趋势方面，格物致胜预计：1）北美：随着基建法案的实施，基础设施、数据中心、数字货币等细分市场将保持高速增长，工业市场仍将面临较大挑战。2）欧洲：欧洲经济复苏计划的推进给该地区带来新的经济增长点，加上住宅和数据中心等细分市场的强劲表现，预计未来将保持良好发展态势。3）亚太地区：RCEP的正式生效，中国、日本、韩国、澳大利亚等参与国将迎来新的发展红利和机遇，预计未来将保持高速增长。

图表 31：2021 年全球低压电器分区域市场规模（亿元）



资料来源：《2022 中国低压电器市场白皮书-格物致胜》，信达证券研发中心

2.3 国产替代正当时，“两智一新”打开行业增长极

近年来国家有关部门陆续出台了一系列相关政策，支持和鼓励行业的发展，为行业提供了良好的政策环境。如要求推动制造业优化转型以及向高端化、智能化、绿色化发展，促使产业利用高新技术改造和提升制造业，优先发展高新技术产业化重点领域，这类政策有利于推动低压电器行业的生产技术更新升级，促进产业链资源的优化整合。同时，政策有望促进行业下游产业的发展，如要求发展智能电网，创新电网结构形态和运行模式，推动电力基础设施升级和智能化改造，这类政策有利于拓宽行业产品的应用领域，扩大产品的市场需求。

图表 32: 中国低压电器行业部分相关政策一览表

发布时间	产业政策	发文部门	文件内容
2019 年 10 月	《关于调整完善强制性产品认证目录和实施要求的公告》	国家认监委	对 18 种产品不再实施强制性产品认证管理；将 17 种强制性产品认证目录内产品由第三方认证方式调整为自我声明评价方式；适用强制性产品认证自我声明评价方式的产品，只能采用自我声明评价方式，不再发放强制性产品认证证书。
2019 年 10 月	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	国家发改委	将大量的工业自动化控制系统和装置列入鼓励类，如可编程逻辑控制器（PLC）、高性能伺服电机和驱动器、全自主编程等高性能控制器、传感器、末端执行器等。
2020 年 10 月	《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	第十九届中央委员会第五次会议	推动传统产业高端化、智能化、绿色化，发展服务型制造
2021 年 1 月	《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）》	工业和信息化部	利用我国工业领域自动化、智能化升级的机遇，面向工业机器人和智能控制系统等领域，重点推进伺服电机、控制继电器、传感器、光纤光缆、光通信器件等工业级电子元器件的应用。
2021 年 3 月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	十三届全国人大四次会议	推动制造业优化升级：深入实施智能制造和绿色制造工程，发展服务型制造新模式，推动制造业高端化智能化绿色化。
2022 年 3 月	《“十四五”现代能源体系规划》	国家发改委、国家能源局	积极发展智能配电网、主动配电网、智能微电网、柔性直流电网等，创新电网结构形态和运行模式。

资料来源：中商情报网，信达证券研发中心

海内外品牌在基础性能上无明显差异。近年来，国产厂商持续提高自身技术水平以保证产品性能达到国际一流水准。以良信股份和施耐德 160A 塑壳断路器为例，从供电连续性方面来看，二者在壳架等级额定电流/额定绝缘电压/额定冲击耐受电压/极数方面并无明显差异，良信股份与施耐德的产品额定冲击耐受电压均为 8KV；安全性方面，其分断能力皆可达到 150KA，最大限度保护线路和电源设备不受损坏。

图表 33: 海内外品牌基础性能对比





		良信 NDM5-160 系列	施耐德 ComPact NSX160 系列
供电连续性	壳架等级额定电流	160A	160A
	额定绝缘电压	800V	800V
	额定冲击耐受电压	8KV	8KV
	极数	2/3/4P	3/4P
供电安全性	额定极限短路分断能力	100/120/150kA	36/50/70/100/150KA

资料来源：公司官网，EP 电气云，信达证券研发中心

国产品牌性价比优势显著，同等性能产品较海外品牌售价更有优势。以壳架电流/分断能力/极数/额定电流分别为 160A/50KA/3P/125A 的塑壳断路器为例，据 EP 精灵的选型询价，施耐德、ABB、正泰电器和良信股份的产品市价分别为 1275.79/1218.95/461/615 元。可见，在高端低压电器领域，国产品牌较海外老牌企业更具性价比。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 23

图表 34: 国产品牌塑壳断路器更具性价比

	壳架电流	分断能力	极数	额定电流	产品样式	价格 (RMB 元)
施耐德 NSX 系列	160A	50kA	3P	125A		1275.79
ABB Tmax XT 系列	160A	50kA	3P	125A		1218.95
正泰昆仑 NXM 系列	160A	50kA	3P	125A		461
良信 NDM3 系列	160A	50kA	3P	125A		615

资料来源: EP 电气云, 信达证券研发中心

近年来, 为提升产品科技含量, 推进国产化替代, 内资企业加大研发投入力度, 在知识产权、标准建设、产学研合作、研发体系建设、企业数字化转型等领域均取得了显著成果。

- 1) 内资企业开始加大研发投入。从内资企业来看, 正泰电器在研发人员数量、专利数、实验室能力方面均具有明显优势, 其次, 常熟开关、良信股份也有不错表现。
- 2) 在元器件自产率方面, 正泰电器具备较大优势, 良信股份、常熟开关、施耐德电气企业偏组装, 元器件部分会有外包。元器件自产能带来更好的质量把控, 成本更低, 对于改进型号, 响应客户半定制需求速度更及时。
- 3) 焊接技术、模具制造能力方面, 外资企业中, 施耐德电气较为领先; 内资企业中, 正泰电器、良信股份较为突出。低压电器设备自主生产方面, 仅正泰电气有设备生产装备部, 具备独立定制研发设备的能力, 施耐德暂不具备生产设备自产能力。
- 4) 正泰电器低压电器智能制造工厂入选国家级“2021 年度智能制造试点示范工厂”, 旗下诺雅克电气智能在线检测项目入选“2021 年度智能制造优秀场景”; 良信股份海盐基地入选工信部 2021 “国家级绿色工厂”和“国家智能制造优秀场景”。数字化改造有助于进一步提升内资品牌竞争能力。

图表 35: 内外资企业生产制造能力对比

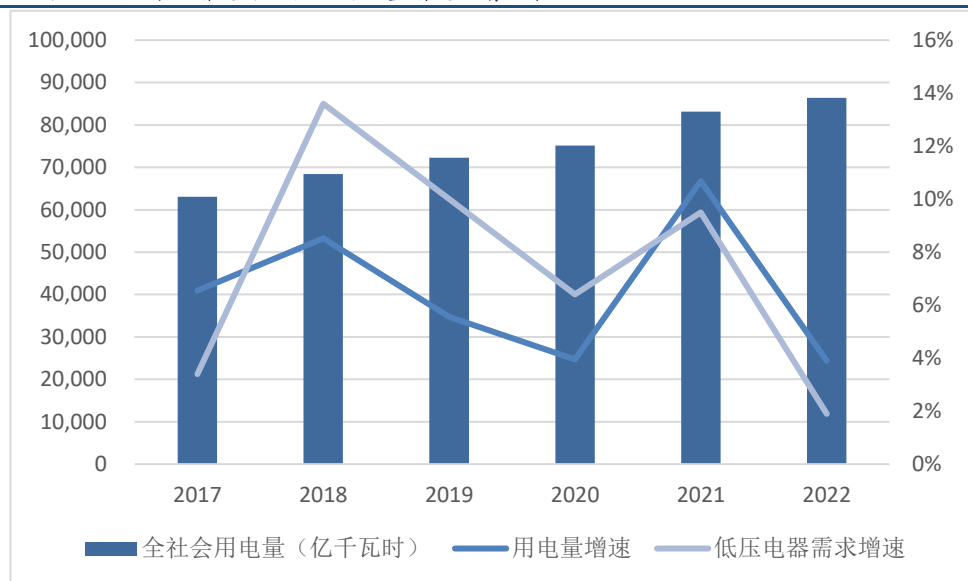
品牌	研发人员数量	专利数 (件)	实验室能力	元器件自产率 (满分 100)	焊接技术状况	模具制造能力	自产生产设备能力
施耐德电器 (全球)	3000-3500	3000-3500	非常完善	80-90%	比较完善	非常完善	一般
正泰电器	700-800	2500-2600	非常完善	90-100%	比较完善	非常完善	较强
常熟开关	500-550	1200-1300	较为完善	70-80%	研发突破中	一般	一般
良信股份	450-500	1100-1200	较为完善	70-80%	比较完善	比较完善	一般

资料来源: 格物致胜, 信达证券研发中心

据格物致胜，过去 10 年间，头部企业的市场份额从 45% 逐步提升至近 60%；正泰电器、良信股份等内资低压电器企业研发费用投入复合增长率 15%+，研发费用率高于国外同行，新产品也不断落地，产品线宽度和下游行业解决方案不断加强；在多数下游应用领域，内资企业低压产品已经逐步具备较强的稳定性服务水准，且在智能制造的大势所趋下提升明显。随着消费升级以及产业发展，头部内资企业已具备较强的研发生产能力、销售服务能力及渠道覆盖能力，我们认为龙头企业将保持中高速增长势头，内资企业市场份额将进一步提升。

社会用电量持续增长，电力行业低压电器产品需求强劲。据华经情报网 2022 年报告，除去中高压设备本身的电能损耗外，全社会用电量的 80% 左右需要通过低压电器元件进行通断，由于每极/台低压元件所能通断的功率是确定的，因此每年新增的用电量就需要有新的元件到末端通断，同时低压元件的强制更新周期为 7-8 年，因此，低压电器行业与用电量具有强相关性。近年来全社会用电量不断增加，我国庞大且持续增长的全社会用电量，有望为行业发展带来强劲动力。

图表 36：低压电器行业增速与全社会用电量增速具有强相关性



资料来源：iFinD，《2022 中国低压电器市场白皮书-格物致胜》，信达证券研发中心

电网改造+智能化升级，低压电器迎来增量市场。智能电网配电系统是在传统电力系统基础上，通过引用物联网、人工智能、大数据等先进技术，实现实时监测、预测和控制的现代化配电系统。利用数字化、网络化、自适应和智能化等技术，实现了对电力负载、供电装置的监测设备等的高度集成和互联，以优化配电系统的运行和管理。智能配电产品包含智能框架、智能塑壳、智能微型断路器等元器件。据 2022 年中国低压电器市场白皮书显示，**2021 年，智能配电市场规模达到 21.2 亿元，高速增长动因主要为配电网改造和智能化升级。**在“双碳”目标及物联网创新技术应用的加持下，智能配电市场有望继续发力，保持高速增长。

据中商情报网，光伏“十四五”装机规划超 400GW，风电新增装机 5000 万 KW。光伏、风

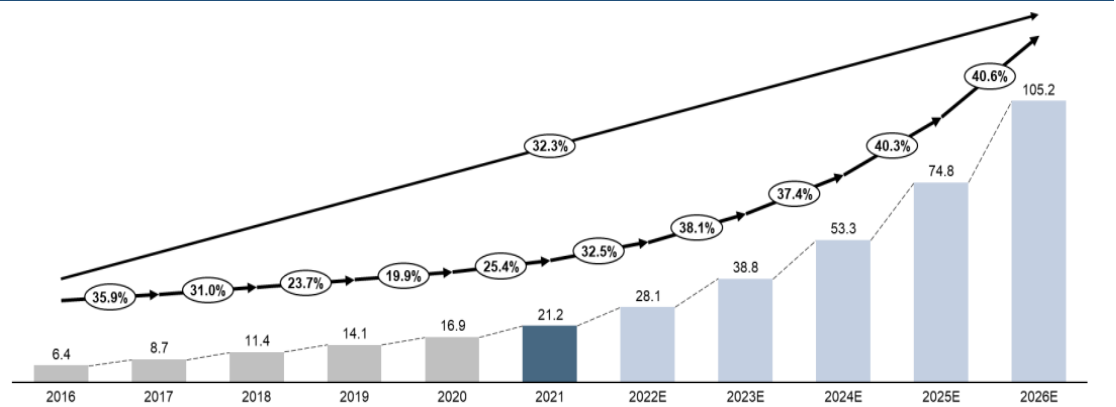
电高速发展以及电力、重工业、化工等均开始智能化改造,有望带动低压电器市场技术发展。住宅方面,新增如电动汽车、充电桩等用电设备,家庭用户用电智能化,高端楼宇进入智能楼宇阶段,智能电网技术发展成为大趋势。

图表 37: 智能配电技术概览及典型企业



资料来源:《2022 中国低压电器市场白皮书-格物致胜》, 信达证券研发中心

图表 38: 中国低压智能配电市场规模-2016-2026E (亿元)



资料来源:《2022 中国低压电器市场白皮书-格物致胜》, 信达证券研发中心

智能配电市场尚处于起步阶段,技术门槛较高,由施耐德电气、ABB 等外资品牌主导,但在

内资企业中，以正泰电器、良信股份等为代表的企业基于多元产品线取得较快的发展态势。未来，随着内资方案 and 技术的更迭，内资企业在智能配电市场中的份额有望持续增加。

图表 39：内外资企业智能配电技术概览

企业	核心元件	方案	技术方案	应用行业
施耐德电气	ACB: MT 系列 MCCB: NSX 系列	PSO 电力监控系统	智能断路器方案 智能表计方案	建筑 能源基建
		PME 电能管理系统		
		POI Plu 站控专家		
		Smart Panels		
ABB	ACB: Emax2 MCCB: Tmax	Power Advisor 电力顾问	应用范围广泛，涉及中压 信息采集更准确	工业 能源基建
		Energy Advisor 云能效顾问		
		ABB Ability™ EAM		
		Eems Studio		
		PMCS		
西门子	ACB: 3TV、3WT	Micro SCADA Pro	智能断路器方案	工业 能源基建
		配电系统配网数字化方案		
正泰电器	ACB: NA8, EX9A MCCB: NM8, EX9M 电力仪表: PA/PP/PZ	Mindpower (云端)	智能表计方案 智能断路器方案	建筑 工业 能源基建
		Powermanger (本地)		
		正泰云		
		综合能效管理平台		
常熟开关	ACB: CW1、CW2、CW3、CW6 MCCB: CM1、CM2、CM3、CM5、CW6 电力仪表: CE1	正泰能源量测集成平台	智能表计方案 智能断路器方案	建筑 工业 能源基建
		智能一体化电源柜监控平台		
		CEPA3 能源管理系统		
天正电气	ACB: TeW5 MCCB: TeM5	Rivear-PowerNet 配电监控系统	智能断路器方案	建筑 工业
		CPMS3 能源管理系统		
良信股份	ACB: NDW5、NDW3E MCCB: NDM5E	天正天智	智能断路器方案	建筑 能源基建
		Magic eyes		

资料来源：格物致胜，信达证券研发中心

新能源产业拉动行业需求。哥本哈根会议后新能源投资成为世人瞩目的焦点。从用电增速、碳减排承诺、新兴产业规划等多个角度来看，新能源、低碳经济都是电气设备行业新的增长点。新能源和智能电网的大力开发或将对可靠稳定的中、高端低压电器产品构成较大需求。风力发电和光伏发电的逆变控制系统和并网技术等一批核心、关键技术有待突破，这也将有效拉动中、高端低压电器产品的需求。

新型电力系统需求提升, 远期清洁能源装机占比超过 90%, 煤电逐步有序退出。据 GEIDCO, **2025 年**，我国电源总装机达到 29.5 亿千瓦，其中清洁能源装机 17 亿千瓦、占比 57.5%，清洁能源发电量 3.9 万亿千瓦时、占比 41.9%。煤电达到峰值 11 亿千瓦，风、光装机分别达到 5.4 亿、5.6 亿千瓦。**2025-2030 年**新增电力需求全部由清洁能源满足。**2050 年**，风光发电装机成为电源装机增量主体。**2060 年**，我国电源总装机 80 亿千瓦，其中清洁能源装机 77 亿千瓦，占比 96%；风电、太阳能发电装机近 80%，发电量超过 70%。煤电机组 2 亿千瓦，储能规模 7.5 亿千瓦。

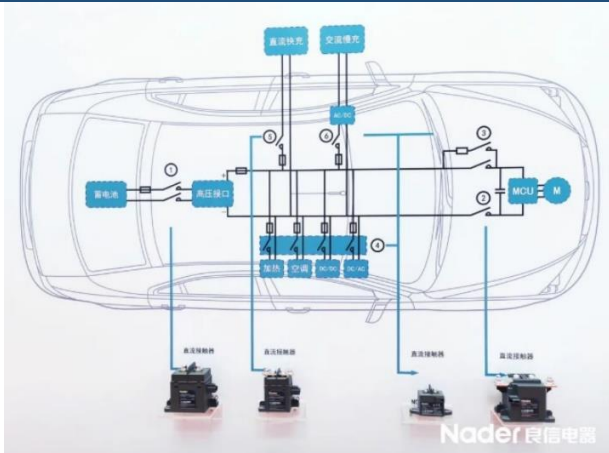
图表 40: 2020-2060 年我国电源装机总量及结构 (亿千瓦)

	2020 年		2025 年		2030 年		2050 年		2060 年	
	容量	占比	容量	占比	容量	占比	容量	占比	容量	占比
风电	2.8	12.7%	5.36	18.2%	8	21%	22	29.4%	25	31.2%
太阳能发电	2.5	11.3%	5.59	19%	10.25	27%	34.5	46.1%	38	47.4%
水电	3.7	16.8%	4.6	15.6%	5.54	14.6%	7.4	9.9%	7.6	9.5%
煤电	10.8	49%	11	37.3%	10.5	27.6%	3	4.0%	0	0.0%
气电	0.98	4.5%	1.52	5.2%	1.85	4.9%	3.3	4.4%	3.2	4.0%
核电	0.5	2.3%	0.72	2.5%	1.08	2.8%	2	2.7%	2.5	3.1%
生物质及其他	0.67	3%	0.65	2.2%	0.82	2.2%	1.7	2.3%	1.8	2.2%
燃氢机组	0	0%	0	0%	0	0%	1	1.3%	2	2.5%
合计	22		29.5		38		75		80	
清洁装机占比	43.4%		57.5%		67.5%		92%		96%	
储能	—	—	0.4	—	1.3	—	6	—	7.5	—

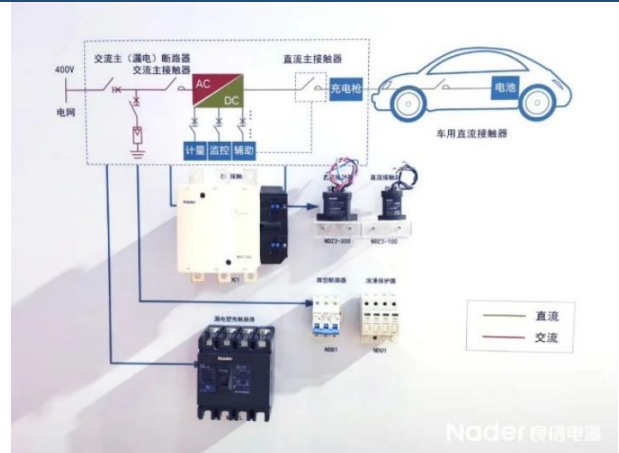
资料来源: GEIDCO, 北极星火力发电网, 信达证券研发中心

新能源汽车充电桩和充电站市场将成为低压电器应用新增长点。新能源汽车充电桩和充电站市场持续发力, 相关配套低压电器产品增势迅猛。根据国务院办公厅印发的《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》, 到 2025 年, 我国充电基础设施体系要满足 500 万辆新能源汽车的充电任务要求。根据国务院办公厅印发的《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》, 到 2025 年, 我国新能源汽车新车销售量要达到汽车新车销售总量的 20% 左右。

接触器/继电器在新能源车及充电桩中应用广泛。接触器是一种具有保护功能的电路开关, 是能源汽车及充电桩的核心元件, 早年与继电器在体积/用途上有差异, 现通常将高压大电流场景下所用称为接触器, 低压小电流场景下所用称为继电器, 有时也混用。新能源汽车主电路电压一般都大于 200V, 远高于传统汽车的 12-48V, 为保证电气系统正常通断, 在电动汽车的电池系统和电机控制器之间需配置高压直流接触器, 当系统停止运行后起隔离作用, 系统运行时起连接作用, 当车辆关闭或发生故障时, 能安全的将储能系统从车辆电气系统中分离, 起到分断电路的作用, 在充电桩中用途相同。

图表 41: 新能源车载电气系统解决方案示例


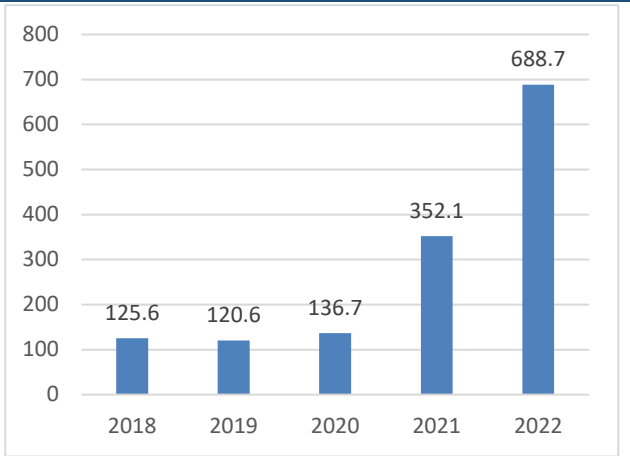
资料来源: 公司官方微信公众号, 信达证券研发中心

图表 42: 充电桩系统解决方案示例


资料来源: 公司官方微信公众号, 信达证券研发中心

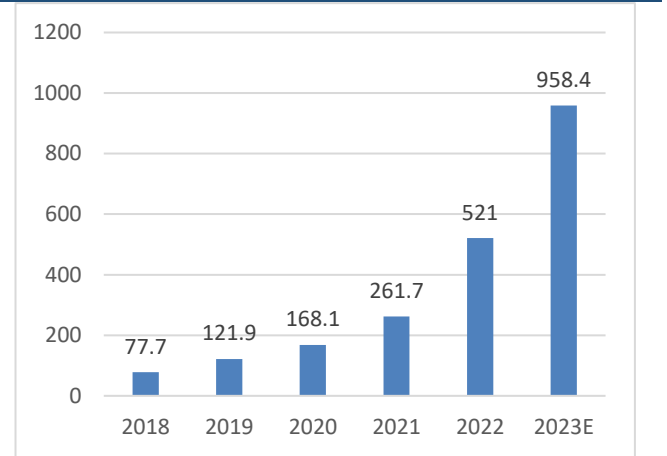
2022年，我国新能源汽车销量超过680万辆，达到688.7万辆，全国充电基础设施累计数量达到521万台，同比增加99.1%。未来新能源汽车行业的发展将带动充电桩数量快速增长，根据中商产业研究院，预计2023年中国充电基础设施累计数量将达到958.4万台，将为相关配套低压电器产品带来可观增长。

图表 43: 我国新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图表 44: 我国充电桩累计保有量 (万台)



资料来源: 中国充电联盟, 中商情报网, 信达证券研发中心

三、拥抱数字化，焕新出发

3.1 产品优势不断凸显，与大客户合作关系牢固

公司多年荣获下游客户优秀供应商等奖项。基于研发创新上的不断投入，公司在产品层面上的优势不断突显：与华为联合研发的 1U 专用断路器成功上市并大规模应用，助力全球 5G 建设；为中车时代电气提供具备竞争力的产品与服务，不断增强在质量、交付、售后服务等方面的互动协同，帮助客户赢得市场竞争优势；与阳光电源、金风科技、中国电建集团贵州工程等客户多年的合作过程中，以科学严谨的质量保证体系确保产品的可靠性和稳定性，共同推动可再生能源的普及。公司在新能源、电信、建筑、电力、工控、工建等行业与艾默生、华为、中兴、万科、绿地、松下、三菱、日立、振华港机、中国移动、国家电网、南方电网等企业形成了持续稳定的合作关系。

图表 45: 公司 5G 专用 1U 微型断路器



资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

图表 46: 公司多年荣获下游客户优秀供应商等奖项



资料来源：公司官方微信公众号，信达证券研发中心

图表 47: 公司打造多行业解决方案

行业	产品及方案	客户与项目
光伏行业	公司根据光伏行业高电压场景、高分断能力的行业痛点，推出具有极端环境适应能力的一系列产品	阳光电源、华为等行业巨头
风电行业	公司提供双馈型风电、全功率型风电两种解决方案，针对风电行业对系统的要求，不断进行机械结构和电器元件优化研究，研发出高自动化程度、安全可靠、使用寿命长等一系列产品	维谛技术、瑞能电气、金风科技、禾望电气、阳光电源等
储能系统	公司为电池侧直流系统、储能变流器、箱式变压器提供一体化的电气保护解决方案。紧跟储能系统的快速技术迭代，公司推出了一系列针对储能系统特殊工况的电器产品，大大提升分断性能	科华技术、阳光电源、宁德时代
电力系统	公司进行深入系统地研究，提供一次电力、二次电力两种解决方案，推出针对性产品以及针对性系统的产品组合方案	国家电网、南方电网、四方、国电南自、南瑞等
数据中心	公司 2003 年进入信息通讯领域，针对数据中心推出低压配电系统、双电源转换系统、UPS、HVDC 系统、终端电能分配单元，提供专用性、高可靠性产品	华为、维谛技术等
智能楼宇	公司将住宅、公共建筑、商业建筑等低压配电业务划分为电源配电、动力控制配电、户内配电、智能家居四个业务板块。针对精细化、统一管理的要求，公司提出专业的解决方案，推出安全、可靠的一系列产品	万科、碧桂园、万达、中海、绿地、华润、龙湖等
公商建筑	公司针对医院、学校、商业综合体、酒店、体育场馆等公商建筑不同的使用特点，提出不同的低压配电系统解决方案，并配备了针对性的产品及组合方案，满足不同场所的配电要求	国家鸟巢体育馆、万达、深圳合正国际医院、华中农业大学、贵阳市保密局等项目
工业建筑	随着工业 4.0 时代的到来，公司针对工业建筑行业的设备和工艺需求，提供化工、钢铁、造纸等八个行业系统解决方案。如在造纸行业低压配电系统进线，NDQW5 系列两进线一母联电源切换系统，可满足供电连续性要求	永祥多晶硅项目、辽宁忠旺集团工业铝型材项目、京东方电子项目等
轨道交通	公司产品及解决方案涵盖了车站、交通枢纽、车辆段/信号/通信基站、机车等各种应用，并不断推出性能更先进、系列更齐全，且符合轨道交通行业的高品质产品，为绿色交通系统的建设，提供可靠的保证	青藏铁路、济烟铁路、哈牡客专
新能源汽车系统	公司提供新能源汽车行业解决方案和充电桩行业系统两种解决方案。为满足新能源汽车行业产品可靠应用，在充电桩行业良信交直流产品满足国网充电桩新标准设计要求规范，公司推出 NDZ3 环氧树脂产品和 NDZ3T 陶瓷系列产品	比亚迪、盛弘、鲁能、中恒、南瑞等
综合工控系统	公司提出空调系统解决方案、电梯系统解决方案，远远满足空调、电梯 AC-3 负载下正常使用要求，紧跟空调、电梯等行业技术发展趋势	格力、美的、日立、三菱等

资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

公司重视“研发+营销”能力建设，服务体系覆盖全球。1) 近年来，公司研发投入大多超过年销售收入的 8%，以高研发投入提升产品和解决方案的智能化水平，以更高效、更智慧的低压配电解决方案满足客户所需，与合作伙伴共建智慧电气零碳新生态。2) 公司坚持营销牵引、产品领先、协同增效、绩效驱动的工作方针，聚焦年度业务目标，提升数字化营销能力，构建高效能的作战团队，有力实现了营销能力的提升和业务增长。营销中心下设 4 大平台、8 大行业、5 个大区共 43 个办事处，构建了超代表式的客户服务体系，打造覆盖全球的完备服务网络，为全球用户提供高品质产品与系统方案，稳步提升客户服务能力。

图表 48: 公司服务体系覆盖面广


资料来源: 公司 ESG 报告, 公司官网, 信达证券研发中心

3.2 布局“两智一新”，加速迈向数字零碳新征程

2022 年，公司确立了“两智一新”的发展战略，重点布局配电智能化、人居智慧化和新能源电气技术：**配电智能化方面**，加大框架断路器、塑壳断路器以及集成业务等投入，凭借更高效、更智慧的低压配电解决方案满足客户所需；**人居智慧化方面**，持续引领电器互联互通、计量信息上传、边缘计算等技术升级，依托房地产 B2B 平台优势，实现灵活便捷的智能家居管理，赋能美好生活；**新能源电气技术领域**，致力深耕“风光储”、“氢车充”低压电气系统解决方案，与合作伙伴共建智慧电气零碳新生态。

公司智能云配电系统，是具备采集、监控、分析、预测、指导，易用高效的电气系统化产品方案。系统通过底层良信智能配电元器件及智能传感器，采集项目配电线路状态、故障、电量、健康及环境等信息，使用边缘计算网关对数据处理，并运用多元通信技术进行上传，通过智能云配电 Web 端及 APP 软件数据分析，实现配电就地站控、本地、云端管理。系统集成场站管理、能效管理、元件管理、故障管理、智能运维等功能板块，助力工业、公建、地产、商业、交通、信息通讯、新能源、工控等行业配电数字化及低碳化转型。

图表 49: 公司智能云配电系统


资料来源: 公司微信公众号, 腾讯家居, 信达证券研发中心

图表 50: 公司智能云配电平台功能

 楼宇管理 集控界面 信息汇总 系统管理 地址搜索	 能效管理 实时能耗 能效对比 质量分析 规划报表	 智能配电 状态信息 参数配置 远程操作 台帐管理	 故障管理 故障预警 报警定位 健康分析 自竣工单	 智能运维 智能巡检 闭环工单 分级维护 专家诊断
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图表 51: 公司智能配电开关设备展示



智能框架断路器

- 极高的分断能力
- 开关状态及线路故障监测
- 高精度全电量监测
- 健康度评估



智能双电源转换开关

- 专用一体化PC级设计
- 极高的短路耐受能力
- 监测两路电源供电电压
- 保证连续实现毫秒级切换
- 搭载带通信智能控制器



智能塑壳断路器

- 双断点结构
- 电子式脱扣技术
- 极高的分断能力
- 开关状态及线路故障监测
- 高精度全电量监测
- 健康度评估



智能小型断路器

- 支持短路、过载、漏电保护
- 支持过欠压、三相不平衡保护
- 开关状态及线路故障监测
- 高精度全电量监测
- 支持无线传输模式
- 支持全屋智能生态接入



智能开关柜

- 独创智能小室设计, 合理布局, 降低电磁干扰
- 多维柜内环境监测及联动, 杜绝潜在故障隐患
- 多元通信方案, 减少二次接线, 降低维护成本
- 搭载一体化站控屏, 实现就地智能配电管理

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司基于多年智能开关设备的开发沉淀, 集成元件、模块、软件全智能型产品, 推出电气化数字解决方案 **Magic Link Power 智慧管理平台**。该平台以“电力”系统的监控和管理为核心, 将中低压系统应用进行整合, 不仅能实现一体化平台的管理, 而且具备采集、监控、分析、预测、指导、节碳, 易用高效的电气数字化系统性功能。

为更好低满足客户需求, 良信股份推出 **NEA 智能化品牌柜**, 基于 **Bayes 成套可靠性研究**, 持续优化升级, 为用户提供可靠、灵活的智能化低压电气系统解决方案。通过介入公司智能云配电平台, 助力 **NEA 智能开关柜**功能更加强大, 帮助用户实现项目管理、能效管理、故障分析、智能运维等配电数字化功能。

图表 52: 公司 Magic Link Power 智慧管理平台


资料来源: 公司 ESG 报告, 信达证券研发中心

图表 53: 公司 NEA 品牌柜实现智能管理


资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

公司为各行业客户提供的智能云配电系统, 也积极响应复杂的国际环境下对信息安全的严苛要求。公司助力加快信息安全建设, 为维护国家总体安全、杜绝关键行业信息外泄、抵御外部恶意攻击, 贡献更多力量。1) 良信股份作为民族品牌, 为国内研发及管理, 具有数字化配电自主知识产权; 2) 良信股份可提供“私有云”搭建服务, 即通过客户产权服务器存储并部署, 不获取用户数据; 3) 良信股份在底层通讯网关搭载通讯数据加密机制, 云端国内部署, 并融入 Link ID² 技术; 4) 良信股份通过多重信息安全认证, 经过严苛审核认定, 以标准化保障信息安全。

图表 54: 公司获得多项安全认证


ISO27001

信息管理安全认证



CSA STAR

云计算安全认证




DICP

公安部等保三级认证

资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

积极布局智能家居, 打造复合生态平台。随着 5G、AI、大数据等高新技术发展, 我们认为打造智能楼宇、发展智能家居是推进建筑行业低碳减排的有效途径。目前, 良信股份已积极布局智能家居领域, 并已打造出将低压配电、智能家居、通信兼容、多业态软件融合的复合生态平台。

图表 55: 公司 Magic Panels 系列产品

高颜值外观， 魔方组合开启 无限家装可能	采用家族视觉，极简主义设计理念，适配各类家装风格。	
魔法全面屏， 多功能融合	融合超薄一体黑色大屏设计的温控器，同时配置三合一体多功能集成温控器，联动 VRV 空调、新风、水暖等功能，分布式控制接线方式，既保证了不通功能的独立性，又能实现多功能操作的高度统一。	
1+1 > 2 的 越级功能组合	突破单一产品的思维框架，在实现不同产品之间的功能组合的基础上，实现 1+1 > 2 的功能组合。	

资料来源：公司 ESG 报告，信达证券研发中心

人居智慧化，赋能美好生活。针对客户全屋能效监测、用水用气安全、各种场景设定、网络覆盖无死角、空气质量监测等多样需求，公司依托拥有行业领先且完备的智能家居系统，对新中式禅意皇家风格的园林豪宅的 780 家住宅提供定制解决方案。其中，智能微端实时监测全屋能耗，燃气和水侵传感器可及时报警，中控屏和语音面板实现各种场景模式的自由切换，空气盒子联动新风系统能够实时监测并改善空气质量，全屋 WIFI 覆盖可随时随地畅游网络世界，新中式风格和智能家居的融合，带来较好的居住体验。

图表 56: 公司智能家居全景图


资料来源：公司 ESG 报告，信达证券研发中心

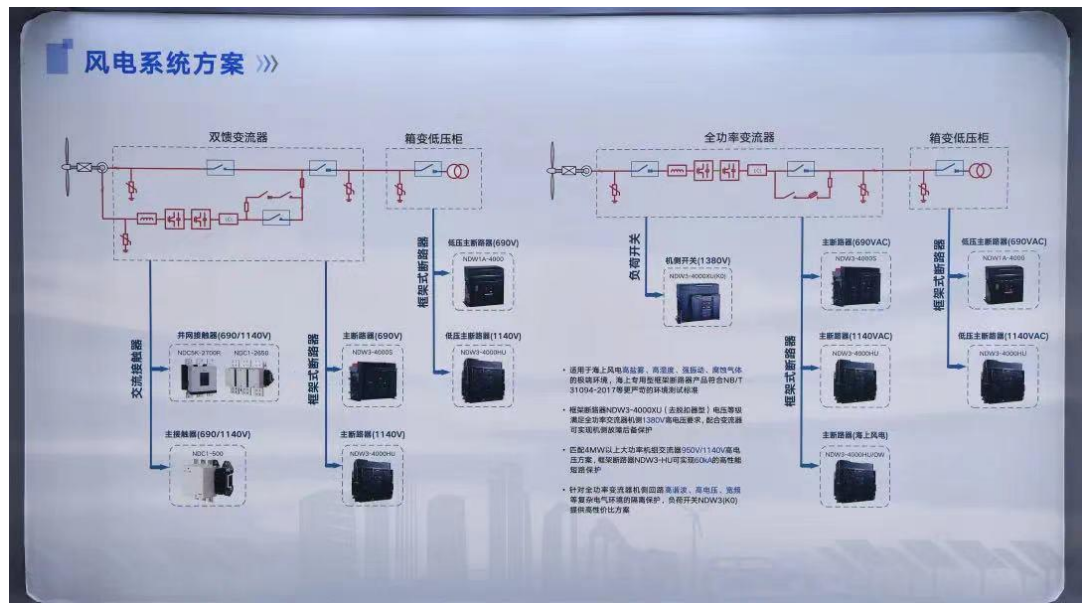
在“双碳”目标的大背景下，风电、光伏、储能等新能源产业链技术创新能力正在快速提升，同时也对配电产品提出了更高的要求。

风电方面，公司秉承“以客户为中心”的理念，确保海上风电电气设备的可靠性，充分发挥自身在风电产业和技术上的优势，满足客户定制化需求，配合 16MW 全功率变流器可实现机侧故障后备保护，并可针对全功率变流器机侧回路高谐波、高电压、宽频等复杂电气环境

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 35

提供高可靠性的隔离保护。

图表 57: 公司风电系统方案



资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

光伏方面, 公司集中式光伏低压电气解决方案涵盖光伏汇流箱、光伏并网逆变器、箱变低压柜三大应用场景, 直流负荷开关具备远程速断功能, 可实现直流侧主动保护, 交流框架断路器机械寿命提升至 20000 次, 优化设计取代接触器并网方案, 交流框架隔离开关采用小型化紧凑设计, 配合交流熔断器可提供更可靠的电气保护。

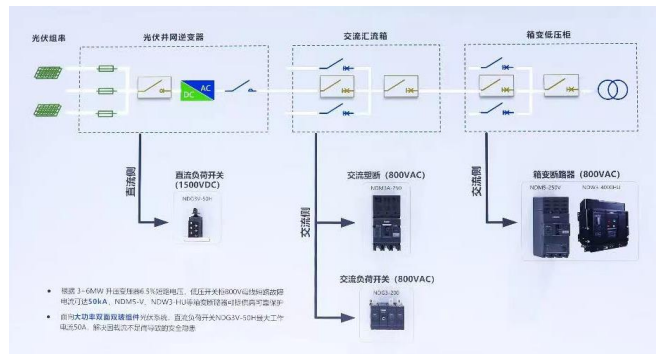
针对光伏 6MW 变压器短路电压 6.5%, 箱变 800V 交流侧短路故障电流 50kA 的需求, 公司组串式光伏方案中框架断路器可提供高达 75kA 分断能力的更高余量安全保护, 面向 210 光伏组件主流方案, 直流负荷开关最大工作电流 50A, 解决因载流不足而导致的安全隐患。

图表 58: 公司集中式光伏方案



资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

图表 59: 公司组串式光伏方案

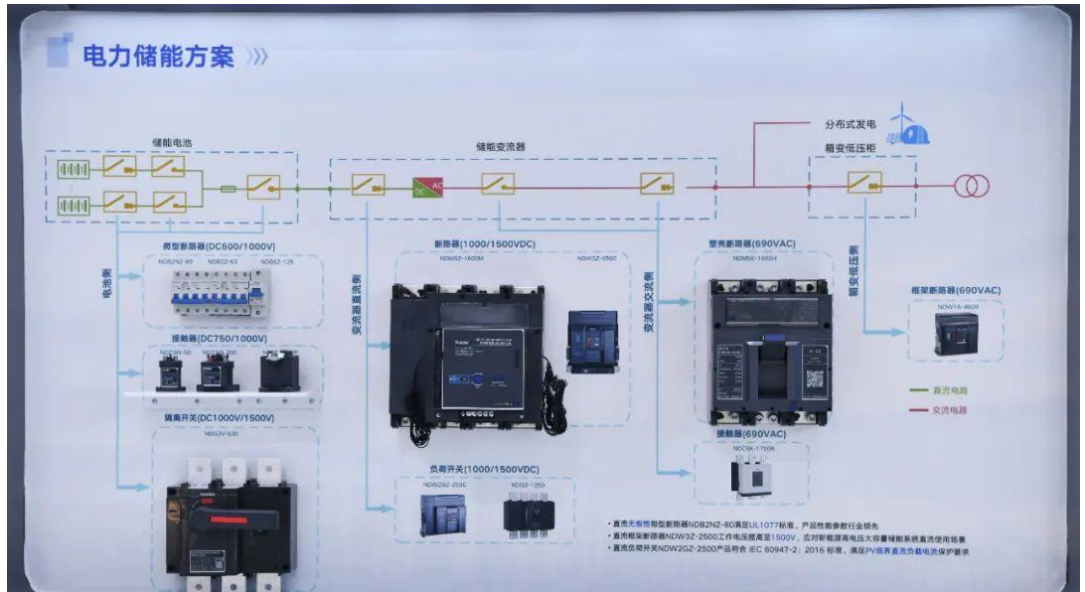


资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

储能方面, 公司电力储能方案涵盖电池、变流器、分布式发电箱变低压柜等场景, 其中直流无极性微型断路器满足 UL1077 标准, 产品性能参数大幅提升, 直流框架断路器工作电压提高至 1500V, 可应对新能源高电压大容量储能系统直流使用场景, 直流负荷开关符合 IEC 60947-2: 2016 标准, 可满足 PV 临界直流负载电流保护要求。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 36

图表 60: 公司电力储能方案



资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

公司始终以客户为中心, 以客户功能需求为引导, 重点布局新能源电气技术。

针对比亚迪提出大电流漏电塑壳断路器需满足 1000mA/1s 延时, 且漏电流延时时间可调的产品需求, 公司研发、产品团队凭借高效、智慧的低压配电解决方案满足客户所需, 确保比亚迪厂房供电连续性的同时, 有效提升厂房配电系统的安全性及解决客户系统痛点。

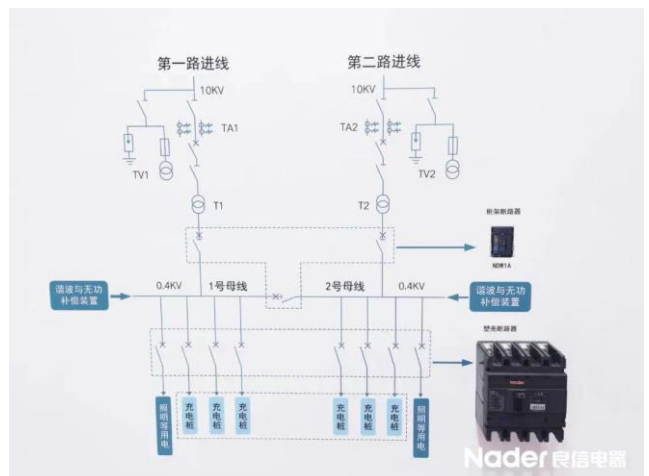
针对广汽埃安 480KW 超充电桩机柜小型化设计以及加快产品上市的需求, 良信股份研发团队加急改进创新配电产品, 以更小体积、更强功能、更灵活的安装、更合理美观的布线为目标。基于此, 良信股份针对塑壳断路器进行创新性的产品结构, 助力广汽埃安超充电桩机柜安全、可靠运行, 共同打造充电桩行业颠覆性产品。

针对大型电动车充电站, 配电系统的安全可靠非常重要, 良信 NDW1A 万能式断路器、NDM3 塑壳断路器等产品, 在确保电动汽车充电站供电连续性的同时, 有效提升配电系统的安全性和极限分断能力。

图表 61: 助力广汽埃安全球首发“超倍速电池技术”



图表 62: 公司充电站配电系统解决方案



资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

资料来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

目前，良信股份已与国家电网、特来电、星星充电、比亚迪汽车等建立合作伙伴关系，且为北京大兴机场充电站、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提供了安全高效的配电保障。

3.3 海盐基地迎来投产，“未来工厂”助力扬帆远航

公司自成立以来，以“将低压电器做到极致，共建智慧电气新生态”为愿景，坚持“智能化高端低压电气系统解决方案专家”的品牌定位。为满足运营升级与扩张需求，同时响应国家《“十四五”智能制造发展规划》《中国制造 2025》等政策，公司积极部署数字化专项“762 数字化战略”，建设数字化、网络化、智能化示范工厂，推动传统产业转型升级。

通过引进先进的微型断路器全自动生产线、万能式断路器自动化生产线、壳体拆分专机、接触器电寿命试验等设备，进行生产工艺的优化、制造技术的升级，依托工业互联平台，完成设备与制造系统的高效连接，实现生产过程自动化、信息化、智能化，实现工业化与信息化高度融合。

图表 63: 公司 OTS 自动化生产线



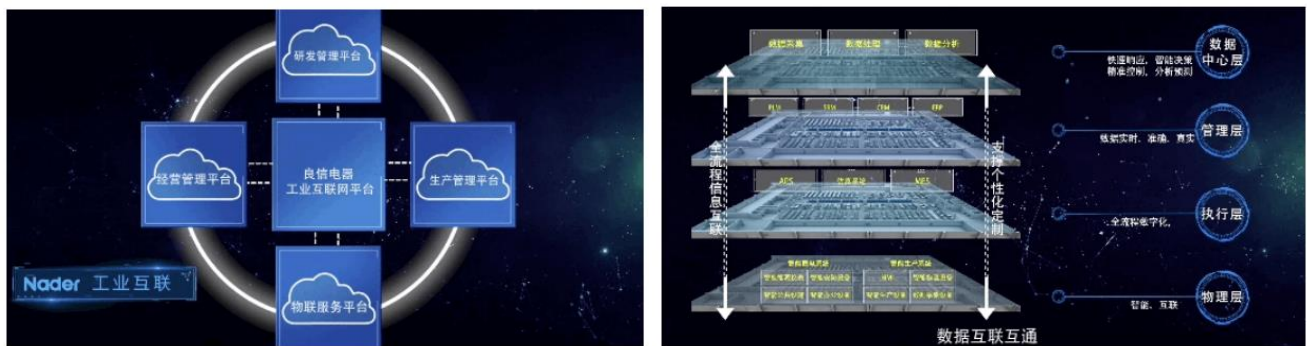
资料来源：公司 ESG 报告，信达证券研发中心

海盐工厂助力纵向一体化。2019 年，公司启动“未来工厂”——海盐智能生产基地建设项目，基地拟总投资约 20 亿元，占地面积约 206 亩，规划年产值 100 亿元。先后引进自动化高精装备、智能物流仓储配送系统、工业互联网平台，**形成覆盖模具、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。**积极打造低压电器行业单个规模大、工艺流程全、装备自动化先进、信息化集成度高、物流高效、敏捷交付的 4.0 标杆智能工厂。目前一期已陆续投产，二期已竣工验收。

图表 64: 公司海盐未来工厂


资料来源: 公司 ESG 报告, 信达证券研发中心

海盐智能化工厂被浙江省确立为“未来工厂”项目。“未来工厂”是浙江省以数字化改革为牵引, 着力推进行业向智能化转型的重要举措。通过打造“未来工厂”, 公司海盐智能生产基地一方面将实现设备联网和设备数据实时采集, 实现工厂的透明化生产制造; 另一方面, 应用自动化控制系统, 构建自动化生产线、柔性制造系统, 能够实现少人化、无人化生产, 这标志着良信股份智造建设迈向新台阶。

图表 65: 公司信息平台应用完善, 数据互联互通


资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

数字化转型大幅提升工厂生产效率。基地中控室将通过 ERP、MES、WMS 系统控制生产物流过程, 用三维实时监控保障生产, 用虚拟数字化双胞胎构成虚拟工厂数字闭环, 优化生产调度措施实现精益生产, 通过三维数字化双胞胎可以在中控室、上海总部实时监控海盐基地的生产现状。

海盐智能生产基地投产后将实施深度加工, 向产业链上游延伸, 实现 1.5 小时覆盖上海、杭州、苏州、宁波等城市经济圈, 这将逐步完善公司供应链布局, 提升产品质量, 降低生产成本。MES 应用使制程直通率提升 30%, 人均小时产能提升 8.9%, 工单及时交付达成率提升 17.93%。

图表 66: 杭州湾-海盐供应链与零部件基地


资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

图表 67: 公司供应链管理体系


资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

海盐基地或将大幅提高公司零部件的自制率及良品率, 通过规模效应降低生产制造成本。

图表 68: 公司海盐基地项目成效

基本信息		项目成效	
项目定位	数字化转型、未来工厂、工业4.0	工人数量	少人化、无人化
投资额	约23.8亿元	人均产值	提升30%
占地面积	约206亩	交货期	缩短35%
主要产品	智能型低压电器	产品质量	提升20%
建设进度	一期已投产, 二期计划于2022年8月底完成竣工验收	库存率	降低
规划产值	100亿元	运营成本	明显降低, 物料成本至少节省10%

资料来源: 《2022 中国低压电器市场白皮书-格物致胜》, 信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们测算公司 2023-2025 年整体收入为 52.41/64.59/82.33 亿元，同比增长 26%、23%、27%，整体毛利率分布为 32.6%、32.9%、33.2%。收入层面，我们认为随着公司“两智一新”战略的逐步推进，整体产能规模有望提升，收入有望维持较快增速；同时随着产能规模增加，23-24 年规模效应下毛利率有望上行。

- 1) 配电电器：公司有望受益于新能源行业发展、配网投资增加，整体有望维持较高增速，我们预计 23-25 年收入规模为 35/45/61 亿元，同比增加 40%、30%、34%。
- 2) 终端电器：受到房地产行业景气度下滑风险影响，我们预期整体营收保持相对稳定，23-25 年收入规模为 11.1/11.3/11.6 亿元，同比增加-2%/2%/2%
- 3) 控制电器：冶金、矿山等场景对控制电器需求有望保持稳定叠加国产化进度提升，我们预期未来增速保持相对稳定，23-25 年收入规模为 4.2/5.5/7.1 亿元。
- 4) 智能电工：我们认为随着建筑更新改造、人居智能化的发展，未来有望保持较快增速，23-25 年收入规模为 2.1/2.3/2.6 亿元，同比增长 40%/40%/40%。

图表 69：公司业绩预期情况

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	40.27	41.57	52.41	64.59	82.33
yoy	33.50%	3.23%	26.08%	23.24%	27.47%
毛利 (亿元)	14.18	12.72	17.06	21.24	27.31
毛利率	35.21%	30.60%	32.56%	32.89%	33.17%
配电电器					
营收	20.53	24.98	34.88	45.33	60.92
yoy	43.87%	21.68%	40%	30%	34%
毛利 (亿元)	7.18	7.74	11.86	15.68	21.32
毛利率	34.96%	30.97%	34%	35%	35%
终端电器					
营收	13.76	11.34	11.10	11.33	11.59
yoy	14.69%	-17.61%	-2%	2%	2%
毛利 (亿元)	5.72	4.38	4.44	4.59	4.75
毛利率	41.56%	38.65%	40%	41%	41%
控制电器					
营收	3.72	3.71	4.19	5.45	7.08
yoy	58.90%	-0.31%	25%	30%	30%
毛利 (亿元)	0.82	0.39	0.46	0.63	0.85
毛利率	21.99%	10.50%	11%	12%	12%
智能电工					
营收	2.14	1.39	2.10	2.33	2.59
yoy	46.58%	-34.99%	40%	40%	40%
毛利 (亿元)	0.40	0.13	0.23	0.27	0.31
毛利率	18.83%	9.60%	11%	12%	12%

其他业务					
营收	0.11	0.15	0.15	0.15	0.15
yoy	23.97%	28.68%			
毛利 (亿元)	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08
毛利率	52.40%	53.40%	50%	50%	50%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

估值与投资评级

公司专注于低压电器高端产品市场,属于国内高端低压电器市场头部企业,因此我们挑选行业属性和产品类型较为类似的公司作为可比公司,选择开关插座行业龙头公牛集团、切入低压电器市场的继电器龙头宏发股份作为可比公司。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 5.4、7.1、9.5 亿元,同比增长 27%、32%、35%,23-25 年 PE 为 22/17/12 倍,与可比公司相比 24/25 年估值水平较低,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 70: 可比公司估值情况

证券简称	证券代码	股价	市值	EPS			PE		
		(元)	(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
宏发股份	600885.SH	29.96	312.4	1.52	1.89	2.31	19.74	15.85	12.96
公牛集团	603195.SH	149.80	900.41	6.19	7.21	8.26	24.22	20.79	18.13
可比公司平均							21.98	18.32	15.54
良信股份	002706.SZ	10.55	118.49	0.48	0.63	0.85	22.11	16.78	12.42

资料来源: wind, 信达证券研发中心

备注: 可比公司来自万得一致预期,日期为 2023 年 6 月 1 日

五、风险因素

- 1) 原材料供应短缺风险。公司原材料若出现供应短缺会影响公司产能情况，从而影响公司收入；原材料涨价风险。公司原材料包括铜、银等大宗产品，若原材料涨价则会影响公司盈利。
- 2) 需求下滑风险。低压电器需求与下游房地产、工控、新能源等行业发展息息相关，若下游需求不及预期，则影响公司收入增长。
- 3) 公司新业务产能扩张不及预期。公司扩建海盐新基地，若新基地产能扩张不及预期将影响公司未来收入增长。
- 4) 行业竞争加剧风险。低压电器行业整体属于较为成熟的行业，若其他外来竞争者加入或原有企业采取价格竞争等方式将影响公司收入和盈利。

资产负债表						利润表					
		单位：百万元						单位：百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,504	3,454	4,174	4,722	6,306	营业总收入	4,027	4,157	5,241	6,459	8,233
货币资金	615	931	1,145	1,461	2,116	营业成本	2,609	2,885	3,535	4,335	5,502
应收票据	125	48	68	75	85	营业税金及附加	17	24	31	36	41
应收账款	537	574	678	757	935	销售费用	412	378	472	581	741
预付账款	8	16	21	26	33	管理费用	169	197	236	284	346
存货	508	504	674	651	1,031	研发费用	328	270	341	407	510
其他	710	1,381	1,588	1,752	2,106	财务费用	12	-2	-4	-6	-10
非流动资产	1,915	2,251	2,556	2,656	2,737	减值损失合计	-11	-13	-30	-30	-30
长期股权投资	25	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	712	1,199	1,672	1,881	2,016	其他	-44	29	16	19	25
无形资产	160	162	162	162	162	营业利润	425	421	616	811	1,097
其他	1,019	889	722	613	559	营业外收支	23	40	0	0	0
资产总计	4,419	5,705	6,731	7,378	9,043	利润总额	447	461	616	811	1,097
流动负债	1,841	1,659	2,413	2,634	3,695	所得税	29	40	80	105	143
短期借款	189	124	174	224	274	净利润	419	422	536	706	954
应付票据	365	314	471	492	731	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	933	863	1,297	1,352	2,011	归属母公司净利润	419	422	536	706	954
其他	355	358	470	566	679	EBITDA	543	534	797	1,006	1,307
非流动负债	371	302	302	302	302	EPS (当年)	0.42	0.40	0.48	0.63	0.85
长期借款	327	259	259	259	259	(元)					
其他	45	43	43	43	43						
负债合计	2,213	1,961	2,715	2,936	3,997						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
归属母公司股东权益	2,206	3,743	4,016	4,442	5,046						
负债和股东权益	4,419	5,705	6,731	7,378	9,043						
重要财务指标						现金流量表					
		单位：百万元						单位：百万元			
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,027	4,157	5,241	6,459	8,233	经营活动现金流	382	461	929	860	1,270
同比(%)	33.5%	3.2%	26.1%	23.2%	27.5%	净利润	419	422	536	706	954
归属母公司净利润	419	422	536	706	954	折旧摊销	105	120	154	170	189
同比(%)	11.5%	0.8%	27.1%	31.7%	35.2%	财务费用	14	5	12	14	15
毛利率(%)	35.2%	30.6%	32.6%	32.9%	33.2%	投资损失	0	0	0	0	0
ROE(%)	19.0%	11.3%	13.3%	15.9%	18.9%	营运资金变动	-212	-93	197	-60	81
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.38	0.48	0.63	0.85	其它	57	7	30	30	30
P/E	28.31	28.09	22.11	16.78	12.42	投资活动现金流	-541	-1,127	-490	-300	-300
P/B	5.37	3.17	2.95	2.67	2.35	资本支出	-590	-481	-490	-300	-300
EV/EBITDA	33.32	29.87	14.04	10.86	7.90	长期投资	0	0	0	0	0
						其他	49	-647	0	0	0
						筹资活动现金流	205	981	-225	-244	-315
						吸收投资	0	1,505	-39	0	0
						借款	843	262	50	50	50
						支付利息或股息	-252	-250	-237	-294	-365
						现金净增加额	44	318	214	316	655

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2 年行业研究经验，2022 年 7 月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com

华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。