

地产利空出尽，新能源异军突起， 良信股份在二次增长的起点上

良信股份：中高端低压电器领先者，新能源助力企业腾飞

良信股份自 1999 年成立就专注于中高端低压电器市场，客户资源丰富，终端电器、配电电器、控制电器、智能家居等主要产品广泛应用于信息通讯、新能源、建筑地产、电网、发电、工控、工业建筑等各个行业，客户覆盖华为、阳光、中兴、金风、禾望、比亚迪、万科等多领域龙头。2017-2021 年公司业绩稳步增长，营收 CAGR 达 29.05%，归母净利润 CAGR 达 18.79%。

低压电器中高端市场国货之光，质地优异，国产替代加速进行

1) 产品性价比高，市占率低空间大：公司产品性能从供电安全性、供电连续性角度均与海外老牌低压电器企业相近，在价格方面具备明显优势。但目前公司在地产、工商建、电网等多领域市占率仅为 10% 不到，国产替代空间很大。**2) 差异化 B2B 直销模式：**在渠道建设方面，公司采用 B2B 直销模式，建立 43 个地区部，全力聚焦区域项目落地，保证第一时间响应客户需求。**3) 绑定行业优质客户：**公司凭借优秀的产品性能与服务质量，已与华为、维谛、中兴、中国移动、中国联通、阳光电源、金风科技、万科地产、碧桂园、国家电网、三菱电梯等企业建立了长期稳定的合作关系。

地产触底利空出尽，新能源持续爆发打造新增长极

11 月房地产新政力度空前，房地产行业有望触底反弹。公司 2022 年受到地产行业拖累严重，1-9 月地产收入下滑 30% 以上，三季报低于市场预期，当下若地产行业通过融资纾困渠道打开，有望为公司业务也带来相当程度的恢复。

同时公司新能源业务快速增长，新能源行业、智能电网等新领域的快速发展和巨大潜力，逐渐成为低压电器快速发展的驱动因素。储能单 GW 价值量约为 1500-1800 万，光伏约为 1300 万-1500 万，风电约为 1000 万。

公司是新能源产业链国产替代的最大受益方，目前市占率接近 20%，将充分受益于行业爆发。

自主研发能力突出，海盐基地助力全产业链布局

公司研发费用率多年保持在 8% 以上，近三年的专利复合增长率为 28.2%，在行业内处于较高水平。海盐智能生产基地投产后将极大地完善公司供应链布局，成为行业领先的低压电器制造基地及“工业 4.0”标杆工厂，工厂智能化运营和供应链能力将不断提升，公司的运营模式也将得到优化和升级。

维持公司“买入评级”

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 43.6/52.85/66.9 亿元，实现归母净利润 4.74/6.23/8.36 亿元，对应当前 PE 估值 33/25/19 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：光伏装机不及预期，上游原材料价格上涨，房地产行业继续下滑。

良信股份 (002706)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

18600687712

SAC 执证编号：S1440521100008

发布日期：2022 年 11 月 16 日

当前股价：13.97 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
17.1/13.49	-4.42/1.5	-24.58/-11.97
12 月最高/最低价 (元)		20.77/9.05
总股本 (万股)		112,312.5
流通 A 股 (万股)		80,699.66
总市值 (亿元)		156.9
流通市值 (亿元)		112.74
近 3 月日均成交量 (万股)		1,003.18
主要股东		
任思龙		9.44%

股价表现



相关研究报告

目录

一、公司简介：定位中高端低压电器，产品覆盖九大行业.....	1
1.1 公司主营业务由终端电器、配电器和控制电器构成.....	1
1.2 股权结构较为稳定，管理层行业背景深厚.....	4
二、低压电器：国产低压电器领先企业，新能源行业成新增长极.....	5
2.1 低压电器品类繁多，下游应用广泛.....	5
2.2 国产替代正当时，风光储高景气度.....	7
2.3 低压电器产品性能优异，性价比优势逐步凸显.....	10
2.4 复用原本渠道优势，新能源优质客户助力品牌建设.....	12
2.5 布局新能源汽车、充电桩，贡献营收高增长.....	14
三、传统优势行业助力业绩稳定增长.....	16
3.1 楼市政策陆续出台，房地产行业有望触底反弹.....	16
3.2 深耕工业、公商建筑行业，国产替代正当时.....	17
3.3 加大智能电工业务投入，智能业务发展新动能.....	18
四、持续高研发投入，海盐基地助力全产业链布局.....	20
4.1 重视自主研发，持续高研发投入.....	20
4.2 海盐数字化制造基地投产，迎接“双碳”时代新机遇.....	20
五、盈利预测.....	21
六、风险提示.....	22
七、报表预测.....	23

图表目录

图表 1：发展历程：定位中高端低压电器市场，积极扩展新兴行业客户.....	2
图表 2：公司近五年营收基本呈现稳步增长态势.....	2
图表 3：公司归母净利润增速放缓.....	2
图表 4：配电器业务收入占比逐年递增.....	3
图表 5：三大主营业务收入均呈现增长稳定增长态势.....	3
图表 6：公司毛利率呈现下行趋势.....	3
图表 7：原材料价格上涨促使产品盈利能力降低.....	3
图表 8：公司期间费用率呈现下行态势.....	4
图表 9：2022 年公司资产负债率有所降低.....	4
图表 10：四位一致行动人共同控股良信股份.....	4
图表 11：核心管理层成员高度稳定.....	5
图表 12：公司陆续推出长期股权激励项目，提高员工工作积极性.....	5
图表 13：低压电器产品种类繁多，下游应用广泛.....	6
图表 14：2021 年建筑为低压电器下游第一大应用场景.....	6
图表 15：2021 年中国低压电器产品主要为断路器.....	6
图表 16：低压电器广泛应用于国民经济各个领域.....	7
图表 17：2021 年中国低压电器市场较为分散.....	7

图表 18: 全球低压电器厂商数量逐步下降	7
图表 19: 2026 年中国低压电器市场规模预计可达 1121 亿元.....	8
图表 20: 2021-2025 年全球光伏市场将持续高增	8
图表 21: 预计 2025 年中国光伏新增装机量为 180GW.....	8
图表 22: 预计 2025 年全球储能新增装机达 365GWh.....	9
图表 23: 中国储能市场将迎来爆发式增长	9
图表 24: 预计 2026 年新增风电装机达 165GW.....	9
图表 25: 预计 2026 年中国新增陆上风电装机 85GW。	9
图表 26: 断路器产品广泛应用于集中式储能系统建设.....	10
图表 27: 隔离开关可为逆变器直流侧提供保护	10
图表 28: 公司应用于新能源领域产品种类丰富, 产品性能优异, 覆盖多龙头客户.....	10
图表 29: 2022 年良信电器持续发布新品	11
图表 30: 公司产品基础性能与海外龙头品牌相近	12
图表 31: 公司的塑壳断路器较海外老牌更具性价比	12
图表 32: 公司的小型断路器同样具备较高的性价比	12
图表 33: 公司销售人员占比呈稳步上升趋势	13
图表 34: 2021 年公司直销收入占比达 29%	13
图表 35: 公司服务网络遍布全球	13
图表 36: 公司应用于新能源汽车及充电桩领域解决方案产品多样, 解决多项相关低压电器痛点问题... ..	14
图表 37: 公司拥有新能源车载电器系统解决方案	15
图表 38: 2021 年中国高压直流接触器市场规模 27.84 亿元.....	15
图表 39: 公司拥有直流充电桩系统解决方案	15
图表 40: 公司拥有交流充电桩系统解决方案	15
图表 41: 2021 年中国新能源充电桩行业规模 418.7 亿元, 预计 2021-2026 年复合增长率达 37.8%	16
图表 42: 国家陆续出台促进房地产平稳健康发展、软着陆的政策.....	16
图表 43: 公司在工业建筑、工商建筑行业具有丰富的项目经验.....	17
图表 44: 借助 Link Security 技术, 具备全面的物联网安全基础设施能力.....	18
图表 45: Magic Panels 系列智能家居产品具备九大核心系统.....	19
图表 46: 公司 2018-2021 年研发费用稳定增长	20
图表 47: 公司研发人员数量在行业内处于高水平	20
图表 48: 公司拟使用募集资金 13.12 亿元投入海盐数字化制造基地项目.....	20
图表 49: 公司低压电器在新能源行业需求快速增长, 其余下游行业市占率上升供给广阔.....	21
图表 50: 公司分业务盈利预测	22

一、公司简介：定位中高端低压电器，产品覆盖九大行业

1.1 公司主营业务由终端电器、配电电器和控制电器构成

深耕中高端低压电器市场，依托大量的研发投入与定制化的服务理念，良信股份已成为产品覆盖率最广的低压电器企业之一。良信股份成立于 1999 年，是一家专门从事终端电器、配电电器、控制电器、智能家居等领域的研发、制造、销售和服务的高新技术企业。公司的低压电器产品及解决方案广泛应用于从发电端、输配电到用电端，截至 2022H1，公司的业务已覆盖信息通讯、新能源、建筑地产、电网、发电、工控、工业建筑等 9 大行业 30 余个细分行业，成为业内覆盖率最广的低压电器企业之一。

公司的发展历程包括以下三个阶段：

创业崛起阶段（1999-2014 年）：以终端电器产品小型断路器起家

良信股份创立于 1999 年，在成立之初公司就专注于中、高端低压电器市场，考虑到公司技术及资金资源有限，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。截至 2014 年，公司顺利导入了 IPD 集成产品开发体系，在提高研发效率、降低研发成本上的效果已初步显现，同年良信股份于深交所中小板上市。

创新发展阶段（2015-2019 年）：深化区域化专业分工，实行产品线负责制

公司在不断挖掘原有客户需求的同时也在积极拓展新的行业客户，成功开发了新能源、电信及电力等行业，在建筑配电行业，公司业务也逐步从商业住宅向工业建筑和公共建筑延伸。自 2015 年起，公司开始实行产品线负责制，以前期导入的 IPD 集成产品开发体系为牵引，逐步转变研发观念和优化研发模式，同年 NDW3-4000 万能式断路器、NDM3-125/250 塑壳断路器、Tm2 自动重合闸装置等新产品相继上市，2016 年公司发布 NDW1A、NDW2F 系列万能式断路器等产品，2018 年发布适用于 5G 网络的 IU 产品。

巩固提升阶段（2020 年至今）：组串式逆变器元件供应跨越式增长，配电电器业务占比稳步提升

随着品牌影响力的扩大，公司成为核心电源设备厂家主供，在新能源行业，公司不仅保持住集中式逆变器主力份额定位，组串式逆变器元件供应也实现了跨越式增长。在这一阶段，公司配电电器业务占比稳步提升，由 2019 年的 44.82% 上升至 2022 上半年的 57.21%。

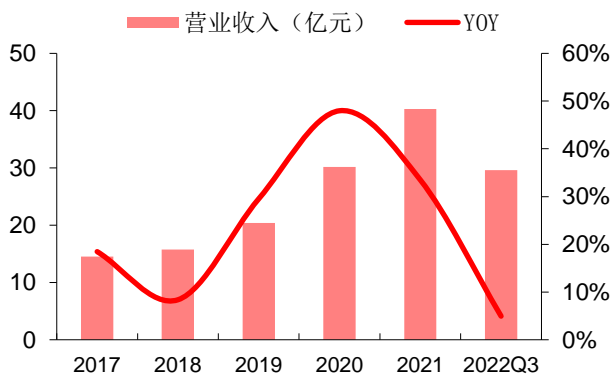
图1：发展历程：定位中高端低压电器市场，积极扩展新兴行业客户



资料来源：公司公告，中信建投

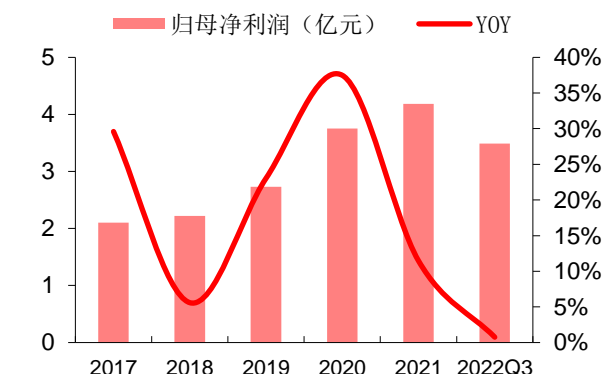
业绩保持稳健增长态势。2017-2021 年公司营收稳步增长，CAGR 达 29.05%。2017-2021 年归母净利润的复合增长率为 18.79%，其中 2018 年由于国家“光伏 531 新政”的影响，公司营收与归母净利润增速降至 10% 以下。2021 年疫情之下公司上游大宗原材料价格飙涨，但由于下游光伏、储能等新兴行业需求高增，公司业绩仍持续稳健增长，营收/归母净利润同比增加 33.50%/ 11.47%。但随着 2022 年下游地产业务持续走低以及工商业建筑需求下滑，公司前三季度业绩增速有所放缓，营收/归母净利润同比增加仅 4.95%/ 0.76%。

图2：公司近五年营收基本呈现稳步增长态势



资料来源：公司公告，中信建投

图3：公司归母净利润增速放缓

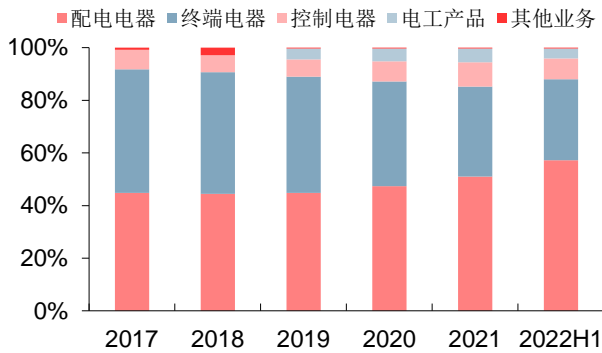


资料来源：公司公告，中信建投

配电电器与终端电器收入贡献超过 85%。从收入结构来看，2022H1 公司配电电器/终端电器/控制电器/电工产品/其他业务收入占比分别为 57.21%/30.80%/7.94%/3.75%/0.30%，其中配电电器业务持续高增，收入占比由

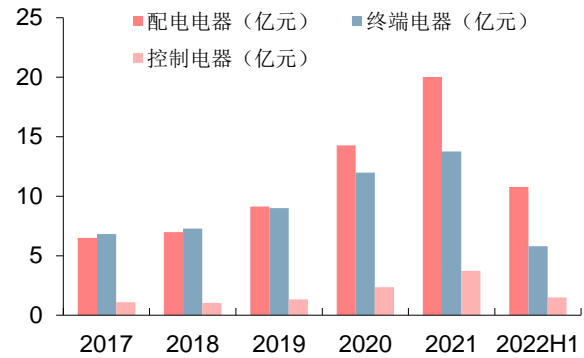
2017 年的 44.84% 提升至 2021H1 的 57.21%，成为公司第一大业务。

图表4： 配电电器业务收入占比逐年递增



资料来源：公司公告，中信建投

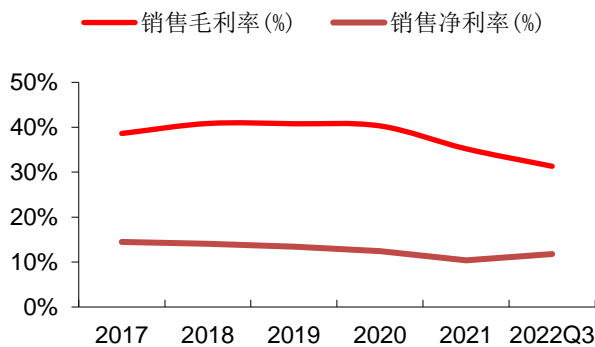
图表5： 三大主营业务收入均呈现增长稳定增长态势



资料来源：公司公告，中信建投

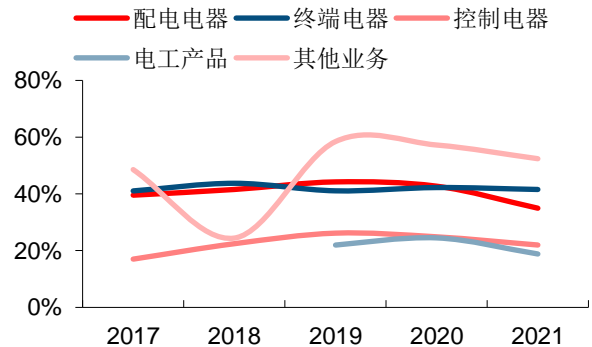
收入结构变化，毛利率承压。2018-2021 年公司毛利率持续下滑，由 40.84% 降至 35.21%，主要原因包括铜、银、钢等主要大宗原料价格上行以及公司收入结构有所变化，随着新能源行业的迅猛发展，光储等低毛利业务收入占比持续提升，地产通讯等高毛利业务占比受行业景气度影响下滑，公司总体毛利率下行。随着大宗商品原材料价格回落，22Q4 公司的盈利能力有望得到改善。

图表6： 公司毛利率呈现下行趋势



资料来源：wind，中信建投

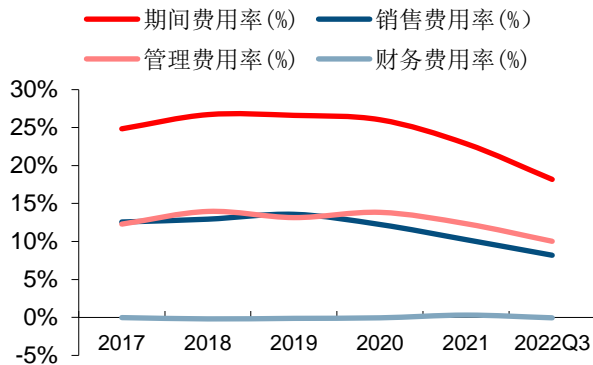
图表7： 原材料价格上涨促使产品盈利能力降低



资料来源：wind，中信建投

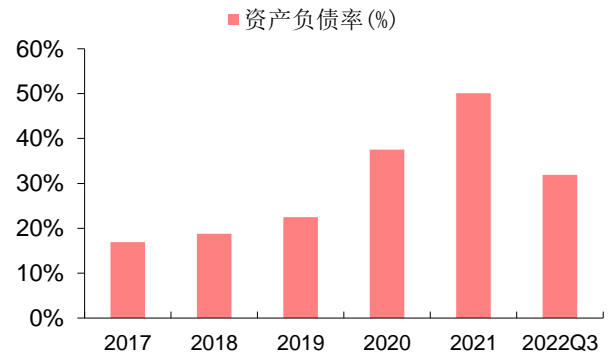
三费控制能力优秀，资产负债率呈现下行趋势。2018-2021 年公司期间费用率由 26.71% 下行至 22.88%，2022 前三季度费用率持续优化，期间费用率为 18.18%，同比下降 4.4pct。2019-2021 年公司资产负债率由 22.45% 持续高增至 50.07%，主要系 2019 年起公司开始启动海盐基地建设，但随着 2022 年定增募资计划获批，公司的流动资金得到有效补充，资产负债率呈现下行趋势。

图表8： 公司期间费用率呈现下行态势



资料来源: wind, 中信建投

图表9： 2022 年公司资产负债率有所降低

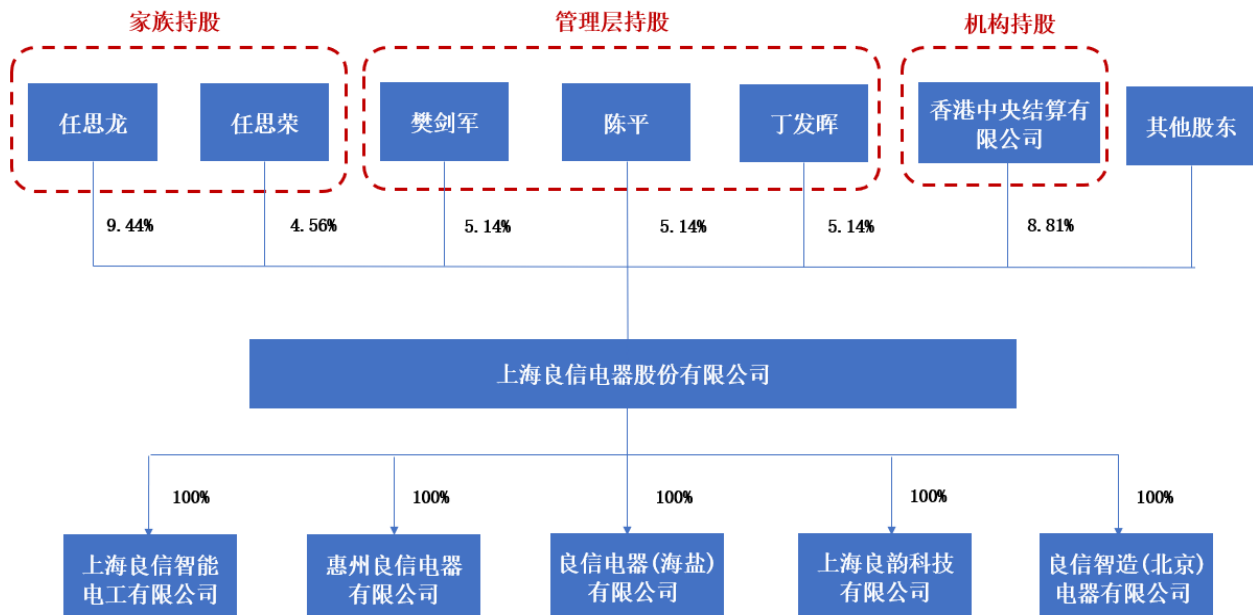


资料来源: wind, 中信建投

1.2 股权结构较为稳定，管理层行业背景深厚

创始团队控股，股权结构较为稳定。截至 2022Q3，创始团队中的任思龙、樊剑军、陈平和丁发晖仍为一致行动人并共同控股良信股份，四人共持股 24.86%，股权结构较为稳固。其中第一大股东任思龙自 2012 年起出任公司董事长，个人持股 9.44%，前十大股东中的任思荣与其为姐弟关系，持股 4.56%。

图表10： 四位一致行动人共同控股良信股份



资料来源: 公司公告, Wind, 中信建投

管理层行业背景深厚，核心团队坚守二十余年。公司的四位一致行动人曾在水 213 机床电器厂共事多年，任思龙、樊剑军和陈平具备深厚的电器技术研发背景，而丁发晖则同时具备设计与销售经验。自 1999 年公司创立，核心管理层始终坚守初心，行动一致，共同陪伴公司发展壮大，稳定的管理团队为公司高速发展奠定了基

础。

图表11： 核心管理层成员高度稳定

姓名	职位	工作经历
任思龙	董事长	1983-1999 年在水 213 机床电器厂工作,先后担任技术员、研究所所长、副厂长,1999 年至今在良信股份任职,现担任公司董事长。
丁发晖	副董事长	1992-2000 年 3 月在水 213 机床电器厂工作,先后担任设计员、深圳天庆电器实业有限公司销售经理,2000 年 4 月至今在良信股份工作,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	1991-1999 年在水 213 机床电器厂工作,先后担任设计员、天水 213 西安公司生产技术主管,1999 年至今在良信股份工作,先后担任技术部经理、制造部经理、事业部总监,现任公司副董事长。
陈平	总裁	1991-1999 年在水 213 机床电器厂工作,先后担任设计员、产品研发主任,1999 年至今在良信股份工作,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。
魏佳男	副总裁	2005 年至今在良信股份先后担任大客户部经理、南京办事处经理、行业总监、产品线总经理、上海良信智能电工有限公司总经理、总裁助理,现任公司副总裁。
程秋高	财务总监	中级会计师职称,2007-2010 年在比亚迪股份有限公司工作,历任成本会计。2011 年至今在良信股份工作,历任高级核算会计主任、财务部经理,现担任公司财务总监、董事会秘书。

资料来源: choice, 中信建投

人才激励“三箭齐发”，持续推动长期股权激励计划。公司采取“长期激励、PBC+岗位履责管理个人绩效、增大工资弹性”模式实施人才激励，支持员工发挥聪明才智，体现个人价值。截至目前，公司共开展了 3 次长期激励项目，股权激励、限制性股票、员工持股计划，量大面广，涉及董事、监事、高级管理人员、中层管理人员以及核心骨干员工，持续推动股权激励。

图表12： 公司陆续推出长期股权激励项目，提高员工工作积极性

项目	2014.11.28 首次授予	2015.10.28 预留授予	2017.7.3 授予	2020.6.8 授予
对象	中层管理人员及核心技术 (业务) 人员	中层管理人员及核心技术 (业务) 人员	中层管理人员及核心技术 (业务) 人员	部分董事、监事、高级管 理人员以及核心骨干员工
形式	股权激励	股权激励	股权激励	员工持股
人数	129	50	333	314
标的股票来源	定向增发	定向增发	定向增发	回购股票
数量	231.7 万股	26.39 万股	670.15 万股	1610.87 万股
价格	17.44 元/股	19.99 元/股	5.92 元/股	6.83 元/股
考核期间	2014-2016 年	2015-2016 年	2017-2019 年	2020-2022 年

资料来源: 公司公告, 中信建投

二、低压电器：国产低压电器领先企业，新能源行业成新增长极

2.1 低压电器品类繁多，下游应用广泛

低压电器广泛应用于低压配电系统之中并起到电路通断、保护和控制的作用。低压电器是指用于交流 50Hz, 交流额定电压 1,000V 及以下和直流额定电压 1,500V 及以下的电路中起通断、保护、控制或调节作用的电器

元件或组件，其性能和质量直接影响电力终端用户的用电安全。低压电器产品种类繁多，从下游应用范围角度可分为配电电器、控制电器、终端电器、电源电器四大类。

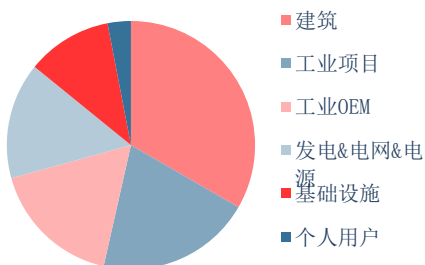
图表13： 低压电器产品种类繁多，下游应用广泛

分类	简介	产品举例	应用范围
配电电器	主要用于配电电路，为除终端电器和电源电器之外，对电路及设备进行保护以及通断负载的电器。	框架（万能式）断路器；塑料外壳式断路器；熔断器、双电源转换开关、隔离开关等。	大量用于电网输电的低压侧。万能式断路器作为主干回路的主开关使用，塑料外壳式断路器一般用于分支回路，起通断、控制和保护等作用。
终端电器	装于电路末端，用于对有关电路和用电设备进行配电、保护、控制、调节、报警等的开关电器。	小型断路器、带剩余电流保护断路器、熔断器式隔离器、浪涌保护器等。	终端电器普遍连接于电网末端，通过电能的分配，将电能分别传递给下级各个分支回路，包括商业和民用建筑、工业用电单位等领域。
控制电器	主要指用于开关设备和控制设备中作控制、信号、联锁等用途的电器，常用于在各行业领域广泛使用的电动机中进行启动、调速、正反转、制动等各种控制。	接触器、热继电器、控制与保护开关电器、隔离开关等。	在如冶金、石化、矿山、机械、港口等领域内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。
电源电器	主要用于配电电路，负责转换、感知多路电流状态，在常用、备用电源或应急电源之间进行切换，在一些对电力持续供应要求较高的用电单元或装置中，保证用电单元或装置用电的稳定性或连续性。	双电源自动转换开关及其控制器、STS 静态转换开关等。	应用在对供电连续性要求高的一级负荷、二级负荷、三级负荷的配电网中，可应用于综合建筑、商业楼宇、轨道交通、工业、医疗、机场、数据中心、消防等领域。

资料来源：泰永长征招股说明书，中信建投

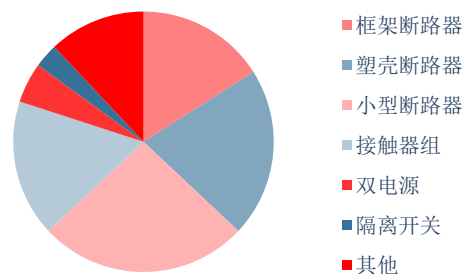
低压电器产品作为用电负载的前端设备，广泛应用于信息通信、智能楼宇、新能源、电力、数据中心、石化、汽车等国民经济的各个领域。从细分产品角度来看，据《2022 中国低压电器市场白皮书》所示，2021 年中国市场中的低压电器产品主要为断路器和接触器组，总占比高达 80%，其中小型断路器和塑壳断路器受众场景广泛，市场体量位列前两位；框架断路器主要应用于建筑、风电、基础设施等领域；接触器组则集中于工业 OEM，与工厂自动化紧密相关。

图表14： 2021 年建筑为低压电器下游第一大应用场景



资料来源：《2022 中国低压电器市场白皮书》，中信建投

图表15： 2021 年中国低压电器产品主要为断路器



资料来源：《2022 中国低压电器市场白皮书》，中信建投

图表16： 低压电器广泛应用于国民经济各个领域

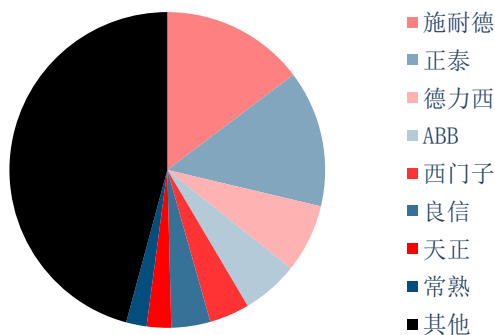


资料来源：泰永长征招股说明书，中信建投

2.2 国产替代正当时，风光储高景气度

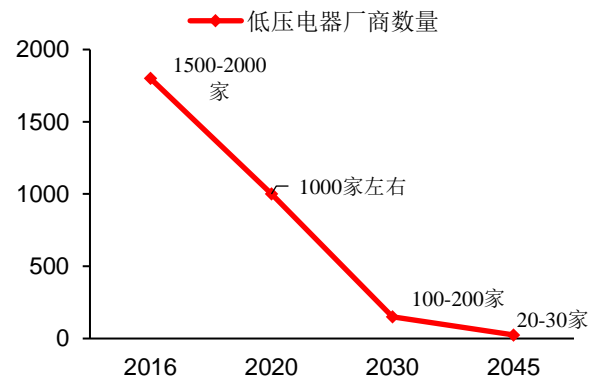
中国低压电器市场竞争充分，国产替代进行时。据格物致胜发布的《2022 低压电器白皮书》，我国低压电器元件行业市场化程度较高，但集中度较低，2021 年中国低压电器市场 CR5 仅为 45.6%。近年来，以正泰电器、良信电器为代表的国内民营企业已具备向客户提供全品类产品与优质服务的能力，叠加本土渠道与成本优势，逐步实现中高端低压电器的国产替代。

图表17： 2021 年中国低压电器市场较为分散



资料来源：《2022 中国低压电器市场白皮书》，中信建投

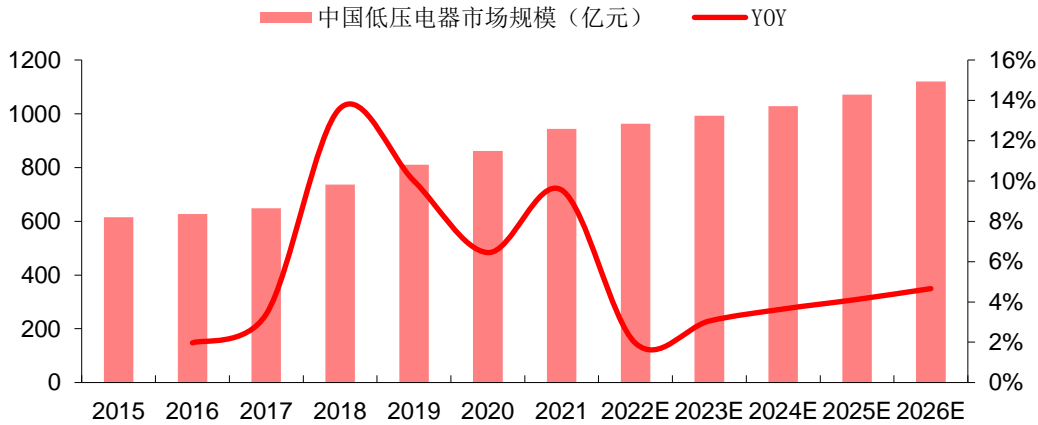
图表18： 全球低压电器厂商数量逐步下降



资料来源：低压电器协会，中信建投

低压电器市场增速受下游产业影响较大，2022 年以后新能源有望成为核心增长驱动因素。据格物致胜测算，2022 年国内低压电器市场规模为 962.7 亿元，同比增长仅 1.9%，进入低速增长期。由于下游应用包含建筑、工业、基建等领域，低压电器市场存在周期性和较大的波动性，但随着下游新能源与通信领域需求占比增加，预计 2022 年后中国低压电器市场将会恢复中高速稳定增长。

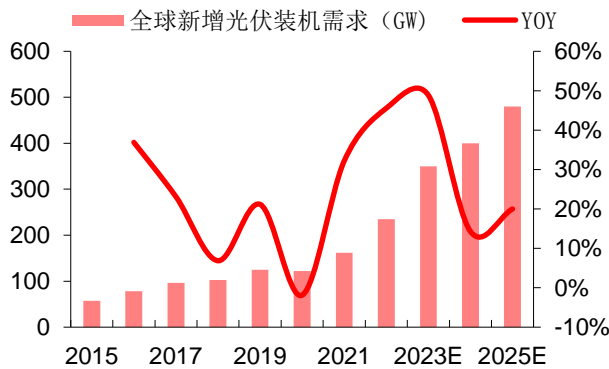
图表19： 2026 年中国低压电器市场规模预计可达 1121 亿元



资料来源：《2022 中国低压电器市场白皮书》，中信建投

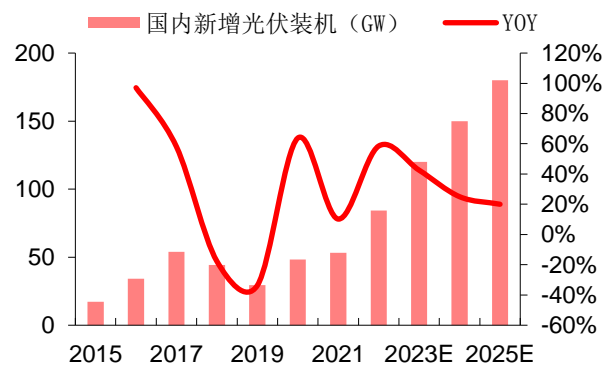
各国光伏发电趋于平价，清洁能源转型进一步刺激光伏装机加速放量。2021 年全球/国内新增光伏装机需求分别为 161.5/53.1GW，同比增加 32%/10%，2015-2021 年 CAGR 分别为 19%/21%。由于能源需求和资源供给严重不匹配，近年来全球太阳能开发利用规模迅速扩大，成本显著降低，光伏发电经济性逐步凸显。据我们预测，2025 年全球/国内光伏新增装机量为 480/180GW，2021-2025 年 GAGR 有望分别达到 31%/36%。

图表20： 2021-2025 年全球光伏市场将持续高增



资料来源：中信建投

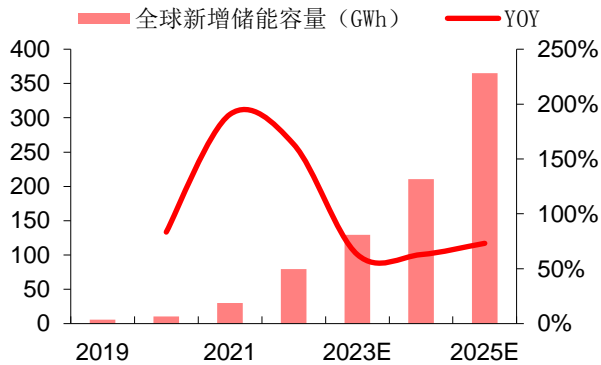
图表21： 预计 2025 年中国光伏新增装机量为 180GW



资料来源：中信建投

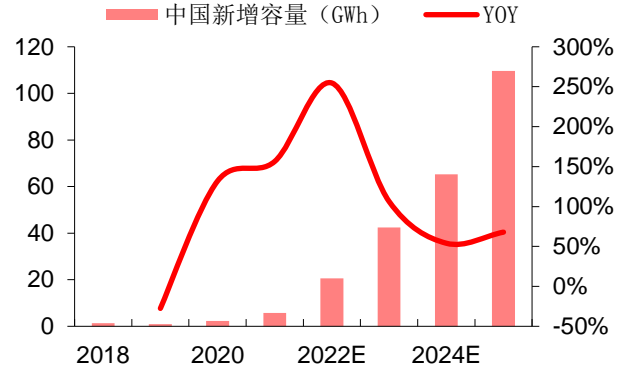
政策端与经济性双轮驱动，全球储能装机进入高速增长新阶段。2021 年以来国内针对发电侧、电网侧和用户侧储能发布多项利好政策，多省市相继出台新能源强制配储要求，为我国储能市场爆发提供了强有力支撑。2021 年国内储能新增装机约为 5.8GWh，预计 2021-2025 年 CAGR 高达 109%。2021 年全球储能市场新增容量为 30.2GWh，随着欧美市场用电成本逐年攀升以及停电事故频发，海外储能市场渗透率进一步提升，预计 2023/2024/2025 年全球储能新增装机将达 129.4/ 210.8/365.0GWh。

图表22： 预计 2025 年全球储能新增装机达 365GWh



资料来源: CNESA, 中信建投

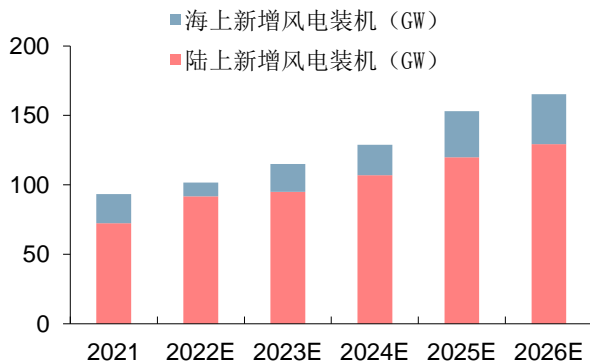
图表23： 中国储能市场将迎来爆发式增长



资料来源: CNESA, 中信建投

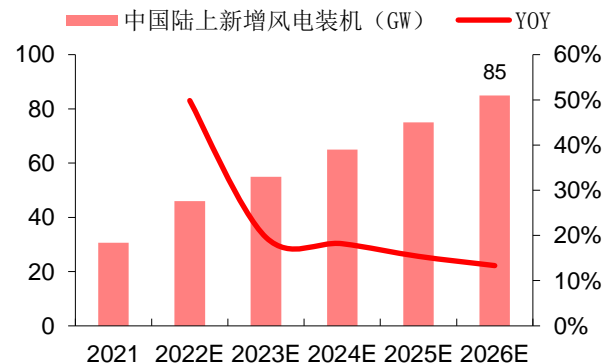
全球风电装机加速增长，预计 2026 年新增装机量达 165.3GW。2021 年全球陆上/海上风电新增装机分别为 72.4/21.1GW，共计 93.5GW。随着风电平价时代来临，2021-2026 年全球风电新增装机 CAGR 有望达到 12%，国内陆上风电新增装机 CAGR 则预计达到 23%。

图表24： 预计 2026 年新增风电装机达 165GW



资料来源: GWEC, 中信建投

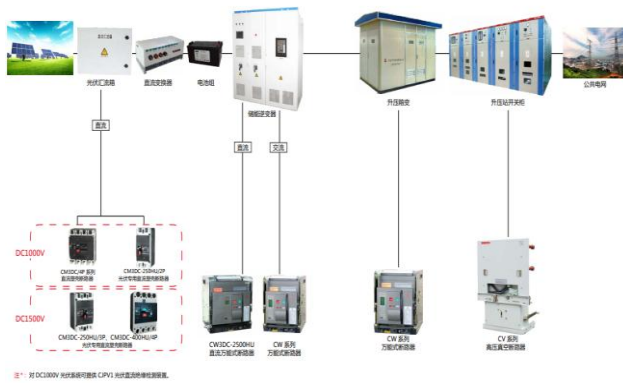
图表25： 预计 2026 年中国新增陆上风电装机 85GW。



资料来源: GWEC, 中信建投

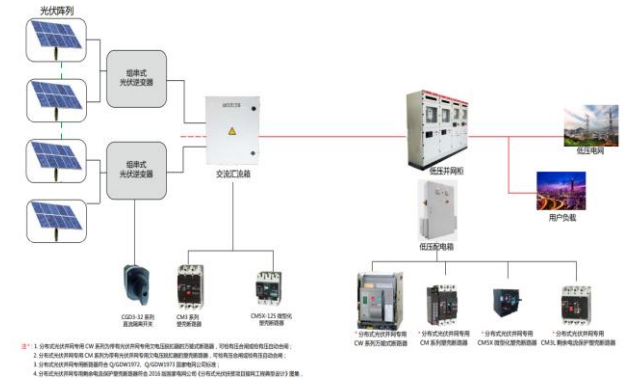
低压产品广泛应用于光伏、风电和储能行业，风光储业务有望成为公司未来主要价值增量。2022 年前三季度公司在新能源领域的营收为 8 亿元，其中光伏/风电/储能分别占比 50%/30%/20%。在 2010 年新能源行业尚未兴起时公司就开始发展相关业务，截至目前公司已成为该行业头部低压电器供应商，市占率位居前列。光伏、风电和储能装机量的高增预计将为低压电器行业提供核心增量支撑，据我们测算，国内光伏/风电/储能每新增 1GW 的装机，都可为公司带来 1000-2000 万的营收增长。

图表26： 断路器产品广泛应用于集中式储能系统建设



资料来源：常熟开关官网，中信建投

图表27： 隔离开关可为逆变器直流侧提供保护



资料来源：常熟开关官网，中信建投

2.3 低压电器产品性能优异，性价比优势逐步凸显

公司低压电器种类丰富。良信股份的产品覆盖塑壳断路器、框架断路器、双电源系列、隔离开关和智能云配电系统等多种品类，可广泛应用于核能发电、民用建筑、轨道交通、风力发电、光伏储能等多种场景。近年来公司持续加大研发投入，建设智能制造工业体系，低压电器产品逐步走向智能化、信息化、模块化和小型化。

公司具备完整的光伏、风电和储能行业解决方案，多次参与新能源行业标杆项目。为满足新能源行业严苛的用电环境，公司专门开发了多款适用于光伏、风电的断路器、隔离开关和接触器。其中 NDM5Z DC1200V 塑壳断路器和 NDC1 系列接触器等产品曾用于青海锡铁山 100MW 光伏项目，NDW1-2000 框架断路器和 NDC1-1600 接触器则用于建造了海上风电与海岛新能源智能微电网应用项目。

图表28： 公司应用于新能源领域产品种类丰富，产品性能优异，覆盖多龙头客户

类型	产品型号	产品介绍	主要客户
塑壳断路器	NDM2/NDM3 系列塑壳断路器	断路器具有过载、短路和欠电压保护功能,能保护线路和电源设备不受损坏。产品配备通讯模块及接地保护装置等。广泛用于新能源, 电力、工控、地产、电力电源、电信、轨道交通、工(公)建等行业中。	阳光电源、 华为、 金风、 禾望、 维谛、 瑞能、 运达、 特变电工、 宁德时代、 科华
	分布式光伏并网专用低压断路器	分布式光伏并网专用低压断路器在 NDM3 系列塑壳断路器的基础上增加了欠电压脱扣器的欠压、失压延时跳闸和检有压自动合闸等功能, 实现分布式发电在主电网断电时实现孤岛保护和主电网恢复正常时及时使分布式电网与主电网自动并网, 并带有断报警输出功能、预警显示功能。	
框架断路器	NDW3-4000 海上风电型万能式断路器	分配电能和保护线路及电源设备免受过载、欠电压、短路、单相接地等故障的危害。同时也具有隔离功能, 在做到高精确的选择性保护的同时, 还可避免不必要的突然停电。产品主要适用于新能源行业的海上风电应用, 满足海上高盐雾、高腐蚀和高湿热的恶劣工况中。	宁德时代、 科华
	NDW3A-2500(U L)万能式断路器	用来分配电能和保护线路及电源设备免受过载、欠电压、短路、单项接地等故障的危害。本产品主要适用于新能源行业光伏、储能场景的应用, 满足客户特殊使用场景。	
隔离开关	NDG3 (V)系列隔离开关	产品可用作不频繁的接通和分断, 起到隔离分断线路的作用, 可广泛应用于建筑、电信、冶金等行业, 并针对目前太阳能光伏系统中直流分断问题的解决具有出色的表现。	

	NDC3A 系列隔离开关	适用于交/直流电力系统，主要安装在低压配电电路中，做主电路的不频繁接通和断开，并起隔离分断线路的作用，适用于光伏、储能、电力、建筑等行业。
接触器	NDC5K 系列真空接触器	主要用于光伏、风电行业，供远距离接通分断电路，也可以用在工控行业远距离接通和分断及频繁启动控制交流电动机，还可控制交流电动机可逆运转或反向制动。
智能云配电系统	智能云配电系统	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。

资料来源：公司官网，中信建投

持续聚焦技术研发，不断推出新品以满足快速发展的市场需求。2020 年以来良信股份保持着每年 10 种及以上的新品发布速度，今年 7 月公司最新上市了 NDW3 系列 XU 超高电压万能式断路器，该产品分断能力全行业第一，可充分适应新能源行业严酷的用电环境。2 月上市的 NDM5-250/400/630 U/R 小电流和电动机单磁保护塑壳断路器则适用于工建高分段场景，超高分段指标可全面保护线路及设备安全。

图表29： 2022 年良信电器持续发布新品

产品名称	产品图示	额定电流	额定绝缘电压	额定工作电压	极限短路分断能力
NDW3 系列 XU 高电压万能式断路器		630~ 6300A	1800V	AC1140、AC1380、AC1500	50KA
NDM3E-250/400/630 物联型电子式塑壳断路器		630A	1000V	AC380V、AC400V、AC415V	70/85KA
NDM5-250/400/630 U/R 小电流和电动机单磁保护塑壳断路器		6A~ 630A	800V	AC230/240V、AC400/415V、 AC660/690V	100/120/15 0KA

资料来源：公司官网，中信建投

技术水平持续提升，产品基础性能不输国际龙头企业。公司上市后逐步布局新兴产业，大力拓展新能源、5G、数据中心、充电桩等行业标杆客户。由于高端客户对供电安全性、连续性等要求较高，公司近年来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 160A 的塑壳断路器为例，从供电连续性角度来看，良信电器与施耐德的产品额定冲击耐受电压均为 8KV；安全性方面，二者的分断能力皆可做到 150KA，最大限度保护线路和电源设备不受损坏。

图表30：公司产品基础性能与海外龙头品牌相近

		良信 NDM5-160 系列	施耐德 NSX160 系列
供电连续性	额定绝缘电压	800V	800V
	额定冲击耐受电压	8KV	8KV
	壳架等级额定电流	160A	160A
	级数	3P	3P
供电安全性	脱扣器型式	热磁脱扣器	热磁脱扣器
	保护功能	两段保护 LI	两段保护 LI
	分断能力	100/120/150kA	36/50/70/100/150KA

资料来源：EP 精灵，公司官网，中信建投

性价比优势显著，同等性能产品较海外品牌售价更低。得益于良好的研发制造水平与成本控制能力，公司在同类产品价格方面较外资品牌更具优势。以壳架等级额定电流/级数/额定电流/极限短路分断能力分别为 160A/3P/125A/50KA 的塑壳断路器为例，良信电器、施耐德和 ABB 的产品市价分别为 615/1276/1183 元。由此可见，在高端低压电器领域，公司产品较海外老牌企业更具性价比。

图表31：公司的塑壳断路器较海外老牌更具性价比

	良信 NDM3 系列	施耐德 NSX 系列	ABB Tmax XT 系列
壳架等级额定电流	160A	160A	160A
级数	3P	3P	3P
额定电流	125A	125A	125A
极限短路分断能力	50KA	50KA	50KA
价格	615.00	1275.79	1183.45

资料来源：EP 精灵，各公司官网，中信建投

图表32：公司的小型断路器同样具备较高的性价比

	良信 NDB2-63 系列	施耐德 iC65 系列	ABB S200M 系列
壳架等级额定电流	63A	63A	63A
级数	2P	2P	2P
额定电流	63A	63A	63A
极限短路分断能力	10KA	10KA	10KA
价格	99.41	204.21	220.44

资料来源：EP 精灵，公司官网，中信建投

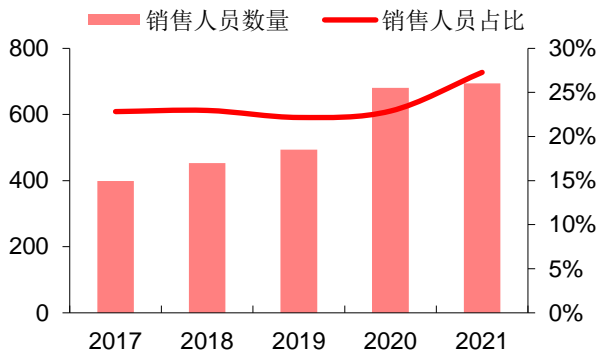
2.4 复用原本渠道优势，新能源优质客户助力品牌建设

积极优化渠道结构，直销体系更利于满足客户定制化需求。公司产品定位于中高端低压电器市场，由于高端客户一般都建立了严格的供应商筛选体系，所以从接触到建立稳定合作关系需要长达 2-5 年的时间，因此公司所采用的直销体系可以更加快速的响应客户需求，分销渠道的减少也更利于全方位把控运营情况，提高客户黏性。

销售人员占比逐步提升，进一步保障了公司直销体系的运行。2017-2021 年公司销售人员数量由 399 人提

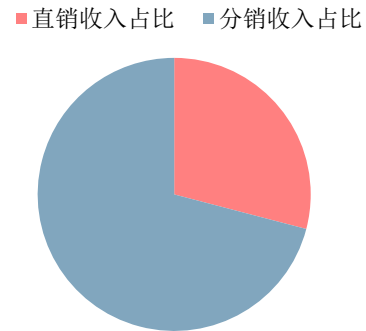
升至 694 人，2021 年公司销售人员占比已达 27.28%。良信股份选择了 BtoB 的营销方式，力图建立重点突出、布局合理、覆盖面广的营销网络。依托该网络，公司直销体系稳步发展，2021 年直销收入占比已达 29.08%。

图表33： 公司销售人员占比呈稳步上升趋势



资料来源：公司公告，中信建投

图表34： 2021 年公司直销收入占比达 29%



资料来源：公司公告，中信建投

品牌优势广受业内认可，公司已在下游各领域积累一批优质客户。截至 2022 年，良信电器已设立 43 个国内办事处以及 4 个海外办事处，业内首推产品三年质保，旨在保障客户的可靠用电。凭借优秀的产品性能与售后服务质量，公司已与华为、维谛、中兴、中国移动、中国联通、阳光电源、金风科技、万科地产、碧桂园、国家电网、三菱电梯等企业建立了长期稳定的合作关系。

图表35： 公司服务网络遍布全球



资料来源：公司官网，中信建投

保持集中式逆变器主力份额定位，绑定光伏行业优质客户。公司自 2017 年起光伏 EPC 品牌认可度大幅度提高，在集中式逆变器市场占据行业领先地位，目前公司已与华为、阳光电源等客户合作多年，可为其提供光伏发电系统中所需的直/交流塑壳断路器、直/交流隔离开关、直/交流万能式断路器等多种器件，2021 年良信股份荣获阳光电源战略合作伙伴奖牌、华为全球金牌供应商等多种奖项。

2.5 布局新能源汽车、充电桩，贡献营收高增长

在新能源汽车领域，公司针对性推出新能源汽车、直流充电桩、交流充电桩等系统解决方案。凭借在新能源汽车及充电桩行业的技术积累，公司与国家电网、南方电网、星星充电、特来电、比亚迪汽车等企业建立了长期合作关系，为广汽新能源随车桩项目、北京大兴国际机场“奔驰充电站”、宁波杭州湾吉利汽车研究院、上海安悦成山路充电站等众多项目提供了安全可靠的充电保障。

图表36： 公司应用于新能源汽车及充电桩领域解决方案产品多样，解决多项相关低压电器痛点问题

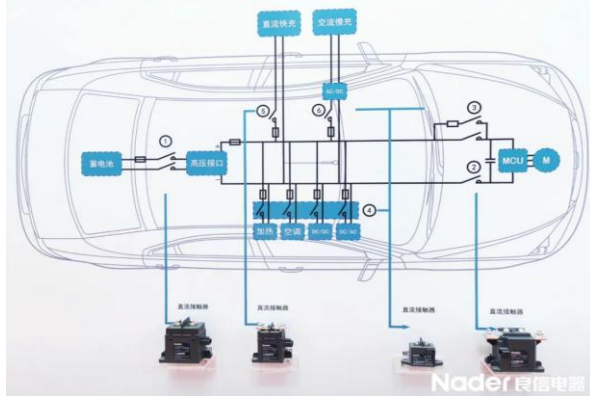
类型	产品型号	产品介绍	主要客户
直流接触器	NDZ3W 系列直 流接触器	适用工作电压至 DC1000V，工作电流为 50~300A 的直流系统中，主要用于充电桩、充电站、光伏等领域。	
	NDZ3AT 系列直 流接触器	适用于工作电压至 DC1000V，工作电流至 400A 的直流系统中，主要用于电动汽车、充电桩、充电站等领域。	
	NDZ3(X)系列直 流接触器	适用于工作电压至 DC1000V，工作电流为 50~300A 的直流系统中，主要用于电动汽车充电桩、充电站、储能以及类似工况的场合。	
	NDZ3T 系列直 流接触器	适用于工作电压至 DC750V，工作电流为 40~400A 的直流系统中，主要用于电动汽车、充电桩、充电站等领域。	
交流接触器	NDC1(Z)-09~95 系列交流接触器	适用于交流 50Hz（或 60Hz），额定绝缘电压为 1000V，在 AC-3 使用类别下额定工作电压为 415V 时额定工作电流为 9A~95A 的电路中，供远距离接通与分断电路及频繁起动、控制交流电动机；并可适当的与热过载继电器组成电磁起动器，以保护可能发生过负荷的电路。	上汽、北汽、比亚迪、长安汽车、中车、国家电网、南方电网、星星充电、特来电等
	NDC1-115~800 系列交流接触器	适用于交流 50Hz（或 60Hz），额定绝缘电压为 1000V，在 AC-3 使用类别下额定工作电压为 415V 时额定工作电流为 115~800A 的电路中，供远距离接通与分断电路及频繁起动、控制交流电动机；并可适当的与热过载继电器组成电磁起动器，以保护可能发生过负荷的电路。	
	DC1-1000~2650 交流接触器	适用于 AC-1 使用类别下，交流 50Hz（或 60Hz），额定工作电压至 690V，额定工作电流为 1000~2650A 的交流电路中，供远距离接通与分断电路。	
断路器	NDM3L-800 热磁 式漏电断路器	适用于交流 50/60Hz，工作电压至 AC415V，工作电流至 800A 的电路中做不频繁转换及电动机不频繁启动之用。具有过载、短路和欠电压保护功能，能保护线路和电源设备不受损坏。同时还可应对因过电流保护功能所不能检测出的长期接地故障所引起的人身安全、火灾危险等。可用于交流充电桩，建筑、工业等行业三箱配电。	
	NDB1LE 系列漏 电微型断路器	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。具有短路保护、过载保护、漏电、隔离功能。	
	NDM2L 系列漏 电塑壳断路器	适用于交流 50/60Hz，额定工作电压 AC415V，额定工作电流至 630A 的电路中作不频繁转换。断路器具有过载，短路及欠电压保护功能，能保护线路和电源设备不受损坏。同时还可应对因过电流保护功能所不能检测出的长期接地故障所引起的人身安全、火灾危险等隐患。	

资料来源：公司官网，中信建投

基于新能源汽车的系统要求，公司研发出 NDZ3T 及 NDZ3AT 系列陶瓷密封直流接触器产品。产品可应用于小型车（114V）、乘用车（500V）、商用车（750V）及重卡（1000V）等不同车辆，为新能源汽车高压直流

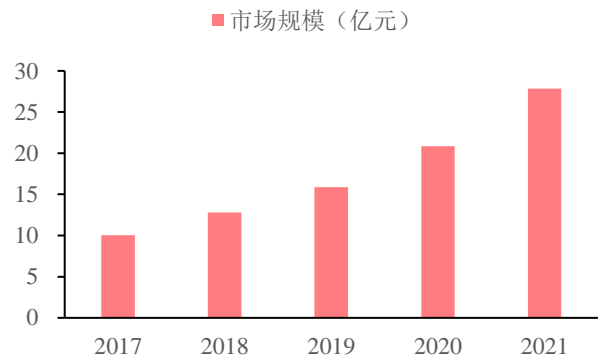
继电器提供完整的电气系统解决方案，覆盖从上线到质保运营的生命周期专业服务，有效解决了新能源汽车行业内低压电器普遍面临的痛点，即解决其触头粘连、误动作、电寿命低、接触器&熔断器配合不当、环境适用性差等问题，大幅度提升新能源汽车商业价值。根据观研报告网数据，2021 年中国高压直流接触器市场规模 27.84 亿元，2017-2021 年复合增长率达 29.01%，随着新能源汽车行业的整体高速增长，高压直流接触器的下游市场空间将持续扩大。

图表37： 公司拥有新能源车载电器系统解决方案



资料来源：公司官网，中信建投

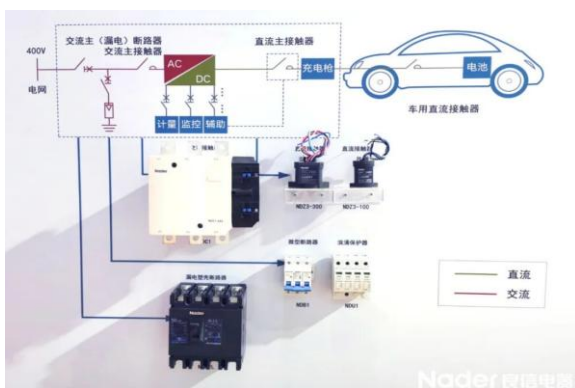
图表38： 2021 年中国高压直流接触器市场规模 27.84 亿元



资料来源：观研报告网，中信建投

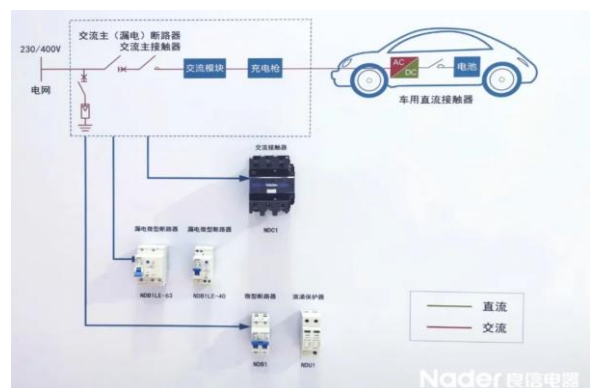
在充电桩行业，公司交直流产品满足国网充电桩新标准设计规范要求。公司直流充电桩塑壳断路器下进线设计，在节约成本的同时实现可靠分断及保护。交流接触器具有低温升、小体积的特点，可有效解决高环温问题，减少谐波干扰导致接触器发热；功率分配直流接触器，满足无极性可靠切换及双级优化布局；主直流接触器满足国网 1000 次满载分断要求，极限寿命可达 2500 次以上。交流充电桩则针对特定车企的特定车型进行测试，并根据测试解决定制产品，解决谐波干扰、高频漏电等核心痛点。

图表39： 公司拥有直流充电桩系统解决方案



资料来源：公司官网，中信建投

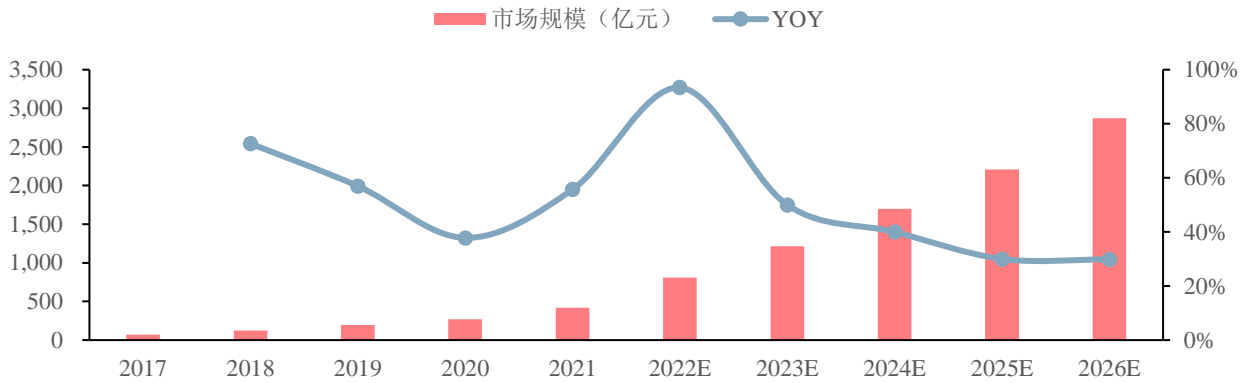
图表40： 公司拥有交流充电桩系统解决方案



资料来源：公司官网，中信建投

新能源充电桩行业快速增长，加快公司充电桩领域业务发展。我国新能源充电桩行业市场规模自 2017 年起高速增长，根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟数据，2017 年我国充电桩市场规模为 72 亿元，到 2021 年达到 418.7 亿元，复合年均增长率高达 42.2%，预计到 2026 年底，我国充电桩行业市场规模有望达到 2,870.2 亿元，五年复合年均增长率将达 37.8%。

图表41： 2021 年中国新能源充电桩行业规模 418.7 亿元，预计 2021-2026 年复合增长率达 37.8%



资料来源：中国电动汽车充电基础设施促进联盟，中信建投

三、房地产有望触底反弹，传统行业稳步增长

3.1 楼市政策陆续出台，房地产行业有望触底反弹

房地产市场整体成交偏冷，政策陆续出台，房地产下滑态势逐步缓和。低压电器整体市场中建筑和工业项目行业业绩占比较大，二者占比合计超过 50%。2021 年，公商建增速放缓，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 4.5pct。2022 年 9 月房地产投资同比增长-12.1%，土地购置面积和土地成交价款同比分别为-65.0%和-55.4%。但是，近期国家明确要求稳楼市，各部门各地方促进房地产平稳健康发展、软着陆的政策陆续出台，呈“小步快跑”态势。

11 月房地产新政力度空前，房地产行业有望触底反弹。2022 年 11 月 11 日央行和银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，从融资、保交楼、风险处置、消费者权益、贷款集中度和住房租赁等多维度，出台 16 条措施支持房地产市场平稳健康发展，房企整体融资环境由差转好。我们认为 16 条新政亮点如下：**1) 增加对房地产企业的支持**，较早期房地产支持政策多见于需求端，此次新政新增对房地产企业的支持；**2) 国有、民营房企一视同仁**，民营房企在融资方面将得到更强支持。新政坚持“两个毫不动摇”，对国有、民营等各类房地产企业一视同仁。该项措施的实施，金融机构对民营房企的风险偏好和融资氛围将明显改善、民营和混合所有制房企在信贷和债券融资方面都将得到更强的信用支持；**3) 存量融资合理展期**，房企短期偿债压力将有效缓解，与之前新政相比，此次政策对于部分开发贷、信托贷款等存量融资予以合理的展期，自该通知印发之日起，未来半年内到期的，可以允许超出原规定多展期 1 年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。房地产市场受开发贷款、信托贷款影响很大，此项新政将有效缓解房企短期偿债压力。**4) “保交楼”专项借款是解决当下楼市烂尾风险的紧急措施**，通过政策性银行专项借款支持已售逾期难交付住宅项目建设交付，维护购房人合法权益，维护社会稳定大局。

图表42： 国家陆续出台促进房地产平稳健康发展、软着陆的政策

部门/会议/通知	内容
7 月 28 日政治局会议	提出稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。

8月31日国务院常务会议	要求地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。
9月29日人民银行、银保监会	决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。
9月30日人民银行	自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点。
9月30日财政部、税务总局	明确支持居民换购住房有关个人所得税政策，自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
二十大报告	强调“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”。
11月8日中国银行间市场交易商协会	继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。11月10日，市场交易商协会官宣受理200亿元储架式注册发行，中债增进公司同步受理企业增信业务意向，同时正在积极推进龙湖等民营房企发债受理评议工作。
11月11日人民银行、银保监会《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	从融资、保交楼、风险处置、消费者权益、贷款集中度和住房租赁等多维度， 出台16条措施支持房地产市场平稳健康发展 ：1) 稳定房地产开发贷款投放；2) 支持个人住房贷款合理需求；3) 稳定建筑企业信贷投放；4) 支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；5) 保持债券融资基本稳定；6) 保持信托等资管产品融资稳定；7) 支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；8) 鼓励金融机构提供配套融资支持；9) 做好房地产项目并购金融支持；10) 积极探索市场化支持方式；11) 鼓励依法自主协商延期还本付息；12) 切实保护延期贷款的个人征信权益；13) 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排；14) 阶段性优化房地产项目并购融资政策；15) 优化租房租赁信贷服务；16) 拓宽租房租赁市场多元化融资渠道。

资料来源：政府网，中国人民银行，银保监会，财税局，中国银行间市场交易商协会，中信建投

3.2 深耕工业、公商建筑行业，国产替代正当时

工业、公商建筑同发力，中高端国产替代正当时。在工业建筑领域，基于专业的行业配电解决方案经验及能力，与江淮汽车、亿纬锂能等行业头部客户展开了合作，已为化工、钢铁、造纸等八个行业提供完整解决方案。在公商建筑领域，公司将市场细分为超高层写字楼、高端酒店、商业综合体、医院、学校、文体场馆、政府机构等板块，已为青岛海天中心、深圳大梅沙京基喜来登酒店、华润万象城、苏州大学附属第一医院、中国科学院大学、上海东方体育中心、成都天府国际会议中心等提供服务。2021年，虽然工建、公商建增速有所放缓，但随着公司提质降本、扩大成本优势，并进一步加快国产替代，将为公司带来较大增速。根据我们的测算，2022年公司低压电器在工业建筑领域渗透率为2-3%，预计2023年市占率将达到3-4%，营收实现约50%的增长；在公商建筑领域。目前公司渗透率为2-3%，未来上升空间广阔。

图表43：公司在工业建筑、工商建筑行业具有丰富的项目经验

类型	项目	产品类型
工业建筑	银隆新能源低压配电房一级配电系统	NDW3 系列框架断路器、
		NDM5 系列塑壳断路器等
公商建筑	中国&以色列国际合作产业园	NDW1 系列框架断路器、
		NDM2/NDM3 系列塑壳断路器、
	广州祈福医院低压配电系统	NDC1/NDR1/R2 系列工控产品、 NDM1/NDB2 系列微型断路器等

大连理工大学环境生命楼低压配电系统	NDM3L 漏电塑壳断路器、
	NDG2 隔离开关、
	NDQ3 双电源转换开关等
	NDB1LE 漏电微型断路器、
	NDU1-I 浪涌、
	NDW1A 框架断路器、
	NDR2 热继电器等

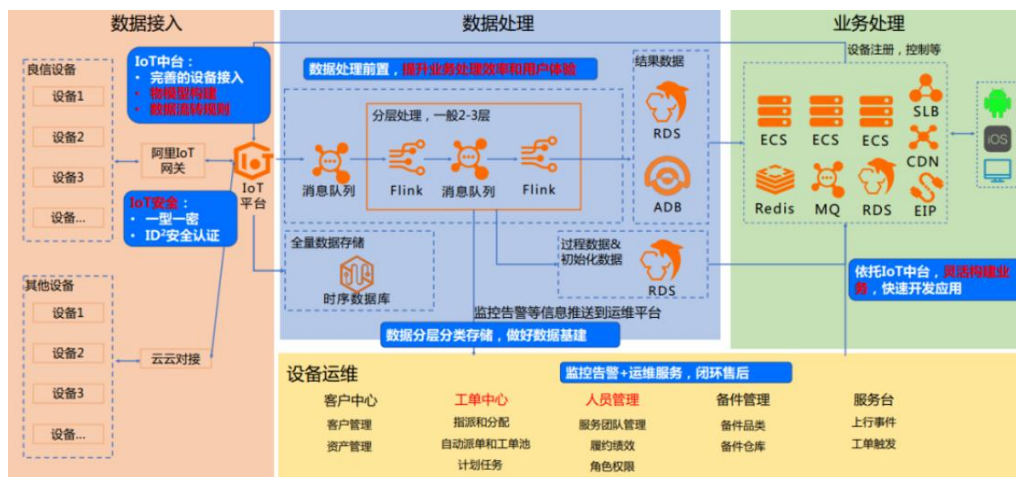
资料来源：公司官网，中信建投

3.3 加大智能电工业务投入，智能业务发展新动能

增资智能电工全资子公司，助力智能业务发展。2022年10月26日，公司审议通过了《关于向全资子公司增资的议案》，为满足智能电工业务发展需求，公司计划以自有资金向智能电工增加注册资本 6,000 万元，增资后智能电工股本为 15,000 万元，将有利于增强其自身资金实力，满足其产品研发及业务拓展的资金需求，促进智能电工及智能家居业务的稳步开展，逐步提升公司盈利能力。

智能云配电系统方案全面，可靠支撑新型配电系统。随着互联网的广泛运用，“信息安全”成为继“发展”之后，又一重要关键词，是“十四五”期间我国发展建设的工作重点之一。电网的配电系统向千家万户输送现代生活必需的电力，“双碳”战略下，公司持续不断地为新型配网系统提供安全可靠的强有力支撑，赋能各行业客户用电安全与智能运维。

图表44：借助 Link Security 技术，具备全面的物联网安全基础设施能力



资料来源：公司官网，中信建投

公司与万科集团联合，推出 Magic Panels 系列。Magic Panels 系列基于家居场景提供解决方案，针对公共区域和私人区域提供不同的产品系统，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、智能配电系统等智能家居系统，拥有行业领先且完备的智能系统功能。产品斩获 2022 年德国“iF 产品设计奖”，公司智能家居 Magic Panels 系列在外观设计、产品性能、用户体验等方面获得行业认可。

图表45： Magic Panels 系列智能家居产品具备九大核心系统

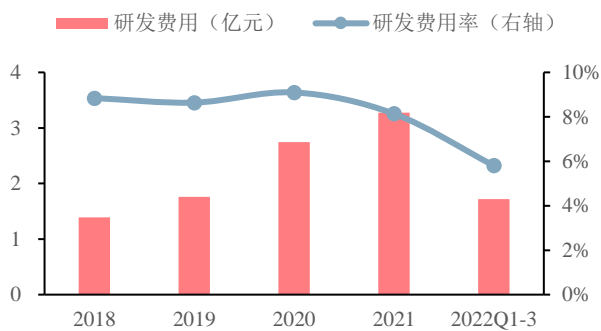


资料来源：公司官网，中信建投

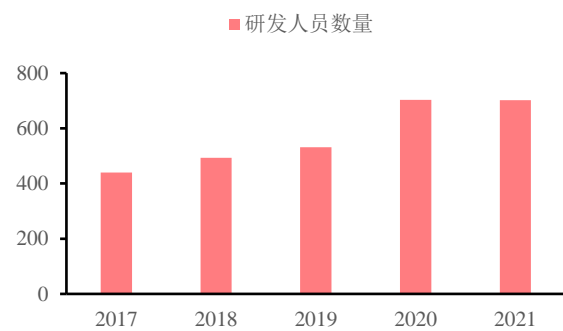
四、持续高研发投入，海盐基地助力全产业链布局

4.1 重视自主研发，持续高研发投入

公司重视研发创新，持续加大研发投入。2018年-2021年公司研发费用率均超过8%，保持高研发投入，公司产品的持续迭代与竞争力不断提升。2022Q1-3公司研发费用率下降至5.80%，但仍处于较高水平。截至2021年底，公司研发团队达702人，其中2017-2020年人数有较大增长。截止2022年6月30日，公司累计申请专利2115项（其中发明专利660项），累计获得授权1404项，近三年的专利复合增长率为28.2%，在行业内处于较高水平。

图表46： 公司 2018-2021 年研发费用稳定增长


资料来源：公司官网，中信建投

图表47： 公司研发人员数量在行业内处于高水平


资料来源：公司官网，中信建投

4.2 海盐数字化制造基地投产，迎接“双碳”时代新机遇

海盐智能生产基地投产后，公司供应链布局进一步完善。基地规划的4栋生产厂房将实现物流、人流的顺畅流通，大幅提升生产及仓储效率。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，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。

海盐智能基地定增项目落地，助力数字化工厂建设。公司通过增资的方式，将募集资金注入全资子公司良信海盐，已成功非公开发行1.04亿股，拟使用募集资金13.12亿元投入海盐数字化制造基地项目。目前在公司前期投入下海盐工厂一期部分上游核心零部件及加工环节已经开始生产调试，二期预计2022年底封底。项目建成后将成为行业领先的低压电器制造基地及“工业4.0”标杆工厂。根据测算，预计项目年产能100亿，内部收益率（税后）为34.92%，静态投资回收期（税后）为6.75年。

图表48： 公司拟使用募集资金13.12亿元投入海盐数字化制造基地项目

主体	项目	项目投资金额	募集资金金额	预计达产时间	内部收益率	静态回收期
良信海盐	智能型低压电器研发及制造基地项目	23.85 亿元	13.12 亿元	2024 年	34.92%	6.75 年

资料来源：公司公告，中信建投

五、盈利预测

随着光伏、风电、储能装机地快速发展，公司低压电器在风光储、新能源车行业的需求将迎来高速增长，而在传统房地产、工业建筑领域，公司市占率仍然处于低位水平，未来上升空间广阔。

图表49： 公司低压电器在新能源行业需求快速增长，其余下游行业市占率上升供给广阔

业务类别		项目	单位	2022E	2023E
1、房地产		营业收入	亿元	12.0	11.0
		2B 市场行业规模	亿元	80.0	73.0
		2B 市场市占率	%	15.0%	15.1%
2、新能源	小计	营业收入	亿元	11.0	18.0
		行业规模	亿元	58.0	84.8
		市占率	%	19.0%	21.2%
	其中：光伏	营业收入	亿元	5.5	9.0
		行业规模	亿元	40.0	60.0
		市占率	%	13.8%	15.0%
	其中：风电	营业收入	亿元	3.3	5.4
		行业规模	亿元	10.0	12.0
		市占率	%	33.0%	45.0%
	其中：储能	营业收入	亿元	2.2	3.6
		行业规模	亿元	8.0	12.8
		市占率	%	27.5%	28.1%
3、工业建筑		营业收入	亿元	5.0	7.0
		行业规模	亿元	220.0	220.0
		市占率	%	2.3%	3.2%
4、电力电网		营业收入	亿元	2.9	4.0
		行业规模	亿元	320.0	336.0
		市占率	%	0.9%	1.2%
5、信息通讯		营业收入	亿元	4.0	4.1
		行业规模	亿元	38.0	39.1
		市占率	%	10.5%	10.5%
6、工业控制		营业收入	亿元	1.5	1.5
		行业规模	亿元	50.0	51.5
		市占率	%	3.0%	3.0%
7、公商建筑		营业收入	亿元	2.0	2.0
		行业规模	亿元	80.0	80.0
		市占率	%	2.5%	2.5%

资料来源：草根调研，中信建投测算

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 43.6/52.85/66.9 亿元，实现归母净利润 4.74/6.23/8.36 亿元，对应当前 PE 估值 33/25/19 倍，维持公司“买入”评级。

图表50： 公司分业务盈利预测

业务类别	指标	单位	2021	2022E	2023E	2024E
配电电器	营业收入	亿元	20.53	23.20	30.16	40.72
	毛利润	亿元	7.18	6.96	9.05	12.22
终端电器	营业收入	亿元	13.76	14.04	14.88	16.07
	毛利润	亿元	5.72	5.47	5.80	6.27
控制电器	营业收入	亿元	3.72	4.10	5.32	7.51
	毛利润	亿元	0.82	0.70	0.91	1.28
电工产品	营业收入	亿元	2.14	2.21	2.36	2.53
	毛利润	亿元	0.40	2.21	2.36	2.53
其他业务	营业收入	亿元	0.11	0.12	0.13	0.14
	毛利润	亿元	0.06	0.06	0.07	0.07
营业收入合计		亿元	40.27	43.66	52.85	66.96
归母净利润合计		亿元	4.19	4.74	6.23	8.36

资料来源：公司公告，中信建投

六、风险提示

公司主营业务收入增速主要来自于风光储、新能源车的快速增长，太阳能光伏行业与宏观经济形势、国家产业政策相关性较高，如果未来主要市场的经济或产业政策发生重大变化，光伏、风电、储能装机不及预期，新能源车需求减弱，在一定程度上将会影响行业的发展和公司的营业收入及利润增速。

配电电器作为新能源行业的重要应用产品，若新能源行业景气度受影响，风光储需求不及预期，公司低压电器出货将受到影响。如果 2022-2024 年公司配电电器营收分别降低至 22.18、29、39.21 亿元，公司归母净利润分别降至 4.68、6.14、8.22 亿元，相比当前水平分别下降 1.3、1.4、1.7pct；如果 2022-2024 年公司配电电器营收降低至 21.15、27.84、37.70 亿元，公司归母净利润分别降至 4.62、6.05、8.09 亿元，相比当前水平分别下降 2.5、2.8、3.3pct。

七、报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1891	2504	2395	3865	4055
现金	548	615	851	1244	1385
应收票据及应收账款合计	421	663	512	910	892
其他应收款	14	46	19	60	40
预付账款	2	8	3	11	7
存货	355	508	427	720	755
其他流动资产	552	664	583	920	977
非流动资产	1370	1915	1964	2210	2576
长期投资	25	25	24	24	24
固定资产	726	712	871	1168	1537
无形资产	149	160	173	189	208
其他非流动资产	470	1019	896	829	806
资产总计	3261	4419	4360	6075	6631
流动负债	1190	1841	1496	2451	2356
短期借款	30	189	189	189	189
应付票据及应付账款合计	671	1298	835	1781	1584
其他流动负债	489	355	473	481	583
非流动负债	33	371	308	251	198
长期借款	0	327	263	206	153
其他非流动负债	33	45	45	45	45
负债合计	1223	2213	1804	2701	2554
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	785	1019	1019	1019	1019
资本公积	432	247	247	247	247
留存收益	931	1115	1325	1651	2141
归属母公司股东权益	2038	2206	2555	3374	4078
负债和股东权益	3261	4419	4360	6075	6631

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	633	382	421	1036	927
净利润	375	419	474	623	836
折旧摊销	85	101	100	128	167
财务费用	-2	12	13	11	13
投资损失	-2	-0	0	0	0
经营性应收项目的减少	-382	-594	156	-406	22
经营性应付项目的增加	608	498	-401	952	-99
其他经营现金流	558	445	-323	680	-112
投资活动现金流	-316	-541	-165	-374	-533
资本支出	389	591	65	246	366
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	73	50	-100	-128	-166
筹资活动现金流	-54	205	-20	-270	-253
短期借款	30	159	0	0	0
长期借款	0	327	-63	-57	-53
普通股增加	-0	234	0	0	0
资本公积增加	48	-186	0	0	0
其他筹资现金流	-132	-329	43	-212	-201
现金净增加额	262	44	236	393	141

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3017	4027	4366	5285	6696
营业成本	1801	2609	2826	3467	4460
营业税金及附加	12	17	17	21	27
销售费用	369	412	443	502	603
管理费用	143	169	183	196	201
研发费用	274	328	351	407	469
财务费用	-2	12	13	11	13
资产减值损失	-10	-11	-13	-5	-7
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
其他收益	12	11	9	5	7
投资净收益	2	0	0	0	0
营业利润	420	425	518	687	930
营业外收入	19	28	25	25	25
营业外支出	2	5	5	5	5
利润总额	437	447	539	708	950
所得税	62	29	65	85	114
净利润	375	419	474	623	836
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	375	419	474	623	836
EBITDA	508	562	638	824	1095
EPS (元)	0.48	0.41	0.47	0.61	0.82

主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	48.0	33.5	8.4	21.1	26.7
营业利润(%)	46.5	1.1	22.0	32.6	35.3
归属于母公司净利润(%)	37.5	11.5	13.3	31.4	34.3
获利能力					
毛利率(%)	40.3	35.2	35.3	34.4	33.4
净利率(%)	12.4	10.4	10.9	11.8	12.5
ROE(%)	18.4	19.0	17.7	20.1	22.3
ROIC(%)	27.3	23.3	22.7	29.8	32.5
偿债能力					
资产负债率(%)	37.5	50.1	41.4	44.5	38.5
净负债比率(%)	-25.4	-4.1	-12.4	-25.2	-25.9
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.1	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	12.0	9.0	9.0	9.0	9.0
应付账款周转率	4.6	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.41	0.47	0.61	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.22	0.41	1.02	0.91
每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.16	2.63	3.04	3.67
估值比率					
P/E	27.6	32.1	28.4	21.6	16.1
P/B	5.1	6.1	5.0	4.3	3.6
EV/EBITDA	25.4	23.8	20.6	15.4	11.4

分析师介绍

朱玥：中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021 年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015 年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获 2020 年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话: (8610) 8513-0588
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk