

投资评级 优于大市 维持

继电器市占率持续提升，国际化加速推进

股票数据

03月30日收盘价(元)	33.33
52周股价波动(元)	31.81-60.94
总股本/流通A股(百万股)	1043/1043
总市值/流通市值(百万元)	34752/34752

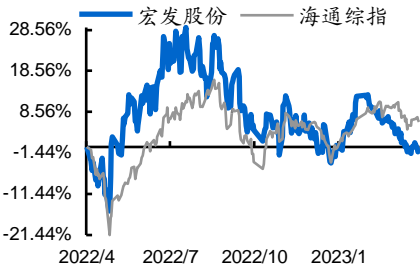
相关研究

《前三季度业绩较快增长，高压直流继电器份额领先》2022.11.01

《高压直流继电器爆发增长，功率继电器稳定增长》2022.08.18

《稳居继电器全球龙头地位，市场拓展持续推进》2022.04.27

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.9	-11.3	2.0
相对涨幅(%)	-4.2	-7.9	-2.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:房青

Tel:(021)23219692

Email:fangq@haitong.com

证书:S0850512050003

分析师:吴杰

Tel:(021)23154113

Email:wj10521@haitong.com

证书:S0850515120001

投资要点:

- 2022年营收同比增17.07%，归母净利润同比增17.39%。**2022年，公司实现营收117.33亿元，同比增17.07%；综合毛利率34.06%，同比降0.52pct；归母净利润12.47亿元，同比增长17.39%。
 2022年利润分配预案：每股派发现金红利0.36元（含税）。
- 2022年期间费率同比下降。**2022年，公司期间费率17.70%，同比降1.74pct。
管理费率、财务费率均不同程度下降，销售费率、研发费率均不同程度上升。
 具体来看：
 (1)销售费率3.45%，同比增0.02pct。(2)管理费率9.10%，同比降0.87pct。
 (3)财务费率0.03%，同比降1.07pct。(4)研发费率5.13%，同比增0.18pct。
- 2022年第四季度营收同比增12.86%，归母净利润同比增15.43%。**2022年第四季度，公司实现营收27.74亿元，同比增12.86%；综合毛利率33.12%，同比增0.34pct；归母净利润2.79亿元，同比增长15.43%。
- 2022年第四季度期间费率同比增加。**2022年第四季度，公司期间费率22.89%，同比增0.64pct。
销售费率、管理费率、研发费率均不同程度上升，财务费率同比下降。
 具体来看：
 (1)销售费率4.15%，同比增1.10pct。(2)管理费率11.05%，同比增0.27pct。
 (3)研发费率7.20%，同比增0.84pct。(4)财务费率0.49%，同比降1.57pct。
- 细分板块看：**
 (1)继电器产品：2022年实现收入104.98亿元，同比增21.07%；毛利率35.76%，同比降1.27pct。
 (2)电气产品：2022年实现收入6.82亿元，同比降24.29%；毛利率21.53%，同比增1.74pct。
- 继电器产品全球份额保持领先。**2022年公司继电器整体市场占有率达到19.4%，稳居世界第一，继续拉开与其它竞争对手的差距，进一步巩固市场领导者地位。
(1)传统功率继电器领域：开发出体积减小30-60%的新一代产品，进一步巩固和扩大优势；在高端智能家电市场份额进一步巩固扩大，成为多家全球高端家电品牌的最主要供方和可靠战略合作伙伴，市场份额近30%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10023	11733	14203	17766	22115
(+/-)YoY(%)	28.2%	17.1%	21.0%	25.1%	24.5%
净利润(百万元)	1063	1247	1504	1889	2382
(+/-)YoY(%)	27.7%	17.4%	20.6%	25.6%	26.1%
全面摊薄EPS(元)	1.02	1.20	1.44	1.81	2.28
毛利率(%)	34.6%	34.1%	34.0%	34.1%	34.3%
净资产收益率(%)	16.2%	16.6%	16.4%	16.7%	17.1%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

(2) 高压直流继电器领域: 高压直流继电器增长迅猛, 与全球主流新能源车厂均建立了商务合作关系, 成为全球主要的高压直流继电器制造商, 市场份额提升至 40.0%。

(3) 信号继电器领域: 成功开发全球首款第五代信号继电器, 并在华为、宁德时代、海康威视和 GE 等顶级客户形成批供, 信号继电器市场份额达到 27.7%;

(4) 汽车继电器领域: 自主开发成功全球首款、体积最小的第五代 PCB 汽车继电器, 夯实车载继电器的产品技术优势; 汽车继电器市场份额超过 18%, 并在开拓海外市场方面取得积极成效。

(5) 光伏新能源领域: 产品紧跟行业高速发展势头, 整体市场占有率提升至 57%, 重点客户销售同比增长 60%; 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。

我们认为, 随着智能家居、工业自动化、光伏领域的强劲增长、全球电表智能化、汽车智能化和新能源汽车的快速发展, 继电器市场将迎来新一轮的发展, 公司继电器市场占有率世界第一, 有望深度受益。

● **海外市场持续快速增长, 加快推进制造国际化。**

(1) 欧洲宏发与德国奔驰、大众、宝马、西门子、菲尼克斯、意大利 ENEL 等行业标杆达成深度合作, 营业额首次突破 2 亿欧元, 同比增长 40%; 美国宏发和美国 KG 克服各种不利因素, 北美市场合计同比增长 33%; 印尼宏发开始走上快速发展轨道。全年实现发出商品额 1.1 亿元, 同比增长 230%, 销售回款 9454 万元, 同比增长 183%, 实现利润超千万。

(2) 2022 年底, 为加快推进制造国际化, 公司正式在海外制造事业部下设宏发欧洲和宏发印尼两家企业, 并着手启动欧洲工厂的筹建工作, 公司制造国际化将由此掀开新的篇章。

我们认为, 加快推进制造国际化, 有望提升公司在全球市场的品牌知名度和影响力, 为公司打造新核心竞争力。

● **盈利预测与投资建议。** 我们预计, 2023-2025 年公司归母净利润分别为 15.04 亿元、18.89 亿元、23.82 亿元。每股收益为 1.44 元、1.81 元、2.28 元。基于公司在继电器的全球龙头地位, 对新能源汽车客户的迅猛拓展, 汽车继电器海外高端市场的拓展, 公司整体成长性, 以及同业估值水平, 给予公司 2023 年 25-30 倍 PE, 对应合理价格区间 36 元-43.20 元。维持“优于大市”评级。

● **风险提示。** 海外车企切入进展不达预期, 美元汇率波动风险, 市场竞争风险。

表 1 宏发股份主要财务指标

指标	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4
营业收入 (万元)	277437.84	308967.19	299456.13	287477.95	245821.32
综合毛利率 (%)	33.12	36.96	32.49	33.49	32.77
期间费用率 (%)	22.89%	17.23%	13.34%	17.76%	22.25%
净利润率 (%)	13.83	14.59	15.71	13.38	13.30
经营活动净现金流/营业收入 (%)	8.99	11.47	23.27	10.23	-0.50

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 宏发股份资产负债表主要指标

	指标	数值	同比变动
2022 年	应收账款 (亿元)	28.12	10.18%
	应付账款 (亿元)	13.47	5.54%
	预付账款 (亿元)	1.95	15.32%
	存货 (亿元)	28.32	13.37%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元/股) 3 月 30 日	总市值 (亿元) 3 月 30 日	2023E EPS (元)	2023E PE (倍)
002706	良信股份	12.95	145.44	0.56	23.07
002664	信质集团	13.51	54.56	0.65	20.91
300124	汇川技术	70.87	1,884.07	2.05	34.64
603659	璞泰来	49.14	683.45	3.06	16.06
002812	恩捷股份	114.40	1,020.92	6.78	16.88
	均值				22.31

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	11733	14203	17766	22115
每股收益	1.20	1.44	1.81	2.28	营业成本	7737	9379	11699	14532
每股净资产	7.19	8.80	10.83	13.37	毛利率%	34.1%	34.0%	34.1%	34.3%
每股经营现金流	1.53	2.15	2.42	2.93	营业税金及附加	88	107	133	166
每股股利	0.36	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	405	490	613	763
P/E	27.86	23.11	18.40	14.59	营业费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	4.64	3.79	3.08	2.49	管理费用	1068	1292	1617	2012
P/S	2.96	2.45	1.96	1.57	管理费用率%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
EV/EBITDA	13.95	10.70	8.45	6.63	EBIT	1835	2206	2793	3507
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	3	109	166	193
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.8%	0.9%	0.9%
毛利率	34.1%	34.0%	34.1%	34.3%	资产减值损失	-27	-34	-34	-34
净利润率	10.6%	10.6%	10.6%	10.8%	投资收益	30	36	44	50
净资产收益率	16.6%	16.4%	16.7%	17.1%	营业利润	1859	2242	2816	3552
资产回报率	7.8%	7.8%	8.0%	8.3%	营业外收支	0	1	1	1
投资回报率	13.5%	13.4%	13.9%	14.3%	利润总额	1859	2242	2817	3553
盈利增长 (%)					EBITDA	2569	3262	3982	4806
营业收入增长率	17.1%	21.0%	25.1%	24.5%	所得税	170	205	257	324
EBIT 增长率	18.2%	20.3%	26.6%	25.6%	有效所得税率%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
净利润增长率	17.4%	20.6%	25.6%	26.1%	少数股东损益	442	534	671	846
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1247	1504	1889	2382
资产负债率	37.8%	37.0%	36.3%	35.4%					
流动比率	3.11	3.40	3.64	3.84	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.10	2.38	2.62	2.81	货币资金	1358	2659	4436	6696
现金比率	0.45	0.74	0.99	1.20	应收账款及应收票据	4270	5171	6469	8052
经营效率指标					存货	2832	3433	4282	5319
应收帐款周转天数	87.46	87.50	87.50	87.50	其它流动资产	886	998	1133	1286
存货周转天数	133.62	133.60	133.60	133.60	流动资产合计	9346	12261	16320	21353
总资产周转率	0.73	0.74	0.76	0.77	长期股权投资	14	15	17	18
固定资产周转率	2.72	3.12	3.95	5.03	固定资产	4319	4550	4500	4395
					在建工程	441	591	741	891
					无形资产	487	453	413	366
					非流动资产合计	6645	7040	7146	7188
					资产总计	15991	19300	23466	28541
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	短期借款	41	0	0	0
净利润	1247	1504	1889	2382	应付票据及应付账款	1905	2310	2881	3579
少数股东损益	442	534	671	846	预收账款	2	2	2	3
非现金支出	769	1090	1223	1332	其它流动负债	1062	1292	1605	1985
非经营收益	109	92	137	198	流动负债合计	3010	3604	4488	5567
营运资金变动	-972	-983	-1402	-1698	长期借款	591	1091	1591	2091
经营活动现金流	1595	2237	2518	3060	其它长期负债	2438	2438	2438	2438
资产	-1517	-1199	-998	-999	非流动负债合计	3028	3528	4028	4528
投资	-502	-43	-43	-43	负债总计	6038	7133	8517	10096
其他	16	-24	-16	-10	实收资本	1043	1043	1043	1043
投资活动现金流	-2003	-1266	-1057	-1052	归属于母公司所有者权益	7496	9177	11288	13938
债权募资	1073	459	500	500	少数股东权益	2457	2991	3661	4507
股权募资	7	0	0	0	负债和所有者权益合计	15991	19300	23466	28541
其他	-1033	-129	-183	-249					
融资活动现金流	47	330	317	251					
现金净流量	-343	1300	1778	2259					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 30 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

房青 电力设备及新能源行业
吴杰 公用事业,电力设备及新能源行业,煤炭行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 许继电气,信捷电气,炬华科技,汇川技术,伟创电气,宏力达,国电南瑞,威胜信息,宏发股份,平高电气

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。