

强烈推荐-A (首次)

天正电气 605066.SH

目标估值: 23-25 元
当前股价: 17.78 元
2021 年 07 月 28 日

直销定制与分销渠道均成效显著, 有望保持快速增长

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 上证综指 | 3362 |
| 总股本 (万股) | 40412 |
| 已上市流通股 (万股) | 7100 |
| 总市值 (亿元) | 72 |
| 流通市值 (亿元) | 13 |
| 每股净资产 (MRQ) | 4.4 |
| ROE (TTM) | 17.0 |
| 资产负债率 | 51.0% |
| 主要股东 | 天正集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 24.53% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

公司是国内老牌低压电器供应商, 配电电器、控制电器、终端电器等主要产品处于国内比较靠前的位置; 公司制造管理能力比较强, 也有较深厚的行业积累。公司针对以新能源、电力、建筑、通信为代表的重点行业, 围绕标杆客户做定制与点对点服务, 相应的直销业务成效显著; 同时, 公司分销网络仍在继续扩张和加强, 公司上市后综合竞争力有望继续提升, 也有更好的条件进行渠道建设。低压电器行业是电力能源系统的终端神经末梢, 是一个比较友好和可持续的子行业, 行业需求与国产化替代都有比较好的机会。我们预计公司有望保持较快增长, 首次给予强烈推荐评级与 23-25 元目标价。

- **行业积淀深厚, 制造与综合管理能力比较优秀。**公司成立于 1999 年, 是低压电器老牌企业, 拥有“国家认定企业技术中心”、“博士后流动站”, 并曾获“国家科技进步二等奖”, 主导参与多项行业标准制定。公司制造管理能力较强, 精益化生产与自动化水平不断提高, 并开始对标和借鉴汽车行业星级工厂平价体系。公司研发管理、供应链管理、物流系统、客户关系等系统的管理也在持续提升和规范。
- **直销业务成效显著, 经销渠道继续扩张。**公司形成天正+天 E 双品牌, 分别主攻通用型市场及高端细分市场, 并采取直销+经销的模式, 实现对低压电器终端客户行业和区域的覆盖, 直销对接需求较大且有定制或专业需求的标杆客户, 经销端主要负责走量业务。直销领域, 公司以“客户经理”+“解决方案经理”的铁三角模式在定制化服务能力上形成差异, 在电力、通信、新能源、简述等领域取得突破, 2020 年公司电力、通信、建筑行业销售额同比增长 70%、45%、50%, 预计公司未来直销比例会进一步提升。经销领域, 公司目前有 400 多家一级经销商, 并正在推进“百城千县万店”行动, 以进一步扩大营销网络覆盖面。
- **品类扩张, 加速扩产。**公司持续推动 IPD, 快速响应下游市场需求, 针对新能源发电、储能、充电桩等重点场景推出适配新品与解决方案。公司 2020 年上市后募资 6.6 亿元, 规划新建 9104 万套低压电器及 1712 万台智能低压电器产能, 目前项目进展顺利, 产能将会大幅扩充。
- **低压电器是比较友好的行业。**低压电器是电力能源系统的终端末梢, 具有不可替代性, 随着电力消费的提升, 低压电器会相应增长。同时, 新能源发电特别是分布式发电的发展, 还有更多的电力能源应用的出现, 也带来更多的增量市场。低压电器行业有一定消费属性, 并且对 B/C 端客户价格都不太敏感, 是一个比较友好的商业赛道。同时, 随着国内更多专业品牌的崛起, 国产替代也在加快。
- **投资建议:** 公司盈利质量与报表质量比较好, 预计未来有望保持快速发展, 首次给予强烈推荐评级与 23-25 元目标价。
- **风险提示:** 行业增长不及预期, 大客户拓展不及预期, 近期限售解禁。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 2201 | 2473 | 3412 | 4358 | 5428 |
| 同比增长 | 5% | 12% | 38% | 28% | 25% |
| 营业利润(百万元) | 246 | 289 | 365 | 495 | 670 |
| 同比增长 | 60% | 18% | 26% | 36% | 36% |
| 净利润(百万元) | 216 | 247 | 321 | 435 | 589 |
| 同比增长 | 56% | 14% | 30% | 35% | 35% |
| 每股收益(元) | 0.65 | 0.62 | 0.79 | 1.08 | 1.46 |
| PE | 27.2 | 28.9 | 22.4 | 16.5 | 12.2 |
| PB | 7.1 | 4.1 | 3.8 | 3.2 | 2.6 |

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|-----------------------|----|
| 一、公司简介 | 5 |
| 1.1 公司概况 | 5 |
| 1.2 股权结构 | 5 |
| 1.3 团队介绍 | 5 |
| 1.4 产品及业务模式 | 7 |
| 1.5 财务分析 | 8 |
| 二、低压电器领域积淀深厚 | 11 |
| 2.1 自主低压电器老牌企业 | 11 |
| 2.2 低压电器领域积淀深厚，掌握核心技术 | 12 |
| 2.3 制造管理能力较为突出 | 13 |
| 三、直销与渠道优化，门类扩充推动成长 | 15 |
| 3.1 “双轨制”渠道拓展卓有成效 | 15 |
| 3.2 定制化直销突破大客户 | 15 |
| 3.3 经销渠道优化 | 16 |
| 3.4 品类扩张，继续丰富重点行业解决方案 | 17 |
| 3.5 产能利用率高，上市加速扩产 | 19 |
| 四、低压电器是友好且能可持续发展的产业赛道 | 21 |
| 4.1 低压电器有望保持长期可持续发展 | 21 |
| 4.2 国产化替代空间比较大 | 22 |
| 4.3 渠道、直销市场商业模式都比较友好 | 23 |
| 五、投资建议 | 23 |
| 风险提示 | 24 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 5 |
| 图 2: 公司股权结构..... | 6 |
| 图 3: 公司上下游配套情况..... | 7 |
| 图 4: 公司直销比例及预测..... | 7 |
| 图 5: 2019 年公司原材料采购比例..... | 8 |
| 图 6: 2020 年以来铜价走势 (单位: 元/吨)..... | 8 |
| 图 7: 2020 年国内低压电器市场份额..... | 11 |
| 图 8: 可比公司研发支出占比 (单位: %)..... | 12 |
| 图 9: 公司专利数目统计..... | 12 |
| 图 10: 公司研发中心机构设置..... | 13 |
| 图 11: 公司项目研发流程..... | 13 |
| 图 12: 天正分布式光伏电站系统方案..... | 17 |
| 图 13: 天正直流充电桩配置系统方案..... | 18 |
| 图 14: 中国低压电器市场 EPC/SI 渠道变化及预测..... | 19 |
| 图 15: 天智 TenEdge 智能配电系统方案..... | 19 |
| 图 16 全球终端能源消费中电力占比 (%)..... | 21 |
| 图 17 我国人均用电量统计分析..... | 21 |
| 图 18: 国内低压电器细分市场比例..... | 22 |
| 图 19: 国内低压电器市场规模及预测 (单位: 亿元)..... | 22 |
| 图 20: 行业集中度提升..... | 22 |
| 图 21: 天正电气历史 PE Band..... | 25 |
| 图 22: 天正电气历史 PB Band..... | 25 |
| 表 1: 核心团队简介..... | 6 |
| 表 2: 公司主要产品..... | 7 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 表 3: 公司财务摘要..... | 8 |
| 表 4: 负债表情况..... | 9 |
| 表 5: 现金流情况..... | 9 |
| 表 6: 回报率情况..... | 10 |
| 表 7: 2018 年下游细分领域市占率 | 11 |
| 表 8: 公司人力资源情况 (单位, 人) | 12 |
| 表 9: 公司人员及人均产值情况..... | 13 |
| 表 10: 应收账款周转天数对比 | 14 |
| 表 11: 存货周转天数对比..... | 14 |
| 表 12: 总资产周转率对比..... | 14 |
| 表 13: ROE 对比 (单位: %) | 14 |
| 表 14: 公司销售模式及典型客户..... | 15 |
| 表 15: 销售渠道及营收贡献比例 (单位: 亿元) | 15 |
| 表 16: 公司各领域合作大客户 | 16 |
| 表 17: 经销商数目整体收缩..... | 16 |
| 表 18: 经销商结构变化..... | 16 |
| 表 19: 推出多样化场景适配产品..... | 17 |
| 表 20: 公司分产品线产能利用率..... | 19 |
| 表 21: 扩产项目规划纲领..... | 19 |
| 表 22: 公司在建工程增加 (单位: 万元) | 20 |
| 表 23: 公司经销/直销产品单价 (单位: 元) | 23 |
| 表 24: 公司经销/直销产品毛利率..... | 23 |
| 表 25: 收入拆分 (单位: 百万) | 24 |
| 附: 财务预测表 | 26 |

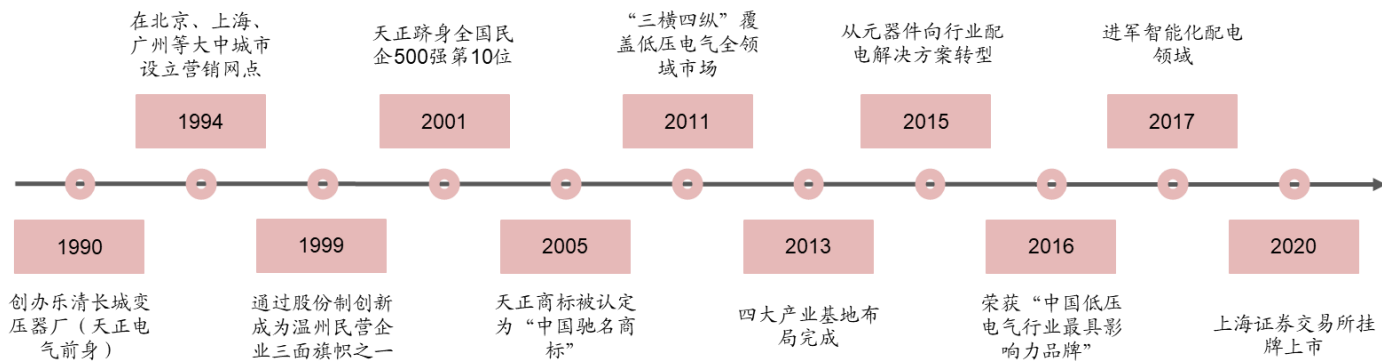
一、公司简介

1.1 公司概况

浙江天正电气股份有限公司创建于 1999 年，公司主要生产以低压配电及工控电器、智能仪表、电源电器、变频器、高压电器、建筑电器为主的低压电器产品，为电力、通讯、新能源、工民建、冶金、石化、机械制造等行业提供优质的低压电器产品和解决方案。

公司 2008 年荣获“国家科学技术进步二等奖”、2012 年荣获“国家认定企业技术中心”，连续五年（2013~2017）荣获“中国房地产开发企业 500 强首选供应商”等荣誉。2020 年公司完成上市。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司网站、招商证券

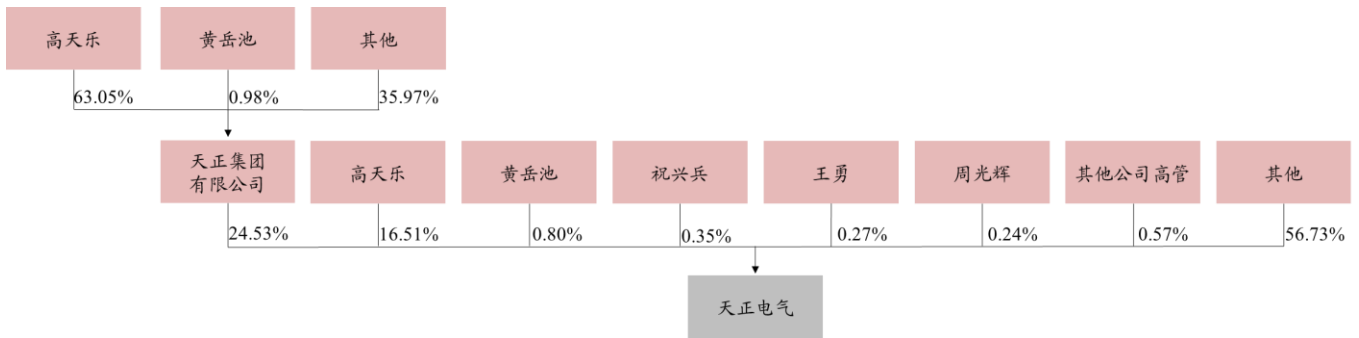
1.2 股权结构

公司股权集中。天正集团为公司控股股东，实控人高天乐先生直接持股和由天正集团间接持股比例合计 31.98%。2021 年公司完成向高管、核心骨干等实施 311 万股限制性股票激励，业绩考核目标包括 2021、2022、2023 年营收较 2020 年基期增速不低于 20%、44%、72%，净利润增速不低于 15%、32%、52%，激励核心团队同时彰显公司成长信心。

1.3 团队介绍

管理团队低压电器领域从业经验丰富，对行业理解深刻。公司核心技术人员有德力西、艾默生等相关从业背景，且公司自创立以来始终聚焦在低压电器领域，经验积淀深厚，对行业发展趋势、格局有深刻的理解。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告，招商证券

表 1：核心团队简介

| 姓名 | 职务 | 学历 | 个人简历 |
|-----|----------|----|---|
| 高天乐 | 董事长、董事 | 硕士 | 曾任香港鸿汇国际贸易公司董事经理,温州长城电器实业公司董事长,总经理.现任天正集团董事长,天正机电董事长. |
| 黄宏彬 | 董事 | 硕士 | 曾任金圆国际有限公司总经理.现任上海斐君投资管理中心(有限合伙)创始合伙人. |
| 黄岳池 | 董事 | 高中 | 曾任本公司董事.现任天正集团董事,总经理助理,天正智能执行董事. |
| 王勇 | 董事、财务负责人 | 硕士 | 曾任本公司财务副总经理,营销副总经理;南京置业常务副总经理. |
| 周光辉 | 董事、董秘 | 本科 | 曾任上海投资投资部经理;本公司董事会秘书,战略总监,营销副总经理;容光达集团总经理.现任天正智能监事. |
| 葛世伟 | 董事、副总经理 | 本科 | 曾任本公司研发工程师,配电副总工程师,研发副总监.现任本公司副总经理. |
| 方初富 | 副总经理 | 本科 | 曾任浙江德力西电器股份有限公司制造部经理,总经理助理;德力西电气有限公司生产部生产总监. |
| 赵天威 | 副总经理 | 本科 | 曾任本公司市场部经理,变频事业部总经理,分销部总监兼东北大区总经理,工业及新能源部总监. |
| 李珊珊 | 副总经理 | 硕士 | 曾任艾默生过程控制有限公司销售主管,销售经理,市场部经理,高级业务经理,销售总监. |
| 王兴利 | 配电研发资深经理 | 本科 | 曾任本公司配电器事业部技术经理、总工程师、常务副总经理. |
| 张红伟 | 工控研发高级经理 | 本科 | 曾任德力西电气研发部(宁波)研发工程师;德力西电气研发部(上海)研发工程师. |

资料来源：公司数据，招商证券

1.4 产品及业务模式

设立至今主要从事配电电器、控制电器、终端电器、电源电器、仪表电器等低压电器产品的研发、生产和销售。公司已经形成“天 E 电气”品牌的 Te 系列高端产品、“天正电气”品牌的 TG 精品系列、“祥云”通用产品系列以及“天 E 天智”智能配电系统解决方案。

公司上游原材料主要为金属件、塑料件、电子元件等，下游应用领域比较宽泛，包括建筑、电力、工业、通信，主要客户包括国家电网、电信运营商、新能源投资商、房企等。

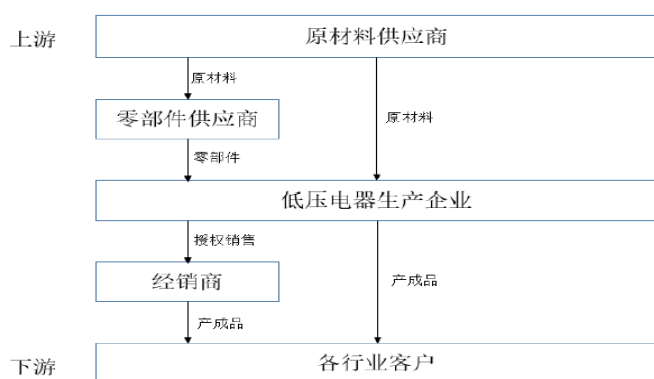
公司通过全国 400 多家一级经销商进行渠道管理，公司经销商为产品买断制，近几年公司分销收入占比大约 60-70%；同时，公司针对 10 多个重点领域与行业进行直销/大客户定制，2021 年公司直销业务占比不断提高。

表 2：公司主要产品

| 类别 | 主要产品 |
|------|------------------------------|
| 配电电器 | 塑壳断路器、万能式断路器 |
| 控制电器 | 交流接触器、小型电磁继电器 |
| 终端电器 | 小型断路器、小型漏电断路器 |
| 电源电器 | 小三箱成套（低压配电柜、配电箱、照明箱）、互感器、变压器 |
| 仪表电器 | 电表 |
| 其他 | 变频器、高压断路器 |

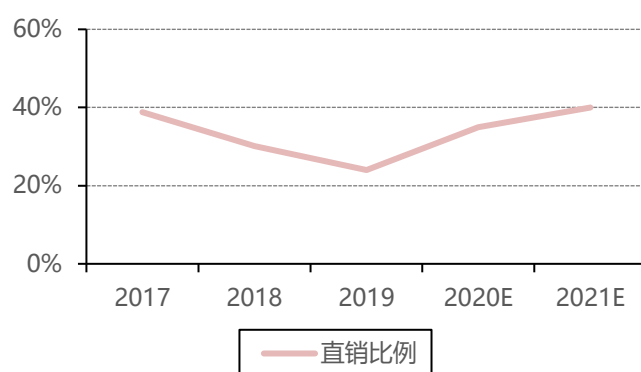
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：公司上下游配套情况



资料来源：公司公告、招商证券

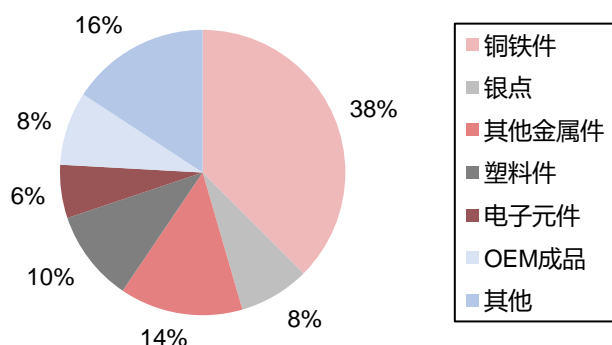
图 4：公司直销比例及预测



资料来源：公司公告、招商证券

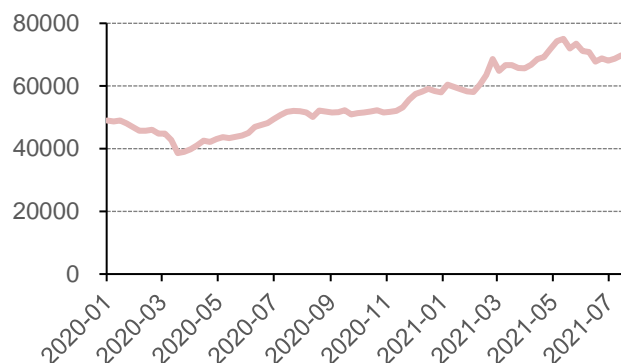
备注，2020 年为估算数据。

图 5：2019 年公司原材料采购比例



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：2020 年以来铜价走势（单位：元/吨）



资料来源：公司数据，招商证券

1.5 财务分析

公司整体收入规模稳中有升，原材料价格波动影响上半年利润。2020 年实现营收 24.7 亿，同比增长 12.4%，归上净利润 2.46 亿，同比增长 14.4%。受益下游大客户突破，2021 年上半年公司营收大幅增长 57.6%至 16.6 亿，尤其在电力、建筑及新能源发电领域成长迅速，同期归上净利润 1.45 亿，同比增长 57.9%，扣非归上净利润同比增长 21.9%至 1.16 亿。扣非增速不及营收主要系上半年原材料价格上涨，且向下游传导存在一定时滞造成。

分项业务看，公司营收结构相对稳定，配电电器、终端电器、控制电器为公司前三大业务，2020 年营收占比分别为 43.2%、27.1%、12.1%，对应毛利率分别为 29.1%、27.7%、21.2%。

2020 年公司综合毛利率为 27.8%，同比下降约两个百分点（新会计准则调整运输费用至营业成本造成一定影响），销售、管理、研发费用率分别为 8.0%、4.6%、3.8%，分别同比下降 2.16、0.53、-0.05 个百分点。综合影响下，公司销售净利率为 9.98%，与 2019 年基本持平。

从现金流看，公司赊销比例大致在 30%上下，2019、2020 年经营活动现金流净额分别为 2.83、1.76 亿，总体经营业绩有较好的现金支撑。2020 年 ROE 为 19.3%，主要系公司于 2020 年 8 月首发上市，资产规模较快扩张。

表 3：公司财务摘要

| (人民币, 百万) | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 同比 (%) | 2020H1 | 2021H1 | 同比 (%) |
|-----------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入 | 2103.10 | 2200.78 | 2473.23 | 12.38 | 1056.49 | 1664.75 | 57.57 |
| 营业成本 | 1490.90 | 1538.09 | 1785.82 | 16.11 | 745.07 | 1267.85 | 70.17 |
| 毛利润 | 612.20 | 662.68 | 687.41 | 3.73 | 311.42 | 396.90 | 27.45 |
| 销售税金 | 13.88 | 15.26 | 15.25 | -0.02 | 6.38 | 8.90 | 39.47 |

敬请阅读末页的重要说明

| (人民币, 百万) | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 同比 (%) | 2020H1 | 2021H1 | 同比 (%) |
|--------------|-------------|--------|--------|-------------|--------------|--------|------------|
| 毛利润 (扣除销售税金) | 598.32 | 647.43 | 672.16 | 3.82 | 305.04 | 388.00 | 27.19 |
| 销售费用 | 216.92 | 224.47 | 198.79 | -11.44 | 90.19 | 123.47 | 36.90 |
| 管理费用 | 110.56 | 112.07 | 112.90 | 0.75 | 45.90 | 57.96 | 26.28 |
| 研发费用 | 87.47 | 82.73 | 94.21 | 13.88 | 39.93 | 54.50 | 36.49 |
| 经营利润 | 183.37 | 228.17 | 266.26 | 16.69 | 129.03 | 152.07 | 17.86 |
| 资产和信用减值损失 | -19.64 | -7.05 | -14.54 | 106.20 | -18.75 | -33.16 | 76.90 |
| 财务费用 | 14.97 | 8.77 | -3.73 | -142.57 | 1.72 | -8.21 | -575.88 |
| 投资收益 | 0.00 | -0.72 | 0.00 | -100.00 | 0.00 | 1.08 | |
| 资产处置收益 | -0.57 | 0.04 | -0.22 | -646.18 | -0.00 | 0.00 | |
| 公允价值变动净收益 | 0.49 | -0.49 | 0.00 | -100.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 其他收益 | 5.18 | 34.86 | 34.12 | -2.12 | 4.09 | 31.08 | 659.46 |
| 营业外收入 | 2.49 | 3.51 | 0.62 | -82.22 | 0.18 | 1.16 | 557.10 |
| 营业外支出 | 1.46 | 2.91 | 8.50 | 191.98 | 7.81 | 0.54 | -93.09 |
| 利润总额 | 154.88 | 246.64 | 281.49 | 14.13 | 105.02 | 159.90 | 52.26 |
| 所得税 | 16.42 | 30.82 | 34.66 | 12.47 | 13.16 | 14.87 | 13.04 |
| 税后净利润 | 138.47 | 215.82 | 246.83 | 14.37 | 91.86 | 145.02 | 57.87 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | 0.00 | 0.00 | |
| 归母净利润 | 138.47 | 215.82 | 246.83 | 14.37 | 91.86 | 145.02 | 57.87 |
| 非经常性损益 | 7.71 | 40.93 | 22.64 | -44.69 | -3.38 | 28.95 | -956.73 |
| 扣非归母净利润 | 130.76 | 174.89 | 224.19 | 28.19 | 95.24 | 116.07 | 21.88 |
| 主要比率 | 百分点变 | | | | 百分点变化 | | |
| | | | | 化(%) | | | (%) |
| 毛利率 | 29.11 | 30.11 | 27.79 | -2.32 | 29.48 | 23.84 | -5.64 |
| 销售费用率 | 10.31 | 10.20 | 8.04 | -2.16 | 8.54 | 7.42 | -1.12 |
| 管理费用率 | 5.26 | 5.09 | 4.56 | -0.53 | 4.34 | 3.48 | -0.86 |
| 研发费用率 | 4.16 | 3.76 | 3.81 | 0.05 | 3.78 | 3.27 | -0.51 |
| 财务费用率 | 0.71 | 0.40 | -0.15 | -0.55 | 0.16 | -0.49 | -0.66 |
| 经营利润率 | 8.72 | 10.37 | 10.77 | 0.40 | 12.21 | 9.13 | -3.08 |
| 所得税率 | 10.60 | 12.46 | 12.31 | -0.15 | 12.53 | 9.37 | -3.16 |
| 净利率 | 6.58 | 9.81 | 9.98 | 0.17 | 8.69 | 8.71 | 0.02 |
| 扣非净利率 | 6.22 | 7.95 | 9.06 | 1.12 | 9.01 | 6.97 | -2.04 |

资料来源：公司数据，公司公告、招商证券

表 4：负债表情况

| 负债情况 | 2018 | 2019 | 2020 | 2020H1 | 2021H1 |
|-------------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 负债率% | 67.16 | 59.87 | 45.20 | 57.26 | 51.04 |
| 短期借款 (百万元) | 235.11 | 130.00 | 40.05 | 100.00 | 90.10 |
| 一年内到期的非流动负债 (百万元) | 21.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 6.12 |
| 长期借款 (百万元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 (百万元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期应付款 (百万元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

资料来源：公司数据，公司公告、招商证券

表 5：现金流情况

| 公司经营情况 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 赊销比 | 41.57 | 35.75 | 39.90 | 31.74 | 34.90 |
| 存货营收比 | 10.81 | 9.69 | 8.77 | 9.87 | 12.40 |
| 销售商品、劳务获现金/营收 | 74.27 | 88.12 | 80.16 | 78.75 | 71.45 |
| 经营现金流净额/税后净利润 | 206.19 | 203.50 | 62.19 | 131.40 | 71.22 |

资料来源：公司数据，公司公告、招商证券

表 6：回报率情况

| 杜邦分析 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE(%) | 22.41 | 23.77 | 25.54 | 30.01 | 19.27 |
| ROA(%) | 4.79 | 5.63 | 7.54 | 11.00 | 9.45 |
| ROIC(%) | 12.77 | 15.88 | 18.40 | 24.53 | 17.81 |

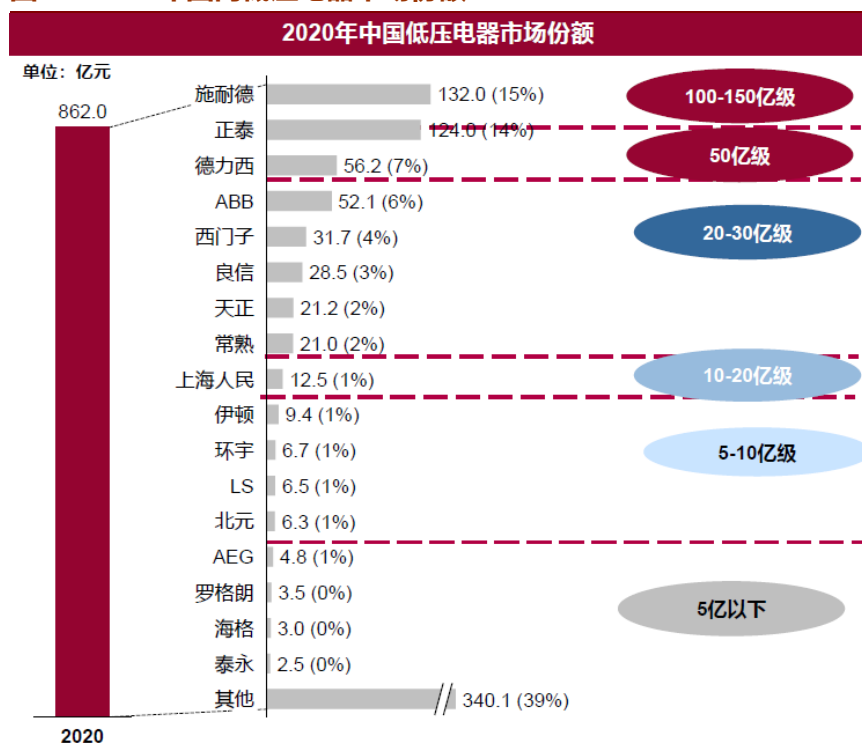
资料来源：公司数据，公司公告、招商证券

二、低压电器领域积淀深厚

2.1 自主低压电器老牌企业

公司是国内低压电器行业综合实力较强的企业之一。参考中国电器工业协会通用低压电器分会的数据，2018 年公司在万能断路器、塑壳断路器、小型断路器、接触器领域市占率分别达到 4.18%、5.03%、2.23%、2.81%。总产值角度，2020 年国内低压电器市场规模约 862 亿，天正市场份额大致为 2.5~3% 上下，长期处在自主企业前四。

图 7：2020 年国内低压电器市场份额



资料来源：格物致胜、招商证券

表 7：2018 年下游细分领域市占率

| 项目 | 配电电气 (万台) | | 终端电器 (亿极) | 控制电器 (万) |
|------|-----------|--------|-----------|----------|
| | 万能断路器 | 塑壳断路器 | 小型断路器 | 接触器 |
| 行业容量 | 125 | 5986 | 13.9 | 15113 |
| 天正电气 | 5.23 | 301.13 | 0.31 | 424.02 |
| 市占率 | 4.18% | 5.03% | 2.23% | 2.81% |

资料来源：中国电器工业协会通用低压电器分会、公司公告、招商证券

2.2 低压电器领域积淀深厚，掌握核心技术

公司在低压电器领域积淀深厚。天正拥有“国家认定企业技术中心”、“博士后流动站”，并曾获得“国家科技进步二等奖”，并主导或参与多项电力、通信等行业标准的制定，成立以来，公司在低压电器领域发展超过 20 年，历经多轮的变革调整及行业周期，在较长的时间段维持了在市场的领先地位，也充分体现了公司在低压电器领域的深厚积淀。

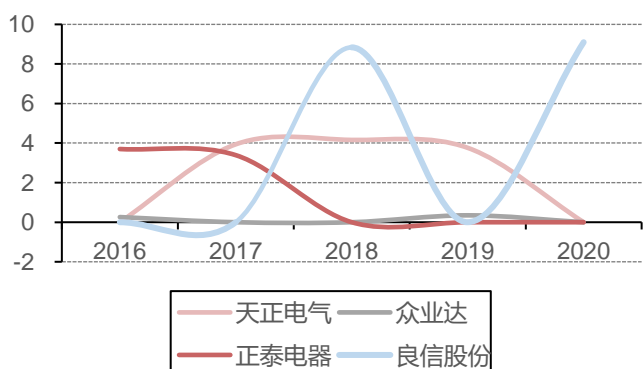
形成自主研发体系。低压电器行业技术相对成熟，技术演进更多是对新场景，或定制化需求的响应。从人员角度看，公司管理及核心技术人员拥有较长的从业经历，对底层技术及行业趋势的把握更到位。同时公司形成了一套合理完整的研发体系，初步建立 IPD 流程，提升了客户需求响应效率，保证较高的研发成功率，在新场景拓展、新技术研发上取得成效，2021H1 天正专利数目达到 615 项。

表 8：公司人力资源情况（单位，人）

| 按专业构成 | 2019 | 2020 | 按学历构成 | 2019 | 2020 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 生产 | 2,066 | 2,280 | 硕士 | 6 | 21 |
| 销售 | 612 | 654 | 本科 | 476 | 533 |
| 技术 | 344 | 390 | 专科 | 480 | |
| 综合管理 | 370 | 389 | 其他学历 | 2,430 | 3,159 |

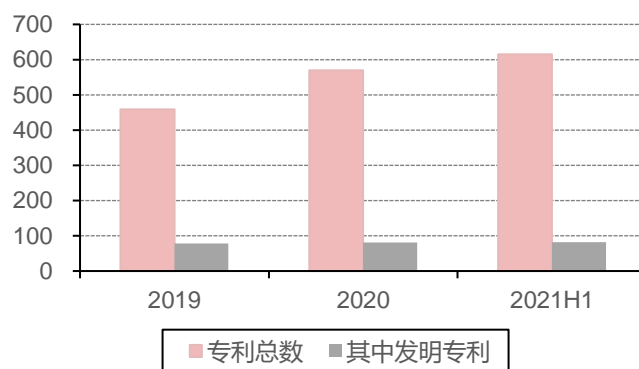
资料来源：公司公告、招商证券

图 8：可比公司研发支出占比（单位：%）



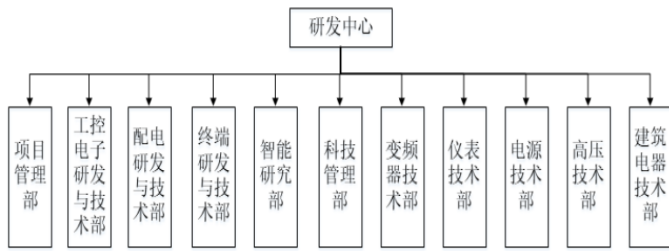
资料来源：公司公告、招商证券

图 9：公司专利数目统计



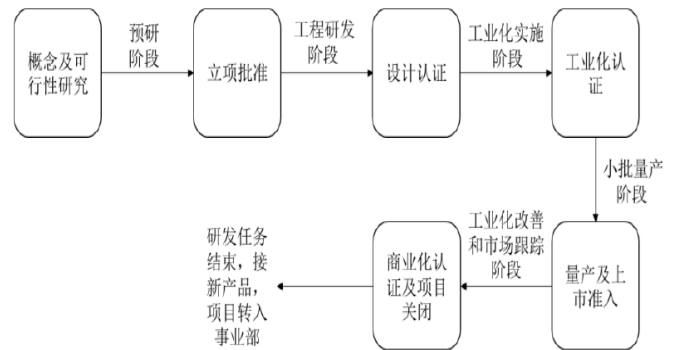
资料来源：公司公告、招商证券

图 10: 公司研发中心机构设置



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 公司项目研发流程



资料来源: 公司公告、招商证券

2.3 制造管理能力较为突出

低压电器下游行业领域多, 终端客户相对分散, 对企业管理能力要求更高。管理能力出色的企业对外部市场需求响应更快, 对内部能够提升效率挖掘利润空间。

生产层面, 公司制定“精益生产整体规划”, 对产品结构、单元线设计、过程控制优化提升, 并对车间布局、制造流程、物流配送方案升级, 实现了生产效率的提升。2020 年公司人均产值约 70 万, 过去 3 年间均有小幅提升。

管理层面, 公司引入“星级工厂”评价体系, 于 2006 年完成 ERP 建设, 并在研发管理、供应链管理、制造执行领域落实信息化升级, 进一步提升运作效率。

供应链管理方面, 对不同类型供应商采取精细化分级, 对各级供应商实施差异化审核, 保证原材料质量要求达标, 并降低采购成本。

表 9: 公司人员及人均产值情况

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 员工数 (人) | 3930 | 3430 | 3392 | 3713 |
| 薪酬开支 (百万元) | 347.5 | 341.2 | 364.6 | 425.4 |
| 人均产值 (万元/人) | 53.5 | 57.1 | 64.5 | 69.6 |
| 人均薪酬 (万元/人) | 8.7 | 9.3 | 10.7 | 12.0 |
| 薪酬收入比 (%) | 16.2 | 16.2 | 16.6 | 17.2 |
| 管理费用率 (%) | 6.3 | 5.3 | 5.1 | 4.6 |

资料来源: 公司数据, 招商证券

公司应收账款主要来自国网、大型地产类企业与合作经销商 (公司给予直销客户、经销商一定信用期), 整体而言应收账款占比较高, 但周转率稳定且略有下行, 由其 2021 年上半年应收账款周转天数由去年同期 135 天降至 110 天, 推测受益公司加强对应收项目管理。

由于产品结构中通用件比例较高，市场供应相对充分，供货周期较短，公司仅维持一定安全库存，存货周转天数低于同业。此外，公司总资产周转率与可比公司相当（2016年正泰纳入光伏业务，业务口径存在差异），营运效率整体表现较好。

表 10：应收账款周转天数对比

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|------|------|------|------|------|
| 天正电气 | 115 | 108 | 102 | 101 | 103 |
| 正泰电器 | 74 | 93 | 90 | 94 | 99 |
| 良信股份 | 23 | 23 | 23 | 22 | 30 |

资料来源：公司数据，招商证券

表 11：存货周转天数对比

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|------|------|------|------|------|
| 天正电气 | 52.9 | 51.0 | 47.3 | 47.0 | 52.8 |
| 正泰电器 | 41.0 | 57.8 | 74.0 | 80.4 | 74.0 |
| 良信股份 | 73.3 | 69.1 | 80.5 | 74.1 | 62.4 |

资料来源：公司数据，招商证券

表 12：总资产周转率对比

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|------|------|------|------|------|
| 天正电气 | 1.17 | 1.17 | 1.14 | 1.12 | 0.95 |
| 正泰电器 | 0.85 | 0.59 | 0.60 | 0.59 | 0.53 |
| 良信股份 | 0.78 | 0.74 | 0.75 | 0.91 | 1.08 |

资料来源：公司数据，招商证券

表 13：ROE 对比 (单位：%)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 天正电气 | 22.41 | 23.77 | 25.54 | 30.01 | 19.27 |
| 正泰电器 | 21.75 | 17.02 | 17.25 | 16.40 | 23.75 |
| 良信股份 | 13.16 | 12.96 | 12.87 | 15.32 | 19.53 |

资料来源：公司数据，招商证券

三、直销与渠道优化，门类扩充推动成长

3.1 “双轨制”渠道拓展卓有成效

低压电器下游市场覆盖面广，公司采取“经销+直销”的模式，设立包括电力、新能源、通信等十个行业销售渠道、三个销售大区、26个销售片区、23个销售联络处，立体覆盖各区域、各下游领域。

同时在新客户的开发策略上，公司形成了以直销突破大客户，带动区域内经销商向其他中小客户扩展，实现市场渠道的快速扩散。

表 14：公司销售模式及典型客户

| 销售模式 | 典型客户类型 | 备注 |
|------|-----------|---|
| 经销 | 经销商 | 产品要求品种齐全，性价比高，一站式采购需求比较稳定 |
| 直销 | 电力行业及配套客户 | 国家电网、南方电网及各省市电力公司，数十家全国规模靠前的电力配套成套企业 要求品种集中，质量稳定 随国家两网投入波动，需求量大 |
| | 大型行业客户 | 恒大地产等大型房地产企业；中兴通讯等大型通信类企业；特锐德等新能源企业 配套性好、性价比高 |

资料来源：公司公告、招商证券

表 15：销售渠道及营收贡献比例（单位：亿元）

| 销售模式 | 2017 年 | | 2018 年 | | 2019 年 | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 经销 | 13.1 | 61.3% | 14.7 | 69.9% | 16.6 | 76.0% |
| 直销 | 8.3 | 38.8% | 6.3 | 30.1% | 5.2 | 24.0% |
| -直接直销 | 6.9 | 32.3% | 5.3 | 25.1% | 4.5 | 20.6% |
| -代理直销 | 1.4 | 6.5% | 1.0 | 5.0% | 0.8 | 3.5% |
| 合计 | 21.4 | 100.0% | 21.0 | 100.0% | 21.9 | 100.0% |

资料来源：公司公告、招商证券

3.2 定制化直销突破大客户

以定制、半定制实现大客户拓展。建筑、电力等领域大客户对产品品质要求更高，新能源、通信等空间广、成长性强的领域，与传统场景存在明显的差异，要求供应方在研发、生产、商务层面具备整体的灵活性。

针对大客户，公司设置专业的销售和技术支持团队，以“客户经理”+“解决方案经理”实现对重点行业大中型企业的覆盖。目前公司已经顺利进入国网、南网、华能、大唐、中国铁塔、移动、联通等电力、通信大厂的供应体系，在工业、电网等领域实现了较快发展。2021 年上半年，公司直销比例明显拉升，定制化直销的客户拓展方案取得显著成效。

同时由于低压电器单位价值量不高，客户更加看重产品品质，进入大客户体系后粘性较强。而大客户对公司品牌、品质的认可也带动其他中小客户对天正产品的认可度。

表 16：公司各领域合作大客户

| 行业 | 客户 |
|-----|--------------------------------|
| 电力 | 国家电网、南方电网 |
| 新能源 | 国家能源集团、国家电力投资集团、华能集团、大唐集团、天合光能 |
| 通信 | 中国移动、中国电信、中国铁塔、中兴通讯、台达 |
| 建筑 | 碧桂园、融创、保利、富力、旭辉 |

资料来源：公司公告、招商证券

3.3 经销渠道优化

经销模式更为灵活，覆盖面广。公司主要通过 400 余家主要经销商和遍布各县及乡镇的营销网点实现全国范围内的区域覆盖，主要面对各行业的中小企业用户。

经销商资质体量持续优化。经销目前是公司主要的销售模式，2019 年在营收中占比约 76%，较 2017 年提升 15 个百分点。但与此同时公司经销商数目由一千余家降至 700 余家，整体经销商规模收缩，但单一经销商的营收体量扩大，2019 年收入 200 万以上的经销商占比提升到 1/4，营收贡献提升至 86%。

表 17：经销商数目整体收缩

| | 期初 | 新增 | 退出 | 期末 |
|------|------|-----|-----|-----|
| 2019 | 783 | 101 | 154 | 730 |
| 2018 | 868 | 133 | 218 | 783 |
| 2017 | 1114 | 190 | 436 | 868 |

资料来源：公司公告、招商证券

表 18：经销商结构变化

| 分类标准 | | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------|------|--------|--------|--------|
| 营收 200 万以上 | 数量占比 | 17.17% | 19.92% | 25.07% |
| | 营收贡献 | 78.23% | 81.08% | 86.23% |
| 营收 100 万以下 | 数量占比 | 71.20% | 67.56% | 63.29% |
| | 营收贡献 | 10.88% | 9.26% | 6.36% |

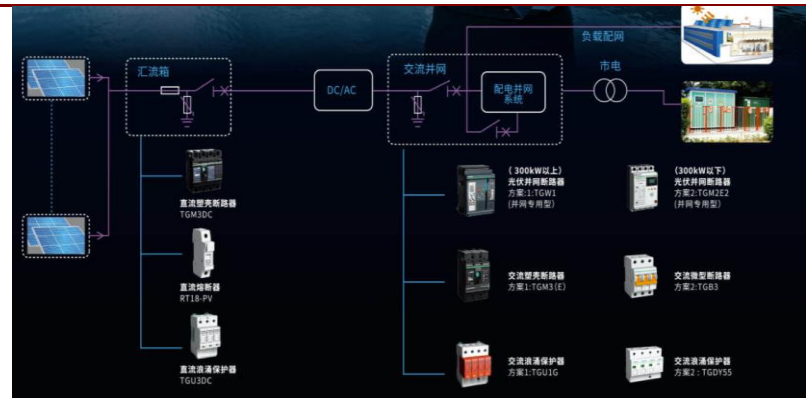
资料来源：公司公告、招商证券

3.4 品类扩张，继续丰富重点行业解决方案

新能源发电：光伏电站常见并网方式分为专线接入和 T 接等，按照接入产权，分为接入用户电网和接入公共电网两类。差异化场景对配套电气设备提出不同诉求：

大型集中式电站通常设置在西北地区，配套电气元件需要针对温差、凝露、盐碱腐蚀环境等做相应设计调整，要求产品具备更强的稳定可靠性，保证光伏系统在严苛环境中长期运行。中小型分布式电站多数没有独立的二次保护系统，并网点存在欠压脱扣、检有压合闸等保护需求。此外，光伏组件直接输出直流电，不存在过零点，增加开关器件关断难度，要求开断设备通过开距设置、磁吹、气吹等设置完成灭弧。

图 12：天正分布式光伏电站系统方案



资料来源：企业官网、招商证券

天正针对光伏等新能源场景推出专用系列产品。除塑壳、框架外，包括专用并网重合闸断路器/塑壳断路器、并网专用自恢复过欠压保护器、直流熔断器、直流浪涌保护器等。2020 年完成 DC1500V、AC1140V、AC800V 等高电压等级下的开断能力的技术攻关，2021 年上半年完成对应新产品开发，在新能源发电领域适配能力不断提升。

目前天正已在国家能源集团、大唐等电站企业实现入围，产品在多个电站完成配套，并与天合光能在分布式领域形成合作。看好新能源场景中公司专业化定制产品的应用。

表 19：推出多样化场景适配产品

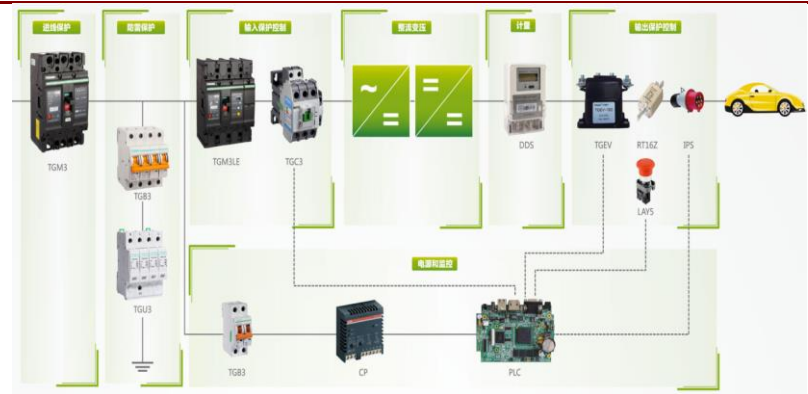
| 场景 | 产品及特征 |
|------|--|
| 地面电站 | 回流箱线路保护采用直流熔断器 RT18-PV;同时也是直流浪涌保护器 TGU3DC |
| GPPS | 后备保护的优选 |
| 分布式光 | TGM2E2 和 TGW1 中的并网专业型，满足《Q/GDW-分布式光伏平网专用 |
| 户用光伏 | 断路器技术规范》标准中的“欠压脱扣 检有压合闸”等功能 |
| HPPS | 直流侧保护方案中，提供 THB1D 和 RT18-PV 方案，其中直流微判 THB1D 最为常用，直流熔断器 RT18-PV 偏重经济性 |

资料来源：企业官网、招商证券

充电桩市场: 电动车带动配套充电基础设施需求快速成长, 充电桩通常分为交流慢充桩、直流快充桩, 在充电桩输入回路通常需要配置小型断路器、电涌保护器、小型漏电短路器分别提供过载、短路、防雷和漏电保护等, 并借助交流智能电能实现电量检测等, 由接触器控制主回路通断。

公司在充电桩领域推出剩余电流动作断路器、浪涌保护器、交流接触器等配套产品, 并已与国电南瑞、特锐德等合作。

图 13: 天正直流充电桩配置系统方案



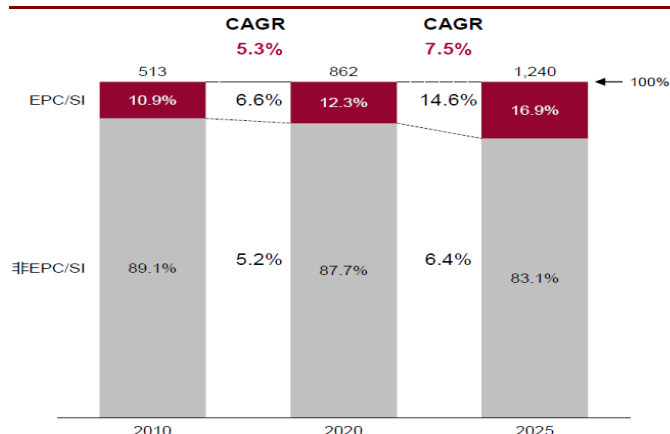
资料来源: 企业官网、招商证券

智能产品: 智能配电产品融合配电监测、计算机及通讯技术, 兼具通讯、监测、控制功能, 能够大幅度提升系统安全可靠。而目前智能化配电市场处于起步期, 未来空间广阔。

公司较早启动智能配电业务, 与英国 ARM 公司、国内知名院校建立合作, 形成基于物联网和大数据的智能配电解决方案, 依托智能断路器、内置传感器, 采集各类电量信号, 传送至本地控制软件, 兼具云端存储、能耗分析、故障预警等服务功能。此外公司设立智能配电事业部, 负责智能低压电器领域市场开发及“天智”系列产品研发销售。

首发募投项目中拟投资 1.53 亿建设“智能型低压电器产品扩产建设项目”, 扩产 Te 系列智能型低压电器产线, 计划新增产能 1712 万台。项目建设周期 2 年, 爬坡后第 5 年达到满负荷, 将进一步增强公司在配网智能化、数字化趋势中的竞争力。

图 14: 中国低压电器市场 EPC/SI 渠道变化及预测



资料来源: 格物致胜、招商证券 (注: 智能配电大部分以 EPC/SI 等方式完成系统方案销售)

图 15: 天智 TenEdge 智能配电系统方案



资料来源: 公司公告、招商证券

3.5 产能利用率高，上市加速扩产

公司既有产能长期维持高负荷运转，2017-2019 年产能利用率均在 90%以上。

表 20: 公司分产品线产能利用率

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|--------|--------|--------|
| 配电电器 | 97.54% | 91.38% | 99.58% |
| 控制电器 | 96.79% | 91.24% | 97.77% |
| 终端电器 | 98.07% | 90.16% | 99.70% |
| 电源电器 | 94.71% | 97.99% | 90.11% |
| 仪表电器 | 91.90% | 82.23% | 86.84% |
| 合计 | 97.46% | 90.67% | 98.76% |

资料来源: 公司公告、招商证券

公司首发项目包括“基于中国制造 2025 方向的低压电器产能扩建项目”，投资总额 5.4 亿，规划产能 9104 万套，建设周期 2 年，5 年实现满产，预期项目达产将大幅提升公司产能规模及制造环节的自动化水平，考虑公司在渠道、管理、品质均有一定优势，未来项目达产公司市场份额或有望进一步提升。

表 21: 扩产项目规划纲领

| 序号 | 产品大类 | 分类产品 | 生产纲领 (万台) | 销售收入 (万元) |
|----|------|---------|-----------|-----------|
| 1 | 终端电器 | 小型断路器 | 6,000 | 27,000 |
| | | 小型漏电断路器 | 1,200 | 24,600 |
| 2 | 配电电器 | 万能式断路器 | 1.7 | 10,200 |
| | | 塑壳断路器 | 240 | 28,800 |
| 3 | 控制电器 | 新型接触器 | 360 | 18,000 |
| | | 新型小型继电器 | 480 | 3,120 |
| 4 | 电源电器 | 小三箱成套 | 2.3 | 5,750 |
| | | 互感器 | 360 | 5,400 |

| | | | | |
|---|------|------|-------|---------|
| | | 熔断器 | 360 | 3,600 |
| 5 | 仪表电器 | 智能电表 | 100 | 15,000 |
| | | 合计 | 9,104 | 141,470 |

资料来源：公司公告、招商证券

表 22：公司在建工程增加（单位：万元）

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021H1 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 在建工程 | 0 | 146 | 175 | 694 | 2,288 | 4,674 |
| 固定资产 | 26,562 | 35,119 | 34,288 | 32,541 | 32,502 | 31,952 |

资料来源：公司数据，公司公告、招商证券

四、 低压电器是友好且能可持续发展的产业赛道

4.1 低压电器有望保持长期可持续发展

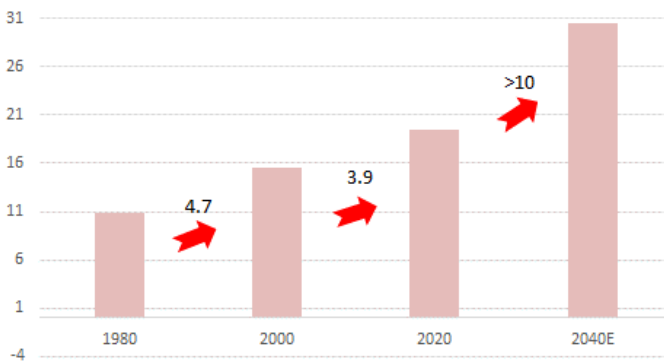
低压电器是不可替代的电力系统终端末梢。在经典的发电、输电、配电、用电领域，用户需要通过低压电器环节获得电力，低压电器是绕不开的终端末梢。

伴随电力消费的持续增长，电力能源的配送系统的增长与扩张是需要的，但高压电力系统涉及到电网的发展方式变化的影响（集中发电 or 分布发电，电网 or 储能），但低压电器不受这些技术变革的颠覆和影响，确定性更高。

电力在终端能源消费占比会持续提高，低压电器的应用点越来越多。目前我国电力在终端能源消费中占比 26%左右，预计未来终端电气化率在 2035 年、2050 年分别有望增至 40%、50%。从全世界终端能源消费的发展趋势来看，1980-2020 年，终端能源消费中电力比例持续提升，预计未来 20-30 年全球达到 40-50%的比例。

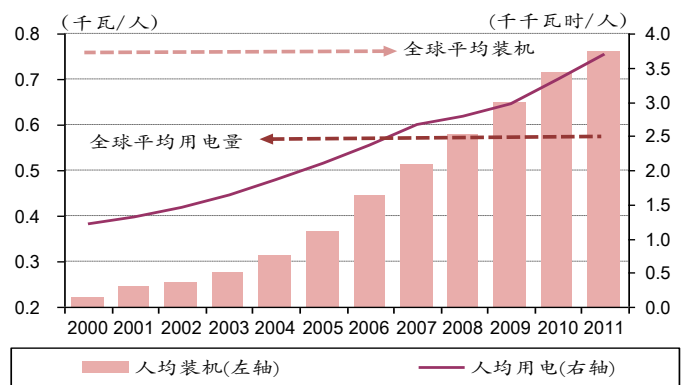
电气化产期趋势不可挡，终端用电的地方更多，家庭电器的个数越来越多，新能源车快速渗透过程中，带来像充电桩等新的低压电器应用场景正在进一步拓宽低压电器的应用边界。

图 16 全球终端能源消费中电力占比 (%)



资料来源：BP，招商证券

图 17 我国人均用电量统计分析

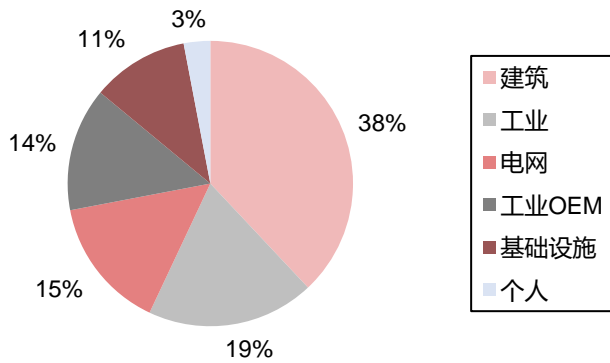


资料来源：BP，招商证券

新能源发电发展带来低压电器机会。过去发电是集中火电水电为主，发电出来就是高压电器再进一步升压，而现在新能源发展，特别是户用光伏等分布式应用场景，组件产生的电能由低压配网入网，中间用到塑壳、微断、熔断器等大量低压电器，提供了低压电器的新空间。

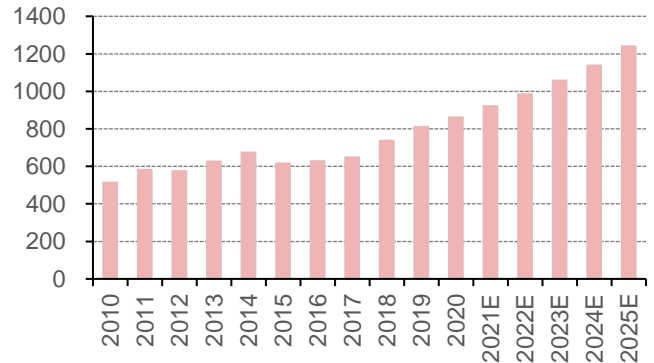
2020 年国内低压电器市场规模约 862 亿，在新能源、充电桩、通信等应用场景的带动下，低压电器市场规模有望保持可持续发展。

图 18: 国内低压电器细分市场比例



资料来源: 中国低压电器市场白皮书、招商证券

图 19: 国内低压电器市场规模及预测 (单位: 亿元)



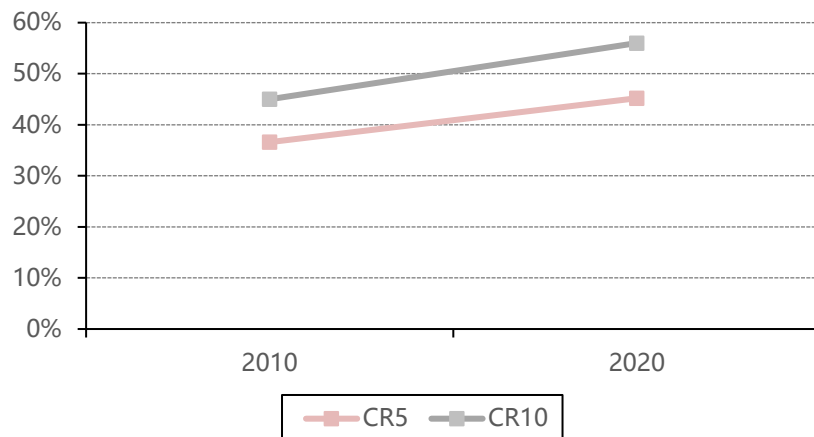
资料来源: 中国低压电器市场白皮书、招商证券

4.2 国产化替代空间比较大

通过定制加速国产替代。上世纪八十年代前后, 外资企业开始以直接出口或合资设厂形式进入国内低压市场, 凭借在结构性能上的优势快速占据一定的市场份额, 在高端市场, 施耐德、西门子、ABB 等至今仍是主流供应商。

但低压电器领域技术革新更多体现在应用层面, 国内企业在相关 know-how 学习完成后, 竞争力已经大幅提升, 尤其在细分领域定制化服务能力更强, 响应速度更快, 形成了国产企业的比较优势。以正泰、良信、天正等为代表的国产低压电器企业正逐步推进国产替代进程, 尤其对二线外资品牌市场份额的替代。由于渠道建设、客户资源、及新场景开拓方面一线企业均更具优势, 行业集中度是在向一线的国产公司集中。

图 20: 行业集中度提升



资料来源: 格物致胜、招商证券

4.3 渠道、直销市场商业模式都比较友好

渠道市场有较强的消费属性。渠道市场扩张上更为灵活，在渗透率上有优势，能够最大范围覆盖各行业、各区域，在下游极为分散的低压电器市场中，培育成熟的渠道经销体系也是大部分厂商的选项。渠道市场一般用买断制，公司采取轻资产运营，现金流都很好。

从正泰、天正等分销比例高的公司的历史产品单价来看，产品在持续涨价，且涨幅显著超过二三线企业，可见头部公司确实已经形成一定的品牌溢价。

直销市场对价格并不敏感。直销市场更多针对大客户或特定场景，低压电器是用电产品的直接控制器，也是智能家居等应用的基础，产品单价并不高（单户用低压电器总价值链不到 1000 元人民币），用户对价格并不敏感，特别是直销客户，更加看重供应商定制化服务能力及产品的品质性能，在形成合作关系后，客户粘性更强。

电力、通信及地产领域，大客户需求体量大，低压电器供应商集中力量突破供应体系后能够维持较长的合作关系，而大客户的认可也在一定程度上反哺公司的品牌认可度。

表 23：公司经销/直销产品单价（单位：元）

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|----|-------|-------|-------|
| 经销 | 21.39 | 24.3 | 24.02 |
| 直销 | 27.15 | 22.01 | 20.84 |
| 整体 | 23.3 | 23.56 | 23.17 |

资料来源：公司公告、招商证券

表 24：公司经销/直销产品毛利率

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|----|--------|--------|--------|
| 经销 | 26.28% | 29.11% | 30.42% |
| 直销 | 28.06% | 29.15% | 27.39% |
| 综合 | 26.97% | 29.12% | 29.69% |

资料来源：公司公告、招商证券

五、投资建议

公司是国内老牌低压电器供应商，配电电器、控制电器、终端电器等主要产品处于国内比较靠前的位置；公司制造管理能力比较强，也有较深厚的行业积累。公司针对以新能源、电力、建筑、通信为代表的重点行业，围绕标杆客户做定制与点对点服务，相应的直销业务成效显著；同时，公司分销网络仍在继续扩张和加强，公司上市后综合竞争力有望继续提升，也有更好的条件进行渠道建设。

低压电器行业是电力能源系统的终端神经末梢，是一个比较友好和可持续的子行业，行业需求与国产化替代都有比较好的机会。

我们预计公司有望保持较快增长，首次给予强烈推荐评级与 23-25 元目标价。

表 25: 收入拆分 (单位: 百万)

| 合计 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 收入 | 2,201 | 2,473 | 3,412.16 | 4,357.92 | 5,427.93 |
| yoy | 5% | 12% | 38.0% | 27.7% | 24.6% |
| 毛利率(%) | 30 | 28 | 26.7 | 27.3 | 28.0 |
| 配电电器 | | | | | |
| 收入 | 954.91 | 1,068.12 | 1495.37 | 1899.12 | 2411.88 |
| YOY | 7.3% | 11.9% | 40% | 27% | 27% |
| 毛利率(%) | 32.63 | 29.10 | 28.50 | 29 | 29.5 |
| 终端电器 | | | | | |
| 收入 | 588.94 | 671.22 | 973.27 | 1294.45 | 1618.06 |
| YOY | 19.7% | 14.0% | 45% | 33% | 25% |
| 毛利率(%) | 26.70 | 27.71 | 25 | 26 | 26.5 |
| 控制电器 | | | | | |
| 收入 | 287.25 | 299.79 | 374.74 | 449.69 | 539.62 |
| YOY | 6.3% | 4.4% | 25% | 20% | 20% |
| 毛利率(%) | 27.20 | 21.22 | 21 | 22 | 23 |
| 电源电器 | | | | | |
| 收入 | 168.99 | 213.05 | 308.92 | 410.87 | 493.04 |
| YOY | -37.3% | 26.1% | 45% | 33% | 20% |
| 毛利率(%) | | | | | |
| 仪表电器 | | | | | |
| 收入 | 56.26 | 73.24 | 109.86 | 153.80 | 215.33 |
| YOY | -1.1% | 30.2% | 50% | 40% | 40% |
| 毛利率(%) | 39.17 | 36.50 | 33 | 35 | 36 |

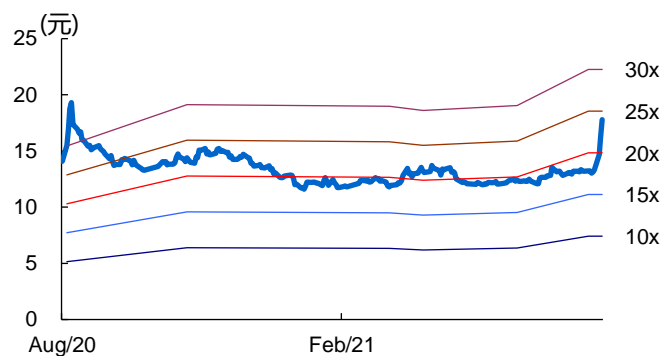
资料来源: 公司数据、招商证券

风险提示

- 1) 行业增长不及预期:** 低压电器下游宽泛，受宏观经济、地产等影响比较大，总需求可能阶段性不及预期。
- 2) 大客户拓展不及预期:** 公司直销业务发展强劲，是公司未来走专业化道路的希望 (只依靠分销网络无法实现专业化、高端化)，国内品牌有良信电器、常熟等品牌，未来公司规模进一步增长可能会面临更多竞争，大客户拓展方面可能不及预期。
- 3) 近期限售解禁:** 公司 8 月份限售解禁，解禁量比较大。

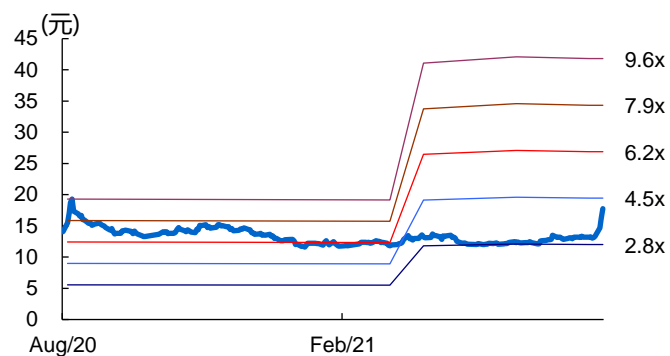
4、PE-PB Band

图 21: 天正电气历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 22: 天正电气历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1560 | 2634 | 3216 | 3935 | 4886 |
| 现金 | 382 | 1060 | 1076 | 1206 | 1493 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 61 | 89 | 122 | 156 | 195 |
| 应收款项 | 638 | 774 | 1042 | 1331 | 1657 |
| 其它应收款 | 7 | 8 | 11 | 14 | 18 |
| 存货 | 217 | 307 | 419 | 530 | 654 |
| 其他 | 256 | 396 | 546 | 698 | 869 |
| 非流动资产 | 502 | 531 | 659 | 798 | 888 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 325 | 325 | 416 | 517 | 618 |
| 无形资产 | 108 | 116 | 105 | 94 | 85 |
| 其他 | 68 | 89 | 138 | 186 | 185 |
| 资产总计 | 2061 | 3165 | 3875 | 4733 | 5774 |
| 流动负债 | 1220 | 1411 | 1961 | 2449 | 2987 |
| 短期借款 | 130 | 40 | 90 | 110 | 130 |
| 应付账款 | 810 | 1072 | 1502 | 1901 | 2347 |
| 预收账款 | 3 | 4 | 6 | 7 | 9 |
| 其他 | 276 | 295 | 363 | 430 | 502 |
| 长期负债 | 15 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 15 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 负债合计 | 1234 | 1430 | 1980 | 2468 | 3007 |
| 股本 | 330 | 401 | 404 | 404 | 404 |
| 资本公积金 | 66 | 656 | 656 | 656 | 656 |
| 留存收益 | 431 | 678 | 835 | 1205 | 1707 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者权益 | 827 | 1734 | 1894 | 2265 | 2767 |
| 负债及权益合计 | 2061 | 3165 | 3875 | 4733 | 5774 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | 284 | 176 | 267 | 328 | 469 |
| 净利润 | 216 | 247 | 321 | 435 | 589 |
| 折旧摊销 | 47 | 46 | 47 | 56 | 65 |
| 财务费用 | 11 | 1 | (10) | (12) | (10) |
| 投资收益 | 1 | 0 | (30) | (35) | (35) |
| 营运资金变动 | 15 | (114) | (76) | (131) | (157) |
| 其它 | (5) | (4) | 14 | 16 | 17 |
| 投资活动现金流 | (43) | (421) | (150) | (165) | (125) |
| 资本支出 | (43) | (71) | (180) | (200) | (160) |
| 其他投资 | 0 | (350) | 30 | 35 | 35 |
| 筹资活动现金流 | (141) | 570 | (101) | (32) | (57) |
| 借款变动 | (133) | (98) | 50 | 20 | 20 |
| 普通股增加 | 0 | 71 | 3 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 589 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | (164) | (64) | (87) |
| 其他 | (8) | 8 | 10 | 12 | 10 |
| 现金净增加额 | 99 | 325 | 16 | 130 | 287 |

利润表

| 单位：百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 2201 | 2473 | 3412 | 4358 | 5428 |
| 营业成本 | 1538 | 1786 | 2502 | 3167 | 3910 |
| 营业税金及附加 | 15 | 15 | 21 | 33 | 38 |
| 营业费用 | 224 | 199 | 273 | 349 | 423 |
| 管理费用 | 112 | 113 | 143 | 183 | 223 |
| 研发费用 | 83 | 94 | 113 | 144 | 174 |
| 财务费用 | 9 | (4) | (10) | (12) | (10) |
| 资产减值损失 | (7) | (15) | (35) | (35) | (35) |
| 公允价值变动收益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 35 | 34 | 30 | 35 | 35 |
| 投资收益 | (1) | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 246 | 289 | 365 | 495 | 670 |
| 营业外收入 | 4 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 3 | 9 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 247 | 281 | 366 | 496 | 672 |
| 所得税 | 31 | 35 | 45 | 61 | 83 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司净利润 | 216 | 247 | 321 | 435 | 589 |

主要财务比率

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 5% | 12% | 38% | 28% | 25% |
| 营业利润 | 60% | 18% | 26% | 36% | 36% |
| 净利润 | 56% | 14% | 30% | 35% | 35% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 30.1% | 27.8% | 26.7% | 27.3% | 28.0% |
| 净利率 | 9.8% | 10.0% | 9.4% | 10.0% | 10.9% |
| ROE | 26.1% | 14.2% | 17.0% | 19.2% | 21.3% |
| ROIC | 23.3% | 14.1% | 15.7% | 17.8% | 20.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 59.9% | 45.2% | 51.1% | 52.1% | 52.1% |
| 净负债比率 | 6.3% | 1.3% | 2.3% | 2.3% | 2.3% |
| 流动比率 | 1.3 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 1.1 | 0.8 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 存货周转率 | 7.7 | 6.8 | 6.9 | 6.7 | 6.6 |
| 应收账款周转率 | 2.9 | 3.2 | 3.4 | 3.3 | 3.3 |
| 应付账款周转率 | 2.0 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.8 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| EPS | 0.65 | 0.62 | 0.79 | 1.08 | 1.46 |
| 每股经营现金 | 0.86 | 0.44 | 0.66 | 0.81 | 1.16 |
| 每股净资产 | 2.51 | 4.33 | 4.69 | 5.60 | 6.85 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.41 | 0.16 | 0.22 | 0.29 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 27.2 | 28.9 | 22.4 | 16.5 | 12.2 |
| PB | 7.1 | 4.1 | 3.8 | 3.2 | 2.6 |
| EV/EBITDA | 25.8 | 23.3 | 18.6 | 13.9 | 10.3 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车产业链。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式