

宏发股份 (600885.SH)

业绩表现稳健，高压直流、风光充继电器业务快速增长

公司公告：2022年公司实现营收、归母净利润、扣非净利润117.33、12.47、12.00亿元，同比增长17.07%、17.39%、30.07%。2022年Q4实现营收、归母净利润、扣非净利润27.74、2.79、2.21亿元，同比增长12.86%、15.43%、16.06%。

- **业绩增长稳健。**公司2022年实现营收、归母净利润、扣非净利润117.33、12.47、12.00亿元，同比增长17.07%、17.39%、30.07%。2022年Q4实现营收、归母净利润、扣非净利润27.74、2.79、2.21亿元，同比增长12.86%、15.43%、16.06%。在国内外疫情扰动和全球经济下行压力的背景下，公司2022年营收、归母净利增速同比2021年虽有小幅下滑，但总体仍实现稳定正增长。
- **毛利率维持稳定，费用率下降。**2022年在原材料价格波动和芯片供应紧缺的背景下，公司毛利率为34.06%，同比小幅下滑0.52个百分点，总体维持在较高水平，盈利能力稳定。公司经营管理效率提高，费用得到有力控制，2022年费用率合计17.70%，同比下降1.74个百分点。
- **继电器营收保持增长，行业地位稳固。**公司是继电器领域的领先企业，2022年继电器产品实现营收104.98亿，同比增长21.07%，总体市占率约19.4%，同时继电器综合毛利率为35.76%，盈利能力保持高位。公司行业地位巩固，在高压直流、功率、电力、汽车继电器等多个细分领域收入保持增长，同时不断扩大市场领先优势。
- **高压直流继电器继续高增长，电流互感器、模块/控制器等新门类产品快速增长。**公司2022年高压直流继电器累计出货20.23亿元，同比增长近80%。公司产品发力高端市场，与全球新能源车核心客户建立稳固合作，全球市占率提升至39.6%。公司青年代业务的新门类产品发展势头良好，其中电流互感器成功开拓网外新客户，全年出货0.61亿元，同比增长78%；同时推动产品向模块化升级布局，公司各类模块/控制器出货2.05亿元，同比增长70%。
- **风、光、充需求推动新能源功率继电器快速增长。**2022年新能源领域需求快速增长，公司新能源继电器发货6.65亿元，同比增长109.2%，其中EV交流充电设备专属继电器全年发货1.2亿，同比增长约200%。公司积极扩产满足市场旺盛的需求，在风光充领域继电器产品的市占率有望快速提升。
- **投资建议：**2022年在全球经济下行压力、俄乌冲突和国内外疫情扰动等不确定因素下，公司进一步巩固行业领先地位，并且经营效率、盈利能力显著领先于同行。同时，在国内外新能源车及风光充需求持续快速增长的背景下，公司中长期成长空间大。维持“强烈推荐”评级，给予38-42元的目标价。
- **风险提示：**经济下行影响公司产品需求、高压直流产品单车价值量下降、原材料价格上涨压力。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10023	11733	14039	16889	20377
同比增长	28%	17%	20%	20%	21%
营业利润(百万元)	1626	1859	2307	2867	3539
同比增长	25%	14%	24%	24%	23%
归母净利润(百万元)	1063	1247	1545	1920	2370
同比增长	28%	17%	24%	24%	23%
每股收益(元)	1.02	1.20	1.48	1.84	2.27
PE	32.0	27.3	22.0	17.7	14.4
PB	5.2	4.5	3.9	3.4	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

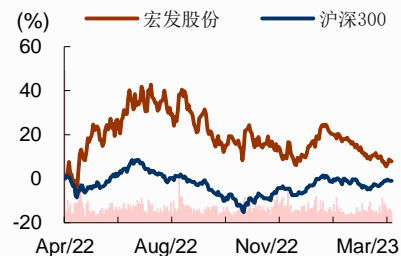
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：38.00 - 42.00 元
当前股价：32.64 元

基础数据

总股本(万股)	104267
已上市流通股(万股)	104267
总市值(亿元)	340
流通市值(亿元)	340
每股净资产(MRQ)	7.2
ROE(TTM)	16.6
资产负债率	37.8%
主要股东	有格创业投资有限公司
主要股东持股比例	27.35%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-4	2
相对表现	-9	-14	2



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《宏发股份(600885)一季报业绩符合预期，传统业务稳健、高压直流业务快速增长》2022-11-02
- 《宏发股份(600885)一半年报业绩符合预期，高压直流业务继续快速增长》2022-08-22
- 《宏发股份(600885)一继电器全球领先地位稳固，高压直流业务快速增长》2022-04-30

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

刘巍 S1090522070003

liuwei24@cmschina.com.cn

正文目录

一、2022 年年报简析	3
二、各项业务分析	6
盈利预测	8
风险提示	9

图表目录

图 1: 宏发股份历史 PE Band	9
图 2: 宏发股份历史 PB Band	9
表 1: 业绩摘要	3
表 2: 单季度业绩摘要	4
表 3: 现金流情况	4
表 4: 负债情况	5
表 5: 固定资产和在建工程情况	5
表 6: 资产回报率情况	5
表 7: 公司传统和中生代业务情况	7
表 8: 青年代新门类产品情况	7
表 9: 盈利预测	8
附: 财务预测表	10

一、2022 年年报简析

公司发布 2022 年年报: 2022 年公司实现营收、归上净利润、扣非净利润 117.33、12.47、12.00 亿元, 同比增长 17.07%、17.39%、30.07%。2022 年 Q4 实现营收、归上净利润、扣非净利润 27.74、2.79、2.21 亿元, 同比增长 12.86%、15.43%、16.06%。

业绩基本复合预期。 公司 2022 年实现营收、归母净利润、扣非净利润 117.33、12.47、12.00 亿元, 同比增长 17.07%、17.39%、30.07%。2022 年 Q4 实现营收、归母净利润、扣非净利润 27.74、2.79、2.21 亿元, 同比增长 12.86%、15.43%、16.06%。在国内外疫情扰动和全球经济下行压力的背景下, 公司 2022 年营收、归母净利增速同比 2021 年虽有小幅下滑, 但总体仍实现稳定正增长。

财务分析:

【毛利率】 2022 年公司毛利率为 34.06%, 同比小幅下滑 0.52 个百分点, 其中 Q4 毛利率约 33.12%, 同比提升 0.34 个百分点, 环比下降 3.84 个百分点。2022 年下半年铜、银等主要原材料价格有所回落, 芯片供应短缺逐步缓解, 同时产品结构也在持续优化, 公司盈利能力维持稳定, 主营继电器产品综合毛利率达到 35.76%。

【费用率】 2022 年费用率合计 17.70%, 同比下降 1.74 个百分点, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.45%、9.10%、5.13%、0.03%, 同比分别变化+0.02%、-0.87%、+0.18%、-1.07 个百分点。公司经营管理效率提高, 费用得到有力控制。

【现金流】 2022 年公司经营性现金流净额为 15.95 亿, 同比增长 74.90%, 主要系公司经营收入快速增长, 同时加大票据贴现力度, 2022 年末背书/贴现未到期应收票据 18.56 亿, 皆为风险较低的银行承兑票据。经营现金流净额/税后净利润为 127.85%, 同比提高 42.04 个百分点, 公司现金流健康, 盈利质量高。

表 1: 业绩摘要

百万元	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	同比变化(%)
营业收入	6879.77	7081.49	7819.07	10022.66	11733.39	17.07
营业成本	4345.58	4452.34	4929.59	6556.50	7736.63	18.00
毛利润	2534.20	2629.16	2889.48	3466.16	3996.77	15.31
销售税金	64.35	65.27	64.10	75.78	87.99	16.12
毛利润(扣除销售税金)	2469.84	2563.89	2825.38	3390.38	3908.77	15.29
销售费用	310.38	362.81	393.40	343.75	404.80	17.76
管理费用	736.35	745.59	808.78	999.65	1067.85	6.82
研发费用	330.74	350.42	381.17	495.30	601.52	21.45
经营利润	1092.37	1105.07	1242.03	1551.68	1834.60	18.23
资产和信用减值损失	(12.06)	-15.50	-83.47	-55.15	-34.73	-37.03
财务费用	20.24	24.57	83.46	110.29	3.00	-97.28
投资收益	(13.67)	-10.10	-0.03	106.57	30.11	-71.74
资产处置收益	(0.22)	1.19	43.84	0.03	0.56	1842.13
公允价值变动净收益	(19.14)	-2.67	84.32	0.34	-87.52	-25932.25
其他收益	84.96	85.39	101.96	132.41	119.38	-9.84
营业外收入	2.56	2.83	1.21	1.93	2.38	23.36
营业外支出	1.73	18.22	4.04	8.00	2.78	-65.23
利润总额	1112.83	1123.42	1302.37	1619.52	1859.00	14.79

百万元	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	同比变化(%)
所得税	152.50	159.18	173.11	167.21	169.72	1.50
税后净利润	960.33	964.24	1129.26	1452.31	1689.27	16.32
少数股东损益	261.49	260.19	297.12	389.76	441.92	13.38
归母净利润	698.85	704.05	832.14	1062.56	1247.35	17.39
非经常性损益	53.63	36.45	138.42	140.02	47.42	-66.13
扣非归母净利润	645.22	667.60	693.72	922.54	1199.93	30.07
%						百分点变化(%)
毛利率	36.84	37.13	36.95	34.58	34.06	-0.52
销售费用率	4.51	5.12	5.03	3.43	3.45	0.02
管理费用率	10.70	10.53	10.34	9.97	9.10	-0.87
研发费用率	4.81	4.95	4.87	4.94	5.13	0.18
财务费用率	0.29	0.35	1.07	1.10	0.03	-1.07
经营利润率	15.88	15.60	15.88	15.48	15.64	0.15
所得税率	13.54	14.04	13.29	11.05	9.28	-1.77
净利率	13.96	13.62	14.44	14.49	14.40	-0.09
扣非净利率	9.38	9.43	8.87	9.20	10.23	1.02

资料来源：公司公告，招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

百万元	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22Q4 同比 (%)	22Q4 环比 (%)
营业收入	2616.98	2458.21	2874.78	2994.56	3089.67	2774.38	12.86	-10.20
营业成本	1670.48	1652.55	1911.89	2021.58	1947.63	1855.53	12.28	-4.73
毛利润	946.49	805.67	962.89	972.98	1142.05	918.85	14.05	-19.54
销售费用	93.34	74.98	86.71	94.25	108.74	115.11	53.53	5.86
管理费用	275.64	265.03	259.35	211.67	290.21	306.61	15.69	5.65
研发费用	122.64	156.48	123.76	104.44	173.53	199.80	27.68	15.14
财务费用	17.22	50.54	40.62	-10.93	-40.20	13.52	-73.25	-133.63
所得税	39.62	-7.19	73.37	80.28	48.75	-32.67	354.06	-167.02
归母净利润	300.53	241.72	279.35	341.39	347.59	279.02	15.43	-19.73
非经常性损	26.33	51.09	27.60	4.92	-42.87	57.77	13.08	-234.77
扣非归母净	274.20	190.63	251.75	336.47	390.46	221.25	16.06	-43.34
%							百分点同 比变动	百分点环 比变动
毛利率	36.17	32.77	33.49	32.49	36.96	33.12	0.34	-3.84
销售费用率	3.57	3.05	3.02	3.15	3.52	4.15	1.10	0.63
管理费用率	10.53	10.78	9.02	7.07	9.39	11.05	0.27	1.66
研发费用率	4.69	6.37	4.30	3.49	5.62	7.20	0.84	1.59
财务费用率	0.66	2.06	1.41	-0.36	-1.30	0.49	-1.57	1.79
所得税率	9.42	-2.52	16.73	15.05	9.93	-8.93	-6.41	-18.85
净利率	11.48	9.83	9.72	11.40	11.25	10.06	0.22	-1.19
扣非净利率	10.48	7.75	8.76	11.24	12.64	7.97	0.22	-4.66

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 现金流情况

%	2017	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
赊销比	34.79	34.11	39.07	43.47	37.09	36.39	-0.71
存货营收比	21.66	20.68	18.84	19.00	24.93	24.14	-0.79
销售商品、劳务获现金/营收	91.38	82.74	95.90	96.27	90.98	96.81	5.83
经营现金流净额/税后净利润	94.94	118.41	238.75	86.47	85.82	127.85	42.04

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 负债情况

	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
负债率%	32.75	35.37	31.75	36.07	37.76	1.69
短期借款 (百万元)	1,279.0	1,153.34	402.94	45.18	40.83	-9.64
一年内到期的非流动负债 (百万元)				15.80	4.72	-70.11
长期借款 (百万元)	19.89	18.76	618.20	5.21	590.57	-
应付债券 (百万元)				1,639.21	1,714.35	4.58
在手现金 (百万元)	907.44	1,392.00	898.24	1,707.57	1,358.23	-20.46

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2018	2019	2020	2021	2022	同比变化 (%)
固定资产	2,374.36	2,564.59	2,767.04	3,414.37	4,319.29	26.50
在建工程	278.42	403.72	504.41	251.25	440.73	75.41

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 6: 资产回报率情况

%	2018	2019	2020	2021	2022	百分点变化 (%)
ROE	16.82	15.21	15.96	18.19	17.86	-0.33
ROA	11.62	10.10	10.73	11.85	11.39	-0.46
ROIC	14.96	13.26	14.22	15.85	15.64	-0.21

资料来源: 公司公告, 招商证券

二、各项业务分析

➤ 传统业务

功率继电器：2022 年累计发货 30.7 亿元，同比下降 12%，主要是 2022 年传统下游地产和家电行业的需求不景气，进入去库存周期，市场需求减少，同时行业竞争加剧，导致公司业务出现下滑。

新能源领域需求出现爆发式增长，公司新能源功率继电器全年发货 6.65 亿元，同比增长 109.2%，其中 EV 交流充电设备专属继电器全年发货 1.2 亿，同比增长约 200%。面对风、光、充领域继电器的强劲需求，公司积极扩产，市占率有望持续提升。

汽车继电器：2022 年累计发货 15.67 亿元，同比增长 3%。公司产品结构持续优化，PCB 产品增长接近 20%，大电流产品突破 1 亿元，同比增长 76%。全球汽车行业景气度下滑带动汽车继电器需求下降，公司业务增速放缓但市场份额不断提升，目前已超越海外主要竞争对手，市占率达到 18%以上，领先优势不断巩固。

电力继电器：2022 年累计发货 14.94 亿元，同比增长 6.7%。在国内经济复苏和芯片价格下降的带动下，公司电力继电器业务持续好转。预计 2023 年公司电力继电器业务有望继续复苏，实现稳定增长。

工业继电器：2022 年累计发货 8.89 亿元，同比增长 26.8%。公司在全球高端 OEM 业务保持快速增长的同时，积极抢占外资品牌市场份额。公司插座产品成功导入施耐德体系，与新客户菲尼克斯达成合作，电源、安全继电器产品也有望继续保持增长。

信号继电器：2022 年累计发货 5.53 亿元，同比增长 6.35%，增速前高后低主要是传统安防、通信市场需求持续走弱，下游进入去库存周期，公司信号继电器订单量减少。预计 2023 年 Q2 下游完成去库后会进入补库阶段，需求有望开始回升。

➤ 中生代业务

高压直流继电器：2022 年累计出货 20.23 亿元，同比增长近 80%。公司高压直流产品发力高端市场，与全球新能源车核心客户建立稳固合作，不断领先其他竞争对手，全球市占率提升至 39.6%。同时公司积极拓展充电、储能等应用领域，储能业务收入有望突破亿元级别，预计公司高压直流继电器业务仍将保持较快的增长速度。

低压继电器：2022 年累计发货 8.4 亿元，同比持平，主要是国内地产行业不景气，以及海外接触器需求不及预期所致。公司智能产品方面成功导入逆变器及储能行业用户，新能源领域的需求成为低压电气新的增长点，同时公司将加大海外市场投入力度，重点发展配电产品，完善终端电器、控制电器，加大培育智能电器。

➤ 青年代业务

电流互感器：2022 年累计出货 6120 万元，同比增长 78%。智能电表市场整体复苏，同时成功开拓了科陆，松夏，宁光，威盛，德力西等国网外部客户，公司电流互感器产品实现快速增长。

各类模块/控制器：2022 年累计出货 2.05 亿元，同比增长 70%。公司业务模式由单一的元器件转向模块、方案转化，目前各类继电器产品所对应的应用领域均有布局模块化产品，

其中工业控制模块、汽车电子模块、BDU 等已形成一定规模，呈现出较好的市场潜力。

灭弧室：2022 年累计发货 1 亿元，同比增长 32.2%。公司灭弧室产品不断提升技术和质量水平，通过不断降本提高产品性价比，同时不断加深与行业标杆客户的合作，提升份额，推动业务较快增长。

表 7：公司传统和中生代业务情况

		2018	2019	2020	2021	2022
传统业务合计	收入（百万元）	5633	5698	6282	7641	7573
	增速（%）	8	1	10	22	-1
工控（工业、轨交）	收入（百万元）	500	530	520	700	889
	增速（%）	19	6	-2	35	27
通用	收入（百万元）	2723	2598	2700	3500	3070
	增速（%）	13	-5	4	30	-12
信号	收入（百万元）	280	310	360	520	553
	增速（%）	14	11	16	44	6
汽车	收入（百万元）	930	800	1170	1521	1567
	增速（%）	1	-14	46	30	3
电力	收入（百万元）	1200	1460	1532	1400	1494
	增速（%）	-3	22	5	-9	7
中生代业务合计	收入（百万元）	1150	1180	1300	1983	2863
	增速（%）	39	3	10	53	44
高压直流	收入（百万元）	570	600	600	1150	2023
	增速（%）	46	5	0	92	76
低压电器	收入（百万元）	580	580	700	833	840
	增速（%）	33	0	21	19	1

资料来源：公司资料、招商证券

注：因统计口径不同，部分数据有调整。

表 8：青年代新门类产品情况

		2018	2019	2020	2021	2022
青年代业务合计	收入（百万元）	172	244	350	503	636
	增速（%）		42	43	44	26
密封继电器	收入（百万元）	54	72	105	181	183
	增速（%）		35	46	72	1
电容器	收入（百万元）	82	82	48	45	31
	增速（%）		0	-42	-7	-30
连接器	收入（百万元）	2	6	12	24	17
	增速（%）		166	100	100	-31
传感器	收入（百万元）	10	18	33	37	38
	增速（%）		80	83	13	3
电流互感器	收入（百万元）	2	5	31	34	61
	增速（%）		159	474	11	78
灭弧室	收入（百万元）	22	38	44	76	100
	增速（%）		73	17	71	32
固态继电器	收入（百万元）		23	77	106	
	增速（%）			238	37	
模块、控制器	收入（百万元）					205
	增速（%）					70

资料来源：公司公告、招商证券

注：因统计口径不同，部分数据有调整。2022 年未披露固态继电器收入情况，新增模块/控制器产品收入情况。

盈利预测

表 9: 盈利预测

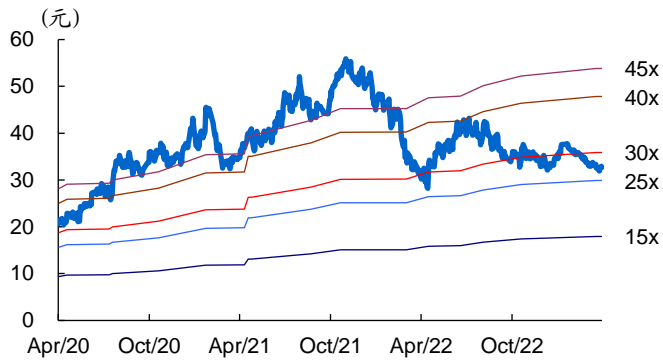
		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
继电器	收入(亿元)	86.71	104.98	126.40	152.69	184.75
	yoy (%)	32.6	21.1	20.4	20.8	21.0
	成本(亿元)	54.60	67.44	80.56	96.86	116.84
	毛利率(%)	37.03	35.76	36.26	36.56	36.76
电气产品	收入(亿元)	9.00	6.82	7.16	7.88	9.06
	yoy (%)	-5.5	-24.2	5.0	10.0	15.0
	成本(亿元)	7.22	5.35	5.60	6.14	7.04
	毛利率(%)	19.79	21.53	21.78	22.03	22.28
其他业务	收入(亿元)	3.90	4.99	6.24	7.67	9.21
	yoy (%)	39.8	27.9	25.0	23.0	20.0
	成本(亿元)	3.23	4.13	5.15	6.31	7.55
	毛利率(%)	17.18	17.26	17.51	17.76	18.01
其他主营业务	收入(亿元)	0.61	0.55	0.61	0.67	0.77
	yoy (%)	24.5	-9.8	10.0	10.0	15.0
	成本(亿元)	0.51	0.45	0.49	0.54	0.62
	毛利率(%)	16.78	17.94	18.44	18.94	19.44
合计	收入(亿元)	100.23	117.33	140.39	168.89	203.77
	yoy (%)	28.2	17.1	19.7	20.3	20.7
	成本(亿元)	65.56	77.37	91.80	109.85	132.04
	毛利率(%)	34.58	34.06	34.61	34.96	35.20

资料来源: 公司公告、招商证券

风险提示

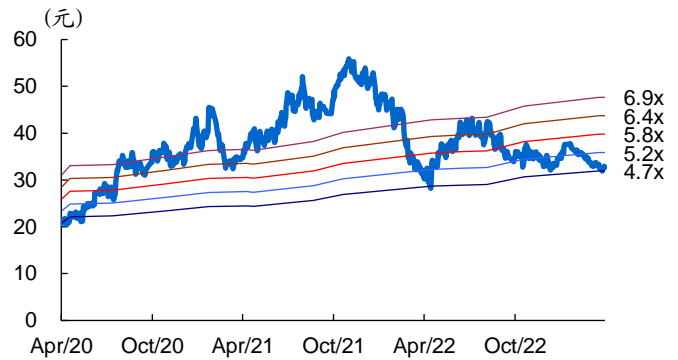
- 1、**经济下行影响公司产品需求**：若受到疫情影响、经济下行，下游客户需求或将随之减少，公司相关业务可能受到不利影响；
- 2、**高压直流产品单车价值量下降**：新能源车未来有较强的降本趋势，如果高压直流产品的单车价值量较大幅度下滑，可能对公司新能源车业务的营收造成不利影响；
- 3、**原材料价格上涨压力**：2021年以来，大宗商品和芯片等原材料价格始终处于高位，给公司部分业务带来较大成本压力，如果原材料价格继续上涨，可能会导致公司盈利进一步下滑。

图 1：宏发股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：宏发股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告：

1. 宏发股份：三季报业绩符合预期，经营态势持续向好 20221101
2. 宏发股份：半年报业绩符合预期，高压直流业务继续快速增长 20220822
3. 宏发股份：继电器全球领先地位稳固，高压直流业务快速增长 20220430
4. 宏发股份：三季报业绩符合预期，高压直流业务快速增长 20211102
5. 宏发股份：中报业绩略超预期，高压直流等新业务快速增长 20210905
6. 宏发股份：一季度大超预期，增长中枢进一步上移 20210507
7. 宏发股份：2020 业绩略超预期，增长中枢正在上移 20210204
8. 宏发股份：Q3 经营加速恢复，高压直流、低压电器将加速成长 20201030
9. 宏发股份：投资价值分析报告 20201016
10. 宏发股份：Q2 业绩超预期，主业强劲复苏新业务将接力 20200803

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	8306	9346	10982	13177	15924
现金	1708	1358	1588	2002	2567
交易性投资	67	510	510	510	510
应收票据	1166	1458	1745	2099	2532
应收款项	2552	2812	3341	4019	4849
其它应收款	46	58	69	83	100
存货	2498	2832	3351	4010	4820
其他	269	318	379	454	547
非流动资产	5360	6645	7186	7731	8186
长期股权投资	13	14	14	14	14
固定资产	3414	4319	4959	5588	6114
无形资产商誉	428	500	450	405	365
其他	1505	1811	1763	1724	1694
资产总计	13666	15991	18168	20908	24110
流动负债	2732	3010	3469	4074	4644
短期借款	45	41	11	5	0
应付账款	1776	1905	2260	2705	3251
预收账款	43	54	64	77	92
其他	867	1010	1134	1288	1300
长期负债	2198	3028	3028	3028	3028
长期借款	5	591	591	591	591
其他	2193	2438	2438	2438	2438
负债合计	4930	6038	6498	7103	7672
股本	745	1043	1043	1043	1043
资本公积金	671	373	373	373	373
留存收益	5132	6080	7250	8705	10497
少数股东权益	2189	2457	3004	3685	4524
归属于母公司所有者权益	6548	7496	8666	10121	11913
负债及权益合计	13666	15991	18168	20908	24110

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	912	1595	1928	2248	2493
净利润	1452	1689	2093	2600	3210
折旧摊销	597	728	806	897	988
财务费用	87	124	43	40	35
投资收益	(107)	(30)	(104)	(121)	(133)
营运资金变动	(1071)	(844)	(917)	(1176)	(1616)
其它	(47)	(72)	8	9	10
投资活动现金流	(778)	(2003)	(1246)	(1323)	(1311)
资本支出	(925)	(1519)	(1350)	(1444)	(1444)
其他投资	147	(483)	104	121	133
筹资活动现金流	639	47	(453)	(511)	(618)
借款变动	(944)	246	(35)	(6)	(5)
普通股增加	0	298	0	0	0
资本公积增加	225	(298)	0	0	0
股利分配	(253)	(320)	(375)	(465)	(578)
其他	1612	120	(43)	(40)	(35)
现金净增加额	773	(361)	230	414	564

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10023	11733	14039	16889	20377
营业成本	6556	7737	9180	10985	13203
营业税金及附加	76	88	105	127	153
营业费用	344	405	483	578	691
管理费用	1000	1068	1275	1529	1838
研发费用	495	602	716	856	1026
财务费用	110	3	43	40	35
资产减值损失	(55)	(34)	(35)	(30)	(25)
公允价值变动收益	0	(88)	(44)	(27)	(7)
其他收益	132	119	118	123	120
投资收益	107	30	30	25	20
营业利润	1626	1859	2307	2867	3539
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	8	3	5	5	4
利润总额	1620	1859	2304	2864	3536
所得税	167	170	211	263	326
少数股东损益	390	442	548	680	840
归属于母公司净利润	1063	1247	1545	1920	2370

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	28%	17%	20%	20%	21%
营业利润	25%	14%	24%	24%	23%
归母净利润	28%	17%	24%	24%	23%
获利能力					
毛利率	34.6%	34.1%	34.6%	35.0%	35.2%
净利率	10.6%	10.6%	11.0%	11.4%	11.6%
ROE	17.6%	17.8%	19.1%	20.4%	21.5%
ROIC	17.9%	17.4%	18.7%	19.8%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	36.1%	37.8%	35.8%	34.0%	31.8%
净负债比率	0.5%	4.0%	3.3%	2.8%	2.4%
流动比率	3.0	3.1	3.2	3.2	3.4
速动比率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
存货周转率	3.3	2.9	3.0	3.0	3.0
应收账款周转率	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	4.2	4.2	4.4	4.4	4.4
每股资料(元)					
EPS	1.02	1.20	1.48	1.84	2.27
每股经营净现金	0.87	1.53	1.85	2.16	2.39
每股净资产	6.28	7.19	8.31	9.71	11.43
每股股利	0.31	0.36	0.45	0.55	0.68
估值比率					
PE	32.0	27.3	22.0	17.7	14.4
PB	5.2	4.5	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	18.6	16.8	13.3	11.0	9.2

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、工控自动化。

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，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。