

良信股份 (002706.SZ)

国内低压电器领先企业，积极拥抱高端市场国产化趋势

增持

核心观点

公司是国内低压电器头部企业，营业收入稳步增长，盈利稳中有升。公司主营业务为低压电器，2022 年实现营业收入 41.6 亿元，归母净利润 4.2 亿元。2019-2022 年营收复合增速为 26.8%，归母净利润复合增速为 15.6%。2023 年前三季度公司实现营收 34.55 亿元，同比+16.6%；实现归母净利润 4.14 亿元，同比+18.8%。公司传统市场来自房地产、新能源等行业，未来继续夯实新能源、泛地产板块的优势，提升在信息通讯、工控、电网等领域的市占率和盈利能力。

低压电器下游涵盖多个经济支柱产业，2025 年国内市场空间可达 910 亿，行业增速稳定。工业、农业、交通、国防和一般的居民用电领域大多采取低压供电。其中，低压电器以“三断一接”产品为主，市场规模金额占整体低压电器产品的 86%左右。随着新能源行业中光伏、风电、储能装机量快速提升，低压电器在风光储、新能源车行业的需求将迎来高速增长，在传统房地产、工建、公商建领域市场需求稳定增长。根据格物致胜预测，预计国内低压电器 2023-2025 年市场空间分别为 829.9/871.4/910.6 亿元，同比增速分别为-3.0%/+5.0%/+4.5%。

国产加速替代，市场集中度逐步提升。2022 年施耐德、德力西、ABB 等头部外资份额合计为 33.7%，相较 2021 年提升了 1.0pct。以正泰、良信等为代表的国产品牌持续发力，20 亿以上级别的国产品牌市场份额由 2011 年的 19.6%提升至 2022 年的 23.7%，累计提高 4.1pct，其中良信从 2011 年的 2.6%提升至 2022 年的 3.7%，提升了 1.1pct。

公司主要客户为各行业头部企业，巩固新能源行业领先优势。2022 年良信在新能源领域的销售额占公司总销售比例为 14.1%，该比例在低压电器行业前五名中排名第二。展望 2024 年和 2025 年，国内光伏新增装机有望实现 3.7%和 8.9%的增长，达到 225GW 和 245GW，风电新增装机实现 12.3%和 14.7%的增长，达到 75GW 和 86GW。同时公司储能、充电桩、新能源车等新兴领域继续发力。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 45.00/53.19/62.48 亿元，同比增长 8.2%/18.2%/17.5%；实现归母净利润 5.22/6.40/8.38 亿元，同比增长 23.8%/22.5%/31.0%。综合考虑 FCFE 估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为 8.71-9.15 元较当前股价有 15%-21%的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：新能源等下游市场需求增速不及预期的风险；产能投产不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,027	4,157	4,500	5,319	6,248
(+/-%)	33.5%	3.2%	8.2%	18.2%	17.5%
净利润(百万元)	419	422	522	640	838
(+/-%)	11.5%	0.8%	23.8%	22.5%	31.0%
每股收益(元)	1.09	0.38	0.47	0.57	0.75
EBIT Margin	12.2%	9.7%	11.6%	12.7%	14.2%
净资产收益率 (ROE)	19.7%	14.2%	13.2%	14.4%	16.5%
市盈率 (PE)	7.1	20.6	16.6	13.6	10.4
EV/EBITDA	9.1	22.1	16.5	13.1	10.6
市净率 (PB)	1.34	2.32	2.08	1.84	1.60

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

电力设备 · 电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

证券分析师：李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	8.71 - 9.15 元
收盘价	7.57 元
总市值/流通市值	8502/6896 百万元
52 周最高价/最低价	13.31/6.00 元
近 3 个月日均成交额	112.24 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	5
历史沿革	5
股权结构	5
高管团队与股权激励安排	6
公司主营业务	7
公司费用率等财务分析	8
公司分红及融资分析	10
行业概况	10
全球低压电器市场发展趋势	10
低压电器下游行业分析	13
公司业务分析	18
公司下游市场涵盖新能源、建筑及电网等多个重点行业	18
公司主打“直销+定制”商业销售模式	18
公司产品成本分析	20
同行业比较	20
盈利预测	24
估值与投资建议	25
绝对估值：8.59-9.15 元	25
相对估值：8.31-8.71 元	26
投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级	26
风险提示	26
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 公司历史沿革	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月 30 日)	5
图 3: 公司营业收入及增速 (亿元, %)	7
图 4: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	7
图 5: 公司营收结构 (亿元)	8
图 6: 公司毛利润贡献结构 (%)	8
图 7: 公司毛利率与净利率变化 (%)	8
图 8: 公司各业务板块毛利率对比 (%)	8
图 9: 公司期间费用占比情况变化	9
图 10: 公司平均 ROE、ROIC 变化	9
图 11: 公司经营活动净现金流及归母净利润对比	9
图 12: 公司营运能力指标变化情况	9
图 13: 公司现金分红及股利支付率情况	10
图 14: 公司融资情况	10
图 15: 2011-2021 年全球电力投资情况 (十亿美元)	11
图 16: 全球输配电网投资额 (十亿美元, 中性与积极情景)	12
图 17: 全球低压电器市场规模 (亿元) 及展望	12
图 18: 国内低压电器行业市场规模及增速 (对比宏观数据增速)	13
图 19: 国内低压电器市场用户行业细分	15
图 20: 2022 年国内市场份额及规模 (CR5 为 48.1%)	15
图 21: 2023-2027 年国内低压电器市场规模预测	16
图 22: 全球及中国光伏新增装机预测	16
图 23: 中国风电新增装机预测	16
图 24: 中国新能源汽车销量预测	17
图 25: 中国充电桩新增量预测	17
图 26: 国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资	18
图 27: 全球及中国储能新增装机容量预测	18
图 28: 国内低压电器行业各细分市场对比 (亿元)	18
图 29: 施耐德及正泰电器采用分销商销售模式	19
图 30: 良信电器采用行业大客户直销模式	19
图 31: 公司与可比公司毛利率对比 (%)	19
图 32: 公司与可比公司销售费用率对比 (%)	19
图 33: 低压电器成本结构	20
图 34: 大宗商品价格与公司毛利率的相关性	20
图 35: 公司与可比公司营业收入对比 (%)	21
图 36: 公司与可比公司毛利润对比 (%)	21
图 37: 公司与可比公司毛利率对比 (%)	21

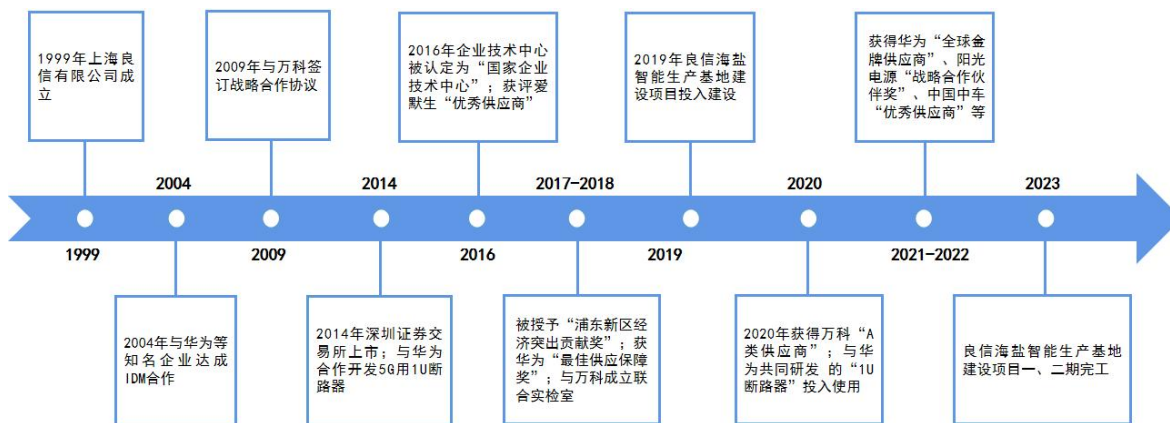
图 38: 公司与可比公司净利率对比 (%)	21
图 41: 公司与可比公司研发费用率对比 (%)	22
图 42: 公司与可比公司财务费用率对比 (%)	22
图 43: 可比公司固定资产周转率 (次)	22
图 44: 可比公司存货周转率 (次)	22
图 45: 可比公司应收账款及应收票据周转率 (次)	23
图 46: 可比公司应付账款周转率 (次)	23
表 1: 良信股份高管介绍 (截至 2023 年 6 月 30 日)	6
表 2: 公司 2023 年员工持股计划	7
表 3: 全球低压电器市场规模区域细分 (2022, 亿元)	13
表 4: 公司低压电器产品分类	14
表 5: 低压电器公司研发和制造能力对比	20
表 6: 主营业务假设	24
表 7: 公司盈利预测核心假设	25
表 8: 公司盈利预测及市场重要数据	25
表 9 资本成本假设 (百万元)	25
表 10 绝对估值的敏感性分析 (元)	26
表 11 可比公司估值表	26

公司概况

历史沿革

公司成立于1999年，专注于中高端低压电器，主要从事配电器、终端电器、控制电器等产品的研发、生产和销售。公司在新能源、建筑及其他基础设施等行业长期发展，与华为、阳光电源、万科、国家电网、中车等行业龙头企业建立了持续稳定的合作关系。

图1：公司历史沿革

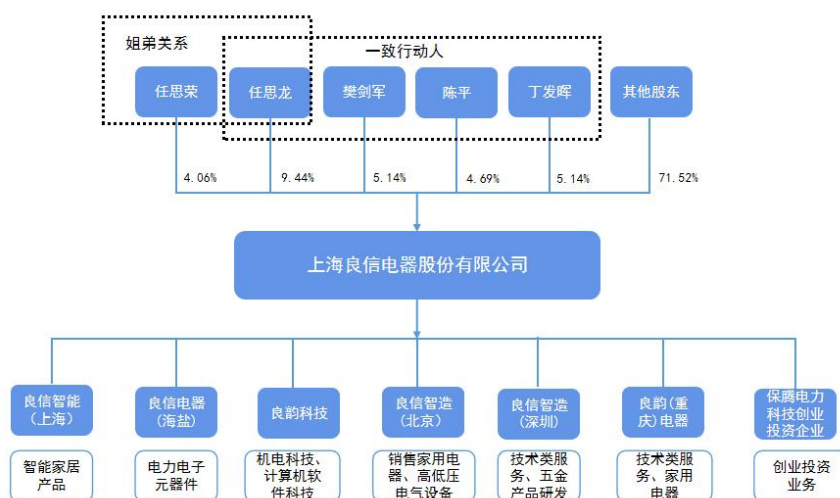


资料来源：招股说明书，公司官网，国信证券经济研究所整理及预测

股权结构

公司股权结构稳定，任思龙、樊建军、陈平、丁发晖为公司的实际控制人和一致行动人，四人分别持股9.44%、5.14%、4.69%、5.14%，任思荣和任思龙为兄弟关系，其持有公司4.06%股份。

图2：公司股权结构（截至2023年6月30日）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高管团队与股权激励安排

公司董事长任思龙、副董事长樊剑军、副董事长丁发晖、总裁陈平均拥有技术研发背景经历，曾在水天 213 机床电器厂共事，现同为公司实控人和一致行动人；其他公司高管，如副总裁李爱生自 2007 年入职公司，历任工程师、产品总监、总裁助理等职务；副总裁乔嗣健 2001 年入职公司，先后担任大客户部总监，物控中心总监，行业开发部总监，战略市场部总监，人力资源总监，总裁助理，产品线总经理等职务；副总裁张广智 2005 年加入公司，历任大客户专员、研发中心总监、总裁助理等职务；副总裁董晓丹 2005 年加入公司，历任东北大区总监、华北大区总监、建筑 BU 全国营销总监、全国销售部总监、营销中心总经理、总裁助理等职务；副总裁魏佳男 2005 年加入公司，先后担任大客户部经理、行业总监、产品线总经理、总裁助理等职务；财务总监兼董事会秘书程秋高先生曾任职于比亚迪，自 2011 年进入公司历任高级核算会计主任、财务部经理等职务。作为公司的核心管理人员，公司各高管均有业务条线的工作管理经验。

表1：良信股份高管介绍（截至 2023 年 6 月 30 日）

姓名	职务	持股比例	简介
任思龙	董事长	9.44%	1983-1999 历任天水 213 机床电器厂技术员、研究所所长、副厂长，1999 年至今在本公司工作:2007 年担任中国电器工业协会通用低压电器分会常务理事，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。
樊剑军	副董事长	5.14%	1991-1999 年历任天水 213 机床电器厂设计员、西安公司生产技术主管，1999 年至今在公司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。
丁发晖	副董事长	5.14%	1992-2000 年历任天水 213 机床电器厂设计员、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。
陈平	总裁	4.69%	1991-1999 年历任天水 213 机床电器厂设计员、产品研发主任，1999 年至今在公司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。
李爱生	副总裁	0.02%	1994-2003 在国营东华机械厂工作，历任设计工程师，研究所所长。2004-2006 年在上海卓一电子有限公司工作，担任研发部经理。2007 年至今在上海良信电器股份有限公司工作，历任工程师，项目经理，产品总监，塑壳产品线总监，总裁助理，副总裁。
乔嗣健	副总裁	0.07%	2001 年至今在本公司工作，先后担任华东工控大区经理，大客户部总监，物控中心总监，行业开发部总监，战略市场部总监，人力资源总监，总裁助理，产品线总经理，现担任公司副总裁。
张广智	副总裁	0.01%	2003-2005 年在 TCL 国际电工(无锡)有限公司工作，历任设计工程师，生产主管等。2005 年至今在上海良信电器股份有限公司工作，历任大客户专员，产品经理，双电源项目部总监，项目管理部总监，框架双电源及隔离开关产品线总监，研发中心总监，总裁助理。
董晓丹	副总裁	0	2005 年至今，在上海良信电器股份有限公司工作，历任哈尔滨办事处经理，东北大区总监，华北大区总监，建筑 BU 全国营销总监，全国销售部总监，营销中心总经理，总裁助理，现担任公司副总裁。
魏佳男	副总裁	0	2005 年至今，在本公司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，现担任公司副总裁。
程秋高	财务总监/董事会秘书	0.01%	2007-2010 年任比亚迪股份有限公司成本会计，2011 年至今在公司先后担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：公司公告，国信证券经济研究所整理

2023 年 1 月，公司同时发布了针对决策团队和针对核心骨干员工的持股计划，合计覆盖人数 470 人，涉及股票数量占比为 1.59%。授予价格方面，核心骨干员工的持股计划的授予价格为 7 元/股，决策团队的员工持股计划为 3.5 元/股，截至最新公司收盘价为 7.2 元/股。决策团队的授予条件为 2025 年实现营业收入不低于 81.19 亿元、2025 年扣非后归母净利润不低于 6.33 亿元；核心骨干的授予条件为 2023-2025 年实现营业收入分别不低于 51.96/64.85/81.06 亿元、2023-2025 年扣非后归母净利润分别不低于 4.21/4.83/5.57 亿元。

表2: 公司 2023 年员工持股计划

时间	激励方式	激励对象	授予价	人数	考核周期	股票数量	业绩考核条件
2023 年 1 月	员工持股计划	总裁陈平、副总裁乔嗣健、张广智、董晓丹、李生爱、魏佳男, 财务总监兼董秘程秋高等管理者	3.5 元/股	15	3 年	不超过 571 万股 (总股本 0.51%)	以 2022 年为基数, 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%
2023 年 1 月	员工持股计划	监事邱艳、核心骨干人员	7 元/股	455	3 年	1209 万股 (总股本 1.08%)	以 2022 年为基数, 2023-2025 年营业收入增长率不低于 25%、56%、95%, 扣非后净利润增长率不低于 15%、32%、52%。

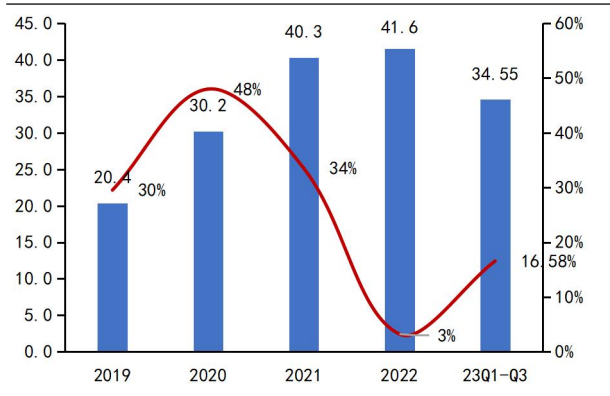
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 上述“营业收入”和“扣非归母净利润”指公司合并财务报表营业收入和扣非归母净利润

公司主营业务

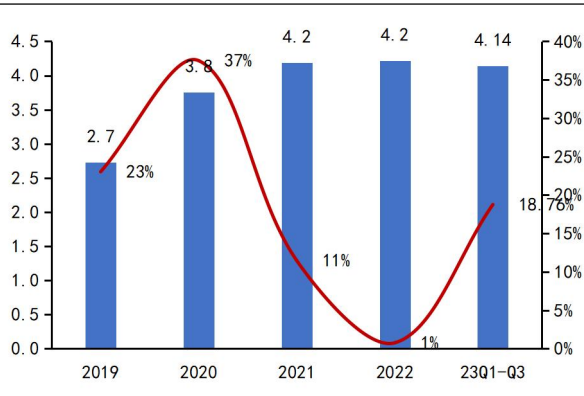
营业收入稳步增长, 盈利稳中有升。2019-2022 年公司营业收入稳步增长, 营收的三年年复合增长率为 26.8%, 同时公司盈利稳中有升, 归母净利润的三年年复合增速为 15.6%。2023 年前三季度公司实现营收 34.55 亿元, 同比+16.6%; 实现归母净利 4.14 亿元, 同比+18.8%。其中, 23Q3 实现收入 11.9 亿元, 同比增长 9.7%; 归属净利润 1.4 亿元, 同比增长 3.4%。2023 年下游地产行业增长疲软, 公司加快其他板块布局, 如新能源、信息通讯、工控、电网等领域盈利能力有所提升, 带动公司整体业绩增长。

图3: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司归母净利润及增速 (亿元, %)

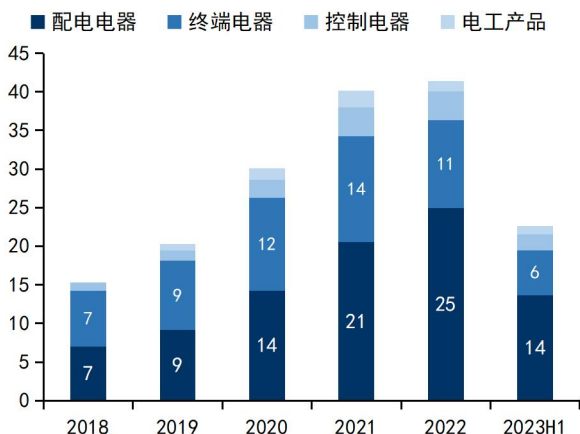


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理;

从公司主营产品来看, 公司营收主要集中在配电电器业务和终端电器业务, 两者合计占收入比超 85%。其中, 2023 年上半年配电电器业务收入占比为 60.4%, 主要产品为框架断路器、塑壳断路器等, 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; 2023H1 终端电器业务收入占比为 25.9%, 主要产品为微型断路器、接触器、隔离开关等, 广泛应用于工业、民用建筑、能源、通信及基础建设等领域低压终端配电系统中; 2023H1 控制电器业务收入占比为 9.16%, 主要产品为交流接触器、直流接触器、主令电器等, 主要用于电动汽车充电桩、充电站、储能等领域; 2023 年上半年电工产品业务收入占比为 4.52%, 主要产品为可集成包括智能开关、插座、温控及智能家居系统等, 主要应用于智能家居市场。

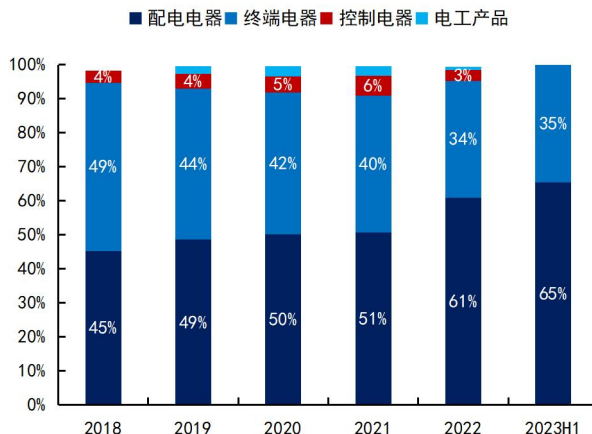
公司产品销售收入主要来源是新能源、建筑、电网等行业，其中伴随着新能源行业下游市场发展，新能源相关产品收入持续高速增长；房地产传统住宅行业规模有所收缩，工业建筑及工商业建筑市场继续增长；电网行业伴随着配电网建设增长，需求稳中有升。

图5: 公司营收结构 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司毛利润贡献结构 (%)

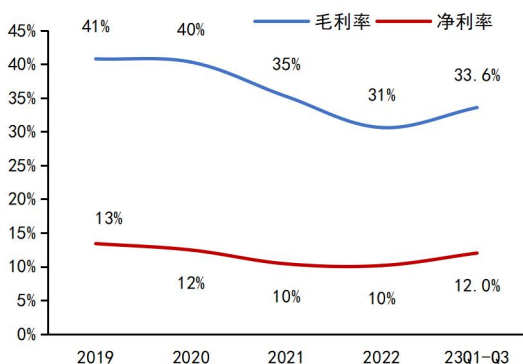


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2019-2022 年公司毛利率和净利率持续下滑, 主要系原材料价格持续上涨所致, 铜、银等金属件原材料在低压电器成本中占比为 45%, 2019-2022 年 LME 铜现货价格复合增长率为 13.6%, 2019-2022 年 COMEX 白银价格三年年复合增长率为 10.3%。

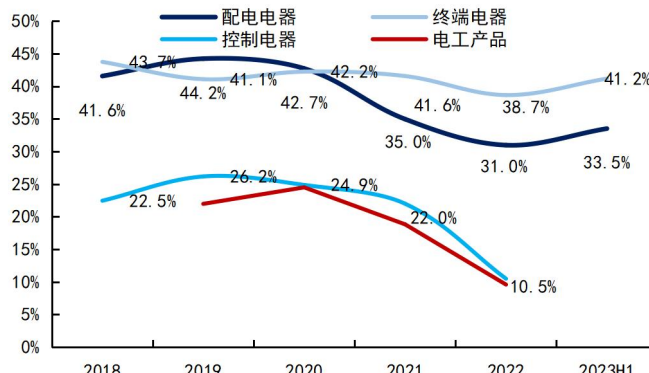
公司积极转型“两智一新”, 光伏、储能、风电、充换电等下游市场稳步增长, 助力公司毛利率同比提升。公司 2023 年前三季度毛利率达 33.6%, 同比提升 2.25pct。2022 年公司定增增发 15.2 亿, 用以实施“智能型低压电器研发及制造基地项目”, 随着海盐工厂的建设落地, 未来公司依然有较高的降本增效空间, 盈利能力有望稳步提高。

图7: 公司毛利率与净利率变化 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司各业务板块毛利率对比 (%)



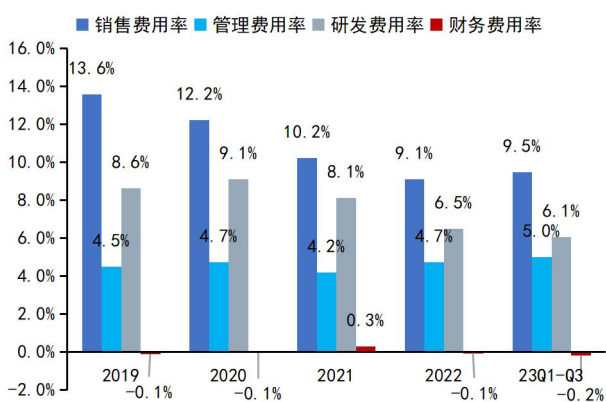
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 23H1 控制电器、电工产品毛利率未披露

公司费用率等财务分析

公司期间费用率平稳波动。2019–2022 年公司期间费用率较为平稳，2023 前三季度公司期间费用率 20.4%，同比提升 2.2pct，其中销售费用率为 9.5%，同比+0.4pct，环比-0.7pct，主要系当期市场费用投入增加所致；管理费用率为 2.8%，同比+1.2pct，环比+0.5pct，主要系当期薪酬费用、折旧及相关费用增加所致；2023Q1 研发费用率为 6.1%，同比+1.1pct，环比+0.2pct，主要系公司加大研发投入所致。

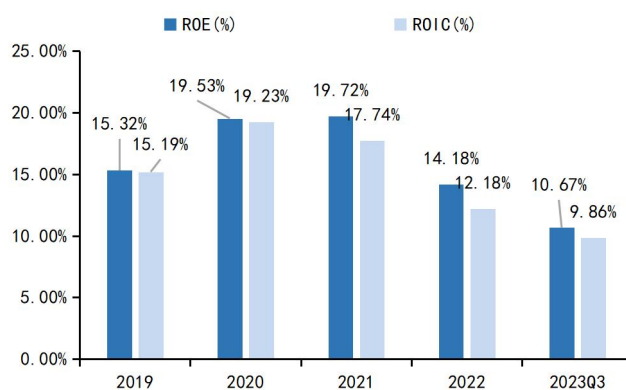
2019–2021 年公司 ROE 及 ROIC 水平持续上升，主要系 2018 年公司内部改革完成后，公司进一步改善经营战略、合理优化人员结构，ROE 及 ROIC 改善主要来自杠杆率与总资产周转率提升；2022 年 ROE 及 ROIC 下滑，主要系 22 年 8 月公司定向增发 15.2 亿元（用于良信海盐研发及制造基地项目建设），使得公司净资产大幅提升所致。

图9：公司期间费用占比情况变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司平均 ROE、ROIC 变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

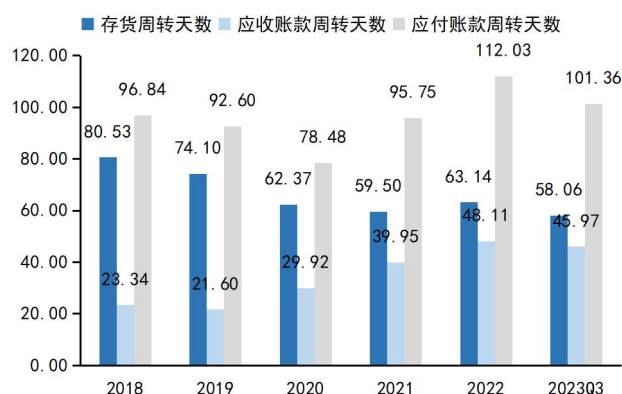
长期以来，公司经营性活动净现金流为正，截至 2023Q3 公司经营性现金流为 3.08 亿。其中，2020 年经营活动产生的现金流量净额为 6.33 亿元，同比增加 91.2%，主要是公司收入规模增长、现金回款及时所致，同时公司 2020 年末应付款项较 2019 年末增加 3.4 亿元，同比增长 103%，也为当期现金流大幅增长的核心因素。2023Q3 公司存货/应收账款/应付账款周转天数下降，主要系公司进一步加强产品和物料“归一化”及加强供应链数字化所致。

图11：公司经营活动净现金流及归母净利润对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司营运能力指标变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司分红及融资分析

公司分红方面，上市至今公司现金分红逐年增加，累计分红 14.68 亿，2015 年以来长期稳定在 50% 以上的股利支付率，其中 2022 年公司分红 4.49 亿，股利支付率为 106.4%。

公司融资方面，公司上市至今直接融资 24.11 亿元。其中，22 年 8 月公司定向增发 15.2 亿元，主要用于良信海盐研发及制造基地项目建设，2023 年 9 月公司使用募集资金 1.5 亿元向全资子公司良信电器(海盐)有限公司进行增资，截至 2023 年底海盐工厂搬迁完成进度已为 95%。

图13: 公司现金分红及股利支付率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 公司融资情况

公告日期	融资方式	募资总额(亿元)	发行日至今涨跌幅
2022-08-23	定向增发	15.2	-51.7%
2016-04-06	定向增发	5.1	16.7%
2014-01-09	首发	4.11	273.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

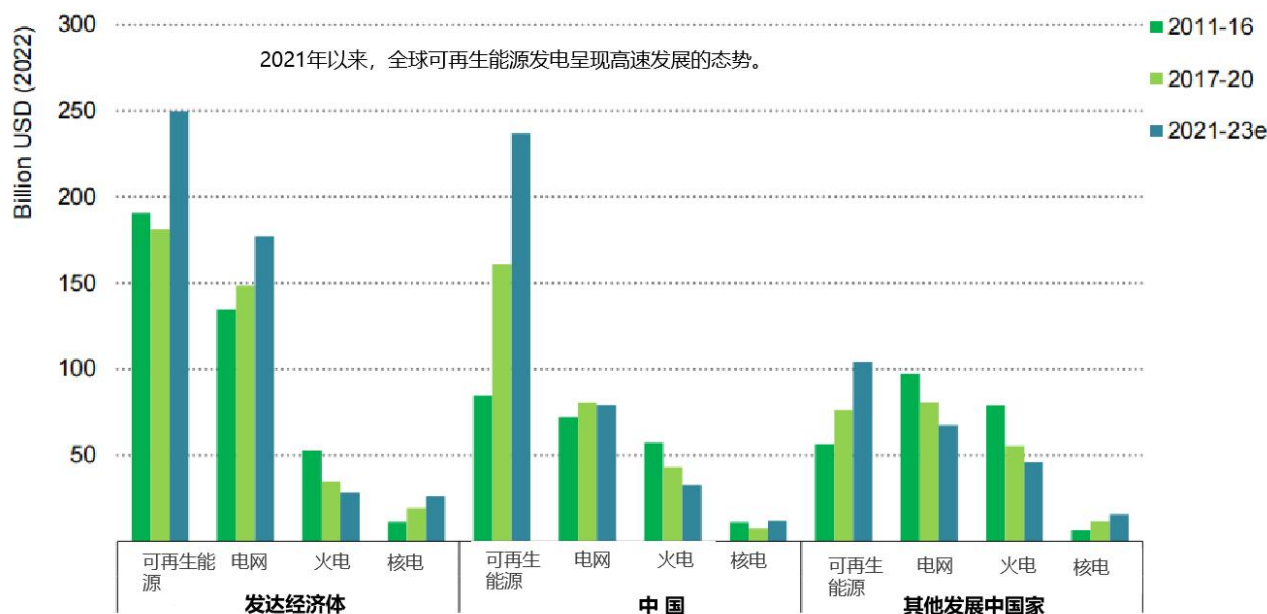
行业概况

全球低压电器市场发展趋势

随着全球碳中和进程的推进，全球新能源装机快速发展。根据国际能源署的统计，2021 年以来全球各主要经济体的可再生能源投资大幅提升，并在 2022 年合计达到 6000 亿美元左右，其中发达国家可再生能源年均投资额在 2021-2023 年达到 2500 亿美元，中国紧随其后达到 2400 亿美元。

而电网投资总额方面，发达经济体也实现一定增长，但与可再生能源发电的差距在拉大；中国和其他发展中国家，电网投资则处于相对持平甚至下降的趋势。对未来的电力消纳和电气化转型形成了一定的制约。

图15: 2011-2021 年全球电力投资情况 (十亿美元)

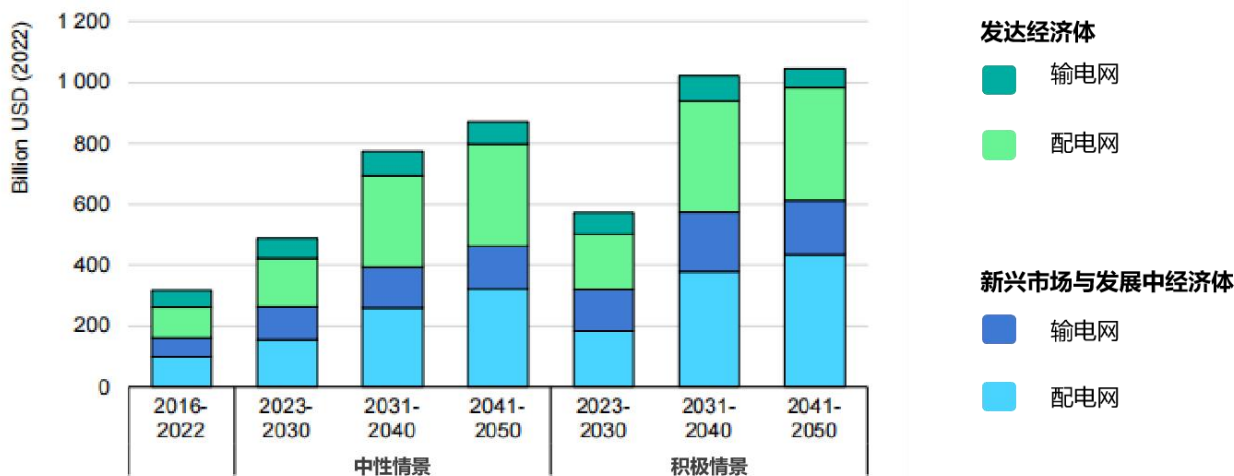


资料来源: IEA 世界能源投资 2023 (World Energy Investment 2023), 国信证券经济研究所整理

因此, 为能够为低碳能源转型提供完善的电力传输保障, 电网投资需要跟随可再生能源和用能终端电气化的发展而提高投资强度。2016-2022 年, 全球电网平均年投资近 3200 亿美元, 与前十年 (2006 - 2015 年) 相比, 略微增长约 10%。为了满足未来对广泛电气化的需求和可再生能源的增长, 电网投资强度需要大幅提升。IEA 预测 2023-2030 年, 全球电网年均投资额将提升至 5000 亿美元, 到 2030 年超过 6000 亿美元, 较当前市场规模翻倍。

2031-2040 年期间, 中性情景下年均电网投资将提升至 7750 亿美元, 在接下来的十年 (2041-2050 年) 增长到每年 8700 亿美元。而在积极情境下, 自 2031 年以后全球年均电网投资额将直接超过 1 万亿美元。

图16: 全球输配电网投资额 (十亿美元, 中性与积极情景)



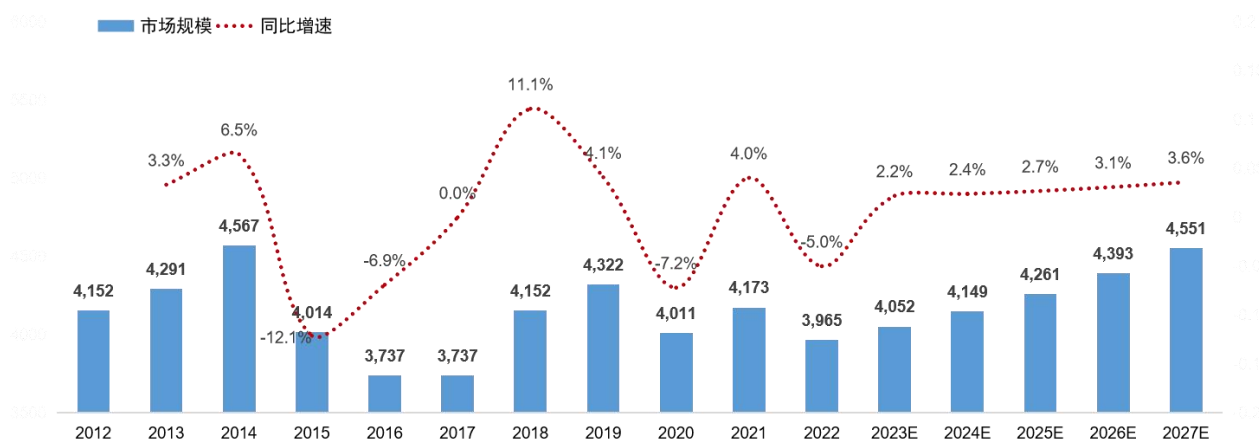
资料来源: IEA (2022) 世界能源展望 2022 (World Energy Outlook 2022) 国信证券经济研究所整理及预测

全社会用电量是低压电器市场规模增长的根本驱动力, 全球经济稳步发展产生庞大总需求, 社会用电量持续上升, 为全球低压电器行业提供可观的消费市场。

国际能源署 (IEA) 预计全球电力需求将以每年 2.7% 的速度增长, 从 2021 年的不到 25 万亿千瓦时增加一倍多, 到 2050 年接近 54 万亿千瓦时。而如果考虑电气化率快速提高, 那么在积极假设下, 2050 年电力需求长期复合增速将达到 3.2%, 届时全球用电量可能超过 62 万亿千瓦时。

根据电器行业咨询机构格物致胜的预测, 2023-2027 年全球低压电器的市场规模将从 4052 亿元稳步增长至 4551 亿元, 行业年均复合增速为 2.2%-3.6%。

图17: 全球低压电器市场规模 (亿元) 及展望



资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理及预测

美洲 (含大洋洲) 和欧洲是全球低压电器最大的两个市场, 二者占比超过 60%, 其次是中国, 占整体市场的 20%+。

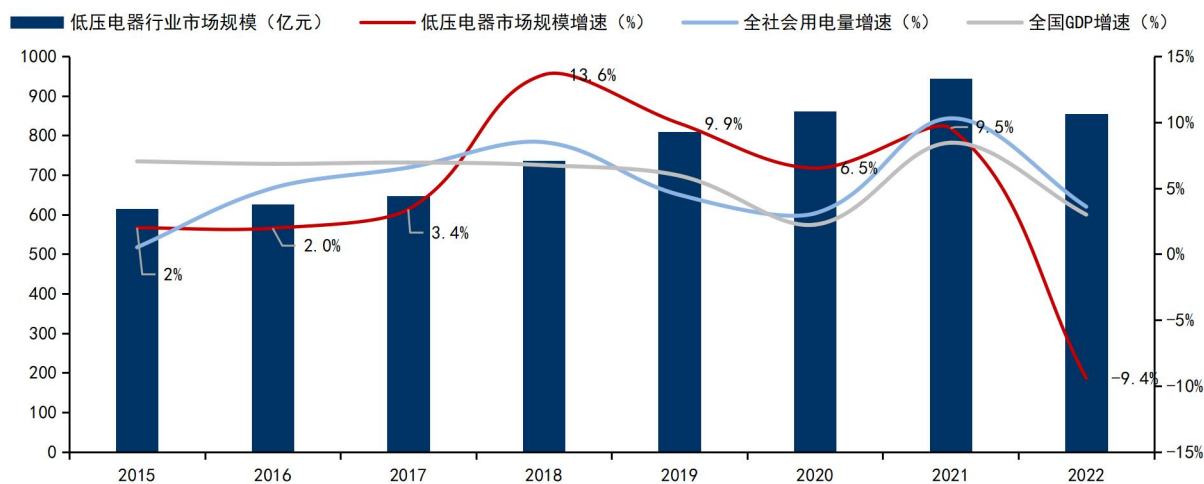
表3: 全球低压电器市场规模区域细分 (2022, 亿元)

企业	区域市场 (亿元)	区域占比	2022-2027 CAGR	2027 市场规模 (亿元)
美洲	1281.2	32.3%	3.0%	1485
欧洲	1192.7	30.1%	2.6%	1356
中国	855.5	21.6%	2.9%	987
亚洲 (不含中国)	494.0	12.5%	2.0%	545
非洲	141.1	3.6%	4.7%	178

资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理

受我国经济平稳运行发展, 全社会固定资产投资稳定增长, 我国低压电器市场规模 10 年复合增速 4.1%, 除了 2022 年受下游地产等行业景气度低影响, 其余年份均保持正增长。

图18: 国内低压电器行业市场规模及增速 (对比宏观数据增速)



资料来源: Wind, 格物致胜, 国信证券经济研究所整理及预测

低压电器下游行业分析

低压电器以“三断一接”为主, 是配电系统结构的基石。低压电器主要是以交流 1200V、直流 1500V 为界, 将低于界限的用于实现对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。低压电器是低压配电系统和低压配电网的结构基石, 工业、农业、交通、国防和一般的居民用电领域大多采取低压供电, 电力通过高压电路传输后, 必须经过各级变电所逐级降压, 再通过各级配电系统分配, 最终进入终端用户。低压电器主要产品结构“三断一接”指框架断路器、塑壳断路器、微型断路器、接触器, “三断一接”产品市场规模金额占整体低压电器产品的 86%左右。

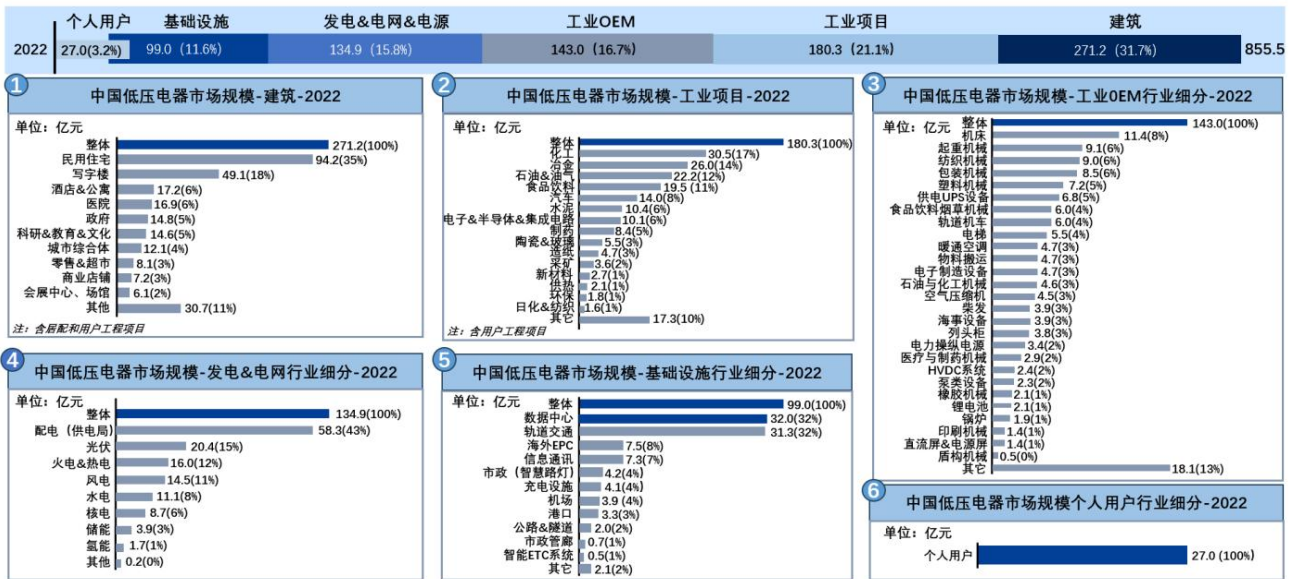
表4: 公司低压电器产品分类

产品类别	产品样式	代表产品	功能	应用场景
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、软起动器、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、储能以等领域。
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，国信证券经济研究所测算整理

低压电器下游涵盖建筑、工业项目及 OEM、发电和电网及基础设施等多个经济支柱产业。随着近年来我国国民经济平稳发展，固定资产的投资得以持续增长，带动了我国工业、建筑业及社会用电量的稳步增长。同时，随着疫情后经济的复苏、“双碳”、数字化等重大趋势，我国房地产、工业、电网、基础设施都呈现出较强的增长态势，拉动了我国低压电器行业规模的快速增长。根据格物致胜数据，2022 年受基础设施领域投资增速放缓项目数量减少等多种因素，使得 2022 年我国低压电器行业规模有所下滑，2022 年我国低压电器行业市场规模为 855.5 亿元，同比下降 9.4%。下游市场中建筑行业市场占比最高为 31.7%，其次为工业项目占比 21.1%、工业 OEM 占比 16.7%、发电、电网及电源占比 15.8%、基础设施占比 11.6%、个人用户占比 3.2%。

图19: 国内低压电器市场用户行业细分

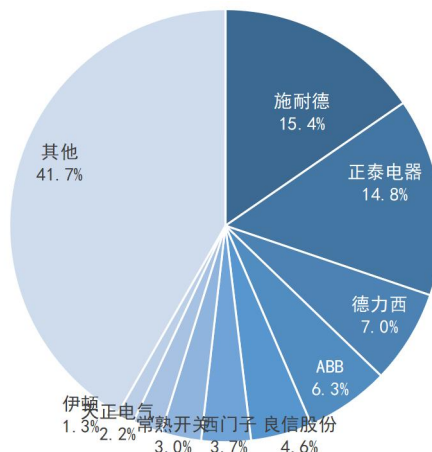


资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理及预测

国产龙头加速替代, 市场集中度逐步提升。2022年施耐德、德力西、ABB等头部外资份额合计为33.7%, 相较2021年提升了1.0pct。以正泰、良信等为代表的国产品牌持续崛起, 20亿元以上级别的国产品牌市场份额由2011年的19.6%提升至2022年的23.7%, 国产品牌市占率提升了4.1pct, 其中良信从2011年的2.6%提升至2022年的3.7%, 提升了1.1pct。市场集中度方面, 低压电器CR5由2011年38.7%提升至2022年的48.1%, 提升了9.4pct, 多年来市场集中度逐步提升。

图20: 2022年国内市场份额及规模 (CR5为48.1%)

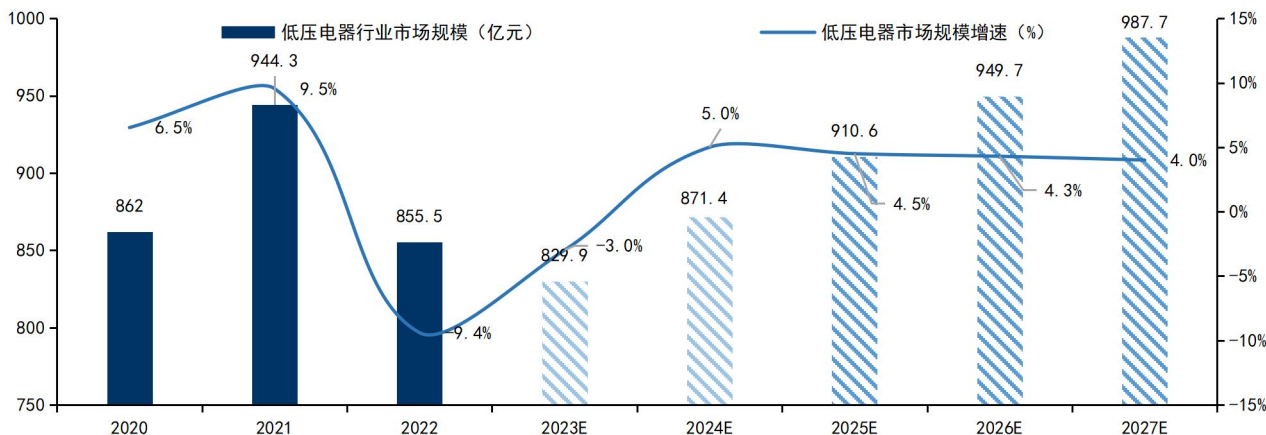
规模体量	公司名称	收入规模及市占率
100-150亿级别	施耐德	132.1 (15.4%)
	正泰	126.9 (14.8%)
50-100亿级别	德力西	60.1 (7.0%)
	ABB	54.0 (6.3%)
20-50亿级别	良信	39.5 (3.7%)
	西门子	31.9 (3.7%)
	常熟	25.4 (3.0%)
	天正	19.1 (2.2%)
5-10亿级别	伊顿	11.0 (1.3%)
	上海人民	8.9 (1.0%)
	北元	7.7 (0.9%)
	泰永	7.2 (0.8%)
	LS	6.5 (0.8%)
	中熔电气	5.7 (0.7%)
	环宇	5.6 (0.7%)
	AEG	5.3 (0.6%)
	宏发	5.0 (0.6%)
	三菱	5.0 (0.6%)



资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理及预测

随着新能源行业中光伏、风电、储能装机量快速提升, 低压电器在风光储、新能源车行业的需求将迎来高速增长。在传统房地产、工建、公商建领域市场需求稳定增长。根据格物致胜数据预测, 国内低压电器2023-2025年市场空间分别为829.9/871.4/910.6亿元, 同比增速分别为-3.0%/+5.0%/+4.5%。

图21: 2023-2027 年国内低压电器市场规模预测



资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理

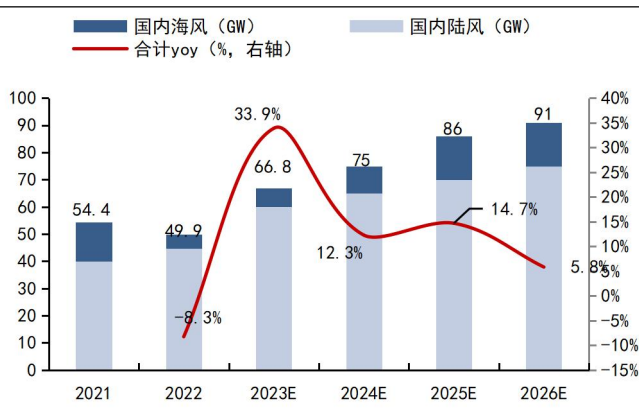
下游市场中, 新能源光伏、风电行业新增装机持续增长。根据 CPIA 数据, 2023 年国内新增光伏装机 216.88GW, 同比+148%, 全球新增装机约 390GW, 同比增长 71.8%。伴随着全球各国持续积极推进“双碳”工作, 努力提升新能源在能源结构中的占比, 我们预计 2024-2026 年全球光伏新增装机有望达 458.9/526.7/595GW, 三年 CAGR 为 19%; 其中 2024-2026 年国内新增装机预计为 225/245/260GW, 同比增长 3.7%/8.9%/6.1%。根据 CWEA 预计, 2023 年国内新增风电装机 66.8GW, 同比增长 33.9%。我们预计 2024-2026 年国内新增装机有望达 75/86/91GW, 同比增长 12.3%/14.7%/5.8%。

图22: 全球及中国光伏新增装机预测



资料来源: CPIA, 国信证券经济研究所预测

图23: 中国风电新增装机预测



资料来源: CWEA, 国信证券经济研究所预测

车企降价促销、政策积极助推, 电动车销售有望逐步回暖。根据乘联会数据, 2023 年中国新能源汽车销量约为 829 万辆, 同比增长 33.6%。2024 年 3 月 1 日, 国务院常务会议审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 《方案》提出“鼓励汽车等消费品以旧换新, 形成更新换代规模效应”, 我们认为在新车型集中上市、现有车型性价比持续提升、政策支持等多因素的共同推动下, 电动车销售将有望持续回暖。我们预计 2024-2026 年国内新能源汽车销量有望达 987/1138/1278 万辆, 同比增长 19.0%/15.3%/12.3%。

政策鼓励叠加渗透率提升，充电桩需求快速增长。根据中国充电联盟数据，2023年国内充电桩新增量约为339万台，同比增长31%。2024年2月29日，在中共中央政治局第十二次集体学习会议上，习近平总书记指出，“要适应能源转型需要，进一步建设好新能源基础设施网络，加快构建充电基础设施网络体系，支撑新能源汽车快速发展”，我们认为在政策支持和实际需求的共同推动下，充电桩数量有望快速增长，预计2024-2025年国内充电桩新增装机量有望达418/484万台，同比增长24%/16%。

图24：中国新能源汽车销量预测



资料来源：GGII, Marklines, 乘联会, 国信证券经济研究所预测

图25：中国充电桩新增量预测

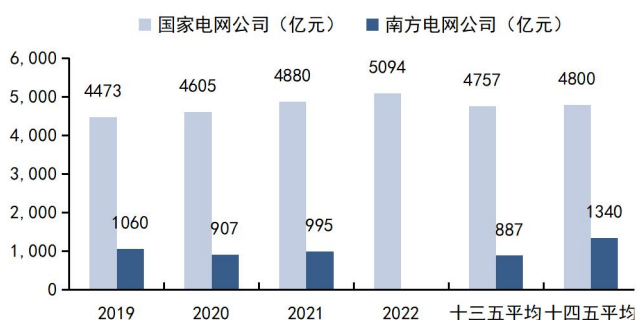


资料来源：中国充电联盟, 国信证券经济研究所预测

“十四五”我国电网投资有望保持稳健增长。“十四五”期间，国家电网计划实现电网投资2.4万亿元，南方电网规划实现电网投资约6700亿元，两大电网公司合计投资总额将达到3.07万亿元，较“十三五”期间投资总额增长8.8%。2024年3月1日，国家发改委、国家能源局发布的《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》指出，到2025年，配电网网架结构更加坚强清晰，供配电能力合理充裕；配电网承载力和灵活性显著提升，具备500GW左右分布式新能源、1200万台左右充电桩接入能力。我们认为未来国内将进一步建设好新能源基础设施网络，推进电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电网对清洁能源的接纳、配置和调控能力，电网投资有望保持稳健增长。

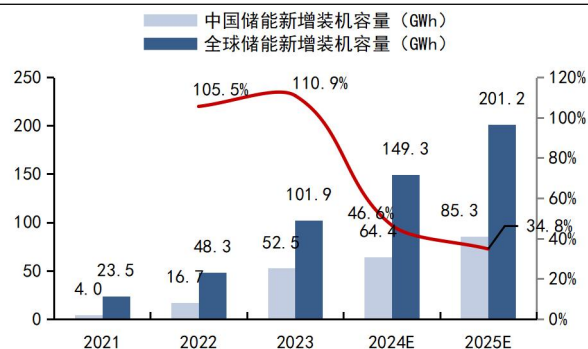
国内储能招标量大幅增长，储能新增装机将持续增长。根据CNESA数据，2023年国内新增储能装机容量约为52.5GWh，同比增长215%。根据北极星储能网招标信息汇总，2023年国内储能系统招标容量为82.8GWh，同比增长265%国内储能招标量大幅增长，储能新增装机将持续高增。我们2024-2025年全球储能新增装机容量为149.3/201.2GWh，同比增长46.6%/34.8%；其中，2024-2025年国内储能新增装机容量有望达64.4/85.3GWh，同比增长23%/33%。

图26: 国家电网、南方电网“十三五”与“十四五”电网投资



资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图27: 全球及中国储能新增装机容量预测



资料来源: WoodMackenzie, CNESA, 国信证券经济研究所预测

公司业务分析

公司下游市场涵盖新能源、建筑及电网等多个重点行业

良信逐步实现在建筑、电力、新能源、工控、工业建筑、公商建等重点行业中的突破, 并稳步拓展智能家居、新能源汽车及充换电、智能电网等新兴市场。其中在新能源汽车领域, 公司与零跑、长安汽车等建立合作; 光储能领域, 公司与阳光电源、宁德时代、科华数据等国内光伏逆变器、储能系统龙头设备商达成深度合作; 风电领域, 公司主要客户为风电变流器企业禾望电气及整机厂金风科技、远景能源、明阳智能等; 充电桩领域, 公司与星星充电、北汽福田等达成长期合作。根据格物致胜对主要企业的分析, 2022年良信在新能源领域的销售额占公司总销售比例为14.1%, 该比例在低压电器行业前五名中排名第二。

图28: 国内低压电器行业各细分市场规规模对比 (亿元)

公司	工业项目	工业OEM	建筑	发电&电网	基础设施	个人用户
施耐德	43.5	19.9	33.8	7.4	26.2	1.3
正泰	26.2	31.1	36.9	15.7	6.9	10.1
德力西	6.6	11.5	19.3	10.9	6.8	4.8
ABB	22.8	11.9	7.3	4.2	7.2	0.7
良信	9.1	3.1	19.6	5.6	2.0	0.2
西门子	12.0	5.0	4.1	2.3	8.3	0.2
常熟	9.1	5.0	3.1	6.6	1.3	0.3
天正	2.4	3.6	7.3	2.6	2.0	1.3
上海人民	1.2	0.8	0.9	5.6	0.3	0.2
公牛	0.1	0.1	1.8	0.1	0.1	1.9
其他	47.4	51.1	137.3	73.8	37.9	5.9

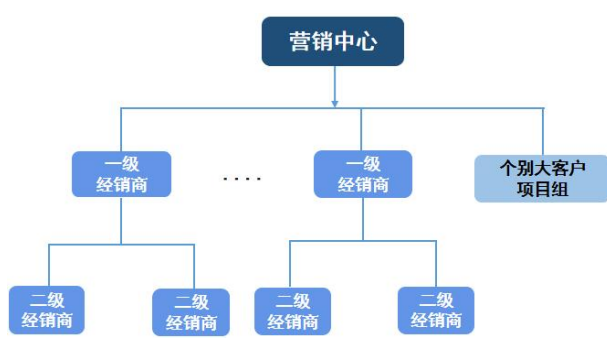
资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所整理

公司主打“直销+定制”商业销售模式

低压电器行业销售模式包括大客户直销和经销商分销。低压电器主要以符合通用规格的标准化产品为主, 该产品具有量大面广、单位价值较小、下游应用广泛的特点, 行业内企业出于营销成本及渠道建设考虑, 主要采取经销模式进行销售。除此之外, 有部分厂商专注以方案解决商和系统运营商的形式直接面向下游客户提

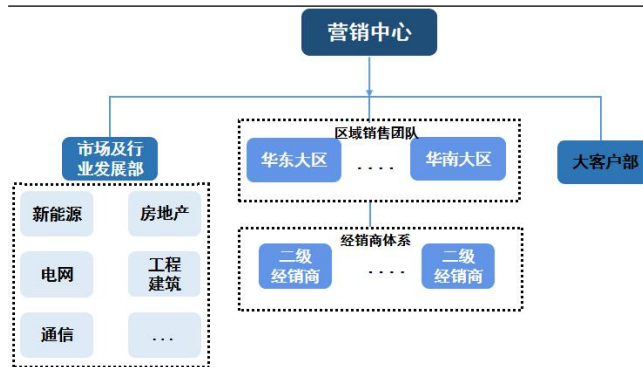
供成套低压电器设备及配套服务。

图29：施耐德及正泰电器采用分销商销售模式



资料来源：施耐德、正泰电器官网，国信证券经济研究所整理

图30：良信电器采用行业大客户直销模式

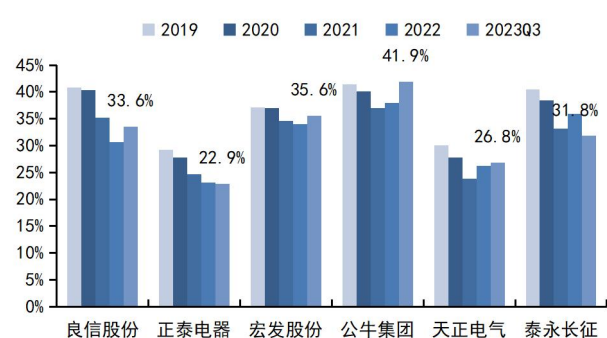


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

销售模式方面，良信选择在直销模式下建立营销中心，大客户部负责重点客户的直销和服务，进行定制化开发并提供整体解决方案。其中，营销中心下设 4 大平台、7 大行业、5 个大区共 43 个办事处。“直销+定制”模式下，良信具备了完整的新能源行业整体解决方案，聚焦客户结构优质，绑定华为、阳光等行业龙头进行行业直销，并建立了长期稳定的合作关系；另外，良信产品定制化程度高，公司利用企业定制化解决方案，在前期就能根据客户的业务场景，以及产品的需求特点来定制设计产品，并且和客户一起开发，助力客户抢占技术先机，同时降低客户运营成本。

主打“直销+定制”模式，良信毛利率及销售费用率双高。对比大客户直销和经销商分销的商业模式，因产品及解决方案定制化服务，良信多年来毛利率略高于行业平均水平，同时因主要以大客户直销销售，公司销售费用率也略高于行业平均水平。

图31：公司与可比公司毛利率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：公司与可比公司销售费用率对比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

良信加大研发投入，近年来在知识产权、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处于行业领先水平。另外，在自产率方面，良信在元器件自产能力较强，能带来更好的质量把控，成本更低，对于改进型号，可更快响应客户半定制需求。

表5: 低压电器公司研发和制造能力对比

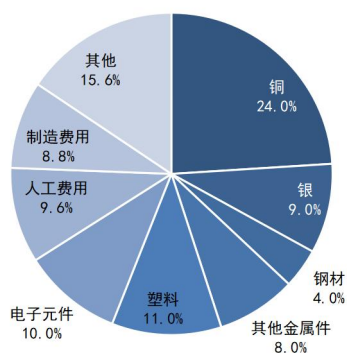
公司	自产率	研发人员	发明专利	发明专利授权	实验室能力	产学研
施耐德	80%-90%	1000+	1000+	1000+	非常完善	非常完善
正泰	90%-100%	1800+	1500+	1200+	非常完善	非常完善
良信	70%-80%	540+	700+	450+	比较完善	比较完善
常熟	70%-80%	500+	380+	230+	比较完善	比较完善
天正	80%-90%	470+	80+	50+	一般	一般

资料来源: 格物致胜, 国信证券经济研究所测算整理

公司产品成本分析

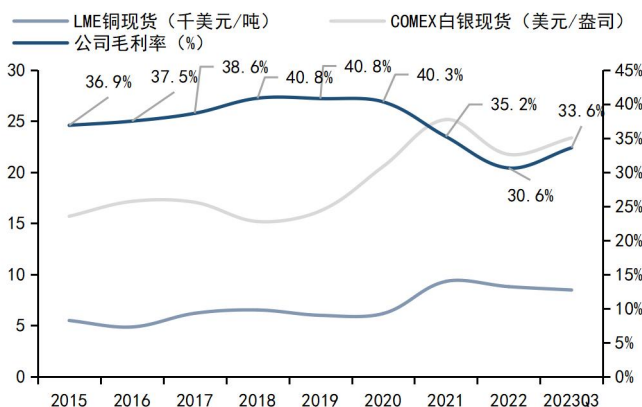
铜、银等金属件原材料在低压电器成本中占比为 45%，大宗商品价格影响产品毛利率。低压电器厂商主要采购金属件、塑料件、电子元件等零部件，基础原材料以铜、银、钢材、塑料为主，原材料成本占产品总成本比重较大，原材料价格的波动对主营业务毛利率的影响较大。

图33: 低压电器成本结构



资料来源: 公司招股书、观研天下, 国信证券经济研究所整理

图34: 大宗商品价格与公司毛利率的相关性

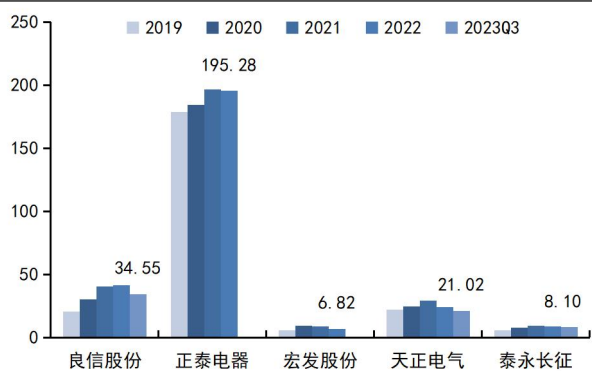


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

同行业比较

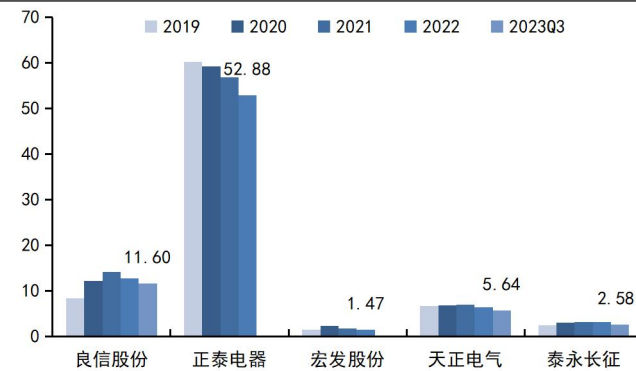
公司营业收入和毛利润处于行业领先水平。2019-2022 年公司营收稳中有升，毛利润呈现先上升后下降的趋势。我们选取了低压电器行业中多家上市公司作为对比，其中正泰电器数据为公司的低压电器业务（2022 年低压电器业务占总营收比为 42.5%）、宏发股份数据为公司的电气产品业务（宏发股份主营业务为继电器业务，2022 年电气产品业务占总营收比为 5.8%），在与同行业对比中，公司营收和毛利润处于行业领先水平，与公司在低压电器行业的领先地位相匹配。

图35: 公司与可比公司营业收入对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 正泰电器数据为公司低压电器业务、宏发股份数据为公司电气产品业务

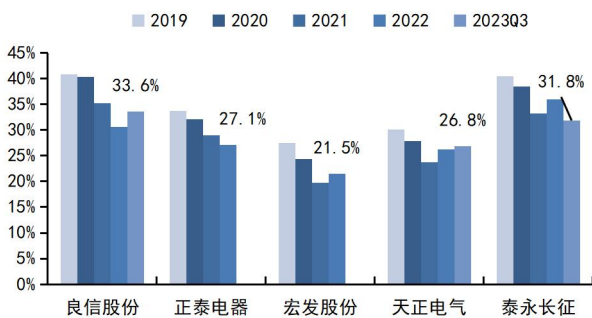
图36: 公司与可比公司毛利润对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 正泰电器数据为公司低压电器业务、宏发股份数据为公司电气产品业务

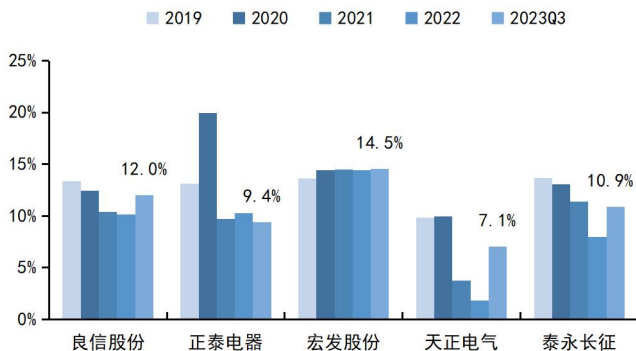
公司毛利率底部回升, 处于行业较高水平。2023Q3 公司毛利率 33.6%, 同比提升 4.0pct, 环比下降 0.4pct, 毛利率同比提升, 主要系公司新能源等产品占比提升、提效降本措施的推进、大宗材料价格的下降等因素所致。在与同行业对比中, 多年来公司毛利率处于行业领先水平, 也主要系公司持续投入研发, 且采用“大客户直销+定制化”的商业模式所致。

图37: 公司与可比公司毛利率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
注: 正泰电器数据为公司低压电器业务、宏发股份数据为公司电气产品业务

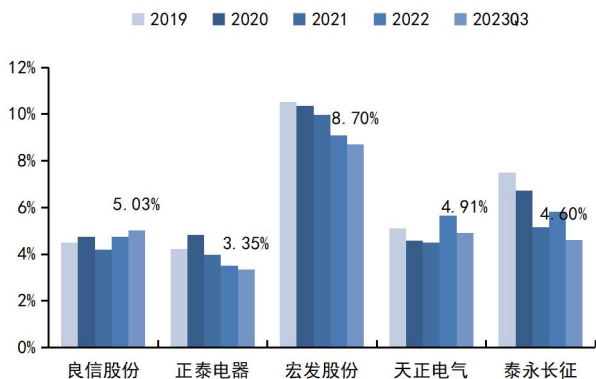
图38: 公司与可比公司净利率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

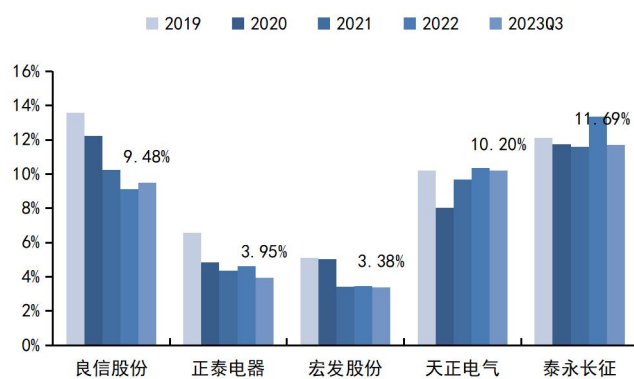
公司期间费用率支出较为平稳, 处于行业平均水平。2019-2022 年公司期间费用率较为平稳, 在与同行业对比中, 公司管理费用率及销售费用率处于同行业中平均水平; 另外, 公司设立市场与行业发展部以满足客户的定制化及非标需求, 多年来公司持续加大研发投入, 研发费用率水平高于行业平均水平。

图39: 公司与可比公司管理费用率对比 (%)



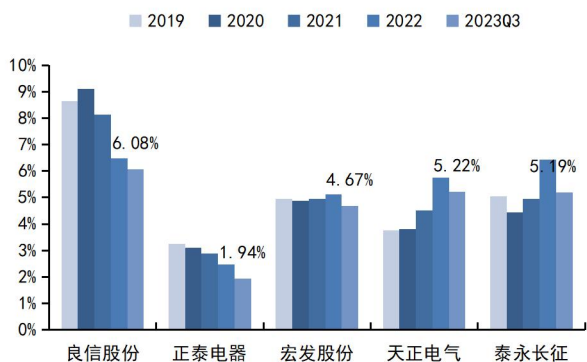
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图40: 公司与可比公司销售费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图41: 公司与可比公司研发费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

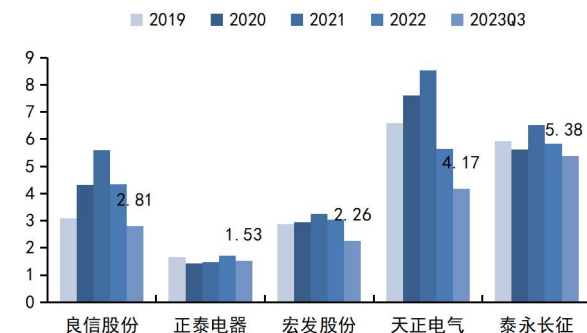
图42: 公司与可比公司财务费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

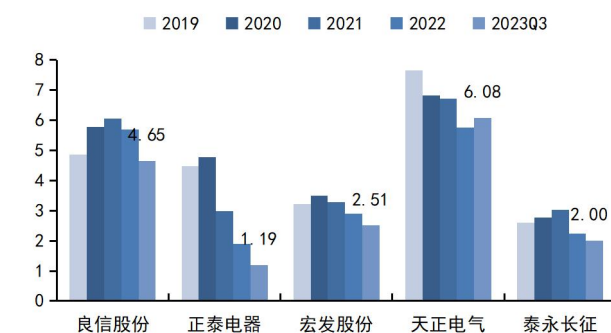
公司营运能力处于行业较高水平。公司固定资产周转率、存货周转率位于行业平均水平, 应收账款周转率、应付账款周转率高于行业平均水平, 主要系公司采用“大客户直销”的销售模式, 且客源较为优质, 使得公司的信用账期相对较短; 另外, 公司进一步加强产品和物料“归一化”及加强供应链数字化, 持续提高营运能力水平。

图43: 可比公司固定资产周转率 (次)



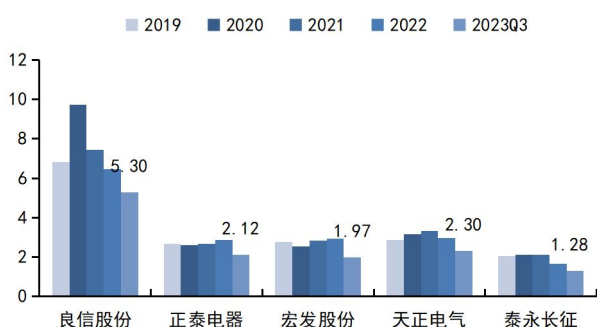
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 可比公司存货周转率 (次)



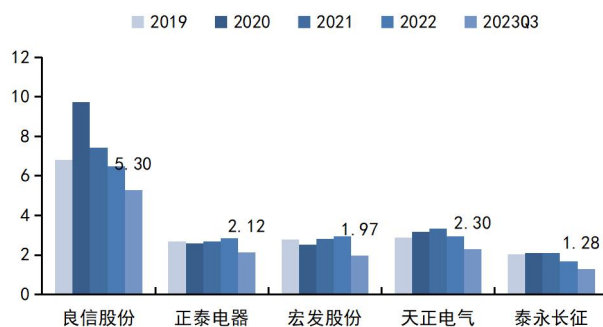
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图45: 可比公司应收账款及应收票据周转率 (次)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

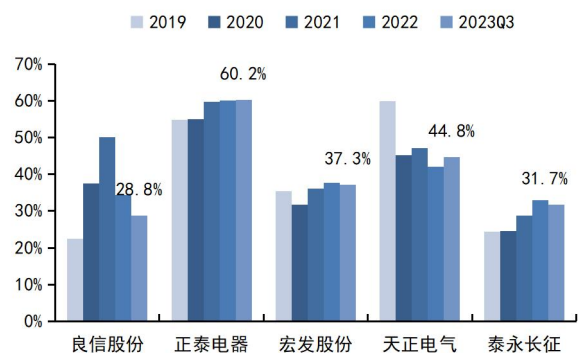
图46: 可比公司应付账款周转率 (次)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

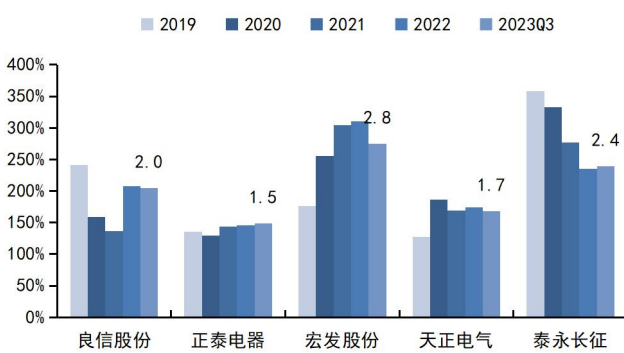
公司资产负债率、偿债能力目前处于行业平均水平。长期偿债能力方面, 2019-2023Q1 公司资产负债率呈先上升后下降趋势, 目前与可比公司相比, 处于平均水平。短期偿债指标来看, 2021 年及以后公司速动比率、流动比率均有较大幅度提升, 目前均处于行业内较高水平。

图47: 公司与可比公司资产负债率对比 (%)



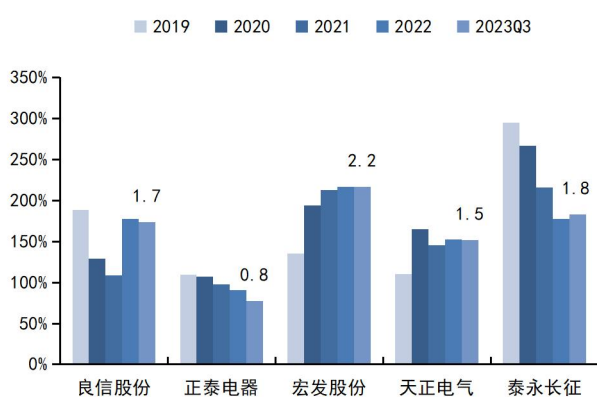
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图48: 公司与可比公司流动比率对比 (%)



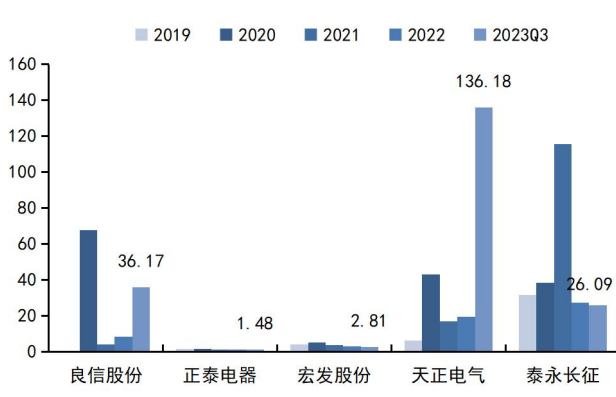
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图49: 公司与可比公司速动比率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图50: 可比公司归属母公司股东的权益/带息债务



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

我们根据下游不同行业对公司业绩进行拆分和预测。我们预计 2023-2025 年公司整体营收分别为增速分别为 8.2%/18.2%/17.5%，公司整体毛利率为 32.5%/32.5%/32.8%，公司未来业绩的主要增长点来源于新能源板块中储能、氢能、充电桩等新兴环节的高速增长，以及智能家居、工商业建筑等细分市场。其中：

- **发电&电网板块业务：**伴随着光伏、风电、储能、电网设备市场快速发展，公司发电&电网板块业务将保持快速增长，我们预计 2023-2025 年公司发电&电网业务占比为 40.0%/44.5%/45.7%，占比份额持续提升，预计实现营业收入 18.7/23.7/28.5 亿元，同比 +12.3%/+26.8%/+20.5%，毛利率为 29.2%/30.7%/30.6%。
- **建筑板块业务：**伴随着工业、民用建筑市场稳定发展，公司建筑板块业务将保持平稳增长，我们预计 2023-2025 年公司建筑业务占比为 38.0%/35.5%/34.7%，实现营业收入 17.1/18.9/21.7 亿元，同比 +2.8%/+10.5%/+14.6%，毛利率为 39%/38.%/39%。

表6: 主营业务假设

		2022	2023E	2024E	2025E	2026E
建筑	营收（百万元）	1662.8	1710.0	1890.0	2165.4	2458.4
	yoy（%）		2.8%	10.5%	14.6%	13.5%
	毛利率（%）	37.0%	39.0%	38.0%	39.0%	39.0%
	毛利润（百万元）	615.2	666.9	718.2	844.5	958.8
工业项目	营收（百万元）	415.7	450.0	517.5	588.7	677.0
	yoy（%）		8.2%	15.0%	13.8%	15.0%
	毛利率（%）	25.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
	毛利润（百万元）	103.9	126.0	144.9	164.8	189.5
发电&电网	营收（百万元）	1662.8	1867.5	2368.1	2853.8	3360.2
	yoy（%）		12.3%	26.8%	20.5%	17.7%
	毛利率（%）	26.3%	29.2%	30.7%	30.6%	30.6%
	毛利润（百万元）	436.5	545.4	726.0	873.6	1027.3
工业 OEM	营收（百万元）	332.6	337.5	388.1	407.5	427.9
	yoy（%）		1.5%	15.0%	5.0%	5.0%
	毛利率（%）	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利润（百万元）	83.1	84.4	97.0	101.9	107.0
其他项目	营收（百万元）	83.1	135.0	155.3	232.9	349.3
	yoy（%）		62.4%	15.0%	50.0%	50.0%
	毛利率（%）	25.0%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
	毛利润（百万元）	20.8	37.8	43.5	65.2	97.8
合计	营收（百万元）	4157.1	4500.0	5319.0	6248.3	7272.7
	yoy（%）		8.2%	18.2%	17.5%	16.4%
	毛利率（%）	30.3%	32.5%	32.5%	32.8%	32.7%
	毛利润（百万元）	1259.6	1460.5	1729.6	2050.0	2380.4

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：2022 年为国信证券经济研究所估算数据

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下。未来几年期间费率逐步下降，主要系公司持续优化管理及销售成本，进一步加强产品和物料“归一化”及加强供应链数字化所致。

表7: 公司盈利预测核心假设

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	3.23%	8.25%	18.20%	17.47%	10.00%
营业成本/营业收入	69.4%	67.35%	67.29%	67.00%	69.00%
销售费用/销售收入	9.1%	9.10%	9.00%	8.70%	7.50%
管理费用/营业收入	4.75%	4.70%	4.40%	4.30%	4.00%
研发费用/销售收入	6.5%	6.50%	5.80%	5.00%	5.00%
营业税及附加/营业收入	0.59%	0.80%	0.80%	0.80%	0.50%
所得税税率	8.58%	11.00%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	20%	20.00%	20.00%	20.00%	30.00%

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

综上, 我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 45.00/53.19/62.48 亿元, 同比增长 8.2%/18.2%/17.5%; 实现归母净利润 5.22/6.40/8.38 亿元, 同比增长 23.8%/22.5%/31.0%, 当前股价对应 PE 分别为 16.3/13.3/10.2 倍。

表8: 公司盈利预测及市场重要数据

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,157	4,500	5,319	6,248	6,873
(+/-%)	3.2%	8.2%	18.2%	17.5%	10.0%
净利润(百万元)	422	522	640	838	910
(+/-%)	0.8%	23.8%	22.5%	31.0%	8.5%
每股收益(元)	0.38	0.47	0.57	0.75	0.81
EBITMargin	9.7%	11.6%	12.7%	14.2%	14.0%
净资产收益率(ROE)	14.2%	13.2%	14.4%	16.5%	14.7%
市盈率(PE)	20.2	16.3	13.3	10.2	9.4
EV/EBITDA	21.8	16.2	12.9	10.4	9.9
市净率(PB)	2.28	2.04	1.81	1.57	1.38

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值: 8.59-9.15 元

根据以下主要假设条件, 采用 FCFE 估值方法, 得出公司合理价值区间为 8.59-9.15 元, 较公司当前股价有 12%-19% 的溢价空间。

表9 资本成本假设(百万元)

无杠杆 Beta	1.62	T	15.00%
无风险利率	2.80%	Ka	13.36%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.62
公司股价(元)	7.6	Ke	13.36%
发行在外股数	1123	E/(D+E)	85.00%
股票市值(E)	8536	D/(D+E)	15.00%
债务总额(D)	0	WACC	11.99%
Kd	5.00%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为绝对估值的敏感性分析。

表 10 绝对估值的敏感性分析（元）

8.86	11.6%	11.8%	12.0%	12.2%	12.4%
2.6%	9.56	9.33	9.12	8.91	8.71
2.4%	9.46	9.24	9.03	8.83	8.63
2.2%	9.36	9.15	8.94	8.74	8.55
2.0%	9.27	9.06	8.86	8.67	8.48
1.8%	9.18	8.97	8.78	8.59	8.41
1.6%	9.09	8.89	8.70	8.51	8.33
1.4%	9.01	8.81	8.62	8.44	8.27

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：8.31-8.71 元

公司主营业务为低压电器，产品设计新能源、工商业建筑、电动汽车充电桩等行业，我们选取同为低压电器的头部企业作为可比公司：正泰电器为低压电器及光伏行业头部企业（2023H1 公司户用光伏业务占比 59%，低压电器业务占比 41%，户用光伏业务分部估值较低）、宏发股份为继电器头部企业（根据格物致胜数据，2022 年公司低压电器销售 5 亿，占国内市场份额为 0.6%）、中熔电气为新能源电力熔断器行业头部企业（根据格物致胜数据，2022 年公司低压电器销售 5.7 亿，占国内市场份额为 0.7%）。考虑到公司业绩复合增速高于可比公司，给予 24 年高于均值 5-10% 的估值溢价，得到公司合理相对估值股价区间为 8.31-8.71 元，较公司当前股价有 10%-15% 的溢价空间。

表 11 可比公司估值表

公司代码	公司名称	总市值(亿元) (24.03.05)	归母净利润(亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601877	正泰电器	448	44.2	52.4	63.2	10.1	8.6	7.1
600885	宏发股份	260	14.3	17.6	20.9	18.2	14.8	12.5
301031	中熔电气	63	1.8	3.4	4.9	34.6	18.3	12.8
					均值	21.0	13.9	10.8
002706	良信股份	85	5.2	6.4	8.4	16.2	13.2	10.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 45.00/53.19/62.48 亿元，同比增长 8.2%/18.2%/17.5%；实现归母净利润 5.22/6.40/8.38 亿元，同比增长 23.8%/22.5%/31.0%，当前股价对应 PE 分别为 16.3/13.3/10.2 倍。综合考虑 FCFE 估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为 8.71-9.15 元，对应 2024 年动态 PE 区间为 14-16 倍，较公司当前股价有 15%-21% 的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采用了绝对估值和相对估值方法，多角度综合分析得出公司的合理估值在 8.71-9.15 元之间，但是该估值是建立在较多假设前提的基础上计算得来，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 WACC 的计算、永续增长

率的假定和可比公司的估值参数的选择，其中都加入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体如下：

- 1、可能对公司未来长期保持较好的收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权平均资本成本 WACC 对公司的估值影响较大，我们在计算 WACC 时采用的无风险利率 2.8% 的取值都有可能偏低，导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处的主要行业为电力设备行业，目前成长性良好，下游需求景气度较高，但是远期面临行业增长减慢甚至下滑的可能性，那么公司持续成长实际偏低或者负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值我们主要关注公司 2024 年估值，选取可比公司 2024 年平均 PE 作为参考，给予公司 24 年高于行业均值 5-10% 的估值溢价，最终判断公司 2024 年合理的 PE 在 15-16 倍之间。上述估值方法存在以下风险：选取的可比公司，各公司对应下游应用存在差异，市场竞争要素和格局存在区别，行业整体估值水平偏高。

盈利预测的风险

价格/毛利率下降的风险：若国内市场低压电器行业产能较多导致行业竞争加剧，则可能存在产品价格大幅下降的风险。

政策风险

政策支持力度：新能源、建筑及电网项目开发属于重资产、长周期投入，对于各国政策支持力度依赖性较强。若国内后续对于电力基础设施项目开发支持力度低于预期，则行业增速有低于预期的风险。

其他风险

新能源等下游市场需求增速不及预期的风险；产能投产不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	615	931	1513	2182	2930	营业收入	4027	4157	4500	5319	6248
应收款项	663	622	493	583	685	营业成本	2609	2885	3031	3579	4186
存货净额	508	504	715	845	993	营业税金及附加	17	24	36	43	50
其他流动资产	710	827	455	429	419	销售费用	412	378	410	479	544
流动资产合计	2504	3454	3193	4060	5050	管理费用	169	197	212	234	269
固定资产	1316	1684	1902	1799	1792	研发费用	328	270	293	309	312
无形资产及其他	160	162	171	181	190	财务费用	12	(2)	(16)	(24)	(33)
投资性房地产	414	404	315	319	312	投资收益	0	0	10	5	5
长期股权投资	25	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(66)	(3)	(20)	(20)	(20)
资产总计	4419	5705	5581	6359	7344	其他收入	77	23	35	20	20
短期借款及交易性金融负债	198	167	0	0	0	营业利润	425	421	541	685	905
应付款项	1298	1177	885	1045	1226	营业外净收支	23	40	46	26	26
其他流动负债	307	284	427	501	586	利润总额	447	461	587	711	931
流动负债合计	1841	1659	1357	1599	1874	所得税费用	29	40	65	71	93
长期借款及应付债券	327	259	(0)	(0)	(0)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	43	43	43	43	归属于母公司净利润	419	422	522	640	838
长期负债合计	371	302	43	43	43	现金流量表（百万元）					
负债合计	2213	1961	1400	1642	1917	净利润	419	422	522	640	838
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(43)	22	0	0	0
股东权益	2206	3743	4181	4717	5427	折旧摊销	75	80	93	113	118
负债和股东权益总计	4419	5705	5581	6359	7344	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	12	(2)	(16)	(24)	(33)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(112)	(232)	155	44	33
每股收益	1.09	0.38	0.47	0.57	0.75	其它	44	169	(26)	(29)	(38)
每股红利	0.00	0.08	0.09	0.11	0.15	经营活动现金流	382	461	744	768	951
每股净资产	5.76	3.33	3.72	4.20	4.83	资本开支	(591)	(483)	(320)	(20)	(120)
ROIC	20%	12%	14%	20%	27%	其它投资现金流	50	(644)	653	1	12
ROE	20%	14%	13%	14%	17%	投资活动现金流	(541)	(1127)	333	(19)	(108)
毛利率	35%	31%	33%	33%	33%	权益性融资	(16)	1339	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	12%	13%	14%	负债净变化	467	(361)	(426)	0	0
EBITDA Margin	14%	12%	14%	15%	16%	支付股利、利息	(234)	0	(84)	(104)	(128)
收入增长	34%	3%	8%	18%	17%	其它融资现金流	(12)	2	16	24	33
净利润增长率	11%	1%	24%	23%	31%	融资活动现金流	205	981	(495)	(80)	(95)
资产负债率	50%	34%	25%	26%	26%	现金净变动	46	315	582	669	748
息率	7.9%	0.0%	1.0%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	548	615	931	1513	2182
P/E	7.09	20.61	16.64	13.58	10.37	货币资金的期末余额	615	931	1513	2182	2930
P/B	1.34	2.32	2.08	1.84	1.60	企业自由现金流	(168)	(268)	391	746	829
EV/EBITDA	9.13	22.13	16.46	13.10	10.56	权益自由现金流	288	(627)	(21)	767	859

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032