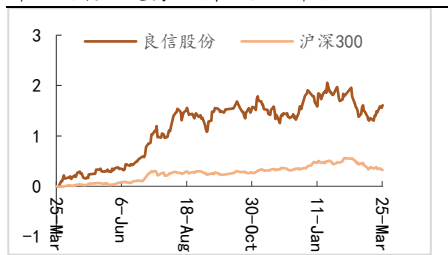


**评级： 买入**

王帅  
 首席分析师  
 SAC 执业编号：S0110520090004  
 wangshuai@sczq.com.cn  
 电话：86-10-5651 1892

**市场指数走势（最近1年）**


资料来源：聚源数据

**公司基本数据**

最新收盘价(元)	27.51
一年内最高/最低价(元)	32.28/10.26
市盈率(当前)	63.80
市净率(当前)	10.39
总股本(亿股)	7.85
总市值(亿元)	216

资料来源：聚源数据

**相关研究**
**核心观点**

- **事件**：公司于2021年3月26日发布2020年年报，公司实现营收30.17亿元，同比增长47.89%，实现归属于上市公司股东的净利润3.75亿元，同比增长37.49%，实现归属于上市公司扣除非经常性损益净利润3.48亿元，同比增长44.91%。
- **营收、利润双双稳健增长**：2018年以来，公司营业收入和归母净利润双双高速增长，在高端低压电器行业地位不断提升。公司核心业务配电电器和终端电器2020年营业收入增速分别达到56.1%和33.3%；公司控制电器和智能电工业务尚处于萌芽期，整体体量小但增速迅猛，2020年两板块业务增速分别达到75.9%和71.8%。
- **内外兼修——提高硬实力，开拓新市场**：内功方面，2020年公司研发费用率达到9.1%，研发支出同比增长55.8%。公司持续加大研发投入，积极引进核心人才、推进工艺平台建设。公司继续推进工艺平台建设，推广和应用新工艺，在微断、塑壳等多个产品上实现成果转化。积极推进数字化建设，整合良信协同类工作的信息化工具。外功方面，公司持续开拓重点客户，首次入围并中标联通、电信铁塔电源集采，成为浪潮、中原大数据、京东重庆江南大数据中心项目的供应商。在新能源行业，良信保持集中式逆变器主力份额定位，组串式逆变器实现跨越式增长，在海上风电实现突破。
- **下游需求旺盛，引领国产高端低压电器品牌突围**：低压电器应用领域极其广泛，下游行业主要包括地产、电力、通信、新能源、工业建筑、公商建、新能源汽车、工业控制等，其中传统行业不衰，新型行业成长喜人。目前国产品牌主要占据低压电器中低端市场，以项目型为主的高端市场空间广阔，公司有望引领国产品牌实现突围。
- **投资建议**：我们预计公司2021年、2022年和2023年实现营业收入为42.1亿元、59.0亿元和79.3亿元，对应归母净利润为5.0亿元、7.1亿元和8.8亿元，以昨日收盘价计算PE为41.9倍、29.8倍和24.0倍，给予公司买入评级。
- **风险提示**：低压电器原材料价格持续大幅上涨；宏观经济增速不达预期；项目型市场开拓进度不达预期；海盐基地投产速度不达预期。

**盈利预测**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营收(亿元)	30.2	42.1	59.0	79.3
营收增速(%)	48.0	39.7	40.1	34.4
净利润(亿元)	3.8	5.0	7.1	8.8
净利润增速(%)	37.5	34.2	40.9	24.2
EPS(元/股)	0.48	0.64	0.90	1.12
PE	56.3	41.9	29.8	24.0

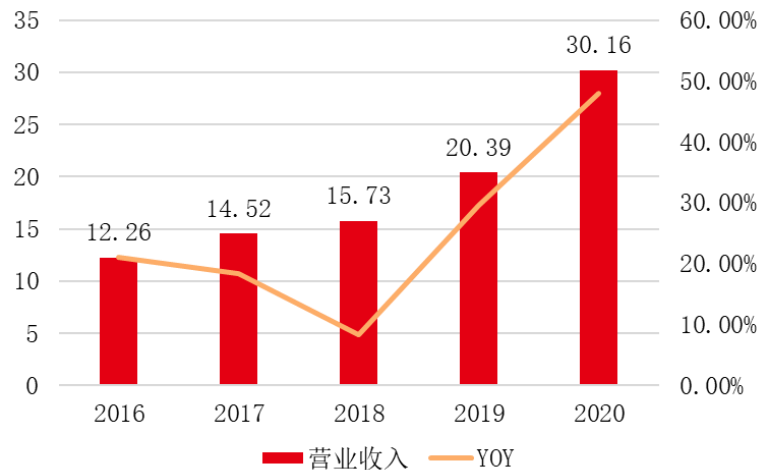
资料来源：Wind，首创证券

## 1 公司效益稳健增长，四大业务齐步前进

2020 年度公司实现营收 30.17 亿元，同比增长 47.89%，实现归属于上市公司股东的净利润 3.75 亿元，同比增长 37.49%，实现归属于上市公司扣除非经常性损益净利润 3.48 亿元，同比增长 44.91%，业绩符合预期。此外，公司确定普通股利润分配预案为：向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税），送红股 0 股（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

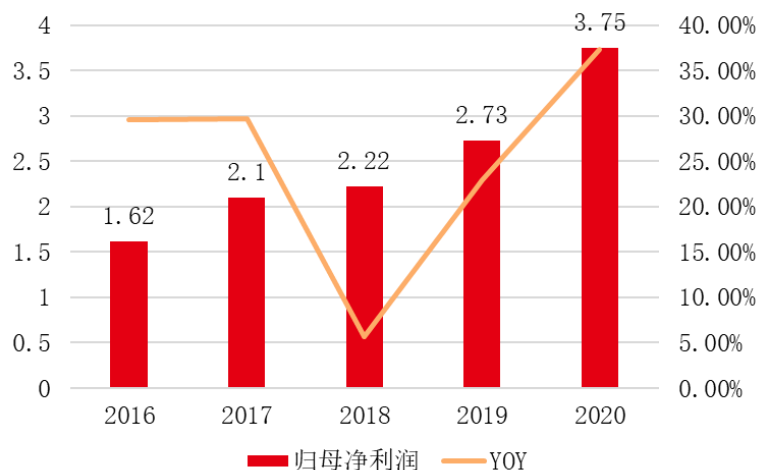
自 2018 年以来，公司营业收入和归母净利润双双高速增长，在高端低压电器行业地位不断提升。2020 年，公司在智能楼宇、新能源、数据中心及基础设施等行业的市场开拓取得显著成果；公司以客户的需求为导向，研发投入逐年增加，保证了公司能够紧跟行业技术发展趋势，能够以较快的速度自主研发并生产行业内先进的产品，同时公司不断拓宽产品线以完善产品系列，满足目标客户的要求。公司经历十余年的发展与积累，建立起了良好的品牌形象和美誉度，聚焦数字化传播、塑造品牌区隔、打造高端形象。

图 1 公司历年营业收入（单位：亿元）与增速



资料来源：Wind，首创证券

图 2 公司历年归母净利润（单位：亿元）与增速



资料来源：Wind，首创证券

分板块看，公司业务仍以配电电器和终端电器为主，2020 年两板块营业收入大幅增长，增速分别达到 56.1%和 33.3%。公司控制电器和智能电工业务尚处于萌芽期，整体体量小但增速迅猛，2020 年两板块业务增速分别达到 75.9%和 71.8%。我们预计，公司

在不断扩大优势领域领导地位的同时将持续加大新业务领域投入，最终形成格局特色的四大业务体系。

图 3 公司历年分板块业务营收占比

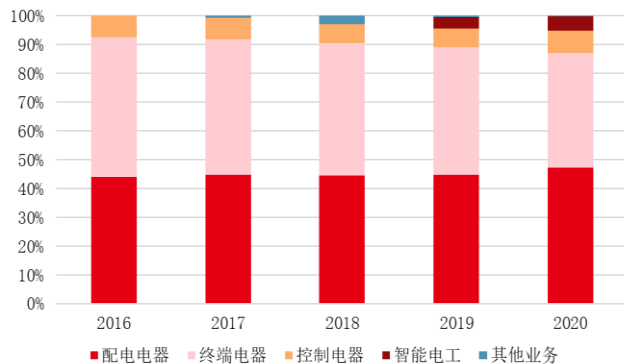
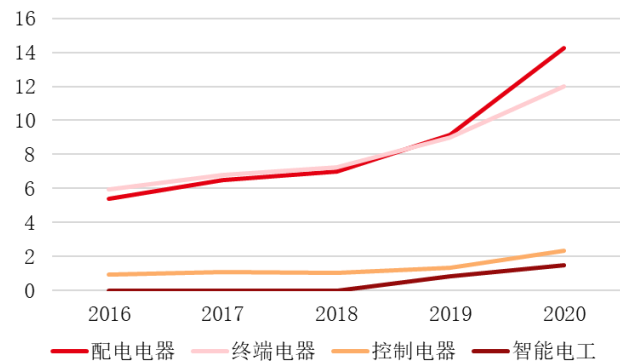


图 4 公司历年分板块业务营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

2020 年公司销售毛利率为 40.3%，销售净利率为 12.45%，均维持在较高水平。近几年，公司依托高端低压电器产品主营业务毛利率维持在 40% 以上，同时通过降本增效进一步挖掘利润空间。费用率方面，公司销售和管理（含研发）费用率一直维持在 13% 左右，财务费用率基本为零。公司 2020 年度在建工程同比增加 822.81%，主要是海盐制造基地投入增加所致；长期待摊费用同比增加 41.31%，主要是模具投入及厂房装修增加所致；无形资产同比增加 46.69%，主要是购买海盐制造基地二期土地使用权所致。

图 5 公司历年销售毛利率、净利率

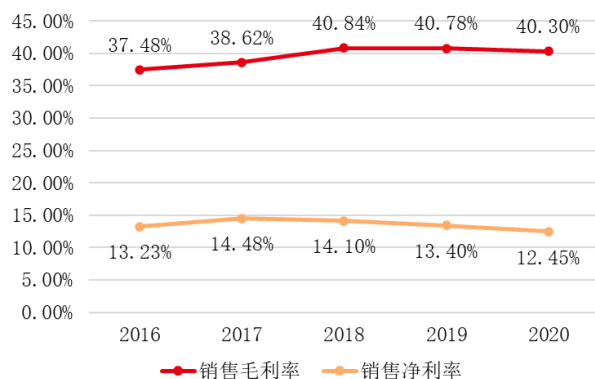
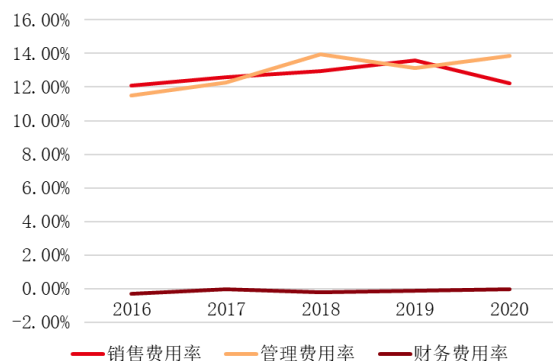


图 6 公司历年费用率



资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

## 2 内外兼修：提高硬实力，开拓新市场

2020 年，公司研发费用率达到 9.1%，研发支出同比增长 55.8%。公司进一步加大了研发投入，积极引进行业内技术及综合能力较强的关键人才，继续持续推进工艺平台建设，设立端到端流程型组织的产品线模式及技术系统、信息化系统运作模式，全面提升产品综合竞争力和客户快速响应能力，打造一流的国家级技术中心。设立端到端流程型组织的产品线模式及技术系统、信息化系统运作模式，全面提升产品综合竞争力和客户快速响应能力，提升组织整体运作效率，形成技术和经营领先优势，实现组织商业成功。公司研发中心顺利通过国家级企业技术中心复评，这意味着良信的研发能力和创新成果再次得到国家级的认可。

公司继续推进工艺平台建设，新建材料库；重视工艺规范的编制和修订，推广和应用新工艺，通过工艺改善实现全自动化焊接 2 项；增加半自动化焊接改造，关键项目拉

动新工艺的开发，关键工艺的突破和应用，对研发工作和现场工艺改进都取得较大成果。材料工艺方面创新性的完成了良信材料库的初步建设，高效专业服务于产品，收集整理良信产品材料基础数据，解决微断产品黑点的疑难问题，研究磁性材料零件性能提升后对产品分断能力的提升，并在微断、塑壳等多个产品上实现成果转化。

2020年，根据公司制定的5年业务数字化建设规划指引。一方面，明确了未来良信公司集团化的ERP业务架构，通过成功实施海盐良信和良韵科技两家公司的“SAP系统”肯定了集团化经营的业务数字化框架，通过成功切换“SAP ERP核心系统”及周边系统的整体升级增强了公司数字化规划的信心；另一方面，通过升级“OA流程系统”，整合良信协同类工作的信息化工具，简化了人员操作流程并提高了办公协作效率。

2020年公司在房地产行业战略签约从53个增至103个。在信息通讯行业运营商开发上，首次入围并中标联通、电信铁塔电源集采。在信息通讯行业数据中心领域，良信成为浪潮、中原大数据、京东重庆江南大数据中心项目的供应商。在新能源行业，良信保持集中式逆变器主力份额定位，组串式逆变器实现跨越式增长，同时成为TOP整机厂首选供应商，占据了三电平迭代方案先机，并且在海上风电实现突破。在工业建筑行业，被中国勘察设计协会评为2020年度最佳科技创新产品奖。在电力行业，中标南网预付费、直投、箱变项目，参与中国电科院两项国网技术标准编写。在发电行业，核心电源设备厂家达成主供。在传统工控行业、新能源汽车行业都有不同程度的发展。

对内，公司持续加大研发投入和人才激励力度、推进工艺、工序改进优化、通过信息化赋能提高办公管理效率；对外，公司长期坚持以太B为主的营销路线，积极开拓灯塔客户，通过立体化手段吸引下游客户。

### 3 下游需求旺盛，公司有望引领国产高端品牌突围

低压电器应用领域极其广泛，下游行业主要包括地产（含智能家居）、电力、通信、新能源、工业建筑、公商建、新能源汽车（含充换电设施）、工业控制等。根据公司此前披露的信息，地产行业是公司营收的最大单一来源。近两年由于政策等原因，地产新建开工量持续下滑，但由于公司在地产板块的份额仍旧较小，且公司主要对标高端定制市场，故总体成长空间仍然很大。此外，智能家居的渗透率在住宅中不断提高，公司智能化产品将依靠较高的毛利率持续增厚企业利润。通信板块，5G基站和数据中心将是未来五年驱动业绩增长的双擎。根据工信部披露，截止2020年底我国新建5G基站58万个，累计建成5G基站71.8万个；未来两年5G基站建设将进入高峰期，预计年均可达70-100万个。根据中国信通院数据，2019年国内数据中心机柜数量为244万个，预计2020年-2022年每年新增机柜数量分别为33万、36万和39万个。新能源发电板块，低压电器是光伏逆变器和风电变流器的必备元件，公司将充分享受“碳达峰”、“碳中和”发展目标红利，未来十年有望维持高速增长。新能源汽车和充换电基础设施板块，去年以来利好政策频出，产业链产销量前景大好。

低压电器市场模式主要可以分为项目型市场、OEM市场、分销市场和集采市场，其中项目型市场以石化、冶金、轨交类下游需求为主，客户往往为大型国有企业或行业龙头，对产品品质要求极高但对价格不敏感。项目型市场目前主要由施耐德、ABB和西门子等外资品牌垄断，对于国产品牌来说尚属于蓝海。近年来公司持续深耕项目型市场并已取得显著成果，未来公司在价格、服务和响应三方面的优势将持续释放，公司有望成为项目型市场龙头，引领国产高端品牌突围。

**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1891.4	2218.2	2777.3	3417.7	经营活动现金流	633.4	389.8	479.6	613.8
现金	547.5	392.8	244.2	18.1	净利润	375.5	503.8	710.0	881.9
应收账款	356.3	471.4	660.4	887.2	折旧摊销	85.4	98.2	102.0	105.5
其它应收款	14.0	19.6	27.5	36.9	财务费用	1.4	(2.9)	(2.5)	(1.0)
预付账款	2.2	3.1	4.3	5.8	投资损失	(1.7)	(15.0)	(13.0)	(9.0)
存货	354.9	490.4	683.3	931.6	营运资金变动	180.2	(204.7)	(332.5)	(382.5)
其他	500.9	699.7	980.2	1317.0	其它	(7.2)	10.3	15.7	19.0
非流动资产	1369.6	1410.5	1447.7	1481.6	投资活动现金流	(315.9)	(125.0)	(127.0)	(131.0)
长期投资	25.0	25.0	25.0	25.0	资本支出	(389.0)	(120.0)	(120.0)	(120.0)
固定资产	726.0	761.9	794.7	824.7	长期投资	3.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	167.7	170.9	173.8	176.4	其他	70.1	(5.0)	(7.0)	(11.0)
其他	84.6	84.6	84.6	84.6	筹资活动现金流	(54.5)	(419.5)	(501.3)	(708.9)
资产总计	3260.9	3628.7	4225.0	4899.3	短期借款	30.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	1190.2	1446.6	1836.7	2339.1	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	30.0	0.0	0.0	0.0	其他	(325.3)	(392.4)	(503.8)	(710.0)
应付账款	455.3	643.4	896.5	1222.3	现金净增加额	263.0	(154.7)	(148.6)	(226.1)
其他	3.7	0.0	0.0	0.0					
非流动负债	32.6	32.6	32.6	32.6	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	27.4	27.4	27.4	27.4	营业收入	48.0%	39.7%	40.1%	34.4%
负债合计	1222.9	1479.2	1869.4	2371.7	营业利润	46.5%	34.7%	42.4%	24.4%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	37.5%	34.2%	40.9%	24.2%
归属母公司股东权益	2038.1	2149.5	2355.7	2527.6	获利能力				
负债和股东权益	3260.9	3628.7	4225.0	4899.3	毛利率	40.3%	39.6%	39.9%	39.0%
					净利率	12.4%	12.0%	12.0%	11.1%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	ROE	18.4%	23.4%	30.1%	34.9%
营业收入	3016.6	4213.5	5902.8	7930.9	ROIC	17.3%	22.4%	29.1%	33.8%
营业成本	1800.8	2544.9	3545.7	4834.2	偿债能力				
营业税金及附加	12.0	16.8	23.5	31.6	资产负债率	37.5%	40.8%	44.2%	48.4%
营业费用	369.2	515.8	722.5	970.8	净负债比率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	274.4	383.3	537.0	721.5	流动比率	1.59	1.53	1.51	1.46
管理费用	143.2	200.0	280.2	376.5	速动比率	1.29	1.19	1.14	1.06
财务费用	(1.6)	(2.9)	(2.5)	(1.0)	营运能力				
资产减值损失	(12.70)	(5.0)	(4.0)	(4.0)	总资产周转率	0.93	1.16	1.40	1.62
公允价值变动收益	0.7	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	9.74	8.57	8.75	8.60
投资净收益	13.4	15.0	13.0	9.0	应付账款周转率	3.60	3.14	3.12	3.10
营业利润	419.9	565.6	805.5	1002.3	每股指标(元)				
营业外收入	18.8	23.0	25.0	29.0	每股收益	0.48	0.64	0.90	1.12
营业外支出	1.5	1.5	1.7	0.7	每股经营现金	0.81	0.50	0.61	0.78
利润总额	437.2	587.1	828.8	1030.6	每股净资产	2.60	2.74	3.00	3.22
所得税	61.7	83.3	118.8	148.7	估值比率				
净利润	375.5	503.8	710.0	881.9	P/E	56.3	41.9	29.8	24.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	10.37	9.83	8.97	8.36
归属母公司净利润	375.5	503.8	710.0	881.9					
EBITDA	479.3	661.0	904.9	1106.8					
EPS (元)	0.48	0.64	0.90	1.12					

## 分析师简介

王帅，电力设备与新能源行业首席分析师，哈尔滨工业大学热能工程专业博士，具有3年证券从业经历，7年产业公司高管经历，熟悉产业公司日常运作，对产业趋势、技术发展有很好的判断力。曾获第十届、第十一届新财富最佳分析师电力设备与新能源行业第一名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上  增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间  中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间  减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现  中性 行业与整体市场表现基本持平  看淡 行业弱于整体市场表现