宏发股份（600885）中报点评

主业超预期改善，高压直流下半年有望高增

买入（维持）

2020 年 07 月 31 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
研究助理 柴嘉辉
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,081	7,908	9,760	11,648
同比（%）	2.9%	11.7%	23.4%	19.3%
归母净利润（百万元）	704	810	1054	1353
同比（%）	0.7%	15.0%	30.1%	28.4%
每股收益（元/股）	0.95	1.09	1.41	1.82
P/E（倍）	40.48	35.21	27.05	21.06

投资要点

- **中报营收（+1.0%）、利润（+0.7%）转正，Q2 盈利同比+8.8%超预期。**公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 34.41 亿元，同比+1.01%；实现利润总额 5.89 亿元，同比+0.83%；归属母公司净利润 3.57 亿元，同比+0.73%。其中 2020Q2，实现营业收入 20.02 亿元，同比+12.35%，环比+39.08%；实现归属母公司净利润 2.15 亿元，同比+8.80%，环比+50.36%。20H1 毛利率为 38.27%，同比下降 0.10pct，Q2 毛利率 37.36%，同比下降 1.19pct，环比下降 2.16pct。Q2 业绩超预期。

- **国内疫情后 Q2 逐月快速改善，6 月订单旺盛，预计下半年好于上半年。**国内疫情缓解后，Q2 需求逐步改善，公司 Q2 累计出货 20.12 亿，同比+15%、环比 Q1 增长 25%，显著改善，其中 4-6 月分别发货 6.5 亿/6.67 亿/6.95 亿，环比不断增长，同比增长分别+6%/+16%/+21%。

- **高压直流上半年承压，但下半年有望快速恢复，绑定头部客户锁定成长性。**H1 高压直流继电器出货 2.2 亿，同比-8%。上半年国内新能源汽车产销受疫情影响回落，海外大客户大众 MEB、特斯拉等 4 月停产，5-6 月尚未完全恢复，Q2 压力相对大。但下半年大客户大众 MEB 等排产边际改善，奔驰等客户开始起量，预计恢复高增长。客户端宏发持续斩获大单、巩固格局，继特斯拉、大众 MEB、奔驰外，宏发今年又先后拿到丰田国内 BDU 项目、麦格纳（索尼）BDU 项目、宝马 5 代继电器项目等，充电桩产品也进入推广阶段。累计在手订单 140 亿以上，预计 2023 年营收 30 亿，CAGR 约 40%。

- **传统业务不断改善，其中：功率继电器** H1 出货 12.7 亿，同比-9%，其中白电下游边际改善，智能家居、小家电贡献增量，预计全年恢复个位数增长；**汽车继电器** H1 发货 5 亿，同比+32%，汽车继电器内生增长、海拉并表贡献增量，6 月快速改善、预计下半年好于上半年；**电力继电器** H1 出货 7.9 亿，同比+10%，国内电力继电器需求旺盛，沙特项目推进顺利，有望延续高景气；低压增速转正，预计下半年恢复高增；工业继电器 Q2 发力、信号继电器稳增。

- **新业务多点开花，密封继电器预计全年过亿销售。**密封继电器 H1 销售 4638 万，同比+20%，预计全年销售过亿。连接器、传感器、互感器、灭弧室等新产品出货同比也有增长；但电容受疫情影响及产品结构调整，累计发货 2600 万元，同比下降 35%。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-22 年归母净利润分别 8.1 亿、10.5 亿、13.5 亿，同比分别+15.0%、+30.1%、+28.4%，对应现价 PE 分别 35 倍、27 倍、21 倍，给予目标价 49 元，对应 21 年 35 倍 PE，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.27
一年最低/最高价	23.58/41.76
市净率(倍)	5.62
流通 A 股市值(百万元)	28502.02

基础数据

每股净资产(元)	6.80
资产负债率(%)	37.58
总股本(百万股)	744.76
流通 A 股(百万股)	744.76

相关研究

1、《宏发股份（600885）：疫情影响复苏，高压直流和电力高增》2020-05-03

2、《宏发股份（600885）：高压直流全球龙头高成长、传统继电器拐点向上》2019-12-24

3、《宏发股份（600885）：收购海拉汽车继电器业务，加速拓展欧洲市场》2019-11-13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中报营收（+1.0%）、利润（+0.7%）转正，Q2 盈利同比+8.8%超预期。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 34.41 亿元，同比+1.01%；实现利润总额 5.89 亿元，同比+0.83%；归属母公司净利润 3.57 亿元，同比+0.73%。其中 2020Q2，实现营业收入 20.02 亿元，同比+12.35%，环比+39.08%；实现归属母公司净利润 2.15 亿元，同比+8.80%，环比+50.36%。20H1 毛利率为 38.27%，同比下降 0.10pct，Q2 毛利率 37.36%，同比下降 1.19pct，环比下降 2.16pct。Q2 业绩超预期。

表 1：宏发股份中报核心财务数据

宏发股份	2020H1	2019H1	同比	2020Q2	2019Q2	同比	2020Q1	环比
营业收入	34.41	34.07	1.0%	20.02	17.82	12.3%	14.39	39.1%
毛利率	38.3%	38.4%	-0.1%	37.4%	38.5%	-1.2%	39.5%	-2.2%
营业利润	5.90	5.83	1.2%	3.51	3.22	8.9%	2.39	46.9%
利润总额	5.89	5.84	0.8%	3.52	3.22	9.1%	2.37	48.4%
归属母公司净利润	3.57	3.55	0.7%	2.15	1.97	8.8%	1.43	50.4%
扣非归母净利润	3.51	3.34	5.1%	2.08	1.84	13.2%	1.43	46.0%
归母净利率	0.10	0.10	0.0%	10.7%	11.1%	-0.3%	9.9%	0.8%
股本	7.45	7.45	-	7.45	7.45	-	7.45	-
EPS	0.48	0.48	0.7%	0.29	0.26	8.8%	0.19	50.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

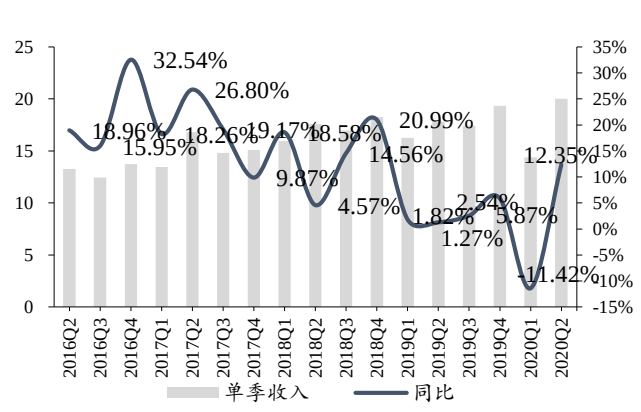
表 2：宏发股份中报核心财务数据

	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020
营业收入	1,596	1,759	1,698	1,826	1,625	1,782	1,741	1,934	1,439	2,002
营业收入 YoY	19%	5%	15%	21%	2%	1%	3%	6%	-11%	12%
销售费用	77	82	89	63	83	90	92	98	81	94
管理费用	234	254	255	324	180	171	179	215	167	197
研发费用					74	85	91	100	71	87
财务费用	39	(23)	(17)	22	38	(9)	(17)	12	1	6
营业利润	269	328	335	181	260	322	315	241	239	351
归母净利润	167	200	221	110	157	197	201	148	143	215
主营业务毛利率	39.6%	36.9%	40.4%	31.0%	38.2%	38.5%	41.0%	31.5%	39.5%	-6.1%
销售费用率	4.8%	4.6%	5.2%	3.4%	5.1%	5.1%	5.3%	5.1%	5.6%	4.7%
管理费用率	14.7%	14.5%	15.0%	17.7%	11.1%	9.6%	10.3%	11.1%	11.6%	9.8%
研发费用率					4.6%	4.8%	5.2%	5.2%	4.9%	4.3%
财务费用率	2.4%	-1.3%	-1.0%	1.2%	2.4%	-0.5%	-1.0%	0.6%	0.1%	0.3%
净利润率	10.5%	11.4%	13.0%	6.0%	9.7%	11.1%	11.5%	7.7%	9.9%	10.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

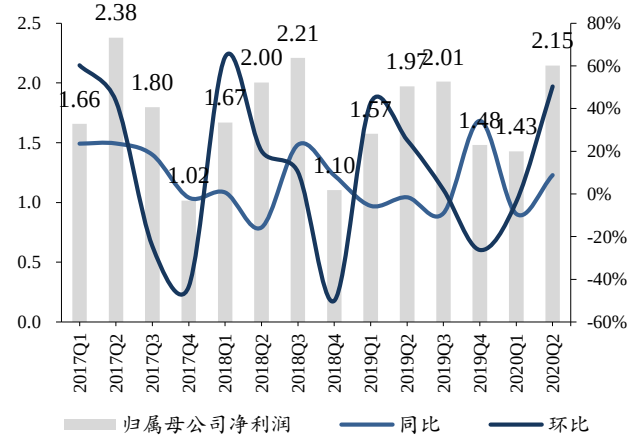
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：Q2 收入 20.02 亿元，同比+12.35%



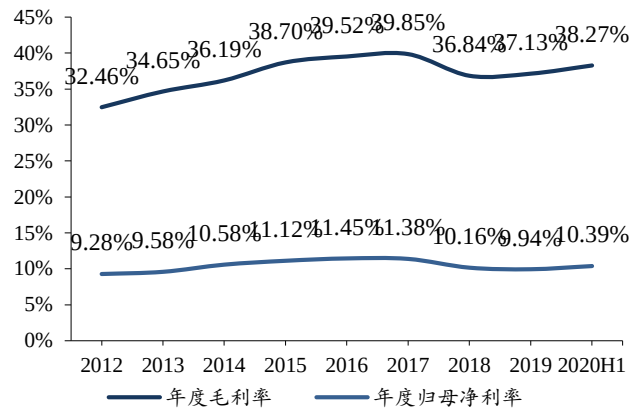
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：Q2 归母净利润 2.15 亿元，同比+8.80%



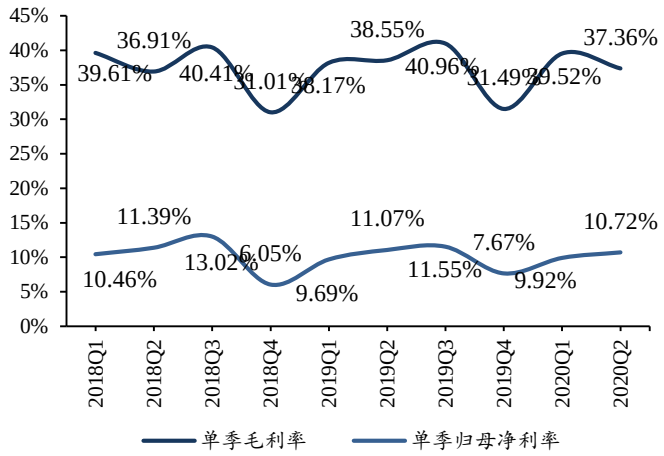
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：毛利率、净利率同比-0.1、-0.03pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：毛利率、净利率同比-1.19、-0.35pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

国内疫情后 Q2 逐月快速改善，6 月订单旺盛，预计下半年好于上半年。国内疫情缓解后，Q2 需求逐步改善，公司 Q2 累计出货 20.12 亿，同比+15%、环比 Q1 增长 25%，显著改善，其中 4-6 月分别发货 6.5 亿/6.67 亿/6.95 亿，环比不断增长，同比增长分别+6%/+16%/+21%，其中占比较大的家电需求 5 月开始缓慢回升、6 月底强势恢复，传统车需求 4 月起恢复、增速提升，电力 5 月受海外疫情影响、6 月增速提升，Q2 经营不断边际改善。海外疫情改善后需求快速反弹，6 月继电器接单环比+90%、同比+93%，预计下半年好于上半年。

高压直流上半年承压，但下半年有望快速恢复，绑定头部客户锁定成长性。H1 高压直流继电器出货 2.2 亿，同比-8%，其中 Q2 出货 1.2 亿，同比-14%（不含宏舟）。上半年国内新能源汽车产销受疫情影响回落，海外大客户大众 MEB、特斯拉等 4 月停产，5-6 月尚未完全恢复，Q2 压力相对大。但下半年大客户大众 MEB 等排产边际改善，奔驰等客户开始起量，预计恢复高增长。客户端宏发持续斩获大单、巩固格局，继特斯拉、

大众 MEB、奔驰外，宏发今年又先后拿到丰田国内 BDU 项目、麦格纳（索尼）BDU 项目、宝马 5 代继电器项目等，充电桩产品也进入推广阶段。累计在手订单 140 亿以上，预计 2023 年营收 30 亿，CAGR 约 40%。

白电下游边际改善，智能家居、小家电贡献增量。H1 功率继电器累计出货 12.7 亿，同比-9%，其中 Q2 出货 6.7 亿，同比-2.6%。Q1 国内市场受疫情影响需求疲弱，3-4 月部分海外客户停产、部分国内客户出口受阻，5 月起开始恢复、6 月需求快速增长，边际不断改善。此外，上半年绿米、紫米、公牛、Tuya 等智能家居、小家电客户需求增长。下半年白电需求有望继续改善，小家电贡献增量，板块有望恢复个位数增长。

汽车继电器内生增长、海拉并表贡献增量，6 月快速改善、预计下半年好于上半年。H1 汽车继电器发货 5 亿、同比+32%，其中原汽车继电器业务同比+8.4%，海拉同比持平；Q2 汽车继电器发货 2.6 亿，同比+41.7%。4 月起大众、长城等主机厂恢复，海外市场 5 月起回升，6 月接单量环比+160%、同比+329%，预计下半年好于上半年。同时海拉整合加速，依托海拉优势有望在德系车企逐步扩大份额，同时丰田认定稳步推进。短期经营边际改善、长期份额有望继续提升。

电力继电器需求旺盛，沙特项目推进顺利。H1 电力继电器出货 7.9 亿，同比+10%，其中 Q2 出货 4.7 亿，同比+9.8%。尽管欧美市场 Q2 受到疫情影响，但国内需求从 4 月起恢复、沙特电表项目顺利推进，弥补了欧美市场下降。目前国内市场持续高景气，欧美下游预计 8-9 月起逐步恢复，沙特项目订单 7 亿、分 2-3 年确认，电力继电器业务有望延续高景气。

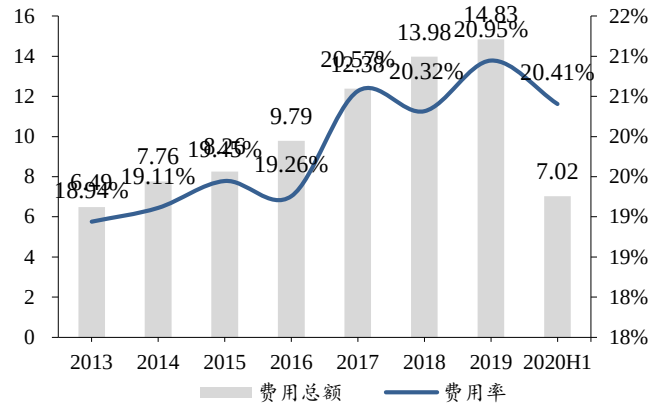
低压增速转正，预计下半年恢复高增。H1 低压电器出货 3.2 亿，同比+7%，其中 Q2 出货 2.0 亿，同比+24%。一方面北美客户出口增速良好，另一方面国内配电同增 10%。6 月接单环比+43%，仍在改善区间。大客户 Enel 升级宏发为 Tier 1 供应商，未来有望扩大合作范围、导入新产品；同时公司将继续推动产能瓶颈的解决。预计下半年将恢复快速增长。

工业继电器 Q2 发力、信号继电器稳增。H1 工业继电器出货 2.8 亿，同比持平，其中 Q2 出货 1.8 亿，同比+35%；H1 信号继电器发货 1.73 亿，同比+2%，其中 Q2 发货 0.8 亿，同比+5%。工业继电器受益医疗电源、数据服务器行业需求激增，以及疫情缓解后的恢复，工业继电器进口替代空间大，宏发不断巩固提升份额，有望维持高增长。信号继电器受益 5G、医疗、新能源等行业需求增长，Q2 稳健增长，公司龙头地位不断巩固，份额有望继续提升。

新业务多点开花，密封继电器预计全年过亿销售。密封继电器 H1 销售 4638 万，同比+20%，预计全年销售过亿。连接器出货 600 万元，同比+48%；传感器出货 1593 万元，同比+85%；电流互感器出货 1550 万元，同比+1152%；灭弧室累计出货 1700 万元，同比增+1%，新业务多点开花。但电容受疫情影响及产品结构调整，累计发货 2600 万元，同比下降 35%。

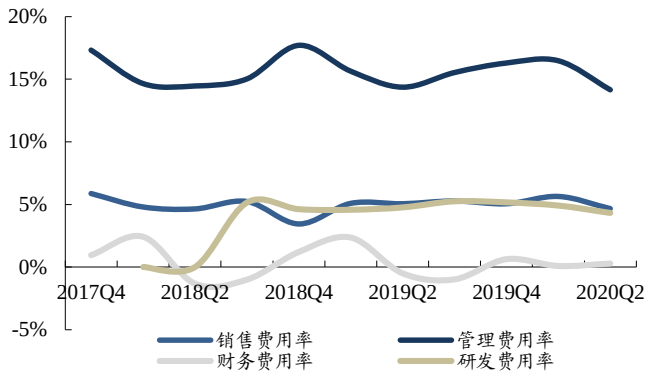
费用率稳定、汇兑收益增加。公司 2020H 费用同比下降 1.47%至 7.02 亿元，期间费用率下降 0.51 个百分点至 20.41%。其中，销售、管理（含研发）、研发费用分别同比上升 1.07%、上升 3.51%、下降 1.26%至 1.75 亿元、5.21 亿元、1.57 亿元；费用率分别上升 0、上升 0.15、下降 0.1 个百分点至 5.08%、15.13%、4.57%。因汇兑收益影响，20H1 财务费用 688 万，同比-76.7%。Q2 销售、管理（含研发）、研发费用分别同比+3.68%/+15.01%/+1.98%,费用率分别为 4.67%/14.15%/4.32%。

图 5：2020H 期间费用 7.02 亿元，同比-1.47pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：Q2 期间费用率 19.11%，同比+0.18pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

*口径说明：上图管理费用/费用率包括研发费用/费用率

盈利预测与投资建议：预计公司 2020-22 年归母净利润分别 8.1 亿、10.5 亿、13.5 亿，同比分别+15.0%、+30.1%、+28.4%，对应现价 PE 分别 35 倍、27 倍、21 倍，给予目标价 49 元，对应 21 年 35 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏发股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5758.6**	**5289.0**	**6454.7**	**7625.1**
现金	1392.0	700.0	770.0	870.2
应收账款	2766.9	2708.2	3342.5	3989.0
存货	1333.9	1636.7	2000.6	2358.2
其他流动资产	265.8	244.1	341.6	407.7
非流动资产	**4438.7**	**4668.4**	**4842.9**	**4991.1**
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	2968.3	3212.3	3401.1	3563.7
在建工程	20	18	17	15
无形资产	429.5	415.1	400.8	386.5
其他非流动资产	1041.0	1041.0	1041.0	1041.0
资产总计	**10197.3**	**9957.4**	**11297.6**	**12616.3**
流动负债	**3276.5**	**2265.1**	**2708.0**	**2874.1**
短期借款	1153.3	297.9	395.2	0.0
应付账款	1544.7	1382.0	1710.0	2165.1
其他流动负债	578.4	585.2	602.8	708.9
非流动负债	**330.0**	**412.0**	**412.0**	**412.0**
长期借款	18.8	18.8	18.8	18.8
其他非流动负债	311.3	393.3	393.3	393.3
负债合计	**3606.5**	**2677.1**	**3120.0**	**3286.1**
少数股东权益	1667.3	1830.5	2042.9	2315.8
归属母公司股东权益	4923.5	5449.8	6134.6	7014.4
负债和股东权益	**10197.3**	**9957.4**	**11297.6**	**12616.3**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1680.9	1075.2	988.5	1627.7
投资活动现金流	-794.4	-628.4	-647.1	-658.5
筹资活动现金流	-430.3	-1138.8	-271.4	-868.9
现金净增加额	479.3	-692.0	70.0	100.2
折旧和摊销	473.6	402.3	442.6	480.3
资本开支	-756.9	-628.4	-647.1	-658.5
营运资本变动	263.7	-299.9	-750.2	-508.9

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**7081.5**	**7907.9**	**9760.1**	**11648.0**
减:营业成本	4452.3	4978.3	6085.2	7172.8
营业税金及附加	65.3	71.2	87.8	104.8
营业费用	362.8	379.6	458.7	524.2
管理费用	745.6	816.8	990.7	1164.8
财务费用	24.6	26.8	10.9	2.6
资产减值损失	-11	0	0	0
加:投资净收益	-10.1	10.0	10.0	5.0
其他收益	-282.0	-371.7	-479.0	-554.2
营业利润	**1138.8**	**1273.7**	**1657.8**	**2129.7**
加:营业外净收支	-15.4	1.0	1.1	1.2
利润总额	**1123.4**	**1274.7**	**1658.9**	**2130.8**
减:所得税费用	159.2	180.6	235.1	301.9
少数股东损益	260.2	284.5	370.2	475.5
归属母公司净利润	**704.1**	**809.6**	**1053.7**	**1353.4**
EBIT	1105.1	1290.4	1688.8	2157.3
EBITDA	1578.7	1692.8	2131.3	2637.5

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.95	1.09	1.41	1.82
每股净资产(元)	6.61	7.32	8.24	9.42
发行在外股份(百万股)	744.8	744.8	744.8	744.8
ROIC(%)	16.6%	18.6%	22.7%	25.7%
ROE(%)	14.3%	14.9%	17.2%	19.3%
毛利率(%)	37.1%	37.0%	37.7%	38.4%
销售净利率(%)	9.9%	10.2%	10.8%	11.6%
资产负债率(%)	35.4%	26.9%	27.6%	26.0%
收入增长率(%)	2.9%	11.7%	23.4%	19.3%
净利润增长率(%)	0.7%	15.0%	30.1%	28.4%
P/E	40.48	35.21	27.05	21.06
P/B	5.79	5.23	4.65	4.06
EV/EBITDA	20.34	18.42	14.84	12.05

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn