

强烈推荐-A (首次)

盛弘股份 300693.SZ

目标估值: 42-45元

当前股价: 33.29元

2020年11月05日

掌握核心技术, 充电桩、储能、工业电源拉动增长

基础数据

上证综指	3320
总股本(万股)	13685
已上市流通股(万股)	9376
总市值(亿元)	46
流通市值(亿元)	31
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	12.6
资产负债率	35.9%
主要股东	方兴
主要股东持股比例	19.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	41	86	151
相对表现	36	63	130



资料来源: 贝格数据、招商证券

公司在电力电子领域有较强的技术积累, 先后发展了电能质量、充电桩、储能控制、电池化成、工业电源等同源业务。目前公司在电能质量领域已处于领先地位, 随着销售体系扩充有望保持较快增长。充电模组与充电桩是公司新的核心业务, 在社会投建充电桩市场保持领先市占率, 未来可能聚焦国内外大客户战略, 有望快速增长。公司在储能领域与一批海外标杆客户紧密合作, 随着储能市场的爆发, 该业务板块有望快速成长。此外, 之前培育的电池检测、高精度工业电源业务近几年也开始收获。公司围绕核心技术, 积累和培育了一系列产品应用集群, 其中, 充电桩、储能、电池检测等在高成长阶段。首次给予强烈推荐评级, 给予42-45元目标价。

- **掌握电力电子核心技术。**公司成立于2007年, 主要管理与技术力量来自艾默生-华为体系, 掌握电力电子核心技术, 重视研发投入。公司起步阶段产品以电能质量设备为主, 目前电能质量业务国内居前, 随着公司营销的扩充, 该业务有望较快发展。公司之后围绕电力电子的技术平台, 陆续孵化出充电桩、储能、电池化成与检测设备等业务。
- **三季报业绩增长势头良好。**前三季度公司实现营收、归上净利、扣非净利分别约为4.87、0.69、0.53亿元, 同比增长17.2%、68.8%、47.4%。前三季度毛利率水平达到50.3%, 同比提升2.5%。
- **公司在充电桩领域处于领先地位, 有较大的增长潜力。**充电桩与电能质量业务产品技术同源, 公司有较强的技术优势。公司早期充电桩业务以ODM为主, 毛利率水平较低, 随着自主品牌销量占比逐步提升其毛利率不断爬升。公司目前基本覆盖主流充电桩运营商, 在社会投建充电桩市场的市占率始终居前; 近几年, 公司市场策略转向标杆大客户, 未来有希望在国外、国内市场获得大客户突破。
- **储能业务有望高速增长, 电池检测与工业电源开始收获。**公司对电力系统理解较深刻, 在储能与微网市场投入较久, 储能业务在国外、国内市场有领先的竞争力与市占率。储能行业处于快速发展的早期阶段, 伴随磷酸铁锂电池产品的快速进步, 近几年储能市场大幅加速, 公司储能业务有望高速增长。此外, 公司培育的电池检测、高精度工业电源业务, 也开始进入收获期。
- **投资建议:**公司有较强的技术积累, 电能质量“老业务”有望保持较快增长, 充电桩、储能业务可能高速增长, 培育中的电池检测与工业电源业务也开始收获, 公司可能体现出较强的成长性, 并有望成长为中型公司, 首次给予“强烈推荐-A”评级, 目标价为42-45元。
- **风险提示:**充电桩业务低于预期, 业务部门较多有管理难度, 股东减持。

游家训

021-68407937

youjx@cmschina.com.cn

S1090515050001

研究助理

刘巍

liuwei24@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	531	636	760	1163	1721
同比增长	18%	20%	20%	53%	48%
营业利润(百万元)	55	71	112	184	274
同比增长	88%	30%	57%	65%	49%
净利润(百万元)	48	62	96	160	239
同比增长	108%	28%	54%	68%	49%
每股收益(元)	0.35	0.45	0.70	1.17	1.74
PE	94.0	73.4	47.7	28.4	19.1
PB	7.5	6.9	6.1	5.1	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司概况.....	4
1.1 历史沿革与股权结构.....	4
1.2 主营业务.....	5
1.3 生产模式、销售结构、客户结构、产能扩张.....	8
二、深耕电能质量设备领域，竞争力强.....	9
2.1 多数管理层具备艾默生或华为背景，重视研发.....	9
2.2 产品结构不断升级.....	11
2.3 专注高附加值核心环节.....	12
三、充电桩业务稳居行业前列.....	13
3.1 围绕电力电子变换技术，发力充电桩业务.....	13
3.2 覆盖主流充电桩运营商，社会投建充电桩市占率居前.....	13
3.3 逐步建立品牌影响力，有望突破国内外标杆大客户.....	14
四、储能业务有望高速增长，电池检测和工业电源进入收获期.....	15
4.1 公司储能业务具备领先的竞争力和市占率，有望随着储能需求的爆发加速发展..	15
4.2 公司培育的电池检测和工业电源业务进入收获期.....	16
盈利预测与投资建议.....	18
风险提示.....	19
PE-PB Band.....	19

图表目录

图 1 公司股权结构.....	4
图 2 主营业务收入占比.....	5
图 3 公司主营业务收入与同比增速（百万元）.....	5
图 4 公司电能质量设备.....	7
图 5 直流分体式/直流室外一体化充电桩/交流充电桩.....	7
图 6 公司储能变流器.....	8
图 7 公司锂电化成设备.....	8
图 8 海外收入与占比持续提升.....	9

图 9 公司专注高附加值环节.....	12
图 10 公司充电桩业务部分案例一览.....	13
图 11 2019 年底分公司充电桩保有量（红色为公司客户）	14
图 12：盛弘股份历史 PE Band.....	19
图 13：盛弘股份历史 PB Band.....	19
表 1：公司历史沿革.....	4
表 2：公司主营产品.....	5
表 3：业绩摘要.....	6
表 4：公司主要客户	9
表 5：较多管理人员具备艾默生与华为背景.....	10
表 6：公司研发费用占比较高.....	10
表 7：研发人员占比高达 31%.....	10
表 8：定期报告产品新增电压类产品.....	11
表 9：公司软件著作权情况.....	11
表 10：公司固定资产占总资产比重低.....	12
表 11：公司客户基本覆盖主流充电桩运营商.....	14
表 12：公司充电桩业务自主品牌收入有所增长.....	15
表 13：自主品牌毛利率高于 ODM.....	15
表 14：公司储能设备的分类.....	16
表 15：公司储能经典项目.....	16
表 16：国内外电池企业加速扩产进度.....	17
表 17：工业电源产品.....	17
表 18：收入预测.....	18
表 19：盈利预测.....	18
附：财务预测表.....	20

一、公司概况

1.1 历史沿革与股权结构

历史沿革：公司成立于2015年8月5日，是由深圳市盛弘电气有限公司整体变更设立的股份公司，于2017年8月在深圳创业板上市。公司起步于电能质量设备，在此技术基础上相继开发了新能源电能变换设备、电动汽车充电桩、电池化成与检测设备等产品。

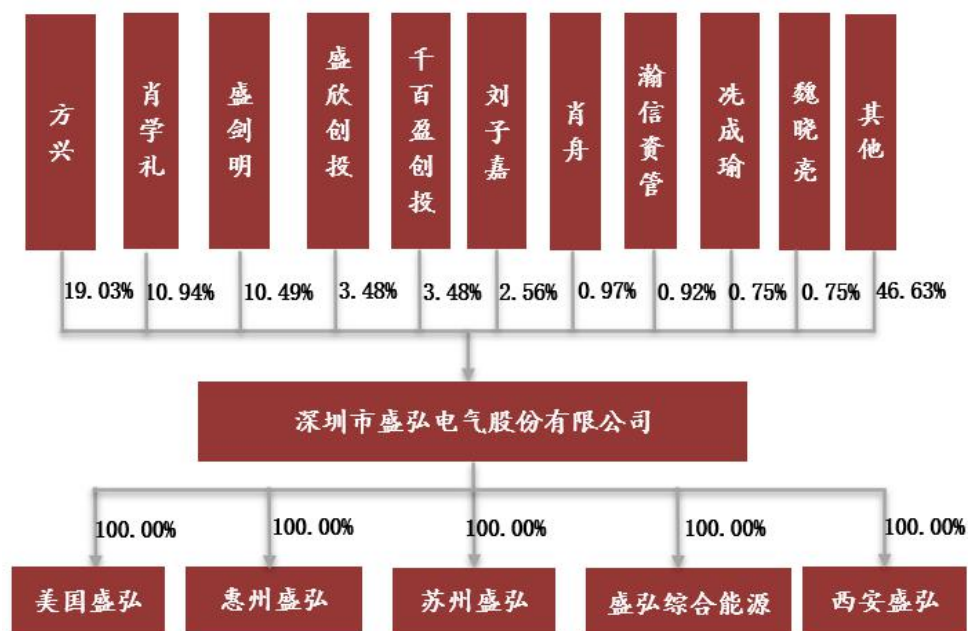
股权结构：公司控股股东及实际控制人为方兴、肖学礼、盛剑明，三者为一致行动人，共计持有公司40.46%股权。其中，方兴持有公司19.03%股份，肖学礼持有公司10.94%股份，盛剑明持有公司10.49%股份。

表 1：公司历史沿革

事件	
2007 年	深圳市盛弘电气有限公司成立，起步阶段专注于电能质量领域中有源滤波器（APF）的研发和设计。
2007 年	将三电平技术引入 APF 产品设计中，并开发了专门的控制算法。
2009 年	推出公司首款模块化 APF 产品。
2010 年	公司研制出光伏逆变器和储能变流器，涉足新能源电能变换设备领域。
2011 年	研制推出电动汽车充电桩模块。
2012 年	推出了另一类电能质量治理产品，即静止无功发生器（SVG）。
2012 年	推出电池化成及检测设备。
2015 年	公司整体变更登记为深圳市盛弘电器股份有限公司。
2017 年	在深圳证券交易所上市，股票代码 300693，证券简称“盛弘股份”。

资料来源：公司公告，招商证券

图 1 公司股权结构



资料来源：Wind，招商证券

1.2 主营业务

公司专注于电力电子技术在能源互联网领域中的应用，收入主要由电能质量设备与充电桩贡献，收入占比高于70%。

公司主要产品包括：(1) 电能质量设备，服务高端装备制造与智能电网的电能质量产品，应用于高端装备制造设备及半导体芯片制造业中的工业电源产品；(2) 充电桩，即新能源汽车充电设备；(3) 新能源电能变换设备，主要有光伏逆变器、储能变流器，用于电网与设备之间的电能转换；(4) 锂电化成与检测设备，电池生产线后端工艺，用于电池化成及检测。

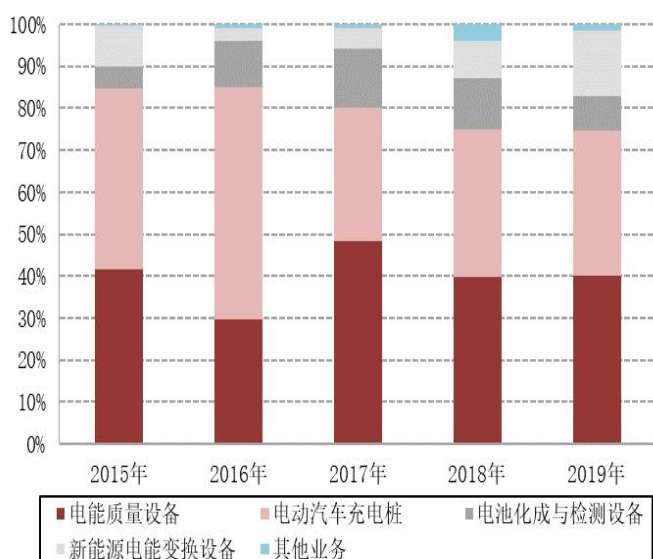
三季报业绩增长势头良好。前三季度公司实现营收、归上净利、扣非净利分别约为4.87、0.69、0.53亿元，同比增长17.2%、68.8%、47.4%。前三季度毛利率水平达到50.3%，同比提升2.5%。

表 2：公司主营产品

公司所属业务类别	主要产品	具体功能	应用领域
电能质量设备	三相不平衡调节装置 (SPC)、动态电压调节器 (AVC)	通过滤除谐波电流、动态补偿无功、消除三相不平衡等，提高电力配电系统电能质量和综合能效	石高端装备制造、电力系统、石油矿采、轨道交通、IDC 机房、通信、冶金、化工、汽车工业、公共设施、银行、医院、剧院、广电、主题公园、电力系统等三十多个行业
电动汽车充电桩	分体式、一体式充电设备、交流充、恒功率充电模块	为电动汽车蓄电池充电	电动汽车充电站、停车场充电装置
新能源电能变换设备	光伏逆变器、储能变流器	将光伏电池板产生的直流电转换成交流电后并入电网；储能电池和电网之间的双向电能变化及传输	集中式光伏电站、分布式光伏系统、电力储能、微电网系统等
电池化成与检测设备	锂电池系列、铅酸电池系列	电池充放电检测、电池化成和分容	锂电池、铅酸电池生产商；电动汽车生产商

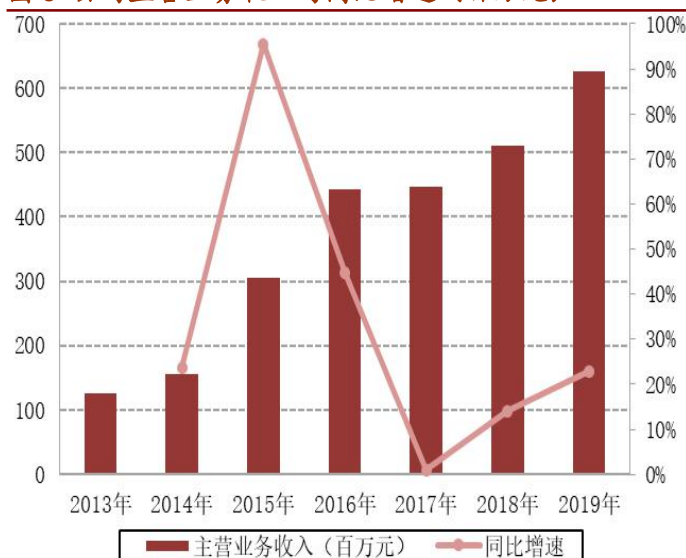
资料来源：公司公告，招商证券

图 2 主营业务收入占比



资料来源：Wind，招商证券

图 3 公司主营业务收入与同比增速 (百万元)



资料来源：Wind，招商证券

表 3：业绩摘要

百万元	2018	2019	同比变化 (%)	2019 年 前三季度	2020 年 前三季度	同比变化 (%)
营业收入	531.26	635.84	19.69	415.32	486.78	17.20
营业成本	286.87	331.27	15.48	216.70	241.87	11.62
毛利润	244.39	304.57	24.62	198.63	244.90	23.30
销售税金	5.18	5.03	-2.99	3.72	2.55	-31.54
毛利润(扣除销售税金)	239.21	299.54	25.22	194.91	242.36	24.35
销售费用	98.50	113.90	15.64	73.74	78.94	7.04
管理费用	36.32	44.79	23.30	31.30	25.84	-17.45
研发费用	48.30	63.74	31.95	42.33	54.74	29.33
经营利润	56.08	77.11	37.50	47.54	82.84	74.27
资产和信用减值损失	20.66	-20.95	-201.41	-11.31	-23.48	107.60
财务费用	0.99	2.34	135.89	0.76	3.02	298.26
投资收益	11.03	4.45	-59.69	6.33	-1.33	-121.00
资产处置收益	0.00	0.00		0.00	0.00	
公允价值变动净收益	0.00	1.51		0.00	4.78	
其他收益	9.27	11.14	20.17	5.99	18.82	214.24
营业外收入	0.33	0.54	62.47	0.26	0.36	39.92
营业外支出	0.10	0.34	222.83	0.18	0.01	-93.56
利润总额	54.96	71.13	29.42	47.88	78.97	64.94
所得税	6.48	9.08	40.10	6.89	9.80	42.26
税后净利润	48.48	62.05	27.99	40.98	69.16	68.76
少数股东损益	0.00	0.00		0.00	0.00	
归母净利润	48.48	62.05	27.99	40.98	69.16	68.76
非经常性损益	11.71	7.99	-31.77	4.69	15.67	233.98
扣非归母净利润	36.77	54.06	47.03	36.29	53.49	47.39
%			百分点变化			百分点变化
毛利率	46.00	47.90	1.90	47.82	50.31	2.49
销售费用率	18.54	17.91	-0.63	17.76	16.22	-1.54
管理费用率	6.84	7.04	0.21	7.54	5.31	-2.23
研发费用率	9.09	10.02	0.93	10.19	11.25	1.05
财务费用率	0.19	0.37	0.18	0.18	0.62	0.44
经营利润率	10.56	12.13	1.57	11.45	17.02	5.57
所得税率	14.75	13.62	-1.14	16.59	12.21	-4.38
净利率	9.13	9.76	0.63	9.87	14.21	4.34

资料来源：公司公告，招商证券

图 4 公司电能质量设备



资料来源：公司官网，招商证券

图 5 直流分体式/直流室外一体化充电桩/交流充电桩



资料来源：公司官网，招商证券

图 6 公司储能变流器



资料来源：公司官网，招商证券

图 7 公司锂电化成设备



资料来源：公司官网，招商证券

1.3 生产模式、销售结构、客户结构、产能扩张

生产模式：公司采用“自主生产+外协加工”生产模式，印制电路板装配（PCBA）、结构件组装、电缆组装、充电桩模块组装采用外协加工方式完成，电子元器件和结构件等原材料对外采购。公司以标准化产品销售为主，同时辅以局部定制，形成对应的产品设计方案。公司产品采用模块化设计，模块可独立运行或组装为整机。公司根据客户需求交付模块产品或定制化整机产品。

销售模式：公司采用直销为主，少量经销的销售模式。直销是指 ODM 销售（主要为系统集成商和运营商提供配套产品）以及自主品牌中直接面向终端用户的销售，经销是指自主品牌中向贸易商的销售。

客户结构：公司电能质量设备与变化设备客户包括各领域设备集成商，如石油矿采、通信、冶金、化工、汽车工业、公共设施、银行、医院、电力系统等；充电桩客户有国家电网、特锐德、普天新能源、南方电网等重要充电桩运营商。此外，锂电设备主要客户包括 CATL、ATL、长城汽车、国轩、光宇、亿纬等锂电池和铅酸电池行业重要客户；公司积极拓展海外客户，保持公司海外业务稳定增长。

稳步推进产能扩张：盛弘股份（300693）旗下惠州盛弘电气有限公司投建的新能源产业化项目于 2019 年 5 月份开工，该项目分为两期建设。首期投资不得少于 1.5 亿元，建筑面积不低于总建筑面积的 70%，投资强度不低于项目总投资强度的 70%，建设期不超过 2 年。二期须在一期建成投产后 2 年内动工建设，4 年内建成投产。

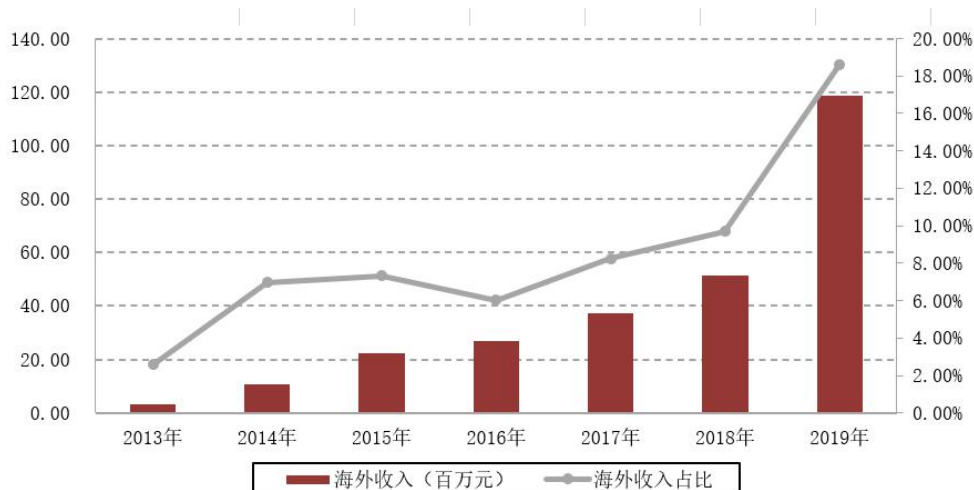
主要生产电能质量治理产品、电动汽车充电桩、储能变流器、电池检测化成设备、定制电源设备等产品。项目建成后预计年产充电桩 12310 台、电能质量产品 24400 台及电池和储能产品 16000 台。

表 4：公司主要客户

业务类别	客户范围	项目案例
电能质量设备	石油矿采、轨道交通、IDC 机房、通信、冶金、化工、汽车工业、公共设施、银行、医院、剧院、广电、主题公园、电力系统等各行业客户。	武汉汉秀剧场、珠海长隆集团、呼和浩特万达项目、无锡地铁 2 号线、成都天来国际广场、中兴数据机房项目、江西泰明光伏项目、香港最高法院等
电动汽车充电桩	主要客户有电力公司、市政公司和公交公司、汽车厂等公共充电设施建设与运营商。包括国家电网、特锐德、普天新能源、南方电网等重要充电桩运营商。	北京充电站、深圳新安公园充电桩、重庆移峰换电站、郑州公交、合肥公交等充电桩建设项目、厦门市政充电桩项目、重庆财信广场等
新能源电能变换设备	主要客户为电力成套设备集成商，涉及光伏和储能行业客户。	青海玉树援电储能项目、泰国储能项目、英国物流园用户侧储能项目、南方电网虚拟同步机项目、上海汽车城光储充一体化项目、印尼海岛光储柴示范项目等
电池化成与检测设备	主要客户为锂电池和铅酸电池生产厂家。包括 CATL、ATL、长城汽车、国轩、光宇、亿纬等众多行业内重要客户。	亿纬锂能、合肥国轩高科、广州鹏辉能源、杭州南都动力科技、天劲新能源、壹舸能源、正昀新能源、合肥海奥电气科技、哈尔滨光宇电源等公司项目

资料来源：公司公告，招商证券

图 8 海外收入与占比持续提升



资料来源：Wind，招商证券

二、深耕电能质量设备领域，竞争力强

2.1 多数管理层具备艾默生或华为背景，重视研发

多数管理人员有艾默生背景，经验丰富。公司多位高管曾任职于艾默生，两位副总经理均有 10 年左右艾默生工作经验，其中一位副总经理同时具备艾默生与华为的工作经历。此外，公司研发总工程师与软件总工程师分别曾在艾默生项目经理与项目工程师，行业经验丰富。

重视研发投入，相关人员与费用占比较高。公司持续重视研发投入，2014 年研发费用

占比达 16.2%，上市之后研发费用占比下降系收入规模增长更快。目前公司研发费用占比在 10%以上，且维持较大规模的研发团队，研发人员高达 31%。公司持续在研发投入较多资源，可能是与高管人员具备较强的技术背景有关。

表 5：较多管理人员具备艾默生与华为背景

姓名	职务	个人简历
方兴	董事长、董事	1994 年 7 月-2000 年 6 月 宝洁(广州)有限公司
		2000 年 6 月-2007 年 6 月 捷普电子(广州)有限公司
		2007 年 9 月-2015 年 6 月 深圳市盛弘电气有限公司总经理, 执行董事, 董事长
		2015 年 6 月至今 深圳市盛弘电气股份有限公司董事长, 总经理
盛剑明	董事、副总经理	1997 年 3 月至 2001 年 7 月 华为电气有限公司, 服务销售部工程师, 项目经理, 总经理
		2001 年 7 月至 2011 年 3 月 艾默生网络能源有限公司, 采购专家团主任, 副总经理
		2011 年 3 月至 2012 年 9 月 西安宝德电气深圳分公司, 总经理
		2012 年 9 月至 2015 年 6 月 深圳市盛弘电气有限公司, 董事, 副总经理
		2015 年 6 月至今 深圳市盛弘电气股份有限公司董事, 副总经理
肖学礼	董事、副总经理	1987 年 6 月至 1995 年 9 月 重庆庆铃汽车股份有限公司, 电气技术员, 助理工程师
		1995 年 9 月至 1998 年 6 月 就读于重庆大学
		1998 年 6 月至 2001 年 12 月 华为电气有限公司, 工程师
		2001 年 12 月至 2011 年 10 月 艾默生网络能源有限公司, 部门总监
		2011 年 10 月至 2012 年 6 月 深圳沃特玛电池有限公司, 电子部总监
		2012 年 6 月至 2015 年 6 月 深圳市盛弘电气有限公司, 副总经理
魏晓亮	研发总工程师	2015 年 6 月至今 深圳市盛弘电气股份有限公司, 董事, 副总经理
		1999 年 7 月至 2001 年 9 月 南车四方机车车辆有限公司, 研发工程师
		2001 年 9 月至 2004 年 7 月 就读于西南交通大学
		2004 年 7 月至 2008 年 2 月 艾默生网络能源有限公司, 项目经理
		2008 年 3 月至 2015 年 6 月 深圳市盛弘电气有限公司, 研发总工程师
冼成渝	软件总工程师	2004 年 7 月至 2008 年 3 月 艾默生网络能源有限公司, 工程师
		2008 年 3 月至 2015 年 6 月 深圳市盛弘电气有限公司, 软件总工程师
		2015 年 6 月至今 深圳市盛弘电气股份有限公司, 软件总工程师, 监事

资料来源：Wind，招商证券

表 6：公司研发费用占比较高

(万元)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
研发费用	3535	4092	4277	4830	6375
营业收入	30632	44667	45129	53126	63584
研发费用占比	11.5%	9.2%	9.5%	9.1%	10.0%

资料来源：Wind，招商证券

表 7：研发人员占比高达 31%

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
研发人员	131	180	195	205	222
销售人员	113	173	129	157	183
营运人员	57	91	61	97	92
生产人员	74	82	178	171	172
行政和管理人员	21	23	33	41	43
财务人员	9	9	11	12	12
合计	405	558	607	683	724
研发人员占比	32%	32%	32%	30%	31%

资料来源：Wind，招商证券

2.2 产品结构不断升级

起步于有源滤波器，具备先发优势。公司是国内最早期的电能质量设备推广者之一，长期产品生产、销售、售后服务上的经验技术积累，使得公司电能质量设备稳定性在行业中位居领先地位。在起步阶段公司专注于电能质量领域中有源滤波器（APF）研发和设计，在软件方面积淀较为深厚，2007 年公司将三电平技术引入 APF 产品设计中、开发了专门的控制算法，并于 2009 年推出首款模块化 APF 产品，较好解决了两电平整柜式 APF 产品体积和重量的问题，并达到滤除谐波、提高电能质量的目的。

向电压与频率产品发展。公司不断优化产品结构并丰富产品体系，2012 年在 APF 硬件技术平台基础上，通过改变软件算法推出了静止无功发生器（SVG），用于补偿电网中低压侧无功功率、减低电网线损、提高设备使用效率。此后，公司推出了 50-2400KVA 系列实时动态调压器（AVC），专门针对解决困扰汽车制造、半导体芯片制造等高端制造行业的电压暂降问题的。

表 8：定期报告产品新增电压类产品

	时间	定期报告产品	用途
电能质量产品	2017 年	有源滤波器（APF） 静止无功发生器（SVG）	通过滤除谐波电流、动态补偿无功、消除三相不平衡等，提高电力配电系统电能质量和综合能效
	2018 年	三相不平衡调节装置（SPC） 动态电压调节器（AVC）	

资料来源：Wind，招商证券

表 9：公司软件著作权情况

软件全称	登记号	版本号	登记日期	取得方式	权利范围
盛弘赛因思尔有源滤波器控制软件	2010SR007168	V1.3	2010.02.09	原始取得	全部
盛弘赛因思尔有源滤波器监控(前台)软件	2010SR031027	V1.2	2010.06.25	原始取得	全部
盛弘赛因思尔光伏逆变器监控后台软件	2011SR003623	V1.4	2011.01.25	原始取得	全部
盛弘赛因思尔光伏逆变器监控前台软件	2011SR003626	V1.0	2011.01.25	原始取得	全部
盛弘 100A 有源滤波器控制软件	2012SR013205	V1.0	2012.02.24	原始取得	全部
盛弘 690V 有源滤波器控制软件	2013SR019187	V1.0	2013.03.01	原始取得	全部
盛弘低压静止无功发生器控制软件	2013SR029307	V1.0	2013.03.28	原始取得	全部
盛弘电动汽车充电机控制软件	2013SR075097	V1.0	2013.07.27	原始取得	全部
盛弘电池检测设备控制软件	2015SR066038	V1.0	2015.04.21	原始取得	全部
盛弘直流充电机控制软件	2015SR066127	V1.0	2015.04.21	原始取得	全部
盛弘 150A 有源滤波器控制软件	2015SR066128	V1.0	2015.04.21	原始取得	全部
盛弘 CDC60 铅酸直流模块控制软件	2015SR242496	V1.0	2015.12.03	原始取得	全部
盛弘 CDC5V30A 直流模块控制软件	2016SR067539	V1.0	2016.04.01	原始取得	全部
盛弘 CDC20 铅酸直流模块控制软件	2016SR081022	V1.0	2016.04.19	原始取得	全部
盛弘地铁储能系统控制软件	2016SR332022	V1.0	2016.11.16	原始取得	全部

资料来源：Wind，招商证券

2.3 专注高附加值核心环节

轻资产模式专注高附加值环节。公司致力于产业链中附加值较高的研发设计环节（包括硬件和软件设计开发）与营销服务环节，其他环节通过外协加工完成。“自主生产+外协加工”生产模式使得公司不需要大量的机床加工、印制电路板装配线、喷涂等生产设备，因此公司的流动资产比重较高、固定资产等非流动资产比重较低。

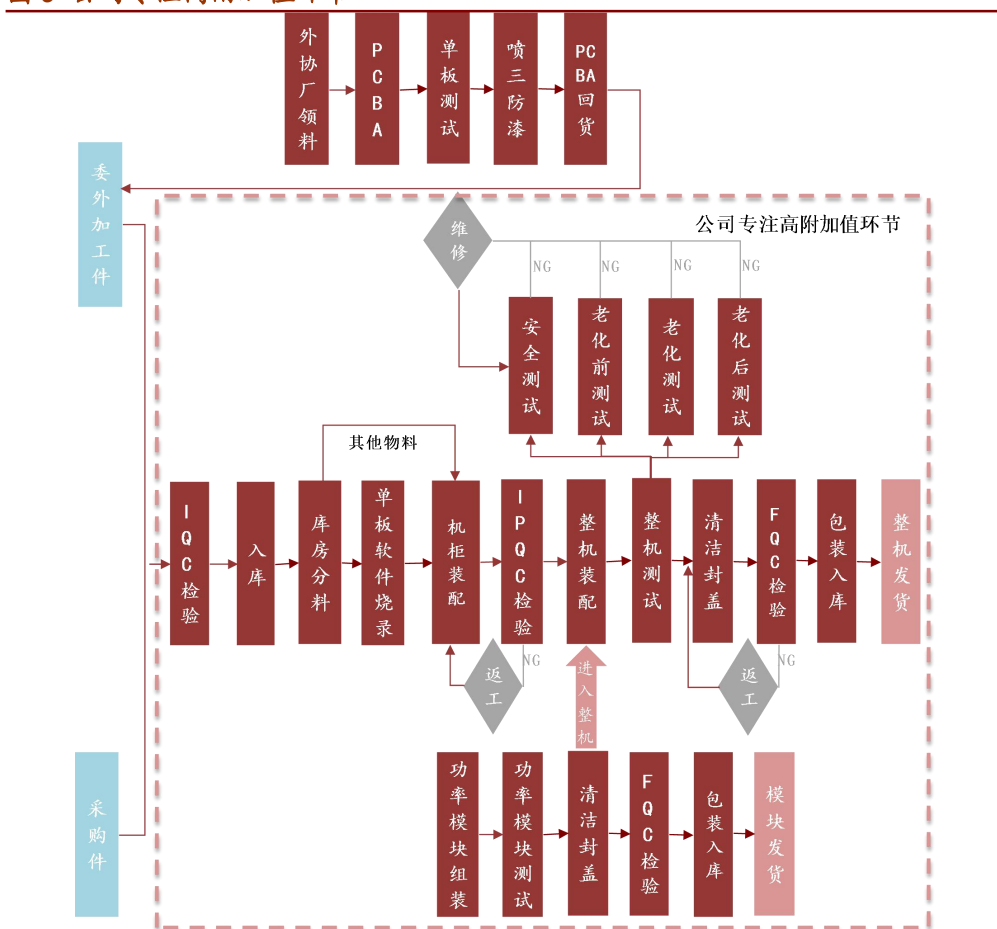
深圳电子产业发达，上游供应商多，原材料丰富。公司地处深圳，原材料主要采取周边资源就近原则。深圳作为中国重要的电子装备制造产业聚集地，电子加工产业配套齐全。公司采购体系稳定，与当地供应商建立了良好的合作关系，所需原材料供应充足。

表 10：公司固定资产占总资产比重低

万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019
固定资产	985	1,312	1,199	1,238	1,456	1,569
非流动资产	1,374	2,657	1,873	3,011	6,415	14,082
流动资产	15,270	34,999	44,260	77,166	82,361	93,555
总资产	16,644	37,656	46,133	80,177	88,776	107,638
固定资产/总资产	5.92%	3.49%	2.60%	1.54%	1.64%	1.46%

资料来源：Wind，招商证券

图 9 公司专注高附加值环节



资料来源：公司公告，招商证券

三、充电桩业务稳居行业前列

3.1 围绕电力电子变换技术，发力充电桩业务

产品技术同源，借电力电子积淀切入充电桩。电能质量业务与充电桩均以电力电子技术为基础，技术同源（在充电桩将交流电转化为直流充电过程中，电流量过大会产生谐波和无功的问题）。公司在将三电平模块化技术运用于电能质量产品后，凭借自身技术储备切入充电桩业务，于 2011 年研制推出了充电桩模块，用于对电动汽车蓄电池充电，同时也可有效治理谐波。

产品性能优异，已有较多经典应用案例。公司生产的直流充电桩，采用有源 APFC 技术进行谐波治理和无功补偿，使得系统效率达到 95% 以上，功率因数达到 0.99，谐波电流总畸变率降低到 5% 以下，无需安装额外的电能治理设备即可保证充电站的使用安全，且不影响同一电网中其他用户的正常用电。公司依靠领先的技术方案，在 2018 年收获合肥公交、郑州公交等充电桩建设项目，在充电桩领域已有较多经典应用案例。

图 10 公司充电桩业务部分案例一览



资料来源：公司官网，招商证券

3.2 覆盖主流充电桩运营商，社会投建充电桩市占率居前

公司未在年报中披露充电桩业务客户，但从 2017 年招股说明书上来看，公司已基本已绑定主流充电桩运营商，包括国家电网、普天新能源、南方电网、特斯拉、特锐德、华商三优、富电科技等。2016 年公司前五大客户均为充电桩客户，其中特锐德占据 2015-2016 年第一大客户地位，普天新能源也保持在前三名之列。

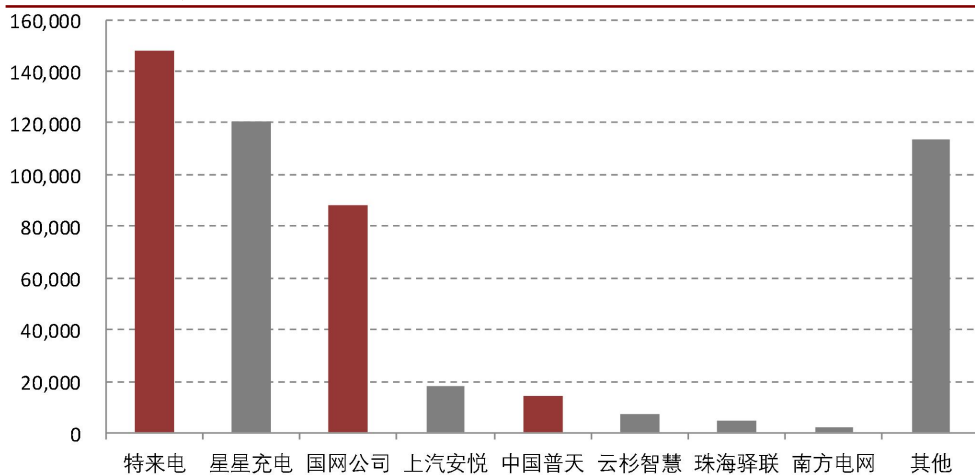
公司作为设备制造企业，以扎实的技术为支撑，绑定行业有限运营商，市场和业绩拓展迅速，未来有望进一步受益充电桩行业的加速发展。

表 11：公司客户基本覆盖主流充电桩运营商

期间	排名	前五名销售客户名称	销售额 (万元)	占营业收入 比重
2016 年	1	特锐德	3,570	7.99%
	2	北京国网普瑞特高压输电技术有限公司	3,182	7.12%
	3	普天新能源	2,039	4.56%
	4	北京华商三优新能源科技有限公司	1,842	4.12%
	5	深圳市前海中电新能源科技有限公司	1,700	3.81%
	合计		12,333	27.61%
2015 年	1	特锐德	6,289	20.53%
	2	普天新能源	2,031	6.63%
	3	天津平高智能电气有限公司	1,533	5.00%
	4	大连罗宾森电源设备有限公司	1,155	3.77%
	5	洛阳硕力信新能源科技有限公司	1,141	3.72%
	合计		12,148	39.65%
2014 年	1	许继集团	860	5.49%
	2	思源清能电气电子有限公司	829	5.29%
	3	北京华商三优新能源科技有限公司	819	5.23%
	4	宁波海象自控设备科技有限公司	732	4.67%
	5	北京星航机电装备有限公司	633	4.04%
	合计		3,872	24.72%

资料来源：Wind，招商证券

图 11 2019 年底分公司充电桩保有量（红色为公司客户）



资料来源：国家电网电子商务平台，招商证券

3.3 逐步建立品牌影响力，有望突破国内外标杆大客户

初期采用 ODM 模式扩大销量。充电桩产业当中，系统集成商和运营商掌握了更多的项目和客户资源，因此公司在充电桩业务发展初期，主要精力用于产品的开发与销售渠道拓展，ODM 收入占比较高。公司通过这种模式在销售方面进展显著，销量大增，但 ODM 模式毛利率相对较低。

品质逐步被下游客户认可，未来有希望在国外、国内市场获得大客户突破。随着销售产

品的增长，公司产品品质逐步被客户认可，带动自主品牌的销量占比提升，随着自主品牌销量占比逐步提升其毛利率不断爬升。公司市场策略转向标杆大客户，未来有希望在国外、国内市场获得大客户突破。如果未来能够在海外的充电桩市场取得突破，将会给公司充电桩产品的单价和毛利率带来很大的拉动。

表 12：公司充电桩业务自主品牌收入有所增长

	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自主品牌销售收入	758	3%	104	1%	909	-
ODM 销售收入	23951	97%	13109	99%		

资料来源：公司公告，招商证券

表 13：自主品牌毛利率高于 ODM

	2016 年	2015 年	2014 年
ODM 业务毛利率	47%	46%	64%
自主品牌毛利率	67%	74%	74%
合计	51%	52%	68%

资料来源：公司公告，招商证券

四、储能业务有望高速增长，电池检测和工业电源进入收获期

4.1 公司储能业务具备领先的竞争力和市占率，有望随着储能需求的爆发加速发展

公司储能技术居于市场领先水平。公司从 2012 年切入储能领域的研究，现拥有较为完善的储能解决方案及成熟的储能系统集成能力，PCS（储能双向变流器）技术达到国内领先水平，公司独创的“多分支输入”设计理念，能够将多个支路输入直接接入变流器，减少储能电池串并联，降低电池损耗风险，并且能够更大化利用梯次电池，降低建设成本。

具有完备的资质认证证书，在国内外市场不断取得突破。公司储能产品通过了 ETL、CE、CQC 等测试认证，取得了相关资质证书。凭借着目前业内较全的海外认证证书，海外储能在 2018 年有明显的发力，成交客户来自主要是美国、英国、澳洲、非洲和东南亚等十几个国家。以在美国伊利诺伊州和西弗吉尼亚州向 Energport 公司提供了两个总容量为 72MWh 磷酸铁锂（LFP）电池储能项目的集装箱式电池储能系统为标志，公司在海外储能市场取得明显突破。国内市场，积极参与电网项目，成功中标河南电网 9.6MW 储能示范项目，参与建设了南方电网 5MW/10MWh 的储能电站项目。

国内风电、光伏配套储能政策不断出台，推动公司储能业务加速发展。全国先后有新疆、内蒙古、江西、安徽、湖南、湖北、河南等十几个省（区）发布相关政策，要求或建议

新增平价风电、光伏项目配置储能，力促储能在新能源（主要是风、光）发电侧应用。如内蒙古要求光伏电站储能容量不低于 5%、储能时长在 1 小时以上；湖北要求风储项目配备的储能容量不得低于风电项目配置容量的 10%，且必须与风电项目同时建成投产；山东明确储能配置规模按项目装机规模的 20%考虑，储能时间为 2 小时。今年以来公司受益于下游行业储能需求的爆发，订单情况良好，该项业务的发展正在加速。

表 14：公司储能设备的分类

储能设备分类	设计与应用
商业级储能设备	采用单极式三电平模块设计，符合大容量电池组的电压等级和功率等级
工业级储能设备	采用三电平模块化设计减少电池串并联，提高电池使用寿命和可靠性支持并网运行
电网级储能设备	直流微网系统海岛离网系统，离网村落 弱点地区供电、无电地区供电多种电池类型同时接入应用

资料来源：公司公告，招商证券

表 15：公司储能经典项目

案例	设备	介绍
桑顿新能源光储充一体化微网项目	250kW 的单级储能变流器，智能并离网切换控制柜，EMS 能量管理系统；	提高能源效率，分析计算出更合理的电能应用及电费开支。EMS 对发电侧和用电侧进行实时响应和调配，将系统内能源使用最大化；采用新能源削峰填谷，避免园区工业用电峰值电价罚款；验证梯次电池在储能项目的稳定利用，降低储能系统的投资成本；
上海安亭汽车城项目	Sinexcel PWS1 - 150KW 的单极三分支储能变流器	该光储充系统采用三组不同的电池，包括三元锂电池，磷酸铁锂电池，和梯次电池，验证了不同电池组之间可直接应用进储能系统；
交流微网项目 电科院储能科研项目	采用 4 台 150KW 储能变流器进行交流侧并联运行	国内唯一实现 4 并机离网运行技术、4 并机并离网无缝切换技术、4 并机离网黑启动技术的厂家；
直流微网项目 上海换电站项目	采用 8 台 125KW 储能变流器	每台设备接入 4 路电池，对换电站内的电池进行分别充放电，保障电池的一致性与安全性。

资料来源：公司公告，招商证券

4.2 公司培育的电池检测和工业电源业务进入收获期

公司电池检测设备能量利用效率高，产品涵盖范围广。公司生产的电池化成及检测设备全部采用能量回馈技术，实现放电能量回收，环保节能。产品主要包含电芯化成分容设

备、模组测试设备、PACK 测试设备，分别针对电芯生产、模组生产、PACK 生产的充放电测试环节。电芯化成分容设备型号涵盖 5V10A 到 5V1000A 各电流等级。模组测试设备型号涵盖电压 60V 到 200V，电流 20A 到 1000A 各等级。PACK 测试设备型号涵盖电压 200V 到 750V，电流 50A 到 1000A 各等级。

公司在电池检测设备领域树立领跑者地位，未来电池企业的不断扩产有望拉动该项业务增长。经过长时间的投入和积累，公司的电池检测设备已经树立了良好口碑，获得了众多优质企业的青睐。凭借产品技术上的优势，公司已经给 CATL、ATL、长城汽车、国轩、光宇、亿纬等众多行业重要客户供货，进一步奠定了公司在电池化成及检测设备领域技术领跑者的地位。目前公司还在进一步开拓海外市场，努力扩大产品应用的版图。各个头部电池厂家都十分看好未来新能源车的终端需求，制定了较大规模的扩产计划，而电池厂持续不断地产能扩张，将会对公司的电池检测设备业务形成较强的拉动作用。

工业电源业务为国内多家公司激光器企业进行配套研发，逐步进入收获期。工业电源业务围绕新型金属加工制造的定制电源和半导体制造电源为工业电源业务的主要方向，并针对行业龙头企业开展定制化产品的开发工作。在国内制造业转型之际，公司通过技术革新，为新型制造提供电能设备供给和保障。在近来中美贸易摩擦背景下，半导体设备的国产替代进程或将加速。目前工业电源业务中的激光器电源产品，已配合国内多家激光器企业开展配套研发工作，预计明年工业电源业务将步入收获期。

表 16：国内外电池企业加速扩产进度

	2017 年	2018 年	2019 年	现有+未来规划
宁德时代	17	30	40-50	超过 200
松下	22.5	33	40-50	超过 55
LGC	8	14	30	超过 110
三星 SDI	8	10	超过 15	超过 75
SKI	1.1	3.9	4.7	超过 90
AESC	7.5	7.5	7.5	超过 27.5
比亚迪	18	26	30-40	超过 90
孚能科技	1.3	2	3	超过 55
国轩高科	4.6	7.4	12.4	超过 28
亿纬锂能	2.7	5.5	7	超过 16.5

资料来源：各公司公告，招商证券

表 17：工业电源产品

工业电源主要产品	主要用途	应用领域
激光器电源	LPM 系列激光器电源模块	激光器生产商
半导体冶炼炉加热电源 L	单晶加热电源系统	半导体加工厂商

资料来源：公司公告，招商证券

盈利预测与投资建议

盈利预测：公司 2021 年和 2022 年的 EPS 分别为 1.17 元和 1.74 元。

电能质量设备业务稳步提升。公司作为电能质量设备行业的领军企业在该行业深耕多年，拥有丰富的生产、销售、售后服务上的经验技术积累。同时不断的优化产品结构体系。多位高管均有着在长期在艾默生与华为等企业的工作经验，能够很好的带领团队去推成出新。预计电能质量设备业务将能够稳步提升。

充电桩业务有望加速。2020 年 11 月 3 号新华社发布了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，其中明确提出了发展包括新能源汽车等战略性新兴产业。而充电设备作为电动汽车发展的必要基础设施，有望迎来快速上升期。

新能源电能变换设备业务将大幅度增长。随着新能源行业的迅猛发展，新能源电能变换设备将持续发挥巨大的作用。其在下流领域有着诸多的应用包括储能、配电，调频，家用等。同时公司不断开拓海外市场，新能源电能变换设备的市场将有着较大的发展潜力，公司业务也有望随之高速增长。

表 18：收入预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
电能质量设备	收入（百万元）	210.9	255.3	282.7	319.1	370.5
	YOY（%）	-3.2	21.0	10.7	12.9	16.1
	毛利率（%）	60.1	58.4	57.0	56.5	56.0
电动汽车充电桩	收入（百万元）	187.2	219.4	260.0	386.8	609.7
	YOY（%）	30.1	17.2	18.6	48.8	57.6
	毛利率（%）	32.1	35.5	35.0	34.5	34.0
电池化成与检测设备	收入（百万元）	64.9	52.6	94.6	143.8	208.5
	YOY（%）	2.8	-19.0	80.0	52.0	45.0
	毛利率（%）	45.6	50.0	52.0	51.5	51.0
新能源电能变换设备	收入（百万元）	46.7	99.1	118.5	240.9	379.7
	YOY（%）	111.8	112.2	19.5	103.4	57.6
	毛利率（%）	48.2	49.7	55.0	54.5	54.0
其他业务	收入（百万元）	21.6	9.5	4.2	72.1	152.6
	YOY（%）	404.9	-55.8	-56.1	1621.0	111.5
	毛利率（%）		22.5	25.0	24.5	24.0
合计	收入（百万元）	531.3	635.8	760.0	1,162.8	1,720.9
	YOY（%）	17.7	19.7	19.5	53.0	48.0
	毛利率（%）	46.0	47.9	50.5	50.0	49.5

资料来源：公司公告，招商证券

表 19：盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	531	636	760	1163	1721
同比增长（%）	18	20	20	53	48
营业利润(百万元)	55	71	112	184	274
同比增长（%）	88	30	57	65	49
净利润(百万元)	48	62	96	160	239
同比增长（%）	108	28	54	68	49

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.35	0.45	0.70	1.17	1.74
PE	94.0	73.4	47.7	28.4	19.1
PB	7.5	6.9	6.1	5.1	4.1

资料来源：公司公告，招商证券

投资建议

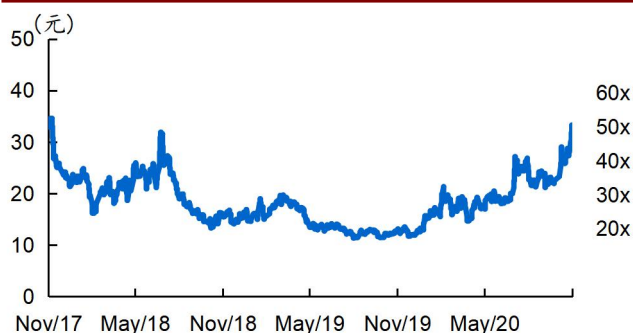
公司在电力电子领域有较强的技术积累，先后发展了电能质量、充电桩、储能控制、电池化成、工业电源等同源业务。目前公司在电能质量领域已处于领先地位，随着销售体系扩充有望保持较快增长。充电模组与充电桩是公司新的核心业务，在社会投建充电桩市场保持领先市占率，未来可能聚焦国内外大客户战略，有望快速增长。公司在储能领域与一批海外标杆客户紧密合作，随着储能市场的爆发，该业务板块有望快速成长。此外，之前培育的电池检测、高精度工业电源业务近几年也开始收获。公司围绕核心技术，积累和培育了一系列产品应用集群，其中，充电桩、储能、电池检测等在高成长阶段。公司 2021 年和 2022 年归母净利润分别为 1.60、2.39 亿元，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级，目标价为 42-45 元。

风险提示

- 1) 充电桩业务低于预期。**国内新能源汽车市场增长较快，但购买成本、充电时间、续航能力、配套充电设施等因素仍会产业发展形成制约。新能源汽车推广不理想的情况下，公司充电桩业务可能会低于预期。
- 2) 业务部门较多有管理难度。**公司目前有五个业务板块管理、不同板块之间的跨度较大，对公司管理和资源协调分配上带来难度，可能会对公司发展形成一定制约。
- 3) 股东减持。**目前特定股东减持计划尚未实施完毕，后续进一步减持可能带来股价波动的风险。

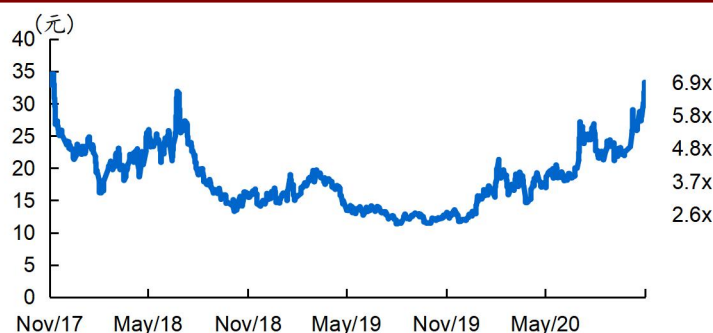
PE-PB Band

图 12：盛弘股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 13：盛弘股份历史 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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	824	936	1019	1354	1819
现金	143	183	204	236	286
交易性投资	0	252	252	252	252
应收票据	13	41	49	76	112
应收款项	281	324	365	558	826
其它应收款	15	11	13	20	29
存货	116	112	122	190	281
其他	255	13	15	23	34
非流动资产	64	141	132	123	116
长期股权投资	0	8	8	8	8
固定资产	15	16	16	17	17
无形资产	30	92	83	74	67
其他	20	25	25	25	24
资产总计	888	1076	1151	1477	1935
流动负债	276	412	405	580	815
短期借款	57	50	0	0	0
应付账款	144	233	270	421	623
预收账款	24	37	43	68	100
其他	51	91	91	91	91
长期负债	2	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	2	2	2	2
负债合计	278	414	407	583	817
股本	137	137	137	137	137
资本公积金	310	314	314	314	314
留存收益	163	212	294	444	667
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	610	662	744	895	1118
负债及权益合计	888	1076	1151	1477	1935

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	37	112	81	37	61
净利润	48	62	96	160	239
折旧摊销	7	12	15	14	14
财务费用	2	4	4	6	8
投资收益	(11)	(4)	(15)	(17)	(18)
营运资金变动	(6)	41	(23)	(144)	(204)
其它	(3)	(2)	4	17	23
投资活动现金流	(79)	(50)	8	10	12
资本支出	(38)	(50)	(7)	(7)	(7)
其他投资	(40)	0	15	17	18
筹资活动现金流	(3)	(38)	(68)	(15)	(24)
借款变动	23	(39)	(50)	0	0
普通股增加	46	0	0	0	0
资本公积增加	(42)	4	0	0	0
股利分配	(27)	(1)	(14)	(10)	(16)
其他	(3)	(2)	(4)	(6)	(8)
现金净增加额	(45)	24	21	32	49

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	531	636	760	1163	1721
营业成本	287	331	384	599	886
营业税金及附加	5	5	6	9	14
营业费用	98	114	136	208	308
管理费用	36	45	50	70	104
研发费用	48	64	69	93	138
财务费用	1	2	4	6	8
资产减值损失	(21)	(21)	(15)	(10)	(7)
公允价值变动	0	2	1	1	1
其他收益	9	11	10	12	14
投资收益	11	4	4	4	4
营业利润	55	71	112	184	274
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	0	0	1	1	1
利润总额	55	71	111	184	274
所得税	6	9	16	23	35
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净	48	62	96	160	239

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	18%	20%	20%	53%	48%
营业利润	88%	30%	57%	65%	49%
净利润	108%	28%	54%	68%	49%
获利能力					
毛利率	46.0%	47.9%	49.5%	48.5%	48.5%
净利率	9.1%	9.8%	12.6%	13.8%	13.9%
ROE	8.0%	9.4%	12.8%	17.9%	21.4%
ROIC	7.1%	8.9%	13.3%	18.5%	22.0%
偿债能力					
资产负债率	31.3%	38.5%	35.4%	39.4%	42.2%
净负债比率	6.5%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.0	2.3	2.5	2.3	2.2
速动比率	2.6	2.0	2.2	2.0	1.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	2.6	2.9	3.3	3.8	3.8
应收帐款周转率	1.9	1.9	2.0	2.2	2.2
应付帐款周转率	2.2	1.8	1.5	1.7	1.7
每股资料 (元)					
EPS	0.35	0.45	0.70	1.17	1.74
每股经营现金	0.27	0.82	0.59	0.27	0.45
每股净资产	4.46	4.84	5.44	6.54	8.17
每股股利	0.01	0.10	0.07	0.12	0.17
估值比率					
PE	94.0	73.4	47.7	28.4	19.1
PB	7.5	6.9	6.1	5.1	4.1
EV/EBITDA	75.1	57.9	34.8	22.3	15.4

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，研究新能源汽车上游产业。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化。

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，覆盖风电、新能源汽车产业。

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 $\pm 5\%$ 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。