

业绩短期承压，风光储齐头并进

投资要点

- **事件:** 2022年, 公司实现营收 28.1 亿元, 同比上升 33.5%; 实现归母净利润 2.7 亿元, 同比下降 4.7%; 扣非归母净利润 2 亿元, 同比下降 12.5%。其中四季度公司实现营收 10.5 亿元, 同比上升 28.5%; 实现归母净利润 9663 万元, 同比下降 6.1%; 扣非归母净利润 6777 万元, 同比下降 8.5%。
- **下游风光储赛道高景气叠加政策扶持, 新能源电控业务乘风再启航。** 根据国家能源局数据, 2022 年中国风电、光伏发电新增装机 125GW, 同比增长 23.8%, 占全国新增发电装机的 62.8%。风电、光伏装机增长及补贴政策驱动带来电化学储能需求快速增加, 根据 SNE Research 统计, 2022 年全球储能电池出货量 122.2GWh, 同比增长 175.2%。在技术进步、政策持续推动等影响下, 新能源产业需求预计将持续快速增长, 公司 2022 年新能源电控业务收入 22.1 亿元, 同比增长 27.5%。
- **研发投入持续加码, 股权激励彰显发展信心。** 2022 年, 公司研发投入 2.1 亿元, 同比增长 18.8%; 研发人员共 566 人, 同比增长 184 人; 研发人员占公司总人数 30.4%, 同比增长 5.5pp。此外, 2023 年 4 月公司发布股权激励草案, 拟向公司董事、高管、核心技术人员等合计授予 2452 万股, 占比 5.55%, 行权价格为 27.65 元/股, 若达成 100% 归属, 2023-2025 年公司收入/利润以 2022 年为基数, 增长率分别需不低于 30%/60%/90%, 彰显公司发展信心。
- **光伏逆变器规模放量, 海外拓展业绩亮眼。** 2022 年, 公司光伏业务高速增长。其中, 光伏逆变器销售 13.5 万台, 同比增长 195.9%; 海内外销售收入 9.1 亿元, 同比增长 184.4%。公司河源工厂转移产线和扩产项目预计 2023 年 5 月投产, 公司聚焦于分布式光伏, 乘“整县推进”政策东风, 光伏国内市场市占率有望进一步扩大。此外, 公司 2022 年海外营收 0.6 亿元, 同比增长 286.7%, 受益于海外业务高毛利优势, 公司整体毛利有望随海外业务拓展恢复向上。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2023-2025 年营收分别为 41.9 亿元、53.5 亿元、65.3 亿元, 未来三年归母净利润同比增速分别为 53%/38.8%/23.8%, 受益于下游风光储行业需求放量, 新能源电控业务市场空间广阔, 且公司专注于技术积累与创新, 风电板块下游客户趋稳, 光伏与储能板块未来放量, 将提升公司盈利能力, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 光伏逆变器产能爬坡低于预期; 产品价格及毛利率下降风险; 税收优惠政策变动风险; 海外业务拓展不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2809.14	4191.03	5347.67	6532.79
增长率	33.52%	49.19%	27.60%	22.16%
归属母公司净利润(百万元)	266.81	408.16	566.70	701.62
增长率	-4.69%	52.98%	38.84%	23.81%
每股收益EPS(元)	0.60	0.92	1.28	1.58
净资产收益率ROE	7.82%	10.84%	13.33%	14.50%
PE	48	31	22	18
PB	3.72	3.37	2.98	2.62

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 李昂
电话: 021-58351923
邮箱: liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.43
流通A股(亿股)	4.43
52周内股价区间(元)	22.06-41.9
总市值(亿元)	126.99
总资产(亿元)	52.22
每股净资产(元)	7.24

相关研究

1. 禾望电气(603063): 盈利短期承压, 工程传动业务快速发展 (2022-10-28)
2. 禾望电气(603063): 业绩符合预期, 风光储一体化快速发展 (2022-09-01)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司新基地如期投产，新产能带动公司营收增长。

假设 2：受 2023 年风电行业需求复苏影响，公司风电变流器业务有所承压，预计 2023-2025 年公司风电变流器销量分别为 18/25/34GW，平均单价年降 5%。

假设 3：2023 年光伏装机量大幅提升，行业景气度高涨，公司光伏逆变器充分受益。预计 2023-2025 年公司光伏逆变器销量分别为 7/9/10GW，平均单价年降 5%。

假设 4：毛利率水平受规模效应恢复向上。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
新能源电控业务	收入	2206.9	3436.7	4400.2	5339.6
	增速	27.5%	55.7%	28.0%	21.3%
	毛利率	25.7%	28.00%	29.0%	29.0%
工程传动业务	收入	371.1	482.4	627.2	815.3
	增速	85.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	44.6%	45.0%	45.0%	45.0%
其他主营业务	收入	185.1	222.1	266.5	319.9
	增速	43.2%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	41.6%	42.0%	42.0%	42.0%
其他业务	收入	46.0	49.7	53.7	58.0
	增速	7.6%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	88.2%	80.0%	80.0%	80.0%
合计	收入	2809.1	4191.0	5347.6	6532.7
	增速	33.5%	49.2%	27.6%	22.2%
	毛利率	30.3%	31.3%	32.0%	32.1%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

综合公司业务范围，我们选取逆变器主流公司阳光电源、锦浪科技以及国南电瑞进行估值比较，较为合理。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
300274.SZ	阳光电源	1477	99.46	2.19	3.86	5.15	-	45.42	25.77	19.31	-
600089.SH	特变电工	506	127.58	2.73	5.59	8.16	-	46.73	22.82	15.63	-

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
300763.SZ	锦浪科技	1819	27.17	0.99	1.17	1.36	-	27.44	23.22	19.98	-
600606.SH	国电南瑞	1477	99.46	2.19	3.86	5.15	-	45.42	25.77	19.31	-
平均值								39.86	23.94	18.31	-
603063.SH	禾望电气	126	28.38	0.60	0.92	1.28	1.58	47.78	31.16	22.40	18.15

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 2023 年公司估值为 31.16 倍, 行业可比公司估值为 23.94 倍。公司受益于下游风光储行业需求放量, 新能源电控业务市场空间广阔, 光伏与储能板块未来规模放量, 工程传动与海外业务趋势向好, 将提升公司盈利能力, 维持“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2809.14	4191.03	5347.67	6532.79	净利润	267.74	409.58	568.68	704.07
营业成本	1958.05	2878.59	3634.48	4436.69	折旧与摊销	61.56	108.44	108.44	108.44
营业税金及附加	11.95	20.24	25.04	45.08	财务费用	16.64	0.00	0.00	0.00
销售费用	281.84	398.15	481.29	587.95	资产减值损失	-7.22	0.00	0.00	0.00
管理费用	106.32	461.01	588.24	685.94	经营营运资本变动	60.43	-360.54	-553.26	-635.56
财务费用	16.64	0.00	0.00	0.00	其他	9.92	323.69	326.08	174.64
资产减值损失	-7.22	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	409.07	481.18	449.94	351.59
投资收益	14.13	30.00	30.00	30.00	资本支出	58.04	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	20.52	10.26	11.97	12.82	其他	-318.87	40.26	41.97	42.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-260.83	90.26	91.97	92.82
营业利润	297.22	473.30	660.59	819.95	短期借款	-21.81	-38.25	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.08	8.57	8.44	8.36	长期借款	24.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	296.14	481.86	669.03	828.31	股权融资	11.19	0.00	0.00	0.00
所得税	28.40	72.28	100.35	124.25	支付股利	-30.58	-53.36	-81.63	-113.34
净利润	267.74	409.58	568.68	704.07	其他	20.99	-35.41	0.00	0.00
少数股东损益	0.93	1.42	1.98	2.45	筹资活动现金流净额	4.32	-127.02	-81.63	-113.34
归属母公司股东净利润	266.81	408.16	566.70	701.62	现金流量净额	155.10	444.42	460.28	331.07
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	827.04	1271.46	1731.74	2062.81	成长能力				
应收和预付款项	1532.11	2290.30	2910.82	3564.81	销售收入增长率	33.52%	49.19%	27.60%	22.16%
存货	1101.15	1618.83	1893.92	2345.05	营业利润增长率	2.19%	59.24%	39.57%	24.12%
其他流动资产	636.21	193.55	211.86	230.62	净利润增长率	-4.36%	52.98%	38.84%	23.81%
长期股权投资	250.19	250.19	250.19	250.19	EBITDA 增长率	11.56%	54.96%	32.20%	20.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	937.57	789.91	642.24	494.58	毛利率	30.30%	31.32%	32.04%	32.09%
无形资产和开发支出	88.20	78.28	68.36	58.43	三费率	14.41%	20.50%	20.00%	19.50%
其他非流动资产	496.43	495.57	494.72	493.86	净利率	9.53%	9.77%	10.63%	10.78%
资产总计	5868.91	6988.09	8203.84	9500.36	ROE	7.82%	10.84%	13.33%	14.50%
短期借款	38.25	0.00	0.00	0.00	ROA	4.56%	5.86%	6.93%	7.41%
应付和预收款项	1711.48	2653.93	3373.79	4070.20	ROIC	11.20%	16.16%	22.02%	24.79%
长期借款	416.33	416.33	416.33	416.33	EBITDA/销售收入	13.36%	13.88%	14.38%	14.21%
其他负债	280.42	139.18	148.02	157.41	营运能力				
负债合计	2446.47	3209.44	3938.15	4643.93	总资产周转率	0.51	0.65	0.70	0.74
股本	441.69	442.95	442.95	442.95	固定资产周转率	3.02	4.72	6.76	9.42
资本公积	1146.17	1144.91	1144.91	1144.91	应收账款周转率	1.63	1.73	1.61	1.58
留存收益	1830.13	2184.93	2670.00	3258.28	存货周转率	1.99	2.12	1.98	1.95
归属母公司股东权益	3417.99	3772.79	4257.85	4846.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.31%	—	—	—
少数股东权益	4.44	5.87	7.84	10.29	资本结构				
股东权益合计	3422.43	3778.65	4265.70	4856.42	资产负债率	41.69%	45.93%	48.00%	48.88%
负债和股东权益合计	5868.91	6988.09	8203.84	9500.36	带息债务/总负债	18.58%	12.97%	10.57%	8.97%
					流动比率	2.13	2.00	1.98	1.99
					速动比率	1.56	1.40	1.42	1.42
					股利支付率	11.46%	13.07%	14.40%	16.15%
					每股指标				
					每股收益	0.60	0.92	1.28	1.58
					每股净资产	7.72	8.52	9.61	10.94
					每股经营现金	0.92	1.09	1.02	0.79
					每股股利	0.07	0.12	0.18	0.26
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	375.42	581.74	769.03	928.40					
PE	47.60	31.11	22.41	18.10					
PB	3.72	3.37	2.98	2.62					
PS	4.52	3.03	2.37	1.94					
EV/EBITDA	31.19	19.30	14.00	11.24					
股息率	0.24%	0.42%	0.64%	0.89%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn