

买入 (首次)

金冠电气 (688517)

储能+充电桩+特高压三赛道共振向上

2023年2月10日

市场数据

日期	2023/2/9
收盘价(元)	18.21
总股本(百万股)	136
流通股本(百万股)	84
净资产(百万元)	690
总资产(百万元)	1075
每股净资产(元)	5.07

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

王帅

wangshuai21@xyzq.com.cn

S0190521110001

投资要点

- **重点发力工商业储能, 为客户提供整体解决方案。**公司储能业务前期布局完善, 目前除电芯均可实现自产。目前公司已经具备一定出货能力, 其中光伏配储、变电站电网参与调峰调频、工商业储能均有相当体量的示范性项目。2023年公司依托河南本地渠道优势, 着力打造百度电级别的拳头产品, 重点发力工商业储能和分布式配储市场, 把握细分领域增长同时, 盈利能力更具优势。
- **充电桩立足河南, 逐步向外拓展。**2022年起公司充电桩业务预计有效贡献业绩, 目前公司该业务已经签订了若干项目, 在河南本省、尤其是南阳本地市场基础优势显著, 全年收入有望保持较高增速。公司充电桩目前可以实现充电模块自供, 毛利率处于行业较高水平。受益政策推动和市场渠道优势, 业务有望持续高速增长。
- **传统业务中避雷器 know-how 明显, 受益特高压今年翻倍增长。**避雷器行业中, 原材料配方 know-how 显著, 尤其是特高压市场目前只有4家厂商具备供应资质, 避雷器平均毛利率达40%+, 其中特高压相关的毛利率可达60%+, 目前市场格局稳定, 是典型的高壁垒细分市场。特高压避雷器占比避雷器总量30-40%, 我们预计2023年在特高压投资加速的背景下公司避雷器业务有望实现快速增长。
- **投资建议:** 预计公司2022-2024年盈利0.81/1.35/1.64亿元, 对应2023年2月9日PE为30.6/18.4/15.1倍, 首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** 政策效果不及预期; 下游需求不及预期; 原材料价格持续上行; 宏观经济波动; 行业政策变化。

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	532	605	975	1314
同比增长	0.7%	13.8%	61.1%	34.7%
归母净利润(百万元)	69	81	135	164
同比增长	-6.6%	17.0%	66.8%	21.3%
毛利率	30.9%	30.9%	32.6%	30.6%
ROE	9.7%	11.0%	15.5%	15.8%
每股收益(元)	0.51	0.59	0.99	1.20
市盈率	35.8	30.6	18.4	15.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1、特高压避雷器保持领跑，充电桩及储能扩张迅速.....	- 4 -
1.1、特高压避雷器保持领跑，充电桩及储能扩张迅速.....	- 4 -
1.2、业绩增长稳定，毛利率保持较高水平	- 6 -
1.3、自主研发、产学研相结合的创新研发模式.....	- 8 -
2、避雷器业务稳定，特高压政策扶持助腾飞.....	- 9 -
2.1、避雷器业务品类多样，技术基础坚实丰厚.....	- 9 -
2.2、特高压市场准入壁垒高，公司具有天然优势.....	- 9 -
2.3、避雷器业务稳定，特高压政策扶持助腾飞.....	- 10 -
3、充电桩前景广阔，专项债助力业务布局	- 11 -
3.1、河南新能源车渗透率增长迅速，潜在空间巨大.....	- 11 -
3.2、地方专项债助力充电桩业务布局	- 11 -
3.3、公司立足南阳，辐射全省	- 12 -
4、储能业务布局全面，技术优势彰显竞争力.....	- 13 -
5、投资建议及风险提示	- 14 -

图目录

图 1、金冠电气发展历程	- 4 -
图 2、2021 年配网产品与避雷器仍为主要收入来源	- 5 -
图 3、近五年营业收入较为稳定	- 5 -
图 4、截至 2023 年 2 月 6 日，河南锦冠持股比例达 38.97%	- 6 -
图 5、2018-2021 年营收 CAGR 为 1.35%	- 7 -
图 6、2018-2021 年归母净利润 CAGR 为 14.47%	- 7 -
图 7、2018-2021 年毛利率保持在 30%以上	- 7 -
图 8、2021 年公司业务集中在华东、华中和华北	- 7 -
图 9、销售费用率持续下降	- 8 -
图 10、近年来公司经营性现金流净额稳定	- 8 -
图 11、2018-2022 年研发费用率稳定保持在 4%以上	- 8 -
图 12、截至 2021 年底公司累计专利获得数 143 件	- 8 -
图 13、公司避雷器系列产品按外绝缘形式分类	- 9 -
图 14、公司部分特高压避雷器项目	- 10 -
图 15、2018-2021 年公司避雷器业务毛利率稳定	- 10 -
图 16、2006-2025 中国特高压投资规模预测趋势图	- 10 -
图 17、2022 年 11 月中国新能源车渗透率排名前八的省市	- 11 -
图 18、2021 年以来专项债用于新能源基础设施项目规模（亿元）	- 12 -
图 19、2022 河南专项债用于项目规模（亿元）	- 12 -
图 20、2022 年专项债用于新能源基础设施项目规模（亿元）	- 13 -
图 21、2017-2023 年中国新能源充电桩市场规模预测趋势图	- 13 -

表目录

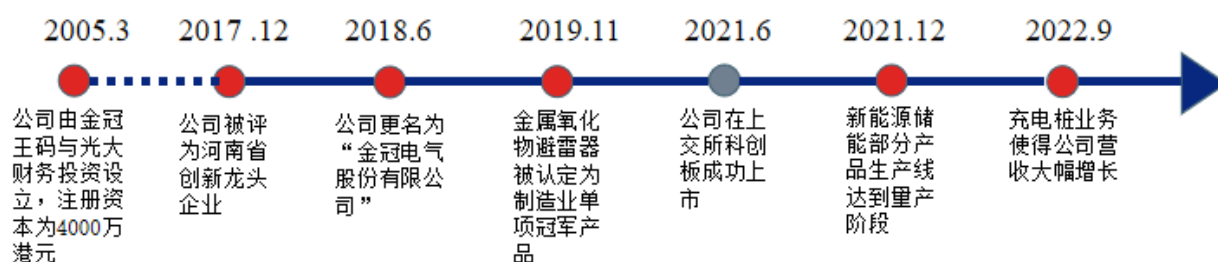
表 1、金冠股份四大业务板块的产品及应用领域	- 4 -
表 2、金冠电气储能产品研发与生产	- 13 -
表 3、公司分业绩盈利预测表	- 14 -
表 4、可比公司估值（截至 2023 年 2 月 9 日）	- 15 -

1、特高压避雷器保持领跑，充电桩及储能扩张迅速

1.1、特高压避雷器保持领跑，充电桩及储能扩张迅速

18年内业务板块相继完善在行业主导趋势。金冠电气成立于2005年，2021年于上交所创业板成功上市，是中国领先的电力设备及解决方案提供商。2005年，公司成立。2017年，发行人被评为河南省创新龙头企业，金冠商标被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标；2019年，发行人的金属氧化物避雷器产品被工信部认定为制造业单项冠军产品。2021年，公司在新能源汽车充电桩产品方面，开展充电桩的结构与电气设计研发工作，专注于大功率电子在充电桩方面的应用，取得了第三方型式试验报告，通过了电气、电磁兼容、通讯规约等试验验证，生产线已达到量产阶段。2022年公司新增充电桩与储能产品销售额使得收入大幅增长。

图 1、金冠电气发展历程



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

两大支柱业务板块分庭抗礼，新增新能源充电桩储能业务扩宽公司渠道。公司避雷器产品继续保持行业领先，通过深厚的技术积累，不断推出可控避雷器、阀避雷器、直流配网避雷器、智能避雷器等高端避雷器产品并实现销售，稳固了公司的行业地位，进一步扩大了市场份额。2021年公司进军压敏电阻与新能源领域，提升公司竞争力。

表 1、金冠股份四大业务板块的产品及应用领域

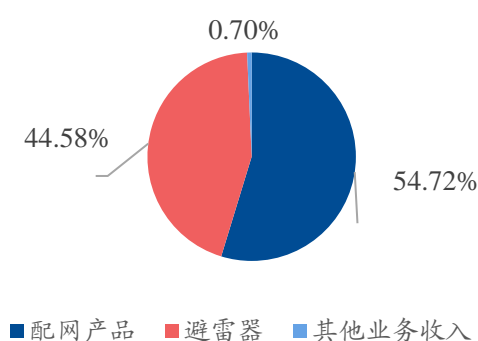
业务分类	主要产品	应用领域	主要用途
避雷器	瓷外套避雷器		
	符合外套避雷器	发电厂、变电站、配电网、电气化铁路、变压器中性点保护等	用于保护电气内部的设备免受雷击时高瞬态过电压危害,并限制续流时间,也常限制续流幅值
	GIS 罐式避雷器		
	分离式避雷器		

智能配电网	高压开关柜	发电厂、变电站、工矿企业、高层建筑等场所	为我国电网体系建设提供设备与技术
	环网柜		
	柱上开关		
	箱式变电站		
	变压器		
充电桩	480kW 分体式直流桩	新能源汽车充电站	服务于“新基建”的重要组成部分新能源汽车充电基础设施建设
	240kW 分体式直流桩		
	160kW 一体式直流桩		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

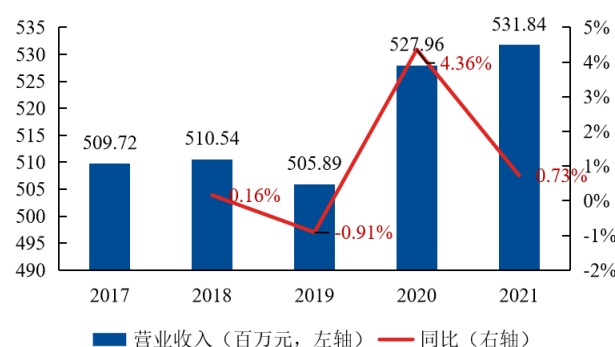
金冠电气成立于 2005 年，在 2021 年与上交所科创板上市。公司是一家专业从事输配电及控制设备研发、制造和销售的国家级高新技术企业，长期服务于以特高压为骨干网架、各级电网协调发展的坚强智能电网建设，主要为用户提供交、直流金属氧化物避雷器及智能配电网系列产品。公司是中国避雷器行业的知名企业，多年从事避雷器研发制造，技术水平先进，避雷器系列产品涵盖交直流、全电压等级，是国内超特高压交直流避雷器领域先进企业。2019 年 11 月，公司的金属氧化物避雷器产品被工信部认定为制造业单项冠军产品。公司目前核心产品：包括金属氧化物避雷器、智能高压开关柜、一二次融合环网柜（箱）和一二次融合柱上开关等，主要服务于坚强智能电网建设。

图 2、2021 年配网产品与避雷器仍为主要收入来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

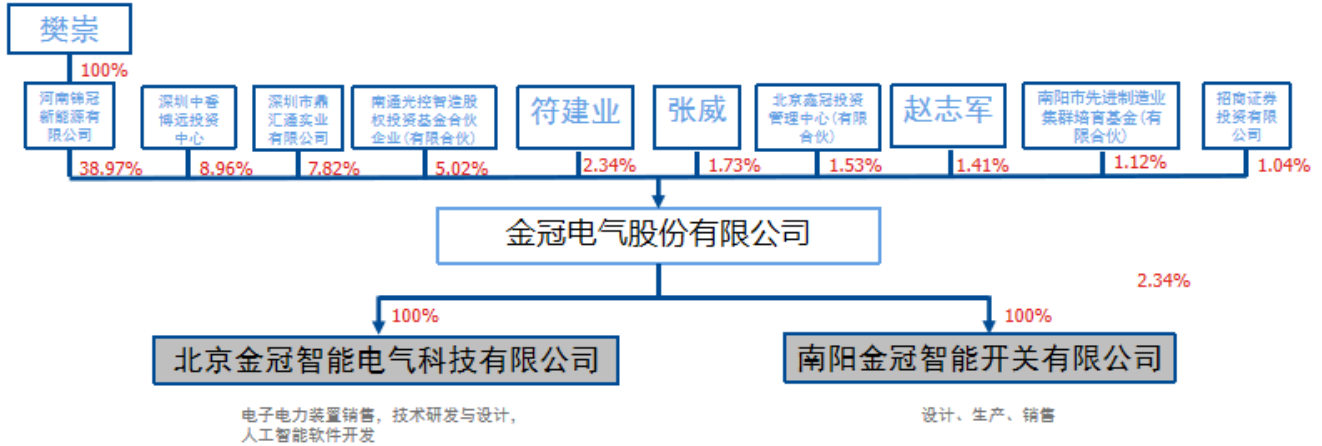
图 3、近五年营业收入较为稳定



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司控股子公司均涉及设计、生产、销售环节。北京金冠智能电气科技有限公司于 2019 年成立，负责储能领域的技术开发，电力行业高效节能技术研发，电力电子装置销售等。南阳金冠智能开关有限公司负责开关柜的设计、生产、销售环节。

图 4、截至 2023 年 2 月 6 日，河南锦冠持股比例达 38.97%



资料来源：公司公告、同花顺，兴业证券经济与金融研究院整理

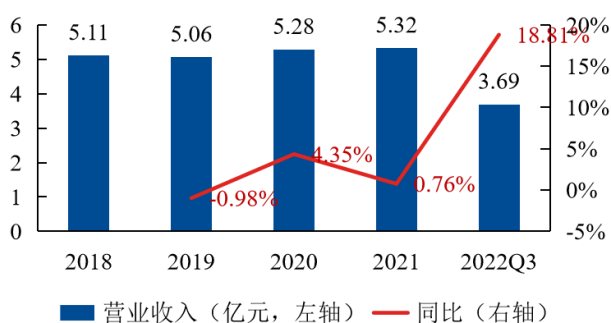
1.2、业绩增长稳定，毛利率保持较高水平

公司业绩稳步增长，2022 年 Q3 营收同比增长达 18.81%。2018-2021 年营业收入 CAGR 为 1.4%，2022Q3 营业收入达 3.69 亿元，同比增长为 18.8%。盈利方面，2018-2021 年归母净利润 CAGR 为 14.5%，2022Q3 归母净利润达 0.34 亿元，同比增长为 10.9%。2022Q3 营收和归母净利润涨势迅猛，主要是新业务板块充电桩和储能产品收入增加所致。

避雷器产品仍为核心业务，竞争力强。在特高压避雷器领域具有较强的竞争优势，目前国内仅有少数行业企业具备生产和中标特高压避雷器产品的能力，公司属于国内避雷器行业中四家能提供特高压交流及特高压直流避雷器产品的行业企业之一。与同行业主要竞争对手相比，公司具有较强的市场竞争能力，避雷器产品近年来在国网集中招标中市场份额较高。

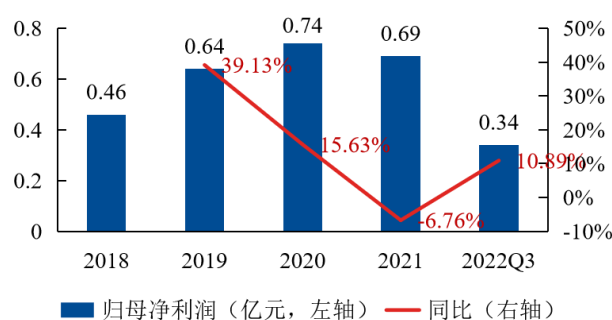
电化学储能系统及设备、新能源汽车充电桩等新产品均已实现生产、销售。在新能源汽车充电桩产品方面，开展了交流和直流充电桩的研发工作；核心产品有交流充电桩、直流一体式充电桩、直流分体式充电桩等。在电化学储能设备与系统方面，开展了储能双向变流器、能源管理系统与电化学储能系统等产品研发工作。

图 5、2018-2021 年营收 CAGR 为 1.35%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2018-2021 年归母净利润 CAGR 为 14.47%

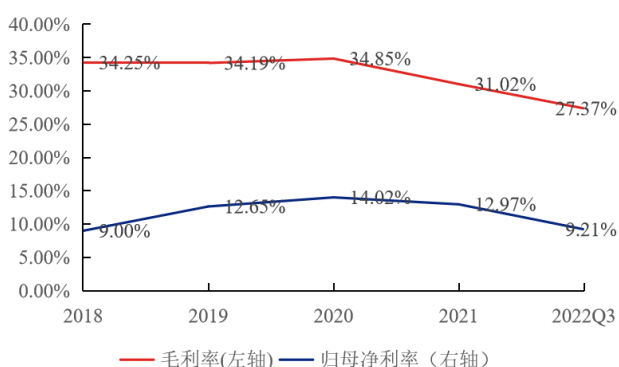


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司毛利率近年来约 30%，归母净利率稳定在 10%左右。2022Q3 毛利率为 27.37%，同比下降 4.14pct；归母净利率为 9.21%，同比下降 0.75pct。归母净利率比较低的原因有 3 个：第一公司生产设备折旧率较高，拖累了净利；第二公司新业务充电桩和储能产品的铺开，对净利有一定的影响；第三传统业务避雷器的销售结构每年不同，特高压避雷器净利稍大，因此不同型号避雷器销售结构的变化也会影响净利的变动。

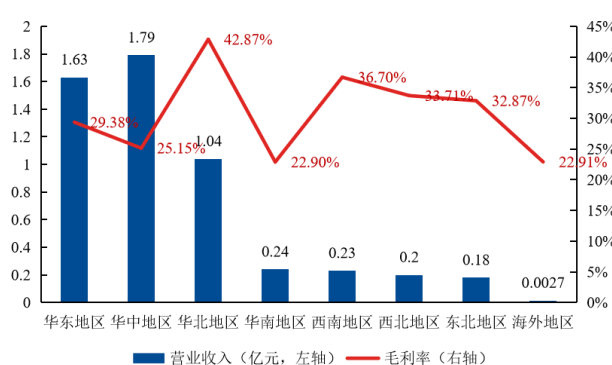
公司主营业务集中在华东、华中和华北地区，毛利率在华北地区最高，2021 年为 42.87%。公司产品销售收入随中标区域发生变化，导致主营业务分地区同比变动较大。西北地区和东北地区毛利率有所增加，同比分别增加 3.06pct 和 2.03pct。其他地区均有所下降，其中海外地区毛利率下降最多，为 26.22pct；国内地区毛利率下降最多的地区是华东地区，同比下降 7.83pct。

图 7、2018-2021 年毛利率保持在 30%以上



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2021 年公司业务集中在华东、华中和华北

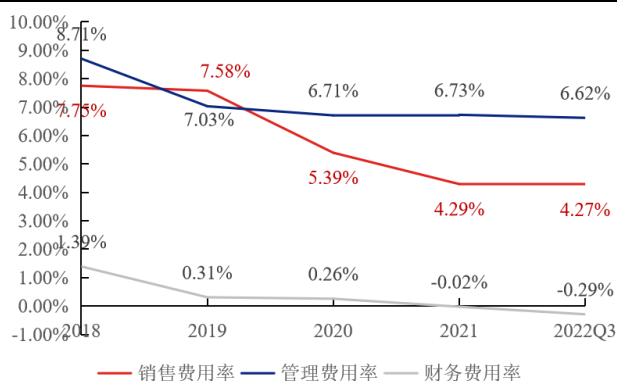


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

费用率稳中有降，保持在较低水平。2018-2022Q3，公司的销售费用率由 7.75% 下降至 4.27%；管理费用率由 8.71% 下降至 6.62%，近年来一直保持在 6-7% 的水平；财务费用率由 1.39% 下降至 -0.29%，主要系公司利用闲置资金进行现金管理，增加利息收入所致。经营性现金流净额波动幅度大，2022Q3 有所好转。2021 年

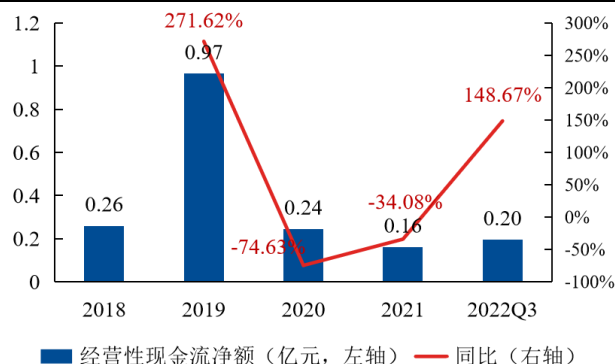
经营性现金流净额同比下降 34.08%，现金流净额波动幅度如此之大，主要系原材料价格上涨，公司增加备货增加现金支付所致。

图 9、销售费用率持续下降



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、近年来公司经营性现金流净额稳定



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

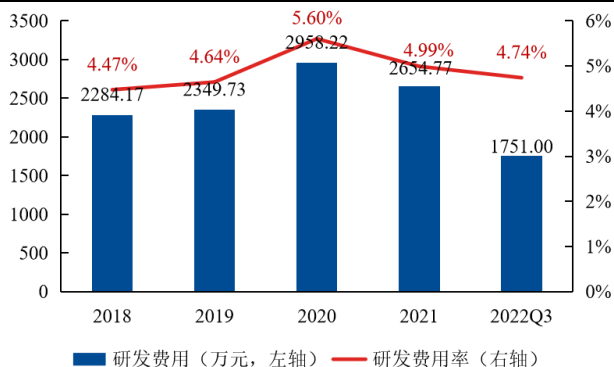
1.3、自主研发、产学研相结合的创新研发模式

公司自主培养了一支经验丰富的研发团队，依托国家企业技术中心、河南省特高压输变电保护装备工程技术研究中心和超特高压试验室等研发平台，在新产品、新技术和重大工艺装备改造等方面持续开展自主创新，形成了一系列知识产权成果，并进行成果转化。

公司建设有国家博士后科研工作站，持续参与国家电网公司、南方电网公司的科技项目，分别与西安交通大学、同济大学、华北电力大学、上海大学等高校开展科研合作与技术交流，充分利用科研机构 and 院校的资源实现优势互补，持续提升公司研发实力。

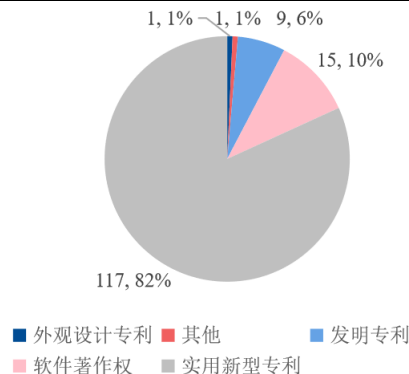
公司以北京、珠海、西安研发中心为抓手，奠定研发基础，持续优化电阻片工艺、扩充避雷器产品系列、提升配网产品的核心竞争力，加快压敏电阻、新能源汽车充电桩、储能设备与系统等产品的成果转化。

图 11、2018-2022 年研发费用率稳定保持在 4% 以上



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、截至 2021 年底公司累计专利获得数 143 件



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、避雷器业务稳定，特高压政策扶持助腾飞

2.1、避雷器业务品类多样，技术基础坚实丰厚

避雷器是保护设备的关键组件。在正常运行条件下，避雷器处于绝缘状态；当系统遭受过电压，避雷器立即动作，泄放能量，降低被保护设备所受过电压值，对被保护设备起到保护作用；当过电压消失后，避雷器又迅速恢复到正常状态，保障了系统的正常运行。

公司主要生产避雷器、避雷器核心器件——电阻片、避雷器用监测器。避雷器通常按其外绝缘可分为：瓷外套避雷器、复合外套避雷器、罐式避雷器和分离式避雷器；按间隙类型可分为：无间隙避雷器和带间隙避雷器。

行业深耕近 20 年，经验丰富。公司自 2005 年设立以来，长期专注于输配电设备的研发、制造与销售，积极开展研究性开发和适应性开发，不断推出与客户需求相适应的交直流、各电压等级的避雷器产品。

图 13、公司避雷器系列产品按外绝缘形式分类



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、特高压市场准入壁垒高，公司具有天然优势

技术门槛和生产门槛较高，目前国内仅有少数行业企业具备生产和中标特高压避雷器产品的能力。特高压避雷器产品由于电压等级较高，在绝缘水平、残压水平、电压分布控制、抗弯和抗震性能等机械性能等方面要求更高，对避雷器生产厂家的技术水平、研发试验能力、产品质量和生产能力都提出了比常规电压等级避雷器产品更高的要求。

金冠电气属于国内避雷器行业中四家能提供特高压交流及特高压直流避雷器产品的行业企业之一。目前，国内具备 1000kV 交流无间隙金属氧化物避雷器供货能力的企业主要包括金冠电气、西电西避、平高东芝（廊坊）、抚顺电瓷等少数企业，具备直流特高压避雷器供货能力的企业主要包括金冠电气、西电西避、平高东芝（廊坊）等少数企业。

图 14、公司部分特高压避雷器项目



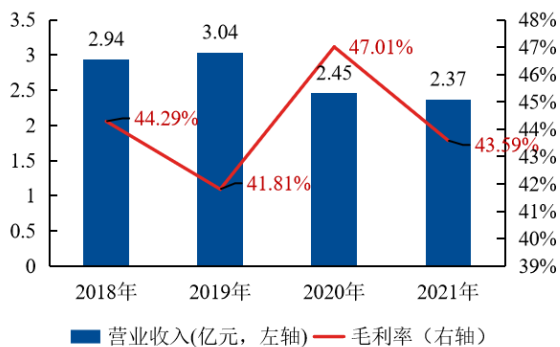
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、避雷器业务稳定，特高压政策扶持助腾飞

公司避雷器业务稳定，近年来毛利率均保持较高水平。公司产品在行业内形成了一定的品牌影响力，公司与包括国家电网公司、南方电网公司、思源电气、许继电气、平高电气等优质客户建立了良好的业务合作关系。毛利率维持在 40% 以上，波动原因主要是销售结构的变化。

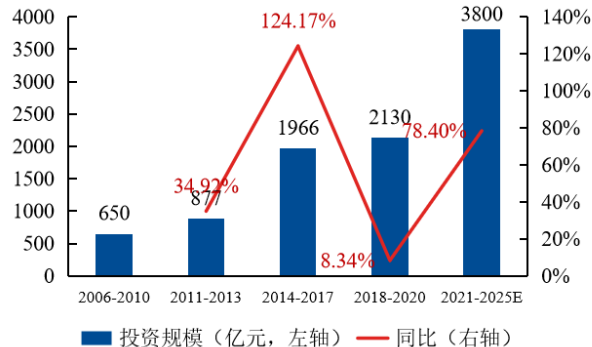
预计 2023 年公司特高压业务增长巨大。国家陆续出台了多项政策，鼓励特高压行业发展与创新，《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》、《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》、《电力安全生产“十四五”行动计划》等产业政策为特高压行业的发展提供了明确、广阔的市场前景，为企业提供了良好的生产经营环境。

图 15、2018-2021 年公司避雷器业务毛利率稳定



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、2006-2025 中国特高压投资规模预测趋势图



资料来源：中商产研，兴业证券经济与金融研究院整理

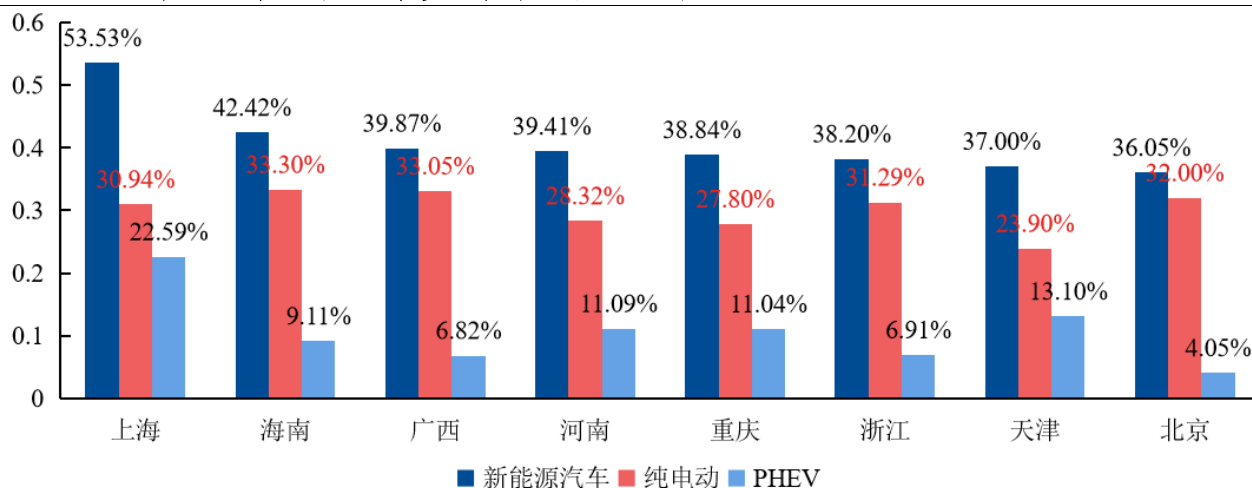
3、充电桩前景广阔，专项债助力业务布局

3.1、河南新能源车渗透率增长迅速，潜在空间巨大

2022年河南的汽车销量再创新高，新能源车渗透率达27.9%。根据中汽协、乘联会和新车上险量综合统计，全省共销售新车115.7万辆，其中新能源车32万辆，渗透率27.9%，超过了全国平均水平。

充电桩业务是公司未来新的增长点。公司基于多年的智能配电设备与系统研发基础，在电力电子变流设备与系统产品研发、智慧能源管理系统研发项目下，开展了新能源汽车充电桩产品的研发。新能源汽车充电桩产品有480kW分体式直流桩、240kW分体式直流桩、160kW一体式直流桩等，服务于“新基建”的重要组成部分新能源汽车充电基础设施建设。

图 17、2022 年 11 月中国新能源车渗透率排名前八的省市



资料来源：公司公告，中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

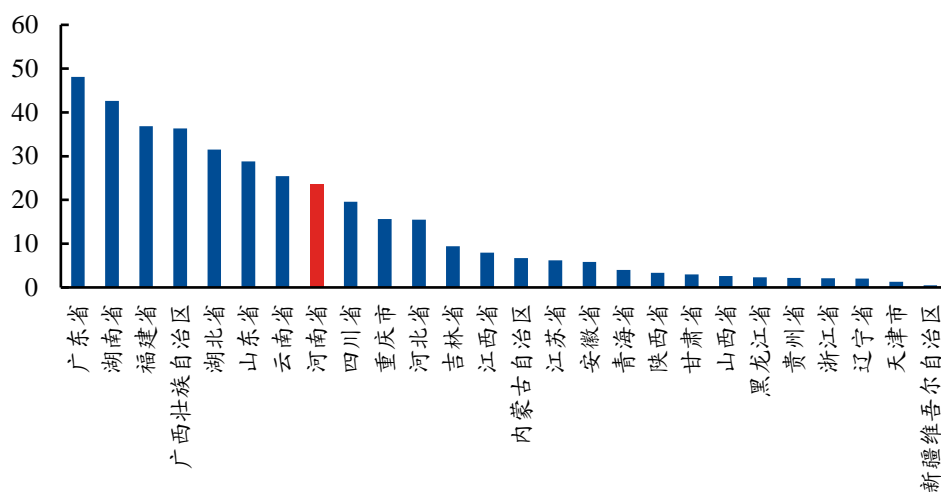
3.2、地方专项债助力充电桩业务布局

河南省用于新能源基础设施项目专项债规模达24亿元。2021年以来地方专项债用于新能源基础设施项目总规模达383亿元，项目总规模达4276亿元，专项债比例平均为8.96%。其中河南省用于新能源基础设施项目专项债规模达24亿元，位列全国第八。河南省项目总投资为113亿元，专项债比例为21.24%，远超全国平均水平。河南专项债用于交通基础设施和市政产业园区基础设施最多，分别为11.27亿元和10.01亿元，占有类型项目的90%。

公司从2011年开始研发充电桩产品，十年来有经验技术的积累和沉淀。公司充电桩产品采用统一的软硬件平台，兼容新老国标，可以匹配多种车型，具有充电速度快、电能转换效率高、待机功耗低、安全可靠等特点。产品通过了第三方专业检测机构的型式试验验证，部分型号的充电桩已大量投入使用。

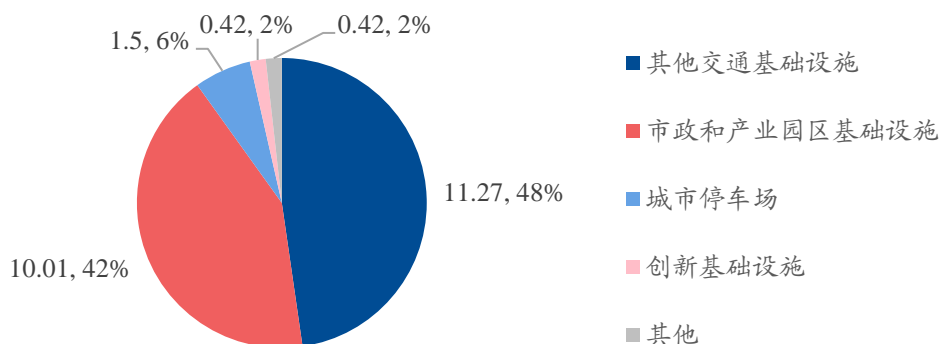
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 18、2021 年以来专项债用于新能源基础设施项目规模（亿元）



资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2022 河南专项债用于项目规模（亿元）



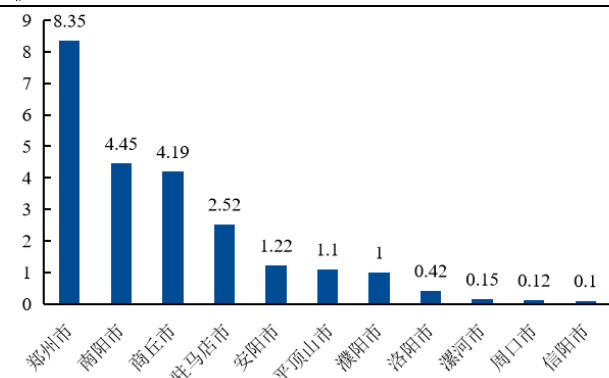
资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、公司立足南阳，辐射全省

公司在南阳耕耘多年，拥有丰富的经验和坚实的基础。2022 年河南省用于新能源基础设施项目专项债中，用于南阳市项目的规模排名第二，为 4.5 亿元。公司可充分利用政策优势布局充电桩业务，从南阳市走向全河南省。

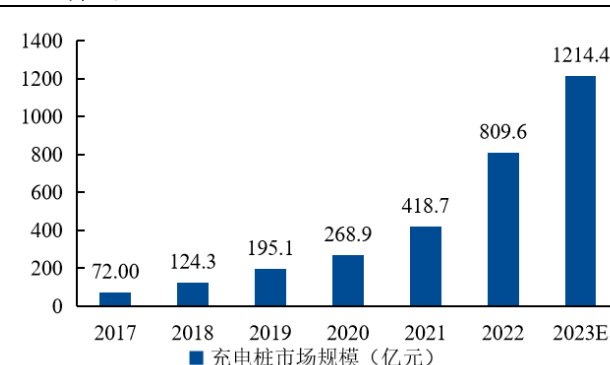
公司 2023 年充电桩业务有望保持高增速。2022 年起公司充电桩业务预计有效贡献业绩，目前公司充电桩业务已经签订了若干项目，主要位于河南市场，已经超越 2022 年总体水平，有望在 2023 年保持较高增速。公司充电业务目前围绕设备开展，未来有望拓展运营板块，布局整体模块。

图 20、2022 年专项债用于新能源基础设施项目规模 (亿元)



资料来源：政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2017-2023 年中国新能源充电桩市场规模预测趋势图



资料来源：公司公告，中国充电联盟，兴业证券经济与金融研究院整理

4、储能业务布局全面，技术优势彰显竞争力

公司电化学储能系统及设备、新能源汽车充电桩等新产品均已实现生产、销售。公司目前在发电、电网侧和工商业均有示范项目。未来在工商业储能方面，更侧重为用户提供一体化方案；在光伏电站或者风电配套储能方面，会与河南省内地区进行合作；另外会在一些特殊场景进行应急保电的移动式储能，如会议中心、服务区等。

表 2、金冠电气储能产品研发与生产

产品名称	具体内容
储能双向变流器 (PCS)	公司取得了 1000V/630kW 集中式 PCS 资质，开展了 1500V/200kW 簇控式 PCS 产品研发，簇控 PCS 响应速度更快，能提高电池使用寿命，方便电池系统维护。
能源管理系统(EMS)	对储能系统与变流升压系统进行远程监控，具有削峰填谷、调频调压、经济性分析、稳定性分析、效率分析、电池一致性分析等高级应用，涵盖了储能电站的运行监视与控制，电能量计量，WEB 信息发布和云接口等功能。
电化学储能系统	储能电池系统采用全氟己酮簇控消防方案，预防为主、消防结合，精准感知，快速定向灭弧，可有效抑制电池复燃。
智慧能源管理系统一体化云平台 (SEMS)	通过采集变电站设备、配网线路与开关设备、光伏电站、储能电站、电动汽车充电站等多类型数据，实现多种能源数据交互和数据共享，可对系统和设备进行实时监控、运维、经济运行分析等。
源网荷储一体化解决方案	加快大功率电力电子设备和物联网通信设备的研发和生产进度，将电源侧、电网侧、负荷侧资源，与新型储能进行高度融合，向客户提供软硬件一体化解决方案，实现源、网、荷、储互动运行。
“光储充检放”智能充电站	“光储充检放”是光伏发电、储能系统、充电桩、电池检测、V2G 技术的简称。加快大功率直流充电桩、储能式充电桩、V2G 充电桩、电池检测产品的研发和生产，为客户提供具备多种功能的智能化充电站。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

5、投资建议及风险提示

重点发力工商业储能，为客户提供整体解决方案。公司储能业务前期布局完善，目前除电芯均可实现自产。目前公司已经具备一定出货能力，其中光伏配储、变电站电网参与调峰调频、工商业储能均有相当体量的示范性项目。2023 年公司依托河南本地渠道优势，着力打造百度电级别的拳头产品，重点发力工商业储能和分布式配储市场，把握细分领域增长同时，盈利能力更具优势。

充电桩立足河南，逐步向外拓展。2022 年起公司充电桩业务预计有效贡献业绩，目前公司该业务已经签订了若干项目，在河南本省、尤其是南阳本地市场基础优势显著，全年收入有望保持较高增速。公司充电桩目前可以实现充电模块自供，毛利率处于行业较高水平。受益政策推动和市场渠道优势，业务有望持续高速增长。

传统业务中避雷器 know-how 明显，受益特高压今年翻倍增长。避雷器行业中，原材料配方 know-how 显著，尤其是特高压市场目前只有 4 家厂商具备供应资质，避雷器平均毛利率达 40%+，其中特高压相关的毛利率可达 60%+，目前市场格局稳定，是典型的高壁垒细分市场。特高压避雷器占比避雷器总量 30-40%，我们预计 2023 年在特高压投资加速的背景下公司避雷器业务有望实现快速增长。

表 3、公司分业绩盈利预测表

单位： 百万元	2018A	2019A	2020A	2021 A	2022E	2023E	2024E
营收	510.53	505.89	527.96	531.84	605.20	974.94	1313.69
成本	335.68	333.34	343.97	367.47	418.43	657.19	911.87
毛利	174.85	172.55	183.99	164.38	186.77	317.75	401.83
毛利率 (%)	34.25	34.11	34.85	30.91	30.86	32.59	30.59
1. 避雷器							
营收	293.79	303.52	245.46	237.10	170.00	310.00	354.00
成本	163.69	176.61	130.07	133.74	87.50	154.00	173.82
毛利	130.11	126.91	115.39	103.36	82.50	156.00	180.18
毛利率 (%)	44.29	41.81	47.01	43.59	48.53	50.32	50.90
其中：1) 特高压产品							
营收	100.90	67.92	69.13	-	60.00	130.00	156.00
成本	31.19	23.12	22.84	-	20.40	44.20	53.04
毛利	69.72	44.80	46.29	-	39.60	85.80	102.96
毛利率 (%)	69.10	65.96	66.96	-	66.00	66.00	66.00

2) 非特高压产品							
营收	192.89	235.60	176.33	-	110.00	180.00	198.00
成本	132.50	153.49	107.23	-	67.10	109.80	120.78
毛利	60.39	82.11	69.10	-	42.90	70.20	77.22
毛利率 (%)	31.31	34.85	39.19	-	39.00	39.00	39.00
2. 配网产品							
营收	213.92	195.50	278.34	291.01	220.00	300.00	330.00
成本	170.55	152.67	211.84	232.95	180.40	240.00	257.40
毛利	43.36	42.83	66.50	58.06	39.60	60.00	72.60
毛利率 (%)	20.27	21.91	23.89	19.95	18.00	20.00	22.00
3. 充电桩							
营收	-	-	-	-	140.00	210.00	400.00
成本	-	-	-	-	100.80	147.00	300.00
毛利	-	-	-	-	39.20	63.00	100.00
毛利率 (%)	-	-	-	-	28.00	30.00	25.00
4. 储能							
营收	-	-	-	-	70.00	150.00	225.00
成本	-	-	-	-	49.00	115.50	180.00
毛利	-	-	-	-	21.00	34.50	45.00
毛利率 (%)	-	-	-	-	30.00	23.00	20.00
5. 其他业务							
营收	2.82	6.87	4.16	3.73	5.20	4.94	4.69
成本	1.44	4.06	2.06	0.78	0.73	0.69	0.65
毛利	1.38	2.81	2.10	2.96	4.47	4.25	4.05
毛利率 (%)	48.83	40.95	50.43	79.24	85.90	86.05	86.20

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

表 4、可比公司估值（截至 2023 年 2 月 9 日）

代码	名称	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300693.SZ	盛弘股份	141.27	0.55	0.88	1.41	2.00	125.1	78.2	48.8	34.4
300870.SZ	欧陆通	61.65	1.10	1.02	2.26	3.72	55.1	59.4	26.8	16.3
688208.SH	道通科技	194.08	0.97	0.55	1.14	1.62	44.3	78.1	37.7	26.5
可比公司平均值							74.83	71.90	37.76	25.74
688517.SH	金冠电气	24.79	0.51	0.59	0.99	1.20	35.7	30.6	18.4	15.1

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理、测算

注：盛弘股份、欧陆通、道通科技盈利预测来源于 Wind 一致预期

投资建议：预计公司 2022-2024 年盈利 0.81/1.35/1.64 亿元，对应 2023 年 2 月 9 日 PE 为 30.6/18.4/15.1 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示:

政策效果不及预期: 政策引领行业变革, 若政策效果不及预期, 则行业格局将难以达到预期状态。

行业政策变化: 若产业政策变动较大, 政策支持力度下降, 则行业规模增速变缓, 将直接影响行业内企业业绩。

海外政策影响: 若海外政策趋严, 则产品出口收益将会降低, 将直接影响行业内企业业绩。

下游需求不及预期: 下游需求是产业链增长的支撑, 若下游需求减弱, 则整个产业链的盈利将受到影响。

原材料价格持续上行: 原材料价格持续上行将增加中游成本, 挤压下游利润, 从而影响整体行业需求。

行业竞争加剧: 若同行业玩家增加、竞争加剧, 则产品竞价将会造成利润压缩, 影响企业收益。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	914	938	1228	1599
货币资金	373	336	269	296
交易性金融资产	0	20	20	20
应收票据及应收账款	438	467	764	1042
预付款项	8	10	15	21
存货	84	90	142	199
其他	11	16	18	22
非流动资产	142	388	466	526
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	72	305	364	413
在建工程	5	0	0	0
无形资产	56	70	89	100
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0
其他	9	13	12	13
资产总计	1057	1326	1694	2125
流动负债	342	587	820	1087
短期借款	0	165	200	263
应付票据及应付账款	273	376	566	774
其他	68	46	55	51
非流动负债	2	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他	2	3	3	3
负债合计	344	589	823	1090
股本	136	136	136	136
资本公积	335	335	335	335
未分配利润	219	243	378	541
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	713	736	871	1035
负债及权益合计	1057	1326	1694	2125

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	69	81	135	164
折旧和摊销	10	24	43	54
资产减值准备	6	4	30	28
资产处置损失	0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-6	3	8
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-70	51	-196	-163
经营活动产生现金流量	16	149	15	89
投资活动产生现金流量	0	-286	-121	-113
融资活动产生现金流量	191	99	39	51
现金净变动	208	-37	-67	27
现金的期初余额	120	373	336	269
现金的期末余额	328	336	269	296

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	532	605	975	1314
营业成本	367	418	657	912
税金及附加	4	5	8	11
销售费用	23	25	39	50
管理费用	36	41	63	83
研发费用	27	28	49	63
财务费用	-0	-6	3	8
其他收益	2	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-3	-3	-3
资产减值损失	-6	-6	-6	-6
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	71	85	146	179
营业外收入	8	8	8	9
营业外支出	1	1	2	2
利润总额	78	92	153	186
所得税	9	11	18	22
净利润	69	81	135	164
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	69	81	135	164
EPS(元)	0.51	0.59	0.99	1.20

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	0.7%	13.8%	61.1%	34.7%
营业利润增长率	-15.0%	19.4%	71.5%	22.0%
归母净利润增长率	-6.6%	17.0%	66.8%	21.3%
盈利能力				
毛利率	30.9%	30.9%	32.6%	30.6%
归母净利率	13.0%	13.4%	13.8%	12.5%
ROE	9.7%	11.0%	15.5%	15.8%
偿债能力				
资产负债率	32.6%	44.5%	48.6%	51.3%
流动比率	2.68	1.60	1.50	1.47
速动比率	2.43	1.45	1.32	1.29
营运能力				
资产周转率	55.6%	50.8%	64.6%	68.8%
应收账款周转率	123.1%	130.2%	153.2%	141.2%
存货周转率	450.1%	446.8%	526.9%	497.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.51	0.59	0.99	1.20
每股经营现金	0.12	1.10	0.11	0.65
每股净资产	5.24	5.41	6.40	7.60
估值比率(倍)				
PE	35.8	30.6	18.4	15.1
PB	3.5	3.4	2.8	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn