

## 低压渠道端持续深化，户用光伏市占率持续提升

2023 年 05 月 04 日

► **事件：**2023 年 4 月 28 日，公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。22 年全年实现营收 459.74 亿元，同比增长 17.78%；实现归母净利润 40.23 亿元，同比增长 19.47%；实现扣非净利润 33.36 亿元，同比下降 2.37%。23Q1 实现营收 157.41 亿元，同比增长 47.37%；实现归母净利润 12.02 亿元，同比增长 109.78%；实现扣非净利润 10.87 亿元，同比增长 59.18%。

► **持续加强费用管控，盈利能力有望逐步修复。**费用方面，22 年公司期间费用率为 13.06%，同比下降 1.38pcts，其中财务费用率为 2.49%，同比下降 0.76pct；管理费用率为 3.50%，同比下降 0.47pct；**盈利能力方面**，22 年公司毛利率/净利率分别为 23.12%/10.27%，同比-1.57/+0.58pcts。

► **低压电器：渠道端持续深化，国际业务高速增长。**22 年公司从多维度提升运营效率，智慧电器板块实现营业收入 212.26 亿元，同比增长 1.63%。**渠道端**，公司持续深化蓝海行动，截至 22 年底，公司已拥有 500+ 家一级经销商，5,000+ 家二级分销商以及超 10 万家终端渠道，实现地市级覆盖率 96% 以上。**产品端**，公司聚焦新能源、电气成套、流程工业等细分市场客户需求，推进老产品更新迭代和新产品规划上市，保持市场竞争力。**国际业务方面**，22 年公司完善营销体系，紧抓客户转型增量，实现营业收入 37.65 亿元，同比增长 46.47%，其中主要地区包括大亚太（同比+28%）、大欧洲（同比+69%）、北美（同比+46%）、西亚非（同比+8%）、拉美（同比+63%）均保持收入高增速。

► **新能源：户用光伏市占率持续提升，逆变器储能注入新动能。**1) **户用业务：**公司在保持已有优势的同时积极拓展增量市场，22 年正泰安能实现营收超 130 亿元，净利润超 17 亿元。22 年公司新增装机容量超 7GW，市占率达到约 30%，出售电站体量超 3GW，行业领先优势不断扩大；2) **电站业务：**公司持续推进滚动开发模式，大力推动大型光伏基地项目落地并加强国央企合作。22 年公司地面电站新增开发量 3.1GW，在甘肃、内蒙、湖北、江苏等地区储备开发项目 10GW+，同时新增开发多个 EPC 总承包工程；3) **储能逆变器业务：**正泰电源积极布局国内外市场，国际市场在北美商用市占率连续 6 年第一，韩国市占率第一，国内市场 22 年户用出货量同比增长超 160%。此外公司还不断完善产品序列，提升自身产能，目前逆变器产能已提升至 10GW。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年的营收分别为 557.85、674.16、810.48 亿元，增速分别为 21.3%、20.9%、20.2%；不考虑其持有的中控技术股权变动影响后的归母净利润分别为 50.82、63.8、78.47 亿元，增速分别为 26.3%、25.5%、23%。对应 4 月 28 日收盘价，公司 2023-2025 年 PE 分为 11X、9X、7X。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**硅料、铜、银等大宗商品价格上涨超预期；行业竞争加剧风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	45974	55785	67416	81048
增长率 (%)	17.8	21.3	20.9	20.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	4023	5082	6380	7847
增长率 (%)	19.5	26.3	25.5	23.0
每股收益 (元)	1.87	2.36	2.97	3.65
PE	14	11	9	7
PB	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 26.05 元



**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

**研究助理 李佳**

执业证书：S0100121110050

邮箱：lijia@mszq.com

### 相关研究

1. 正泰电器 (601877.SH) 2022 年三季报点评：Q3 盈利能力大幅改善，正泰安能拟分拆上市-2022/10/31
2. 正泰电器 (601877.SH) 2022 年半年报点评：渠道变革引领转型升级，盈利能力有望加速修复-2022/08/31
3. 正泰电器 (601877.SH) 2021 年报及 22Q1 季报点评：低压电器稳步增长，新能源业务景气度高企-2022/04/30

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45974	55785	67416	81048
营业成本	35347	43490	52787	63653
营业税金及附加	237	279	337	405
销售费用	2117	2566	2966	3242
管理费用	1610	1952	2360	2837
研发费用	1136	1674	1685	2026
EBIT	5179	5855	7329	8963
财务费用	1143	650	700	743
资产减值损失	-199	-134	-159	-187
投资收益	2028	2231	2697	3242
营业利润	5997	7302	9166	11274
营业外收支	-57	0	0	0
利润总额	5940	7302	9166	11274
所得税	1220	1460	1833	2255
净利润	4720	5842	7333	9019
归属于母公司净利润	4023	5082	6380	7847
EBITDA	7312	8138	9971	11867

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13357	13820	14031	17487
应收账款及票据	16851	20105	23939	28134
预付款项	1876	2305	2798	3374
存货	22477	26675	31658	37307
其他流动资产	5121	5243	6015	6877
流动资产合计	59682	68148	78440	93178
长期股权投资	5236	7467	10164	13406
固定资产	27136	28268	29138	29991
无形资产	591	591	591	591
非流动资产合计	44652	46526	48864	51844
资产合计	104334	114674	127304	145021
短期借款	2976	3776	6276	6276
应付账款及票据	18140	22877	28201	34529
其他流动负债	19925	19933	18690	22672
流动负债合计	41041	46586	53167	63478
长期借款	14899	14672	14672	14672
其他长期负债	6852	7028	7028	7028
非流动负债合计	21752	21700	21700	21700
负债合计	62793	68286	74867	85178
股本	2150	2150	2150	2150
少数股东权益	5201	5960	6914	8086
股东权益合计	41542	46388	52437	59844
负债和股东权益合计	104334	114674	127304	145021

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	17.78	21.34	20.85	20.22
EBIT 增长率	-1.34	13.04	25.18	22.30
净利润增长率	19.47	26.32	25.53	22.99
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.12	22.04	21.70	21.46
净利润率	8.75	9.11	9.46	9.68
总资产收益率 ROA	3.86	4.43	5.01	5.41
净资产收益率 ROE	11.07	12.57	14.01	15.16
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.45	1.46	1.48	1.47
速动比率	0.82	0.81	0.80	0.80
现金比率	0.33	0.30	0.26	0.28
资产负债率 (%)	60.18	59.55	58.81	58.73
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	116.88	115.00	113.00	110.00
存货周转天数	232.10	225.00	220.00	215.00
总资产周转率	0.48	0.51	0.56	0.60
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.87	2.36	2.97	3.65
每股净资产	16.90	18.80	21.17	24.07
每股经营现金流	2.37	2.66	3.11	4.01
每股股利	0.40	0.60	0.75	0.92
<b>估值分析</b>				
PE	14	11	9	7
PB	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.33	8.16	6.43	5.11
股息收益率 (%)	1.54	2.29	2.88	3.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	4720	5842	7333	9019
折旧和摊销	2132	2284	2643	2905
营运资金变动	-1639	-1968	-2249	-1890
经营活动现金流	5096	5725	6681	8623
资本开支	-10548	-1959	-2038	-2397
投资	1995	-11	0	0
投资活动现金流	-3976	-1720	-2038	-2397
股权募资	3880	0	0	0
债务募资	3996	-1512	-2036	0
筹资活动现金流	4185	-3542	-4433	-2770
现金净流量	5328	462	211	3456

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026