

盈利能力向上修复，新业务蓄势待发

2023 年 03 月 22 日

➤ **事件：**2023 年 3 月 20 日，公司发布 2022 年度报告。**业绩方面**，2022 年公司实现收入 47.46 亿元，同比增长 43.69%；实现归母净利润 2.83 亿元，同比增长 20.74%；扣非归母净利润 2.35 亿元，同比增长 16.16%。剔除限制性股票激励计划的影响，公司实现归母净利润同比增长 29.1%。**订单方面**，2022 年公司全年实现销售订单 64.17 亿元（含税），同比增长 44.63%。国内新增客户 640 家，订单数量 846 个，订货金额 27.20 亿元。**行业方面**，公司积极开拓新能源和基础设施等市场，其中新能源行业销售收入增长 49.88%，新型基础设施销售收入增长 113.24%，工业企业电气配套销售收入增长 122.17%。

➤ **盈利能力向上修复。**22 年公司毛利率为 20.29%，同比下滑 3.22pcts，主要系 2022 年上游原材料取向硅钢片价格较上年同期上涨 28%左右，导致原有已签订单材料成本占比有比较大幅度上升所致。22 年以来公司通过逐步上调新承接主要产品订单售价以抵消原材料价格上涨对公司利润的影响，公司 22Q3/22Q4 毛利率环比提升 1.4/2pcts，后续有望进一步向上修复。

➤ **输配电业务：全球干变领先地位不断夯实。****国内方面**，截至 22 年底，公司干式变压器产品已应用于国内累计 85 个风电场项目、163 个光伏电站项目以及 43 个城市的 156 个轨道交通项目。**海外方面**，截至 22 年底，公司干式变压器产品已出口至全球约 83 个国家及地区，已应用于境外累计 500 余个发电站项目、12 个轨道交通线项目，直接或间接出口至境外风电场项目 1 万余台。

➤ **储能：产能释放在即，在手订单高速增长。****产能端**，桂林基地已于 22 年 7 月竣工投产，武汉基地预计于 23 年逐步投产，两个项目全部达产后，公司储能系统年产能将达 3.9GWh。**市场端**，22 年 7 月，公司储能全系列产品顺利下线，22 年累计承接储能订单近 3 亿元。公司于 2023 年 3 月 12 日披露在手订单，其中储能订单达 3.4 亿元，已超过 22 年总额，呈现高速增长的发展趋势。

➤ **数字化业务：对内赋能增效，对外打造业绩新增量。**公司通过数字化转型对内赋能增效，其中海口干变数字化工厂年产能由 670 万 kVA 提升至 1500 万 kVA、桂林干变数字化工厂年产能由 665 万 kVA 提升至 1400 万 kVA。截至 22 年底，公司已累计承接超 3 亿元数字化工厂整体解决方案业务订单，其中，公司承接的首单数字化工厂解决方项目顺利交付并完成验收，并得到客户的认可。22 年公司数字化业务实现收入 1.36 亿元，随着订单落地，后续有望持续增长。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 80.69、115.7、160.2 亿元，对应增速分别为 70%、43.4%、38.5%；归母净利润分别为 5.19、8.9、13.23 亿元，对应增速分别为 83.1%、71.6%、48.7%，以 3 月 22 日收盘价为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 30X、18X、12X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**上游原材料波动风险，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)	4746	8069	11570	16020
增长率 (%)	43.7	70.0	43.4	38.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	283	519	890	1323
增长率 (%)	20.7	83.1	71.6	48.7
每股收益 (元)	0.66	1.21	2.08	3.10
PE	55	30	18	12
PB	5.4	4.7	3.9	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

36.58 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

邮箱：guoyanchen@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书：S0100121110050

邮箱：lijia@mszq.com

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	4746	8069	11570	16020
营业成本	3783	6391	9041	12511
营业税金及附加	16	32	46	64
销售费用	159	274	370	481
管理费用	231	371	509	673
研发费用	247	403	578	801
EBIT	272	576	983	1442
财务费用	-5	26	41	41
资产减值损失	-13	-6	-8	-10
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	258	544	935	1391
营业外收支	7	2	2	2
利润总额	265	546	937	1393
所得税	-18	27	47	70
净利润	283	519	890	1323
归属于母公司净利润	283	519	890	1323
EBITDA	367	682	1111	1590

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	584	832	1180	1621
应收账款及票据	2125	3369	4520	5829
预付款项	172	256	362	500
存货	1733	2796	3832	5131
其他流动资产	1035	1173	1282	1420
流动资产合计	5648	8427	11175	14500
长期股权投资	63	63	63	63
固定资产	733	959	1127	1295
无形资产	169	168	167	166
非流动资产合计	1819	2208	2237	2267
资产合计	7467	10635	13413	16767
短期借款	209	909	1159	1159
应付账款及票据	2141	3415	4706	6341
其他流动负债	1027	1786	2320	3040
流动负债合计	3378	6110	8186	10540
长期借款	266	286	286	286
其他长期负债	949	949	949	949
非流动负债合计	1215	1235	1235	1235
负债合计	4593	7345	9421	11776
股本	427	427	427	427
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2874	3290	3992	4992
负债和股东权益合计	7467	10635	13413	16767

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.69	70.04	43.38	38.47
EBIT 增长率	-2.45	111.88	70.86	46.67
净利润增长率	20.74	83.05	71.62	48.67
盈利能力 (%)				
毛利率	20.29	20.79	21.86	21.91
净利率	5.97	6.43	7.69	8.26
总资产收益率 ROA	3.79	4.88	6.64	7.89
净资产收益率 ROE	9.86	15.76	22.30	26.50
偿债能力				
流动比率	1.67	1.38	1.37	1.38
速动比率	1.03	0.84	0.82	0.82
现金比率	0.17	0.14	0.14	0.15
资产负债率 (%)	61.51	69.06	70.24	70.23
经营效率				
应收账款周转天数	139.76	130.00	120.00	110.00
存货周转天数	167.20	160.00	155.00	150.00
总资产周转率	0.74	0.89	0.96	1.06
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	1.21	2.08	3.10
每股净资产	6.73	7.70	9.35	11.69
每股经营现金流	-0.24	0.37	1.27	2.33
每股股利	0.25	0.44	0.76	1.12
估值分析				
PE	55	30	18	12
PB	5.4	4.7	3.9	3.1
EV/EBITDA	44.62	24.69	15.03	10.23
股息收益率 (%)	0.68	1.20	2.07	3.07

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	283	519	890	1323
折旧和摊销	95	107	128	148
营运资金变动	-549	-561	-609	-637
经营活动现金流	-104	158	541	994
资本开支	-536	-493	-154	-175
投资	-569	0	0	0
投资活动现金流	-1094	-493	-154	-175
股权募资	979	0	0	0
债务募资	57	720	200	0
筹资活动现金流	930	583	-40	-379
现金净流量	-249	249	348	440

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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
	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