

投资评级 优于大市 首次覆盖

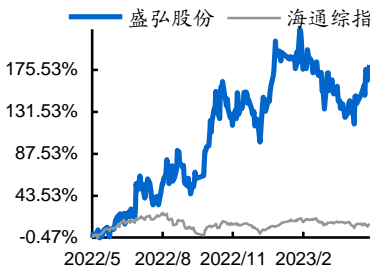
## 储能+充电桩业务高增，海外业务或放量

### 股票数据

05月16日收盘价(元)	42.40
52周股价波动(元)	22.81-76.66
总股本/流通A股(百万股)	309/248
总市值/流通市值(百万元)	13112/10496

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	20.1	11.3	-4.8
相对涨幅(%)	22.8	10.3	-2.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 吴杰

Tel: (021) 23154113

Email: wj10521@haitong.com

证书: S0850515120001

分析师: 马天一

Tel: 02123219171

Email: mty15264@haitong.com

证书: S0850523030004

联系人: 余玖翰

Tel: (021) 23154141

Email: ywh14040@haitong.com

### 投资要点:

- 储能与充换电业务双轮驱动，23Q1 公司营收净利高增长。**2023 年 Q1 公司实现营业收入约 4.48 亿元，同比+88.52%；归母净利润 0.63 亿元，同比+172.53%。营收的高增长主要得益于储能业务及充换电服务，储能业务实现营业收入约 1.67 亿元，同比+446.97%；充换电服务实现营业收入 1.55 亿元，同比+148.96%。从毛利率与净利率来看，公司 22Q1/23Q1 毛利率分别为 41.33%/42.53%，净利率分别为 9.67%/13.98%，二者相比于去年同期均有所上升。
- 22 年 PCS 全球出货量位列中国厂商第五，公司扩产有望助业务放量。**公司储能产品性能出色，30-1000kW 全功率范围储能变流器产品均已通过第三方认证机构认证，符合美国、德国、澳大利亚等 50 多个国家和地区的电网安全规范标准，产品销售至全球五大洲。市占率来看，根据《盛弘股份深圳市盛弘电气股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书(申报稿)》援引中关村储能产业技术联盟(CNESA)的统计，以国内市场出货量排名，2022 年公司位列中国储能变流器 PCS 提供商第七名；以全球市场出货量排名，2022 年公司位列中国储能变流器 PCS 提供商第五名，具有较强的竞争力。2023 年 4 月 28 日，公司发布可转债募集书，募资建设 5GW 储能设备产能，预计 2023 年 10 月投产，2027 年 5GW 全部达产。我们认为，储能市场空间广阔，公司产品竞争力强，产能的扩张有望支撑公司储能业务的快速发展。
- 公司充电桩客户认可度高，未来海外业务或成重要增长点。**随着新能源车销量和保有量的持续增长，充电桩需求增多。公司是充电行业领军企业。在第八届中国国际电动汽车充换电产业大会，公司荣获“2022 中国充换电行业十大影响力品牌”、“2022 中国充换电行业十大核心模块品牌”。公司 23Q1 充电桩业务仍以国内为主，2022 年公司充电桩业务与英国石油(BP)达成合作，成为首批进入英国石油中国供应商名单的充电桩厂家，未来有望通过海外业务加速业务放量。
- 盈利预测及投资评级。**我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 3.18/4.41/5.71 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.43/1.85 元。可比公司 2023 年 PE 为 52 倍，我们给予 2023 年 52-55 倍 PE 估值区间，对应合理价值区间为 53.40-56.48 元。给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示：储能市场增速不及预期，充电桩需求增长不及预期，海外贸易政策出现不利变动，原材料市场价格波动。**

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	1021	1503	2298	3131	3991
(+/-)YoY(%)	32.4%	47.2%	52.9%	36.2%	27.5%
净利润(百万元)	113	224	318	441	571
(+/-)YoY(%)	6.9%	97.0%	42.0%	38.8%	29.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.37	0.72	1.03	1.43	1.85
毛利率(%)	43.5%	43.9%	42.3%	42.0%	41.9%
净资产收益率(%)	13.4%	21.0%	23.8%	24.8%	24.3%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利预测:**

(1) 电动汽车充电桩: 根据中国汽车工业协会数据, 2022 年我国新能源车销量为 688.7 万辆, 同比增长 93.4%, 保有量达 1310 万辆。根据中国充电联盟统计, 2022 年充电基础设施增加 159.3 万台, 同比增速超过 100%; 累计数量为 521 万个, 车桩比约为 2.5:1 左右, 离 25 年政策目标 2:1 存在差距, 未来有较大发展空间。2022 年公司该业务收入同比+116.96%, 我们假设公司 23-25 年电动汽车充电桩收入同比分别增长 50%、35%、25%。2022 年该业务毛利率 35.25%, 我们假设公司 2023-25 年毛利率保持稳定, 分别为 35%、35%、35%。

(2) 新能源电能变换设备: 储能市场空间广阔。国内市场来看, 根据国家能源局, 已投运新型储能项目装机规模 22-25 年有望实现从 8.70GW 到 30GW 的突破; 全球市场来看, 据国际电子商情援引 TrendForce 统计, 22 年全球电化学储能装机容量预计约为 65Gwh, 至 30 年预计达 1160GWh。我们假设该板块收入 2023-25 年分别增长 140%、60%、40%, 毛利率分别为 41%、41%、41%。

(3) 电能质量设备: 我们假设 2023-25 年该板块收入分别增长 20%、20%、20%。2022 年该业务毛利率为 54.43%, 我们假设 2023-25 年毛利率为 54.43%、54.43%、54.43%。

(4) 电池化成与检测设备: 我们假设 2023-25 年该板块收入分别增长 45%、30%、20%。2022 年该业务毛利率为 39.28%, 我们假设 2023-25 年毛利率为 39%、39%、39%。

(5) 其他主营业务: 我们假设 2023-25 年该板块收入分别增长 10%、10%、10%。2022 年该业务毛利率为-3.53%, 我们假设 2023-25 年毛利率为 25%、25%、25%。

(6) 其他业务: 我们假设 2023-25 年该板块收入分别增长 10%、10%、10%。2022 年该业务毛利率为 45.68%, 我们假设 2023-25 年毛利率为 30%、30%、30%。

**表 1 盛弘股份分产品盈利预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>电动汽车充电桩</b>					
收入	1.96	4.26	6.39	8.63	10.78
yoy	-21.89%	116.96%	50.00%	35.00%	25.00%
成本	1.25	2.76	4.15	5.61	7.01
毛利	0.71	1.5	2.24	3.02	3.77
毛利率	36.12%	35.29%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>新能源电能变换设备</b>					
收入	2.4	2.56	6.14	9.83	13.76
yoy	93.29%	6.67%	140.00%	60.00%	40.00%
成本	1.53	1.44	3.62	5.80	8.12
毛利	0.87	1.12	2.52	4.03	5.64
毛利率	36.16%	43.80%	41.00%	41.00%	41.00%
<b>电能质量设备</b>					
收入	4.04	5.12	6.14	7.37	8.85
yoy	47.58%	26.73%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	1.84	2.33	2.80	3.36	4.03
毛利	2.2	2.79	3.34	4.01	4.82
毛利率	54.45%	54.43%	54.43%	54.43%	54.43%

**电池化成与检测设备**

收入	1.5	2.58	3.74	4.86	5.84
yoy	43.43%	72.00%	45.00%	30.00%	20.00%
成本	0.92	1.57	2.28	2.97	3.56
毛利	0.58	1.01	1.46	1.90	2.28
毛利率	38.78%	39.28%	39.00%	39.00%	39.00%

**其他主营业务**

收入	0.08	0.14	0.15	0.17	0.19
yoy	300.00%	75.00%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	0.09	0.14	0.12	0.13	0.14
毛利	0.00	0.00	0.04	0.04	0.05
毛利率	-5.54%	-3.53%	25.00%	25.00%	25.00%

**其他业务**

收入	0.23	0.37	0.41	0.45	0.49
yoy	53.33%	60.87%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	0.14	0.2	0.28	0.31	0.34
毛利	0.09	0.17	0.12	0.13	0.15
毛利率	38.54%	45.68%	30.00%	30.00%	30.00%

**合计**

收入	10.21	15.03	22.98	31.31	39.91
yoy	32.41%	47.16%	52.89%	36.25%	27.46%
成本	5.77	8.44	13.26	18.17	23.21
毛利	4.44	6.59	9.72	13.14	16.70
毛利率	43.50%	43.85%	42.29%	41.95%	41.85%

资料来源: 2021 及 2022 年公司年报, wind, 海通证券研究所

**表 2 可比公司估值表**

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300274.SZ	阳光电源	1731	4.66	6.26	8.12	24.98	18.62	14.34
300001.SZ	特锐德	242	0.35	0.61	0.86	67.34	38.48	27.22
300491.SZ	通合科技	50	0.53	0.94	1.46	54.68	30.73	19.80
002169.SZ	智光电气	63	0.13	0.32		60.61	25.31	
	均值		1.42	2.03	3.48	51.90	28.28	20.45

注: 收盘价为 2023 年 5 月 16 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1503</b>	<b>2298</b>	<b>3131</b>	<b>3991</b>
每股收益	0.72	1.03	1.43	1.85	营业成本	844	1326	1817	2321
每股净资产	5.18	4.32	5.75	7.59	毛利率%	43.9%	42.3%	42.0%	41.9%
每股经营现金流	0.99	0.98	1.45	1.82	营业税金及附加	9	14	19	24
每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	209	320	436	556
P/E	58.65	41.29	29.75	22.95	营业费用率%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
P/B	8.19	9.81	7.38	5.58	管理费用	59	90	123	152
P/S	5.79	5.71	4.19	3.29	管理费用率%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%
EV/EBITDA	40.09	30.97	22.46	17.07	EBIT	242	356	491	632
股息率%	<b>0.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-2	4	2	-1
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
毛利率	43.9%	42.3%	42.0%	41.9%	资产减值损失	-12	0	0	0
净利润率	14.9%	13.8%	14.1%	14.3%	投资收益	2	3	4	5
净资产收益率	21.0%	23.8%	24.8%	24.3%	<b>营业利润</b>	<b>248</b>	<b>356</b>	<b>492</b>	<b>638</b>
资产回报率	9.9%	10.2%	11.1%	11.1%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	17.3%	20.7%	22.2%	22.2%	<b>利润总额</b>	<b>246</b>	<b>356</b>	<b>492</b>	<b>638</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	275	415	559	710
营业收入增长率	47.2%	52.9%	36.2%	27.5%	所得税	23	38	51	67
EBIT 增长率	87.2%	47.3%	37.7%	28.9%	有效所得税率%	9.2%	10.7%	10.4%	10.4%
净利润增长率	97.0%	42.0%	38.8%	29.6%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>224</b>	<b>318</b>	<b>441</b>	<b>571</b>
资产负债率	53.0%	56.9%	55.2%	54.2%					
流动比率	1.57	1.50	1.58	1.64	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.08	1.02	1.08	1.16	货币资金	333	455	769	1198
现金比率	0.30	0.27	0.37	0.45	应收账款及应收票据	638	1015	1237	1634
<b>经营效率指标</b>					存货	483	702	922	1152
应收账款周转天数	111.46	111.46	111.46	111.46	其它流动资产	270	319	366	418
存货周转天数	160.83	160.83	160.83	160.83	流动资产合计	1723	2492	3294	4402
总资产周转率	0.80	0.86	0.89	0.88	长期股权投资	1	1	1	1
固定资产周转率	8.44	10.46	10.52	10.74	固定资产	180	259	336	407
					在建工程	182	203	218	228
					无形资产	82	61	39	18
					非流动资产合计	537	610	673	728
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2261</b>	<b>3102</b>	<b>3967</b>	<b>5129</b>
净利润	224	318	441	571	短期借款	100	100	100	100
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	651	1037	1276	1677
非现金支出	59	59	68	77	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-6	4	3	2	其它流动负债	346	527	713	903
营运资金变动	-74	-78	-64	-88	流动负债合计	1097	1664	2089	2680
<b>经营活动现金流</b>	<b>202</b>	<b>302</b>	<b>448</b>	<b>563</b>	长期借款	72	72	72	72
资产	-143	-131	-131	-131	其它长期负债	30	30	30	30
投资	-116	0	0	0	非流动负债合计	101	101	101	101
其他	3	3	4	5	<b>负债总计</b>	<b>1198</b>	<b>1766</b>	<b>2190</b>	<b>2781</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-257</b>	<b>-129</b>	<b>-128</b>	<b>-127</b>	实收资本	205	309	309	309
债权募资	142	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1062	1336	1777	2348
股权募资	0	1	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-30	-52	-7	-7	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2261</b>	<b>3102</b>	<b>3967</b>	<b>5129</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>112</b>	<b>-51</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>62</b>	<b>123</b>	<b>314</b>	<b>429</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 16 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

吴杰 公用事业, 电力设备及新能源行业, 煤炭行业  
马天一 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 思源电气, 中煤能源, 福能股份, 神火股份, 许继电气, 盛剑环境, 桂东电力, 华阳股份, 郑煤机, 云鼎科技, 兖矿能源, 宁德时代, 信捷电气, 电投能源, 隆基绿能, 科华数据, 炬华科技, 天地科技, 阳光电源, 华电国际, 山西焦煤, 汇川技术, 潞安环能, 江苏国信, 湖北能源, 爱旭股份, 伟创电气, 索通发展, 璞泰来, 三峡能源

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。