

盈利逐季修复，“铸+锻”双驱动发展

金雷股份(300443)

► 23年一季度收入利润呈现快速增长，盈利能力逐季修复

2022年公司实现营业收入18.12亿元，同比+9.74%；实现归母净利润3.52亿元，同比-29%。2023年一季度实现营业收入4.37亿元，同比+50.79%；实现归母净利润1.00亿元，同比+117.42%。

► 聚焦轴类制造，多元化横向拓展

公司是专业化风电主轴制造商，实施“工艺全流程”和“产品大型化”战略，聚焦轴类制造，锻造和铸造共同发展，同时拓展其他精密轴类业务丰富公司产品种类。

► 产能持续扩张，“铸+锻”双驱动发展效益显现

铸造产能持续扩张，募投项目完成后有望增加年产10万吨5MW及以上大型风电铸件制造能力；锻造主轴产品结构优化，公司增加大内孔主轴产品的空心锻造比例，满足客户多样化设计需求。

投资建议

公司作为全球风电主轴龙头，锻件通过大兆瓦空心锻产品生产顺应行业趋势，铸造快速增扩产能适应行业大型化发展趋势，自由锻件持续丰富下游应用场景并充分利用小兆瓦产能。我们预计23-25年公司收入分别为28.20/36.62/46.54亿元，归母净利润分别为6.36/8.26/10.55亿元，相应EPS分别为2.43/3.16/4.03元，以23年4月20日收盘价39.90元计算，当前股价对应PE分别为16/13/10倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

风电行业下游装机需求不及预期；原材料价格上涨超预期；产能扩张进程不及预期；产品价格波动风险；客户拓展不及预期；拟定增尚未完成，存在不确定性等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,651	1,812	2,820	3,662	4,654
YoY (%)	11.8%	9.7%	55.7%	29.8%	27.1%
归母净利润(百万元)	496	352	636	826	1,055
YoY (%)	-5.0%	-29.0%	80.6%	29.8%	27.7%
毛利率 (%)	39.2%	30.0%	32.8%	32.6%	32.3%
每股收益(元)	1.90	1.35	2.43	3.16	4.03
ROE	15.3%	9.8%	15.0%	16.3%	17.2%
市盈率	21.04	29.63	16.41	12.64	9.90

资料来源：wind、华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	39.9
股票代码：	300443
52周最高价/最低价：	60.5/21.28
总市值(亿)	104.44
自由流通市值(亿)	63.33
自由流通股数(百万)	158.73



分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050003
联系电话：010-5977 5338

分析师：耿梓瑜

邮箱：gengzy@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522120002
联系电话：010-5977 5370

正文目录

1、23年一季度收入利润呈现快速增长，盈利能力逐季修复	3
2、聚焦轴类制造，多元化横向拓展	4
3、产能持续扩张，“铸+锻”双驱动发展	4
4、投资建议	5
5、风险提示	6

图表目录

图 1 2018-2023Q1 营业收入及同比增速（亿元）	3
图 2 2018-2023 Q1 归母净利润及同比增速（亿元）	3
图 3 2019Q1-2023Q1 公司单季度综合毛利率	4
图 4 2019-2022 年公司产品产能情况（万吨）	5
图 5 2019-2022 年公司产品销售情况（万吨）	5
图 6 可比公司估值	6

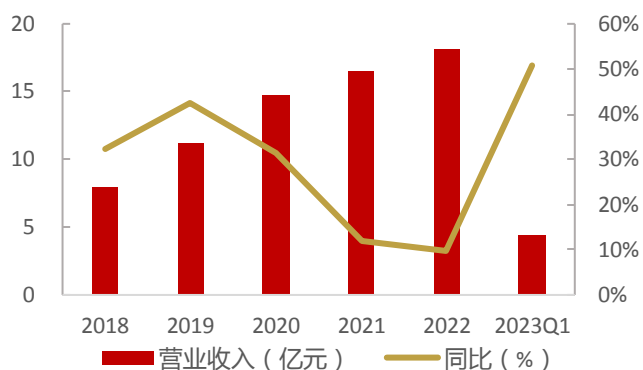
1、23 年一季度收入利润呈现快速增长，盈利能力逐季修复

近期，公司发布 2022 年报及 2023 年一季报：

在风电行业装机不及预期及原材料价格波动压力背景下，22 年公司收入同比增长 9.74%，归母净利润同比下滑 29%。2022 年，公司实现营业收入 18.12 亿元，同比 +9.74%，其中：风电主轴产品收入 15.82 亿元，比去年同期增长 4.87%，当中铸件产品收入实现 1.35 亿元；其他精密轴产品实现收入 1.73 亿元，比去年同期增长 62.59%。报告期内实现归母净利润 3.52 亿元，同比 -29%；扣非归母净利润 3.60 亿元，同比 -18.71%。

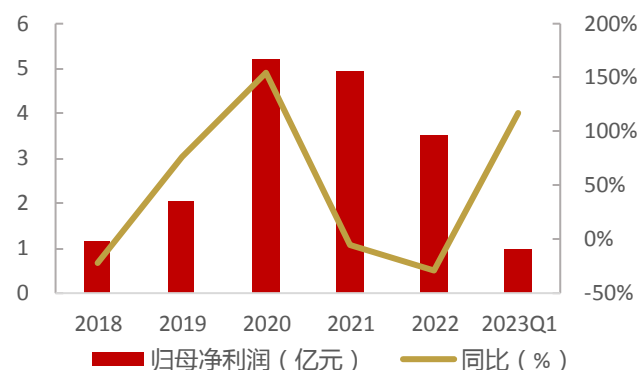
23Q1 受益风电行业向好发展，公司抓住市场回暖契机并积极进行下游客户开拓，收入和利润均实现同比快速增长。2023 年一季度，公司实现营业收入 4.37 亿元，同比 +50.79%；归母净利润 1.00 亿元，同比 +117.42%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比 +118.81%。

图 1 2018-2023Q1 营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

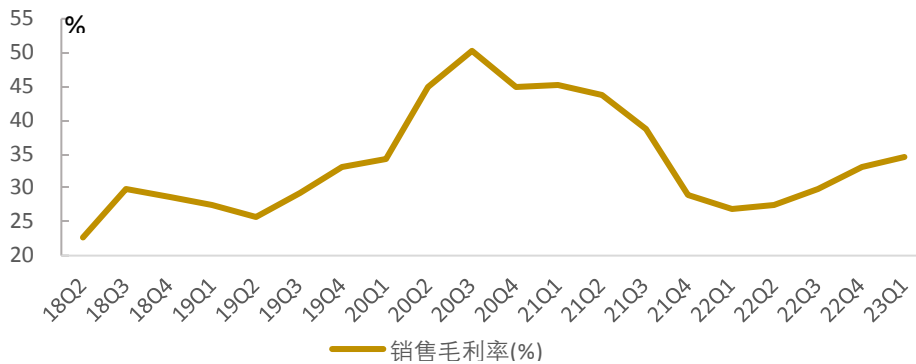
图 2 2018-2023 Q1 归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：wind、华西证券研究所

22 年盈利能力逐季修复，23Q1 毛利率创一年来新高。在 22 年原材料价格先升后降且全年平均处于高位情况下，通过“技术降本”和“工艺降本”两条创新降本方式，公司一定程度上缓解成本压力，22 年以来产品毛利呈现恢复趋势。23Q1，公司综合毛利率达到 34.46%，创一年来新高。

图 3 2019Q1-2023Q1 公司单季度综合毛利率



资料来源：wind、华西证券研究所

2、聚焦轴类制造，多元化横向拓展

公司实施“工艺全流程”和“产品大型化”战略，聚焦轴类制造，锻造和铸造共同发展，同时拓展其他精密轴类业务丰富公司产品种类和覆盖行业。

公司是专业化风电主轴制造商，风电主轴产品包括锻造和铸造两方面：

锻造业务：公司是全球锻造主轴龙头，充分适应大型化变化要求进行革新。风电锻造主轴 22 年约占总营业收入的 80%、占风电主轴产品收入的 91.5%左右，为公司目前第一大板块业务。随风电行业大型化发展，公司充分适应锻造主轴大型化的市场需求变化，采用行业先进技术，成功开发电气风电 8MW、运达股份 7MW 及远景能源 5MW 以上等大型空心锻主轴产品，进一步巩固全球锻造主轴龙头优势。

铸造业务：横向拓展铸造业务，开拓第二增长极。随着风电国补退出，国内风电行业迎来平价时代，行业降本增效需求提升，风电机组大型化和轻量化则成为主要的降本方式。在风机大型化趋势下，风电整机制造商对大型风电铸件的需求快速增加。公司顺应行业发展趋势，积极布局 6MW 及以上大型风电铸件的产能，包括铸造主轴、轮毂、底座、轴承座在内的风电配套铸件产品，打造新的业务增长点。22 年铸件产品实现营业收入 1.35 亿元，约占风电主轴产品收入的 8.5%。未来伴随公司铸件产能持续释放，业绩贡献有望持续增加。

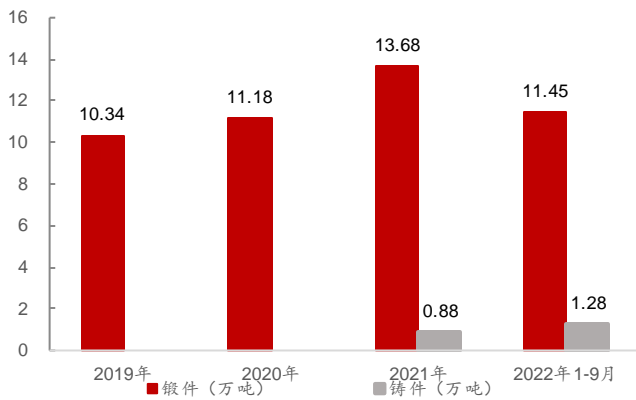
其他精密轴类业务：公司积极拓展其他锻造业务，多元化开拓下游需求。22 年其他精密轴类业务实现营业收入 1.73 亿元，同比+ 62.59%，占总营业收入的 9.55%。公司多元化横向布局，开发了各类大型船用件、矿山机械、电机轴、法兰轴、水电轴等其他精密轴类市场，通过充分利用公司小兆瓦产能开发新行业和新产品，利于有效平滑风电行业变化对公司的影响。

3、产能持续扩张，“铸+锻”双驱动发展

铸造产能持续扩张。风电行业大型化+轻量化带来大兆瓦机型对铸造主轴需求提升，公司此前发布的《向特定对象发行股票募集说明书》明确，公司计划向特定对象发行股票拟募集资金总额不超过人民币 215,180.00 万元，扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于海上风电核心部件数字化制造项目及补充流动资金。公司已于 2 月 16 日收到证监会出具的《关于同意金雷科技股份有限公司向特定对象发行股票注册的批

复》，获得同意注册申请的批复。本次募投项目达产后，公司将新增年产 10 万吨 5MW 及以上大型风电铸件制造能力，主要用于生产铸造主轴、轮毂、底座、轴承座等风电铸造产品。

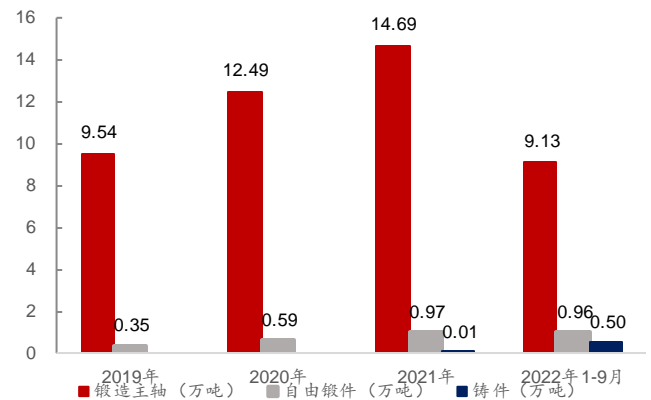
图 4 2019-2022 年公司产品产能情况 (万吨)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

注：当期产能采用达产率计算，锻造主轴与自由锻件使用相同的生产设备，因此产能合并计算。

图 5 2019-2022 年公司产品销售情况 (万吨)



资料来源：公司公告、华西证券研究所

锻造主轴产品结构优化，大兆瓦空心锻占比提升。锻造主轴具备较好的承压能力和柔性，在陆上双馈机型中广泛应用。公司适时增加大内孔主轴产品的空心锻造比例，可满足客户多样化设计需求下风电主轴的产品应用。公司应用新技术有效提升成材率降低成本，锻造主轴产品结构进一步优化，公司“铸+锻”双轮驱动成效显著。

下游客户拓展顺利，客户资源优质。公司作为全球风电主轴龙头，根据公司 2022 年年报显示，目前已与 GE、西门子歌美飒、运达股份、远景能源、电气风电、国电联合动力、恩德安信能、维斯塔斯、东方电气、金风科技、三一重能、中国中车等全球高端风电整机制造商建立了良好的战略合作关系；伴随金风科技产品发货和哈电、明阳客户开发，全球市占率已增长至 31%。我们判断未来公司铸造业务产能预计将持续扩张，锻造业务开发新产品、自由锻件业务充分利用公司小兆瓦产能，各业务板块共同发力，未来有望持续保持风电主轴龙头地位优势，我们持续看好公司业务发展。

4、投资建议

公司作为全球风电主轴龙头，锻件通过大兆瓦空心锻产品生产顺应行业趋势，铸造快速增扩产能适应行业大型化发展趋势，自由锻件持续丰富下游应用场景并充分利用小兆瓦产能。我们预计各板块业务协同下，随着产能持续释放及客户不断拓展，未来公司有望持续保持风电主轴龙头地位优势。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 28.20/36.62/46.54 亿元，同比分别 +55.7%/+29.8%/+27.1%。预计 23-25 年归母净利润分别为 6.36/8.26/10.55 亿元，同比分别 +80.6%/+29.8%/+27.7%，相应 EPS 分别为 2.43/3.16/4.03 元，以 23 年 4 月 20 日收盘价 39.90 元计算，当前股价对应 PE 分别为 16/13/10 倍，参考国内风电零部件领域可比公司日月股份、广大特材，考虑公司在行业中的龙头地位和行业增长带来的公司业绩增长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 6 可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603218. SH	日月股份	21.01	0.81	1.11	-	25.94	18.93	-
688186. SH	广大特材	30.31	1.51	2.44	-	20.07	12.42	-
平均值						23.01	15.68	-

资料来源：Wind、华西证券研究所

注：日月股份和广大特材相关数据来自 Wind 一致预期，PE 以 2023 年 4 月 20 日收盘价计算。

5、风险提示

- 1、风电行业下游装机需求不及预期。
- 2、原材料价格上涨超预期。
- 3、产能扩张进程不及预期。
- 4、产品价格波动风险。
- 5、客户拓展不及预期。
- 6、拟定增尚未完成，存在不确定性等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,812	2,820	3,662	4,654	净利润	352	636	826	1,055
YoY (%)	9.7%	55.7%	29.8%	27.1%	折旧和摊销	111	164	210	262
营业成本	1,269	1,897	2,466	3,150	营运资金变动	-661	-593	-664	-861
营业税金及附加	14	22	28	36	经营活动现金流	-146	239	425	528
销售费用	9	13	15	16	资本开支	-1,026	-896	-916	-1,017
管理费用	70	99	117	140	投资	23	-7	-9	-11
财务费用	-13	46	75	101	投资活动现金流	-987	-879	-894	-988
研发费用	66	98	121	140	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-5	0	0	0	债务募资	964	650	680	700
投资收益	15	24	31	40	筹资活动现金流	954	595	597	588
营业利润	379	684	888	1,134	现金净流量	-177	-44	129	130
营业外收支	0	1	1	1	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	379	684	889	1,135	成长能力				
所得税	27	48	62	80	营业收入增长率	9.7%	55.7%	29.8%	27.1%
净利润	352	636	826	1,055	净利润增长率	-29.0%	80.6%	29.8%	27.7%
归属于母公司净利润	352	636	826	1,055	盈利能力				
YoY (%)	-29.0%	80.6%	29.8%	27.7%	毛利率	30.0%	32.8%	32.6%	32.3%
每股收益	1.35	2.43	3.16	4.03	净利率	19.5%	22.6%	22.6%	22.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.2%	10.1%	10.4%	10.7%
货币资金	475	435	568	701	净资产收益率 ROE	9.8%	15.0%	16.3%	17.2%
预付款项	15	24	30	39	偿债能力				
存货	574	971	1,044	1,537	流动比率	3.97	2.88	2.53	2.37
其他流动资产	1,331	1,624	2,310	2,806	速动比率	2.73	1.73	1.66	1.46
流动资产合计	2,395	3,054	3,953	5,084	现金比率	0.79	0.41	0.36	0.33
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	26.6%	32.7%	35.9%	37.5%
固定资产	1,161	1,510	1,907	2,329	经营效率				
无形资产	220	331	441	550	总资产周转率	0.43	0.50	0.51	0.52
非流动资产合计	2,519	3,258	3,974	4,740	每股指标 (元)				
资产合计	4,914	6,312	7,927	9,824	每股收益	1.35	2.43	3.16	4.03
短期借款	365	715	1,115	1,565	每股净资产	13.78	16.23	19.41	23.46
应付账款及票据	173	220	283	376	每股经营现金流	-0.56	0.91	1.62	2.02
其他流动负债	65	124	164	208	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	604	1,060	1,562	2,149	估值分析				
长期借款	600	900	1,180	1,430	PE	29.63	16.41	12.64	9.90
其他长期负债	105	105	105	105	PB	2.92	2.46	2.06	1.70
非流动负债合计	704	1,004	1,284	1,534					
负债合计	1,308	2,064	2,846	3,683					
股本	262	262	262	262					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,606	4,248	5,080	6,141					
负债和股东权益合计	4,914	6,312	7,927	9,824					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨睿，华北电力大学硕士，专注能源领域研究多年，曾任民生证券研究院院长助理、电力设备与新能源行业首席分析师。2020年加入华西证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师。

2021年新浪财经金麒麟电力设备与新能源行业新锐分析师第一名。

耿梓瑜，金融硕士，曾任东兴证券研究所电新行业研究员，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。