

## 业绩符合预期，储能系统毛利率大幅提升

### 投资要点

- **事件:** 公司2022年实现营业收入13.0亿元,同比增长38.2%;归母净利润1.3亿元,同比增长10.9%;扣非归母净利润1.1亿元,同比增长22.2%。2023年一季度实现营业收入2.1亿元,同比增长48.2%;归母净利润2060万元,同比增长20.0%;扣非归母净利润1903万元,同比增长24.3%。业绩符合预期。
- **SVG毛利率承压,储能系统盈利超预期。**分业务来看:1) SVG业务营业收入6.2亿元,同比增长14.0%,毛利率22.4%,同比下降4.8pp。2023年SVG价格略有下降,但整体可控,未来毛利率有望企稳。2) 储能系统实现营业收入2.9亿元,同比增长787.5%;毛利率18.9%,同比增长6.3pp。储能系统毛利率好于预期,随着上游电芯降价,公司提高新签订单中PCS占比,预计全年毛利率有望保持高盈利。3) 煤矿智能控制装备营业收入0.4亿元,在去年低基数下实现大幅增长,毛利率55.3%。4) 变频器业务营业收入2.3亿元,同比下降23.6%;毛利率29.0%,同比上升2.0pp。5) 轨道交通能量回馈装置营业收入0.6亿元,同比增长272.5%;毛利率33.4%,同比上升8.5pp。
- **新签订单大幅增长,储能业务全面布局。**2022年全年实现签单19.6亿元,同比增长65%。公司在手订单充足,截至2022年末,合同负债1.1亿元,同比增长30.0%。随着储能产业快速发展,公司迅速推出了一系列相关储能产品,公司的低压集中式、高压级联式各种类型智慧储能系统,全面布局电源侧、电网侧和用户侧。
- **23Q1营业收入高速增长,全年订单有望保持高景气。**23Q1公司营业收入同比增长48.2%,主要原因是变频器、SVG产品增长较快。综合毛利率30.3%,同比下降0.9pp。利润端增速低于收入增速主要是Q1收入基数较小,体现在费用率上较高。23Q1期间费用率23.0%,同比小幅提升0.6pp。23Q1国内光伏新增装机33.66GW,同比增长154.8%;风电新增装机10.4GW,同比增长31.6%。全年光伏、风电装机确定性强,公司SVG、储能订单有望保持高速增长。
- **盈利预测与投资建议。**2023是光伏、风电装机大年,SVG增速有保障;储能景气度高,公司产品全面布局。背靠山东能源集团,煤矿智能装备订单将充分受益。预计23~25年归母净利润分别为2.0、2.8、3.4亿元,对应PE分别为24、18、14倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 订单增速低于预期、原材料价格上涨、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1303.26	1904.47	2629.42	3426.86
增长率	38.23%	46.13%	38.07%	30.33%
归属母公司净利润(百万元)	128.69	203.80	276.91	342.14
增长率	10.86%	58.37%	35.87%	23.56%
每股收益EPS(元)	0.92	1.46	1.98	2.44
净资产收益率ROE	11.19%	15.41%	7.76%	18.54%
PE	38	24	18	14
PB	4.26	3.69	3.13	2.64

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师  
电话: 021-58351679  
邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.40
流通A股(亿股)	0.86
52周内股价区间(元)	19.26-62.38
总市值(亿元)	48.74
总资产(亿元)	18.05
每股净资产(元)	7.61

### 相关研究

1. 新风光(688663): SVG增速、盈利见底,储能订单迎来爆发(2022-12-19)

## 盈利预测

假设 1：随着风电、光伏地面电站装机量提升，SVG 在分布式电站中渗透率提升，参考行业增速，预计 2023~2025 年 SVG 收入增速分别为 28.9%、25.0%、20.0%，毛利率保持在 24%左右。

假设 2：参考行业增速及公司业务目标，预计 2023 年储能订单翻倍制造，预计 2023~2025 年收入分别为 6.0 亿、10.0 亿、15.0 亿。储能业务规模优势、高压级联产品成本优势逐步体现，毛利率维持在 18%左右。

假设 3：高压变频器市场相对成熟，考虑到公司向中低压变频器市场拓展，未来变频器业务收入保持 10%增速，毛利率稳定在 30%水平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
SVG	收入	620.87	800.00	1,000.00	1,200.00
	增速	14.03%	28.85%	25.00%	20.00%
	毛利率	22.41%	24.00%	24.00%	24.00%
变频器	收入	226.79	249.47	274.42	301.86
	增速	-23.56%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	28.99%	30.00%	30.00%	30.00%
轨道交通 能量回馈装置	收入	63.13	100.00	130.00	150.00
	增速	272.48%	58.41%	30.00%	15.38%
	毛利率	33.41%	35.00%	35.00%	35.00%
储能产品	收入	287.27	600.00	1,000.00	1,500.00
	增速	787.51%	108.86%	66.67%	50.00%
	毛利率	18.88%	18.00%	18.00%	18.00%
其他	收入	105.21	155.00	225.00	275.00
	增速	101.11%	47.33%	45.16%	22.22%
	毛利率	59.21%	49.68%	46.67%	45.45%
合计	收入	1,303.26	1,904.47	2,629.42	3,426.86
	增速	38.23%	46.13%	38.07%	30.33%
	毛利率	26.28%	25.56%	24.83%	24.11%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1303.26	1904.47	2629.42	3426.86	净利润	128.07	203.80	276.91	342.14
营业成本	960.75	1417.63	1976.59	2600.80	折旧与摊销	11.61	17.61	19.09	20.39
营业税金及附加	6.47	9.52	11.83	15.42	财务费用	-3.41	-6.34	-7.52	-9.12
销售费用	99.33	133.31	170.91	222.75	资产减值损失	-3.01	-15.00	-15.00	-15.00
管理费用	119.26	152.36	202.47	253.59	经营营运资本变动	65.76	-296.35	-158.99	-178.76
财务费用	-3.41	-6.34	-7.52	-9.12	其他	-145.02	172.75	137.39	140.17
资产减值损失	-3.01	-15.00	-15.00	-15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>54.00</b>	<b>76.48</b>	<b>251.88</b>	<b>299.82</b>
投资收益	8.19	10.00	10.00	10.00	资本支出	-11.60	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	1.05	2.00	2.00	2.00	其他	80.02	27.48	-0.18	15.51
其他经营损益	0.00	30.00	35.00	40.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>68.42</b>	<b>7.48</b>	<b>-20.18</b>	<b>-4.49</b>
<b>营业利润</b>	<b>142.37</b>	<b>224.99</b>	<b>307.14</b>	<b>380.42</b>	短期借款	9.01	-9.01	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.13	4.00	4.00	4.00	长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	<b>142.24</b>	<b>228.99</b>	<b>311.14</b>	<b>384.42</b>	股权融资	7.28	0.00	0.00	0.00
所得税	14.17	25.19	34.22	42.29	支付股利	-55.98	-25.74	-40.76	-55.38
净利润	128.07	203.80	276.91	342.14	其他	14.80	6.34	7.52	9.12
少数股东损益	-0.62	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-24.89</b>	<b>21.59</b>	<b>16.76</b>	<b>3.74</b>
归属母公司股东净利润	128.69	203.80	276.91	342.14	<b>现金流量净额</b>	<b>97.53</b>	<b>105.55</b>	<b>248.46</b>	<b>299.06</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	414.83	520.38	768.84	1067.91	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1148.68	1545.54	2087.23	2686.59	销售收入增长率	38.23%	46.13%	38.07%	30.33%
存货	377.99	523.52	690.81	883.27	营业利润增长率	19.26%	58.03%	36.51%	23.86%
其他流动资产	291.45	340.13	432.05	516.26	净利润增长率	10.33%	59.13%	35.87%	23.56%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.70%	56.90%	34.89%	22.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	133.73	140.47	145.74	149.70	毛利率	26.28%	25.56%	24.83%	24.11%
无形资产和开发支出	33.93	29.76	25.59	21.42	三费率	16.51%	14.67%	13.91%	13.63%
其他非流动资产	19.40	19.21	19.02	18.84	净利率	9.83%	10.70%	10.53%	9.98%
<b>资产总计</b>	<b>2420.01</b>	<b>3119.01</b>	<b>4169.28</b>	<b>5343.99</b>	ROE	11.19%	15.41%	17.76%	18.54%
短期借款	9.01	0.00	0.00	0.00	ROA	5.29%	6.53%	6.64%	6.40%
应付和预收款项	922.56	1254.82	1749.19	2301.10	ROIC	18.10%	22.49%	23.41%	23.97%
长期借款	0.00	50.00	100.00	150.00	EBITDA/销售收入	11.55%	12.41%	12.12%	11.43%
其他负债	343.60	361.29	501.03	657.08	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1275.16</b>	<b>1666.10</b>	<b>2350.22</b>	<b>3108.18</b>	总资产周转率	0.62	0.69	0.72	0.72
股本	139.95	139.95	139.95	139.95	固定资产周转率	10.86	14.88	19.15	24.04
资本公积	570.17	570.17	570.17	570.17	应收账款周转率	1.86	2.01	2.04	2.04
留存收益	434.48	612.54	848.69	1135.45	存货周转率	3.13	3.14	3.25	3.30
归属母公司股东权益	1144.60	1322.66	1558.81	1845.57	销售商品提供劳务收到现金营业收入	55.13%	—	—	—
少数股东权益	0.24	0.24	0.24	0.24	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1144.84</b>	<b>1322.91</b>	<b>1559.06</b>	<b>1845.81</b>	资产负债率	52.69%	53.42%	56.37%	58.16%
负债和股东权益合计	2420.01	2989.01	3909.28	4953.99	带息债务/总负债	0.71%	3.00%	4.25%	4.83%
					流动比率	1.76	1.82	1.77	1.75
					速动比率	1.46	1.50	1.47	1.45
					股利支付率	43.50%	12.63%	14.72%	16.19%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.92	1.46	1.98	2.44
					每股净资产	8.18	9.45	11.14	13.19
					每股经营现金	0.39	0.55	1.80	2.14
					每股股利	0.40	0.18	0.29	0.40
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	150.58	236.26	318.70	391.70					
PE	37.88	23.92	17.60	14.25					
PB	4.26	3.69	3.13	2.64					
PS	3.74	2.56	1.85	1.42					
EV/EBITDA	28.59	18.01	12.69	9.70					
股息率	1.15%	0.53%	0.84%	1.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	