

Q3 盈利能力大幅改善，正泰安能拟分拆上市

➤ **事件概述：**10月28日，公司发布2022年三季度报告。2022年前三季度，公司实现营收350.17亿元，同比+21.73%；归母净利润32.15亿元，同比+15.69%；扣除中控技术影响，归母净利润为32.68亿元，同比+5.36%。单季度来看，22Q3公司实现营收114.78亿元，同比-8.36%；归母净利润为15.11亿元，同比+61.60%。

➤ **费用率持续优化，盈利能力有望加速修复。**费用率方面，2022年前三季度公司期间费用率为12.85%，同比-1.24%，其中财务/管理/销售费用率分别同比-0.74/-0.22/+0.36pct，费用管控持续优化。盈利能力方面，随着费用率优化+渠道转型升级，公司22Q3单季度毛利率为25.86%，同比+2.23pcts，环比+4.21pcts；净利率为14.85%，同比+6.23pcts，环比+4.66pcts，未来公司盈利能力有望加速改善。研发投入方面，公司三年累计超35亿资金投入研发，累计申请专利超6500个，持续加码产品及技术创新。

➤ **正泰安能计划分拆上市。**10月28日公司发布公告，拟筹划控股子公司正泰安能能源（浙江）股份有限公司分拆上市事宜。截至三季度末，正泰电器持有光伏电站装机容量11.1GW。其中，户用光伏电站9.03GW，占比81%，相较去年同期有较大增长。正泰安能为国内户用光伏龙头，22H1全国户用光伏新增装机量为8.9GW，正泰安能新增装机容量2.7GW，市占率为30%，截至2022年第三季度，终端用户突破70万户，未来有望延续高速发展态势。本次筹划分拆上市有利于进一步提升正泰安能的品牌影响力和市场竞争力，拓宽其融资渠道，优化治理结构，抢抓市场机遇，增强公司及控股子公司的盈利能力及核心竞争力。

➤ **持续深化渠道变革，国内外布局加速推进。**公司低压电器持续推进“蓝海行动2.0”版本，市场份额扩大后盈利能力有望加速提升：1) **渠道方面**，区总建设、小B&小A客户稳步推进，增设省会/工业强市渠道，有序推进区总、经销商建设工作，截至22H1，公司共建立28家区域销售总公司，近500家经销商伙伴升级成为区域销售总公司股东。公司同时持续拓展分销力度，分销网点遍布全国320个地级市，近2,200个区县及1,800多个乡镇，进一步提升渠道覆盖率和渗透力。2) **国际化方面**，公司全球布局持续深化，截至22H1，公司实现全球140多个国家业务覆盖，拥有30+海外子公司，以及7个海外制造基地。

➤ **投资建议：**我们预计公司22-24年的营收分别为454.3、529.34、615.71亿元，增速分别为16.9%、16.5%、16.3%；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44.95、54.8、67.93亿元，增速分别为32.2%、21.9%、24%。对应10月28日收盘价，公司22-24年PE分为12X、10X、8X。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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	38865	45430	52934	61571
增长率（%）	16.9	16.9	16.5	16.3
归属母公司股东净利润（百万元）	3401	4495	5480	6793
增长率（%）	-47.1	32.2	21.9	24.0
每股收益（元）	1.58	2.09	2.55	3.16
PE	16	12	10	8
PB	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年10月28日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
25.73元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

研究助理 李佳

执业证书：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

相关研究

- 1.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
- 2.正泰电器 (601877.SH) 2021 年报及 22 Q1 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)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	38865	45430	52934	61571
营业成本	29267	35805	40723	47233
营业税金及附加	174	182	212	246
销售费用	1694	1908	2223	2524
管理费用	1549	1772	2012	2278
研发费用	1125	1317	1747	2032
EBIT	5274	5445	6783	8065
财务费用	1269	402	247	135
资产减值损失	-56	-51	-66	-41
投资收益	1057	1272	1376	1601
营业利润	4713	5310	6851	8497
营业外收支	-223	16	16	16
利润总额	4490	5326	6867	8513
所得税	724	692	1099	1362
净利润	3766	4634	5768	7151
归属于母公司净利润	3401	4495	5480	6793
EBITDA	7349	7386	8761	10072

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7429	12576	16325	23005
应收账款及票据	15403	14637	15242	17622
预付款项	1684	2148	2443	2834
存货	13926	17950	16070	20761
其他流动资产	5211	6499	6759	8462
流动资产合计	43653	53810	56839	72684
长期股权投资	4571	4571	4571	4571
固定资产	26880	26160	24987	23594
无形资产	614	624	634	649
非流动资产合计	41798	42882	43374	43601
资产合计	85451	96693	100213	116285
短期借款	2491	2491	2491	2491
应付账款及票据	16158	23029	20409	28661
其他流动负债	11714	13301	14567	16212
流动负债合计	30364	38821	37468	47364
长期借款	15929	15929	15929	15929
其他长期负债	4689	4839	5019	5119
非流动负债合计	20619	20769	20949	21049
负债合计	50982	59590	58416	68413
股本	2150	2150	2150	2150
少数股东权益	2450	2589	2877	3235
股东权益合计	34469	37103	41797	47873
负债和股东权益合计	85451	96693	100213	116285

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.88	16.89	16.52	16.32
EBIT 增长率	6.12	3.26	24.55	18.91
净利润增长率	-47.09	32.18	21.91	23.97
盈利能力 (%)				
毛利率	24.69	21.19	23.07	23.29
净利润率	8.75	9.89	10.35	11.03
总资产收益率 ROA	3.98	4.65	5.47	5.84
净资产收益率 ROE	10.62	13.02	14.08	15.22
偿债能力				
流动比率	1.44	1.39	1.52	1.53
速动比率	0.87	0.83	0.97	0.99
现金比率	0.24	0.32	0.44	0.49
资产负债率 (%)	59.66	61.63	58.29	58.83
经营效率				
应收账款周转天数	101.97	95.00	80.00	75.00
存货周转天数	116.18	160.00	150.00	140.00
总资产周转率	0.50	0.50	0.54	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	1.58	2.09	2.55	3.16
每股净资产	14.89	16.05	18.10	20.76
每股经营现金流	3.30	4.14	2.76	3.95
每股股利	0.40	0.40	0.40	0.40
估值分析				
PE	16	12	10	8
PB	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.62	8.90	7.09	5.52
股息收益率 (%)	1.55	1.55	1.55	1.55
现金流量表 (百万元)				
净利润	3766	4634	5768	7151
折旧和摊销	2075	1940	1979	2006
营运资金变动	292	2977	-1099	291
经营活动现金流	7088	8893	5941	8491
资本开支	-11962	-3049	-2544	-2298
投资	798	9	-1	-10
投资活动现金流	-8866	-1772	-1174	-712
股权募资	1329	0	0	0
债务募资	5511	150	180	100
筹资活动现金流	2653	-1974	-1019	-1099
现金净流量	858	5147	3749	6680

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受到任何形式的补偿。

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