

佳电股份 (000922. SZ)

2023半年报点评—归母净利润同比增长31%，有望受益三代、四代核电发展

买入

核心观点

2023年上半年收入同比增长22.65%，归母净利润同比增长31.09%。公司2023年上半年实现营收21.03亿元，同比增长22.65%；归母净利润2.00亿元，同比增长31.17%。单季度来看，2023年第二季度实现营收11.02亿元，同比增长19.78%；归母净利润1.01亿元，同比增长31.17%。2023年上半年公司毛利率/归母净利率为22.74%/9.49%，同比变动-1.20/+0.61个pct；2023年第二季度毛利率/归母净利率为25.38%/9.16%，同比变动-1.27/+0.80个pct。费用端，2023年上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为5.68%/3.25%/1.69%/-0.26%，同比变动-1.06/-0.75/0.67/0.15个pct，主要系公司加大新产品研发试制、技术人员薪酬等所致。

防爆电机、普通电机快速增长。分产品看，2023年上半年公司防爆电机/普通电机收入分别为10.96/9.18亿元，同比增长25.66%/29.66%，毛利率分别为27.97%/16.27%，同比分别变动+0.61/-1.68个pct。

并购哈电动装增强核电竞争力。公司拟收购哈电动装51%股权，哈电动装是国内三代核电主泵龙头，华龙一号主泵市占率近50%，CAP1000系列主泵占据绝对份额，截止2023年6月30日，哈电动装核电历史累计14个合同，合同总额92.36亿元，目前未确认核电收入56.43亿元；佳电股份系在核电电机领域龙头，市占率约80%，公司收购哈电动装后，进一步增加佳电股份在三代核电设备方面竞争力。

三代核电批量化建设趋势形成，四代核电打开更大成长空间。三代核电方面，我国三代核电已形成批量化建设趋势，公司在二代核电市占率超80%，三代核电领域已实现了多系统电机的国产化，未来解决同业竞争事宜后，将充分受益核电批量化建设。四代核电方面，高温气冷堆因其有更高安全性、可用于制氢等优势发展快速，公司作为主氦风机核心供应商占据70%以上份额，未来有望充分受益四代核电。

风险提示：下游需求不及预期；核电进展不及预期，原材料价格波动风险。

投资建议：公司作为特种电机及3/4代核电主泵/主氦风机隐形冠军，主业受益电机能效升级趋势带来的份额提升平稳增长，三代核电业务保障且加速未来三年成长，四代核电打开长期成长空间。我们维持2023-25年归母净利润为4.42/5.63/6.88亿元，对应PE值17/13/11倍，考虑并购后2023-25年备考归母净利润为4.86/6.09/7.5亿元，对应PE值15/12/10倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,046 | 3,579 | 4,340 | 5,193 | 6,075 |
| (+/-%) | 28.6% | 17.5% | 21.3% | 19.6% | 17.0% |
| 净利润(百万元) | 213 | 351 | 442 | 563 | 688 |
| (+/-%) | -47.7% | 64.5% | 25.9% | 27.3% | 22.3% |
| 每股收益(元) | 0.36 | 0.59 | 0.74 | 0.94 | 1.15 |
| EBIT Margin | 7.0% | 10.6% | 11.4% | 11.8% | 12.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.9% | 11.7% | 13.2% | 15.0% | 16.0% |
| 市盈率(PE) | 34.8 | 21.0 | 16.7 | 13.1 | 10.7 |
| EV/EBITDA | 37.1 | 24.1 | 19.9 | 17.1 | 15.2 |
| 市净率(PB) | 2.76 | 2.46 | 2.21 | 1.97 | 1.72 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电机II

证券分析师：吴双 **联系人：**年亚颂
0755-81981362 0755-81981159
wushuang@guosen.com.cn nianyansong@guosen.com.cn
S0980519120001

基础数据

| | |
|------------|--------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 12.38元 |
| 总市值/流通市值 | 7385/7243百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 14.50/7.88元 |
| 近3个月日均成交额 | 106.52百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

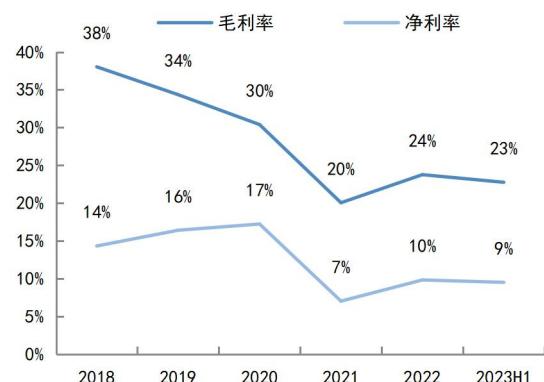
- 《佳电股份(000922.SZ)-拟现金收购哈电动装51%股权，充分受益三代核电批量化建设》——2023-07-21
- 《佳电股份(000922.SZ)-特种电机隐形冠军，三代及四代核电打开中长期空间》——2023-07-14
- 《佳电股份(000922.SZ)-2022年报&2023一季报点评：特种电机隐形冠军，受益电机能效升级及四代核电发展》——2023-06-21

图1：佳电股份 2023H1 营收同比+22.65%

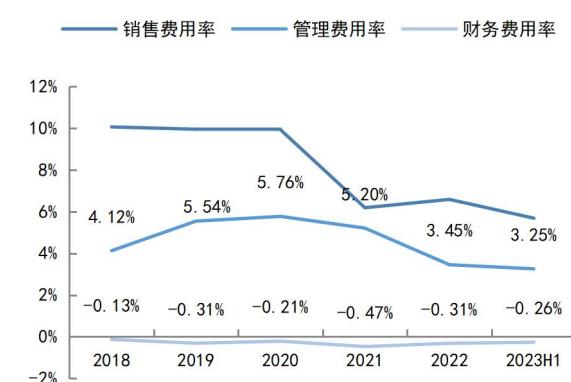

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：佳电股份 2023H1 归母净利润同比+31.09%

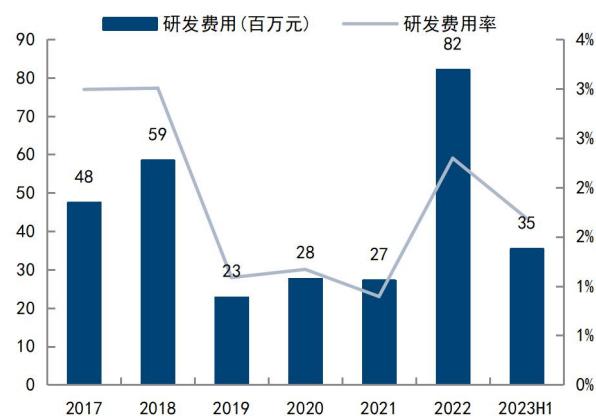

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：佳电股份盈利能力稳定


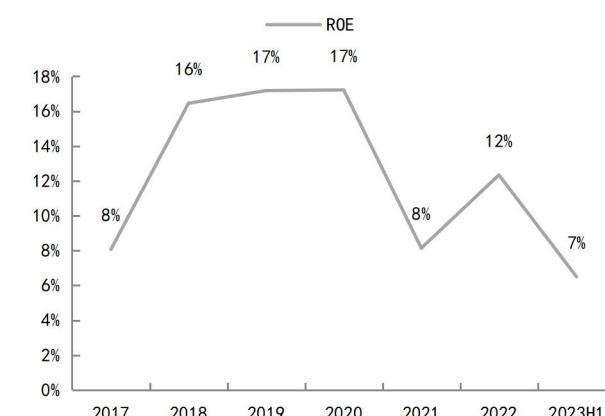
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：佳电股份期间费用率有所下降


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：佳电股份研发费用维持高位


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：佳电股份ROE有所上升


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司相对估值（截至 2023 年 8 月 17 日）

| 证券代码 | 证券简称 | 投资评级 | 总股本（亿股） | 总市值（亿元） | 收盘价 | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E |
| 600580 | 卧龙电驱 | 未评级 | 13.11 | 159.59 | 12.17 | 0.75 | 0.61 | 1.00 | 1.22 | 16.23 | 19.95 | 12.13 | 10.01 |
| 002249 | 大洋电机 | 未评级 | 23.83 | 129.17 | 5.42 | 0.11 | 0.18 | 0.26 | 0.33 | 49.27 | 30.11 | 20.51 | 16.61 |
| 600416 | 湘电股份 | 未评级 | 13.25 | 226.38 | 17.08 | 0.07 | 0.19 | 0.37 | 0.57 | 244.00 | 89.89 | 46.25 | 29.79 |
| 000922 | 佳电股份 | 买入 | 5.97 | 73.85 | 12.38 | 0.36 | 0.59 | 0.74 | 0.94 | 34.76 | 21.03 | 16.71 | 13.13 |
| | | | | | | 平均值 | | | | 103.17 | 46.65 | 26.30 | 18.80 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：卧龙电驱、大洋机电、湘电股份为 Wind 一致预测

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 701 | 1483 | 1459 | 1674 | 2241 | 营业收入 | 3046 | 3579 | 4340 | 5193 | 6075 |
| 应收款项 | 1194 | 1982 | 2394 | 2877 | 3360 | 营业成本 | 2435 | 2729 | 3303 | 3935 | 4579 |
| 存货净额 | 1101 | 1001 | 1402 | 1636 | 1972 | 营业税金及附加 | 22 | 29 | 36 | 41 | 49 |
| 其他流动资产 | 939 | 291 | 390 | 570 | 569 | 销售费用 | 188 | 235 | 260 | 312 | 365 |
| 流动资产合计 | 4637 | 5466 | 6353 | 7465 | 8851 | 管理费用 | 159 | 123 | 149 | 177 | 206 |
| 固定资产 | 587 | 640 | 600 | 558 | 515 | 研发费用 | 27 | 82 | 100 | 114 | 128 |
| 无形资产及其他 | 135 | 137 | 133 | 128 | 124 | 财务费用 | (14) | (11) | (30) | (35) | (43) |
| 投资性房地产 | 115 | 111 | 111 | 111 | 111 | 投资收益 | 24 | 14 | 19 | 19 | 17 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (39) | (37) | (47) | (41) | (42) |
| 资产总计 | 5474 | 6355 | 7197 | 8262 | 9601 | 其他收入 | (14) | (92) | (100) | (114) | (128) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 4 | 237 | 81 | 107 | 142 | 营业利润 | 226 | 359 | 495 | 627 | 769 |
| 应付款项 | 1233 | 1757 | 1937 | 2285 | 2773 | 营业外净收支 | 11 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 1421 | 1301 | 1805 | 2098 | 2379 | 利润总额 | 237 | 392 | 495 | 627 | 769 |
| 流动负债合计 | 2657 | 3294 | 3824 | 4490 | 5294 | 所得税费用 | 24 | 41 | 53 | 65 | 81 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 130 | 56 | 28 | 18 | 11 | 归属于母公司净利润 | 213 | 351 | 442 | 563 | 688 |
| 长期负债合计 | 130 | 56 | 28 | 18 | 11 | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 2787 | 3350 | 3852 | 4508 | 5305 | 净利润 | 213 | 351 | 442 | 563 | 688 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 87 | 24 | 3 | (5) | (5) |
| 股东权益 | 2687 | 3004 | 3345 | 3755 | 4296 | 折旧摊销 | 61 | 65 | 73 | 80 | 84 |
| 负债和股东权益总计 | 5474 | 6355 | 7197 | 8262 | 9601 | 公允价值变动损失 | 39 | 37 | 47 | 41 | 42 |
| | | | | | | 财务费用 | (14) | (11) | (30) | (35) | (43) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | 392 | 318 | (252) | (272) | (62) |
| 每股收益 | 0.36 | 0.59 | 0.74 | 0.94 | 1.15 | 其它 | (87) | (24) | (3) | 5 | 5 |
| 每股红利 | 0.16 | 0.08 | 0.17 | 0.26 | 0.25 | 经营活动现金流 | 705 | 770 | 310 | 411 | 753 |
| 每股净资产 | 4.48 | 5.04 | 5.61 | 6.29 | 7.20 | 资本开支 | 0 | (100) | (78) | (69) | (74) |
| ROIC | 9.23% | 15.71% | 18% | 21% | 24% | 其它投资现金流 | (702) | (6) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 7.94% | 11.69% | 13% | 15% | 16% | 投资活动现金流 | (702) | (106) | (78) | (69) | (74) |
| 毛利率 | 20% | 24% | 24% | 24% | 25% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 7% | 11% | 11% | 12% | 12% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 9% | 12% | 13% | 13% | 14% | 支付股利、利息 | (96) | (49) | (101) | (153) | (147) |
| 收入增长 | 29% | 18% | 21% | 20% | 17% | 其它融资现金流 | (28) | 215 | (155) | 26 | 34 |
| 净利润增长率 | -48% | 65% | 26% | 27% | 22% | 融资活动现金流 | (219) | 118 | (256) | (127) | (112) |
| 资产负债率 | 51% | 53% | 54% | 55% | 55% | 现金净变动 | (216) | 782 | (24) | 215 | 567 |
| 股息率 | 1.3% | 0.7% | 1.4% | 2.1% | 2.0% | 货币资金的期初余额 | 917 | 701 | 1483 | 1459 | 1674 |
| P/E | 34.8 | 21.0 | 16.7 | 13.1 | 10.7 | 货币资金的期末余额 | 701 | 1483 | 1459 | 1674 | 2241 |
| P/B | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 2.0 | 1.7 | 企业自由现金流 | 0 | 623 | 183 | 290 | 620 |
| EV/EBITDA | 37.1 | 24.1 | 19.9 | 17.1 | 15.2 | 权益自由现金流 | 0 | 838 | 54 | 347 | 694 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032