

## 低压渠道持续优化，户用光伏持续高增

2023 年 09 月 04 日

➤ **事件:** 2023 年 8 月 30 日, 公司发布 2023 年半年报。23H1 实现营收 278.5 亿元, 同比增长 17.91%; 实现归母净利润 19.04 亿元, 同比增长 13.70%; 实现扣非净利润 18.43 亿元, 同比增长 13.08%。**单季度方面**, 23Q2 实现营收 121.09 亿元, 同比下降 6.40%; 实现归母净利润 7.02 亿元, 同比下降 36.26%; 实现扣非净利润 7.57 亿元, 同比下降 21.47%。**盈利能力方面**, 23H1 年公司毛利率/净利率分别为 22.29%/9.07%, 同比+0.27/+0.58pct。**费用管控方面**, 23H1 年公司期间费用率为 10.88%, 同比下降 1.59pcts, 其中财务费用率为 1.89%, 同比下降 0.81pct; 管理费用率为 3.25%, 同比下降 0.03pct; 销售费用率为 3.90%, 同比下降 0.28pct。

➤ **低压电器: 优化渠道布局, 深化实施全球制造产能布局。** 23H1 智慧电器板块实现营业收入 114.75 亿元, 同比增长 7%。**渠道方面**, 甄选有客户资源和资金实力的核心分销商发展为区域经销商, 新开发分销商 1,600 家, 地市级渠道覆盖率由 81%提升至 85%。**市场开发方面**, 利用“正泰+诺雅克”双品牌产品策略, 深耕“新专”市场, 聚焦高附加值项目, 新开发科士达、阳光电源、上能电气等行业头部客户, 带来业务增量。**国际业务方面**, 实现营业收入 23.19 亿元, 同比增长 29.14%。正泰国际持续推进区域总部建设, 筹建 4 家海外工厂, 深化新加坡运营管理中心, 完成欧洲/西亚非区总搭建工作。

➤ **新能源: 户用光伏持续高增, 逆变器储能扬帆起航。** 1) **户用业务:** 23H1 年正泰安能实现营收 137.05 亿元, 净利润超 12.02 亿元, 实现开发并网容量超 5.3GW, 向国央企销售电站收入超 100 亿元, 为业务可持续发展注入强劲动力。2) **电站业务:** 国内电站方面, 正泰新能源积极探索与央国企合作新模式, 以联合体身份获得开发指标。国外电站方面, 与合作伙伴成立合资 EPC 公司形式承接欧洲 EPC 业务, 签单体量超 1GW。3) **储能逆变器业务:** 国内业务方面, 持续深化巩固与国央企的合作, 拓展户用平台商销售, 新签署中电建、国电投、国能长源电力、华电和中核汇能等国央企客户 10 家, 实现规模化供货, 完成湛江宝钢 12.5MW 二期光伏项目、江西抚州 91MW 和 15MWh 储能渔光互补项目, 甘肃河清滩 40MWh 储能项目。国外业务方面, 韩国市场成功打造 Boongeo-9MW、ASK Namjido-ri 9MW 等光伏发电项目; 欧洲市场补充当地产品认证, 新签多国代理, 获取大额订单。

➤ **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 557.85、664.00、767.65 亿元, 对应增速分别为 21.3%、19%、15.6%; 归母净利润分别为 47.64、58.59、71.27 亿元, 对应增速分别为 18.4%、23%、21.6%, 以 9 月 1 日收盘价作为基准, 对应 2023-2025 年 PE 为 11X、9X、7X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 原材料价格波动风险; 汇率变动风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	45,974	55,785	66,400	76,765
增长率 (%)	17.8	21.3	19.0	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	4,023	4,764	5,859	7,127
增长率 (%)	19.5	18.4	23.0	21.6
每股收益 (元)	1.87	2.22	2.73	3.31
PE	13	11	9	7
PB	1.5	1.3	1.2	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

24.60 元


**分析师 邓永康**

执业证书: S0100521100006

电话: 021-60876734

邮箱: dengyongkang@mszq.com

**研究助理 李佳**

执业证书: S0100121110050

电话: 021-60876734

邮箱: lijia@mszq.com

**研究助理 许俊哲**

执业证书: S0100123020010

电话: 021-60876734

邮箱: xujunzhe@mszq.com

### 相关研究

1. 正泰电器 (601877.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 低压渠道端持续深化, 户用光伏市占率持续提升-2023/05/04
2. 正泰电器 (601877.SH) 2022 年三季报点评: Q3 盈利能力大幅改善, 正泰安能拟分拆上市-2022/10/31
3. 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
4. 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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	45,974	55,785	66,400	76,765
营业成本	35,347	43,956	52,296	60,317
营业税金及附加	237	279	332	384
销售费用	2,117	2,566	2,922	3,071
管理费用	1,610	1,952	2,324	2,687
研发费用	1,136	1,674	1,992	2,303
EBIT	5,179	5,388	6,582	8,077
财务费用	1,143	639	662	730
资产减值损失	-199	-135	-158	-178
投资收益	2,028	2,231	2,656	3,071
营业利润	5,997	6,845	8,419	10,240
营业外收支	-57	0	0	0
利润总额	5,940	6,845	8,419	10,240
所得税	1,220	1,369	1,684	2,048
净利润	4,720	5,476	6,735	8,192
归属于母公司净利润	4,023	4,764	5,859	7,127
EBITDA	7,312	7,672	9,225	10,981

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	13,357	15,161	13,310	17,221
应收账款及票据	16,851	20,105	23,578	26,647
预付款项	1,876	2,330	2,772	3,197
存货	22,477	26,961	31,363	35,352
其他流动资产	5,121	5,767	6,458	7,072
流动资产合计	59,682	70,323	77,482	89,488
长期股权投资	5,236	7,467	10,123	13,194
固定资产	27,136	28,268	29,138	29,991
无形资产	591	591	591	591
非流动资产合计	44,652	48,820	51,117	53,925
资产合计	104,334	119,143	128,598	143,413
短期借款	2,976	3,776	6,276	6,276
应付账款及票据	18,140	23,122	27,939	32,720
其他流动负债	19,925	23,264	19,675	22,756
流动负债合计	41,041	50,162	53,890	61,752
长期借款	14,899	14,167	14,167	14,167
其他长期负债	6,852	8,632	8,632	8,632
非流动负债合计	21,752	22,799	22,799	22,799
负债合计	62,793	72,961	76,689	84,552
股本	2,150	2,150	2,150	2,150
少数股东权益	5,201	5,913	6,788	7,853
股东权益合计	41,542	46,182	51,909	58,861
负债和股东权益合计	104,334	119,143	128,598	143,413

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	17.78	21.34	19.03	15.61
EBIT 增长率	-1.34	4.04	22.16	22.71
净利润增长率	19.47	18.42	22.99	21.63
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.12	21.20	21.24	21.43
净利率	8.75	8.54	8.82	9.28
总资产收益率 ROA	3.86	4.00	4.56	4.97
净资产收益率 ROE	11.07	11.83	12.99	13.97
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.45	1.40	1.44	1.45
速动比率	0.82	0.78	0.77	0.79
现金比率	0.33	0.30	0.25	0.28
资产负债率 (%)	60.18	61.24	59.63	58.96
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	116.88	115.00	113.00	110.00
存货周转天数	232.10	225.00	220.00	215.00
总资产周转率	0.48	0.50	0.54	0.56
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.87	2.22	2.73	3.31
每股净资产	16.90	18.73	20.99	23.73
每股经营现金流	2.37	2.70	2.97	4.04
每股股利	0.40	0.47	0.58	0.70
<b>估值分析</b>				
PE	13	11	9	7
PB	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.33	8.89	7.39	6.21
股息收益率 (%)	1.63	1.91	2.34	2.85

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	4,720	5,476	6,735	8,192
折旧和摊销	2,132	2,284	2,643	2,905
营运资金变动	-1,639	-1,299	-1,948	-1,105
经营活动现金流	5,096	5,804	6,392	8,682
资本开支	-10,548	-2,349	-2,038	-2,397
投资	1,995	-62	0	0
投资活动现金流	-3,976	-3,747	-2,038	-2,397
股权募资	3,880	0	0	0
债务募资	3,996	1,512	-4,107	0
筹资活动现金流	4,185	-254	-6,205	-2,375
现金净流量	5,328	1,803	-1,850	3,910

## 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收到任何形式的补偿。

## 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。	公司评级	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