

耕耘有时 收季已至

—盛弘股份 (300693.SZ) 首次覆盖报告 电力设备/其他电源设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

公司概况: 深耕电力电子技术, 内生外延, 形成 4 大业务, 增长强劲。

新能源电能变换设备: 乘储能东风, 持续发力。

行业: 储能市场方兴未艾, 仍有望受益于以下核心驱动因素。

- ◆ 全球可再生能源装机不断上升, 需要储能来提升消纳与保障电网稳定性;
- ◆ 政策支持为储能发展创造良好市场机遇;
- ◆ 锂电储能成本快速下降, 技术经济性大幅提升;
- ◆ 电力市场化持续推进助力储能产业发展;
- ◆ 电力自发自用需求推动家用储能市场快速增长。

公司: 深耕储能业务十余载, 积累深厚。产品采用模块化设计, 打造多分支储能系统和独创“积木式”系统, 简便、灵活、经济性高。储能业务覆盖 5 大洲, 60+ 地区, 可在全球市场发展中深度受益。

充电桩: 政策与需求共振, 有望加速发展。

行业: 顶层布局, 地方规划明细, 指引充电桩适度超前建设; “车桩比”不断提升, 需求强劲; 超级快充市场有望开启, 提升高功率充电桩需求, 并带动单桩价值量。政策与需求共振, 齐推充电桩发展。预计 2023-2025, 国内充电桩销量分别为 407/674/1164 万台, 同比增长 57%/66%/73%; 全球充电桩销量分别为 619/1082/2101 万。

公司: 作为行业头部企业, 产品丰富, 客户优质广泛。公司“充电模块、整桩、电堆一体化”布局完备, 拥有超过 50 款不同规格的充电产品, 200 多种独有充电控制技术, 产品应用已覆盖全国 100 多个城市, 能够满足充电行业客户几乎所有方案需求。与充电运营商、电动车企等均建立了良好的合作关系。

工业配套电源基本盘稳固。公司起步于电能质量设备, 技术实力强, 盈利能力出众, 2019-2023H1 毛利率一直在 50% 以上, 为公司提供充裕现金流。

电池化成与检测业务随锂电共起舞。公司精于电力电子技术, 化成与检测设备精度高, 响应迅速, 运行稳定, 能量效率高。此业务随锂电行业共起舞, 长期向好趋势不变。

投资建议:

预计 2023-2025 年公司营收分别为 25.4/40.3/63.4 亿元, 同比增长 69%/58%/57%, 归母净利润分别为 4/6.6/10.2 亿元, 同比增长 78%/66%/55%, 对应每股收益 1.29/2.14/3.31 元。

参考可比公司, 给与公司 2023 年 39 倍 PE, 公司 2023 年合理股价为 50.31 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:

新能源车销量不及预期, 储能装机不及预期, 盈利预测中假设偏离真实情况。

评级

买入 (首次)

2023 年 09 月 06 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

刘宁

研究助理

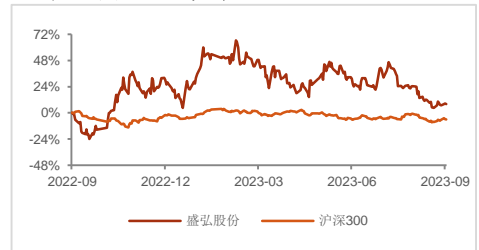
SAC 执业证书编号: S1660122090007

交易数据

时间 2023.9.6

总市值/流通市值 (亿元)	99.45/79.61
总股本 (万股)	30,924.58
资产负债率 (%)	55.19
每股净资产 (元)	4.01
收盘价 (元)	32.16
一年内最低价/最高价 (元)	31.0/76.66

公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,021	1,503	2,543	4,027	6,337
增长率 (%)	32.4%	47.2%	69.2%	58.4%	57.3%
归母净利润 (百万元)	113	224	398	662	1,024
增长率 (%)	6.9%	97.0%	77.9%	66.4%	54.7%
净资产收益率 (%)	13.4%	21.0%	26.6%	32.4%	35.5%
每股收益(元)	0.55	1.09	1.29	2.14	3.31
PE	58.2	29.5	25.0	15.0	9.7
PB	7.8	6.2	6.7	4.9	3.4

资料来源: Wind, 申港证券研究所

内容目录

1. 全球领先的能源互联设备供应商	5
1.1 专注电力设备 优质综合方案供应商	5
1.2 基础业务稳固 储能与充电桩业务提升明显	6
2. 围绕电力系统 打造优质产品矩阵	7
2.1 新能源电能变换设备：乘储能东风 高速增长	7
2.1.1 行业：全球储能市场高增 方兴未艾	7
2.1.2 公司：深厚积累成就出色业绩	8
2.2 充电桩：政策与需求共振 有望加速发展	9
2.2.1 中国：顶层设计规划+车桩比不断提升 推动充电桩行业快速发展	9
2.2.2 海外：欧美新能源车市场渐入佳境 充电桩需求旺盛	11
2.2.3 全球市场空间广阔 高增可期	13
2.2.4 高压快充提升单桩价值量	13
2.2.5 公司：深耕行业多年 收获将至	13
2.3 工业配套电源：基本盘稳固 盈利能力优秀	14
2.4 电池化成与检测设备：同锂电共起舞	15
3. 盈利预测与估值	16
3.1 盈利预测	16
3.2 估值与投资评级	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1：盛弘股份发展历程	5
图 2：公司产品主要应用领域	5
图 3：公司主营业务构成	6
图 4：公司营业收入及同比增速	6
图 5：公司归母净利润及同比增速	6
图 6：公司毛利率与净利率	7
图 7：期间费用率	7
图 8：公司国内外毛利率	7
图 9：全球电化学储能市场新增装机	8
图 10：中国电化学储能市场新增装机	8
图 11：新能源电能变换设备主要产品	8
图 12：储能项目发展历程	9
图 13：新能源电能变换业务营收及同比增速	9
图 14：新能源电能变换业务毛利率	9
图 15：国内车桩比情况	11
图 16：全球新能源车销量（万辆）	12
图 17：全球新能源车渗透率	12
图 18：2022 全球重点国家及地区“车桩比”	12
图 19：公司充电桩业务典型产品	14
图 20：公司国内合作伙伴	14
图 21：充电桩业务营收及同比增速	14
图 22：充电桩业务毛利率	14

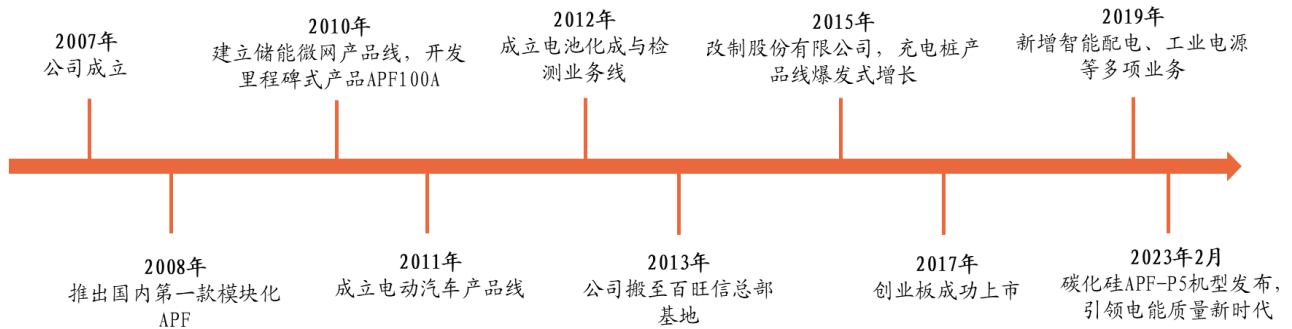
图 23: 工业配套电源收入与同比增速	14
图 24: 工业配套电源业务毛利率	14
图 25: 公司工业配套电源主要设备及优势	15
图 26: 化成与检测设备主要产品	15
图 27: 电池化成与检测业务营收及同比增速	16
图 28: 电池化成与检测业务毛利率	16
表 1: 中国近期充电桩顶层政策	10
表 2: 国内新能源车与充电桩数量	11
表 3: 海外充电桩市场预计	12
表 4: 全球充电桩市场预测	13
表 5: 公司营收 (亿元) 预测	16
表 6: 可比公司估值	17
表 7: 主要财务指标预测	17
表 8: 公司盈利预测表	19

1. 全球领先的能源互联设备供应商

1.1 专注电力设备 优质综合方案供应商

盛弘股份是全球领先的能源互联网核心电力设备及解决方案提供商，成立于 2007 年，2017 年上市，一直致力于整合：**工业配套电源、电动汽车充电设备、新能源电能变换设备、电池化成与检测设备**等业务，围绕电力系统，为客户提供综合服务。

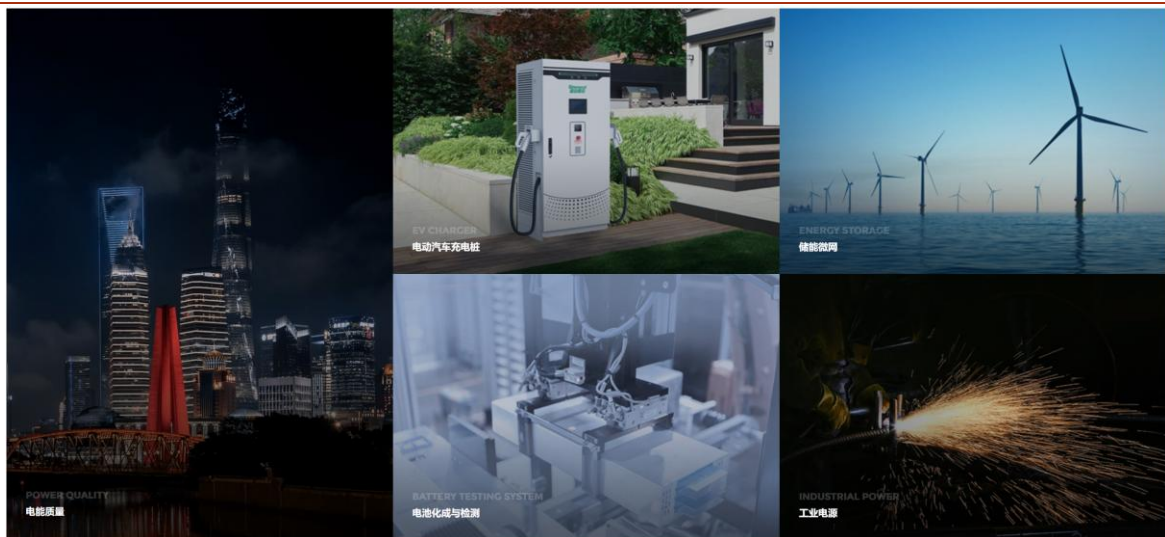
图1：盛弘股份发展历程



资料来源：公司官网，申港证券研究所

- ◆ **工业配套电源业务**：相关设备主要是解决电网谐波、电压暂降、突然断电等问题，提升用电质量、能效及安全；主要产品包括有源滤波器（APF）、动态电压调节器（AVC）、不间断电源（UPS）等，广泛应用于高端制造，数据中心、电力系统等领域。
- ◆ **电动汽车充电设备**：主要产品是充电桩，随着新能源车保有量的提升而快速发展。
- ◆ **新能源电能变换设备**：主要产品是储能变流器，直流变换器，逆变升压舱等，主要应用场景是储能领域，前景广阔。
- ◆ **电池化成与检测设备**：主要用途是对电池进行充放电，激活电池“活性”，并检测其容量等性能。

图2：公司产品主要应用领域

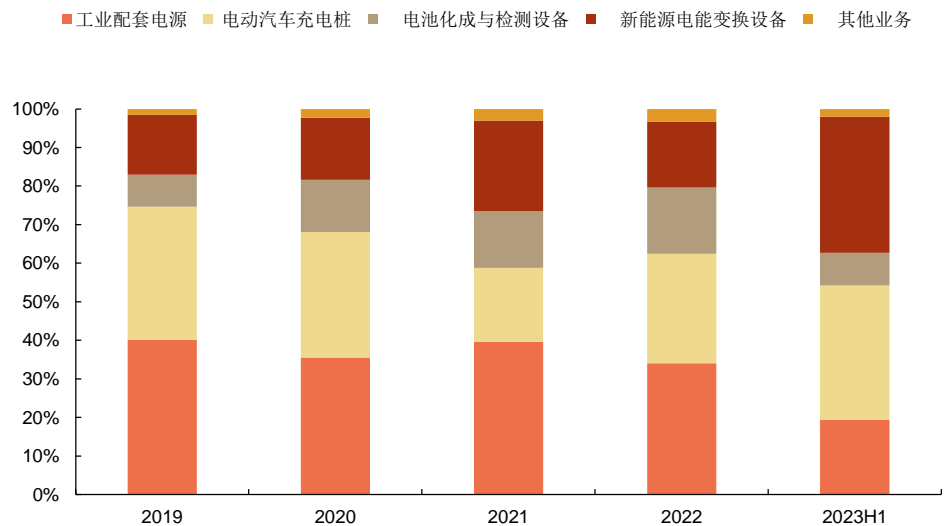


资料来源：公司官网，申港证券研究所

1.2 基础业务稳固 储能与充电桩业务提升明显

储能与充电桩业务提升明显。工业配套电源业务是公司发展的基石，2019-2022 一直是公司最大业务。2023H1，储能（新能源电能变换设备）与充电桩业务提升明显，两者业务营收占比分别为 35.3%，34.8%，较 2022 年分别提升约 18.3 pct，6.5 pct。未来，这两大业务将推动公司业绩更上一层楼。

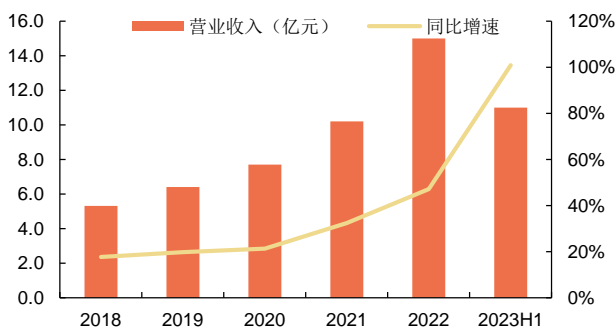
图3：公司主营业务构成



资料来源：Wind，申港证券研究所

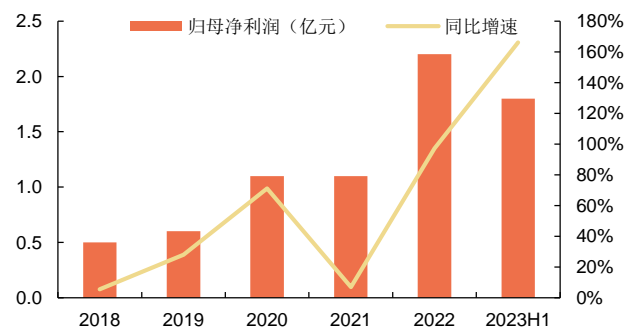
公司营业收入持续高增，归母净利润增幅显著。2018 年以来，公司营收和利润均逐年提升。2023 上半年，公司归母净利润为 1.8 亿（扣非为 1.7 亿），同比增长 166%（扣非同比增长 164%）。随着新能源车和储能市场的发展，未来仍有望高速增长。

图4：公司营业收入及同比增速



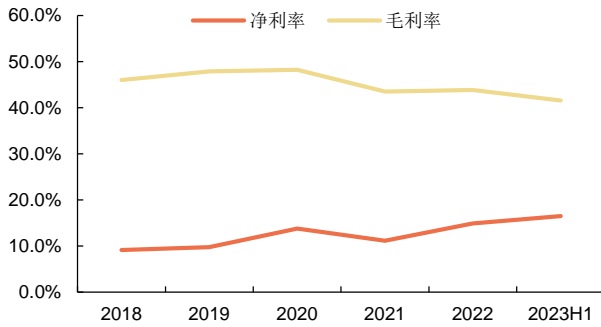
资料来源：Wind，申港证券研究所

图5：公司归母净利润及同比增速

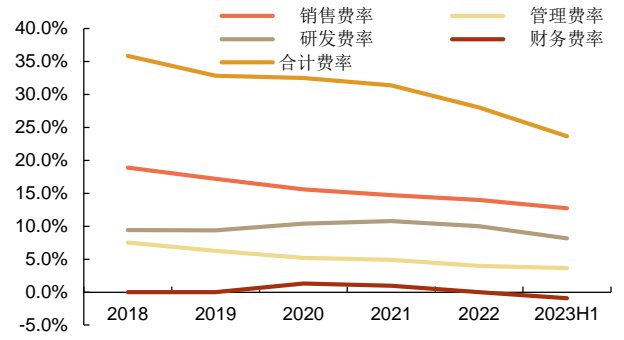


资料来源：Wind，申港证券研究所

费用结构优化，盈利能力稳中有升。2018 年至 2023H1，公司毛利率一直在 40% 以上；净利率由 9.1% 提升至 16.5%；合计费用率由 35.8% 降至 23.6%，其中，销售费率，管理费率分别降低 6.1 pct，3.9 pct，财务费率一直接近于 0。2021 年，由于原材料涨价、国际物流成本上升、公司生产线进行搬迁等原因，导致净利率下滑，现已恢复至较高水平。公司经营管理能力的稳步提升，对研发的持续投入，将为公司发展提供充足动力。

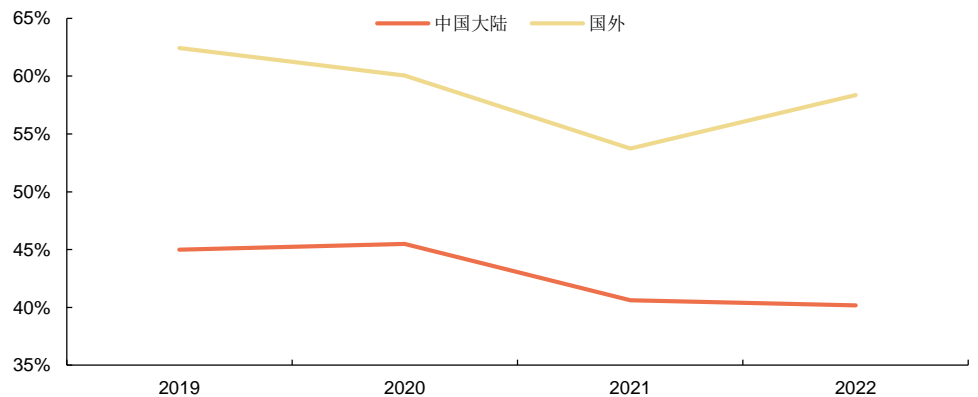
图6：公司毛利率与净利率


资料来源：Wind，申港证券研究所

图7：期间费用率


资料来源：Wind，申港证券研究所

积极拓展海外业务，助力整体盈利能力提升。公司在境外设有美国盛弘一级全资子公司及澳洲盛弘二级全资子公司、新加坡盛弘一级全资子公司，逐步开始全球布局。近年来，公司海外业务毛利率显著高于国内，2022年公司国外收入占比在20%左右，海外市场的开拓，将有助于公司整体盈利能力的提升。

图8：公司国内外毛利率


资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 围绕电力系统 打造优质产品矩阵

2.1 新能源电能变换设备：乘储能东风 高速增长

2.1.1 行业：全球储能市场高增 方兴未艾

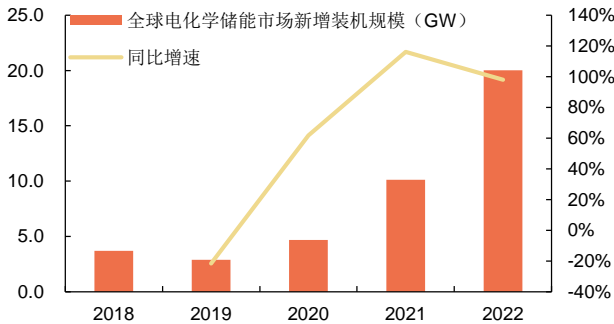
全球储能市场高增。2022年全球电化学储能市场新增装机20GW，同比增长98%；中国电化学储能市场新增装机规模7.3GW，同比增长224%。

储能市场方兴未艾。过去，中国的强制配储政策推动，美国ITC补贴政策鼓励，欧洲俄乌战争、天然气涨价，储能经济性提升，三大市场储能装机快速发展。未来，储能仍有望受益于以下核心驱动因素：

- ◆ 全球范围内可再生能源装机不断上升，需要储能来提升消纳与保障电网稳定性；

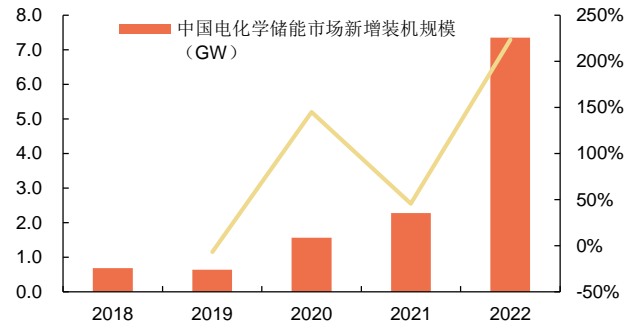
- ◆ 政策支持为储能发展创造良好市场机遇；
- ◆ 锂电储能成本快速下降，技术经济性大幅提升；
- ◆ 电力市场化持续推进助力储能产业发展；
- ◆ 电力自发自用需求推动家用储能市场快速增长。

图9：全球电化学储能市场新增装机



资料来源：CNESA《储能产业研究白皮书》(2019-2023)，申港证券研究所

图10：中国电化学储能市场新增装机



资料来源：CNESA《储能产业研究白皮书》(2019-2023)，申港证券研究所

2.1.2 公司：深厚积累成就出色业绩

公司深耕储能业务十余载，积累深厚。公司新能源电能变换设备产品主要包括储能变流器、储能系统电气集成、光储一体机等。该类产品主要解决储能电池和电网之间的双向电能变换及传输。可以广泛应用于分布式光伏系统、电力储能、微电网系统等。公司2010年研发出模块化光伏逆变器，逐步开拓储能市场，具有深厚的技术积累。储能产品独特技术优势在于：

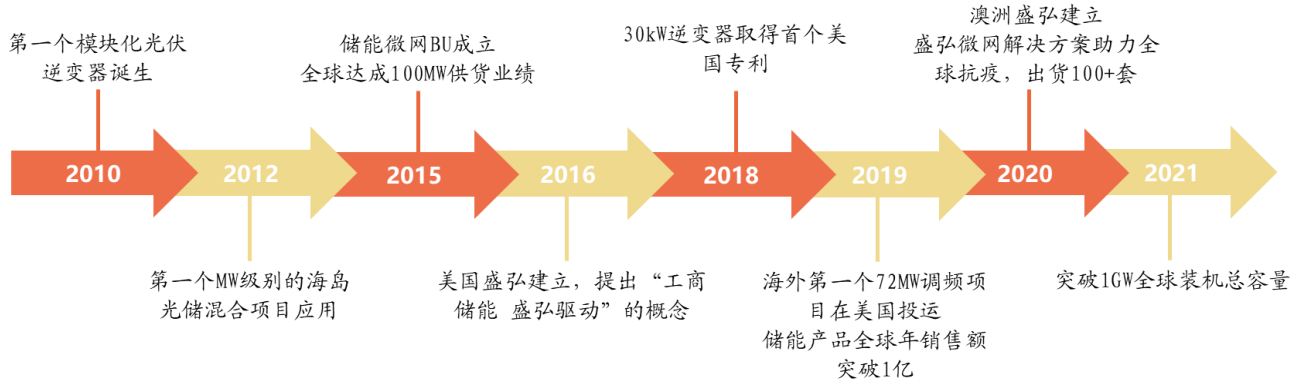
- ◆ **模块化设计**：简化安装和售后，增加系统可靠性，提供故障冗余功能，提高储能系统可用率。
- ◆ **多分支储能系统**：电池分簇接入PCS，有效减少电池并联环流问题，显著提高电池利用率和寿命。
- ◆ **独创“积木式”系统**：系统可以根据需求增减模块，从而搭建交直流混合系统。适应各种直流电源和交流电源接入。

图11：新能源电能变换设备主要产品



资料来源：公司2022年报，申港证券研究所

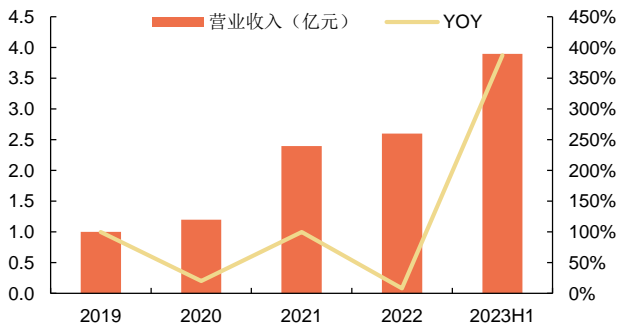
图12: 储能项目发展历程



资料来源: 公司官网《储能微网概念手册》, 申港证券研究所

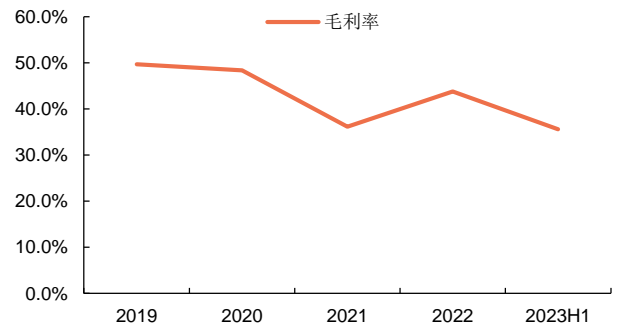
深厚积累成就出色业绩。2023H1, 公司新能源电能变换业务营收 3.9 亿元, 同比增长 388%, 毛利率虽然有所下滑, 但仍维持在 35% 以上。储能业务覆盖 5 大洲, 60+ 地区, 可在全球市场发展深度受益, 未来仍有望享受储能市场发展红利。

图13: 新能源电能变换业务营收及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 新能源电能变换业务毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.2 充电桩: 政策与需求共振 有望加速发展

2.2.1 中国: 顶层设计规划+车桩比不断提升 推动充电桩行业快速发展

政策: 国常会布局, 多部委各省市规划明细, 指引加速充电桩建设。

今年 4 月 28 日, 中央政治局会议明确指出“要巩固和扩大新能源车发展优势, 加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造”, 充电桩首次被点名提及; 5 月, 国家发展改革委与国家能源局发布了《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》(后称《意见》), 助力“恢复和扩大消费”以及“乡村振兴”; 此后多省份相继推出充电桩发展建设政策, 支持推动“充电桩”加速发展。

《意见》还提出了对充电运营的支持措施, 这将助力充电桩推广应用:

- ◆ 到 2030 年前, 对实行两部制电价的集中式充换电设施用电免收需量 (容量) 电费;
- ◆ 落实峰谷分时电价政策, 鼓励用户低谷时段充电。

表1：中国近期充电桩顶层政策

时间	部门	名称	内容提要
2023.5	国家发改委、 国家能源局	《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	充电站“县县全覆盖”、充电桩“乡乡全覆盖”； 加大充电网络建设运营支持力度； 到 2030 年前，对实行两部制电价的集中式充换电设施用电免收需量（容量）电费； 落实峰谷分时电价政策，鼓励用户低谷时段充电。
2023.2	工业和信息化部、 交通运输部 等八部门	《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》	在 2023-2025 年试点期内，新增公共充电桩与公共领域新能源汽车推广数量比例力争达到 1: 1； 高速公路服务区充电设施车位占比预期不低于小型停车位的 10%。
2022.8	交通运输部、国家能源局、国家电网有限公司和中国南方电网有限责任公司	《加快推进公路沿线充电基础设施建设行动方案》	力争到 2022 年底前，全国除高寒高海拔以外区域的高速公路服务区能够提供基本充电服务； 到 2023 年底前，具备条件的普通国省干线公路服务区（站）能够提供基本充电服务； 到 2025 年底前，高速公路和普通国省干线公路服务区（站）充电基础设施进一步加密优化，农村公路沿线有效覆盖，基本形成“固定设施为主体，移动设施为补充，重要节点全覆盖，运行维护服务好，群众出行有保障”的公路沿线充电基础设施网络。
2022.1	国家发改委等十部门	《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》	到“十四五”末，我国电动汽车充电保障能力进一步提升，形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，能够满足超过 2000 万辆电动汽车充电需求。

资料来源：国家发改委网站，工信部网站，交通运输部网站，申港证券研究所

需求：车桩比提升，充电桩有望加速放量。

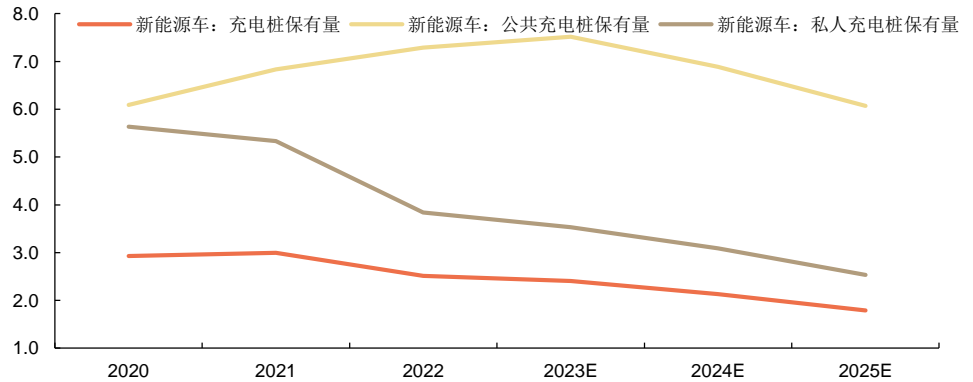
在公共充电桩领域，近年来“车桩比”不断提升，充电难、充电慢等问题逐渐显现，提高公共充电桩数量成为现实需要。

根据我们测算，在私人充电桩领域，当前新能源汽车与私人充电桩保有量比值约为 **3.8**，与理想的“一车一桩”相比，有很大的提升空间。

国内市场预计：2023/2024/2025，充电桩销量分别为 407/674/1164 万台，同比增长 57%/66%/73%。

核心假设如下：

- ◆ 车企加速向电动化转型，新能源车销量逐步增加。预计 2023-2025，新能源车销量增速分别为 35%/33%/30%；销量分别为 929/1236/1607 万辆。
- ◆ 政策与需求推动，充电桩建设加速，车桩比逐渐降低。预计 2023-2025，“新能源车：私人充电桩销量”分别为 3.2/2.6/1.9，私人充电桩销量同比增速分别为 50%/64%/78%，销量分别为 290/475/846 万台；“新能源车：公共充电桩销量”分别为 7.9/6.2/5，公共充电桩销量增速分别为 80%/70%/60%，公共充电桩销量分别为 117/199/319 万台。

图15: 国内车桩比情况


资料来源: Wind, 公安部, 中汽协, 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 申港证券研究所

表2: 国内新能源车与充电桩数量

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源车保有量 (万辆)	492	784	1,310	2,232	3,417	4,946
YOY		59%	67%	70%	53%	45%
充电桩保有量 (万台)	168	262	521	928	1,603	2,767
YOY		56%	99%	78%	73%	73%
公共充电桩保有量 (万台)	81	115	180	297	496	814
YOY		42%	57%	65%	67%	64%
私人充电桩保有量 (万台)	87	147	341	632	1,107	1,953
YOY		68%	132%	85%	75%	76%
新能源车: 充电桩保有量	2.9	3.0	2.5	2.4	2.1	1.8
新能源车: 公共充电桩保有量	6.1	6.8	7.3	7.5	6.9	6.1
新能源车: 私人充电桩保有量	5.6	5.3	3.8	3.5	3.1	2.5
新能源汽车销量 (万辆)	137	352	689	929	1,236	1,607
YOY		157%	96%	35%	33%	30%
充电桩销量 (万台)	46	94	259	407	674	1,164
YOY		103%	177%	57%	66%	73%
公共充电桩销量 (万台)	29	34	65	117	199	319
YOY		17%	92%	80%	70%	60%
私人充电桩销量 (万台)	17	60	194	290	475	846
YOY		249%	226%	50%	64%	78%
新能源车: 公共充电桩销量	4.7	10.4	10.6	7.9	6.2	5.0
新能源车: 私人充电桩销量	8.0	5.9	3.5	3.2	2.6	1.9

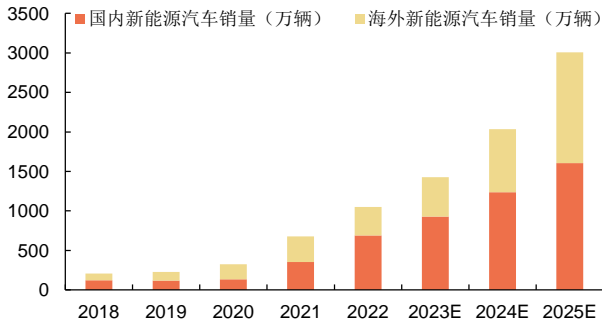
资料来源: Wind, 公安部, 中汽协, 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 申港证券研究所

2.2.2 海外: 欧美新能源车市场渐入佳境 充电桩需求旺盛

欧美新能源车市场渐入佳境, 充电桩需求旺盛。根据 EV Volumes 数据, 2022 年, 海外新能源车渗透率约为 6.7%, 跟中国相比还有很大提升空间。此外, 根据 IEA 的数据统计, 在公共充电桩领域, 美国的车桩比(电动汽车与公共充电桩之比)为 24:1, 欧洲的车桩比为 13:1, 充电桩存在较大缺口, 相比于中国的 8:1, 仍有很大

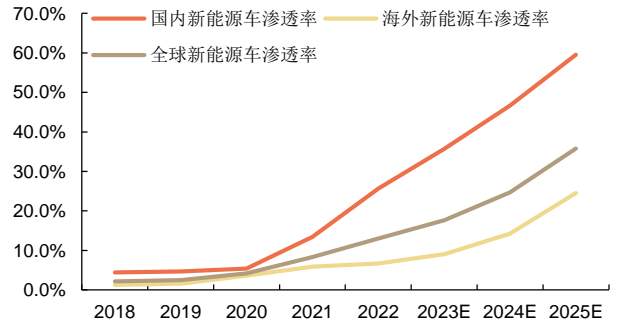
的提升空间。

图16: 全球新能源车销量 (万辆)



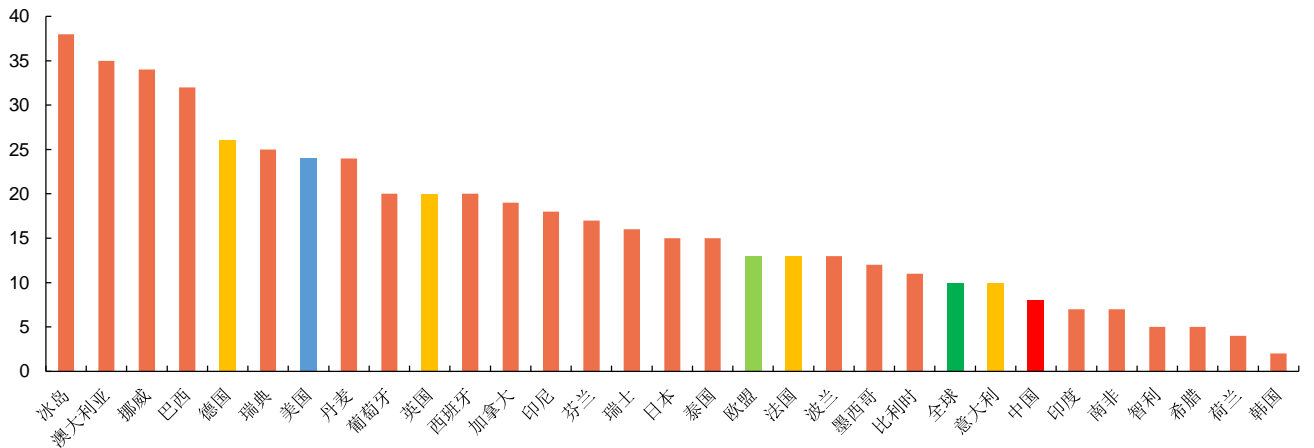
资料来源: Wind, EV Volumes, 申港证券研究所

图17: 全球新能源车渗透率



资料来源: Wind, EV Volumes, 申港证券研究所

图18: 2022 全球重点国家及地区“车桩比”



资料来源: IEA 《Number of electric LDVs per public charging point and kW per electric LDV, 2022》, 申港证券研究所

海外市场预计: 2023/2024/2025, 充电桩销量分别为 **212/408/937** 万台, 2024/2025 分别同比增长 **92%/130%**。

核心假设如下:

- 考虑全球车企加速向电动化转型, 并且海外电动车渗透率较低, 未来增速较为可观。预计 2023/2024/2025 海外新能源汽车销量增速分别为 38%/60%/75%。
- 充电桩建设预计加速, 车桩比有望逐年下降。预计 2023-2025 年公共车桩比分别为 9/8/7, 私人车桩比同国内市场变化一致, 分别为 3.2/2.6/1.9。

表3: 海外充电桩市场预计

	2022	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量 (万辆)	364	500	800	1400
YOY	12%	38%	60%	75%

	2022	2023E	2024E	2025E
充电桩销量 (万台)		212	408	937
YOY			92%	130%
公共充电桩销量 (万台)		55.6	100.0	200.0
YOY			80%	100%
私人充电桩销量 (万台)		156.3	307.7	736.8
YOY			97%	139%
新能源车: 公共充电桩销量		9	8	7
新能源车: 私人充电桩销量		3.2	2.6	1.9

资料来源: Wind, 中汽协, EV Volumes, 申港证券研究所

2.2.3 全球市场空间广阔 高增可期

结合国内外市场预计: 2023-2025 全球充电桩销量分别为 619/1082/2101 万台。

表4: 全球充电桩市场预测

	2022	2023E	2024E	2025E
新能源汽车销量 (万辆)	1052	1429	2036	3007
YOY	55%	36%	42%	48%
充电桩销量 (万台)		619	1082	2101
YOY			75%	94%
公共充电桩销量 (万台)		172.7	299.1	518.5
YOY			73%	73%
私人充电桩销量 (万台)		446.6	783.0	1582.4
YOY			75%	102%
新能源车: 公共充电桩销量		8.3	6.8	5.8
新能源车: 私人充电桩销量		3.2	2.6	1.9

资料来源: Wind, 中汽协, EV Volumes, 申港证券研究所

2.2.4 高压快充提升单桩价值量

超级快充是行业发展的新趋势。充电速度的提升是消费者和厂家关注的一个焦点。宁德时代, 小鹏汽车等企业, 争相发布超级快充产品, 超级快充市场有望逐渐打开。相应地, 充电桩功率也应匹配提升。根据小鹏汽车数据, **充电桩 7kW 版安装服务包价格为 5000 元, 11kW 版安装服务包价格为 7000 元。**高功率的充电桩带来更高的价值, 提升充电桩市场价值空间。

2.2.5 公司: 深耕行业多年 收获将至

公司产品丰富, 客户优质广泛。公司“充电模块、整桩、电堆一体化”布局完备, 拥有超过 50 款不同规格的充电产品, 200 多种独有充电控制技术, 产品应用已覆盖全国 100 多个城市, 能够满足充电行业客户几乎所有方案需求。与充电运营商、电动车企等均建立了良好的合作关系。

业务持续向好, 收获可期。2023H1, 公司充电桩业务营收 3.8 亿元, 同比增长 192%, 毛利率为 39.5%, 较 2022 年提升 4.2 pct。考虑行业情况和公司技术实力, 预计该业务仍将高速增长。

图19: 公司充电桩业务典型产品



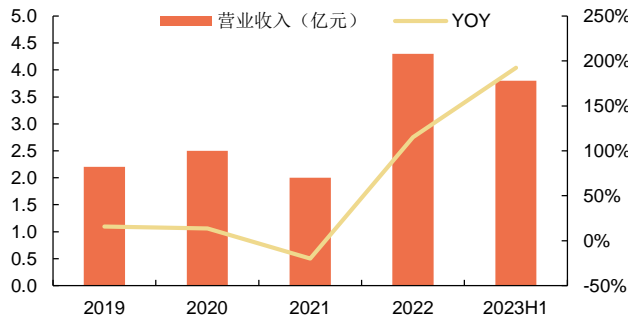
资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

图20: 公司国内合作伙伴



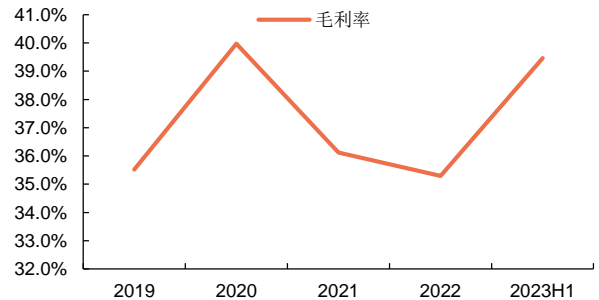
资料来源: 公司官网《电动汽车充电系统解决方案》, 申港证券研究所

图21: 充电桩业务营收及同比增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图22: 充电桩业务毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.3 工业配套电源: 基本盘稳固 盈利能力优秀

公司工业配套电源业务基本盘稳固, 毛利率优异。公司在工业配套电源产品这一细分领域技术实力较强, 盈利能力出众, 2019-2023H1 毛利率一直在 50%以上。考虑公司实力, 我们预计公司该业务毛利率将维持在高水平。

图23: 工业配套电源收入与同比增速

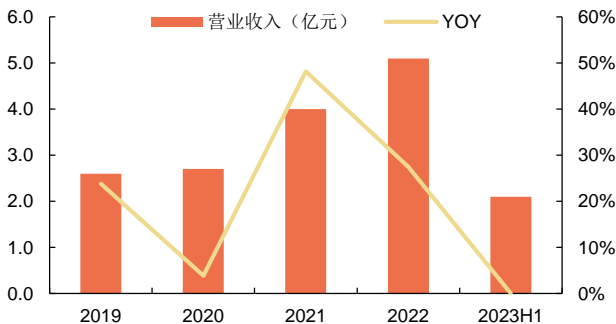


图24: 工业配套电源业务毛利率

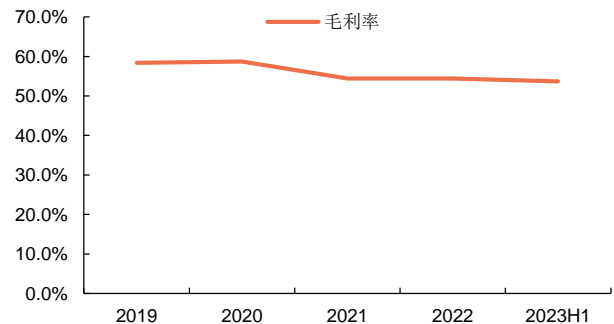


图25: 公司工业配套电源主要设备及优势



资料来源: 公司官网, 申港证券研究所

2.4 电池化成与检测设备: 同锂电共起舞

电池化成与检测是锂电生产的重要环节。

- ◆ 化成: 主要是电池组装基本完成时, 对其进行小电流充放电, 使其具备“化学活性”, 对电池容量, 寿命等具有重要影响。
- ◆ 检测: 对电池容量、电阻等性能进行检测, 判断电池品质是否合格, 并进行分类, 使性能差异较小的组成同一系统产品。

公司电池化成与检测业务同锂电共起舞。2020-2022年, 该业务营收增长率分别为100%/50%/73%, 2023H1 同比下降 10%, 但 2023H1 毛利率提升明显, 达 45.7%, 较 2022 提升 6.4 pct。预计随着行业需求回升, 该业务将继续高增。

图26: 化成与检测设备主要产品

电池芯测试系统



电池模组测试系统



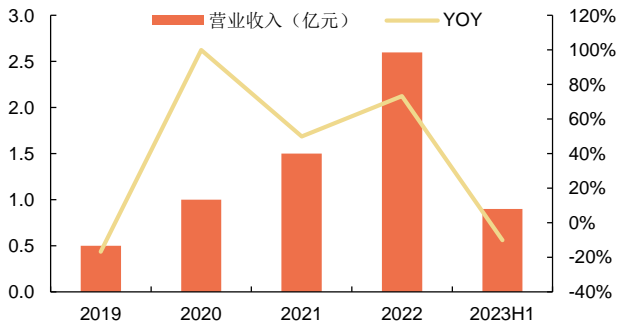
电池 PACK 测试系统



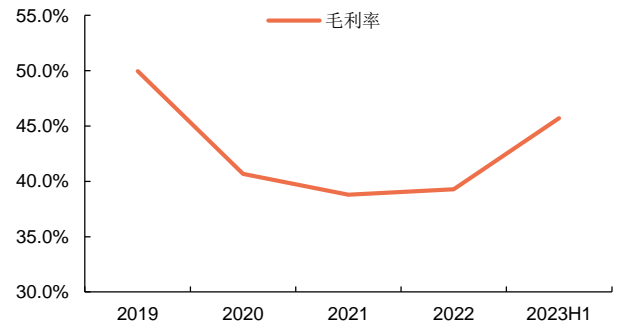
电池化成分容系统



资料来源: 公司 2022 年报, 申港证券研究所

图27: 电池化成与检测业务营收及同比增速


资料来源: Wind, 申港证券研究所

图28: 电池化成与检测业务毛利率


资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

预计2023-2025年公司营收分别为25.4/40.3/63.4亿元,同比增长69%/58%/57%,归母净利润分别为4/6.6/10.2亿元,同比增长78%/66%/55%。

新能源电能变换设备: 受政策及经济性等因素驱动,储能市场将保持高速发展,公司将持续受益,预计2023-2025年公司新能源变换设备业务收入分别为8.7/15.7/25亿元,同比增长240%/80%/60%;考虑到储能pcs竞争格局逐渐稳定,预计毛利率分别为35.6%/35%/35%。

电动汽车充电桩: 受政策及需求驱动,公司作为头部企业将显著受益,预计2023-2025年公司充电桩业务收入分别为8.5/15.3/27.6亿元,同比增长100%/80%/80%;考虑到公司行业地位及技术实力,预计公司毛利率分别为39.5%/40%/40%。

工业配套电源: 行业进入稳定发展阶段,预计2023-2025年公司该业务收入分别为5.1/5.9/6.8亿元,同比增长0%/15%/15%。公司技术实力雄厚,预计毛利率将维持在50%以上。

电池化成与检测设备: 今年锂电需求不足,但锂电长期需求仍在,预计明年逐渐好转,预计2023-2025年公司此业务收入分别为2.3/2.3/2.6亿元,同比增长-10%/0%/10%。

表5: 公司营收 (亿元) 预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10.2	15.0	25.4	40.3	63.4
YOY	32%	47%	69%	58%	57%
毛利率	43.5%	43.9%	41.4%	39.9%	39.1%
新能源电能变换设备	2.4	2.6	8.7	15.7	25.0
YOY	93%	7%	240%	80%	60%

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	36.2%	43.8%	35.6%	35.0%	35.0%
电动汽车充电桩	2.0	4.3	8.5	15.3	27.6
YOY	-22%	117%	100%	80%	80%
毛利率	36.1%	35.3%	39.5%	40.0%	40.0%
工业配套电源	4.0	5.1	5.1	5.9	6.8
YOY	48%	27%	0%	15%	15%
毛利率	54.5%	54.4%	53.7%	53.0%	52.0%
电池化成与检测设备	1.5	2.6	2.3	2.3	2.6
YOY	43%	72%	-10%	0%	10%
毛利率	38.8%	39.3%	45.7%	42.0%	40.0%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.2 估值与投资评级

考虑到公司所处行业, 行业地位, 以及主营业务情况, 我们选取: 阳光电源、科华数据 (储能业务)、特锐德、绿能慧充 (充电桩)、思源电气 (工业配套电源) 作为可比公司。

表6: 可比公司估值

公司名称	股票代码	当前市值 (亿元)	净利润 (亿元)			P/E		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
阳光电源	300274.SZ	1,448	81.0	105.2	132.2	17.9	13.8	11.0
科华数据	002335.SZ	150	7.0	9.4	12.5	21.3	15.9	12.0
特锐德	300001.SZ	200	3.6	5.5	8.6	55.1	36.1	23.3
绿能慧充	600212.SH	53	0.7	1.8	3.4	75.0	29.1	15.6
思源电气	002028.SZ	393	16.8	21.0	25.7	23.4	18.7	15.3
平均						39	23	15
盛弘股份	300693.SZ	99	4	6.6	10.2	25.0	15.0	9.7

资料来源: Wind, 申港证券研究所, 数据采用 2023 年 9 月 6 日收盘价, 除盛弘股份外其余数据来自 Wind 一致预期

这 5 家公司 2023E 的平均 PE 为 39, 考虑公司较高的成长性与技术实力, 可给予公司 2023 年 39 倍 PE。公司 2023 年合理股价为 50.31 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表7: 主要财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,021	1,503	2,543	4,027	6,337
增长率 (%)	32.4%	47.2%	69.2%	58.4%	57.3%
归母净利润 (百万元)	113	224	398	662	1,024
增长率 (%)	6.9%	97.0%	77.9%	66.4%	54.7%
净资产收益率 (%)	13.4%	21.0%	26.6%	32.4%	35.5%
每股收益 (元)	0.55	1.09	1.29	2.14	3.31
PE	58.2	29.5	25.0	15.0	9.7
PB	7.8	6.2	6.7	4.9	3.4

资料来源: Wind, 申港证券研究所

4. 风险提示

新能源车销量不及预期：若新能源汽车销量不及预期，则充电桩需要会减少，充电桩业务收入会减少。

储能装机不及预期：储能产业链不断降价，若消费者观望情绪严重，则储能需求会推迟，公司储能业务收入会受到影响。

盈利预测中假设偏离真实情况：充电桩与新能源电能变换设备业务对公司业绩有显著影响：

- ◆ 若充电桩业务营收增速较预测值减少 10 pct，则总体营业收入下降 0.43 亿元（下降 1.7%）；归母净利润下降 0.06 亿元（下降 1.6%）。
- ◆ 若新能源电能变换设备业务营收增速较预测值减少 10 pct，则总体营业收入下降 0.26 亿元（下降 1%）；归母净利润下降 0.03 亿元（下降 0.7%）。

表8: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1021	1503	2543	4027	6337	流动资产合计	1083	1723	2841	4404	6831
营业成本	577	844	1491	2420	3858	货币资金	257	333	601	951	1497
营业税金及附加	7	9	16	26	40	应收账款	379	551	933	1477	2325
营业费用	147	209	318	503	792	其他应收款	8	11	18	29	46
管理费用	54	59	81	129	203	预付款项	9	12	19	31	50
研发费用	113	148	178	221	317	存货	272	483	853	1384	2206
财务费用	8	-2	0	0	0	其他流动资产	19	16	33	57	94
资产减值损失	-11.38	-12.11	-12.09	0.00	0.00	非流动资产合计	426	537	1819	3013	4165
公允价值变动收益	5.41	3.57	4.77	0.00	0.00	长期股权投资	8	1	1	1	1
投资净收益	-2.33	1.76	0.00	0.00	0.00	固定资产	176.2	180.2	1462.1	2661.0	3818.1
营业利润	124	248	438	728	1127	无形资产	86	82	74	67	60
营业外收入	1.20	1.12	0.93	0.00	0.00	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	0.49	2.43	1.01	0.00	0.00	其他非流动资产	9	16	16	16	16
利润总额	125	246	438	728	1127	资产总计	1508	2261	4660	7417	10996
所得税	11	23	40	66	103	流动负债合计	626	1097	3064	5275	8009
净利润	113	224	398	662	1024	短期借款	30	100	1581	3084	4720
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	343	519	904	1467	2338
归属母公司净利润	113	224	398	662	1024	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	229	346	545	922	1364	一年内到期的非流动负债	8	8	8	8	8
EPS (元)	0.55	1.09	1.29	2.14	3.31	非流动负债合计	36	101	101	101	101
主要财务比率						长期借款	0	72	72	72	72
						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	662	1198	3165	5376	8109
营业收入增长	32.4%	47.2%	69.2%	58.4%	57.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业利润增长	2%	99.7%	76.8%	66.3%	54.7%	实收资本(或股本)	205	205	309	309	309
归属于母公司净利润增长	7%	97.0%	77.9%	66.4%	54.7%	资本公积	246	263	263	263	263
获利能力						未分配利润	342	518	684	960	1388
毛利率(%)	43.5%	43.9%	41.4%	39.9%	39.1%	归属母公司股东权益合计	846	1062	1495	2041	2887
净利率(%)	11.1%	14.9%	15.6%	16.4%	16.2%	负债和所有者权益	1508	2261	4660	7417	10996
总资产净利润(%)	7.5%	9.9%	8.5%	8.9%	9.3%	现金流量表					
ROE(%)	13.4%	21.0%	26.6%	32.4%	35.5%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	106	202	125	353	477
资产负债率(%)	44%	53%	68%	72%	74%	净利润	113	224	398	662	1024
流动比率	1.73	1.57	0.93	0.83	0.85	折旧摊销	96.99	100.15	108.51	186.61	230.55
速动比率	1.29	1.13	0.65	0.57	0.58	财务费用	8	-2	0	0	0
营运能力						应付帐款减少	0	0	-381	-545	-847
总资产周转率	0.74	0.80	0.73	0.67	0.69	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	2.74	3.23	3.43	3.34	3.33	投资活动现金流	-3	-257	-1373	-1390	-1390
应付账款周转率	3.45	3.49	3.58	3.40	3.33	公允价值变动收益	5	4	5	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.09	1.29	2.14	3.31	投资收益	-2	2	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	0.26	0.28	0.87	1.13	1.76	筹资活动现金流	-49	112	1516	1387	1459
每股净资产(最新摊薄)	4.12	5.18	4.83	6.60	9.34	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	58.19	29.53	25.00	15.03	9.71	普通股增加	68	0	104	0	0
P/B	7.80	6.21	6.65	4.87	3.44	资本公积增加	-68	17	0	0	0
EV/EBITDA	27.93	18.65	20.20	13.18	9.71	现金净增加额	54	58	268	351	546

资料来源: Wind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上