

# 金雷股份 (300443.SZ)

锻件出货量环比大幅提升，铸件业务静待下游拐点

买入

## 核心观点

**前三季度业绩符合预期，毛利率同比大幅提升。**公司前三季度实现营收 13.36 亿元（同比+10.26%），归母净利润 3.27 亿元（同比+38.99%），扣非净利润 3.11 亿元（同比+37.95%），销售毛利率 35.49%（同比+7.03pct.），扣非销售净利率 23.30%（同比+4.68pct.）。

**三季度收入/利润环比增长，毛利率环比小幅下降。**三季度公司实现营收 5.38 亿元（同比-5.67%，环比+49.03%），归母净利润 1.26 亿元（同比+7.70%，环比+24.75%）；销售毛利率 35.49%（同比+5.62pct.，环比-1.25pct.），销售净利率 23.46%（同比+2.92pct.，环比-4.40pct.）。我们估计受三季度海上风电出货节奏拖累，公司铸造类产品毛利率环比有所下降。

**三季度锻件销量环比大增，铸造主轴交付静待拐点。**我们估计，三季度公司锻造主轴销量约 4.0-4.1 万吨，环比增长 60%；其他精密轴类销量约 0.6-0.7 万吨，环比增长 20%。三季度以来陆上风电下游景气度显著提升，提振公司锻造主轴销量；今年以来公司推进其他行业精密轴类市场开拓，成效显著。铸造主轴产品受海上风电下游交付节奏影响销量不及预期，我们预计四季度随着下游建设起量公司铸造主轴产品销量有望显著修复。

**股权激励落地，公司铸件业务未来可期。**2023 年 9 月底公司发布《2023 年股票期权激励计划(草案)》，行权价格为 29.77 元/股，业绩考核目标为以 2023 年为基数，2024-2026 年营业收入增长率不低于 25%/37.5%/50%或净利润增长率不低于 15%/30%/45%。公司东营铸造产能一期已顺利投产，目前处于爬坡阶段，铸件客户认证顺利推进；我们认为未来大兆瓦轮毂底座全球供给偏紧，公司是行业中少数扩产企业，未来发展空间可期。

**风险提示：**国内风电建设进度不及预期；客户认证进度不及预期；公司产能落地进度不及预期。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到今年以来国内风电建设进度，下调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 4.52/7.39/10.05 亿元（原预测值为 4.95/7.98/10.64 亿元），当前股价对应 PE 分别为 22/14/10 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)	1,651	1,812	1,948	3,370	4,642
(+/-%)	11.8%	9.7%	7.5%	73.0%	37.7%
净利润(百万元)	496	352	452	739	1005
(+/-%)	-5.0%	-29.0%	28.2%	63.5%	36.1%
每股收益(元)	1.90	1.35	1.41	2.30	3.13
EBIT Margin	31.4%	21.2%	26.2%	24.3%	24.3%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	10.3%	9.2%	11.2%	13.6%
市盈率 (PE)	16.5	23.2	22.2	13.6	10.0
EV/EBITDA	14.0	19.1	16.6	11.2	8.7
市净率 (PB)	2.51	2.26	1.62	1.45	1.27

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·风电设备

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：王晓声

010-88005313

010-88005231

wangweiqi2@guosen.com.cn wangxiaosheng@guosen.com.cn

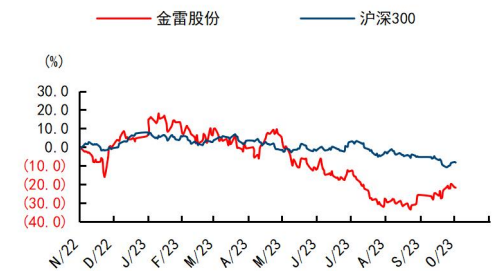
S0980520080003

S0980523050002

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	31.20 元
总市值/流通市值	10154/5753 百万元
52 周最高价/最低价	49.66/26.61 元
近 3 个月日均成交额	128.45 百万元

### 市场走势



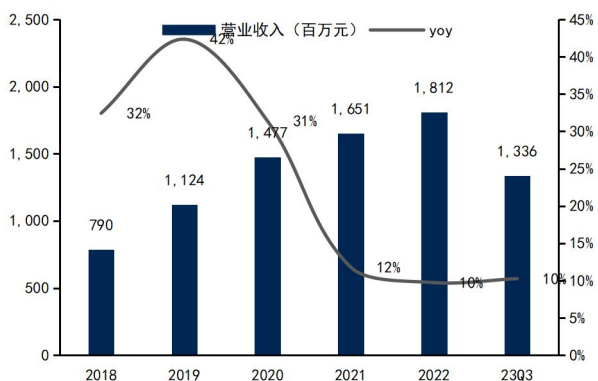
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《金雷股份 (300443.SZ) - 盈利能力环比持续提升，铸造产品客户持续开拓》——2023-09-03
- 《金雷股份 (300443.SZ) - 全球风电锻造主轴龙头，铸造布局打开远期空间》——2023-06-02

前三季度业绩符合预期，毛利率同比大幅提升。公司前三季度实现营收 13.36 亿元（同比+10.26%），归母净利润 3.27 亿元（同比+38.99%），扣非净利润 3.11 亿元（同比+37.95%），销售毛利率 35.49%（同比+7.03pct.），扣非销售净利率 23.30%（同比+4.68pct.）。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



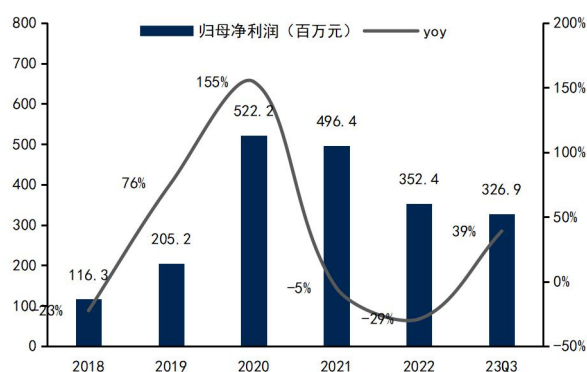
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



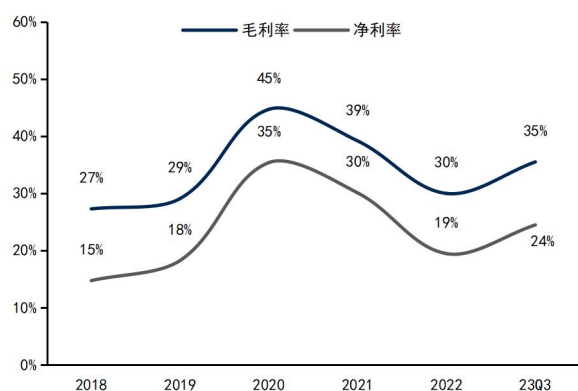
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



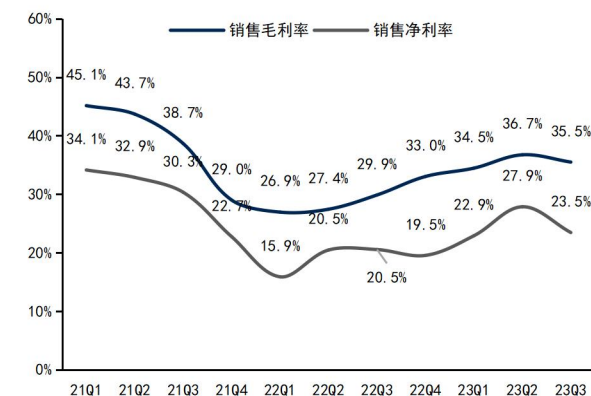
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**三季度收入/利润环比增长，毛利率环比小幅下降。**三季度公司实现营收 5.38 亿元（同比-5.67%，环比+49.03%），归母净利润 1.26 亿元（同比+7.70%，环比+24.75%），扣非净利润 1.21 亿元（同比+8.52%，环比+30.11%），销售毛利率 35.49%（同比+5.62pct.，环比-1.25pct.），销售净利率 23.46%（同比+2.92pct.，环比-4.40pct.）。我们估计受三季度海上风电出货节奏拖累，公司铸造类产品毛利率环比有所下降。

**三季度锻件销量环比大增，铸造主轴交付静待拐点。**我们估计，三季度公司锻造主轴销量约 4.0-4.1 万吨，环比增长 60%；其他精密轴类销量约 0.6-0.7 万吨，环比增长 20%。三季度以来陆上风电下游景气度显著提升，提振公司锻造主轴销量；今年以来公司凭借突出的技术优势推进其他行业精密轴类市场开拓，成效显著。铸造主轴产品受海上风电下游交付节奏影响销量不及预期，我们预计四季度随着下游建设起量公司铸造主轴产品销量有望显著修复。

**痛点解决在即，海风开发有望迎来拐点。**今年以来受多重因素影响，江苏、广东等海上风电开发重点区域开工建设进度滞后，海上风电招标量低于预期；三季度以来，制约海风开发的痛点逐步解决，我们认为 2024 年海上风电有望迎来开工、招标景气共振。此外，今年以来国家能源局多次表示要尽快出台深远海海上风电开发建设相关政策，组织开展深远海海上风电示范，海上风电远期发展空间可期。

**股权激励落地，公司铸件业务未来可期。**2023 年 9 月底公司发布《2023 年股票期权激励计划(草案)》，行权价格为 29.77 元/股，业绩考核目标为以 2023 年为基数，2024-2026 年营业收入增长率不低于 25%/37.5%/50%或净利润增长率不低于 15%/30%/45%。公司东营铸造产能一期已顺利投产，目前处于爬坡阶段，铸件客户认证顺利推进；我们认为未来大兆瓦轮毂底座全球供给偏紧，公司是行业中少数扩产企业，未来发展空间可期。

**投资建议：**下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到今年以来国内风电建设进度，下调盈利预测。预计 2023-2025 年实现归母净利润 4.52/7.39/10.05 亿元（原预测值为 4.95/7.98/10.64 亿元），当前股价对应 PE 分别为 22/14/10 倍，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (22A)	投资评级
				22A	23E	24E	22A	23E	24E		
300443.SZ	金雷股份	31.20	102	1.35	1.41	2.30	23.2	22.2	13.6	9.8	买入
603218.SH	日月股份	14.07	145	0.34	0.66	0.97	41.4	21.3	14.5	3.6	-
300185.SZ	通裕重工	2.48	97	0.06	0.12	0.16	41.3	20.7	15.5	3.6	-

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司均采用 Wind 一致预测

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	642	475	2857	2448	2937	营业收入	1651	1812	1948	3370	4642
应收款项	640	1011	641	1108	1399	营业成本	1004	1269	1283	2313	3203
存货净额	476	574	527	950	1316	营业税金及附加	16	14	15	26	36
其他流动资产	214	299	192	278	320	销售费用	8	9	9	16	22
<b>流动资产合计</b>	<b>2004</b>	<b>2395</b>	<b>4266</b>	<b>4873</b>	<b>6099</b>	管理费用	53	70	68	101	135
固定资产	1136	1987	2455	2696	2721	研发费用	51	66	62	94	116
无形资产及其他	108	220	198	176	154	财务费用	2	(13)	8	(12)	(8)
其他长期资产	329	312	292	337	371	投资收益	5	15	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(4)	(10)	(3)	(3)	(3)
<b>资产总计</b>	<b>3577</b>	<b>4914</b>	<b>7211</b>	<b>8082</b>	<b>9346</b>	其他收入	61	(13)	23	23	23
短期借款及交易性金融负债	84	365	100	100	100	营业利润	573	379	519	849	1155
应付款项	101	173	123	222	307	营业外净收支	1	(0)	0	0	0
其他流动负债	63	54	54	97	134	<b>利润总额</b>	<b>574</b>	<b>379</b>	<b>519</b>	<b>849</b>	<b>1155</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>250</b>	<b>604</b>	<b>297</b>	<b>453</b>	<b>588</b>	所得税费用	78	27	68	110	150
长期借款及应付债券	0	600	600	600	760	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	74	105	105	105	105	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>496</b>	<b>352</b>	<b>452</b>	<b>739</b>	<b>1005</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>74</b>	<b>704</b>	<b>704</b>	<b>704</b>	<b>864</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>324</b>	<b>1308</b>	<b>1001</b>	<b>1157</b>	<b>1452</b>	净利润	496	352	452	739	1005
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	(5)	(3)	(3)	(3)
股东权益	3253	3606	6209	6926	7894	折旧摊销	88	111	154	181	197
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3577</b>	<b>4914</b>	<b>7211</b>	<b>8082</b>	<b>9346</b>	公允价值变动损失	(53)	32	(10)	(10)	(10)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	2	(13)	8	(12)	(8)
每股收益	1.90	1.35	1.41	2.30	3.13	营运资本变动	(215)	(485)	479	(851)	(591)
每股红利	0.00	0.00	0.07	0.11	0.16	其它	(19)	(151)	21	1	5
每股净资产	12.43	13.78	19.31	21.54	24.55	<b>经营活动现金流</b>	<b>294</b>	<b>(146)</b>	<b>1093</b>	<b>56</b>	<b>603</b>
ROIC	16%	9%	8%	10%	12%	资本开支	(340)	(1027)	(600)	(400)	(200)
ROE	16%	10%	9%	11%	14%	其它投资现金流	332	40	10	(55)	(44)
毛利率	39%	30%	34%	31%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(8)</b>	<b>(987)</b>	<b>(590)</b>	<b>(455)</b>	<b>(244)</b>
EBIT Margin	31%	21%	26%	24%	24%	权益性融资	2	1	2152	0	0
EBITDA Margin	37%	27%	34%	30%	29%	负债净变化	91	940	(265)	0	160
收入增长	12%	10%	8%	73%	38%	支付股利、利息	(157)	0	0	(23)	(37)
净利润增长率	-5%	-29%	28%	63%	36%	其它融资现金流	91	341	(265)	0	0
资产负债率	9%	27%	14%	14%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(67)</b>	<b>954</b>	<b>1878</b>	<b>(10)</b>	<b>131</b>
股息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.5%	<b>现金净变动</b>	<b>219</b>	<b>(179)</b>	<b>2382</b>	<b>(409)</b>	<b>489</b>
P/E	16.5	23.2	22.2	13.6	10.0	货币资金的期初余额	420	642	475	2857	2448
P/B	2.5	2.3	1.6	1.4	1.3	货币资金的期末余额	642	475	2857	2448	2937
EV/EBITDA	14.0	19.1	16.6	11.2	8.7	企业自由现金流	(20)	(1045)	477	(357)	389
						权益自由现金流	68	(92)	205	(346)	556

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所提及的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