

### 事件：公司发布 23 年业绩预告

2024 年 1 月 25 日，公司发布 2023 年年度业绩预告：2023 年公司预计实现归母净利润 4.5-5 亿元，同比增长 69.63%-88.47%；实现扣非净利润 4.42-4.92 亿元，同比增长 72.13%-91.6%。以预告中值来看，公司 23Q4 实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 63%，环比 23Q3 持平。此外，预计公司 23 年非经常性损益对公司净利润的影响金额约为 808.22 万元，主要系政府补助计入其他收益等所致。

整体来看，公司凭借可靠的产品品质和高效的响应机制深化、拓展客户合作关系，依靠丰富的生产制造经验保障高效率的生产供货，推动了核心产品收入和盈利规模增长。同时公司持续实施降本增效措施，加强费用管控，提升盈利能力。

### 海上+海外+网内多向发力，应用场景持续拓展

海上场景：针对海上场景产品解决方案完整。1) 海风：大容量海上风电升压变压器、海上风电充气式中压环网柜作为海上风电并网关键设备，公司已成功打破外资品牌的垄断，获取批量订单；2) 海光：23 年 10 月披露成功中标国华 HG14 海上光伏 1GW 项目，供货 66kV 预制式智能化海上升压系统；3) 海上升压站：基于完善的产品储备和应用场景经验，已收购具备电力工程施工总承包资质的子公司博瑞天成，有望延申布局整体解决方案。

海外业务：全球变压器紧缺，国内厂商迎来出海机遇，公司重视海外业务发展，海外变压器销售网络持续开拓。

网内场景：持续开拓高电压等级产品，例如 110KV 的 GIS 以及新能源发电用的 220KV-500KV 的升压站主变压器等。

**投资建议：**海外变压器需求蓬勃向上，2024 年起国内海风行业需求有望恢复良性增长，公司业务发展“三部曲”稳扎稳打，伴随新增优质产能释放，成长性突出。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 48.37、62.99、81.31 亿元，对应增速分别为 49.5%、30.2%、29.1%；归母净利润分别为 4.50、6.41、8.33 亿元，对应增速分别为 69.8%、42.3%、29.9%，以 2024 年 1 月 25 日收盘价作为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 21X、15X、11X。维持“推荐”评级。

**风险提示：**原材料价格上涨的风险，市场竞争加剧风险，毛利率下降风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,236	4,837	6,299	8,131
增长率 (%)	59.4	49.5	30.2	29.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	265	450	641	833
增长率 (%)	64.4	69.8	42.3	29.9
每股收益 (元)	0.85	1.44	2.05	2.67
PE	35	21	15	11
PB	9.6	2.2	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 1 月 25 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

29.95 元



### 分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

### 分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru\_yj@mszq.com

### 分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

### 分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

### 分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

### 研究助理 许浚哲

执业证书：S0100123020010

邮箱：xujunzhe@mszq.com

## 相关研究

1. 明阳电气 (301291.SZ) 深度报告：深耕新能源变电，多场景开拓布局-2024/01/19

**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	3,236	4,837	6,299	8,131
营业成本	2,551	3,783	4,918	6,338
营业税金及附加	15	24	31	41
销售费用	116	174	227	285
管理费用	83	123	157	203
研发费用	105	155	195	252
EBIT	330	537	718	945
财务费用	18	4	-37	-36
资产减值损失	-27	-33	-43	-56
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>293</b>	<b>500</b>	<b>712</b>	<b>925</b>
营业外收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>293</b>	<b>500</b>	<b>712</b>	<b>925</b>
所得税	28	50	71	93
净利润	265	450	641	833
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>265</b>	<b>450</b>	<b>641</b>	<b>833</b>
EBITDA	360	570	765	1,014

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	404	3,179	2,988	3,315
应收账款及票据	1,522	2,198	2,845	3,651
预付款项	88	76	98	127
存货	581	796	1,035	1,334
其他流动资产	419	600	777	998
<b>流动资产合计</b>	<b>3,014</b>	<b>6,848</b>	<b>7,743</b>	<b>9,424</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	474	521	659	838
无形资产	97	97	97	97
<b>非流动资产合计</b>	<b>784</b>	<b>1,058</b>	<b>1,344</b>	<b>1,622</b>
<b>资产合计</b>	<b>3,797</b>	<b>7,906</b>	<b>9,087</b>	<b>11,047</b>
短期借款	59	0	0	0
应付账款及票据	1,992	2,798	3,638	4,689
其他流动负债	444	881	664	799
<b>流动负债合计</b>	<b>2,495</b>	<b>3,679</b>	<b>4,301</b>	<b>5,488</b>
长期借款	315	39	0	0
其他长期负债	16	21	21	21
<b>非流动负债合计</b>	<b>331</b>	<b>60</b>	<b>21</b>	<b>21</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,826</b>	<b>3,739</b>	<b>4,322</b>	<b>5,509</b>
股本	234	312	312	312
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>971</b>	<b>4,166</b>	<b>4,765</b>	<b>5,538</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,797</b>	<b>7,906</b>	<b>9,087</b>	<b>11,047</b>

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	59.40	49.49	30.22	29.08
EBIT 增长率	58.01	62.73	33.66	31.61
净利润增长率	64.38	69.79	42.34	29.90
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.17	21.80	21.94	22.05
净利润率	8.20	9.31	10.18	10.24
总资产收益率 ROA	6.99	5.70	7.06	7.54
净资产收益率 ROE	27.33	10.81	13.46	15.04
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.21	1.86	1.80	1.72
速动比率	0.84	1.53	1.43	1.34
现金比率	0.16	0.86	0.69	0.60
资产负债率 (%)	74.43	47.30	47.56	49.87
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	155.98	155.00	154.00	153.00
存货周转天数	83.18	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	1.01	0.83	0.74	0.81
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.85	1.44	2.05	2.67
每股净资产	3.11	13.35	15.26	17.74
每股经营现金流	0.92	1.28	1.76	2.35
每股股利	0.00	0.14	0.19	0.25
<b>估值分析</b>				
PE	35	21	15	11
PB	9.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	18.38	11.60	8.65	6.52
股息收益率 (%)	0.00	0.45	0.65	0.84

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	265	450	641	833
折旧和摊销	30	33	47	69
营运资金变动	-85	-172	-253	-315
<b>经营活动现金流</b>	<b>288</b>	<b>398</b>	<b>551</b>	<b>734</b>
资本开支	-19	-130	-333	-347
投资	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-19</b>	<b>-293</b>	<b>-333</b>	<b>-347</b>
股权募资	0	2,767	0	0
债务募资	-114	-68	-365	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-184</b>	<b>2,670</b>	<b>-408</b>	<b>-60</b>
<b>现金净流量</b>	<b>85</b>	<b>2,775</b>	<b>-190</b>	<b>327</b>

## 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。	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