

23 年业绩亮眼，海外呈现高成长性

2024 年 04 月 13 日

► **事件：**2024 年 4 月 10 日，公司发布 2023 年年度报告。23 全年实现营业收入 19.61 亿元，同比增长 14.57%；实现归母净利润 5.42 亿元，同比增长 50.90%；实现扣非归母净利润 5.02 亿元，同比增长 46.48%。**分业务来看**，电力设备业务营收达到 16.25 亿元，同比增长 20.4%，主要得益于国内电网投资、工业用电、海外市场等领域的需求持续增长；同时，分接开关海外市场直接出口收入 2.42 亿元，同比增长 72%。检修业务实现营业收入 1.07 亿元，同比减少 5.81%；数控设备业务实现营业收入 1.62 亿元，同比增加 7.69%。

► **盈利能力稳中有升。**盈利能力方面，2023 年毛利率为 52.23%，同比增长 6.82pcts，净利率为 28.08%，同比增长 2.93pcts；**分业务来看**，电力设备毛利率为 58.49%，同比增长 0.83pct，数控装备毛利率为 19.15%，同比下降 0.42pct，电力工程毛利率为 7.21%，同比下降 1.1pcts；**分地区来看**，国内外业务盈利能力均有提升，国内/国际业务毛利率分别为 50.13%/65.20%，同比增长 1.52pcts/8.82pcts。

► **技术实力领先，持续强化行业话语权。**公司先后取得累计超过 300 项相关技术专利，是目前国内最先掌握特高压分接开关制造技术的企业。2021 年 3 月，公司首台配套 1000kV 特高压变压器无励磁分接开关完成交付；同年 12 月，公司首台配套 ±800kV 特高压换流变压器真空有载分接开关通过了国家级技术鉴定。2022 年 11 月 27 日国内首台采用华明电力装备股份有限公司全资子公司上海华明电力设备制造有限公司所生产分接开关的换流变压器在“±500kV 溪洛渡直流输电工程”从西换流站正式投入运行。2023 年 10 月底，上海华明与客户完成特高压产品的批量化销售商业合同的签订。公司成功打开特高压直流换流变压器分接开关由国外品牌垄断的局面。

► **海外布局持续推进。**公司已在新加坡设立子公司，并正积极组建本地化团队，服务于东南亚市场，公司计划在东南亚构建一个涵盖产品选型设计、生产制造、销售服务以及产品运维的全产业链，并力争在未来 2-3 年内取得显著突破。美国方面公司已经积极融入并陆续获得了数批订单，同时积极在美国寻求产能布局的机会。公司也将着力在欧洲拓展新的销售渠道，深度融入当地市场，与当地的变压器客户共同参与欧洲的能源革命及电网升级改造。

► **投资建议：**公司是国内变压器分接开关龙头，出海进程全面加速，我们预计公司 24-26 年营收为 24.26、29.15、35.20 亿元，营收增速分别为 23.7%、20.2%、20.8%；归母净利润为 6.59、8.06、9.91 亿元，归母净利润增速分别为 21.4%、22.3%、23.0%。对应 4 月 12 日收盘价，公司 24-26 年 PE 分为 28X、23X、18X。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**汇率波动风险；海外市场拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1,961	2,426	2,915	3,520
增长率 (%)	14.6	23.7	20.2	20.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	542	659	806	991
增长率 (%)	50.9	21.4	22.3	23.0
每股收益 (元)	0.61	0.74	0.90	1.11
PE	34	28	23	18
PB	5.5	5.6	5.2	4.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 12 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.41 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,961	2,426	2,915	3,520
营业成本	937	1,118	1,325	1,578
营业税金及附加	31	36	44	53
销售费用	212	230	277	334
管理费用	136	158	175	211
研发费用	78	97	117	141
EBIT	596	771	961	1,183
财务费用	-11	0	6	6
资产减值损失	-3	-20	-23	-26
投资收益	11	12	15	18
营业利润	622	763	947	1,168
营业外收支	24	15	15	15
利润总额	646	778	962	1,183
所得税	95	109	144	178
净利润	551	669	818	1,006
归属于母公司净利润	542	659	806	991
EBITDA	694	877	1,078	1,282

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,055	608	611	748
应收账款及票据	659	1,049	1,141	1,283
预付款项	97	56	66	79
存货	365	317	358	407
其他流动资产	807	823	933	1,065
流动资产合计	2,984	2,853	3,110	3,580
长期股权投资	138	151	165	183
固定资产	865	1,017	1,115	1,166
无形资产	161	162	162	162
非流动资产合计	1,535	1,688	1,792	1,877
资产合计	4,518	4,541	4,902	5,458
短期借款	60	60	60	60
应付账款及票据	386	429	508	605
其他流动负债	295	380	371	441
流动负债合计	741	869	939	1,107
长期借款	220	220	220	220
其他长期负债	194	192	192	218
非流动负债合计	415	412	412	438
负债合计	1,155	1,281	1,351	1,545
股本	227	227	227	227
少数股东权益	13	23	35	50
股东权益合计	3,363	3,261	3,552	3,913
负债和股东权益合计	4,518	4,541	4,902	5,458

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.57	23.68	20.17	20.77
EBIT 增长率	39.36	29.39	24.66	23.06
净利润增长率	50.90	21.45	22.31	22.98
盈利能力 (%)				
毛利率	52.23	53.90	54.56	55.16
净利润率	27.66	27.16	27.64	28.15
总资产收益率 ROA	12.01	14.51	16.44	18.15
净资产收益率 ROE	16.19	20.34	22.91	25.65
偿债能力				
流动比率	4.03	3.28	3.31	3.23
速动比率	3.24	2.70	2.71	2.65
现金比率	1.42	0.70	0.65	0.68
资产负债率 (%)	25.57	28.20	27.55	28.31
经营效率				
应收账款周转天数	79.29	110.00	105.00	100.00
存货周转天数	142.40	110.00	105.00	100.00
总资产周转率	0.44	0.54	0.62	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.74	0.90	1.11
每股净资产	3.74	3.61	3.92	4.31
每股经营现金流	0.69	0.64	0.89	1.03
每股股利	0.82	0.59	0.72	0.88
估值分析				
PE	34	28	23	18
PB	5.5	5.6	5.2	4.7
EV/EBITDA	25.37	20.08	16.34	13.74
股息收益率 (%)	4.02	2.88	3.52	4.33

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	551	669	818	1,006
折旧和摊销	99	106	117	99
营运资金变动	-9	-222	-158	-211
经营活动现金流	622	574	800	921
资本开支	-61	-210	-165	-126
投资	66	0	0	0
投资活动现金流	6	-210	-165	-126
股权募资	1	0	0	0
债务募资	-178	0	-66	0
筹资活动现金流	-628	-810	-632	-658
现金净流量	5	-446	3	137

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