

风光双主业布局，海外业务加速拓展

——振江股份(603507.SH)公司首次覆盖报告

买入|首次推荐

事件:

2024年4月19日，公司发布2023年年度报告：2023年公司实现营业收入38.42亿元，同比增长32.28%；归母净利润1.84亿元，同比增长93.57%；扣非归母净利润1.82亿元，同比增长470.87%。2023Q4公司实现营业收入11.25亿元，同比增长24.60%，环比增长30.55%；归母净利润0.57亿元，同比增长63.83%，环比增长18.20%。

● 报告要点:

● 绑定西门子等优质客户，持续推进风电业务

2023年公司定子段收入2.02亿元，同比增长7.58%；毛利率达12.74%，同比提升3.89pct。转子房收入4.59亿元，同比增长32.49%；毛利率达31.35%，同比提升13.68pct。公司坚持“两海战略”，绑定西门子、GE、Vestas等优质客户，持续推进海上风电尤其是海外海上风电的业务。

● 光伏支架业务快速增长，加快拓展美国/中东市场

2023年公司光伏支架业务收入8.45亿元，同比增长89.87%；毛利率达12.31%，同比提升0.1pct。公司积极布局美国市场，目前美国光伏支架工厂已开始批量发货。此外，公司积极响应国家“一带一路”政策，拟投建沙特光伏支架工厂。我们认为公司在海外市场的本土化布局，有望助力公司扩大海外的光伏业务规模，提升市占率。

● 在手订单充足，保障业绩增长

截至2023年末公司在手订单24.14亿元，其中风电设备产品/光伏设备产品/紧固件订单分别为18.99/3.21/1.25亿元。充足的在手订单为公司后续的业绩增长提供保障。

● 海外业务维持高比例，盈利能力显著改善

2023年公司国外地区收入24.84亿元，同比增长22.68%；收入占比达到64.66%。受益于规模效益和原材料价格的下降，以及公司的精益化管理，2023年公司毛利率/净利率分别为20.29%/5.31%，同比分别提升6.37/1.66pct。2023年公司期间费用率为11.79%，同比微增1.45pct；其中，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率1.30%/3.68%/3.30%/3.51%，同比分别提升0.22/1.30/0.12/-0.18pct。

● 投资建议与盈利预测

我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为3.10/3.72/4.91亿元，同比分别增长68.98%/19.98%/31.95%。当前股价对应PE分别为11.4/9.5/7.2倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格波动风险，海外业务开拓不及预期风险，市场竞争加剧风险，国际贸易政策风险，汇率波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2904.09	3841.62	4650.78	5624.03	6870.96
收入同比(%)	19.77	32.28	21.06	20.93	22.17
归母净利润(百万元)	94.90	183.69	310.40	372.41	491.41
归母净利润同比(%)	-47.06	93.57	68.98	19.98	31.95
ROE(%)	4.24	7.62	11.83	13.11	15.62
每股收益(元)	0.67	1.29	2.19	2.62	3.46
市盈率(P/E)	37.39	19.31	11.43	9.53	7.22

资料来源：iFinD，国元证券研究所

当前价：24.98元

基本数据

52周最高/最低价(元): 38.56 / 18.37

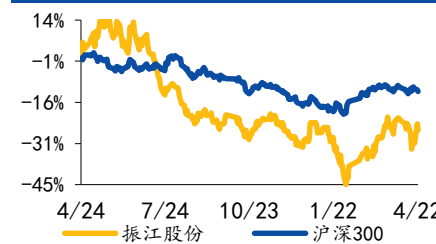
A股流通股(百万股): 142.03

A股总股本(百万股): 142.03

流通市值(百万元): 3547.93

总市值(百万元): 3547.93

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-风电行业2024年年度策略报告：“双海”战略共振，风电景气度上行》

《国元证券行业研究-2024年光伏行业投资策略报告：霁月光风 青云万里》

报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

联系人 赵莉莉

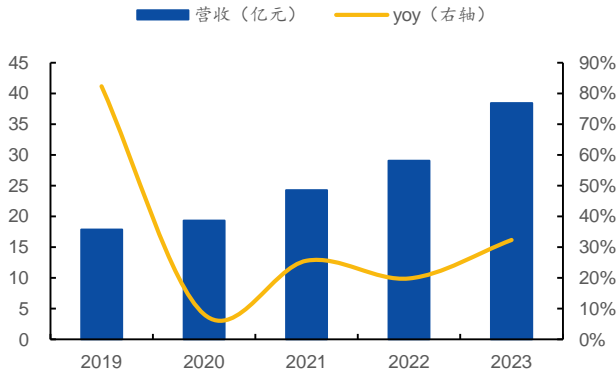
电话 021-51097188

邮箱 zhaolili@gyzq.com.cn

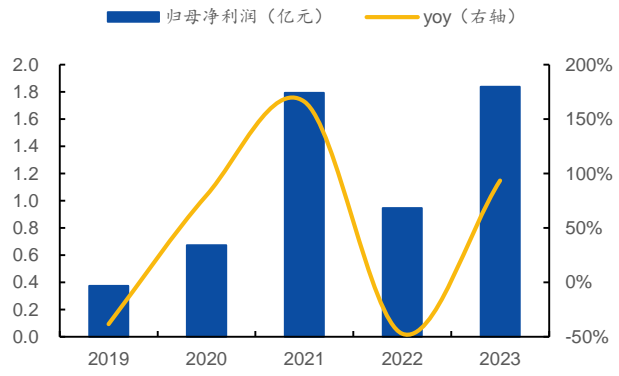
2023 年公司业绩快速增长。2023 年公司实现营收 38.42 亿元，同比增长 32.28%；归母净利润 1.84 亿元，同比增长 93.57%；扣非归母净利润 1.82 亿元，同比增长 470.87%。2023Q4 公司实现营收 11.25 亿元，同比增长 24.60%，环比增长 30.55%；归母净利润 0.57 亿元，同比增长 63.83%，环比增长 18.20%。

图 1：2019-2023 年公司营收情况

图 2：2019-2023 年公司归母净利润情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所



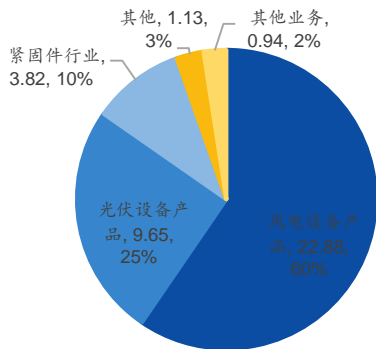
资料来源：iFinD，国元证券研究所

风电光伏双主业，各业务毛利率同比提升。2023 年公司风电设备/光伏设备/紧固件板块收入分别为 22.88/9.65/3.82 亿元，营收占比分别为 59.56%/25.12%/9.93%。2023 年公司风电设备/光伏设备/紧固件板块毛利率分别为 24.97%/13.12%/23.57%，同比分别提升 10.45/1.06/1.84pct。

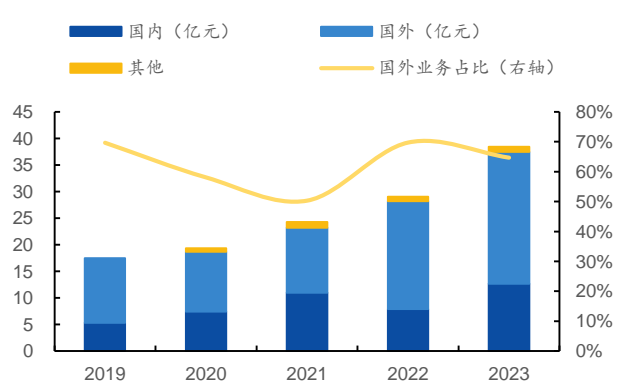
海外业务维持高比例。2023 年公司国外地区收入 24.84 亿元，同比增长 22.68%；收入占比达到 64.66%。

图 3：2023 年公司营收结构（按行业拆分，单位：亿元）

图 4：2019-2023 年公司营收结构（按地区拆分）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

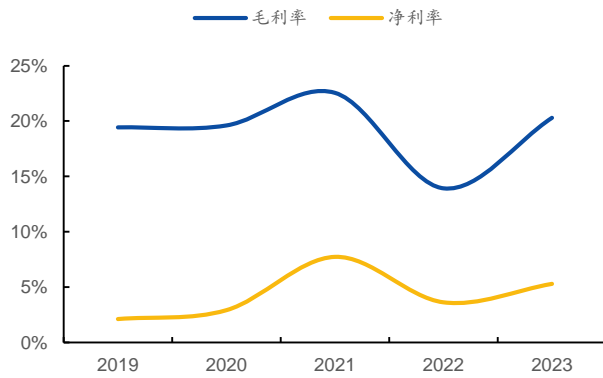


资料来源：iFinD，国元证券研究所

公司盈利能力显著改善。受益于规模效益和原材料价格的下降，以及公司的精益化管理，2023 年公司毛利率/净利率分别为 20.29%/5.31%，同比分别提升 6.37/1.66pct。2023 年公司期间费用率为 11.79%，同比微增 1.45pct；其中，公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率 1.30%/3.68%/3.30%/3.51%，同比分别提升

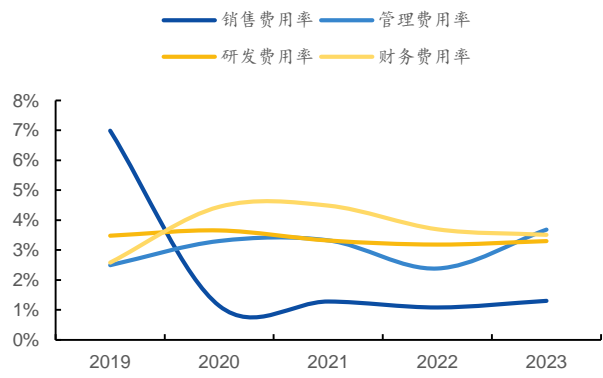
0.22/1.30/0.12/-0.18pct。

图 5：2019-2023 年公司毛利率和净利率情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 6：2019-2023 年公司期间费用率情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

风险提示：

原材料价格波动风险，海外业务开拓不及预期风险，市场竞争加剧风险，国际贸易政策风险，汇率波动风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3090.12	3501.27	3730.55	3936.51	4517.02
现金	707.57	1027.75	955.10	900.40	894.50
应收账款	394.78	701.92	712.56	792.63	920.95
其他应收款	64.17	90.96	93.81	108.38	102.64
预付账款	120.58	184.47	215.60	224.60	256.15
存货	1150.39	1209.05	1416.26	1522.44	1902.52
其他流动资产	652.63	287.12	337.22	388.06	440.26
非流动资产	2394.73	2859.84	3221.59	3431.38	3592.58
长期投资	29.30	26.23	26.23	26.23	26.23
固定资产	1775.70	1897.32	2196.33	2351.33	2479.32
无形资产	133.50	170.84	181.82	195.01	208.61
其他非流动资产	456.23	765.46	817.22	858.81	878.41
资产总计	5484.85	6361.10	6952.15	7367.89	8109.60
流动负债	2526.34	3067.96	3316.00	3411.51	3698.99
短期借款	898.13	1332.06	1369.80	1355.45	1505.46
应付账款	563.33	492.27	567.40	589.20	603.52
其他流动负债	1064.88	1243.63	1378.80	1466.86	1590.01
非流动负债	669.06	791.25	899.31	977.33	1101.36
长期借款	94.00	8.92	18.92	33.92	48.92
其他非流动负债	575.06	782.33	880.39	943.41	1052.44
负债合计	3195.39	3859.21	4215.31	4388.84	4800.35
少数股东权益	49.64	90.74	112.74	137.74	162.74
股本	142.63	142.03	142.03	142.03	142.03
资本公积	1452.09	1461.31	1418.70	1418.70	1418.70
留存收益	651.27	806.56	1061.57	1278.78	1583.98
归属母公司股东权益	2239.82	2411.16	2624.10	2841.31	3146.51
负债和股东权益	5484.85	6361.10	6952.15	7367.89	8109.60

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	50.85	384.08	511.67	523.22	348.75
净利润	106.05	203.89	332.40	397.41	516.41
折旧摊销	190.73	205.82	141.37	156.53	170.95
财务费用	107.31	134.87	109.75	105.51	80.66
投资损失	-19.10	41.19	-15.00	-16.00	-18.00
营运资金变动	-338.53	-279.72	-65.22	-114.82	-470.18
其他经营现金流	4.41	78.02	8.37	-5.42	68.91
投资活动现金流	-414.06	-382.47	-418.40	-310.16	-272.20
资本支出	314.80	380.29	400.00	250.00	250.00
长期投资	127.56	-95.18	0.01	0.00	0.00
其他投资现金流	28.30	-97.36	-18.40	-60.16	-22.20
筹资活动现金流	621.87	237.03	-165.92	-267.75	-82.45
短期借款	-0.73	433.93	37.74	-14.35	150.01
长期借款	-16.00	-85.08	10.00	15.00	15.00
普通股增加	16.99	-0.59	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	541.06	9.23	-42.61	0.00	0.00
其他筹资现金流	80.54	-120.46	-171.05	-268.41	-247.46
现金净增加额	258.32	239.37	-72.65	-54.70	-5.90

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2904.09	3841.62	4650.78	5624.03	6870.96
营业成本	2499.78	3062.01	3719.73	4535.20	5523.03
营业税金及附加	17.08	19.98	23.25	28.12	34.35
营业费用	31.36	49.98	60.46	73.11	89.32
管理费用	69.19	141.48	171.15	205.28	250.79
研发费用	92.33	126.60	151.45	182.50	254.12
财务费用	107.31	134.87	109.75	105.51	80.66
资产减值损失	-21.27	-32.97	-20.00	-15.00	-15.00
公允价值变动收益	28.46	-7.61	-8.00	-5.00	-3.00
投资净收益	19.10	-41.19	15.00	16.00	18.00
营业利润	131.50	216.18	400.99	479.31	622.68
营业外收入	0.32	37.98	0.50	0.50	0.50
营业外支出	5.47	12.42	1.00	1.00	1.00
利润总额	126.35	241.74	400.49	478.81	622.18
所得税	20.30	37.84	68.08	81.40	105.77
净利润	106.05	203.89	332.40	397.41	516.41
少数股东损益	11.15	20.20	22.00	25.00	25.00
归属母公司净利润	94.90	183.69	310.40	372.41	491.41
EBITDA	429.53	556.87	652.10	741.35	874.29
EPS (元)	0.67	1.29	2.19	2.62	3.46

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	19.77	32.28	21.06	20.93	22.17
营业利润(%)	-43.72	64.40	85.49	19.53	29.91
归属母公司净利润(%)	-47.06	93.57	68.98	19.98	31.95
获利能力					
毛利率(%)	13.92	20.29	20.02	19.36	19.62
净利率(%)	3.27	4.78	6.67	6.62	7.15
ROE(%)	4.24	7.62	11.83	13.11	15.62
ROIC(%)	6.70	8.45	11.02	11.86	12.52
偿债能力					
资产负债率(%)	58.26	60.67	60.63	59.57	59.19
净负债比率(%)	41.76	47.15	44.79	43.58	43.97
流动比率	1.22	1.14	1.13	1.15	1.22
速动比率	0.76	0.74	0.69	0.69	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.65	0.70	0.79	0.89
应收账款周转率	8.35	6.54	6.11	6.92	7.44
应付账款周转率	4.14	5.80	7.02	7.84	9.26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.67	1.29	2.19	2.62	3.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	2.70	3.60	3.68	2.46
每股净资产(最新摊薄)	15.77	16.98	18.48	20.00	22.15
估值比率					
P/E	37.39	19.31	11.43	9.53	7.22
P/B	1.58	1.47	1.35	1.25	1.13
EV/EBITDA	10.07	7.77	6.64	5.84	4.95

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188