

## 费用持续优化，低压深化海外布局

2024 年 05 月 01 日

► **事件:** 2024 年 4 月 29 日, 公司发布 2024 年一季报和 2023 年年度报告。23 年公司实现营业收入 572.21 亿元, 同比增长 24.53%, 实现归母净利润 36.86 亿元, 同比下降 8.27%; 实现扣非归母净利润 38.29 亿元, 同比增长 14.95%。24Q1 公司实现营业收入 159.17 亿元, 同比增长 1.12%, 实现归母净利润 10.81 亿元, 同比下降 10.06%, 实现扣非归母净利润 10.32 亿元, 同比下降 4.98%。

► **费用率优化, 降本增效持续推进。** 公司 23 年实现毛利率/净利率为 21.97%/8.64%, 同比分别-1.15pcts/-1.63pcts, 分业务来看, 低压电器/光伏业务毛利率为 28.04%/18.43%, 同比分别+1.85pcts/-2.13pcts。费用方面, 公司 23 年期间费用率 11.59%, 同比下降 1.47pcts, 管理/财务费用率 3.34%/2.16%, 同比下降-0.16pct/-0.33pct, 研发费用同比增长 3.77%, 达 11.79 亿元, 主要系公司以需定研, 迭代上市智能化 3 系断路器、NB2 小型断路器、电网新 5P 塑壳、专供变频器等配电产品, 以价值创造驱动市场需求。

► **户用光伏规模领先, 响应双碳增强品牌影响力。** 公司创新开展全品类业务模式, 满足百万乡村用户差异化需求, 培育户用光伏新质生产力, 围绕高科技、高效能、高质量要求, 累计向用户交付超 120 万座“多快好省”品质电站。23 年新增装机容量超 12GW, 约占全国户用光伏新增装机容量的 29%, 市占率连续多年保持行业第一, 出售电站体量约 8Gw, 资产周转效率大幅提升, 每年为全社会提供近 240 亿度绿电, 减排 1,900+ 万吨二氧化碳。

► **低压深化海外布局, 构筑全球产能体系。** 公司加速推进以区域总部和本土化子公司为核心的全球业务架构体系, 本土化国家公司累计达 30+, 本土化率达 65%, 不断加强与全球头部客户的合作, 全球活跃渠道与项目客户达 2,000 余家, 实现全球 140 多个国家业务覆盖; 与沙特电力局 SEC、菲律宾电力局 NGCP 等电网公司客户深度合作, 同时紧抓绿色低碳发展趋势, 着力推进与 RWE、GreenlineEnergy 等新能源头部开发商的合作。公司加快全球供应链布局, 新建海外工厂 2 家、区域总部累计 3 家、区域物流中心 4 家, 逐步构筑起全球产能、供应链布局和业务保障体系。

► **投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 656.04、734.88、824.38 亿元, 对应增速分别为 14.6%、12.0%、12.2%; 归母净利润分别为 44.69、51.36、58.51 亿元, 对应增速分别为 21.2%、14.9%、13.9%, 以 4 月 30 日收盘价作为基准, 对应 2024-2026 年 PE 为 10X、8X、7X。维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 原材料价格波动风险; 汇率变动风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	57,251	65,604	73,488	82,438
增长率 (%)	24.5	14.6	12.0	12.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,686	4,469	5,136	5,851
增长率 (%)	-8.3	21.2	14.9	13.9
每股收益 (元)	1.72	2.08	2.39	2.72
PE	12	10	8	7
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格:

20.65 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 许俊哲

执业证书: S0100123020010

邮箱: xujunzhe@mszq.com

## 相关研究

1. 正泰电器 (601877.SH) 2023 年三季报点评: 持续落地降本增效, 户用业务持续开拓-2023/11/02

2. 正泰电器 (601877.SH) 2023 年半年报点评: 低压渠道持续优化, 户用光伏持续高增-2023/09/04

3. 正泰电器 (601877.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 低压渠道端持续深化, 户用光伏市占率持续提升-2023/05/04

4. 正泰电器 (601877.SH) 2022 年三季报点评: Q3 盈利能力大幅改善, 正泰安能拟分拆上市-2022/10/31

5. 正泰电器 (601877.SH) 2022 年半年报点评: 渠道变革引领转型升级, 盈利能力有望加速修复-2022/08/31

## 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	57,251	65,604	73,488	82,438
营业成本	44,671	51,617	57,952	65,153
营业税金及附加	228	328	367	412
销售费用	2,305	2,427	2,646	2,885
管理费用	1,912	2,034	2,205	2,473
研发费用	1,179	1,312	1,470	1,649
EBIT	7,067	7,904	8,875	9,905
财务费用	1,236	1,405	1,399	1,387
资产减值损失	-252	-177	-191	-205
投资收益	955	656	735	824
营业利润	6,549	6,978	8,021	9,137
营业外收支	-55	5	5	5
利润总额	6,494	6,983	8,026	9,142
所得税	1,545	1,397	1,605	1,828
净利润	4,949	5,586	6,421	7,314
归属于母公司净利润	3,686	4,469	5,136	5,851
EBITDA	9,313	10,477	11,902	13,307

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,094	18,063	23,625	28,146
应收账款及票据	16,228	23,955	26,437	28,989
预付款项	1,232	2,736	3,071	3,453
存货	37,944	35,177	37,915	40,850
其他流动资产	4,844	5,919	6,424	7,086
流动资产合计	72,341	85,849	97,472	108,524
长期股权投资	5,828	6,484	7,219	8,043
固定资产	26,867	29,274	29,538	29,873
无形资产	1,220	1,605	1,577	1,566
非流动资产合计	48,463	51,698	51,980	52,429
资产合计	120,805	137,547	149,452	160,953
短期借款	6,982	7,782	10,282	10,282
应付账款及票据	19,336	25,455	27,785	31,238
其他流动负债	22,330	26,394	28,023	29,877
流动负债合计	48,649	59,631	66,091	71,397
长期借款	12,463	12,142	12,142	12,142
其他长期负债	13,187	14,488	14,459	14,427
非流动负债合计	25,649	26,630	26,601	26,570
负债合计	74,298	86,261	92,692	97,967
股本	2,149	2,149	2,149	2,149
少数股东权益	7,415	8,532	9,816	11,279
股东权益合计	46,506	51,286	56,760	62,986
负债和股东权益合计	120,805	137,547	149,452	160,953

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	24.53	14.59	12.02	12.18
EBIT 增长率	36.44	11.85	12.29	11.61
净利润增长率	-8.27	21.24	14.93	13.91
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	21.97	21.32	21.14	20.97
净利润率	6.44	6.81	6.99	7.10
总资产收益率 ROA	3.05	3.25	3.44	3.64
净资产收益率 ROE	9.43	10.45	10.94	11.32
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.49	1.44	1.47	1.52
速动比率	0.65	0.78	0.83	0.87
现金比率	0.25	0.30	0.36	0.39
资产负债率 (%)	61.50	62.71	62.02	60.87
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	91.36	115.00	113.00	110.00
存货周转天数	310.03	250.00	240.00	230.00
总资产周转率	0.51	0.51	0.51	0.53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.72	2.08	2.39	2.72
每股净资产	18.19	19.89	21.84	24.06
每股经营现金流	1.93	4.69	3.79	4.81
每股股利	0.55	0.44	0.51	0.58
<b>估值分析</b>				
PE	12	10	8	7
PB	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.06	6.28	5.53	4.94
股息收益率 (%)	2.72	2.18	2.50	2.85

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,949	5,586	6,421	7,314
折旧和摊销	2,247	2,573	3,027	3,402
营运资金变动	-4,252	535	-2,711	-1,803
经营活动现金流	4,140	10,070	8,144	10,332
资本开支	-4,318	-5,477	-2,329	-2,754
投资	-1,095	1,745	0	0
投资活动现金流	-2,768	-4,407	-2,251	-2,754
股权募资	333	0	0	0
债务募资	188	2,888	2,500	0
筹资活动现金流	-1,732	306	-330	-3,058
现金净流量	-339	5,969	5,562	4,520

## 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