

23Q4 盈利短期承压，产能扩张深化竞争力

投资要点

- 事件:** 公司2023年实现营业收入19.5亿元,同比增长7.4%;实现归母净利润4.1亿元,同比增长16.9%;扣非归母净利润3.9亿元,同比增长9.2%。2023年第四季度公司实现营收6.1亿元,同比增长1.7%;实现归母净利润0.8亿元,同比下降27.6%;扣非归母净利润0.8万元,同比下降39.3%。
- 2023年盈利同比修复,研发投入持续增长。**盈利端:2023年公司销售毛利率/净利率分别为33%/21.2%,同比增长3.1pp/1.7pp;单Q4毛利率/净利率分别为27.7%/13.9%,分别同比下降5.4pp/5.6pp。费用端:公司2023年销售/管理(不含研发)/财务/研发费用率分别为0.8%/5.2%/-1.1%/4.1%,分别同比+0.3pp/+1.3pp/-0.4pp/+0.4pp。销售费用率增长主要系子公司铸件销售团队搭建和母公司其他精密轴类销售团队扩充所致,管理费用增长主要系子公司铸件业务管理团队搭建人员增加及公司销量增加发生的管理费用随着增加所致,财务费用率降低主要系主要是报告期利息收入增加所致。
- 公司推动风电业务内铸锻件产品多元发展,公司持续推进“铸锻一体化”。**2023年公司风电主轴毛利率为33.7%,同比增长3.2pp,主要系公司持续通过工艺技术创新优化,驱动产品降本增效。公司对于客户新机型的覆盖率达八成以上,其中包含行业领先的8MW锻造主轴。公司产品覆盖1.5MW至8MW全系列机型。公司铸造业务发展迅速,已具备20MW机型生产能力,2023年铸造产品业务收入同比上涨20%,未来有望充分受益风机大型化发展以及行业装机需求回暖。
- 其他精密轴业务保持高增,构造第二增长曲线。**风电大型化后,公司进行充分且合理的产能规划,长流程交付比例进一步提高,目前已逐渐从消化富裕产能往开发第二产业发展。2023年公司其他精密轴收入2.9亿元,同比增长67.9%,毛利率35.7%,同比提升5pp,销售量2.6万吨,同比增长85%。公司持续深入推进其他精密轴类的开发和销售,在能源动力、船舶用件、矿山机械、水泥设备等行业深耕,有望持续贡献业绩新增量。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年营收分别为24.5亿元、32.2亿元、39.1亿元,未来三年归母净利润同比增速分别为20.6%/32.9%/25.6%。公司是风电主轴龙头,拥有深厚的技术积累和客户优势,并继续深化全产业链布局,有望随下游风电行业复苏提升公司盈利能力,给予公司2024年15倍PE,对应目标价22.95元,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 风电新增不及预期风险;原材料价格波动风险;国家外汇政策变动及外汇汇率波动影响公司海外营业收入风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1945.85	2451.36	3216.84	3911.93
增长率	7.41%	25.98%	31.23%	21.61%
归属母公司净利润(百万元)	411.80	496.78	660.13	828.94
增长率	16.85%	20.64%	32.88%	25.57%
每股收益EPS(元)	1.27	1.53	2.03	2.55
净资产收益率ROE	6.72%	7.61%	9.32%	10.65%
PE	14	11	9	7
PB	0.93	0.87	0.80	0.73

数据来源:Wind,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:韩晨
执业证号:S1250520100002
电话:021-58351923
邮箱:hch@swsc.com.cn
联系人:李昂
电话:021-58351923
邮箱:liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.25
流通A股(亿股)	2.48
52周内股价区间(元)	16.0-43.9
总市值(亿元)	56.82
总资产(亿元)	68.68
每股净资产(元)	18.89

相关研究

- 金雷股份(300443):盈利大幅提升,铸件布局加快(2023-09-03)

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司风电主轴业务产能布局完备，有望受益下游需求回暖驱动销售增长，预计 2024-2026 年公司风电主轴销量同比增速分别为 30%/30%/20%，平均单价增速分别为 -5%/0%/0%。毛利率受益规模效应及产品大型化降本，趋稳向上。

假设 2：随着高端装备行业高景气发展，大型铸锻件需求扩张。公司深耕铸锻件业务，新开发国内外客户，覆盖下游水泥装备、框上、机床等多行业，预计 2024-2026 年公司其他锻件业务同比增速分别为 50%/40%/30%，平均单价增速分别为 -5%/0%/0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
风电主轴	收入	1604.0	1981.0	2575.3	3090.3
	增速	1.4%	23.5%	30.0%	20.0%
	毛利率	33.7%	36.0%	36.5%	37.0%
其他锻件	收入	290.4	413.8	579.4	753.2
	增速	67.87%	42.5%	40.0%	30.0%
	毛利率	35.7%	36.0%	36.0%	36.00%
其他主营业务	收入	51.4	56.6	62.2	68.4
	增速	7.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-2.0%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	收入	1945.8	2451.3	3216.8	3911.9
	增速	7.4%	26.0%	31.2%	21.6%
	毛利率	33.0%	35.3%	35.8%	36.2%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取风电铸锻件行业内 3 家可比公司，2024 年可比公司平均 PE 为 15 倍。公司为国内风电铸锻件龙头，产能布局完善，有望受益下游需求回暖驱动业绩增长，给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 22.95 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值 (2024/04/26)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A/E	24E	25E	26E	23A/E	24E	25E	26E
603218	日月股份	11.71	0.47	0.67	0.84	0.94	24.91	17.48	13.94	12.46
688186	广大特材	12.51	0.55	1.14	1.68	-	22.75	10.97	7.45	-
300185	通裕重工	2.25	0.05	0.13	0.17	-	45.00	17.31	13.24	-
平均值							30.89	15.25	11.54	12.46

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1945.85	2451.36	3216.84	3911.93	净利润	411.80	496.78	660.13	828.94
营业成本	1302.88	1586.40	2065.19	2493.94	折旧与摊销	137.67	275.93	275.93	275.93
营业税金及附加	24.09	25.59	34.23	26.99	财务费用	-21.46	0.00	0.00	0.00
销售费用	15.00	14.71	19.30	23.47	资产减值损失	-17.87	-10.92	-12.17	-12.70
管理费用	100.45	294.16	386.02	469.43	经营营运资本变动	-105.15	-276.66	-645.25	-549.74
财务费用	-21.46	0.00	0.00	0.00	其他	-12.45	4.01	7.60	14.84
资产减值损失	-17.87	-10.92	-12.17	-12.70	经营活动现金流净额	392.53	489.14	286.23	557.26
投资收益	8.86	10.43	10.74	10.32	资本支出	-669.67	-500.00	-400.00	-300.00
公允价值变动损益	-1.48	-2.49	-7.04	-4.60	其他	41.09	-22.07	-26.30	-24.28
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-628.58	-522.07	-426.30	-324.28
营业利润	457.26	549.35	727.97	916.52	短期借款	-7.36	-58.13	0.00	0.00
其他非经营损益	1.29	0.78	0.77	0.86	长期借款	-599.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	458.55	550.13	728.74	917.38	股权融资	2141.91	0.00	0.00	0.00
所得税	46.76	53.35	68.62	88.43	支付股利	-48.82	-82.36	-99.36	-132.03
净利润	411.80	496.78	660.13	828.94	其他	7.64	15.24	30.00	30.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1493.78	-125.24	-69.36	-102.03
归属母公司股东净利润	411.80	496.78	660.13	828.94	现金流量净额	1260.20	-158.17	-209.43	130.96
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1742.88	1584.71	1375.28	1506.24	成长能力				
应收和预付款项	1069.75	1374.05	1823.77	2195.73	销售收入增长率	7.41%	25.98%	31.23%	21.61%
存货	692.20	851.91	1116.71	1345.22	营业利润增长率	20.56%	20.14%	32.52%	25.90%
其他流动资产	411.08	191.71	245.33	294.01	净利润增长率	16.85%	20.64%	32.88%	25.57%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	20.36%	43.91%	21.64%	18.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2534.16	2781.67	2929.19	2976.70	毛利率	33.04%	35.28%	35.80%	36.25%
无形资产和开发支出	225.69	202.24	178.80	155.35	三费率	4.83%	12.60%	12.60%	12.60%
其他非流动资产	331.25	361.25	391.25	421.25	净利率	21.16%	20.27%	20.52%	21.19%
资产总计	7006.99	7347.54	8060.32	8894.51	ROE	6.72%	7.61%	9.32%	10.65%
短期借款	358.13	300.00	300.00	300.00	ROA	5.88%	6.76%	8.19%	9.32%
应付和预收款项	329.56	318.97	434.20	535.40	ROIC	9.16%	10.24%	11.96%	13.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.47%	33.67%	31.21%	30.48%
其他负债	195.05	204.65	241.43	277.51	营运能力				
负债合计	882.74	823.62	975.63	1112.90	总资产周转率	0.33	0.34	0.42	0.46
股本	325.45	325.45	325.45	325.45	固定资产周转率	1.14	1.15	1.72	2.42
资本公积	3231.70	3231.70	3231.70	3231.70	应收账款周转率	2.46	2.84	2.82	2.73
留存收益	2546.57	2960.98	3521.76	4218.67	存货周转率	2.03	2.03	2.09	2.02
归属母公司股东权益	6118.48	6518.14	7078.91	7775.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.94%	—	—	—
少数股东权益	5.78	5.78	5.78	5.78	资本结构				
股东权益合计	6124.25	6523.92	7084.69	7781.61	资产负债率	12.60%	11.21%	12.10%	12.51%
负债和股东权益合计	7006.99	7347.54	8060.32	8894.51	带息债务/总负债	40.57%	36.42%	30.75%	26.96%
					流动比率	5.36	6.24	5.97	6.13
					速动比率	4.41	4.91	4.51	4.59
					股利支付率	11.85%	16.58%	15.05%	15.93%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	573.47	825.28	1003.90	1192.45	每股收益	1.27	1.53	2.03	2.55
PE	13.80	11.44	8.61	6.86	每股净资产	18.80	20.03	21.75	23.89
PB	0.93	0.87	0.80	0.73	每股经营现金	1.21	1.50	0.88	1.71
PS	2.92	2.32	1.77	1.45	每股股利	0.15	0.25	0.31	0.41
EV/EBITDA	6.88	4.87	4.18	3.38					
股息率	0.86%	1.45%	1.75%	2.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
