

# 明阳电气(301291)

## 业绩超预期，海风产品有望提供新动能

### 事件：

公司发布2023年年报和2024年一季报，2023年全年实现营业收入49.48亿元，同比+52.91%，实现归母净利润4.98亿元，同比+87.67%，其中23Q4公司实现营业收入16.45亿元，同比+32.09%，实现归母净利润1.79亿元，同比+85.93%。24Q1公司实现营业收入10.34亿元，同比+46.35%，实现归母净利润0.90亿元，同比+104.30%，业绩超预期。

#### ► 新能源领域收入高增，光伏、储能占比提高

分行业看，公司2023年光伏行业线实现收入20.74亿元，同比+83%；风电行业线实现收入13.76亿元，同比+22%；储能行业线实现收入6.68亿元，同比+237%。相较2022年，光伏行业线收入占比从35%提升到42%，储能行业线收入占比从6%提升到13%。受益于供应链管控加强以及自身技术进步带来的成本优势，2023年新能源领域毛利率为22.73%，同比上升1.52%。

#### ► 间接出海+全球化布局双轮驱动，海外业务成长可期

2023年公司通过与国内知名新能源头部企业合作，快速扩大公司在国际市场知名度。同时，公司有序推进业务全球化布局，重点提升海外营销、质量控制、产品设计方案、服务等关键能力建设，初步建立间接出海+全球化布局双轮驱动战略模式。公司已获得中国CQC、美国UL、欧盟CE、欧洲DNV-GL等一系列国内外权威机构认证，为公司全球化布局奠定了坚实基础。

#### ► 布局高电压大容量产品，持续研发提供新动能

公司持续突破高电压大容量产品，110/220kV等高电压主变产品、110kV电压等级的GIS已实现小批量出货，252kV电压等级的GIS也开始投放市场。海风领域，公司研发出66kV预制式智能化海上升压系统、72.5kV环保气体绝缘开关设备，汇集侧升压从35kV上升到66kV。我们认为随着2024年海风景气度逐渐恢复，公司新产品的提前布局有望打造第二增长级。

#### ► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为67.20/88.26/107.43亿元，同比增速分别为35.80%/31.35%/21.72%，归母净利润分别为6.52/8.80/10.99亿元，同比增速分别为30.93%/35.02%/24.86%，EPS分别为2.09/2.82/3.52元/股，3年CAGR为30.20%。鉴于公司海外业务具有高成长性，参照可比公司估值，我们给予公司2024年21倍PE，目标价44元，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内新能源装机不及预期；海外客户拓展不及预期

行业： 电力设备/电网设备  
投资评级： 买入（维持）  
当前价格： 37.26元  
目标价格： 44.00元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	312.20/72.03
流通A股市值(百万元)	2,681.57
每股净资产(元)	13.77
资产负债率(%)	45.09
一年内最高/最低(元)	39.17/22.80

### 股价相对走势



### 作者

分析师：贺朝晖  
执业证书编号：S0590521100002  
邮箱：hezhang@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3236	4948	6720	8826	10743
增长率(%)	59.40%	52.91%	35.80%	31.35%	21.72%
EBITDA(百万元)	341	594	801	1071	1334
归母净利润(百万元)	265	498	652	880	1099
增长率(%)	64.38%	87.67%	30.93%	35.02%	24.86%
EPS(元/股)	0.85	1.59	2.09	2.82	3.52
市盈率(P/E)	43.8	23.4	17.8	13.2	10.6
市净率(P/B)	12.0	2.8	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	35.0	10.8	11.2	8.1	6.0

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年04月30日收盘价

### 相关报告

**财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	404	2981	3389	3941	4811	营业收入	3236	4948	6720	8826	10743
应收账款+票据	1883	2667	3721	4766	5654	营业成本	2551	3826	5176	6754	8171
预付账款	88	61	83	109	132	营业税金及附加	15	17	28	36	44
存货	581	995	1347	1850	2239	营业费用	116	181	249	335	419
其他	58	89	102	133	162	管理费用	188	289	396	525	645
<b>流动资产合计</b>	<b>3014</b>	<b>6792</b>	<b>8641</b>	<b>10799</b>	<b>12998</b>	财务费用	18	-6	-9	-10	-12
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-27	-53	-72	-94	-114
固定资产	474	502	493	570	677	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1	2	51	100	100	投资净收益	0	-1	0	0	0
无形资产	97	130	116	102	88	其他	-27	-27	-75	-101	-126
其他非流动资产	212	410	407	404	401	<b>营业利润</b>	<b>293</b>	<b>560</b>	<b>733</b>	<b>990</b>	<b>1236</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>784</b>	<b>1044</b>	<b>1067</b>	<b>1176</b>	<b>1266</b>	营业外净收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3797</b>	<b>7836</b>	<b>9709</b>	<b>11976</b>	<b>14264</b>	<b>利润总额</b>	<b>293</b>	<b>560</b>	<b>733</b>	<b>990</b>	<b>1236</b>
短期借款	59	10	0	0	0	所得税	28	62	81	110	137
应付账款+票据	1992	2905	3946	5057	6006	<b>净利润</b>	<b>265</b>	<b>498</b>	<b>652</b>	<b>880</b>	<b>1099</b>
其他	444	645	838	1098	1334	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>2495</b>	<b>3561</b>	<b>4785</b>	<b>6155</b>	<b>7339</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>265</b>	<b>498</b>	<b>652</b>	<b>880</b>	<b>1099</b>
长期带息负债	315	43	40	57	62	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	0	0	0	0						
其他	16	21	21	21	21						
<b>非流动负债合计</b>	<b>331</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>77</b>	<b>83</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2826</b>	<b>3624</b>	<b>4846</b>	<b>6233</b>	<b>7422</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	59.40%	52.91%	35.80%	31.35%	21.72%
股本	234	312	312	312	312	EBIT	55.91%	78.01%	30.78%	35.23%	24.92%
资本公积	206	2894	2894	2894	2894	EBITDA	55.30%	74.28%	34.79%	33.66%	24.58%
留存收益	531	1005	1656	2537	3636	归属于母公司净利润	64.38%	87.67%	30.93%	35.02%	24.86%
<b>股东权益合计</b>	<b>971</b>	<b>4211</b>	<b>4863</b>	<b>5743</b>	<b>6842</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3797</b>	<b>7836</b>	<b>9709</b>	<b>11976</b>	<b>14264</b>	毛利率	21.17%	22.69%	22.97%	23.48%	23.94%
<b>现金流量表</b>						净利率	8.20%	10.06%	9.70%	9.97%	10.23%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	ROE	27.33%	11.82%	13.40%	15.32%	16.06%
净利润	265	498	652	880	1099	ROIC	23.68%	38.37%	36.23%	39.84%	39.68%
折旧摊销	30	40	77	91	110	<b>偿债能力</b>					
财务费用	18	-6	-9	-10	-12	资产负债率	74.43%	46.26%	49.91%	52.04%	52.03%
存货减少(增加为“-”)	-196	-413	-352	-503	-388	流动比率	1.2	1.9	1.8	1.8	1.8
营运资金变动	-88	-326	-208	-236	-144	速动比率	0.9	1.6	1.5	1.4	1.4
其它	259	537	353	504	389	<b>营运能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>288</b>	<b>329</b>	<b>513</b>	<b>726</b>	<b>1053</b>	应收账款周转率	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1
资本支出	-11	-74	-100	-200	-200	存货周转率	4.4	3.8	3.8	3.7	3.7
长期投资	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.9	0.6	0.7	0.7	0.8
其他	-8	-3	-1	-1	-1	<b>每股指标(元)</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-19</b>	<b>-77</b>	<b>-101</b>	<b>-201</b>	<b>-201</b>	每股收益	0.8	1.6	2.1	2.8	3.5
债权融资	-158	-321	-13	17	5	每股经营现金流	0.9	1.1	1.6	2.3	3.4
股权融资	0	78	0	0	0	每股净资产	3.1	13.5	15.6	18.4	21.9
其他	-25	2709	9	10	12	<b>估值比率</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-184</b>	<b>2466</b>	<b>-4</b>	<b>27</b>	<b>18</b>	市盈率	43.8	23.4	17.8	13.2	10.6
<b>现金净增加额</b>	<b>85</b>	<b>2718</b>	<b>408</b>	<b>552</b>	<b>870</b>	市净率	12.0	2.8	2.4	2.0	1.7
						EV/EBITDA	35.0	10.8	11.2	8.1	6.0
						EV/EBIT	38.3	11.6	12.4	8.8	6.5

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 30 日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼