

2024年05月06日

# 明阳电气 (301291.SZ)

## 公司快报

### 业绩高增，海上新能源核心竞争力突出

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司发布2023年年报和2024年一季报，23年实现营业收入49.48亿元，同比+52.91%；归母净利润4.98亿元，同比+87.67%，扣非归母净利润4.90亿元，同比+90.82%。24Q1实现收入10.34亿元，同比+46.35%，归母净利润0.90亿元，同比+104.30%，扣非归母净利润0.89亿元，同比+104.57%。
- ◆ **新能源领域实现翻倍增长，海上新能源核心竞争力突出。**分产品来看，公司产品包括箱式变电站、成套开关设备和变压器。其中箱式变电站产品的国内市场份额名列前茅，2023年实现收入34.58亿元，同比+75.3%，占营业收入比重69.9%。分行业来看，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%。相较于去年同期，光伏行业线销售收入占比从35%提升到42%，储能行业线销售收入占比从6%提升到13%，为报告期内公司业绩提供了强力的支撑和保障。同时，公司海上新能源核心竞争力不断增强：自主研发的海上风电升压系统产品打破了外资品牌的垄断，且实现环保型植物油变压器在海上风电的首次应用；2023年10月，公司成功中标国华HG14海上光伏1000MW项目，系全球首个进入实施阶段的GW级大容量海上光伏项目。
- ◆ **盈利能力提升，海外布局加码。**23年公司销售毛利率和销售净利率分别为22.69%/10.06%，同比分别+1.52pct/+1.86pct。其中新能源领域毛利率为22.73%，同比+1.52%。24Q1公司销售毛利率和销售净利率分别为23.07%/8.68%，同比分别+3.03pct/+2.40pct，盈利能力有着显著提升。报告期内，公司积极参与国际市场，将海外作为重点开拓市场，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。同时获得中国CQC、美国UL、欧盟CE、欧洲DNV-GL认证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。公司研发的光伏一体机产品应用在海外40多个国家，遍布东南亚、欧洲、中东、北美市场。2023年公司变压器实现收入6.88亿元，同比+54.64%。随着新能源装机以及电网建设、升级改造使得变压器需求快速增长，产能错配导致海外变压器供需两端出现失衡，变压器出海景气上行。随着公司海外市场的逐步拓展，变压器业务有望实现进一步增长。
- ◆ **研发投入加大，超前布局高电压大容量产品。**报告期内，公司实现研发费用1.61亿元，同比+53.81%。在具有先发优势的海上领域，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，适配风机容量上升到8-12MW。汇集侧升压从35kV上升到66kV。在光伏与储能领域，公司研发的一体化装置，具有优异的智能化水平和可靠性，光伏一体机单机容量可达6.8MW，储能一体机单机容量可达6MW，可以实现光伏/储能等应用场景全覆盖。公司研发出的66kV升压变压器、气体绝缘开关设备，已实现了批量应用，产品结构从中低压范畴延伸到高压范畴，110/220kV等高压主变产品、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。2024年1月，公司完成广东

电力设备及新能源 | 输变电设备III

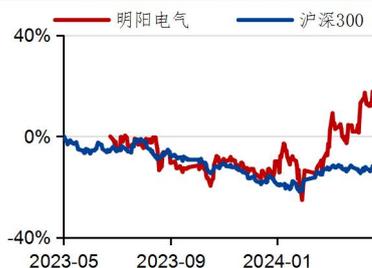
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2024-04-30) **37.26元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	11,632.57
流通市值(百万元)	2,681.57
总股本(百万股)	312.20
流通股本(百万股)	71.97
12个月价格区间	36.71/26.17

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.44	40.33	8.29
绝对收益	12.47	52.96	-1.98

 分析师 **张文臣**

 SAC执业证书编号：S0910523020004  
 zhangwenchen@huajinsec.cn

 分析师 **周涛**

 SAC执业证书编号：S0910523050001  
 zhoutao@huajinsec.cn

 分析师 **申文雯**

 SAC执业证书编号：S0910523110001  
 shenwenwen@huajinsec.cn

#### 相关报告

明阳电气：明阳电气-新股专题覆盖报告（明阳电气）-2023年第115期-总第312期  
 2023.6.9



博瑞天成能源技术有限公司的收购，促进了公司形成新的业务模式，加快新能源升压站业务的推进。高电压大容量产品有望成为公司的第二增长能级。

◆ **投资建议：**公司作为领先的新能源领域智能化配电设备提供商，聚焦于智能化输配电装备的研发与制造，抓住向数据中心、智能电网及特定领域延伸的历史性机会，已基本完成从传统能源向新能源市场转型，市场占有率不断提升，在海上新能源领域具备竞争优势，看好公司未来的发展前景，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 6.51、8.04 和 10.41 亿元，对应 EPS 2.09、2.58 和 3.33 元/股，对应 PE 18、15 和 11 倍，维持“买入-A”的投资评级。

◆ **风险提示：**1、电网投资不及预期；2、原材料价格大幅波动；3、市场竞争加剧，市场份额提升不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,236	4,948	6,486	8,206	10,354
YoY(%)	59.4	52.9	31.1	26.5	26.2
归母净利润(百万元)	265	498	651	804	1,041
YoY(%)	64.4	87.7	30.9	23.5	29.4
毛利率(%)	21.2	22.7	22.0	21.9	22.3
EPS(摊薄/元)	0.85	1.59	2.09	2.58	3.33
ROE(%)	27.3	11.8	13.4	14.2	15.5
P/E(倍)	43.8	23.4	17.9	14.5	11.2
P/B(倍)	12.0	2.8	2.4	2.1	1.7
净利率(%)	8.2	10.1	10.0	9.8	10.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3014	6792	7891	10058	11895	<b>营业收入</b>	3236	4948	6486	8206	10354
现金	404	2981	3475	4291	5056	营业成本	2551	3826	5061	6407	8041
应收票据及应收账款	1522	2256	2696	3570	4336	营业税金及附加	15	17	27	31	41
预付账款	88	61	134	112	198	营业费用	116	181	240	304	383
存货	581	995	1090	1549	1763	管理费用	83	128	169	213	269
其他流动资产	419	499	494	536	541	研发费用	105	161	211	254	321
<b>非流动资产</b>	784	1044	1228	1431	1677	财务费用	18	-6	-63	-66	-61
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-64	-115	-130	-178	-216
固定资产	474	490	628	782	978	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	97	130	151	177	202	投资净收益	-0	-1	-1	-1	-1
其他非流动资产	213	424	449	472	497	<b>营业利润</b>	293	560	726	901	1163
<b>资产总计</b>	3797	7836	9119	11489	13571	营业外收入	0	0	1	1	1
<b>流动负债</b>	2495	3561	4195	5465	6510	营业外支出	1	0	0	0	0
短期借款	59	10	10	10	10	<b>利润总额</b>	293	560	726	901	1163
应付票据及应付账款	1992	2905	3573	4629	5665	所得税	28	62	75	96	122
其他流动负债	444	645	612	827	836	<b>税后利润</b>	265	498	651	804	1041
<b>非流动负债</b>	331	64	61	357	353	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	315	37	34	30	27	<b>归属母公司净利润</b>	265	498	651	804	1041
其他非流动负债	16	27	27	327	327	EBITDA	331	508	661	823	1071
<b>负债合计</b>	2826	3624	4256	5822	6864						
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	234	312	312	312	312	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	206	2894	2894	2894	2894	<b>成长能力</b>					
留存收益	528	1001	1652	2457	3497	营业收入(%)	59.4	52.9	31.1	26.5	26.2
归属母公司股东权益	971	4211	4863	5667	6708	营业利润(%)	62.8	90.9	29.7	24.0	29.1
<b>负债和股东权益</b>	3797	7836	9119	11489	13571	归属于母公司净利润(%)	64.4	87.7	30.9	23.5	29.4
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	21.2	22.7	22.0	21.9	22.3
						净利率(%)	8.2	10.1	10.0	9.8	10.1
						ROE(%)	27.3	11.8	13.4	14.2	15.5
						ROIC(%)	19.3	9.8	11.5	12.2	13.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	74.4	46.3	46.7	50.7	50.6
						流动比率	1.2	1.9	1.9	1.8	1.8
						速动比率	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
						应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
						<b>估值比率</b>					
						P/E	43.8	23.4	17.9	14.5	11.2
						P/B	12.0	2.8	2.4	2.1	1.7
						EV/EBITDA	35.2	17.2	12.5	9.0	6.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)