

SVG、变频器表现亮眼，加快出海步伐

投资要点

- **事件:** 公司2023年实现营业收入17.01亿元,同比增长30.50%;实现归母净利润1.66亿元,同比增长28.70%。2024Q1实现营业收入2.93亿元,同比增长36.63%;实现归母净利润0.39亿元,同比增长91.58%。
- **SVG、变频器需求旺盛,毛利率同比提升。** 2023年,SVG业务实现营业收入9.73亿元,同比增长56.77%;毛利率22.67%,同比提升0.26pp。变频器业务实现营业收入3.55亿元,同比增长56.71%;毛利率34.48%,同比提升4.49pp。储能业务实现营业收入1.77亿元,同比下降38.34%;毛利率20.61%,同比提升1.73pp。2023年,SVG毛利率触底回升,综合毛利率27.65%,同比提升1.37pp,主要系报告期内,公司营业收入规模增加和通过降本攻关产品毛利率提升所致。2024Q1,SVG产品营业收入较上年同期增加约85%,带动了公司总收入和净利润的快速增长。由于小功率SVG同比增长一倍多,小功率SVG盈利能力强于大功率机型,2024Q1公司综合毛利率31.73%,同比提升1.39pp。
- **加大传统行业、海外客户拓展力度,新产品推出加速。** 新能源领域SVG招投标竞争激烈,毛利率较低。公司为保证盈利质量,适当放弃了部分低价订单。2023年,光伏行业营业收入同比增长18.19%,风电行业营业收入同比增长32.49%,虽然增速低于行业,但公司保持了较好盈利水平。其他行业营业收入比上年增长37.22%,主要系随着公司业务的发展及营销改革措施的推进,通过洞察市场需求、拓展销售渠道等方式大力发展传统行业等其他行业,促进营业收入的增加。公司专门应对俄罗斯市场的G73高压变频器产品成功量产,公司研制的690V/1500kW工程传动四象限变频调速装置成功下线并发往欧洲,标志着新风光技术创新和海外市场拓展的新突破。变频器业务方面,公司持续推出新产品,致力于突破大功率应用业绩。
- **新签订单取得开门红,合同负债保持增长。** 2023年公司新签订单21亿元,同比增长8%,其中SVG产品签单12亿元,同比增长40%,轨道交通高端装备签单1.5亿元,同比增长50%。2024Q1新签订单4.32亿,同比增长29%,其中SVG产品签单2.36亿元,同比增长42%;储能产品签单8,080万元,同比增长近六倍。截至2024Q1末,公司合同负债1.58亿元,较2023年末增长13.41%。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司24~26年归母净利润分别为2.28、2.79、3.34亿元,对应PE分别为15、13、10倍。公司SVG业务加大传统工业领域、国南网业务开拓力度,毛利率有望持续改善。变频器业务新产品陆续推出,大功率应用场景加快国产替代力度。加速SVG、变频器业务出海。我们给予公司2024年20倍PE估值,对应目标价32.6元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 订单增速低于预期、原材料价格上涨、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1700.82	2384.52	2863.69	3474.75
增长率	30.50%	40.20%	20.10%	21.34%
归属母公司净利润(百万元)	165.62	227.89	279.11	333.81
增长率	28.70%	37.60%	22.47%	19.60%
每股收益EPS(元)	1.18	1.63	1.99	2.39
净资产收益率ROE	12.91%	15.41%	16.30%	16.77%
PE	21	15	13	10
PB	2.74	2.38	2.06	1.77

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

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

分析师: 谢尚师
执业证号: S1250523070001
电话: 021-68416923
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.40
流通A股(亿股)	1.40
52周内股价区间(元)	15.90~37.33
总市值(亿元)	34.92
总资产(亿元)	25.90
每股净资产(元)	8.71

相关研究

1. 新风光(688663): 业绩持续超预期, 高管底部增持显信心 (2023-11-02)
2. 新风光(688663): 毛利率提升, 业绩超预期 (2023-08-28)
3. 新风光(688663): 业绩符合预期, 储能系统毛利率大幅提升 (2023-04-27)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随着风电、光伏地面电站装机量提升，SVG 在分布式电站中渗透率提升，参考行业增速，预计 2024~2026 年 SVG 收入增速分别为 20%、15%、15%。考虑到小容量 SVG 产品收入占比提升，以及公司加大传统行业、两网市场拓展力度，假设 SVG 毛利率持续恢复，假设 2024~2026 年毛利率分别为 23.5%、24.0%、24.0%。

假设 2：储能业务方面，上游碳酸锂、电芯价格已经逐渐企稳，公司将在储能业务方面采取更积极接单策略。参考行业增速及公司业务目标，预计 2024~2026 年收入分别为 5.0 亿、7.0 亿、9.8 亿。公司储能业务以大型独立储能、工商业储能和 PCS 等产品为主，考虑到 PCS 产品毛利率较高，假设储能业务 2024~2026 年毛利率稳定在 13.0% 左右。

假设 3：高压变频器市场相对成熟，考虑到公司向中低压变频器市场拓展，以及重点突破大功率应用场景，假设 2024~2026 年变频器业务收入增速分别为 20.0%、15.0%、15.0%，毛利率稳定在 35.0% 水平。

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		2022A	2023E	2024E	2025E
SVG	收入	973.35	1,168.02	1,343.22	1,544.71
	增速	56.77%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	22.67%	23.50%	24.00%	24.00%
变频器	收入	355.41	426.50	490.47	564.04
	增速	56.71%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	34.48%	35.00%	35.00%	35.00%
轨道交通能量回馈装置	收入	22.14	60.00	60.00	60.00
	增速	-64.94%	171.05%	0.00%	0.00%
	毛利率	24.80%	33.00%	33.00%	33.00%
储能产品	收入	177.13	500.00	700.00	980.00
	增速	-38.34%	182.27%	40.00%	40.00%
	毛利率	20.61%	13.00%	13.00%	13.00%
其他	收入	172.79	230.00	270.00	326.00
	增速	64.24%	33.11%	17.39%	20.74%
	毛利率	49.18%	52.17%	52.59%	53.01%
合计	收入	1,700.82	2,384.52	2,863.69	3,474.75
	增速	30.50%	40.20%	20.10%	21.34%
	毛利率	27.65%	26.36%	26.08%	25.56%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 23.85 亿元、28.64 亿元和 34.75 亿元，归母净利润分别为 2.28、2.79、3.34 亿元，对应 PE 分别为 15、13、10 倍。

我们选取电力设备新能源行业三家可比公司，2024 年可比公司平均 PE 为 21.40 倍。公司 SVG 业务加大传统工业领域、国南网业务开拓力度，毛利率有望持续改善。变频器业务新产品陆续推出，大功率应用场景加快国产替代力度。加速 SVG、变频器业务出海。我们给予公司 2024 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 32.6 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002028.SZ	思源电气	65.14	2.01	2.61	3.26	32.41	24.96	19.98
603556.SH	海兴电力	45.68	2.01	2.46	3.00	22.73	18.57	15.23
601567.SH	三星医疗	33.70	1.35	1.63	1.98	24.96	20.67	17.02
平均值						26.70	21.40	17.41

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	1700.82	2384.52	2863.69	3474.75	净利润	166.20	227.89	279.11	333.81
营业成本	1230.62	1755.96	2116.86	2586.60	折旧与摊销	13.99	19.91	22.83	24.43
营业税金及附加	8.50	11.92	14.32	17.37	财务费用	-5.25	-8.79	-9.00	-9.88
销售费用	151.71	202.68	234.82	277.98	资产减值损失	-1.18	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	158.21	202.68	229.10	260.61	经营营运资本变动	62.52	-120.77	-100.75	-121.71
财务费用	-5.25	-8.79	-9.00	-9.88	其他	-48.22	23.92	14.96	21.00
资产减值损失	-1.18	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	188.07	132.17	197.15	237.64
投资收益	3.23	10.00	10.00	9.00	资本支出	-61.28	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	2.00	2.00	2.00	其他	202.19	-65.49	26.39	16.72
其他经营损益	0.00	30.00	30.00	30.00	投资活动现金流净额	140.91	-85.49	6.39	-3.28
营业利润	185.16	252.06	309.60	373.07	短期借款	-7.34	-1.66	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.45	4.00	4.00	2.00	长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
利润总额	184.71	256.06	313.60	375.07	股权融资	15.10	0.00	0.00	0.00
所得税	18.51	28.17	34.50	41.26	支付股利	-55.98	-33.12	-45.58	-55.82
净利润	166.20	227.89	279.11	333.81	其他	17.18	5.16	9.00	9.88
少数股东损益	0.58	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-31.04	20.37	13.42	4.06
归属母公司股东净利润	165.62	227.89	279.11	333.81	现金流量净额	297.94	67.05	216.97	238.42
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	691.94	758.99	975.96	1214.38	成长能力				
应收和预付款项	1209.50	1677.20	2014.95	2446.05	销售收入增长率	30.50%	40.20%	20.10%	21.34%
存货	474.39	613.59	739.90	904.31	营业利润增长率	30.05%	36.13%	22.83%	20.50%
其他流动资产	125.29	268.26	292.20	335.36	净利润增长率	29.77%	37.12%	22.47%	19.60%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	28.78%	35.73%	22.89%	19.84%
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	187.86	192.26	193.74	193.63	毛利率	27.65%	26.36%	26.08%	25.56%
无形资产和开发支出	32.22	28.05	23.89	19.72	三费率	17.91%	16.63%	15.89%	15.22%
其他非流动资产	33.80	33.66	33.51	33.36	净利率	9.77%	9.56%	9.75%	9.61%
资产总计	2755.02	3572.00	4274.14	5146.81	ROE	12.91%	15.41%	16.30%	16.77%
短期借款	1.66	0.00	0.00	0.00	ROA	6.03%	6.38%	6.53%	6.49%
应付和预收款项	1106.19	1598.57	1926.96	2354.20	ROIC	22.47%	26.50%	27.78%	29.23%
长期借款	0.00	50.00	100.00	150.00	EBITDA/销售收入	11.40%	11.04%	11.29%	11.16%
其他负债	359.37	444.50	534.72	652.16	营运能力				
负债合计	1467.22	2093.07	2561.68	3156.36	总资产周转率	0.66	0.75	0.73	0.74
股本	139.95	139.95	139.95	139.95	固定资产周转率	13.58	15.64	15.78	18.54
资本公积	585.27	585.27	585.27	585.27	应收账款周转率	1.92	2.13	1.98	1.99
留存收益	544.12	738.89	972.42	1250.41	存货周转率	2.87	3.22	3.12	3.14
归属母公司股东权益	1272.98	1464.12	1697.64	1975.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	65.38%	—	—	—
少数股东权益	14.82	14.82	14.82	14.82	资本结构				
股东权益合计	1287.80	1478.94	1712.46	1990.45	资产负债率	53.26%	58.60%	59.93%	61.33%
负债和股东权益合计	2755.02	3572.00	4274.14	5146.81	带息债务/总负债	0.11%	2.39%	3.90%	4.75%
					流动比率	1.71	1.63	1.64	1.63
					速动比率	1.39	1.33	1.34	1.33
					股利支付率	33.80%	14.54%	16.33%	16.72%
					每股指标				
					每股收益	1.18	1.63	1.99	2.39
					每股净资产	9.10	10.46	12.13	14.12
					每股经营现金	1.34	0.94	1.41	1.70
					每股股利	0.40	0.24	0.33	0.40
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	193.91	263.18	323.43	387.61					
PE	21.08	15.32	12.51	10.46					
PB	2.74	2.38	2.06	1.77					
PS	2.05	1.46	1.22	1.00					
EV/EBITDA	14.28	10.16	7.79	6.03					
股息率	1.60%	0.95%	1.31%	1.60%					

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

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。

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
