

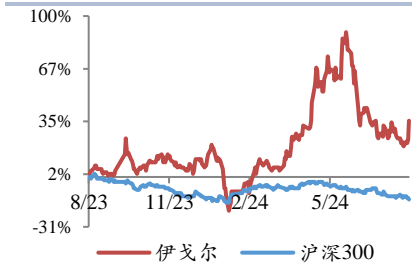
业绩超预期，变压器出海加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-29

收盘价（元）	17.81
近12个月最高/最低（元）	25.10/9.81
总股本（百万股）	392
流通股本（百万股）	370
流通股比例（%）	94.36
总市值（亿元）	70
流通市值（亿元）	66

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001
邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004
邮箱：zhangzhibang@hazq.com

分析师：洪慧

执业证书号：S0010524050001
邮箱：honghui@hazq.com

相关报告

1. 变压器出海扬帆，数据中心长风破浪，双引擎助力公司量利齐升 2024-06-11

主要观点：

● 业绩

公司公布 2024H1 业绩，实现营收 20.53 亿元，YoY+30.44%；实现归母净利润 1.76 亿元，YoY+95.38%；实现扣非归母净利润 1.64 亿元，YoY+92.92%。其中 2024Q2 实现营收 12.79 亿元，YoY+36.86%；实现归母净利润 1.18 亿元，YoY+65.63%；实现扣非归母净利润 1.11 亿元，YoY+64.06%。

● 三大业务均实现高增，盈利能力显著提升

①能源产品：实现营收 14.85 亿元，同增 28.44%；毛利率为 24.03%，同增 6.20%，主要系全球新能源行业需求旺盛所致，带动公司新能源变压器产品收入持续增加。②照明产品：实现收入 4.53 亿元，同增 34.81%；毛利率 25.90%，同增 0.85%，主要得益于照明行业市场回暖，以及自身产品结构的优化。③其他产品（孵化业务）：公司孵化的车载电感、车载电源、储能装置、充电桩产品实现营收 1.16 亿元，同增 40.61%，主要受益于客户开拓进展明显，出货量增加。

● 海外营收显著增长，直销比例持续提升

受益于海外变压器高景气，公司 24H1 实现境外营收 5.95 亿元，同增 47.94%；海外毛利率达 32.84%，远超国内 21.19%。随着海外市场开拓成果逐步显现，以及海外产能布局有序释放，海外直销比例有望进一步提升，从而提振整体盈利水平。

● 投资建议

考虑到公司光伏升压变、配变产能布局进展顺利，叠加海外直销比例持续提升，我们上调公司盈利预测。预计 24-26 年归母净利润分别为 4.03/5.18/6.17 亿元（前值为 3.54/4.55/5.43 亿元），对应 PE 分别 17/13/11 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

国际化经营风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险等。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3630	4754	5811	6850
收入同比（%）	28.7%	31.0%	22.2%	17.9%
归属母公司净利润	209	403	518	617
净利润同比（%）	9.3%	92.4%	28.7%	19.1%
毛利率（%）	22.3%	21.9%	22.5%	23.2%
ROE（%）	6.8%	11.6%	13.0%	13.4%
每股收益（元）	0.63	1.03	1.32	1.57
P/E	23.57	17.34	13.48	11.31
P/B	1.88	2.01	1.75	1.52
EV/EBITDA	14.26	11.47	8.90	7.46

资料来源：iFind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3659	5033	6173	7117	营业收入	3630	4754	5811	6850
现金	668	1422	1806	1925	营业成本	2819	3713	4503	5261
应收账款	1210	1426	1569	1664	营业税金及附加	18	21	27	35
其他应收款	34	40	46	52	销售费用	97	114	147	190
预付账款	20	23	30	33	管理费用	206	243	312	404
存货	483	573	625	584	财务费用	13	15	17	19
其他流动资产	1244	1550	2097	2859	资产减值损失	-68	0	0	0
非流动资产	1637	1977	2141	2281	公允价值变动收益	-15	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	905	1119	1300	1451	营业利润	227	429	550	655
无形资产	114	114	114	114	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	600	726	709	697	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	5296	7010	8314	9398	利润总额	227	429	550	655
流动负债	1920	3014	3636	4074	所得税	9	18	24	30
短期借款	242	346	476	553	净利润	217	411	526	625
应付账款	1160	1833	2001	2104	少数股东损益	8	8	8	8
其他流动负债	518	835	1159	1417	归属母公司净利润	209	403	518	617
非流动负债	271	502	658	679	EBITDA	393	554	703	835
长期借款	196	396	546	566	EPS (元)	0.63	1.03	1.32	1.57
其他非流动负债	75	106	112	113					
负债合计	2191	3516	4294	4752					
少数股东权益	12	20	28	36					
股本	391	392	392	392					
资本公积	1969	1978	1978	1978					
留存收益	733	1104	1622	2239					
归属母公司股东权益	3093	3474	3992	4609					
负债和股东权益	5296	7010	8314	9398					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	174	991	637	668
净利润	217	411	526	625
折旧摊销	90	110	136	161
财务费用	23	25	39	46
投资损失	-4	0	0	0
营运资金变动	-202	447	-64	-164
其他经营现金流	468	-37	590	790
投资活动现金流	-1027	-548	-500	-600
资本支出	-548	-300	-300	-300
长期投资	-486	-100	-200	-300
其他投资现金流	7	-148	0	0
筹资活动现金流	1145	326	247	51
短期借款	-122	105	130	77
长期借款	190	200	150	20
普通股增加	92	1	0	0
资本公积增加	1117	9	0	0
其他筹资现金流	-132	12	-33	-45
现金净增加额	298	753	384	119

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	28.7%	31.0%	22.2%	17.9%
营业利润	13.8%	88.5%	28.4%	19.1%
归属于母公司净利	9.3%	92.4%	28.7%	19.1%
获利能力				
毛利率 (%)	22.3%	21.9%	22.5%	23.2%
净利率 (%)	5.8%	8.5%	8.9%	9.0%
ROE (%)	6.8%	11.6%	13.0%	13.4%
ROIC (%)	8.1%	9.9%	10.6%	11.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.4%	50.2%	51.6%	50.6%
净负债比率 (%)	70.6%	100.6%	106.8%	102.3%
流动比率	1.91	1.67	1.70	1.75
速动比率	1.50	1.34	1.34	1.35
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.77	0.76	0.77
应收账款周转率	3.68	3.61	3.88	4.24
应付账款周转率	2.89	2.48	2.35	2.56
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	1.03	1.32	1.57
每股经营现金流	0.44	2.53	1.62	1.70
每股净资产	7.90	8.86	10.18	11.75
估值比率				
P/E	23.57	17.34	13.48	11.31
P/B	1.88	2.01	1.75	1.52
EV/EBITDA	14.26	11.47	8.90	7.46

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 陈耀波, 华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士, 有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管, 博时基金投资部等, 具有 8 年买方投研经验。

分析师: 张志邦, 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5 年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

分析师: 洪慧, 华安证券电新行业分析师, 悉尼大学金融学硕士, 2 年卖方行业研究经验, 主要覆盖氢能领域行业研究。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。