

产品与市场多维度开拓布局，光储产品有望受益需求释放

上能电气(300827)

►营收利润高速增长，盈利能力触底回升

2022年公司实现营业总收入23.39亿元，同比+114.08%；实现归母净利润8156.49万元，同比+38.46%。2023Q1公司实现营业总收入6.20亿元，同比+184.39%；实现归母净利润3651.66万元，同比+126.59%。2023上半年公司业绩延续高增态势，2023H1实现营业总收入21.8亿元，同比+416.58%；实现归母净利润1.35亿元，同比+488.54%。

►地面电站需求释放，国内海外共同开拓

2023H1公司光伏逆变器实现收入13.03亿元，同比增长275.55%。我们预计，受益于地面电站和大储需求放量以及新市场的开拓，公司光伏逆变器业务规模有望持续扩大。

►海内外大储需求共振，行业步入高景气度

2023H1公司储能双向变流器及系统集成产品实现收入8.18亿元，同比增长2048.15%。公司立足储能PCS产品，横向拓展储能系统集成解决方案和储能电站整体解决方案，应用项目从国内延伸至海外，考虑到政策鼓励+商业模式逐步清晰，海内外储能需求高速增长，公司储能业务进入发展快车道。

投资建议

我们预计2023-2025年公司实现营业总收入分别为59.03/89.00/125.67亿元，同比增长152.4%/50.8%/41.2%；实现归母净利润4.07/6.52/9.24亿元，同比增长398.5%/60.5%/41.6%，相应EPS分别为1.14/1.83/2.59元，以23年7月27日收盘价34.97元/股计算，当前股价对应PE为31/19/13倍，参考国内可比公司阳光电源、固德威、科士达以及锦浪科技，考虑公司在大型地面电站/储能行业中的头部地位、行业增长以及市场开拓带来的空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧的风险、海外市场政策的风险、海外渠道拓展不及预期、原材料价格及供应风险、市场需求或出货不及预期风险等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,092	2,339	5,903	8,900	12,567
YoY (%)	8.8%	114.1%	152.4%	50.8%	41.2%
归母净利润(百万元)	59	82	407	652	924
YoY (%)	-23.9%	38.5%	398.5%	60.5%	41.6%
毛利率 (%)	24.6%	17.3%	17.8%	18.2%	18.0%
每股收益 (元)	0.25	0.34	1.14	1.83	2.59
ROE	6.6%	7.9%	29.8%	32.3%	31.4%
市盈率	139.88	102.85	30.62	19.08	13.48

资料来源：Wind、华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	34.97
股票代码:	300827
52周最高价/最低价:	53.57/30.65
总市值(亿)	124.48
自由流通市值(亿)	90.42
自由流通股数(百万)	258.56



分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050003

联系电话：010-5977 5338

研究助理：罗静茹

邮箱：luojr@hx168.com.cn

联系电话：021-5038 0388

正文目录

1. 逆变器+储能业务放量增长，营收利润持续上行.....	3
2. 地面电站需求释放，国内海外共同开拓.....	5
3. 海内外大储需求共振，储能业务进入成长快车道.....	5
4. 投资建议.....	6
5. 风险提示.....	6

图表目录

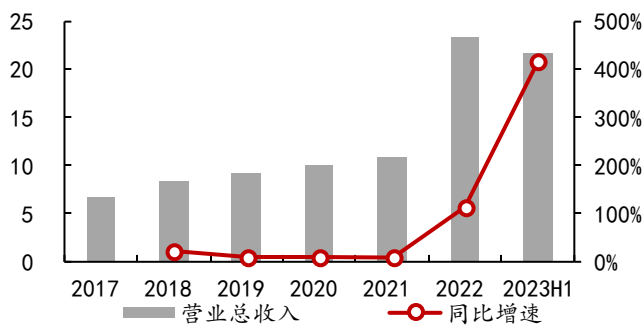
图 1 2017-2023H1 公司营业总收入（亿元）.....	3
图 2 2017-2023H1 公司归母净利润（亿元）.....	3
图 3 2017-2023H1 公司年度毛利率/净利率水平.....	4
图 4 2021Q1-2023Q2 公司季度毛利率/净利率水平.....	4
图 5 2021Q1-2023Q2 公司季度费用率.....	4
图 6 硅料价格走势（截至 23 年 7 月 19 日）.....	5
图 7 2022 年公司在印度市场逆变器并网量排名.....	5
图 8 可比公司估值.....	6

1. 逆变器+储能业务放量增长，营收利润持续上行

国内光伏需求旺盛+储能业务规模扩大，公司业绩快速增长。2022 年公司实现营业总收入 23.39 亿元，同比+114.08%；实现归母净利润 8156.49 万元，同比+38.46%。其中光伏行业实现营业收入 12.24 亿元，同比增长 38.62%；储能行业实现销售收入 10.22 亿元，同比增长 621.85%。得益于国内光伏业务及储能业务放量带动公司业绩持续上行，2022 年公司营收利润快速增长。

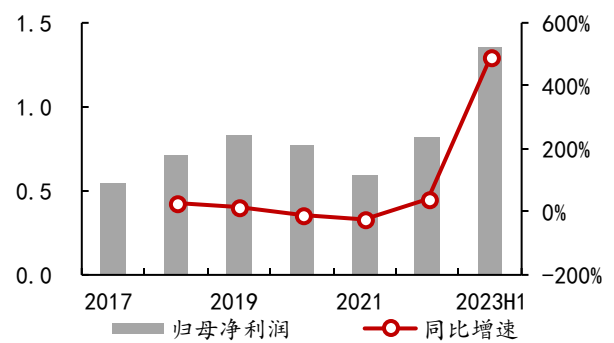
23H1 延续高增态势。2023H1 公司实现营业总收入 21.77 亿元，同比增长 416.58%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比增长 488.54%。分业务看，光伏逆变器实现收入 13.03 亿元，同比增长 275.55%，实现毛利率 19.85%，同比下降 0.97 pct；储能双向变流器及系统集成产品实现收入 8.18 亿元，同比增长 2048.15%，实现毛利率 11.82%，同比下降 16.91pct。

图 1 2017-2023H1 公司营业总收入（亿元）



资料来源：Wind、华西证券研究所

图 2 2017-2023H1 公司归母净利润（亿元）

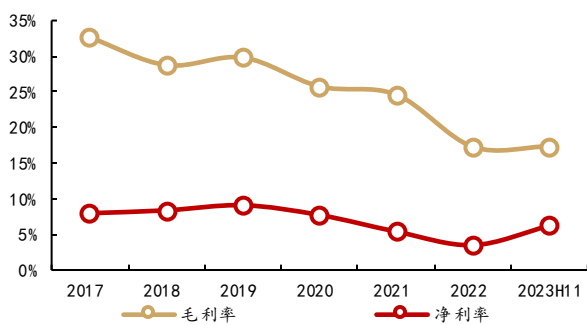


资料来源：Wind、华西证券研究所

净利率逐季改善。2022 年在上游原材料受限背景下，公司毛利率、净利率分别为 17.29%/3.49%，同比下降 7.32pct/1.90pct。2023 年上半年公司净利率触底回升，2023H1 公司实现净利率 6.21%，同比增长 0.76pct。分季度看，2023Q1 公司实现净利率 5.89%，同比下降 1.5pct，环比增长 3.05pct；2023Q2 净利率 6.34%，同比增长 2.97pct，环比增长 0.45pct。

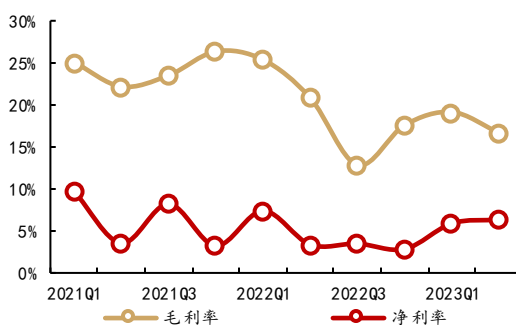
23 年期间费用率快速下行。2023H1 公司实现期间费用率 9.14%，同比下降 10.99pct。分季度看，2023Q1 公司期间费用率约 12.71%，同比下降 7.93pct，环比下降 1.16pct；2023Q2 期间费用率约 7.72%，同比下降 11.88pct，环比下降 4.99pct。我们预计，受益于地面电站和大储需求放量以及新市场的开拓，费用率有望随规模提升实现摊薄，利于净利率水平优化。

图 3 2017-2023H1 公司年度毛利率/净利率水平



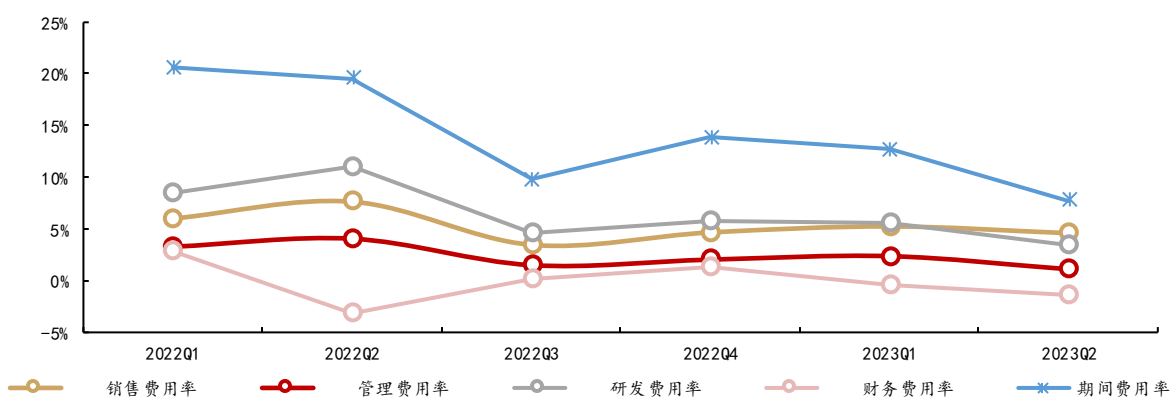
资料来源: Wind、华西证券研究所

图 4 2021Q1-2023Q2 公司季度毛利率/净利率水平



资料来源: Wind、华西证券研究所

图 5 2021Q1-2023Q2 公司季度费用率



资料来源: Wind、华西证券研究所

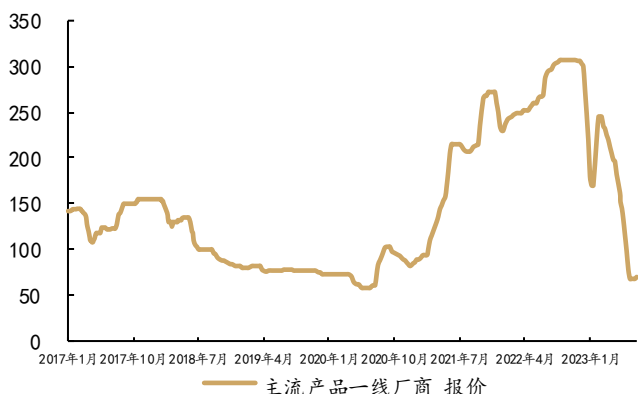
2. 地面电站需求释放，国内海外共同开拓

2022 年公司光伏行业实现营业收入 12.24 亿元，同比增长 38.62%；光伏逆变器出货量 10.09GW，同比增长 35.44%；实现毛利率 19.64%，同比下降 3.31pct；2022 年面对原材料供应瓶颈，公司持续巩固在国内地面光伏电站的领军地位，同时持续增加其他业务及细分市场的海外拓展，推动光伏逆变器业务规模不断扩大。

国内海外市场并重，中国印度市场份额靠前。公司逆变器产品主要为集中式光伏逆变器、组串式光伏逆变器及集散式光伏逆变器。根据公司 2023 半年报披露，从国内市场来看，集中式地面电站主要以央国企招投标为主，经过多年的发展，公司目前在集中式地面电站的招投标中稳居前三；从海外市场来看，公司目前已经与 TATA、ACWA、SOFTBANK、AVAADA、SUPER ENERGY、B. GRIMM、LNT 等著名世界级企业集团取得战略合作关系，产品出货覆盖印度、越南、韩国、西班牙、德国、法国、希腊、瑞典、巴西、沙特、迪拜等地，其中公司 2018 年进入印度市场，根据 Bridge to India 报告披露，2022 年公司在印度市场逆变器并网量排名第二，占比约 23.39%，同比提升 5 pct。

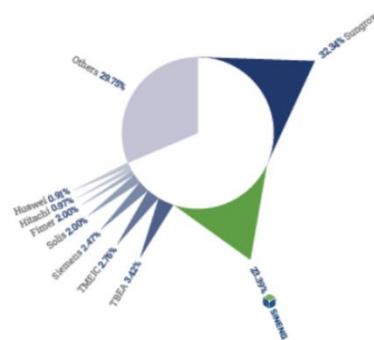
地面电站启动+海外市场延伸，公司有望显著受益于需求释放。一方面，光伏产业链价格下行带动地面电站收益率提升，2023 年国内大基地项目将陆续启动，推动集中式逆变器需求放量；另一方面，公司持续拓展海外市场，除印度、东南亚、中东、欧洲等地面光伏电站市场，公司同时开拓了以北美市场为主的大型储能电站市场、欧洲的分布式光伏及户储市场，为公司业务注入发展动能。根据公司年报披露，截至 2022 年年底，公司国内地面电站逆变器在手订单超 12GW，超 22 年公司整体逆变器出货量。目前公司产品以大功率为主，有望显著受益于地面电站需求释放。2023 年上半年公司光伏业务快速增长，2023H1 公司实现营业收入 13.03 亿元，同比增长 275.55%；实现毛利率 19.85%，同比下降 0.97pct。

图 6 硅料价格走势（元/kg，截至 23 年 7 月 19 日）



资料来源：Solarzoom、华西证券研究所

图 7 2022 年公司在印度市场逆变器并网量排名



资料来源：公司年报、Bridge to India Solar Map 2022、华西证券研究所

3. 海内外大储需求共振，储能业务进入成长快车道

储能业务覆盖储能 PCS 以及储能系统集成，项目经验丰富。公司在储能领域逐步延伸发展，产品覆盖多种功率段的交、直流储能变流器以及适应微网的储能解决方案，

同时推出储能系统集成解决方案和储能电站整体解决方案，应用项目从国内延伸至海外：

- **从储能产品来看：**公司是储能 PCS 国内头部供应商。根据中关村储能产业技术联盟（CNESA）的统计，公司在中国储能 PCS 提供商 2022 年度国内市场储能 PCS 出货量排名中位列第一。
- **公司储能系统业务方面：**根据公司年报披露，公司先后为宁夏 100MW/200MWh 液冷大型储能电站、湖南 100MW/200MWh 独立共享储能电站、广东 200MW 光伏+20MW/20MWh 储能电站等示范项目提供整体解决方案，覆盖发电侧、电网侧、用户侧等各类场景。

我们认为，在政策推动以及逐步清晰的商业模式下，储能需求快速爆发，凭借全面的产品布局、丰富的项目经验、完善的渠道建设，公司储能业务进入成长快车道。

4. 投资建议

1) 伴随着上游产业链价格进入下行通道，地面电站和储能装机预计将迎来需求释放，公司大功率为主的产品结构有望受益于行业景气向上。2) 积极布局分布式业务、户用及工商业储能、海外市场等，产品结构有望持续优化。3) 公司产能持续扩充，叠加未来随着 IGBT 供应缓解，公司有望显著受益于大储+大地面需求释放。我们预计 2023-2025 年公司实现营业总收入分别为 59.03/89.00/125.67 亿元，同比增长 152.4%/50.8%/41.2%；实现归母净利润 4.07/6.52/9.24 亿元，同比增长 398.5%/60.5%/41.6%，相应 EPS 分别为 1.14/1.83/2.59 元，以 23 年 7 月 27 日收盘价 34.97 元/股计算，当前股价对应 PE 为 31/19/13 倍，参考国内可比公司阳光电源、固德威、科士达以及锦浪科技，考虑公司在大型地面电站/储能行业中的头部地位、行业增长以及市场开拓带来的空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 8 可比公司估值

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300274.SZ	阳光电源	108.90	4.68	6.29	8.15	23	17	13
688390.SH	固德威	156.46	10.00	14.76	20.35	16	11	8
002518.SZ	科士达	33.40	1.83	2.60	3.65	18	13	9
300763.SZ	锦浪科技	93.71	5.27	7.87	10.50	18	12	9

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：阳光电源、固德威、科士达、锦浪科技相关数字来自于 Wind 一致预期，PE 以 2023 年 7 月 27 日收盘价计算

5. 风险提示

行业竞争加剧的风险、海外市场政策的风险、海外渠道拓展不及预期、原材料价格及供应风险、市场需求或出货不及预期风险等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,339	5,903	8,900	12,567	净利润	82	407	652	924
YoY (%)	114.1%	152.4%	50.8%	41.2%	折旧和摊销	36	44	53	61
营业成本	1,934	4,849	7,280	10,306	营运资金变动	-2	571	356	342
营业税金及附加	5	12	18	25	经营活动现金流	151	1,033	1,083	1,345
销售费用	110	277	414	572	资本开支	-107	-99	-102	-100
管理费用	51	129	194	274	投资	-2	0	0	0
财务费用	19	-3	12	7	投资活动现金流	-198	-82	-86	-75
研发费用	144	307	445	622	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	债务募资	672	112	85	92
投资收益	2	13	16	25	筹资活动现金流	640	12	49	50
营业利润	77	391	622	883	现金净流量	594	969	1,046	1,320
营业外收支	-1	0	0	0					
利润总额	77	391	622	883	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-5	-16	-30	-40	成长能力				
净利润	82	407	652	924	营业收入增长率	114.1%	152.4%	50.8%	41.2%
归属于母公司净利润	82	407	652	924	净利润增长率	38.5%	398.5%	60.5%	41.6%
YoY (%)	38.5%	398.5%	60.5%	41.6%	盈利能力				
每股收益	0.34	1.14	1.83	2.59	毛利率	17.3%	17.8%	18.2%	18.0%
					净利率	3.5%	6.9%	7.3%	7.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.8%	4.0%	4.4%	4.6%
货币资金	1,483	2,452	3,498	4,818	净资产收益率 ROE	7.9%	29.8%	32.3%	31.4%
预付款项	17	79	111	150	偿债能力				
存货	1,337	3,465	5,306	7,397	流动比率	1.35	1.17	1.16	1.17
其他流动资产	1,307	3,603	5,180	7,192	速动比率	0.88	0.72	0.70	0.71
流动资产合计	4,143	9,599	14,094	19,556	现金比率	0.48	0.30	0.29	0.29
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	77.7%	86.5%	86.2%	85.4%
固定资产	255	305	351	384	经营效率				
无形资产	19	19	17	16	总资产周转率	0.64	0.80	0.72	0.72
非流动资产合计	472	530	578	615	每股指标 (元)				
资产合计	4,615	10,129	14,672	20,171	每股收益	0.34	1.14	1.83	2.59
短期借款	296	374	459	551	每股净资产	4.33	3.84	5.67	8.26
应付账款及票据	2,368	7,220	10,686	14,782	每股经营现金流	0.63	2.90	3.04	3.78
其他流动负债	404	643	982	1,371	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,067	8,237	12,127	16,703	估值分析				
长期借款	116	116	116	116	PE	102.85	30.62	19.08	13.48
其他长期负债	404	411	411	411	PB	13.60	9.12	6.17	4.23
非流动负债合计	520	527	527	527					
负债合计	3,587	8,764	12,654	17,230					
股本	238	356	356	356					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,028	1,365	2,018	2,941					
负债和股东权益合计	4,615	10,129	14,672	20,171					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨睿：华北电力大学硕士，专注能源领域研究多年，曾任民生证券研究院院长助理、电力设备与新能源行业首席分析师。2020年加入华西证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师。2021年新浪财经金麒麟电力设备与新能源行业新锐分析师第一名。

罗静茹：英国华威大学硕士，2年行业研究经验，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。