

政策持续加持，户储龙头充分受益

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2021 年 H1 实现营业收入 6.82 亿元，同比增长 37.81%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 25.53%；实现扣非归母净利润 1.48 亿元，同比增长 20.87%，EPS1.00 元。
- **全球户储龙头，行业认可度高。** 公司是行业领先的储能电池系统提供商，在全球电化学储能市场具有较高品牌知名度和较强市场竞争力。根据 GGII 统计，2018 年和 2019 年，公司电力系统储能锂电池出货量分别位居国内第二、第三名；根据 IHS 的统计，2019 年公司自主品牌家用储能产品出货量约占全球出货总量的 8.5%，位居全球第三名。2019 年公司自主品牌和贴牌方式销售家用储能产品共计 608MWh，约占全球装机总量的 24%。公司主要产品已通过 IEC、CE、UL、JIS、UN38.3 等多项安全认证是行业内拥有最全资质认证储能厂商之一。
- **公司垂直整合产业链，打造一站式储能解决方案。** 公司是行业内少数同时具备电芯、模组、电池管理系统、能量管理系统等储能核心部件自主研发和制造能力的企业之一。公司产品可自动适配 5V 至 1500V 不同等级各类电器环境和满足各种电压等级、功率及容量需求。
- **全球储能市场加速发展，产能大幅扩张追逐需求爆发。** 近年全球电化学储能市场进入商业化加速期，国内“新基建”、海外政策推动、锂电成本逐年下降使得储能赛道迅速扩宽。2020 年全球户用储能新增装机 2.5GWh，主要用于电力自发自用、峰谷价差套利等。公司已拥有年产 1GWh 电信产能和年产 1.15GWh 电池系统产能，同时公司募投项目规划了额外 4GWh 锂离子电芯产能和 5GWh 储能锂电池系统产能。
- **盈利预测与投资建议。** 公司储能业务将继续保持高速增长，同时公司积极扩张海外市场，在政策推动下率先抢占市场份额，获得先发优势。公司持续优化产品结构，并布局高压储能和通信备电业务，未来进一步提升公司营收水平及盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 68%。考虑公司户用储能龙头地位，且公司规模、产品相较可比公司拥有一定差异，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 公司产能或未能如期释放；海外疫情形势持续严峻，下游需求萎缩；原材料供应、价格稳定性风险；政策变动风险；汇率风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1120.07	1847.73	3372.34	5310.41
增长率	36.62%	64.97%	82.51%	57.47%
归属母公司净利润(百万元)	274.49	410.38	791.98	1183.96
增长率	90.46%	49.51%	92.99%	49.49%
每股收益 EPS(元)	1.77	2.65	5.11	7.65
净资产收益率 ROE	10.04%	13.29%	20.85%	24.54%
PE	154	103	53	36
PB	15.49	13.71	11.15	8.78

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

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.55
流通 A 股(亿股)	0.38
52 周内股价区间(元)	173.69-347.21
总市值(亿元)	348.43
总资产(亿元)	35.9
每股净资产(元)	18.1

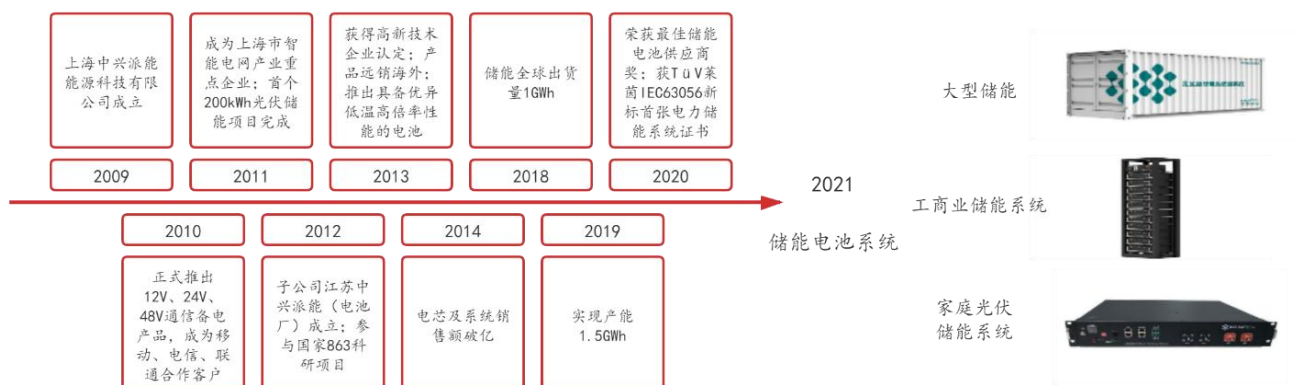
相关研究

1 全球户储龙头地位稳固，政策激励下行业高速扩张

公司是行业领先的储能电池系统提供商，专注于磷酸铁锂电芯、模组及储能电池系统的研发、生产和销售。公司产品可广泛应用于电力系统的发、输、配、用等环节以及通信基站和数据中心等场景。

公司储能系统电压覆盖 12V 至 1500V 区间，系统容量最高可达 MWh 级。公司积累了大量的优质核心客户资源，与各国储能系统供应商 Segen（英国）、Krannich（德国）、Energy（意大利）等建立了长期稳定合作关系，在欧洲、南非、东南亚部分国家市场占有率极高。

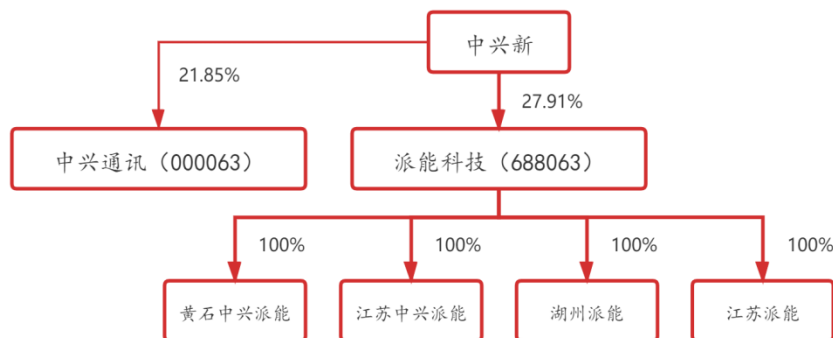
图 1：公司历史沿革及储能产品



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司无实际控制人，为中兴通讯兄弟公司。中兴新通讯有限公司持有公司 27.91% 的股份，为公司控股股东。但无论在股权比例上或是在公司治理结构上，中兴新的任何一家股东均无法单方控制中兴新，亦无法通过中兴新实际控制发行人，故中兴新不存在实际控制人，公司亦无实际控制人。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

近年来，在政策的持续激励下，全球电化学储能市场进入快速成长期。根据 CNESA 统计，2020 年 1 月至 12 月，中国新增投运储能装机容量总计 2586.1MW，同比增长 23.9%，其中，电化学储能新增装机容量为 785.1MW，在 2019 年基础上保持较高增长速度。

表 1：国家级储能产业政策梳理

时间	相关文件	主要内容
2017.10	《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》	明确储能意义、要求、任务和措施
2017.11	《完善电力辅助服务补偿（市场）机制工作方案》	鼓励储能设备参与提供电力辅助服务
2018.07	《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》	明确要利用峰谷电价差、辅助服务补偿等市场化机制，促进储能发展
2019.05	《输配电定价成本监审办法》	要求电网企业投资的储能设施成本不得计入输配电定价成本
2019.07	《贯彻落实<关于促进储能技术与产业发展的指导意见>2019-2020 年行动计划》	部署研发、政策、示范、标准
2020.01	《储能技术专业学科发展行动计划（2020-2024 年）》	旨在加快培养储能领域“高精尖缺”人才，增强产业关键核心技术攻关和自主创新能力，以产教融合发展推动储能产业高质量发展
2021.07	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	鼓励储能多元发展，推动技术进步，营造健康市场环境
2021.08	《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》	引导市场主体多渠道增加可再生能源并网规模，自建或购买调峰和储能能力的确认与管理，调峰和储能交易机制的运行与监督

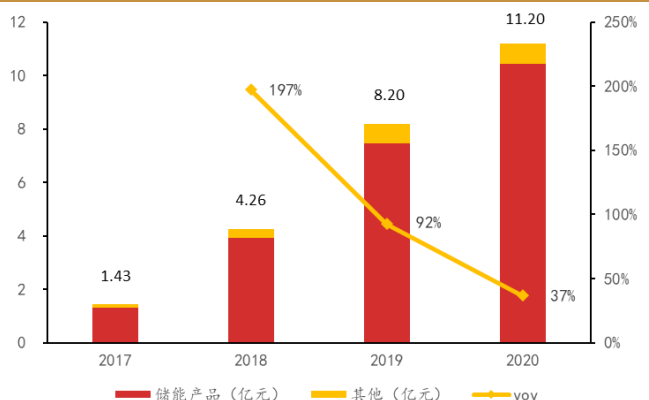
数据来源：Wind，国家发改委，国家能源局，西南证券整理

2 公司收益质量逐年改善，国内市场爆发在即

公司营收逐年高增，海外市场贡献主要收入。2017 年至 2020 年，公司营业收入从 1.43 亿元增长至 11.20 亿元，复合年均增长率高达 99%。公司营业收入主要由海外销售贡献，且海外营收占比逐年增长。至 2020 年，海外收入 9.43 亿元，同比增长 62%，占公司营业总收入 84%，较 2019 年占比增长 13pp，反映了公司在后疫情时代恢复生产销售的良好韧性。

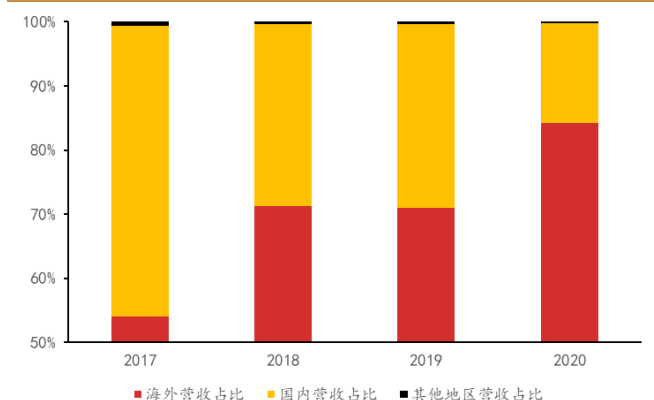
2021 年 H1 公司实现营业收入 6.82 亿元，同比增长 37.81%，报告期内公司销售量 492.6GWh，同比上涨 59%，但由于外汇市场波动影响，公司营业收入不及预期，落后于销量增速。2021 年 H1 海外贡献收入 5.82 亿元，占比 85%。

图 3：公司营业收入拆分（按业务）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司营业收入拆分（按地区）

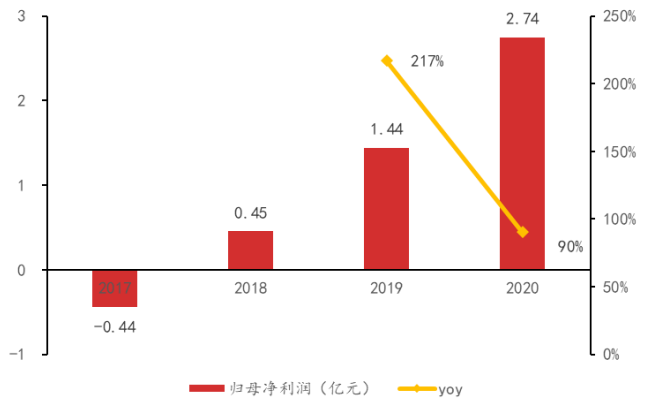


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司盈利能力持续改善。2018 年公司归母净利润转正后，由 0.45 亿元增长至 2.74 亿元，增速大幅领先于营业收入，主要得益于公司毛利率与净利率的逐年上升。

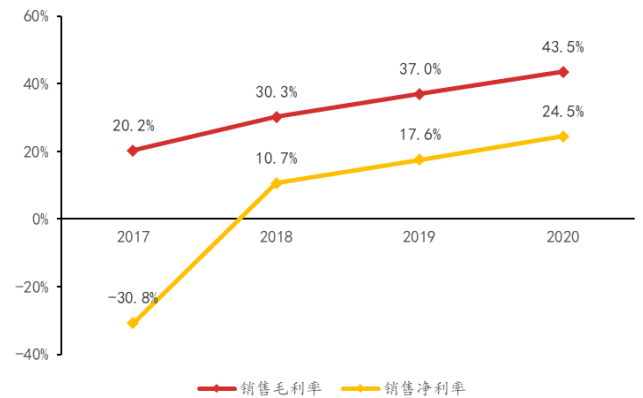
2021 年 H1 公司实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 25.53%。公司销售毛利率、销售净利率均有所下滑，分别为 36.9%、22.8%，主要受国际疫情影响，海运费用大幅增长，同时上游原材料价格涨幅较大所致。

图 5：公司归母净利润情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

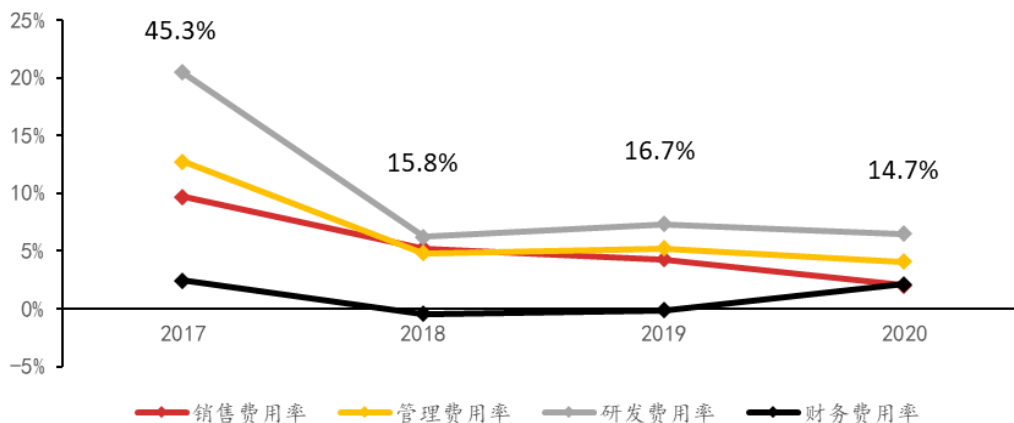
图 6：公司毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司期间费用率稳中有降。公司 2020 年期间费用率为 14.7%，较 2019 年下降 2pp。公司销售费用率、管理费用率均同比下降，财务费用率由于汇兑损失较多小幅升高。与同行业竞争者相比，公司销售费用率较高，主要源于公司重点经营海外市场，因此未来随着内地市场的开拓及营业规模的扩张，公司销售费用率仍存在一定下降空间。2021 年 H1 公司财务费用为 -0.18 亿元，主要为利息收入增加所致。

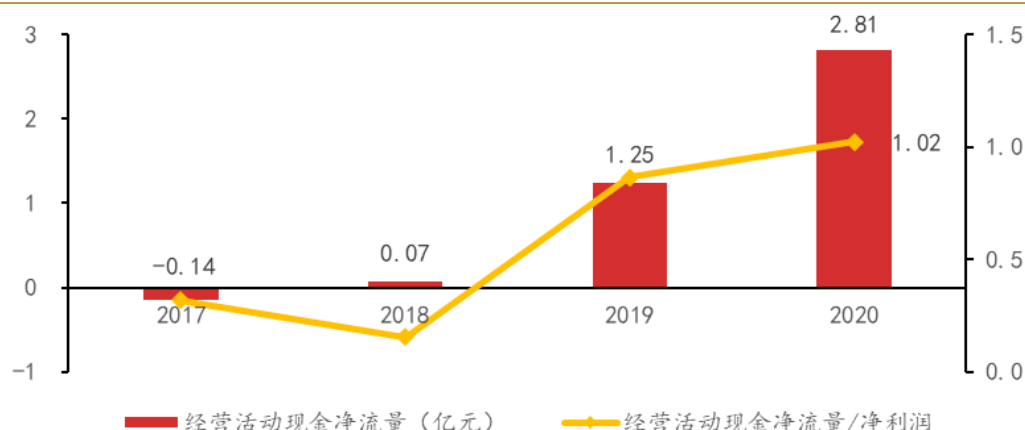
图 7：公司期间费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司收益质量转好。2020 年，公司经营活动现金流与净利润比值首次超过 1，较 2019 年增长 0.16，主要得益于经营性应收项目减少与经营性应付项目增加。

图 8：公司经营活动现金流情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着疫情对公司生产销售的影响逐步减弱，叠加国内外下游储能需求持续增长，公司产能利用率回升至 85%/90%/95%，公司接近实现满产满销，且在 2020 年、2021 年库存商品较多的情况下，2022 年公司产销率有望突破 100%。

假设 2：未来三年公司募投新增 4GWh 储能电芯产能和 5GWh 储能系统逐步释放，2021 年/2022 年/2023 年实际产能分别为 1.5GWh/2.5GWh/4GWh，产能复合年均增长率达到 59%。

假设 3：2021 年行业上游锂电材料涨价幅度较大、国际航运费用较高，销售毛利率在 2020 年高位的基础上存在一定水平的退坡。2022 年、2023 年随着上游新增产能的逐步释放，供需格局改善，原材料价格有望下行，扩大利润空间。同时预计 2022 年、2023 年疫情有望消除，国际航运供需平衡、价格向下修复，对于毛利率上升有一定助推作用。

假设 4：未来外汇市场保持稳定，维持 2021 年水平。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
储能	收入	1044.6	1767.8	3284.4	5213.7
	增速		69.2%	85.8%	58.7%
	毛利率	43.6%	35.9%	39.7%	38.0%
其他	收入	72.6	79.9	87.9	96.7
	增速		10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	39.6%	40.0%	40.0%	40.0%

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	收入	1120.1	1847.7	3372.3	5310.4
	增速		65.0%	82.5%	57.5%
	毛利率	43.5%	36.1%	39.7%	38.0%

数据来源：公司公告，西南证券

3.2 相对估值

我们选取储能电池（系统）行业四家主流公司，2021 年四家公司平均 PE 为 101 倍，2022 年平均 PE 为 71 倍。公司储能业务将继续保持高速增长，同时公司积极扩张海外市场，在政策推动下率先抢占市场份额，获得先发优势。公司持续优化产品结构，并布局高压储能和通信备电业务，未来进一步提升公司营收水平及盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 68%。考虑公司户用储能龙头地位，且公司规模、产品相较可比公司拥有一定差异，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300750.SZ	宁德时代	503.00	2.40	4.36	6.69	146.49	115.46	75.22
002594.SZ	比亚迪	293.72	1.55	1.83	2.58	125.19	160.17	113.76
300014.SZ	亿纬锂能	103.48	0.87	1.72	2.47	93.18	60.09	41.96
300274.SZ	阳光电源	137.17	1.34	1.98	2.65	53.90	69.42	51.69
平均值						104.69	101.29	70.66

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

- 1) 公司产能或未能如期释放的风险；
- 2) 海外疫情形势持续严峻，下游需求萎缩；
- 3) 原材料供应、价格稳定性风险；
- 4) 政策变动风险；
- 5) 汇率风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1120.07	1847.73	3372.34	5310.41	净利润	274.49	410.38	791.98	1183.96
营业成本	632.57	1181.12	2033.26	3290.52	折旧与摊销	26.74	38.01	60.01	79.74
营业税金及附加	4.12	7.43	13.40	20.92	财务费用	23.86	-36.95	16.86	26.55
销售费用	22.50	33.26	60.70	95.59	资产减值损失	-8.62	20.00	-5.00	5.00
管理费用	45.65	175.53	320.37	477.94	经营营运资本变动	-30.32	-155.00	-247.98	-292.66
财务费用	23.86	-36.95	16.86	26.55	其他	-5.46	8.30	-15.00	5.00
资产减值损失	-8.62	20.00	-5.00	5.00	经营活动现金流净额	280.68	284.74	600.88	1007.59
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-96.14	-260.00	-260.00	-280.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-49.43	0.28	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-145.57	-259.72	-260.00	-280.00
营业利润	312.69	467.34	932.74	1393.89	短期借款	14.88	-55.92	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.74	-1.00	-1.00	-1.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	311.94	466.34	931.74	1392.89	股权融资	2014.59	0.00	0.00	0.00
所得税	37.46	55.96	139.76	208.93	支付股利	0.00	-54.90	-82.08	-158.40
净利润	274.49	410.38	791.98	1183.96	其他	-23.48	36.95	-16.86	-26.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2005.98	-73.86	-98.94	-184.95
归属母公司股东净利润	274.49	410.38	791.98	1183.96	现金流量净额	2120.19	-48.84	241.94	542.64
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2254.14	2205.30	2447.24	2989.88	成长能力				
应收和预付款项	285.81	498.64	874.28	1393.31	销售收入增长率	36.62%	64.97%	82.51%	57.47%
存货	190.00	336.62	628.33	1019.23	营业利润增长率	89.81%	49.46%	99.58%	49.44%
其他流动资产	83.21	136.75	249.58	393.01	净利润增长率	90.46%	49.51%	92.99%	49.49%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	99.67%	28.94%	115.55%	48.59%
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	304.29	530.91	735.53	940.42	毛利率	43.52%	36.08%	39.71%	38.04%
无形资产和开发支出	20.70	18.42	16.15	13.87	三费率	14.70%	9.30%	11.80%	11.30%
其他非流动资产	75.62	73.26	70.90	68.54	净利率	24.51%	22.21%	23.48%	22.30%
资产总计	3213.76	3799.89	5022.01	6818.27	ROE	10.04%	13.29%	20.85%	24.54%
短期借款	55.92	0.00	0.00	0.00	ROA	8.54%	10.80%	15.77%	17.36%
应付和预收款项	401.70	703.74	1214.86	1983.95	ROIC	57.16%	46.94%	60.68%	60.94%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.43%	25.35%	29.94%	28.25%
其他负债	22.62	7.14	8.23	9.84	营运能力				
负债合计	480.24	710.89	1223.09	1993.79	总资产周转率	0.56	0.53	0.76	0.90
股本	154.84	154.84	154.84	154.84	固定资产周转率	6.19	4.91	5.33	6.34
资本公积	2201.65	2201.65	2201.65	2201.65	应收账款周转率	5.25	5.29	5.50	5.25
留存收益	377.02	732.51	1442.42	2467.98	存货周转率	3.48	4.08	3.97	3.88
归属母公司股东权益	2733.52	3089.01	3798.91	4824.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.38%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2733.52	3089.01	3798.91	4824.48	资产负债率	14.94%	18.71%	24.35%	29.24%
负债和股东权益合计	3213.76	3799.89	5022.01	6818.27	带息债务/总负债	11.64%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.93	4.51	3.45	2.91
					速动比率	5.53	4.03	2.93	2.40
					股利支付率	0.00%	13.38%	10.36%	13.38%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	363.28	468.40	1009.62	1500.19	每股收益	1.77	2.65	5.11	7.65
PE	154.29	103.20	53.47	35.77	每股净资产	17.65	19.95	24.53	31.16
PB	15.49	13.71	11.15	8.78	每股经营现金	1.81	1.84	3.88	6.51
PS	37.81	22.92	12.56	7.97	每股股利	0.00	0.35	0.53	1.02
EV/EBITDA	110.38	85.60	39.47	26.20					
股息率	0.00%	0.13%	0.19%	0.37%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn