

上能电气（300827.SZ）—2023 年半年报业绩点评

买入

逆变器出货量稳步提升，储能业务实现快速增长

核心观点

2023H1 实现归母净利润 1.35 亿元，同比增长 489%。上能电气 2023H1 实现营业收入 21.77 亿元，同比增长 417%，实现归母净利润 1.35 亿元，同比增长 489%；对应 2023Q2 公司实现营业收入 15.57 亿元，同比增长 666%，环比增长 151%，2023Q2 实现归母净利润 0.99 亿元，同比增长 1340%，环比增长 170%，2023Q2 公司毛利率 16.65%，同比下降 4.18pct，环比下降 2.50pct，净利率 6.21%，同比增长 2.84pct，环比增长 0.32pct。公司期间费用率显著降低，23Q2 期间费用率合计 9.14%，同比-10.4pct，环比-3.6pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.79%/1.47%/4.03%/-1.15%，其中存在 3150 万汇兑收益，剔除汇兑收益后费用率约为 10.5%。

逆变器出货量稳步增长。公司 2023H1 光伏逆变器业务实现收入 13.03 亿元，同比增长 276%，占营收比例约 60%，毛利率 19.85%，同比下降 0.97pct。我们估计公司上半年光伏逆变器出货 10GW（国内 8GW+海外 2GW），平均单价约 0.13 元/W。国内市场方面，公司光伏逆变器中标容量稳居前列，根据国际能源网数据，2023H1 公司光伏逆变器中标容量合计达到 3.3GW，位列国内第五，其中集中式逆变器中标容量 1.4GW，位列国内第三，组串式逆变器中标容量 1.6GW，位列国内第六；海外市场方面，目前公司已经完成了欧洲、中东、北美、巴西等主要市场的销售网络建设，并不断拓展新细分市场光储业务。

公司储能业务快速增长，延续国内 PCS 龙头强势地位。公司 2023 年 H1 储能业务实现营业收入 8.18 亿元，同比增长 2048%，占营收比例约 37.6%，毛利率 11.82%，同比下降 16.91pct。储能变流器方面，我们估计 2023H1 出货量 1.0GW，实现约 2.2 亿元收入，单位价格 0.22 元/W；储能系统方面，我们估计 2023H1 出货量 0.4GWh，已达到去年全年出货水平，实现约 6 亿收入，单位价格约 1.4-1.5 元/Wh，储能业务整体保持快速增长。展望下半年，公司有望继续稳固国内领先的中大功率储能 PCS 市场地位，同时将在海外储能市场拓展上预期取得规模化业绩突破，特别是北美大储及欧洲户储市场。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。公司整体受益于全球光伏、储能行业高增长。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 4.05/6.59/9.19 亿元，同比增长分别为 397%/63%/40%，EPS 分别为 1.14/1.85/2.58 元。对应 2023-2025 年估值分别为 33.4/20.5/14.7 倍，继续维持“买入”评级。

风险提示：1. 原材料波动的风险、2. 行业竞争加剧的风险、3. 全球政策波动的风险；

公司研究·财报点评

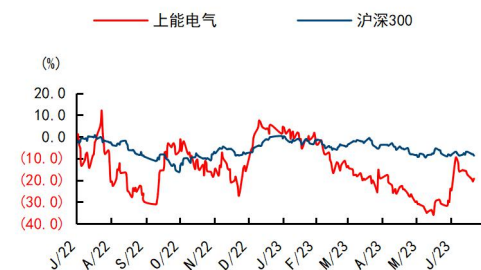
电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺 联系人：徐文辉
010-88005313 021-60375426
wangweiqi2@guosen.com.cn xuwenhui@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	38.59 元
总市值/流通市值	13736/9978 百万元
52 周最高价/最低价	77.51/32.00 元
近 3 个月日均成交额	481.33 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《上能电气（300827.SZ）-海外市场和分布式双向拓展，国内储能 PCS 龙头地位稳固》——2023-05-18
《上能电气（300827.SZ）-三季度营收大幅增长，储能业务占比提升》——2022-11-01
《上能电气（300827.SZ）-股权激励首批授予，海外光储业务顺利推进》——2022-10-17

盈利预测和财务指标

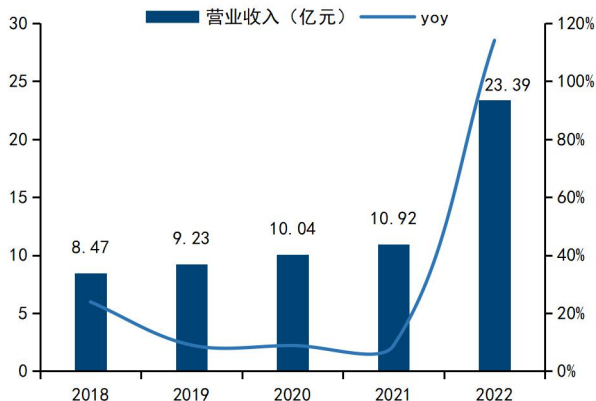
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,092	2,339	5,900	9,487	13,709
(+/-%)	8.8%	114.1%	152.3%	60.8%	44.5%
净利润(百万元)	59	82	405	659	919
(+/-%)	-23.9%	38.5%	396.8%	62.6%	39.5%
每股收益(元)	0.45	0.34	1.14	1.85	2.58
EBIT Margin	6.0%	4.0%	8.7%	9.0%	8.5%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	8.5%	33.1%	38.6%	38.5%
市盈率 (PE)	85.2	110.8	33.4	20.5	14.7
EV/EBITDA	81.7	103.7	37.9	25.5	20.7
市净率 (PB)	5.65	8.8	9.6	6.8	4.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

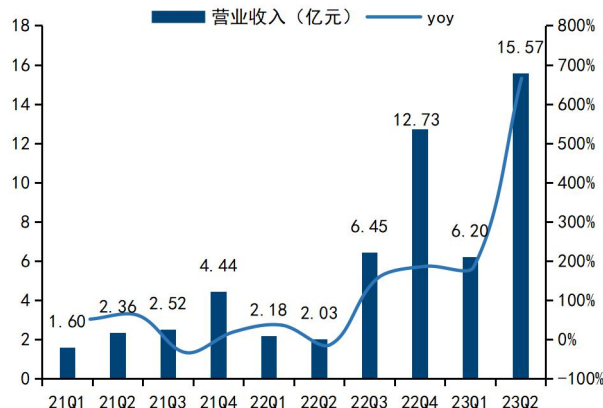
上能电气 2023H1 实现营业收入 21.77 亿元，同比增长 417%，实现归母净利润 1.35 亿元，同比增长 489%；对应 2023Q2 公司实现营业收入 15.57 亿元，同比增长 666%，环比增长 151%，2023Q2 实现归母净利润 0.99 亿元，同比增长 1340%，环比增长 170%，2023Q2 公司毛利率 16.65%，同比下降 4.18pct，环比下降 2.50pct，净利率 6.21%，同比增长 2.84pct，环比增长 0.32pct。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司各季度营业收入及增速（单位：亿元，%）



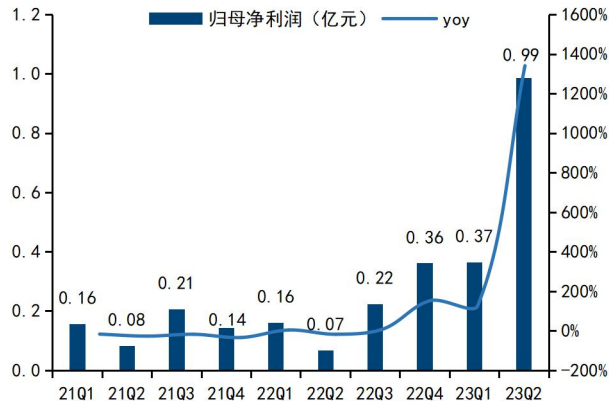
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元，%）



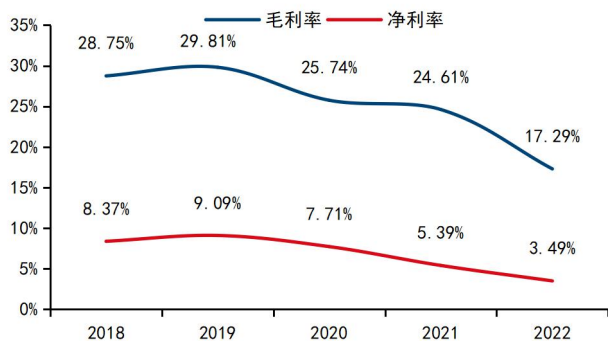
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润及增速（单位：亿元）



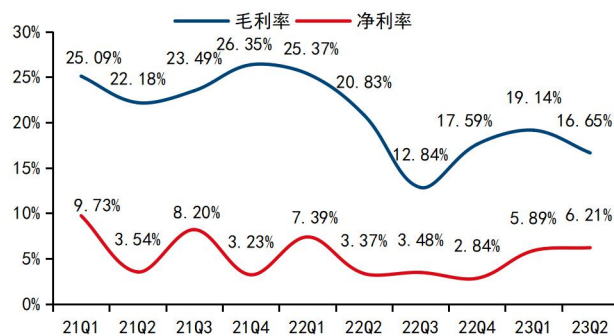
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

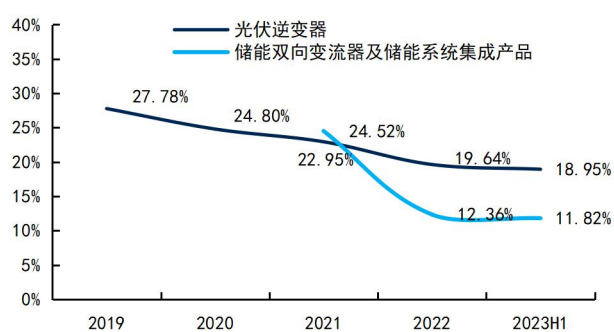
分业务来看，公司 2023H1 光伏逆变器业务实现收入 13.03 亿元，同比增长 276%，占营收比例约 60%，毛利率 19.85%，同比下降 0.97pct。储能业务 2023H1 实现营业收入 8.18 亿元，同比增长 2048%，占营收比例约 37.6%，毛利率 11.82%，同比下降 16.91pct。

图7：公司各业务营业结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

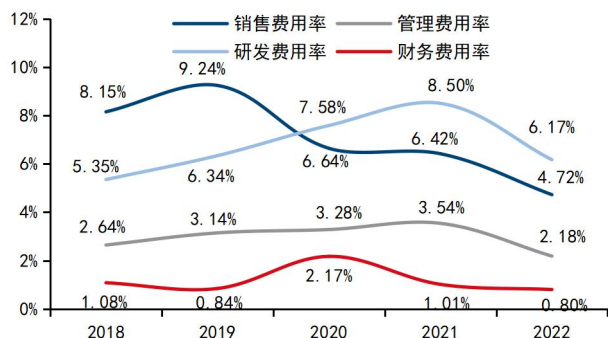
图8：公司光伏逆变器及储能业务毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

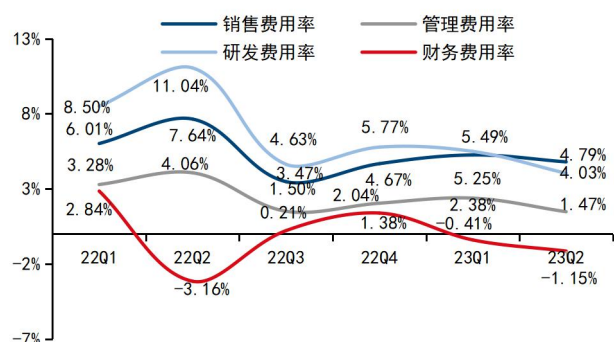
公司期间费用率显著降低，23Q2 期间费用率合计 9.14%，同比-10.4pct，环比-3.6pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.79%/1.47%/4.03%/-1.15%，其中存在 3150 万汇兑收益，剔除汇兑收益后费用率约为 10.5%。

图9：公司年度各项费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度各项费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

逆变器出货量稳步增长。我们估计公司上半年光伏逆变器出货 10GW（国内 8GW+海外 2GW），平均单价约 0.13 元/W。国内市场方面，公司光伏逆变器中标容量稳居前列，根据国际能源网数据，2023 年上半年公司光伏逆变器中标容量合计达到 3.3GW，位列国内第五，其中集中式逆变器中标容量 1.4GW，位列国内第三，组串式逆变器中标容量 1.6GW，位列国内第六；海外市场方面，目前公司已经完成了欧洲、中东、北美、巴西等主要市场的销售网络建设，并不断拓展新细分市场光储业务。

公司储能业务快速增长，延续国内 PCS 龙头强势地位。储能变流器方面，我们估计 2023H1 出货量 1.0GW，实现约 2.2 亿元收入，单位价格 0.22 元/W；储能系统方面，我们估计 2023H1 出货量 0.4GWh，已达到去年全年出货水平，实现约 6 亿收入，单位价格约 1.4-1.5 元/Wh，储能业务整体保持快速增长。展望下半年，公司有望继续稳固国内领先的中大功率储能 PCS 市场地位，同时将在海外储能市场拓展上预期取得规模化业绩突破，特别是北美大储及欧洲户储市场。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

公司整体受益于全球光伏、储能行业高增长。我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 4.05/6.59/9.19 亿元，同比增长分别为 397%/63%/40%，EPS 分别为 1.14/1.85/2.58 元。对应 2023-2025 年估值分别为 33.4/20.5/14.7 倍，继续维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值表（2023 年 7 月 20 日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS			PE			投资评级
			亿元	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
300274. SZ	阳光电源	109. 37	1624	4. 8	6. 5	7. 9	22. 9	16. 7	13. 8	买入	
603063. SH	禾望电气	30. 61	135. 7	1. 1	1. 4	1. 8	29. 2	22. 3	16. 9	增持	
300693. SZ	盛弘股份	39. 86	123. 3	1. 2	1. 6	2. 1	32. 4	24. 6	19. 3	增持	
300827. SZ	上能电气	38. 59	137. 4	1. 1	1. 9	2. 6	33. 9	20. 9	15. 0	买入	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	786	1483	800	800	800	营业收入	1092	2339	5900	9487	13709
应收款项	650	983	2909	4419	6009	营业成本	824	1934	4732	7570	10966
存货净额	698	1337	3233	4159	5634	营业税金及附加	2	5	11	18	26
其他流动资产	102	168	237	227	219	销售费用	70	110	260	408	589
流动资产合计	2271	4143	7378	9860	12986	管理费用	39	51	121	212	305
固定资产	203	255	340	420	496	研发费用	93	144	265	427	658
无形资产及其他	21	19	36	53	70	财务费用	11	19	61	70	74
投资性房地产	202	198	295	474	411	投资收益	6	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(18)	(19)	(22)	(24)
资产总计	2697	4615	8048	10808	13963	其他收入	19	36	37	35	37
短期借款及交易性金融负债	161	305	2506	2483	2230	营业利润	60	77	450	775	1082
应付款项	1558	2368	3099	4963	7192	营业外净收支	0	(1)	0	0	0
其他流动负债	41	130	255	408	591	利润总额	60	77	450	775	1082
流动负债合计	1788	3067	6036	8138	10425	所得税费用	1	(5)	45	116	162
长期借款及应付债券	0	486	566	646	726	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	34	29	29	29	归属于母公司净利润	59	82	405	659	919
长期负债合计	20	520	595	675	755	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1809	3587	6632	8813	11181	净利润	59	82	405	659	919
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	(21)	(11)	(18)	(16)
股东权益	888	1028	1417	1995	2782	折旧摊销	18	28	19	22	27
负债和股东权益总计	2697	4615	8048	10808	13963	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	11	19	61	70	74
每股收益	0.45	0.34	1.14	1.85	2.58	营运资本变动	97	50	(3148)	(358)	(586)
每股红利		0.07	0.23	0.37	0.52	其它	(61)	12	66	86	88
每股净资产	6.73	4.33	3.98	5.60	7.82	经营活动现金流	112	151	(2670)	392	433
ROIC	7%	7%	15%	16%	19%	资本开支	(138)	(107)	(120)	(120)	(120)
ROE	7%	9%	33%	39%	38%	其它投资现金流	192	(91)	(95)	(177)	65
毛利率	25%	17%	20%	20%	20%	投资活动现金流	54	(198)	(215)	(297)	(55)
EBIT Margin	6%	4%	9%	9%	9%	权益性融资	(1)	71	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	9%	9%	9%	负债净变化	8	600	2280	57	(172)
收入增长	9%	114%	152%	61%	44%	支付股利、利息	(15)	(13)	(16)	(81)	(132)
净利润增长率	-24%	38%	397%	63%	40%	其它融资现金流	(11)	(19)	(61)	(70)	(74)
资产负债率	67%	78%	82%	82%	80%	融资活动现金流	(19)	640	2203	(95)	(378)
息率			0.2%	0.6%	1.0%	现金净变动	147	592	(683)	0	0
P/E	85.19	110.76	33.40	20.54	14.72	货币资金的期初余额	638	786	1483	800	800
P/B	5.65	8.79	9.55	6.78	4.86	货币资金的期末余额	786	1483	800	800	800
EV/EBITDA	81.66	103.69	37.90	25.45	20.68	企业自由现金流	41	71	(2788)	272	314
						权益自由现金流	38	281	(562)	269	79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032