

研究所：  
 证券分析师：李航 S0350521120006  
 lih11@ghzq.com.cn  
 证券分析师：王刚 S0350524020001  
 wangg06@ghzq.com.cn

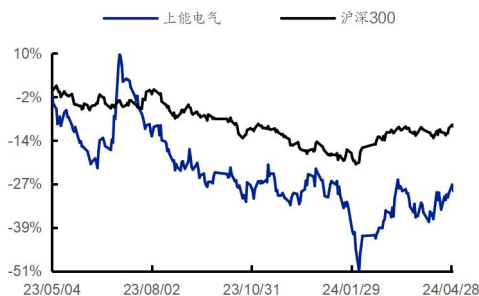
## 夯实光储核心产品护城河，海外市场

### 打造第二增长曲线

## ——上能电气（300827）2023 年年报

### 及 2024 年一季度报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2024/04/30

表现	1M	3M	12M
上能电气	10.7%	18.9%	-27.2%
沪深 300	1.9%	11.1%	-10.5%

#### 市场数据

2024/04/30

当前价格(元)	28.12
52 周价格区间(元)	18.60-57.58
总市值(百万)	10,068.06
流通市值(百万)	7,328.15
总股本(万股)	35,803.90
流通股本(万股)	26,060.26
日均成交额(百万)	228.83
近一月换手(%)	3.82

#### 相关报告

《上能电气（300827）2023 年半年报点评：光储业务业绩高增，海外市场多点开花（增持）\*光伏设备\*李航》——2023-07-22

#### 事件：

上能电气 2024 年 4 月 23 日发布 2023 年年报和 2024 年一季度报：2023 年，全年营收 49 亿元，同比+111%；归母净利润 2.9 亿元，同比+250%；扣非归母净利润 2.8 亿元，同比+295%；毛利率 19.2%，同比+1.9pct；净利率 5.8%，同比+2.3pct；扣非净利率 5.6%，同比+2.6pct。

其中，2023Q4，营收 16 亿元，环比+43%，同比+27%；归母净利润 0.8 亿元，环比+6%，同比+114%；扣非归母净利润 0.8 亿元，环比+10%，同比+129%；毛利率 18.7%，环比-5.0pct，同比+1.1pct；净利率 4.8%，环比-1.7pct，同比+1.9pct。

2024Q1，公司实现营收 7 亿元，同比+15%；归母净利润 0.5 亿元，同比+40%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比+47%；毛利率 23.6%，环比+4.9pct，同比+4.4pct；净利率 7.1%，环比+2.4pct，同比+1.2pct。

#### 投资要点：

■ **2023 年光伏及储能业务营收均实现高增。**2023 年，公司实现光伏逆变器营收 29 亿，同比+135%，毛利率 20.3%，同比+0.6pct；储能双向变流器及系统集成产品 19 亿，同比+89%，毛利率 16.2%，同比+3.8pct；电能质量治理产品营收 0.9 亿，同比+42%；备件及技术服务营收 0.3 亿，同比+21%。其中，主营业务高速增长系国家光伏和储能项目装机容量大幅增加推动需求增长，叠加公司通过研发和商务降本提升毛利率所致。

■ **公司为国内逆变器和 PCS 头部企业，有望受益于国内光伏储能双轮驱动。**2023 年中国新增光伏装机 216.88GW，累计装机容量超过 600GW，新增和累计装机容量均为全球第一。据中国光伏行业协会预测，2024 年新增及累计装机有望超过 200GW 和 810GW。原材料价格大幅下降叠加 2030 年风光基地总装机约 455GW 的政策指引，国内光伏装机进入高速增长周期。以清洁能源持续渗透为代表的能源结构转型叠加 2025 年国内新型储能装机规模 3,000 万千瓦以

上政策加码，储能装机需求呈高速增长态势。2022年，公司光伏逆变器产品出货量排名中国第四、全球第八，逆变器出货量持续多年保持全球前十的行业地位；自2021年起，公司连续三年蝉联储能第三方大功率PCS 215kW以上出货量全国第一，储能变流器领跑行业；公司有望受益于夯实核心产品护城河，乘行业景气东风再创业绩新高。

- **公司积极开拓海外市场，海外光储业务有望贡献未来业绩增量。**海外光储市场需求增量显著，中资企业加速海外储能市场布局，目前中国供应商已在全球光伏逆变器的市场份额中占据主导地位。目前公司已完成包括美国、欧洲、中东、印度、东南亚等全球主要光伏市场国家的布局。其中，欧洲、中东、印度三地设立有销售公司；大功率储能PCS在北美市场已获多个百兆瓦级项目订单，海外叠加储能景气度有望贡献未来业绩增量。
- **盈利预测和投资评级：**公司为国内光伏及储能市场排名头部供应商，有望受益于光储高景气前景，我们调整公司盈利预测，预计2024-2026年公司有望实现营业收入71/94/119亿元，归母净利润为5.5/7.6/10.1亿元，当前股价对应PE分别为18X、13X、10X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**政策风险，市场竞争加剧风险，应收款项较大风险，汇率风险，国际贸易保护和摩擦加剧的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4933	7147	9409	11860
增长率(%)	111	45	32	26
归母净利润(百万元)	286	547	764	1007
增长率(%)	250	91	40	32
摊薄每股收益(元)	0.80	1.53	2.13	2.81
ROE(%)	16	25	27	27
P/E	37.36	18.40	13.17	10.00
P/B	6.17	4.55	3.53	2.73
P/S	2.20	1.41	1.07	0.85
EV/EBITDA	25.71	13.37	9.16	6.34

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：上能电气盈利预测表

证券代码:	300827				股价:	28.12		投资评级:	增持		日期:	2024/04/30	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>								
ROE	16%	25%	27%	27%	EPS	0.81	1.53	2.13	2.81				
毛利率	19%	19%	19%	19%	BVPS	4.91	6.18	7.97	10.31				
期间费率	7%	6%	6%	6%	<b>估值</b>								
销售净利率	6%	8%	8%	8%	P/E	37.36	18.40	13.17	10.00				
<b>成长能力</b>					P/B	6.17	4.55	3.53	2.73				
收入增长率	111%	45%	32%	26%	P/S	2.20	1.41	1.07	0.85				
利润增长率	250%	91%	40%	32%									
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
总资产周转率	0.85	0.85	0.85	0.86	营业收入	4933	7147	9409	11860				
应收账款周转率	3.38	2.88	2.80	2.74	营业成本	3984	5798	7616	9572				
存货周转率	2.99	2.93	2.64	2.65	营业税金及附加	6	10	13	17				
<b>偿债能力</b>					销售费用	236	340	448	565				
资产负债率	75%	77%	77%	76%	管理费用	90	121	151	190				
流动比	1.23	1.21	1.23	1.25	财务费用	6	-8	-19	-30				
速动比	0.91	0.81	0.84	0.85	其他费用/(-收入)	269	372	480	593				
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>301</b>	<b>572</b>	<b>799</b>	<b>1053</b>				
现金及现金等价物	2058	2529	3053	3842	营业外净收支	-2	0	0	0				
应收款项	2212	3139	4162	5233	<b>利润总额</b>	<b>299</b>	<b>572</b>	<b>799</b>	<b>1053</b>				
存货净额	1332	2628	3150	4086	所得税费用	14	26	36	47				
其他流动资产	529	711	907	1115	<b>净利润</b>	<b>285</b>	<b>547</b>	<b>763</b>	<b>1006</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>6131</b>	<b>9007</b>	<b>11273</b>	<b>14276</b>	少数股东损益	-1	-1	-1	-1				
固定资产	308	344	371	389	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>286</b>	<b>547</b>	<b>764</b>	<b>1007</b>				
在建工程	18	17	15	13	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>				
无形资产及其他	483	483	579	670	<b>经营活动现金流</b>	<b>-36</b>	<b>782</b>	<b>883</b>	<b>1177</b>				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	286	547	764	1007				
<b>资产总计</b>	<b>6941</b>	<b>9850</b>	<b>12237</b>	<b>15349</b>	少数股东损益	-1	-1	-1	-1				
短期借款	534	484	464	454	折旧摊销	62	58	68	76				
应付款项	3762	6016	7665	9733	公允价值变动	0	0	0	0				
合同负债	80	346	354	489	营运资金变动	-465	153	26	71				
其他流动负债	603	582	692	776	<b>投资活动现金流</b>	<b>-210</b>	<b>-83</b>	<b>-184</b>	<b>-178</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>4978</b>	<b>7427</b>	<b>9175</b>	<b>11451</b>	资本支出	-288	-175	-190	-185				
长期借款及应付债券	153	153	153	153	长期投资	0	0	0	0				
其他长期负债	47	50	50	50	其他	77	92	6	7				
<b>长期负债合计</b>	<b>199</b>	<b>203</b>	<b>203</b>	<b>203</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>616</b>	<b>-229</b>	<b>-175</b>	<b>-210</b>				
<b>负债合计</b>	<b>5178</b>	<b>7630</b>	<b>9378</b>	<b>11654</b>	债务融资	613	-108	-20	-10				
股本	358	358	358	358	权益融资	57	5	0	0				
股东权益	1763	2220	2860	3696	其它	-54	-125	-155	-200				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6941</b>	<b>9850</b>	<b>12237</b>	<b>15349</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>382</b>	<b>471</b>	<b>524</b>	<b>789</b>				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电新小组介绍】

李航，首席分析师，曾先后就职于广发证券、西部证券等，新财富最佳分析师新能源和电力设备领域团队第五，卖方分析师水晶球新能源行业前五，新浪财经金麒麟电力设备及新能源最佳分析师团队第四，上证报最佳新能源电力设备分析师第三等团队核心成员。

邱迪，联席首席分析师，中国矿业大学（北京）硕士，电力电子与电气传动专业，4年证券从业经验，曾任职于明阳智能资本市场部、华创证券等，主要覆盖新能源发电、储能等方向。

王刚，分析师，华中科技大学博士，电气工程专业，近4年电网企业实业经历，具有能源战略与政策研究经验，主要覆盖储能、电力设备等方向。

李铭全，分析师，浙江大学硕士，能源环境工程专业，2年证券从业经验，主要覆盖新能源汽车、储能等方向。

洪瑶，助理分析师，南开大学学士，北京大学硕士。2022年加入国海证券，覆盖锂电新材料等板块。

## 【分析师承诺】

李航，王刚，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。