



## 营收利润稳健增长，持续分红彰显价值

### 投资要点

- **营收利润稳健增长，持续分红彰显价值。**公司实现营收 68.7 亿元，同比增长 39.0%；实现归母净利润 10.3 亿元，同比增长 20.5%；实现扣非归母净利润 8.7 亿元，同比增长 23.6%。公司拟每股派发现金红利 0.303 元（含税），考虑回购后分红比例 65.0%，股息率约 4.8%。
- **智能电表：积极布局智能配用电整体解决方案。**公司在国网电能表和南网计量产品招标项目中合计中标金额约 9.3 亿元，是国内最大的智能电表出口企业之一，已覆盖全球 30 多个国家和地区，子公司 EGM 于波兰市场多个电力局获得中标份额，市场份额占比超过 30%；在中东区域与 ECC 以战略投资形式拓宽合作维度，保持市占率超 30%；在亚洲市场智能电表累计交付超 100 万台；在印尼市场实现突破，实现规模性批量交付。公司积极开展技术和产品研发，实现了在智能电能表、通信终端和系统解决方案上的大规模实际部署应用。
- **新能源业务：电站销售业务同比大幅提升，N型 TOPCon 生产基地全线贯通，智能化运维规模突破 12GW。**公司新能源板块营业收入 28.0 亿元，同比增长 44.3%。光伏电池方面，年内公司高效 N 型 TOPCon 光伏电池生产基地一期项目第一阶段 6GW 顺利竣工；电站方面，年内公司建设中的项目超 1000MW，并网规模超 600MW，首个风电项目并网；随着新建电站的逐步并网，公司 2023 年电站销售营收同比增长 166.98% 至 12.96 亿元，毛利率同比增长 9.39pcts 至 11.48%；期末公司签约运维的电站项目装机量突破 12GW，运维容量同比增长 50%；绿电交易方面，2023 年共计交易 9520 万千瓦时，增加电站综合效益。
- **储能：营收增长超 2.5 倍，系统交付超 2GWh，储备项目超 6GWh。**公司储能营收 15.1 亿元，同比增长 253.6%。公司与亿纬合建的年产能 10GWh 储能专用磷酸铁锂电池生产基地项目已全面达产，启东储能基地第二条全自动化柔性智慧储能和平泉产业基地第三条全自动储能 PACK 生产线均已投产，目前公司储能 PACK 及系统年总产能达 6GWh；子公司林洋储能完成多个项目供货及并网，交付超 2GWh 的储能设备及系统产品，实现销售收入同比增长超 2.5 倍。公司获批共享储能项目近 1Gwh，累计储备项目资源超 6GWh。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年归母净利润复合增速为 15.0%。考虑到公司 TOPCon 电池、储能等业务有望保持高速增长，给予公司 2024 年 14 倍 PE，对应目标价 8.12 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电站销售或不及预期；储能订单或不及预期；光伏电池销售或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6872.10	10288.65	13514.52	15460.74
增长率	39.00%	49.72%	31.35%	14.40%
归属母公司净利润(百万元)	1031	1195	1365	1567
增长率	20.48%	15.85%	14.21%	14.84%
每股收益 EPS(元)	0.50	0.58	0.66	0.76
净资产收益率 ROE	6.73%	7.31%	7.81%	8.34%
PE	13.4	11.6	10.1	8.8
PB	0.89	0.83	0.78	0.72

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 池天惠  
执业证号: S1250522100001  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn

分析师: 刘洋  
执业证号: S1250523070005  
电话: 18019200867  
邮箱: ly21@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	20.60
流通 A 股(亿股)	20.60
52 周内股价区间(元)	5.13-8.27
总市值(亿元)	129.58
总资产(亿元)	230.16
每股净资产(元)	7.64

### 相关研究

1. 林洋能源 (601222): 三驾马车协同推进, 驱动业绩增长 (2023-08-29)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：电表替换有望迎来上升期，假设 2024-2026 年电能表、系统类产品及配件收入增速分别为 5%、5%、5%；

假设 2：公司多地加速储能项目布局，预计 2024-2026 年储能、节能业务收入增速分别为 40%、35%、30%。

假设 3：公司出售部分存量电站，预计发电业务保持平稳，2024-2026 年公司发电业务售电量增速分别为 8%、6%、5%；

假设 4：随着新能源产业链价格下跌电站销售有望保持高速增长，预计 2024-2026 年电站销售收入增速分别为 130%、25%、20%。

假设 5：公司 N 型高效 TOPCon 电池项目一期一阶段于 23 年 9 月底顺利竣工，目前产能 6GW，预计 2024-2026 年公司光伏产品收入增速分别为 150%、100%、5%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入及成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
电能表、系统类产品及配件	收入	2274	2387	2507	2632
	增速	1.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	34.9%	34.5%	34.5%	34.5%
储能、节能业务	收入	1506.2	2108.7	2846.8	3700.8
	增速	253.6%	40.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
光伏发电	收入	888	959	1016	1067
	增速	-32.7%	8.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	69.8%	69.0%	69.0%	69.0%
电站销售	收入	1296	2980	3725	4470
	增速	167.0%	130.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
光伏产品	收入	620	1551	3101	3256
	增速	342.6%	150.0%	100.0%	5.0%
	毛利率	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	289	303	318	334
	增速	-40.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	收入	6872	10289	13515	15461
	增速	39.0%	49.7%	31.4%	14.4%
	毛利率	28.4%	23.8%	22.0%	21.3%

数据来源：Wind, 西南证券

## 相对估值

选取派能科技、炬华科技、天合光能作为可比公司，3 家可比公司 2024 年平均 PE 为 15 倍。考虑到公司 TOPCon 电池、储能等业务有望保持高速增长，给予公司 2024 年 14 倍 PE，对应目标价 8.12 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688063.SH	派能科技	80.56	2.94	3.02	4.26	4.41	27.40	26.68	18.91	18.27
300360.SZ	炬华科技	14.88	1.19	1.35	1.62	1.73	12.50	11.02	9.19	8.60
688599.SH	天合光能	21.61	2.54	2.88	3.66	3.58	8.51	7.50	5.90	6.04
平均值							16.14	15.07	11.33	10.97

数据来源：Wind，西南证券整理

## 风险提示

电站销售或不及预期；储能订单或不及预期；光伏电池销售或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6872.10	10288.65	13514.52	15460.74	净利润	1049.04	1216.73	1389.59	1594.17
营业成本	4918.08	7836.97	10543.01	12162.64	折旧与摊销	437.92	426.56	446.25	466.33
营业税金及附加	53.68	92.60	121.63	123.69	财务费用	-4.11	79.76	126.23	157.37
销售费用	137.95	207.83	277.05	278.29	资产减值损失	-44.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	404.13	596.74	783.84	865.80	经营营运资本变动	1395.54	-1440.28	-1788.72	-1418.39
财务费用	-4.11	79.76	126.23	157.37	其他	-2492.24	50.08	49.70	-18.52
资产减值损失	-44.90	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>341.24</b>	<b>332.87</b>	<b>223.06</b>	<b>780.96</b>
投资收益	41.18	25.00	25.00	30.00	资本支出	-1772.48	-700.00	-700.00	-700.00
公允价值变动损益	107.15	30.00	30.00	35.00	其他	2202.53	-45.48	9.01	0.33
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>430.05</b>	<b>-745.48</b>	<b>-690.99</b>	<b>-699.67</b>
<b>营业利润</b>	<b>1244.86</b>	<b>1529.75</b>	<b>1717.75</b>	<b>1937.95</b>	短期借款	-490.29	9.95	30.00	20.00
其他非经营损益	37.34	30.16	30.16	30.16	长期借款	303.21	500.00	300.00	200.00
<b>利润总额</b>	<b>1282.20</b>	<b>1559.91</b>	<b>1747.92</b>	<b>1968.11</b>	股权融资	26.54	0.00	0.00	0.00
所得税	233.16	343.18	358.32	373.94	支付股利	-363.32	-206.27	-238.97	-272.92
净利润	1049.04	1216.73	1389.59	1594.17	其他	-77.79	115.04	25.77	-5.37
少数股东损益	17.72	21.90	25.01	27.10	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-601.65</b>	<b>418.72</b>	<b>116.80</b>	<b>-58.29</b>
归属母公司股东净利润	1031.33	1194.83	1364.58	1567.07	<b>现金流量净额</b>	<b>199.12</b>	<b>6.12</b>	<b>-351.13</b>	<b>23.00</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4929.66	4935.77	4584.64	4607.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5292.67	7477.71	9682.88	10960.78	销售收入增长率	39.00%	49.72%	31.35%	14.40%
存货	1333.22	1792.61	2415.00	2787.51	营业利润增长率	8.78%	22.89%	12.29%	12.82%
其他流动资产	2096.59	2050.89	2177.58	2267.13	净利润增长率	21.39%	15.99%	14.21%	14.72%
长期股权投资	246.06	246.06	246.06	246.06	EBITDA 增长率	4.05%	21.29%	12.48%	11.85%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	7925.31	8019.12	8093.24	8147.28	毛利率	28.43%	23.83%	21.99%	21.33%
无形资产和开发支出	217.62	404.25	590.88	777.51	三费率	7.83%	8.60%	8.78%	8.42%
其他非流动资产	1144.74	1197.74	1250.74	1303.74	净利率	15.27%	11.83%	10.28%	10.31%
<b>资产总计</b>	<b>23185.87</b>	<b>26124.14</b>	<b>29041.01</b>	<b>31097.66</b>	ROE	6.73%	7.31%	7.81%	8.34%
短期借款	240.05	250.00	280.00	300.00	ROA	4.52%	4.66%	4.78%	5.13%
应付和预收款项	4081.80	5363.76	6557.99	6837.24	ROIC	9.88%	11.04%	11.15%	11.37%
长期借款	1896.00	2396.00	2696.00	2896.00	EBITDA/销售收入	24.43%	19.79%	16.95%	16.57%
其他负债	1384.48	1474.14	1716.16	1952.30	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7602.33</b>	<b>9483.90</b>	<b>11250.14</b>	<b>11985.54</b>	总资产周转率	0.31	0.42	0.49	0.51
股本	2060.17	2060.17	2060.17	2060.17	固定资产周转率	1.03	1.37	1.78	2.03
资本公积	7606.96	7606.96	7606.96	7606.96	应收账款周转率	1.74	1.85	1.80	1.69
留存收益	6039.04	7027.61	8153.22	9447.38	存货周转率	3.44	4.98	4.99	4.66
归属母公司股东权益	15486.94	16521.73	17647.35	18941.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.54%	—	—	—
少数股东权益	96.60	118.51	143.52	170.62	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>15583.54</b>	<b>16640.24</b>	<b>17790.86</b>	<b>19112.12</b>	资产负债率	32.79%	36.30%	38.74%	38.54%
负债和股东权益合计	23185.87	26124.14	29041.01	31097.66	带息债务/总负债	28.10%	29.48%	29.12%	30.42%
					流动比率	2.53	2.43	2.34	2.43
					速动比率	2.28	2.17	2.04	2.10
					股利支付率	35.23%	17.26%	17.51%	17.42%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.50	0.58	0.66	0.76
					每股净资产	7.56	8.08	8.64	9.28
					每股经营现金	0.17	0.16	0.11	0.38
					每股股利	0.18	0.10	0.12	0.13
业绩和估值指标									
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	1678.66	2036.08	2290.24	2561.65					
PE	13.40	11.57	10.13	8.82					
PB	0.89	0.83	0.78	0.72					
PS	2.01	1.34	1.02	0.89					
EV/EBITDA	5.40	4.72	4.54	4.17					
股息率	2.63%	1.49%	1.73%	1.97%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---