

毛利率&净利率逆势抬升, 关注海外订单进展

投资要点

- 事件:** 公司发布 2023 年年报&24 年一季报, 24 年一季度实现营收 7.1 亿元, 同比+14.7%; 实现归母净利润 5108.9 万元, 同比+39.9%。2023 年全年实现营业收入 49.3 亿元, 同比+110.9%; 实现归母净利润 2.9 亿元, 同比+250.5%。年报业绩接近预告上限, 符合市场预期。
- 光伏逆变器:** 2023 年光伏逆变器实现收入 28.8 亿元, 占营收比重为 58.4%, 较 2022 年提升 6pp。2023 年公司光伏逆变器销量 23.5GW, 同比+132.6%。公司为业内少有的涵盖集中式及组串式等各种技术路线厂商, 功率段覆盖 3kw-4.4mw, 公司目前在集中式地面电站招投标中稳居国内前三, 随着国家风光大基地项目进入大规模并网周期, 未来有望充分受益于国内地面电站装机规模的持续增长, 同时, 公司目前已完成包括美国、欧洲、中东、印度、东南亚等主要光伏市场国家布局, 海外订单涌现。此外, 报告期内公司分布式产品已完成欧洲主要国家分布式产品认证, 未来有望打开新增长极。
- 储能 pcs 及系统集成:** 2023 年储能 pcs 及系统集成实现收入 19.3 亿元, 占营收比重为 39.1%, 较 2022 年下降 4.6pp。公司近三年在国内储能第三方大功率 PCS215kW 以上出货量排名均为第一, 公司依托国内发展优势, 积极开拓海外市场, 目前大功率储能 PCS 在北美市场已获多个百兆瓦级项目订单。2024 年公司有望稳固国内大功率储能 PCS 市场地位, 进一步提升国内市场占有率, 同时加快推进户用储能和工商业储能系统的产品推广, 并积极推进海内外市场的布局, 实现储能业务全场景覆盖。
- 费用前置效果显现, 毛利率&净利率抬升, 利润逐渐释放。**2023 年期间费用率为 13.3%, 较 2022 年收窄 0.6pp, 已连续三年下降。具体来看, 销售费用率为 4.8%, 较 22 年略微提升 0.1pp, 主要是因为市场开拓费用提升; 管理费用率为 1.8%, 较 22 年下降 0.4pp; 研发费用率为 5.4%, 较 22 年下降 0.7pp; 财务费用率为 1.2%, 较 22 年提升 0.4pp, 主要系汇兑收益及利息收入提升所致。毛利率&净利率来看, 公司 2023 年毛利率为 23.3%, 较 2022 年提升 6.0pp, 主要是因为光伏、储能毛利率均有所提升, 其中光伏从 22 年的 19.6%提升至 23 年的 20.3%, 主要是海外占比逐渐提升, 储能从 22 年的 12.4%提升至 23 年的 16.2%, 主要是因为低毛利的储能系统出货较少所致; 净利率来看, 23 年净利率为 5.8%, 较 22 年提升 2.3pp。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.32 元、1.87 元、2.53 元, 对应动态 PE 分别为 21 倍、15 倍、11 倍。公司作为集中式逆变器龙头, 一方面有望充分受益于国内地面电站装机规模的持续提升, 另一方面公司积极开拓海外新兴市场、边际改善明显、看好公司利润端进一步弹性释放, 给予 2024 年 30 倍估值, 对应目标价 39.6 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧风险, 国际贸易保护和摩擦加剧风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4932.66	6810.26	9099.60	10871.78
增长率	110.93%	38.06%	33.62%	19.48%
归属母公司净利润(百万元)	285.87	473.79	669.44	906.93
增长率	250.48%	65.74%	41.29%	35.48%
每股收益 EPS(元)	0.80	1.32	1.87	2.53
净资产收益率 ROE	16.19%	21.59%	24.05%	25.33%
PE	35	21	15	11
PB	5.73	4.60	3.63	2.82

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

分析师: 汪翌雯
执业证号: S1250522120002
电话: 13761961340
邮箱: wangyw@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)	3.58
流通 A 股(亿股)	2.61
52 周内股价区间(元)	19.29-56.41
总市值(亿元)	103.12
总资产(亿元)	62.33
每股净资产(元)	5.06

相关研究

1. 上能电气(300827): 多元布局成效渐显, 光储业务增长正当时 (2023-10-16)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：我们预计公司 2024-2026 年光伏逆变器出货 35GW/43.4GW/53.7GW，同比 +49%/24%/24%，24 年增速较高主要因为新推出分布式产品、并拓展新兴市场，长期看增速趋于稳定，单价分别为 0.13/0.12/0.11 元/w；

假设 2：我们预计公司 2024-2026 年储能变流器出货 6GW/9GW/11.7GW，同比 +50%/50%/30%，单价为 0.17/0.16/0.15 元/w，储能系统集成出货 2GWh/4GWh/5.2GWh，同比+100%/100%/30%，储能系统集成低基数下有望迎来高速增长，此外单价为 0.6/0.58/0.55 元/wh。

假设 3：我们预计公司 2024-2026 年光伏逆变器毛利率分别为 19%/18%/18%，储能变流器及系统集成产品毛利率为 16%/15%/12%，行业竞争加剧下毛利率预期下滑。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
光伏逆变器	收入	2878.6	4400.0	5135.1	6019.8
	增速	135%	53%	17%	17%
	毛利率	20%	19%	18%	18%
储能双向变流器及系统集成产品	收入	1926.9	2240.0	3782.5	4634.5
	增速	89%	16%	69%	23%
	毛利率	16%	16%	15%	12%
其他业务	收入	124.9	170.3	182.0	217.4
	增速	35%	36%	7%	19%
	毛利率	100%	100%	100%	100%
合计	收入	4932.4	6810.3	9099.6	10871.8
	增速	111%	38%	34%	19%
	毛利率	21%	24%	22%	20%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 68 亿元（+38.1%）、91 亿元（+33.6%）和 109 亿元（+19.5%），归母净利润分别为 4.7 亿元（+65.7%）、6.7 亿元（+41.3%）、9.1 亿元（+35.5%），EPS 分别为 1.32 元、1.87 元、2.53 元，对应动态 PE 分别为 21 倍、15 倍、11 倍。

综合考虑业务范围，选取了 3 家上市公司作为估值参考，阳光电源、锦浪科技、德业股份均为逆变器行业优质公司，其中阳光电源为行业龙头，锦浪科技为组串式逆变器公司，德业股份为微逆&储能公司。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值	股价	EPS（元）				PE（倍）			
		（亿元）	（元）	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
300274.SZ	阳光电源	1579.0	106.32	6.36	7.38	8.62	9.94	16.7	14.4	12.3	10.7
300763.SZ	锦浪科技	223.5	55.78	1.94	3.78	5.13	-	28.8	14.8	10.9	-
605117.SH	德业股份	411.2	95.6	4.16	5.59	7.10	8.52	23.0	17.1	13.5	11.2
平均值								22.8	15.4	12.2	11.0
300827.SZ	上能电气	103.1	28.8	0.8	1.32	1.87	2.53	36.1	21.3	15.0	11.1

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，2024 年行业平均值为 15 倍。我们认为公司作为集中式逆变器龙头，技术壁垒显著高于组串、微逆，一方面有望充分受益于国内地面电站装机规模的持续提升，另一方面公司积极开拓海外新兴市场、费用前置下业绩有望兑现，公司边际改善明显，2023 年作为业绩释放元年、未来看好公司利润端进一步弹性释放，我们预计公司 2024-2026 年利润复合增速 46.9%，公司 PEG<1，给予 2024 年 30 倍估值，对应目标价 39.6 元，维持“买入”评级。

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	4932.66	6810.26	9099.60	10871.78	净利润	285.35	473.79	669.44	906.93
营业成本	3983.88	5155.95	7127.36	8705.55	折旧与摊销	54.47	59.19	60.62	62.99
营业税金及附加	5.87	8.11	10.84	46.75	财务费用	6.01	70.49	30.77	20.97
销售费用	235.50	595.90	855.36	804.51	资产减值损失	-9.75	-8.00	-8.00	-8.00
管理费用	90.03	510.77	400.38	380.51	经营营运资本变动	-62.81	1140.84	37.25	219.99
财务费用	6.01	70.49	30.77	20.97	其他	-309.47	94.24	87.57	68.24
资产减值损失	-9.75	-8.00	-8.00	-8.00	经营活动现金流净额	-36.20	1830.54	877.64	1271.12
投资收益	2.49	2.00	2.00	2.00	资本支出	-72.92	-10.00	-20.00	-30.00
公允价值变动损益	0.22	0.15	0.17	0.17	其他	-137.49	2.15	2.17	2.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-210.40	-7.85	-17.83	-27.83
营业利润	300.60	479.19	685.06	923.66	短期借款	238.26	-433.85	10.00	10.00
其他非经营损益	-1.74	-1.42	-1.53	-1.49	长期借款	36.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	298.86	477.77	683.54	922.17	股权融资	518.91	0.00	0.00	0.00
所得税	13.51	3.98	14.09	15.24	支付股利	-23.69	-45.65	-79.87	-110.49
净利润	285.35	473.79	669.44	906.93	其他	-154.13	-214.94	-30.77	-20.97
少数股东损益	-0.51	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	615.60	-694.44	-100.64	-121.46
归属母公司股东净利润	285.87	473.79	669.44	906.93	现金流量净额	381.61	1128.25	759.18	1121.83
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	2027.63	3155.88	3915.06	5036.90	成长能力				
应收和预付款项	2440.38	3446.75	4634.51	5709.32	销售收入增长率	110.93%	38.06%	33.62%	19.48%
存货	1332.14	1723.55	2383.82	2912.39	营业利润增长率	288.64%	59.41%	42.96%	34.83%
其他流动资产	330.71	171.62	219.16	255.95	净利润增长率	249.85%	66.04%	41.29%	35.48%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	185.03%	68.63%	27.52%	29.77%
投资性房地产	1.06	1.06	1.06	1.06	获利能力				
固定资产和在建工程	326.54	300.77	282.58	271.01	毛利率	19.23%	24.29%	21.67%	19.93%
无形资产和开发支出	130.98	116.16	101.34	86.52	三费率	6.72%	17.29%	14.14%	11.09%
其他非流动资产	351.12	345.62	340.11	334.61	净利率	5.78%	6.96%	7.36%	8.34%
资产总计	6940.55	9261.40	11877.63	14607.75	ROE	16.19%	21.59%	24.05%	25.33%
短期借款	533.85	100.00	110.00	120.00	ROA	4.11%	5.12%	5.64%	6.21%
应付和预收款项	3845.35	6286.92	8119.61	9896.00	ROIC	57.01%	283.25%	-224.18%	-271.93%
长期借款	152.50	152.50	152.50	152.50	EBITDA/销售收入	7.32%	8.94%	8.53%	9.27%
其他负债	645.93	527.91	711.88	859.16	营运能力				
负债合计	5177.63	7067.33	9093.99	11027.67	总资产周转率	0.85	0.84	0.86	0.82
股本	358.04	358.04	358.04	358.04	固定资产周转率	17.52	23.07	33.31	42.09
资本公积	709.62	709.62	709.62	709.62	应收账款周转率	3.10	2.54	2.55	2.43
留存收益	691.79	1119.93	1709.50	2505.94	存货周转率	2.98	3.37	3.46	3.28
归属母公司股东权益	1756.43	2187.59	2777.16	3573.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.73%	—	—	—
少数股东权益	6.49	6.49	6.49	6.49	资本结构				
股东权益合计	1762.92	2194.07	2783.64	3580.08	资产负债率	74.60%	76.31%	76.56%	75.49%
负债和股东权益合计	6940.55	9261.40	11877.63	14607.75	带息债务/总负债	13.26%	3.57%	2.89%	2.47%
					流动比率	1.23	1.24	1.25	1.29
					速动比率	0.96	0.99	0.99	1.02
					股利支付率	8.29%	9.64%	11.93%	12.18%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	361.08	608.87	776.45	1007.62	每股收益	0.80	1.32	1.87	2.53
PE	35.22	21.25	15.04	11.10	每股净资产	4.91	6.11	7.76	9.98
PB	5.73	4.60	3.63	2.82	每股经营现金	-0.10	5.11	2.45	3.55
PS	2.04	1.48	1.11	0.93	每股股利	0.07	0.13	0.22	0.31
EV/EBITDA	23.66	11.23	7.84	4.94					
股息率	0.24%	0.45%	0.79%	1.10%					

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

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 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
