

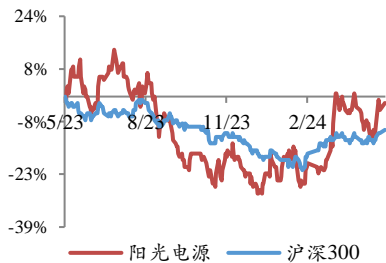
## 报表稳健业绩高增，彰显强劲实力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-07

收盘价(元)	105.68
近12个月最高/最低(元)	126.30/75.00
总股本(百万股)	1,485
流通股本(百万股)	1,140
流通股比例(%)	76.76
总市值(亿元)	1,570
流通市值(亿元)	1,205

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

### 相关报告

1. 多维角逐新能源赛道，发力一体化能源管理 2023-11-15

### 主要观点：

#### ● 公司 2023 年业绩高增，2024Q1 盈利略超预期

公司 2023 年实现营业收入 722.5 亿元，同比+79.5%；实现归母净利润 94.4 亿元，同比+162.7%。毛利率、净利率分别达 30.4%、13.3%，分别同比提升 5.8pct、4.1pct。公司计提资产减值 13 亿元，其中越南电站项目计提 7 亿元，未开工项目计提 1 亿元，预计后续大规模计提风险较小。2024Q1 来看，公司实现营业收入 126.1 亿元，同/环比+0.3%/-51.2%；归母净利润 21 亿元，同/环比+39.1%/-5.5%；扣非归母净利润 20.8 亿元，同/环比+42.8%/-2.7%。毛利率/净利率 36.7%/16.7%，分别环比 +8pct/7.9pct，主要系高毛利的海外逆变器业务占比提升，而储能业务淡季下贡献收入较少。

#### ● 光伏逆变器：逆周期中实现量利齐升，高基数下依然有望维持 20%以上增速，高阿尔法明显

公司逆变器业务 2023 年实现收入 276.5 亿元，同比+75.9%，全年出货量达 130GW，同比+66.8%。盈利能力方面，公司逆变器单 W 毛利达 8 分/W，受益于海外市场占比提升、规模及技术降本、强品牌力维持高溢价，逆变器在毛利率在降价背景下逆势提升 4.7pct 至 37.9%，展望后续，公司 Q1 出货约 28GW，预计 2024 全年出货量有望达 150-170GW，同比增长 20%以上，海外毛利率维持 40%以上，国内毛利率约 20%。

#### ● 储能：美国大储量增利稳，欧洲大储弹性可观

公司储能业务 2023 年实现收入 178.0 亿元，同比+75.8%，储能系统出货量达 10.5GWh，同比+36.4%。公司储能系统平均价格在 1.7 元/Wh，较行业平均有 0.3-0.5 元/Wh 溢价，品牌优势明显，单 W 毛利达 0.64 元/Wh，毛利率达 37.5%，同比大幅提升 14.2pct，主要受益于产品结构优化，欧美高盈利市场出货占比提升。公司 2024Q1 储能系统出货约 2.1GWh，预计维持 40%以上毛利率。展望 2024 年，美国大储并网缓解+欧洲、澳洲及亚太等高弹性市场放量，或支撑公司出货高增，预计 2024 年储能系统出货在 20-24GWh，其中美国占比 50%以上，欧洲出货有望翻倍增长，公司高盈利能力有望维持，预计国内、海外毛利率分别达 10-15%、25-30%。

#### ● 风电变流器业务稳增，分布式电站业务高增

新能源投资开发业务 2023 年实现营收 247 亿元，同比+113.2%，毛利率为 16.4%，同比+3.6pct；其中，家庭光伏市场 2023 年全年新增装机同步增长超 200%。风电变流器全球发货 32GW，市占率全球第一，同比增长 40%，海上风电变流器发货 4.6GW，同比增长 190%。

#### ● 投资建议

公司为全球化光储头部企业，充分受益于需求增长，同时产品、服务、品牌、研发行业领先，产品溢价+规模技术降本有望支撑高盈利持续性。我们预计 24/25/26 归母净利润分别为 107.56/125.21/154.08 亿元，对应 PE 分别 15/13/10 倍，维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

光伏新增装机量不及预期，储能新增装机不及预期，贸易限制政策风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	72251	86095	104592	127672
收入同比 (%)	79.5%	19.2%	21.5%	22.1%
归属母公司净利润	9440	10756	12521	15408
净利润同比 (%)	162.7%	13.9%	16.4%	23.1%
毛利率 (%)	30.4%	27.5%	26.8%	27.1%
ROE (%)	34.1%	28.0%	24.6%	23.2%
每股收益 (元)	6.36	7.24	8.43	10.37
P/E	13.77	14.59	12.54	10.19
P/B	4.70	4.08	3.08	2.36
EV/EBITDA	9.94	9.83	7.71	5.60

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	69284	91113	117991	150961	<b>营业收入</b>	72251	86095	104592	127672
现金	18031	29440	43573	58817	营业成本	50318	62449	76573	93084
应收账款	21098	25111	31959	40784	营业税金及附加	324	293	356	447
其他应收款	1409	1698	2092	2589	销售费用	5167	6027	7321	8937
预付账款	543	687	842	1024	管理费用	873	1033	1255	1532
存货	21442	26020	29778	36199	财务费用	21	152	47	-94
其他流动资产	6763	8157	9747	11548	资产减值损失	-1301	-40	-40	-40
<b>非流动资产</b>	13593	14012	14241	14424	公允价值变动收益	36	0	0	0
长期投资	440	640	850	1065	投资净收益	97	112	136	166
固定资产	6438	6308	6138	5924	<b>营业利润</b>	11466	13027	15158	18656
无形资产	732	760	788	813	营业外收入	25	17	22	27
其他非流动资产	5982	6304	6464	6622	营业外支出	32	10	8	12
<b>资产总计</b>	82877	105125	132232	165385	<b>利润总额</b>	11460	13034	15172	18671
<b>流动负债</b>	45937	55899	69919	87037	所得税	1851	2085	2428	2987
短期借款	2793	3207	3459	3719	<b>净利润</b>	9609	10948	12745	15684
应付账款	15571	19082	24461	29735	少数股东损益	169	193	224	276
其他流动负债	27573	33611	42000	53583	<b>归属母公司净利润</b>	9440	10756	12521	15408
<b>非流动负债</b>	7485	8823	9165	9517	EBITDA	12139	13911	15991	19399
长期借款	4180	4380	4590	4810	EPS (元)	6.36	7.24	8.43	10.37
其他非流动负债	3305	4443	4575	4707					
<b>负债合计</b>	53422	64722	79084	96554					
少数股东权益	1749	1942	2166	2442					
股本	1485	1485	1485	1485					
资本公积	7606	7706	7706	7706					
留存收益	18614	29270	41790	57198					
归属母公司股东权益	27705	38461	50982	66389					
<b>负债和股东权益</b>	82877	105125	132232	165385					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	6982	11577	15382	16525	<b>成长能力</b>				
净利润	9609	10948	12745	15684	营业收入	79.5%	19.2%	21.5%	22.1%
折旧摊销	678	725	772	821	营业利润	176.9%	13.6%	16.4%	23.1%
财务费用	485	369	400	429	归属于母公司净利	162.7%	13.9%	16.4%	23.1%
投资损失	-67	-112	-136	-166	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-4682	-230	1573	-269	毛利率 (%)	30.4%	27.5%	26.8%	27.1%
其他经营现金流	15250	11056	11200	15978	净利率 (%)	13.1%	12.5%	12.0%	12.1%
<b>投资活动现金流</b>	-3821	-1411	-1442	-1464	ROE (%)	34.1%	28.0%	24.6%	23.2%
资本支出	-2743	-784	-778	-765	ROIC (%)	25.2%	22.3%	20.3%	19.7%
长期投资	-1178	-700	-760	-815	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	100	73	96	116	资产负债率 (%)	64.5%	61.6%	59.8%	58.4%
<b>筹资活动现金流</b>	3280	1257	193	183	净负债比率 (%)	181.4%	160.2%	148.8%	140.3%
短期借款	1371	414	252	260	流动比率	1.51	1.63	1.69	1.73
长期借款	18	200	210	220	速动比率	0.96	1.08	1.19	1.25
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	553	100	0	0	总资产周转率	1.00	0.92	0.88	0.86
其他筹资现金流	1337	543	-268	-297	应收账款周转率	4.14	3.73	3.67	3.51
<b>现金净增加额</b>	6465	11409	14133	15243	应付账款周转率	3.47	3.60	3.52	3.44

每股指标 (元)				
每股收益	6.36	7.24	8.43	10.37
每股经营现金流(薄)	4.70	7.80	10.36	11.13
每股净资产	18.65	25.90	34.33	44.70

估值比率				
P/E	13.77	14.59	12.54	10.19
P/B	4.70	4.08	3.08	2.36
EV/EBITDA	9.94	9.83	7.71	5.60

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**张志邦**：华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5年卖方行业研究经验，专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。