

上能电气（300827）动态点评

海外市场高增，大型光储龙头受益

2024 年 08 月 22 日

【事项】

- ◆ **事件：**上能电气已在中东设立销售公司并建立销售服务网络，取得重要订单。2024 年 7 月，上能电气成功与 Larsen & Toubro 合作，为沙特阿拉伯的 Al Kahfah 太阳能发电场提供了 1016MW 的逆变器设备。

【评论】

- ◆ **上能电气：**全球光伏逆变器出货量第四，已连续 11 年入选榜单前十。国内大储龙头，储能变流器出货量居前。根据 EESA 储能领跑者联盟统计“中国企业国内储能第三方大功率 PCS215kW 以上出货量排名”，公司 2021 年、2022 年、2023 年均为全国第一。上能电气自成立以来，一直专注于电力电子产品的研发、制造与销售，以“技术+市场”双引擎驱动，构建高效领先的产品矩阵和解决方案。
- ◆ **印度、沙特和美国等市场光储需求高增，公司积极拓展渠道。**公司渠道和市场开拓积极，在中国、印度市场保持增长的基础上，重点开拓中东、北美、欧洲、东南亚、巴西等市场光储业务。在光储成本不断下降的过程中，预计市场开拓将取得积极成效。
- ◆ **印度市场：**印度市场高增长主要是由于其清单制度 ALMM 的影响，导致抢装现象。根据 JMK Research 的数据，2024 Q1 印度新增约 7.5 GW 光伏地面电站，环比增长约 5 倍。公司 2023 年在印度集中式和组串式市场份额分列第二和第三，行业需求高增有望推动公司订单增长。
- ◆ **沙特市场：**沙特阿拉伯“2030 愿景”计划大力推动可再生能源的发展。根据中国储能网的数据，沙特能源部制定 2024 年到 2025 年 24GWh 储能项目计划。其中，2023 年释放 2GWh 项目，2024 年上半年释放 6GWh 项目。在执行四个项目总计 8GWh，2024 年下半年将再次招标五个项目总计 10GWh。
- ◆ **美国市场：**光储成本下降，PPA 电价提升，装机逐季增长。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，实现了公司在北美市场的良好开端。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

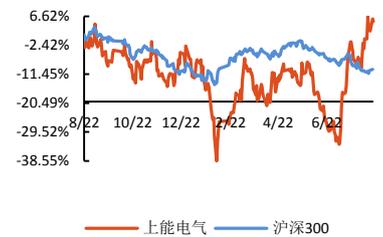
证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

证券分析师：朱晋潇

证书编号：S1160522070001

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	11070.56
流通市值（百万元）	7995.26
52 周最高/最低（元）	34.20/18.60
52 周最高/最低（PE）	60.08/24.82
52 周最高/最低（PB）	11.92/3.93
52 周涨幅（%）	-1.15
52 周换手率（%）	877.02

相关研究

1. 上能电气：大型光储龙头，出货量居前

全球光伏逆变器出货量第四，已连续 11 年入选榜单前十。全球知名研究机构标普全球大宗商品 S&P Global Commodity Insights 于 7 月 9 日揭晓了 2023 年度全球光伏逆变器出货排行榜，上能电气凭借其卓越的出货表现脱颖而出，位居全球光伏逆变器出货量第四，已连续 11 年入选榜单前十。

图表 1：公司光伏逆变器出货量第四，已连续 11 年入选榜单前十



资料来源：上能电气公众号，东方财富证券研究所

国内大储龙头，储能变流器出货量居前。根据 EESA 储能领跑者联盟统计“中国企业国内储能第三方大功率 PCS215kW 以上出货量排名”，公司 2021 年、2022 年、2023 年均为全国第一。公司是目前储能变流器市场上排名前列的供应商，具有相对技术和品牌优势，储能变流器及系统集成产品均已成功应用于多个示范项目，在市场上建立了良好的口碑，并可充分利用现有客户资源，已形成一定的竞争优势。

上能电气自成立以来，一直专注于电力电子产品的研发、制造与销售，以“技术+市场”双引擎驱动，构建高效领先的产品矩阵和解决方案，助力企业一路领跑。近年来，上能电气在持续增长研发投入的同时，不断深化全球化布局，建有江苏无锡、宁夏吴忠、印度班加罗尔三大生产基地。

图表 2：公司发展历程



资料来源：公司官网宣传资料，东方财富证券研究所

公司已在欧洲、中东、印度等地设立销售公司。2024 年公司将在中国、印度市场保持增长的基础上，重点锚定欧洲、中东、北美、东南亚、巴西等市场的光储业务。

图表 3：公司全球营销服务网络

上能电气不断加速全球战略布局，业务遍及亚太、中东、南美、欧洲等市场，持续为全球绿色低碳发展做出贡献，携手合作伙伴共建零碳未来。

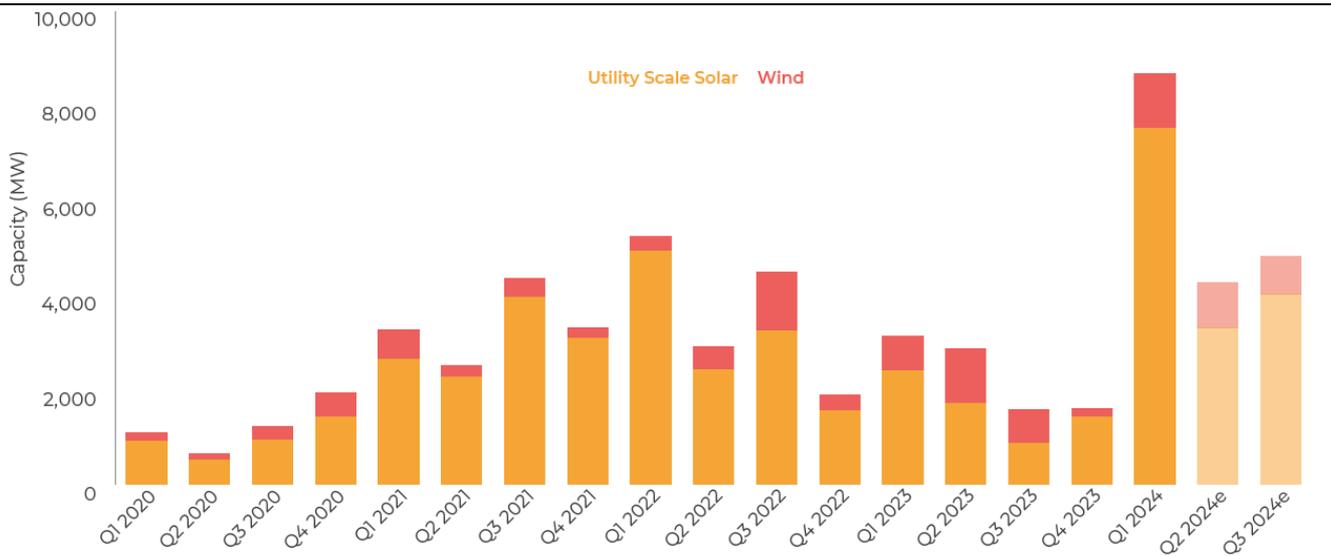


资料来源：公司官网宣传资料，东方财富证券研究所

2. 光储市场：印度、中东、美国需求高增

印度：印度市场高增长主要是由于其清单制度 ALMM 的影响，导致抢装现象。其次，长期电力缺口，光储有望成为刚性需求。根据 JMK Research 的数据，2024 Q1 印度新增约 7.5 GW 光伏地面电站，环比增长约 5 倍。公司 2023 年在印度集中式和组串式市场份额分列第二和第三，行业需求高增有望推动公司订单增长。

图表 4：2024Q1 印度地面电站装机 7.5GW，环增 5 倍

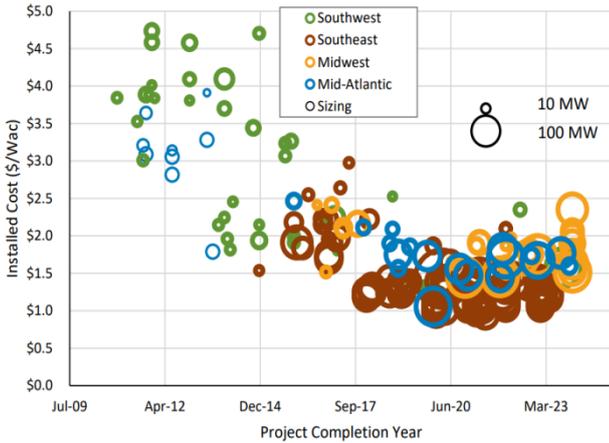


资料来源：JMK Research 官网，东方财富证券研究所

中东：能源战略转型，政策推动光储需求高增。根据中国储能网的数据，沙特能源部制定 2024 年到 2025 年 24GWh 储能项目计划。其中，2023 年释放 2GWh 项目，2024 年上半年释放 6GWh 项目。在执行四个项目总计 8GWh，2024 年下半年将再次招标五个项目总计 10GWh。据中国储能网的数据，阿联酋发布的“2050 年能源战略”提出，在未来七年内将可再生能源的贡献增加两倍，同期国家投资将达到 150 至 2000 亿迪拉姆。确保满足该国由于经济快速增长而不断增长的能源需求；约旦计划到 2030 年将可再生能源发电比例提高到 31%；阿曼计划到 2030 年可再生能源消费比例达到 20%，2040 年提高到 35%-39%。InfoLink 预测，中东光伏市场需求量将在 2027 年达到 29-35GW。而随着大量的设备投入使用，可再生能源自带的波动性与不稳定性又将为储能提供进一步的发展空间。

美国：光储成本下降，PPA 电价提升，装机逐季增长。光伏方面，美国东南部地区的项目价格平均低于全国其他地区，2023 年的容量加权平均成本为每瓦 1.2 美元。储能方面，3-4 小时电池系统装机成本从 2018-2019 年的每千瓦时 500-600 美元下降到 2022-2023 年的每千瓦时 400-500 美元。通胀推动电价上行趋势，24Q1 美国地面电站 PPA 电价同比+5%。

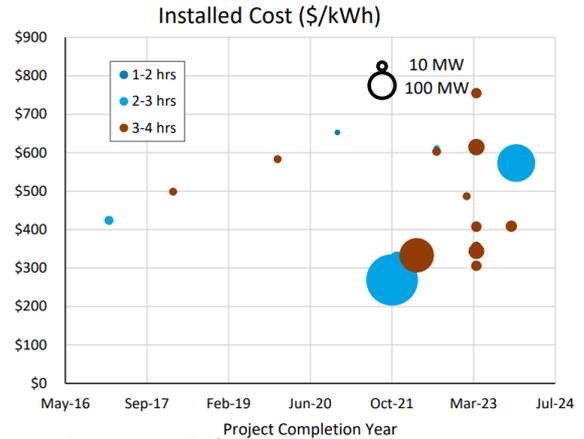
图表 5: 美国地面电站光伏建造成本下降



资料来源: FERC Form 1 filings from the from the following utilities: Alabama Power, Allele, Arizona Public Service, Avangrid, Dominion, DTE, Duke Energy, El Paso Electric, Entergy, Florida Power and Light, Georgia Power, Indiana Michigan Power, Kentucky Utilities, MidAmerican, Nevada Power, Pacific Gas and Electric, Public Service of New Mexico, Southern California Edison, Tampa Electric, Tucson Electric, United Illuminating, Union Electric, UNS Electric, Virginia Electric, and Wisconsin Public Service., NREL Spring 2024 Solar Industry Update, 东方财富证券研究所

Note: Values represent a select data set of utility-scale PV systems owned by 25 regulated utilities for 233 projects totaling 11.8 GWac installed from 2010 to 2023.

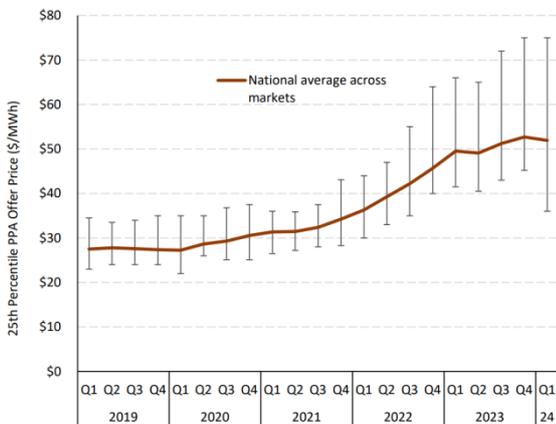
图表 6: 美国地面电站储能装机成本下降



资料来源: FERC Form 1 filings from the from the following utilities: Arizona Public Service, Duke Energy-Indiana, Florida Power and Light, Nevada Power, Pacific Gas & Electric, Tampa Electric, Virginia Electric, and Wisconsin Public Service, NREL Spring 2024 Solar Industry Update, 东方财富证券研究所

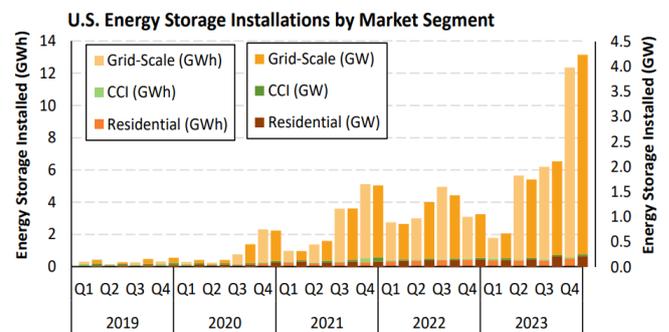
Note: Values represent a select dataset of utility-scale PV systems owned by 8 regulated utilities for 21 projects totaling 1.2 GWac installed from 2010 to 2023.

图表 7: 24Q1 美国地面电站 PPA 电价同比+5%



资料来源: LevelTen, PPA Price Index, NREL Spring 2024 Solar Industry Update, 东方财富证券研究所

图表 8: 2023 年美国储能装机逐季高增



资料来源: Wood Mackenzie Power & Renewables and Energy Storage Association, NREL Spring 2024 Solar Industry Update, 东方财富证券研究所

Note: "Grid-scale" refers to all projects deployed on the utility side of the meter, regardless of size or ownership; "CCI" refers to community-scale, commercial, and industrial

【投资建议】

- ◆ 上能电气全球光伏逆变器出货量第四，已连续 11 年入选榜单前十。国内大储龙头，储能变流器出货量居前。我们预计公司 2024-2026 年营收 80/97/117 亿元，归母净利润分别为 5.2/7.1/9.3 亿元，EPS 1.45/1.98/2.59 元/股，对应现价 PE 分别为 22/16/12 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

【风险提示】

- ◆ 海外订单需求不及预期；
- ◆ 市场竞争加剧，单价和单位盈利下降；
- ◆ 原材料价格大幅波动风险。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4932.66	7987.05	9667.92	11664.28
增长率(%)	110.93%	61.92%	21.04%	20.65%
EBITDA（百万元）	375.84	597.13	764.85	968.00
归属母公司净利润（百万元）	285.87	518.96	709.37	930.16
增长率(%)	250.48%	81.54%	36.69%	31.13%
EPS(元/股)	0.81	1.45	1.98	2.60
市盈率 (P/E)	37.36	22.00	16.10	12.28
市净率 (P/B)	6.17	5.06	5.03	4.75
EV/EBITDA	25.71	13.70	11.35	7.97

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6130.85	7418.15	8538.78	9915.21
货币资金	2027.63	3933.91	3237.80	4199.77
应收及预付	2250.88	860.74	1452.38	1401.49
存货	1332.14	1508.41	1814.66	2176.41
其他流动资产	520.20	1115.09	2033.94	2137.54
非流动资产	809.69	700.02	677.75	681.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	308.07	274.20	248.93	252.55
在建工程	18.47	25.47	27.47	26.47
无形资产	130.98	131.98	132.98	133.98
其他长期资产	352.18	268.37	268.37	268.37
资产总计	6940.55	8118.17	9216.53	10596.58
流动负债	4978.39	5650.67	6732.84	7978.72
短期借款	533.85	433.85	233.85	233.85
应付及预收	3761.68	3651.04	4398.08	5279.18
其他流动负债	682.85	1565.78	2100.90	2465.69
非流动负债	199.24	202.51	202.51	202.51
长期借款	152.50	152.50	152.50	152.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	46.74	50.01	50.01	50.01
负债合计	5177.63	5853.19	6935.35	8181.24
实收资本	358.04	358.04	358.04	358.04
资本公积	709.62	714.40	714.40	714.40
留存收益	691.79	1216.48	1229.85	1364.01
归属母公司股东权益	1756.43	2256.42	2269.79	2403.95
少数股东权益	6.49	8.56	11.39	11.39
负债和股东权益	6940.55	8118.17	9216.53	10596.58

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4932.66	7987.05	9667.92	11664.28
营业成本	3983.88	6444.79	7763.46	9318.77
税金及附加	5.87	9.51	11.51	13.89
销售费用	235.50	381.33	454.39	536.56
管理费用	90.03	145.78	174.02	186.63
研发费用	268.57	434.87	526.38	635.08
财务费用	6.01	12.57	-11.33	-9.57
资产减值损失	-9.75	-7.00	-7.00	-7.00
公允价值变动收益	0.22	-30.00	-30.00	0.00
投资净收益	2.49	-19.85	-26.34	0.00
资产处置收益	0.10	1.47	2.32	0.00
其他收益	38.32	44.62	59.20	0.00
营业利润	300.60	547.43	747.65	975.93
营业外收入	0.58	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	298.86	545.69	745.91	974.19
所得税	13.51	24.66	33.71	44.03
净利润	285.35	521.03	712.20	930.16
少数股东损益	-0.51	2.07	2.83	0.00
归属母公司净利润	285.87	518.96	709.37	930.16
EBITDA	375.84	597.13	764.85	968.00

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-36.20	2790.25	991.53	1790.29
净利润	285.35	521.03	712.20	930.16
折旧摊销	62.31	38.87	30.27	3.38
营运资金变动	-465.48	2146.43	162.23	828.44
其它	81.62	83.92	86.83	28.31
投资活动现金流	-210.40	-675.23	-763.57	-8.74
资本支出	-287.89	-13.27	-7.42	-8.74
投资变动	0.00	-729.81	-729.81	0.00
其他	77.49	67.85	-26.34	0.00
筹资活动现金流	615.60	-210.48	-924.07	-819.57
银行借款	274.51	-100.00	-200.00	0.00
债券融资	-369.73	0.00	0.00	0.00
股权融资	56.94	-25.22	0.00	0.00
其他	653.88	-85.27	-724.07	-819.57
现金净增加额	381.61	1906.28	-696.11	961.98
期初现金余额	1280.03	1661.64	3567.92	2871.80
期末现金余额	1661.64	3567.92	2871.80	3833.78

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	110.93%	61.92%	21.04%	20.65%
营业利润增长	288.64%	82.11%	36.57%	30.53%
归属母公司净利润增长	250.48%	81.54%	36.69%	31.13%
获利能力 (%)				
毛利率	19.23%	19.31%	19.70%	20.11%
净利率	5.78%	6.52%	7.37%	7.97%
ROE	16.28%	23.00%	31.25%	38.69%
ROIC	11.42%	17.98%	25.23%	31.60%
偿债能力				
资产负债率 (%)	74.60%	72.10%	75.25%	77.21%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.23	1.31	1.27	1.24
速动比率	0.91	1.01	0.96	0.93
营运能力				
总资产周转率	0.85	1.06	1.12	1.18
应收账款周转率	3.38	5.63	9.47	9.31
存货周转率	2.99	4.54	4.67	4.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	1.45	1.98	2.60
每股经营现金流	-0.10	7.79	2.77	5.00
每股净资产	4.91	6.30	6.34	6.71
估值比率				
P/E	37.36	22.00	16.10	12.28
P/B	6.17	5.06	5.03	4.75
EV/EBITDA	25.71	13.70	11.35	7.97

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。