

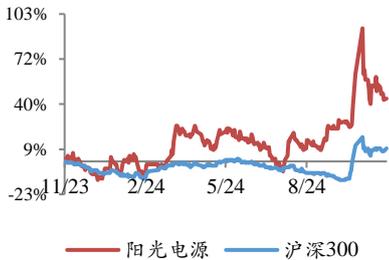
## 储能系统出货高增，全球竞争力强劲

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-04

收盘价(元) 89.15  
近12个月最高/最低(元) 119.19/56.38  
总股本(百万股) 2,073  
流通股本(百万股) 1,590  
流通股比例(%) 76.69  
总市值(亿元) 1,848  
流通市值(亿元) 1,417

### 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

联系人：王雲昊

执业证书号：S0010124070001

邮箱：wangyunhao@hazq.com

### 相关报告

1. 光储盈利能力优异，竞争实力彰显  
2024-08-27

2. 报表稳健业绩高增，彰显强劲实力  
2024-05-08

3. 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：

#### ● 业绩情况：经营性现金流明显改善，经营情况稳健

公司2024前三季度实现营业收入499.5亿元，同比增长7.61%，实现归母净利润76.0亿元，同比增长5.21%。24Q3来看，公司实现归母净利润26.4亿元，同比减少7.96%，环比减少7.76%；扣非归母净利润25.0亿元，同比减少10.57%，环比减少10.76%，主要系国内光伏逆变器出货占比提升+美国大储项目确认收入后置拖累。盈利能力方面，公司24Q3毛利率/净利率分别为29.52%/14.16%，分别环比+0.02pct/-1.81pct，毛利率保持相对稳定，净利率下滑主要受人民币升值带来汇兑损益减少拖累。公司24Q3经营活动现金流净额34亿元，同/环比+36/55亿元，随公司Q4电站及海外项目交付，现金流情况有望继续改善。

● 光储业务：延迟订单有望在Q4集中交付，短期扰动不改长期向上趋势  
逆变器方面，公司Q3出货同环比稳健增长，其中国内市场产品出货占比较高，公司单一细分市场产品价格及盈利情况相对稳定，后续随海外订单交付，盈利能力有望修复。储能系统集成方面，公司Q3出货同环比高增，由于部分欧美大储项目订单需并网调试后确收，确收量略少于出货量。展望后续，公司高盈利海外市场在手订单充裕，随欧美进入降息周期，并网节奏提速，前期延迟确收订单有望于Q4集中交付，支撑业绩改善。从核心竞争力来看，公司产品、成本、品牌优势构筑高壁垒，随大容量电芯迭代、构网型等技术升级、海外产能扩建推进，我们认为公司全球竞争力与份额有望进一步夯实，充分受益于光储需求高增。

#### ● 投资建议

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为117.02/139.01/166.82亿元，对应PE 16/13/11倍，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

全球光储需求不及预期；公司订单交付不及预期；海外贸易政策变化。

#### ● 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	82619	106045	129862
收入同比(%)	79.5%	14.4%	28.4%	22.5%
归属母公司净利润	9440	11702	13901	16682
净利润同比(%)	162.7%	24.0%	18.8%	20.0%
毛利率(%)	30.4%	30.7%	28.4%	28.2%
ROE(%)	34.1%	29.7%	26.1%	23.8%
每股收益(元)	6.36	5.64	6.70	8.05
P/E	13.77	15.79	13.30	11.08
P/B	4.70	4.69	3.47	2.64
EV/EBITDA	9.94	10.72	8.36	6.33

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		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	69284	90842	121459	155370	
现金	18031	32640	46769	62320	
应收账款	21098	24097	32403	41484	
其他应收款	1409	1629	2121	2633	
预付账款	543	630	835	1026	
存货	21442	23857	29515	36257	
其他流动资产	6763	7989	9816	11650	
<b>非流动资产</b>	13593	16957	18268	19439	
长期投资	440	640	850	1065	
固定资产	6438	7484	8397	9170	
无形资产	732	760	788	813	
其他非流动资产	5982	8072	8232	8390	
<b>资产总计</b>	82877	107799	139726	174810	
<b>流动负债</b>	45937	53529	70965	88715	
短期借款	2793	3207	3459	3719	
应付账款	15571	17495	24245	29783	
其他流动负债	27573	32827	43261	55214	
<b>非流动负债</b>	7485	12902	13244	13596	
长期借款	4180	4380	4590	4810	
其他非流动负债	3305	8522	8654	8786	
<b>负债合计</b>	53422	66431	84208	102311	
少数股东权益	1749	1959	2208	2507	
股本	1485	2073	2073	2073	
资本公积	7606	7281	7281	7281	
留存收益	18614	30055	43956	60638	
归属母公司股东权益	27705	39409	53310	69992	
<b>负债和股东权益</b>	82877	107799	139726	174810	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	6982	11653	16676	18132	
净利润	9609	11911	14150	16981	
折旧摊销	678	849	990	1133	
财务费用	485	369	400	429	
投资损失	-67	-107	-138	-169	
营运资金变动	-4682	-423	1245	-269	
其他经营现金流	15250	11390	12933	17277	
<b>投资活动现金流</b>	-3821	-3661	-2741	-2763	
资本支出	-2743	-2084	-2078	-2067	
长期投资	-1178	-700	-760	-815	
其他投资现金流	100	-878	98	119	
<b>筹资活动现金流</b>	3280	6650	193	183	
短期借款	1371	414	252	260	
长期借款	18	200	210	220	
普通股增加	0	588	0	0	
资本公积增加	553	-326	0	0	
其他筹资现金流	1337	5774	-268	-297	
<b>现金净增加额</b>	6465	14609	14129	15552	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	72251	82619	106045	129862	
营业成本	50318	57256	75897	93233	
营业税金及附加	324	281	361	455	
销售费用	5167	5370	6363	7792	
管理费用	873	1652	1803	2208	
财务费用	21	152	9	-132	
资产减值损失	-1301	-40	-40	-40	
公允价值变动收益	36	0	0	0	
投资净收益	97	107	138	169	
<b>营业利润</b>	11466	14173	16831	20202	
营业外收入	25	17	22	25	
营业外支出	32	10	8	12	
<b>利润总额</b>	11460	14180	16845	20215	
所得税	1851	2269	2695	3234	
<b>净利润</b>	9609	11911	14150	16981	
少数股东损益	169	210	249	299	
<b>归属母公司净利润</b>	9440	11702	13901	16682	
EBITDA	12139	15181	17843	21216	
EPS (元)	6.36	5.64	6.70	8.05	

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	79.5%	14.4%	28.4%	22.5%
营业利润	176.9%	23.6%	18.8%	20.0%
归属于母公司净利	162.7%	24.0%	18.8%	20.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	30.4%	30.7%	28.4%	28.2%
净利率 (%)	13.1%	14.2%	13.1%	12.8%
ROE (%)	34.1%	29.7%	26.1%	23.8%
ROIC (%)	25.2%	23.2%	21.2%	20.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	64.5%	61.6%	60.3%	58.5%
净负债比率 (%)	181.4%	160.6%	151.7%	141.1%
流动比率	1.51	1.70	1.71	1.75
速动比率	0.96	1.17	1.22	1.27
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.00	0.87	0.86	0.83
应收账款周转率	4.14	3.66	3.75	3.52
应付账款周转率	3.47	3.46	3.64	3.45
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	6.36	5.64	6.70	8.05
每股经营现金流薄)	3.37	5.62	8.04	8.75
每股净资产	18.65	19.01	25.71	33.76
<b>估值比率</b>				
P/E	13.77	15.79	13.30	11.08
P/B	4.70	4.69	3.47	2.64
EV/EBITDA	9.94	10.72	8.36	6.33

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

**分析师：**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。

**联系人：**王雲昊，香港中文大学商业分析硕士，西安交通大学核工程与核技术学士，主要覆盖储能及工控行业。

## 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达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。