

阳光电源 (300274)

证券研究报告
2025年01月03日

储能系统全球龙头，下游需求共振再受益

需求端：全球储能多点开花，下游需求增长具持续性

- 1) 美国：**对于市场担忧的特朗普政府上台对美国储能行业潜在影响（关税、补贴细则等），基于 Wood Mackenzie 预测，预计悲观情况下 2026 年美国储能装机量将有所下滑（但预计仍达 10GW+，高于 2023 年的 9.3GW），而后 2027-2028 年重回增长态势。
- 2) 欧洲：**根据欧洲光伏产业协会（SolarPower Europe）发布的《欧洲储能市场展望 2024-2028》，与户储趋势相反的是，欧洲工商业储能、电网侧储能等大规模储能需求快速增长，预计 2024 年欧洲大储装机有望首次突破 10GWh。分市场看，预计 2024-2028 年维度意大利、德国、英国等均有望实现大储/工商储需求高增。
- 3) 亚非拉：**在光伏项目的持续推进下，2024 年下半年开始亚非拉相关储能项目规划明显加速，据我们不完全统计，2024 年 7-12 月已公告的亚非拉储能项目规划已超 35GWh，且地区分布呈现多点开花趋势，项目所属国包括沙特、乌兹别克斯坦、埃及、菲律宾、马来西亚等。

供给端：全球储能系统龙头，充分受益全球需求高增

据 Wood Mackenzie 研究报告《全球电池储能系统集成商排名 2024》，2023 年公司位居全球电池储能系统集成商市场排名第二，市场份额达到 11%。除公司在北美市场的优势地位外，2024 年以来我们看到公司在欧洲、亚非拉地区获得多个大型储能订单（包括英国 4.4GWh、沙特 7.8GWh 等）。我们认为公司优势为：1) PowerTitan2.0 全液冷储能系统，采用“交直流一体化”极简结构，设计上实现“一簇一 PCS”，在提升系统在线率、降低辅助功耗、提高安全性能基础上，进一步实现了节省占地面积和安装时间的目的；2) 干电网技术，光储构网型控制技术打造技术壁垒，行业层面 2023 年以来构网型储能需求明显加速，公司在构网型储能技术上处于行业领先地位，国内、海外均实现快速进展。

盈利预测

我们持续看好 1) 行业层面：全球储能需求持续提升。国家分布上我们看好美国、欧洲、亚非拉等海外不同地区储能需求形成多点共振。2) 公司层面：24 年以来全球多地持续获单，品牌力、营销力、产品力、服务力层面优势有望持续打造公司竞争壁垒。

基于公司 24 年前三季度营业收入、归母净利润，考虑后续全球光储需求向上的持续性、公司自身产品优势打造技术壁垒，我们维持公司 24-26 年营业收入 845、1024、1229 亿元；归母净利润 109.5、123.9、148.8 亿元，yoy+16.04%/+13.12%/+20.11%，对应当前估值 13、12、10X PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险；毛利率下降风险；竞争加剧；国际贸易及行业政策变动风险；核心原材料供应风险；文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	40,257.24	72,250.67	84,521.43	102,449.92	122,939.90
增长率(%)	66.79	79.47	16.98	21.21	20.00
EBITDA(百万元)	6,712.55	17,507.48	15,010.76	16,666.97	19,693.93
归属母公司净利润(百万元)	3,593.41	9,439.56	10,953.73	12,390.46	14,881.81
增长率(%)	127.04	162.69	16.04	13.12	20.11
EPS(元/股)	1.73	4.55	5.28	5.98	7.18
市盈率(P/E)	40.29	15.34	13.22	11.68	9.73
市净率(P/B)	7.76	5.23	3.72	2.86	2.24
市销率(P/S)	3.60	2.00	1.71	1.41	1.18
EV/EBITDA	23.38	6.61	7.77	6.25	5.01

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电力设备/光伏设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	69.83 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,073.21
流通 A 股股本(百万股)	1,590.00
A 股总市值(百万元)	144,772.35
流通 A 股市值(百万元)	111,029.78
每股净资产(元)	16.48
资产负债率(%)	65.77
一年内最高/最低(元)	119.19/56.38

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《阳光电源-年报点评报告:经营业绩亮眼，看好公司未来持续受益新能源发展》 2024-05-01
- 《阳光电源-年报点评报告:22 年及 23Q1 业绩均超预期，看好光储业务盈利向上》 2023-05-03
- 《阳光电源-半年报点评:业绩整体符合预期，看好分布式与储能业务爆发力》 2022-09-20

内容目录

1. 需求端：欧洲户储需求疲缓，亚非拉接棒驱动行业增长.....	3
1.1. 美国：考虑大选影响，悲观假设下 26-28 年储能装机量仍将维持增长	3
1.2. 欧洲：大规模储能需求有望自 2024 年起快速增长.....	3
1.3. 亚非拉：2024 年下半年开始大型储能项目规划明显加速.....	4
2. 供给端：全球储能系统龙头，充分受益全球需求高增	5
2.1. PowerTitan2.0 全液冷储能系统，显著提升系统效率.....	6
2.2. 光储构网型控制技术打造技术壁垒	6
3. 盈利预测与估值.....	7
4. 风险提示.....	7

图表目录

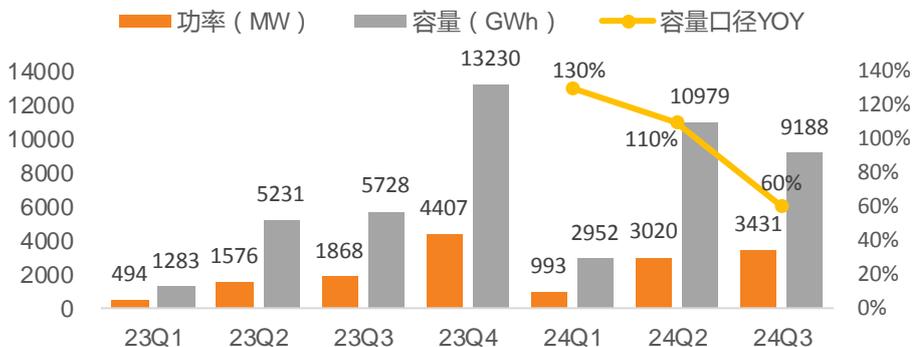
图 1：Wood Mackenzie 口径，美国大型储能装机量.....	3
图 2：悲观假设下，2024-2028 年美国储能装机量预测（单位：MW）	3
图 3：2023-2024 年欧洲储能市场新增装机及各细分领域占比.....	4
图 4：“交直流一体”设计的 PowerTitan2.0 储能系统.....	6
表 1：2024 年 7-12 月已公告亚非拉储能项目（不完全统计）	5

1. 需求端：欧洲户储需求疲缓，亚非拉接棒驱动行业增长

1.1. 美国：考虑大选影响，悲观假设下 26-28 年储能装机量仍将维持增长

美国储能需求维持高增长，Wood Mackenzie 口径，预计 2024-2025 年美国储能装机量分别为 11.9GW/34.4GWh、14.2GW/44.6GWh，容量口径分别同比增长 26%/30%。短期看，2024Q1-Q3 美国大储装机量达到 7.4GW/23.1GWh，容量口径同比增长 88.8%。

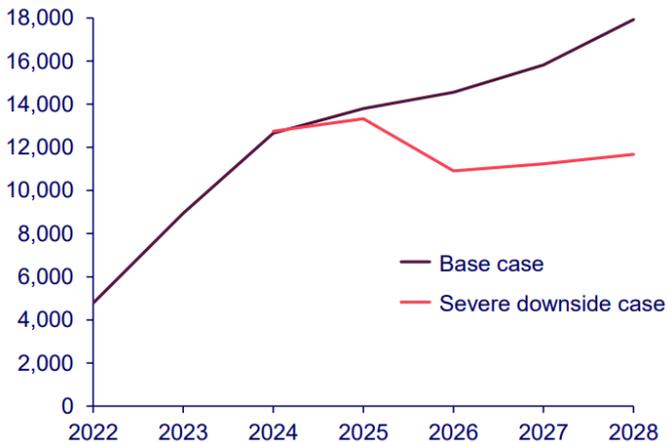
图 1：Wood Mackenzie 口径，美国大型储能装机量



资料来源：Wood Mackenzie，天风证券研究所

市场存在担忧——特朗普政府上台后的潜在风险，包括中国出口到美国的锂电池关税或将上升至 60%等，基于 Wood Mackenzie 预测，预计悲观情况下 2026 年美国储能装机量将有所下滑（但仍将高于 2023 年水平），而后 2027-2028 年重回增长态势。对此 Wood Mackenzie 预测，悲观情况下，假设 ITC/PTC 补贴由 2032 年结束提前至 2029 年结束、相关激励取消、保护性贸易政策导致美国进口储能系统成本上升、制造业税收减免激励政策由 2030 年结束提前至 2028 年结束等，对应 2026 年美国储能装机量将下滑至 10GW 以上（高于 2023 年的 9.3GW），并在 2027-2028 年持续维持增长态势。

图 2：悲观假设下，2024-2028 年美国储能装机量预测（单位：MW）



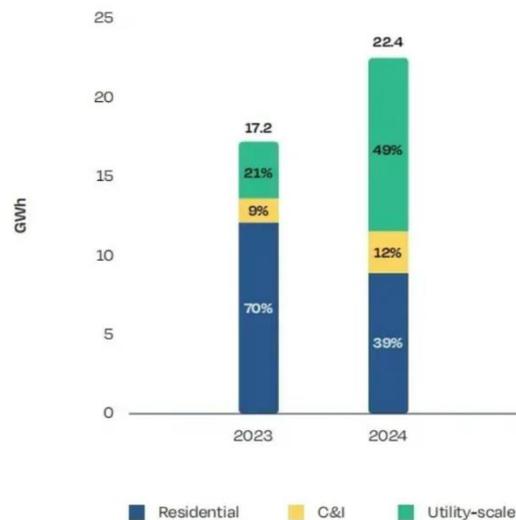
资料来源：Wood Mackenzie，天风证券研究所

1.2. 欧洲：大规模储能需求有望自 2024 年起快速增长

2024 年 10 月，欧洲光伏产业协会（SolarPower Europe）发布《欧洲储能市场展望 2024-2028》，其中预计 2024 年欧洲户用储能市场的新增装机量将同比下降 26%至 8.8GWh，德国、意大利、奥地利等户储领导市场预计 2024 年户储装机量将经历同比下滑。

但与户储趋势相反的是，欧洲工商业储能、电网侧储能等大规模储能需求快速增长，预计 2024 年欧洲大储装机有望首次突破 10GWh。需求高增市场包括英国（预计 24 年新增大储装机 3.7GWh）、意大利（预计 24 年新增大储装机 5GWh），预计欧洲大储新增装机量有望从 2023 年的 3.6GWh 增至 11GWh。

图 3：2023-2024 年欧洲储能市场新增装机及各细分领域占比



资料来源：集邦储能公众号，天风证券研究所

分市场看，预计 2024-2028 年维度意大利、德国、英国等均有有望实现大储/工商储需求高增。根据欧洲光伏产业协会 (SolarPower Europe) 发布的《欧洲储能市场展望 2024-2028》口径：

1、**意大利**：预计 2024 年户储新增装机将同比下降 40%至 1.9GWh。与之对应，意大利的工商业储能预计市场前景良好，投资回收期有望缩短、收益提升。中期预计意大利工商业储能装机量将从 2024 年的 674MWh 增长到 2028 年的 3.6GWh。

2、**德国**：户用储能显著下滑，而工商业储能和大储市场则呈现增长态势。中期预计到 2028 年，德国户储装机量将重新超过 5GWh；工商业储能方面，2024 年新增装机量有望达到 612MWh，预计 2028 年累计装机量达 3.8GWh；大储方面，预计新增装机将从 2024 年的 553MWh 增至 2028 年的 6GWh。

3、**英国**：预计 2024 年英国作为电网侧储能的领导者，新增装机有望达 4.5GWh，同比增长 70%。在政府取消项目规模限制并提供容量补偿的支持下，预计 2024 年英国新增大储装机 3.7GWh。中期维度，预计户储新增装机将从 2024 年的 649MWh 增至 2028 年的 919MWh；工商业储能在电力削峰和能源套利的机会带动下，预计从 2024 年的 150MWh 增至 2028 年的 1.7GWh。

1.3. 亚非拉：2024 年下半年开始大型储能项目规划明显加速

我们预计，资金支持、光伏成本下降带动经济性、弱电网带来用电保障性问题，亚非拉光储需求有望持续提升。

1) **发达国家资金支持的逐步落地**。2021 年七国集团(G7)提出公正能源转型伙伴关系(JETPs)，旨在帮助伙伴国加速向公正能源系统的转型，逐步淘汰化石燃料；其中包括 2021 年南非 JETP 计划支持资金总额 85 亿美元、22 年 11 月印尼 JETP 计划支持资金总额 200 亿美元、22 年 12 月越南 JETP 计划支持资金总额 155 亿美元等；随各国准备接受投资的具体项目逐步落地，预计资金支持将带动亚非拉部分国家可再生能源项目的加速推进，进而带动光伏、储能的需求增长。

2) **光伏投资成本下降刺激下游需求**。典型如印度，根据 MercomIndiaResearch 发布的《印度光伏市场 2024 年第一季度更新报告》，24Q1 印度大型光伏项目平均成本同比下降 28.2%，成本下降幅度大于分布式，因而带动 24Q1 大型光伏项目安装量急剧增加。往后看 24Q1 印度光伏系统招标量超过 30GW，yoy+122%；已招标或待拍卖的光伏电站项目达到 93GW，预计印度光伏系统需求将持续高增长。

3) **弱电网+高光伏经济性，带来分布式光伏及配储需求**。亚非拉部分国家及地区(典型如

东南亚各国、巴基斯坦、南非、巴西等)电网建设基础较差,大规模停电事故时有发生,带来了居民、工业用户为保障用电安全而自建分布式光伏的需求;叠加光伏投资成本的大幅下滑、部分地区优越的光照条件、部分地区电价上升(巴西、巴基斯坦等),光伏经济性凸显,分布式光伏及配储需求得到释放。

4) 政策支持+主权基金推动,以沙特为典型的中东国家光储需求有望加速增长。以沙特为例,沙特政府在“2030 愿景”推动下,预计 2030 年之前将实现 130GW 的可再生能源装机规模,其中沙特主权投资基金公共投资基金(PIF)将提供主要经济支持。

在光伏项目的持续推进下,2024 年下半年开始亚非拉相关储能项目规划明显加速,据我们不完全统计,2024 年 7-12 月已公告的亚非拉储能项目规划已超 35GWh,且地区分布呈现多点开花趋势,项目所属国包括沙特、乌兹别克斯坦、埃及、菲律宾、马来西亚等。

表 1: 2024 年 7-12 月已公告亚非拉储能项目 (不完全统计)

国家	项目	投资方	公布时间	储能 (MW)	储能 (MWh)
沙特	Najran、Madaya、Khamis Mushait	ALGIHAZ	2024 年 7 月		7800
	Riyadh	沙特电力公司 (SEC)	2024 年 8 月	500	10000
	Qaisumah			500	
	Dawadmi			500	
	Al Jouf			500	
	Rabigh		500		
	Al-Muwah、Haden、Al-Khushaybi、Al-Kahafa	沙特电力采购公司 (SPPC)	2024 年 11 月	2000	8000
乌兹别克斯坦		ACWA Power	2024 年 11 月		2000
埃及	本班光储混合电站	AMEA Power	2024 年 12 月		600
	Abydos				300
菲律宾	MTerra Solar	菲律宾泰拉太阳能公司	2024 年 12 月		4500
		CREC			1500
马来西亚		MSR-GE	2024 年 9 月	100	517
合计					35217

资料来源: 国际储能网, SaudiGulf Projects, 碳索储能网, 集邦储能公众号, 天合储能 TrinaStorage 公众号, interfax, 天风证券研究所

2. 供给端: 全球储能系统龙头, 充分受益全球需求高增

根据 Wood Mackenzie 研究报告《全球电池储能系统集成商排名 2024》, 2023 年公司位居全球电池储能系统 (BESS) 集成商市场排名第二, 市场份额达到 11%。分市场看:

1、北美: 储能系统市场份额前三名分别为 Tesla、阳光电源、Fluence, 三家企业的北美区域市占率合计达到 72%, 市场集中度显著提升。

2、欧洲: 储能系统市场份额前三名分别为 Nidec、特斯拉、BYD, 三家企业的欧洲区域市占率合计达到 68%。尽管 2023 年公司在欧洲市场未成为 TOP3, 但 2024 年以来公司在欧洲的新签订单表现亮眼, 包括 1) 德国: 2024 年 5 月与 Nofar Energy 签署 116.5MW/230MWh 电池储能系统项目供应协议; 2) 英国: 2024 年 9 月与可再生能源和储能公司 Penso Power

及投资公司 BW BW ESS 签署了储能供应协议，公司将提供 1.4GWh 的 PowerTitan 2.0 液冷储能系统，用于英格兰中部 Hams Hall 储能项目的建设。2024 年 11 月与英国 FidoraEnergy 签署了 4.4GWh 储能合作协议，分别涉及英国 3.3GWh Thorpe Marsh 和 1.1GWh West BurtonC 两座标杆独立储能电站。

3、亚非拉：公司 2024 年以来在中东地区同样获得亮眼订单，包括 1) 2024 年 5 月与 Larsen & Toubro 达成合作，将为沙特阿拉伯的豪华旅游项目 AMAALA 提供 760MWh 的构网型储能系统，通过多台变流器同步启动控制、动态下垂均流控制、EMS 多机协控，让储能系统具备离网连续故障穿越和 GW 级黑启动的能力，确保该微网的持续稳定运行。2) 2024 年 7 月与沙特 ALGIHAZ 签约容量高达 7.8GWh 储能项目，项目的三个站点分别位于沙特的 Najran、Madaya 和 KhamisMushait 地区。

供给维度看，我们认为公司优势为：1) PowerTitan2.0 全液冷储能系统，采用“交直流一体化”极简结构，显著提升效率；2) 干细胞电网技术，光储构网型控制技术打造技术壁垒。

2.1. PowerTitan2.0 全液冷储能系统，显著提升系统效率

公司于 2023 年 10 月推出新一代大型储能系统 PowerTitan2.0，产品特点为将电池单元与 PCS 融于一柜，提升系统的效率、性能、安全、智慧水平。PowerTitan2.0 储能系统设计特点为“交直流一体”，设计上实现“一簇一 PCS”，在提升系统在线率、降低辅助功耗、提高安全性能基础上，进一步实现了节省占地面积和安装时间的目的。以 2024 年 7 月公司与沙特 ALGIHAZ 签约容量高达 7.8GWh 储能项目为例，项目将于 2024 年开始交付，2025 年全容量并网运行，公司交付的 PowerTitan2.0 储能系统产品有效解决了项目体量庞大、交期紧迫、调度管理复杂、电网支撑及运维要求高，面临项目高温、土地限制、极速并网及系统安全等难题。

- ✓ **提高安装效率：**产品省去 PCS、LC 等设备占地及维护空间，占地节省 29%，百兆瓦时仅 2000 m²；且免去现场 PCS 安装、直流接线、通讯测试、充放电测试四大环节，到站即并网。
- ✓ **提高产品性能：**“一簇一 PCS”，簇级均流控制，系统全生命周期发电量提升 8%；故障损失减少 92%；搭载 AI 仿生热平衡技术，具备速冷、微冷、加热三种控温模式，可根据电芯、环境温度、运行工况智能切换，辅电能耗降低 45%。
- ✓ **搭载最新干细胞电网技术，** 能实现 0ms 跟网/构网自切换，谐波主动吸收。

图 4：“交直流一体”设计的 PowerTitan2.0 储能系统



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 光储构网型控制技术打造技术壁垒

随着高比例可再生能源占比的大幅提升与高比例电子装备的应用，电力系统呈现“双高”

特征，其安全稳定运行面临严峻挑战。构网型技术模拟发电机的功能，成为上述问题的有效解决方案之一。据储能与电力市场跟踪，2023 年以来，5.33GW/17.26GWh 构网型储能项目取得招标、中标、建设、并网等实际进展，构网型储能需求明显加速。

从实现原理看，构网型储能技术通过超配 PCS 方式提高过载能力构建起支撑大电网稳定运行的电压源，可以起到快速调频调压、增加惯量和短路容量支撑、抑制宽频振荡等作用，从而增强电力系统稳定性。

公司在构网型储能技术上处于行业领先地位，国内、海外均实现快速进展。其中：

- 1、**国内：业内首次光储全场景构网实证完成，项目应用上全球首个海上构网型储能项目顺利并网。**2024 年 6 月公司“干细胞电网技术”收获了业内首个光储全场景构网实证报告，该测试于 2024 年 3 月进行、现场一次性通过。专家组搭建了构网型光储系统实证测试环境，分别针对极弱网、弱网、强网、离网等不同场景，对公司光储系统的自主电压建立、电能质量、短路比适应性等展开了 7 大项 16 小项性能考核，充分验证了“干细胞电网技术”增强型连续高低穿、柔性惯量支撑、微秒级电压构建、快速黑启动等全场景构网能力。项目应用上，2024 年 2 月涠洲岛 5MW/10MWh 储能电站成功投运，为全球首个海上构网型储能项目，由公司提供储能技术。
- 2、**海外：产品已在泰国 Super、中东 Dalia 等多个构网型项目中应用，并助力英国避免大范围停电事故。**2023 年圣诞节前夕，英法输电通道发生故障，迭加电力系统的风电大增、电网惯量支撑不足，致使电网频率跌破正常标准线；公司在英国门迪运行的多个百兆瓦级电网侧储能系统迅速响应，强力拉升电网频率，助力电网频率 5 分钟内恢复到正常范围，避免了大范围的停电事故。

3. 盈利预测与估值

我们持续看好 1) 行业层面：全球储能需求持续提升。国家分布上我们看好美国、欧洲、亚非拉等海外不同地区储能需求形成多点共振。2) 公司层面：24 年以来全球多地持续获单，品牌力、营销力、产品力、服务力层面优势有望持续打造公司竞争壁垒。

基于公司 24 年前三季度营业收入、归母净利润，考虑后续全球光储需求向上的持续性、公司自身产品优势打造技术壁垒，我们维持公司 24-26 年营业收入 845、1024、1229 亿元；归母净利润 109.5、123.9、148.8 亿元，yoy+16.04%/+13.12%/+20.11%，对应当前估值 13、12、10X PE，维持“买入”评级。

4. 风险提示

政策风险：若新能源相关鼓励政策发生较大调整，可能会对公司业务发展带来一定影响；

毛利率下降的风险：原材料价格上涨等原因将可能导致公司产品面临毛利率下降的风险；

竞争加剧：储能、逆变器行业竞争者较多，产能扩张旺盛，若竞争进一步加剧，将对公司的盈利能力产生影响。

国际贸易及行业政策变动风险：全球光储受政策驱动较强，若各国补贴政策退坡，终端需求可能受影响，从而影响公司业绩。

核心原材料供应风险：受疫情影响，全球贸易环境、原材料生产商产能均有一定变化，公司产品使用的主要原材料-半导体器件存在一定的供应不足和价格波动风险，将对公司的盈利能力产生一定影响。

文中测算具有一定的主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	11,666.60	18,030.62	33,244.38	47,330.56	54,902.02	营业收入	40,257.24	72,250.67	84,521.43	102,449.92	122,939.90
应收票据及应收账款	14,890.91	21,791.23	21,120.85	30,893.64	31,523.75	营业成本	30,375.81	50,317.57	60,687.72	75,300.69	90,975.53
预付账款	382.89	542.85	573.68	811.70	862.07	营业税金及附加	142.61	324.45	295.82	358.57	430.29
存货	19,060.14	21,441.51	27,407.29	33,203.79	40,024.28	销售费用	3,169.26	5,166.84	5,916.50	6,966.59	8,114.03
其他	4,701.66	5,468.98	9,466.77	8,425.41	11,249.84	管理费用	612.31	873.17	929.74	1,126.95	1,352.34
流动资产合计	50,702.20	67,275.19	91,812.96	120,665.10	138,561.96	研发费用	1,692.16	2,447.39	2,873.73	3,278.40	3,688.20
长期股权投资	228.28	440.04	451.25	563.28	674.95	财务费用	(477.24)	20.60	(74.83)	(219.01)	(279.83)
固定资产	4,543.56	6,438.18	6,891.86	7,311.47	7,926.44	资产/信用减值损失	(831.11)	(2,028.45)	(850.00)	(850.00)	(850.00)
在建工程	1,188.67	1,685.76	2,177.10	2,761.36	3,285.58	公允价值变动收益	(29.61)	36.19	17.31	5.77	(9.61)
无形资产	340.37	732.42	884.05	1,074.95	1,280.76	投资净收益	40.34	96.56	163.95	163.95	163.95
其他	3,331.61	4,296.22	3,023.07	3,380.32	3,343.33	其他	1,421.56	3,529.90	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	9,632.49	13,592.62	13,427.33	15,091.37	16,511.06	营业利润	4,141.14	11,466.45	13,224.01	14,957.45	17,963.68
资产总计	61,626.21	82,876.51	105,240.29	135,756.46	155,073.02	营业外收入	9.16	25.16	17.16	21.16	19.16
短期借款	1,422.19	2,793.02	2,500.00	3,000.00	3,600.00	营业外支出	16.34	31.65	23.99	27.82	25.91
应付票据及应付账款	25,925.99	28,485.92	46,247.72	54,320.66	61,371.00	利润总额	4,133.96	11,459.96	13,217.17	14,950.78	17,956.93
其他	4,331.98	8,093.24	8,411.72	17,011.57	12,953.20	所得税	438.53	1,851.22	1,982.58	2,242.62	2,693.54
流动负债合计	31,680.16	39,372.18	57,159.43	74,332.23	77,924.20	净利润	3,695.44	9,608.74	11,234.59	12,708.17	15,263.39
长期借款	4,161.65	4,179.70	5,000.00	6,000.00	7,200.00	少数股东损益	102.03	169.18	280.86	317.70	381.58
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3,593.41	9,439.56	10,953.73	12,390.46	14,881.81
其他	2,258.97	3,305.32	2,100.64	2,554.98	2,653.65	每股收益(元)	1.73	4.55	5.28	5.98	7.18
非流动负债合计	6,420.62	7,485.02	7,100.64	8,554.98	9,853.65						
负债合计	41,889.22	53,422.01	64,260.08	82,887.21	87,777.85						
少数股东权益	1,070.69	1,749.28	2,016.10	2,317.92	2,680.42	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	1,485.19	1,485.15	2,073.21	2,073.21	2,073.21	成长能力					
资本公积	7,052.84	7,606.18	7,280.61	7,280.61	7,280.61	营业收入	66.79%	79.47%	16.98%	21.21%	20.00%
留存收益	10,679.54	19,794.74	30,200.78	41,971.72	56,109.44	营业利润	118.23%	176.89%	15.33%	13.11%	20.10%
其他	(551.27)	(1,180.85)	(590.49)	(774.20)	(848.51)	归属于母公司净利润	127.04%	162.69%	16.04%	13.12%	20.11%
股东权益合计	19,737.00	29,454.50	40,980.21	52,869.25	67,295.17	获利能力					
负债和股东权益总计	61,626.21	82,876.51	105,240.29	135,756.46	155,073.02	毛利率	24.55%	30.36%	28.20%	26.50%	26.00%
						净利率	8.93%	13.07%	12.96%	12.09%	12.10%
						ROE	19.25%	34.07%	28.11%	24.51%	23.03%
						ROIC	46.30%	100.45%	83.93%	115.42%	152.04%
						偿债能力					
						资产负债率	67.97%	64.46%	61.06%	61.06%	56.60%
						净负债率	-26.72%	-32.99%	-60.90%	-70.65%	-64.00%
						流动比率	1.47	1.51	1.61	1.62	1.78
						速动比率	0.93	1.04	1.13	1.18	1.26
						营运能力					
						应收账款周转率	3.30	3.94	3.94	3.94	3.94
						存货周转率	2.70	3.57	3.46	3.38	3.36
						总资产周转率	0.77	1.00	0.90	0.85	0.85
						每股指标(元)					
						每股收益	1.73	4.55	5.28	5.98	7.18
						每股经营现金流	0.58	3.37	7.95	7.11	3.99
						每股净资产	9.00	13.36	18.79	24.38	31.17
						估值比率					
						市盈率	40.29	15.34	13.22	11.68	9.73
						市净率	7.76	5.23	3.72	2.86	2.24
						EV/EBITDA	23.38	6.61	7.77	6.25	5.01
						EV/EBIT	24.75	6.80	8.13	6.53	5.23

资料来源:公司公告,天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com