

上能电气 (300827.SZ)

光储大机领军者，出海步履昂扬

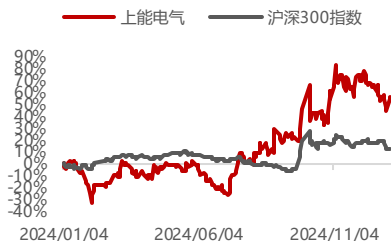
推荐 (首次)

1 月 7 日：44.30 元

主要数据

行业	电力设备及新能源
公司网址	www.si-neng.com
大股东/持股	吴强/20.24%
实际控制人	吴强，吴超
总股本(百万股)	360
流通 A 股(百万股)	260
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	159
流通 A 股市值(亿元)	115
每股净资产(元)	5.67
资产负债率(%)	72.5

行情走势图



证券分析师

张之尧 投资咨询资格编号
S1060524070005
zhangzhiyao757@pingan.com.cn

皮秀 投资咨询资格编号
S1060517070004
PIXIU809@pingan.com.cn



平安观点：

- **光储逆变器领先企业，积极出海拓展。**上能电气成立于 2012 年，2020 年于深交所上市。公司深耕电力电子技术，以光伏逆变器起家，业务板块逐渐从光伏逆变器扩展到储能 PCS 板块，市场布局从国内向海外拓展。公司大功率段光储逆变器市场地位突出，光伏逆变器方面，2023 年公司光伏逆变器全球出货量排名第四，连续十一年保持全球前十；储能 PCS 方面，2023 年，公司在中国企业国内储能第三方大功率 PCS 215kW 以上出货量排名第一，光伏和储能逆变器实力优良。2024 年前三季度，公司实现营收 30.69 亿元，同比减少 7.3%；归母净利润 3.02 亿元，同比增长 44.8%。公司归母净利润增长明显，主要由于公司海外业务拓展顺利，在印度、中东市场的光伏逆变器业务取得较大增长，贡献了利润增量。
- **光伏逆变器：空间广阔，印度、中东增量出色。**全球光伏装机增速趋缓，但仍持续增长，我们测算 2024/2025 年全球光伏交流侧装机 465/517GW，同比增长 21%/11%。考虑存量替换和在途库存需要，我们测算 2024/2025 年全球逆变器出货量分别为 554/621GW，对应市场空间分别为 840/889 亿元。重点市场来看，国内市场光伏装机增速放缓，但有望维持平稳增长；印度光伏装机有望在产业链降价和政策推动下快速增长；中东主要国家自上而下推动光伏装机，市场亦有望延续增势。公司光伏逆变器侧重集中式和大组串产品，大功率产品实力出色。公司深化全球化布局，出海步履强劲，上半年公司在印度、中东市场的业务取得较大的增长。根据 JMK Research，2023 年全年、2024 年前三季度，公司逆变器印度市场份额均位列前三，市场地位领先；根据公司官方公众号，公司下半年已在中东斩获超过 3GW 光伏逆变器订单，为未来业绩释放奠定基础。公司已逐步建立覆盖全球主要市场的海外销售服务网络，未来将在中国、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，继续提升海外市场份额。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,339	4,933	6,395	8,701	10,830
YoY(%)	114.1	110.9	29.6	36.1	24.5
净利润(百万元)	82	286	553	911	1,249
YoY(%)	38.5	250.5	93.4	64.8	37.1
毛利率(%)	17.3	19.2	22.7	23.6	23.7
净利率(%)	3.5	5.8	8.6	10.5	11.5
ROE(%)	7.9	16.3	24.6	30.8	31.7
EPS(摊薄/元)	0.23	0.80	1.54	2.53	3.47
P/E(倍)	195.3	55.7	28.8	17.5	12.8
P/B(倍)	16.3	9.1	7.1	5.4	4.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **储能：市场增长可期，公司商业模式优良。**全球储能市场蓬勃增长，大储为主要装机类型。我们预计 2024/2025 年全球大储新增装机 57.8/77.8GW，增速分别为 77%/35%。分市场来看，我国大储市场空间广阔但价格竞争激烈；美、欧高价值市场高壁垒、高毛利；中东、印度新兴市场增长迅速。公司大储业务持续发力，大功率储能 PCS 产品市场地位领先，根据 EESA 统计，2023 年公司储能第三方大功率 PCS 全球出货量/国内出货量分别在我国企业中排名第二/第一位。2024 年 9 月，公司储能 PCS 产品成功供货美国，国际业务拓展更进一步。我们认为公司第三方 PCS 模式存在一定优势，有望与电池/直流侧企业合作拓展市场。我们分析 EESA 统计的 2023 年市场份额数据，全球大储产品市场集中度：电池>PCS，直流侧系统>交流侧系统。我们认为，储能电池领先企业的电池技术、供应链和成本管理能力使其占据了优势市场地位，因此其引领的直流侧系统市场集中度高于交流侧。电池企业/直流侧储能系统企业通常不具有 PCS 自产能力，需外采 PCS，或直接将产品销售给本土安装商，由其另行采购 PCS 产品进行配套。公司定位更接近第三方 PCS 供应商，与直流侧企业的合作或将更为灵活。考虑国内储能电池企业在全世界竞争实力强劲、且多家领先企业存在向直流侧集成模式过渡的趋势，我们认为公司的第三方 PCS 供应商模式有望形成独特竞争优势，有望“强强联手”与直流侧企业合作，在海外市场、特别是新兴大储市场赢得出众的市场份额。
- **投资建议：**我们预计，2024/2025/2026 年公司实现归母净利润分别为 5.53/9.11/12.49 亿元，EPS 分别为 1.54/2.53/3.47 元，对应 1 月 7 日收盘价 PE 分别为 28.8/17.5/12.8 倍。我们认为公司第三方大储 PCS 的商业模式具有独特优势，且产品实力强劲；公司布局的印度、中东市场光储需求有望快速增长，公司实力强劲，业绩增速有望超过行业均值，未来成长潜力大。我们首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：（1）储能市场需求增长不及预期的风险。**在全球碳中和愿景下，中国、美国、欧洲大储市场增势较为确定；但如果并网排队和产业链限制等因素导致装机不及预期，或减税补贴政策发生变化，可能导致储能市场增长不及预期，影响公司储能系统相关业绩。（2）**海外贸易政策收紧的风险。**近期，美国对中国光伏和锂电产业链部分环节的贸易政策有收紧迹象。若后续美国在光伏逆变器、储能系统等环节提出关税等形式的制裁，或欧洲市场效仿其做法收紧贸易政策，可能影响公司在上述市场的业务开展。（3）**全球市场竞争加剧的风险。**若后续光伏逆变器、储能赛道市场竞争加剧，出现价格战等情形，公司市场开拓和盈利等可能受到一定影响。

正文目录

一、 概况：光储逆变器领先企业，积极出海拓展.....6

二、 光伏逆变器：空间广阔，印度、中东增量出色8

 2.1 市场：增速趋缓、需求分化，国内企业市场地位突出8

 2.2 公司：光伏逆变器实力卓越，出海步伐稳健14

三、 大储 PCS：市场增长可期，公司商业模式优良17

 3.1 市场：全球大储增长强劲，海外竞争格局更优17

 3.2 公司：第三方模式优势显著，积极拓展海外市场23

四、 投资建议.....26

五、 风险提示.....28

图表目录

图表 1 公司股权结构图 6

图表 2 公司产品布局..... 6

图表 3 公司发展历程..... 6

图表 4 公司营业收入及增速..... 7

图表 5 公司归母净利润及增速 7

图表 6 公司 2024H1 主营业务构成（单位：亿元） 7

图表 7 公司营收地域分布..... 7

图表 8 公司主要产品毛利率情况 8

图表 9 公司海内外业务毛利率情况..... 8

图表 10 公司四大费用率变化情况 8

图表 11 公司净利率及 ROE 变化情况 8

图表 12 全球光伏直流侧装机规模预测（单位：GW） 9

图表 13 各地区光伏直流侧装机预测（单位：GW） 9

图表 14 全球光伏逆变器出货量预测..... 10

图表 15 全球光伏逆变器分产品市场空间 10

图表 16 全球光伏逆变器市场空间预测（测算过程） 10

图表 17 国内光伏逆变器招标项目定标规模..... 11

图表 18 2024H1 国内定标光伏逆变器产品类型分布 11

图表 19 印度光伏新增装机情况（GW，交流侧） 12

图表 20 我国分季度出口印度逆变器情况 12

图表 21 中国出口至中东的组件规模（GW） 12

图表 22 我国各季度出口沙特、阿联酋逆变器金额..... 12

图表 23 2023 年全球光伏逆变器市场竞争格局..... 13

图表 24 2022 年全球光伏逆变器市场竞争格局..... 13

图表 25 2020-2022 年全球光伏逆变器主要企业出货量（GW） 13

图表 26 2023 年国内光伏逆变器中标榜（单位：GW） 14

图表 27 2024H1 国内光伏逆变器中标榜（单位：GW） 14

图表 28 公司光伏逆变器板块收入情况 15

图表 29 公司光伏逆变器板块毛利情况 15

图表 30 公司光伏逆变器代表性产品..... 15

图表 31 公司国内中标光伏逆变器产品分布（GW） 15

图表 32 2024 年公司光伏逆变器海外项目进展..... 16

图表 33 公司光伏逆变器印度市占率领先 16

图表 34 全球储能市场空间预测（单位：GW） 17

图表 35 全球储能分场景装机预测（单位：GW） 17

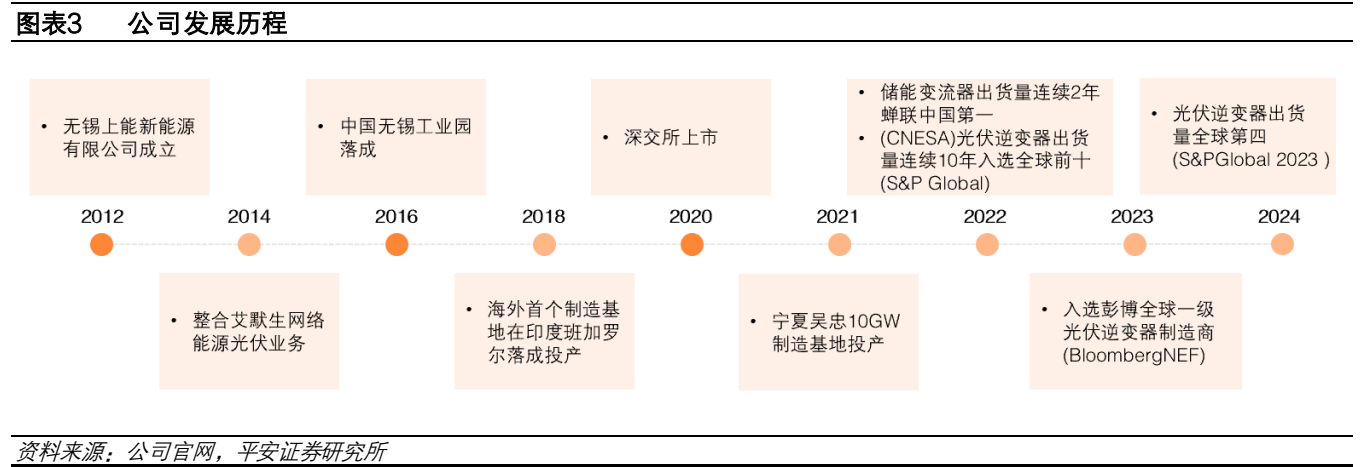
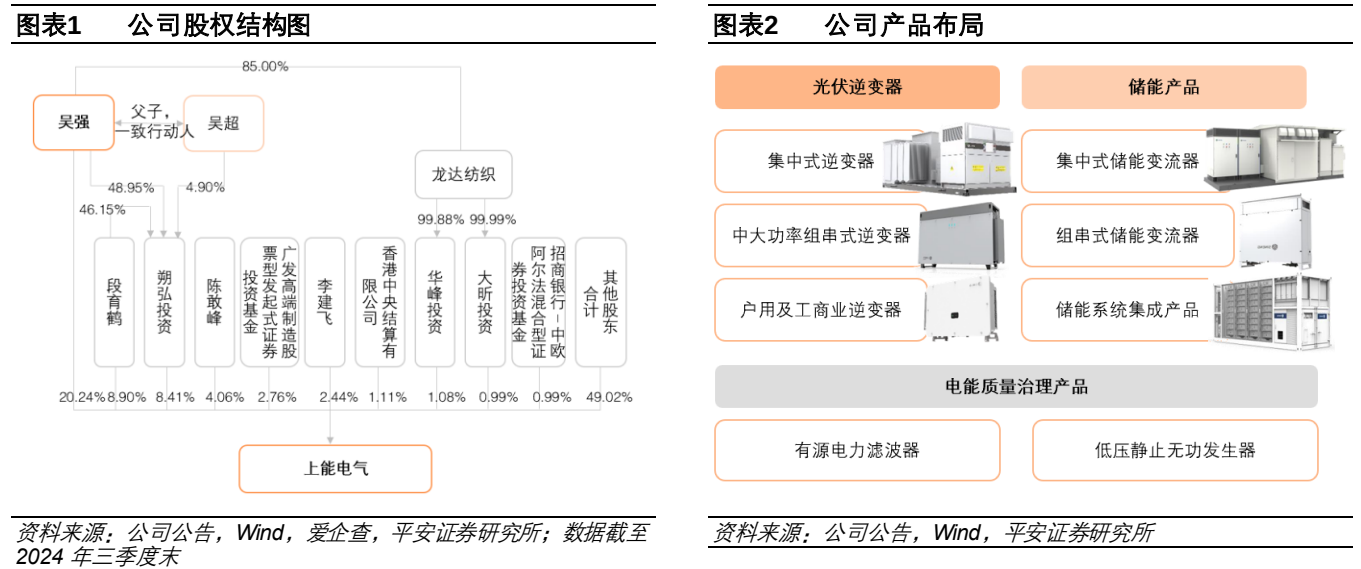
图表 36 国内前三季度新型储能新增装机 20.7GW 18

图表 37	美国大储项目季度新增投运功率/GW	18
图表 38	英国大储项目季度新增投运功率/MW	18
图表 39	我国各季度出口沙特、阿联酋的逆变器金额	18
图表 40	国内存量储能电站类型分布（功率占比 GW%，截至 2024H1）	19
图表 41	国内储能电站整体利用率低于 50%，独立储能利用率相对较高	19
图表 42	国内外新型储能单位容量收益水平对比（单位：万元/MW/年）	19
图表 43	国内外新型储能收益构成对比（2023 年）	19
图表 44	大储出海机遇概述	19
图表 45	2023 年美国大储项目单位放电量收入（美元/MWh）及回报率	20
图表 46	欧洲储能协会（EASE）欧洲大储市场空间预测（单位：MW）	20
图表 47	2024 年上半年国内部分企业中储大储订单或协议情况	21
图表 48	全球大储市场空间预测（单位：GW）	22
图表 49	国内储能系统投标平均报价持续下探（单位：元/Wh）	22
图表 50	2023 年全球及主要地区储能集成商市场份额情况（根据出货量/MWh 份额排名）	23
图表 51	公司储能业务收入情况	23
图表 52	公司储能业务毛利情况	23
图表 53	2023 年中国企业全球储能第三方大功率 PCS(215kW 以上)出货量排名（单位：GW）	24
图表 54	2023 年中国企业国内储能第三方大功率 PCS(215kW 以上)出货量排名（单位：GW）	24
图表 55	2023 年中国企业全球储能 PCS 出货量排名（单位：GW）	24
图表 56	电化学储能系统构成	25
图表 57	2023 年中国企业电力储能锂电池出货量排名（单位：GWh）	25
图表 58	2023 年中国企业直流侧储能系统出货量排名（单位：GWh）	25
图表 59	2023 年中国企业交流侧储能系统出货量排名（单位：GWh）	25
图表 60	国内部分储能电池企业直流侧系统产品布局	26
图表 61	公司与电池企业合作/产品匹配情况	26
图表 62	公司收入与毛利预测	27
图表 63	同行业可比公司估值对比	28

一、概况：光储逆变器领先企业，积极出海拓展

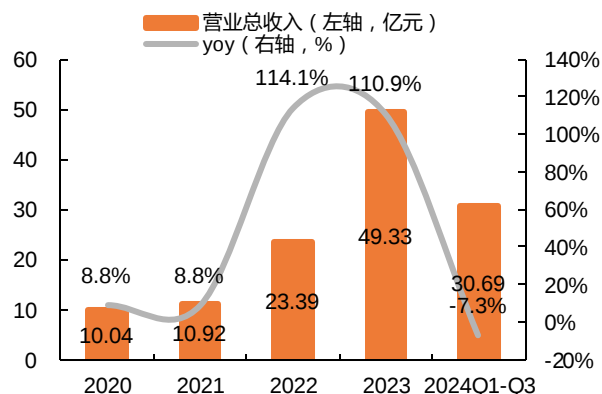
公司概况：主营产品包括光储逆变器、电能质量治理产品，实力出色。上能电气成立于 2012 年，2020 年于深交所上市。公司董事长吴强为公司控股股东、实际控制人，直接持股比例 20.24%（截至 2024Q3）；吴超为共同实控人，两人为父子关系。公司深耕电力电子技术，以光伏逆变器起家，业务板块逐渐从光伏扩展到储能板块，市场布局从国内向海外拓展。公司主要产品包括光伏逆变器、储能双向变流器、有源滤波器（APF）和低压无功补偿器（SVG）等产品，并提供光伏发电系统和储能系统的集成业务。

市场地位：公司大功率段光储逆变器市场地位突出。光伏逆变器方面，根据 S&P Global 和 Wood Mackenzie 数据，2023 年，公司光伏逆变器产品全球出货量排名第四，逆变器出货量连续十一年保持全球前十。储能 PCS 方面，根据中关村储能产业技术联盟（CNESA）的统计，公司在 2021~2022 连续两年国内市场储能 PCS 出货量排名中位列第一。根据 EESA 储能领跑者联盟统计，2023 年，公司在中国企业国内储能第三方大功率 PCS 215kW 以上出货量排名第一，光伏和储能逆变器实力优良。



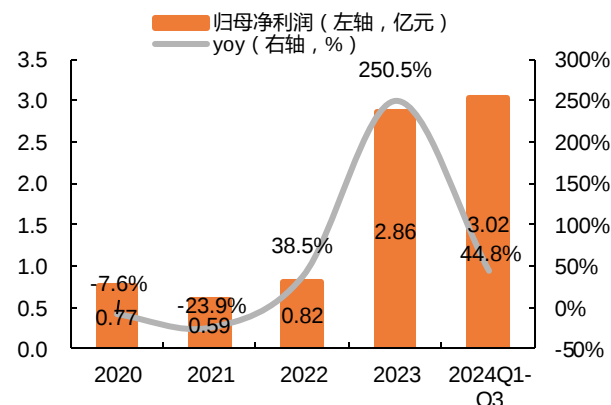
集中式光储市场需求增长、公司出海进展顺利，带动业绩稳步增长。2023 年，公司营业收入高速增长，2023 年实现营收 49.33 亿元，同比增长 110.9%，2020-2023 年 CAGR 达 70%；归母净利润 2.86 亿元，同比增长 250.5%。2024 年前三季度，公司实现营收 30.69 亿元，同比减少 7.3%；归母净利润 3.02 亿元，同比增长 44.8%。公司归母净利润增长明显，主要由于公司海外业务拓展顺利，在印度、中东市场的光伏逆变器业务取得较大增长，贡献了利润增量。

图表4 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

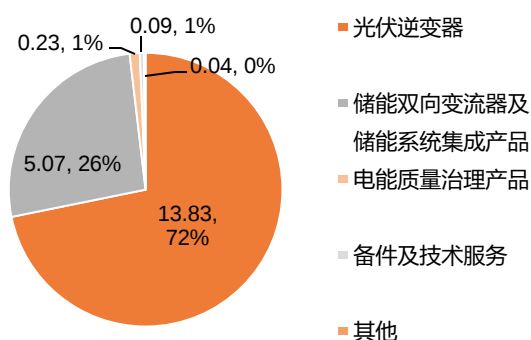
图表5 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

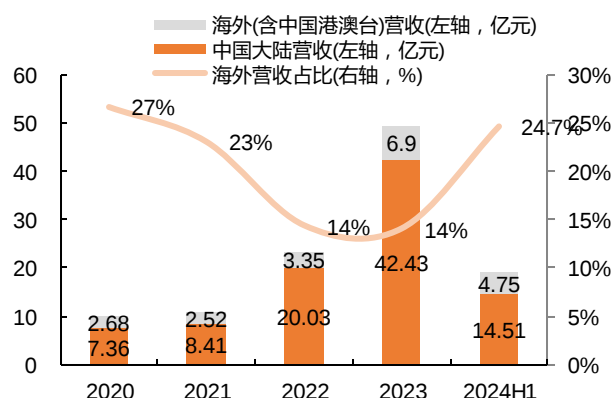
公司业务聚焦于光伏和储能逆变器，海外营收占比提升明显。公司主营业务聚焦于光伏逆变器和储能变流器/系统集成。2024年上半年，公司光伏逆变器和储能业务营收分别为 13.8/5.1 亿元，占比分别为 72%/26%。营收地域分布来看，公司业务布局以国内为主，同时积极拓展海外业务，2024 年上半年公司海内外业务占比分别为 75.3%/24.7%。近年来，公司努力拓展海外渠道，积极参与到全球市场的竞争中，目前已经完成包括美国、欧洲、印度、中东、非洲、南美、东南亚、中亚等全球主要光伏市场的布局。2024 年上半年，公司海外业务收入较 2023 年同期增长了 115.46%，海外市场业绩逐步放量，公司在印度、中东市场的业务取得较大的增长。

图表6 公司 2024H1 主营业务构成 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

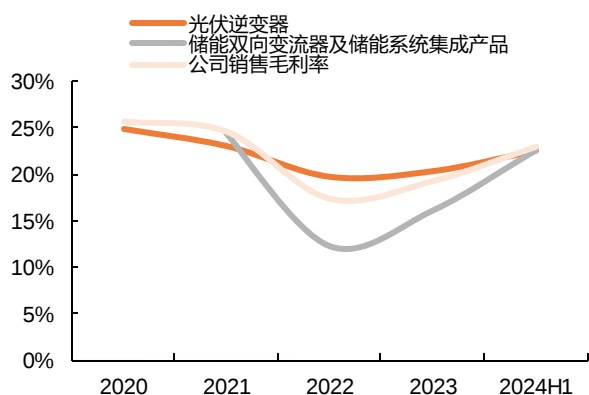
图表7 公司营收地域分布



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

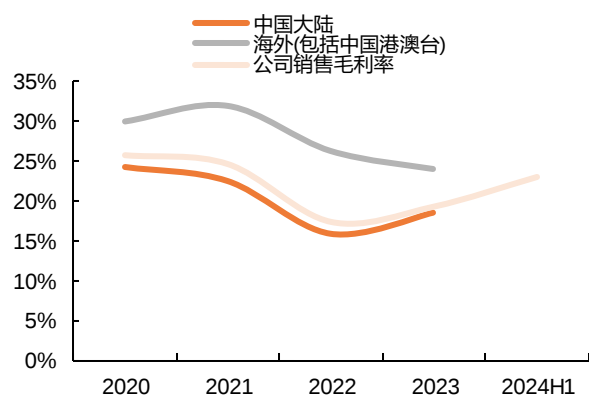
公司毛利率显著提升，海外业务盈利能力优良。2023 年，公司销售毛利率 19.23%；2024 年上半年增长至 22.98%，主要受益于海外逆变器业务拓展。分产品来看，公司光伏逆变器毛利率表现较为稳定，保持在 20% 上下，2024H1 为 22.46%，有所提升，主要由于海外（印度、中东）逆变器业务占比提升。公司储能 PCS 及系统集成业务毛利率 2024H1 为 22.67%，较 2023 年的 16.17% 提升明显，且公司储能板块毛利率各年度变化较大，主要由于产品结构变化，储能系统集成业务相对减少；同时公司研发降本和海外市场业务增加也使得毛利率表现改善。公司海外业务毛利率水平高于中国大陆业务毛利率，公司积极拓展海外业务，毛利率水平有望进一步提升。

图表8 公司主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

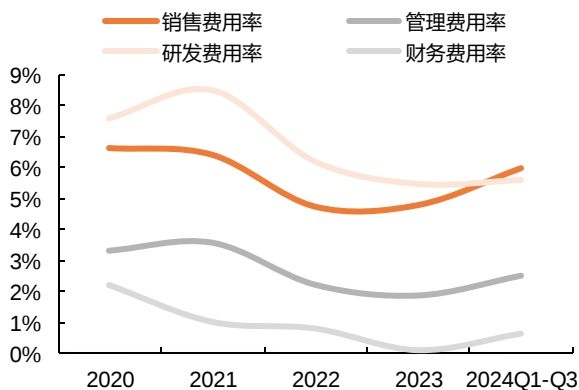
图表9 公司海内外业务毛利率情况



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

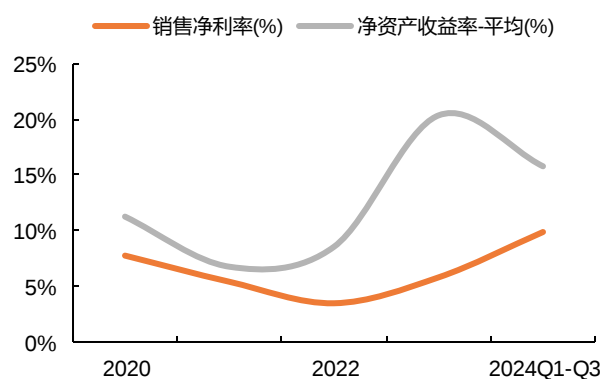
公司销售净利率提升明显，ROE 呈现增势。得益于研发降本和海外市场拓展，公司毛利率提升明显，虽然各项费用率有所增加，但销售净利率仍有明显提升。2024 年前三季度，公司销售净利率达 9.80%，较 2023 年全年的 5.78% 提升 4 个百分点，销售净利率提升明显。2023 年，公司 ROE（加权）20.30%；2023 年前三季度、2024 年前三季度公司 ROE 分别为 15.93%、15.76%，高于先前年份，公司前期在市场拓展方面的投入迎来收获期。

图表10 公司四大费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表11 公司净利率及 ROE 变化情况



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

注：2024 年 Q1-Q3 的 ROE 使用前三季度净利润计算，和全年 ROE 不具有横向可比性，此处仅作参考

二、光伏逆变器：空间广阔，印度、中东增量出色

2.1 市场：增速趋缓、需求分化，国内企业市场地位突出

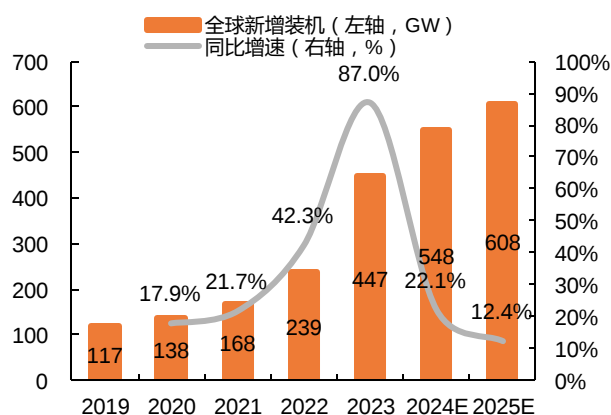
光伏逆变器是光伏发电系统的主要部件之一。光伏逆变器能将光伏组件产生的直流电转换成可并入电网或供负载使用的交流电，同时可跟踪光伏阵列的最大输出功率，是光伏发电系统的“大脑”。光伏逆变器广泛应用于住宅、工商业屋顶、地面电站等光伏发电系统，影响着电站收益和电能质量。

需求端：全球光伏装机增速放缓，但仍将持续增长。我们预测 2024/2025 年全球光伏直流侧装机 548/608GW，同比增速分别为 22%/12%，整体增速放缓；换算为交流侧装机分别为 465/517GW，同比增速分别为 21%/11%。（注：直流侧口径通常

用来反映组件需求，交流侧反映逆变器需求及实际并网功率；由于发电损耗等因素，直流侧安装组件规模通常高于交流侧。国内能源局公布数据为交流侧口径，海外机构 Solar Power Europe、SEIA 统计口径通常为直流侧。)

- **国内市场方面**，消纳问题成为光伏行业发展的主要制约因素，使得光伏装机难以延续 2021-2023 年的高速增长态势；但政策支持、造价下降等积极因素有望驱动光伏装机继续增长，我们判断国内光伏需求将步入平稳增长的新阶段。我们预计 2024/2025 年国内光伏（交流侧）新增装机 250/270GW，同比增速分别为 16%/8%。
- **欧洲市场方面**，Solar Power Europe 披露数据及预测数据为直流侧口径，我们预计 2024/2025 年光伏直流侧新增装机 77/86GW，同比分别增长 10%/12%；按交流侧装机=直流侧/1.15 换算，2024/2025 年欧洲光伏交流侧装机分别为 67/75GW。欧洲光伏行业协会预测未来五年光伏装机增速明显放缓，复合增速由过去两年的 50% 下降至未来五年的 10% 左右，原因包括：1、电网连接和消纳相关问题，部分高压设备供应紧缺；2、传统能源价格下跌到俄乌冲突之前，能源紧缺问题以及光伏经济性一定程度被削弱；3、高利率的问题依然存在；4、政策层面不确定性加大。
- **美国市场方面**，我们参照 SEIA 预测，预计 2024/2025 年光伏直流侧新增装机分别为 41/44GW，同比分别增长 25%/8%。《通胀削减法案（IRA）》对美国光伏本土制造以及光伏需求形成强有力的支撑，近年制约美国需求的光伏供应链方面的约束明显缓解，但美国市场光伏需求仍然面临并网、劳动力等方面的挑战；参考美国光伏行业协会的预测，未来五年，美国光伏新增装机有望稳定在 40-46GW 区间。

图表12 全球光伏直流侧装机规模预测（单位：GW）



资料来源：Solar Power Europe，国家能源局，SEIA，巴西光伏协会，mercon，平安证券研究所测算

图表13 各地区光伏直流侧装机预测（单位：GW）

	2022	2023	2024	2025
中国	95	253	300	324
欧洲	46	70	77	86
美国	22	32	41	44
巴西	11	15	17	17
美洲其他	10	11	13	16
印度	17	13	28	35
亚太其他	30	38	52	60
中东与非洲	8	15	20	26
合计	239	447	548	608

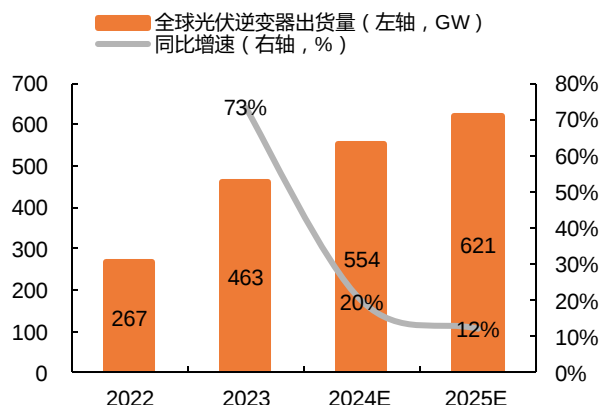
资料来源：Solar Power Europe，国家能源局，SEIA，巴西光伏协会，mercon，平安证券研究所测算

全球光伏逆变器市场体量：我们测算 2024/2025 年市场空间分别为 840/889 亿元。我们根据新增装机和存量替换需求，测算了全球光伏逆变器出货规模。假设说明如下：

- **存量置换：**我们假设逆变器替换周期为 10 年，使用 10 年前的光伏装机容量近似估计存量电站的逆变器更新需求。
- **逆变器出货量：**考虑在途、库存及损耗，逆变器实际出货量通常高于逆变器的安装量（新增装机+存量替换），我们假设在途、库存及损耗比例在 10% 左右，即出货量为（新增装机+存量替换）*（1+10%）。
- **逆变器分类：**表中集中式/分布式电站占比，以及两类电站使用逆变器的种类占比为假设数。我们假设集中式电站中组串式逆变器的占比逐步增加；分布式电站中，组串式逆变器占比更大，同时微逆小幅渗透。
- **逆变器单价：**集中式逆变器技术成熟，我们假设其单价基本稳定，2024/2025 年均为 0.1 元/W；组串式逆变器功率范围多样，品类较广，我们假设 2024/2025 年平均单价逐步下降，分别为 0.14/0.13 元/W；微逆产品存在向单机更大功率演变的趋势，且行业整体较早，仍存在规模效应降本的空间，我们假设 2024/2025 年单价分别为 0.90/0.80 元/W。

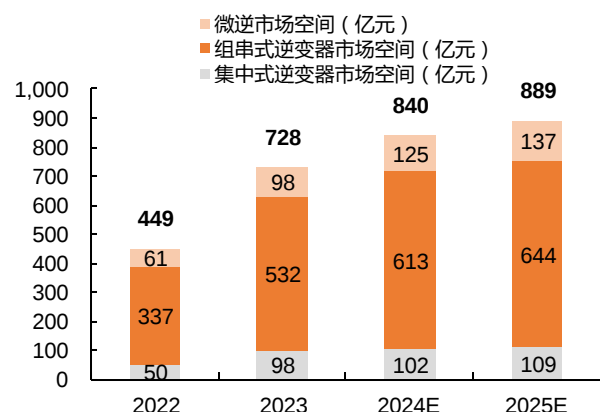
我们测算，2024 年全球光伏逆变器出货量将达到 554GW，同比增长 20%；对应市场空间 840 亿元。2025 年，全球光伏逆变器出货量将进一步增长至 621GW，同比增长 12%；对应市场空间 889 亿元。全球光伏逆变器市场增速趋缓，但印度、中东等新兴市场增速高于全球市场，存在结构性机会。

图表14 全球光伏逆变器出货量预测



资料来源：Solar Power Europe，中国光伏行业协会，首航新能招股说明书，平安证券研究所测算

图表15 全球光伏逆变器分产品市场空间



资料来源：Solar Power Europe，中国光伏行业协会，首航新能招股说明书，平安证券研究所测算

图表16 全球光伏逆变器市场空间预测（测算过程）

	2022	2023	2024E	2025E
全球新增光伏装机（直流侧）（GW）	239	447	548	608
全球新增光伏装机（交流侧）（GW）	213	385	465	517
存量逆变器替换装机（GW）	29.5	35.5	38.4	47.6
在途、库存及损耗比例	10%	10%	10%	10%
全球逆变器出货量（GW）	267	463	554	621
集中式光伏电站占比	42%	53%	50%	50%
其中集中式逆变器占比	45%	40%	37%	35%
其中组串式逆变器占比	55%	60%	63%	65%
分布式光伏电站占比	58%	47%	50%	50%
其中组串式逆变器占比	96.4%	95.5%	95.0%	94.5%
其中微逆占比	3.6%	4.5%	5.0%	5.5%
集中式逆变器占比（%）	19%	21%	19%	18%
集中式逆变器出货量（GW）	50.4	98.1	102.5	108.7
集中式逆变器单价（元/w）	0.1	0.1	0.1	0.1
集中式逆变器市场空间（亿元）	50.4	98.1	102.5	108.7
组串式逆变器占比（%）	79%	77%	79%	80%
其中：集中式电站用组串式占比（%）	23%	32%	32%	33%
分布式电站用组串式占比（%）	56%	45%	48%	47%
集中式电站用组串式逆变器出货量（GW）	61.6	147.1	174.5	201.9
分布式电站用组串式逆变器出货量（GW）	149.1	207.6	263.1	293.5
组串式逆变器出货量（GW）	210.7	354.7	437.6	495.4
组串式逆变器单价（元/w）	0.16	0.15	0.14	0.13
组串式逆变器市场空间（亿元）	337.2	532.1	612.7	644.0
其中：集中式电站用组串式逆变器市场空间/亿元	98.6	220.6	244.3	262.4
分布式电站用组串式逆变器市场空间/亿元	238.6	311.4	368.4	381.5
微逆占比（%）	2.1%	2.1%	2.5%	2.8%
微逆出货量（GW）	5.6	9.8	13.8	17.1
微逆单价（元/w）	1.10	1.00	0.90	0.80

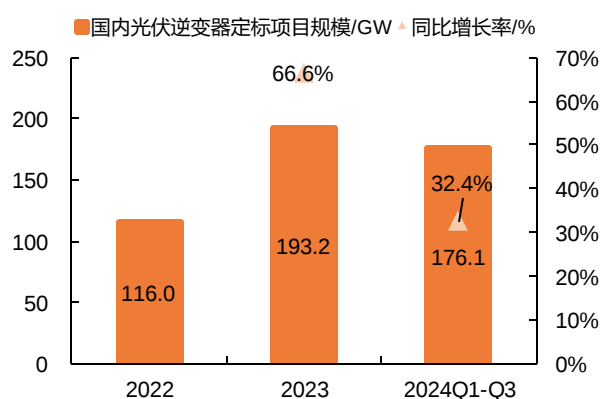
微逆市场空间（亿元）	61.3	97.8	124.6	136.7
全球逆变器市场空间（亿元）	449	728	840	889

资料来源：Solar Power Europe，中国光伏行业协会，首航新能招股说明书，平安证券研究所测算

国内市场方面，光伏逆变器招标市场继续增长，产品需求以大功率组串式为主。根据国际能源网，2023 年国内光伏逆变器招投标项目中，定标项目规模共计 193.2GW，同比增长 66.6%。2024 年前三季度，国内光伏逆变器定标项目规模共计 176.1GW，同比增长 32.4%。国内逆变器招投标市场呈现增势。从需求产品分类来看，大功率组串式逆变器（≥150kW）是国内需求的主流，2024 年上半年定标规模达 81.2GW，占所有项目容量的 63%。集中式、小功率组串式（<150kW）逆变器分别占 2024H1 定标项目容量的 20%和 12%。

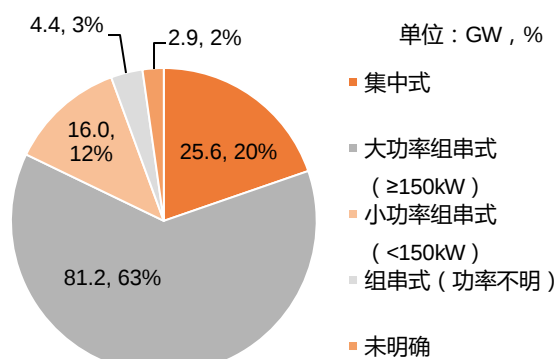
分布式装机面临挑战，地面电站需求继续增长，国内光伏装机需求有望平稳增长。根据国家能源局数据，2024 年前三季度，国内光伏新增装机 160.9GW，同比增长 24.8%；其中，集中式/户用/工商业光伏前三季度新增装机分别为 75.7/22.8/62.4GW，同比分别+22%/-31%/+82%，我们判断三北、西南地区大基地的加快建设推动了国内集中式光伏装机增长，户用光伏在消纳压力下装机承压，工商业光伏则延续了 2022-2023 年的快速增长势头。展望 2025 年，国内分布式光伏（户用、工商业）在消纳方面面临的挑战加大，前景面临不确定性；但在政策支持、产品降价和用电需求增长的驱动下，国内光伏装机仍有望平稳增长，地面电站表现或将好于分布式装机。公司所在的集中式及大组串逆变器市场需求仍有望增长。

图表17 国内光伏逆变器招标项目定标规模



资料来源：国际能源网/光伏头条，平安证券研究所

图表18 2024H1 国内定标光伏逆变器产品类型分布

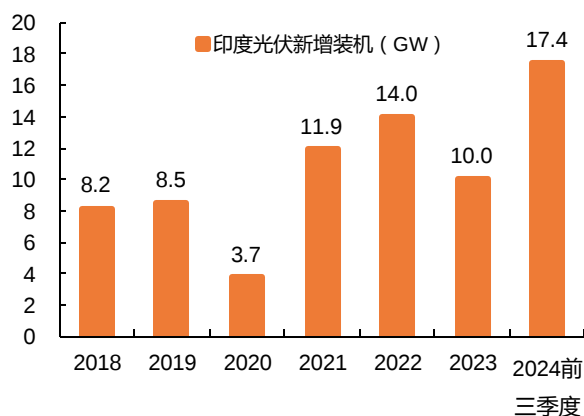


资料来源：国际能源网/光伏头条，平安证券研究所

印度市场：光伏产业链降价驱动装机快速增长。根据 JMK Research 统计，2024 年前三季度印度新增光伏装机约 17.4GW，同比增长约 105.8%，其中，大型公用事业项目规模 13.2GW，同比增长 160.9%，呈现快速增长的态势。政策的支持和经济性的提升可能是需求快速增长的主要驱动力。印度《2022-2032 年国家电力计划（National Electricity Plan, NEP）》规划 2026-2027 年光伏累计装机 186GW，截至 2023 年底，印度光伏累计装机 73.3GW，这意味着印度须在 3-4 年间新增光伏装机 110GW 以上。参考 JMK Research 的数据，印度本土双面组件均价从 2023 年年初的超过 30 卢比/Wp 下降至 2024 年 10 月的 16.8 卢比/Wp，组件价格下降促进光伏电站经济性提升，推动装机增长，进而带动逆变器需求增长。根据海关总署数据，前三季度我国出口印度逆变器金额 26.9 亿元，同比增长 119%。

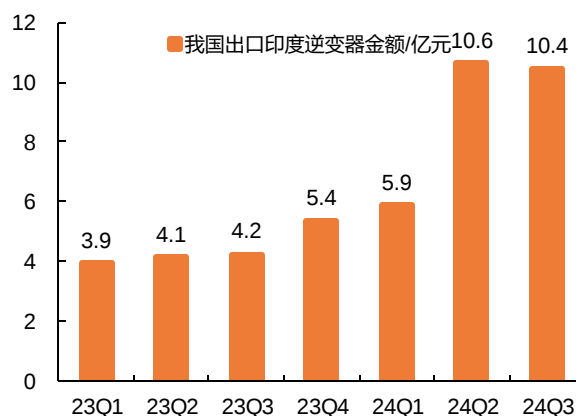
电力需求高速增长，印度光伏需求空间广阔。根据《Statistical Review of World Energy 2024》的统计，2023 年印度的发电量达到 1.96 万亿度电，同比增长约 7%，过去十年，印度的发电量复合增速达到 5.5%，与中国的发电量增速相当。印度的电源结构以煤电为主导，2023 年煤电发电量占比达 75%；近年可再生能源较快发展，其中光伏是新增可再生能源新增装机的主力。考虑印度电力需求快速增长所带来的新增发电需求体量以及当前的光伏新增装机体量，预计印度的光伏新增装机仍具较大的成长空间。

图表19 印度光伏新增装机情况（GW，交流侧）



资料来源：JMK Research，平安证券研究所

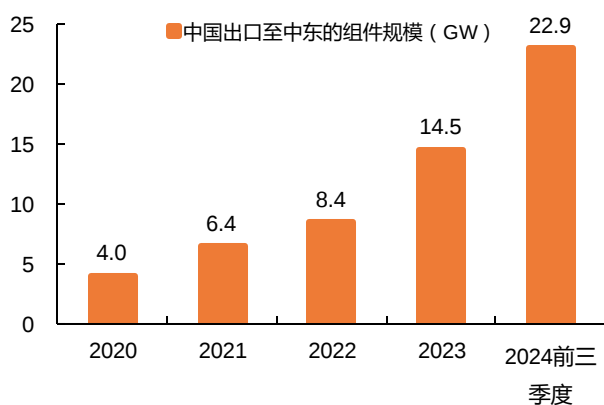
图表20 我国分季度出口印度逆变器情况



资料来源：海关总署，平安证券研究所

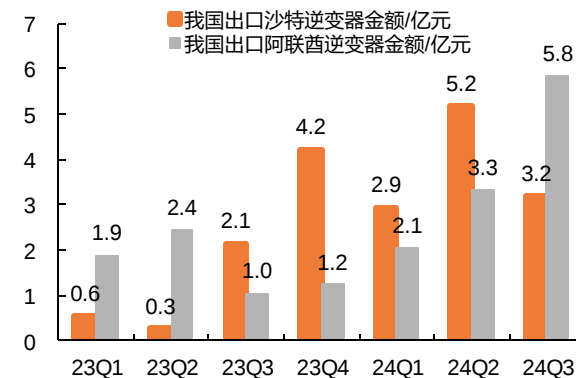
中东市场：光伏发展潜力大，政策推动装机快速增长。中东地区有得天独厚的光照资源，是全球范围内光伏资源最好的区域之一；用电量较大且增速高；该区域能源转型意识强、经济基础较好，主要国家制定了支持新能源发展的能源战略以及光伏装机目标，并组织开展大型光伏项目的开发和招标。近年，中东光伏市场快速发展，根据 Infolink 的统计，2024 年前三季度，中国出口至中东的光伏组件 22.9GW，同比增长 122%；其中，出口至沙特的光伏组件规模 12.9GW，占比超过一半。2023 年 12 月，沙特宣布将每年招标 20GW 的可再生能源项目，目标是到 2030 年实现可再生能源装机规模达 100-130GW。我们预计中东市场仍将延续快速增长的态势。

图表21 中国出口至中东的组件规模（GW）



资料来源：Infolink，平安证券研究所

图表22 我国各季度出口沙特、阿联酋逆变器金额

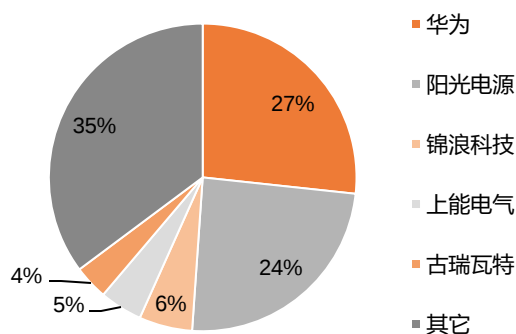


资料来源：海关总署，平安证券研究所

供给端：领先企业地位稳定，市场集中度有所提升。光伏逆变器市场竞争较为充分，近年行业集中度呈上升趋势，头部厂商地位稳固。头部逆变器企业拥有更高的技术实力、品牌优势、项目和渠道积累，市占率保持领先。

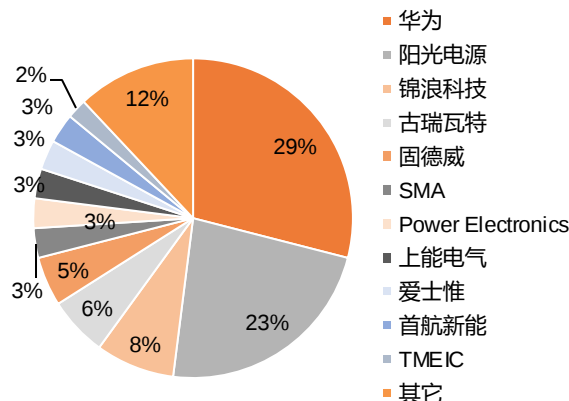
全球市场方面：国内企业竞争优势明显，公司市场份额排名提升。根据 Wood Mackenzie，2023 年，全球光伏逆变器市场份额（按照出货量计算）CR5 为 66%，CR10 为 81%，市场集中度较高。其中，华为和阳光电源两大领先企业市场地位稳定，2015 年-2023 年始终稳居全球光伏逆变器行业前两名，2022/2023 年两者出货量合计占全球的 52%/51%，超过全球出货的一半。锦浪科技出货量连续第二年排名第三，而上能电气则从第八名上升至第四名，主要得益于 2023 年出货量大增 133%。国内逆变器企业竞争实力突出，2023 年全球逆变器出货量前 10 名的领先企业中有 9 家为中国企业。分市场来看，美国市场地位领先的逆变器企业包括阳光电源和 Power Electronics，装机类型以集中式居多；而欧洲市场由华为、阳光电源和 SMA 引领，出货以组串式逆变器居多。

图表23 2023 年全球光伏逆变器市场竞争格局



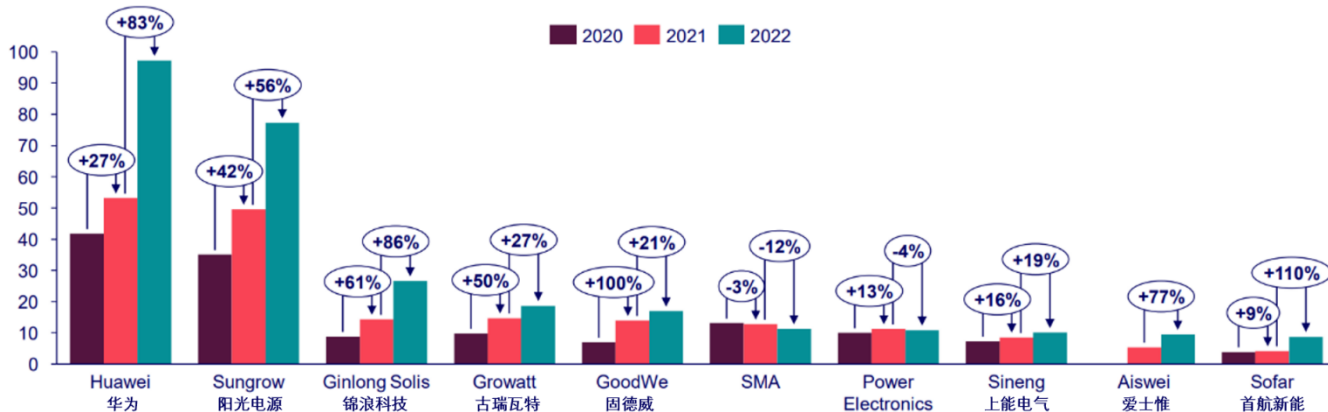
资料来源: Wood Mackenzie, 平安证券研究所

图表24 2022 年全球光伏逆变器市场竞争格局



资料来源: Wood Mackenzie, 平安证券研究所

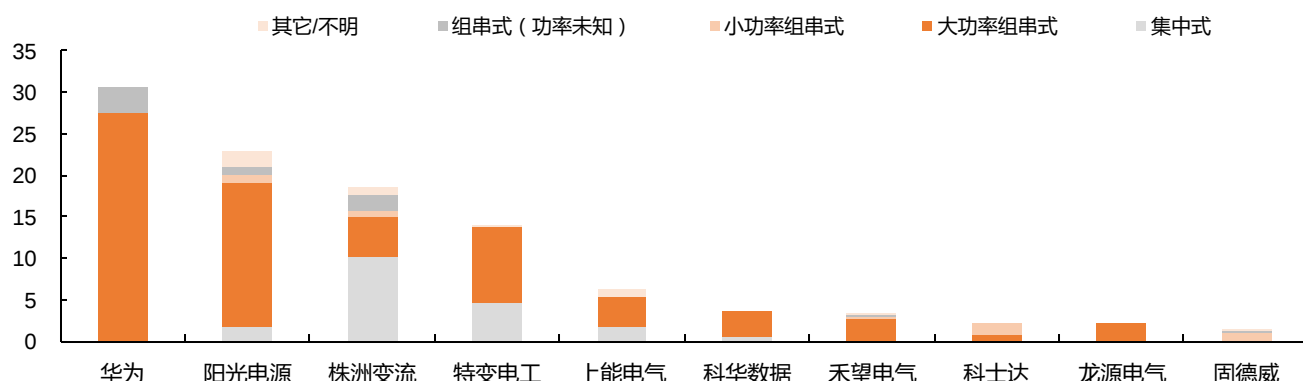
图表25 2020-2022 年全球光伏逆变器主要企业出货量 (GW)



资料来源: Wood Mackenzie, 平安证券研究所

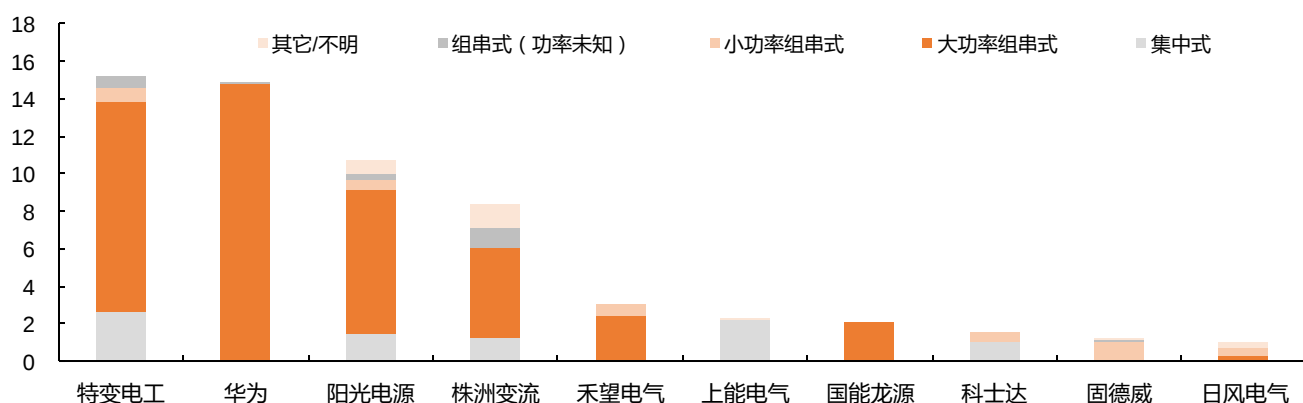
国内市场方面：头部企业地位稳定，侧重耕耘大功率组串市场。根据国际能源网/光伏头条，2023 年国内共有 193.2GW 光伏逆变器项目定标，其中 116.2GW 确定了中标人以及中标份额，其余项目未公布具体份额；2024 年上半年，国内 130.09GW 逆变器定标项目中，有 63.62GW 确定了中标人以及中标份额。从已公布项目的中标份额来看，华为、阳光电源、株洲变流、特变电工市场份额居前，处于招标的第一梯队；公司 2023 年全年、2024H1 中标份额分别居国内企业的第 5、6 名，中标产品以集中式逆变器和大功率（ $\geq 150\text{kW}$ ）组串式逆变器为主。

图表26 2023 年国内光伏逆变器中标榜（单位：GW）



资料来源：国际能源网/光伏头条，平安证券研究所；注：所有统计均基于已公开，且有明确中标量的数据，不包括集采未分配份额；组串式“小功率”和“大功率”分别指功率 $\leq 150\text{kW}$ 和 $>150\text{kW}$ 范围。

图表27 2024H1 国内光伏逆变器中标榜（单位：GW）

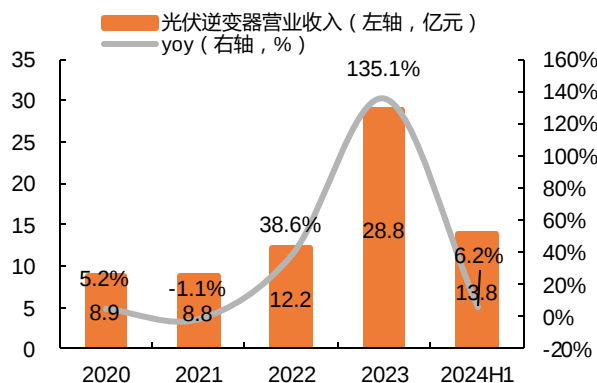


资料来源：国际能源网/光伏头条，平安证券研究所；注：所有统计均基于已公开，且有明确中标量的数据，不包括集采未分配份额；组串式“小功率”和“大功率”分别指功率 $\leq 150\text{kW}$ 和 $>150\text{kW}$ 范围。

2.2 公司：光伏逆变器实力卓越，出海步伐稳健

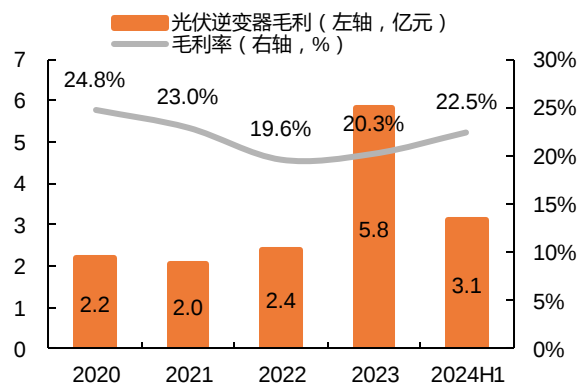
公司光伏逆变器业务增长强劲。2023 年，公司光伏逆变器板块营收 28.8 亿元，同比大幅增长 135.1%；毛利 5.8 亿元，同比增长 142.5%。公司光伏逆变器营收大幅增长，主要由于国内光伏项目装机容量大幅增加，公司紧抓机遇，迅速扩大销售规模；同时，通过研发和商务降本，提升了主营业务毛利率。2024 年上半年，公司光伏逆变器营业收入 13.8 亿元，在前期高基数下仍实现同比增长 6.2%，主要系公司海外逆变器业务增加所致；上半年光伏逆变器毛利 3.1 亿元，同比增加 20.1%，毛利率由 2023 年全年的 20.3% 增长至 22.5%，毛利率增加明显，主要系研发降本和海外业务增加所致。

图表28 公司光伏逆变器板块收入情况



资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

图表29 公司光伏逆变器板块毛利情况



资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

公司光伏逆变器产品布局全面，侧重集中式和大组串产品。公司光伏逆变器产品主要为集中式和组串式光伏逆变器，产品功率段覆盖全面。目前公司的组串式逆变器可提供 3~350kW 全功率段产品，实现了较广的功率覆盖，可实现户用电站、工商业电站、大型地面电站等全场景应用。公司集中式逆变器可提供 2500~8800kW 功率段产品，所有产品实现大于 99%的高转换效率，高防护等级、高可靠性设计，满足各种应用场景的需求。产品过载能力强，且支持高容配比设计。

从产品侧重来看，公司大功率段产品优势强，产品以集中式和大组串为主。国际能源网/光伏头条统计，2023 年，公司国内光伏逆变器中标量 5.3GW (数字不包含未公布中标份额的集采项目，公司实际中标规模可能更大)，其中 1.6GW 为集中式，2.8GW 为 300kW 及以上的组串式逆变器；2024 年上半年已公布的中标项目来看，公司绝大部分中标产品为集中式逆变器，中标规模 2.2GW。

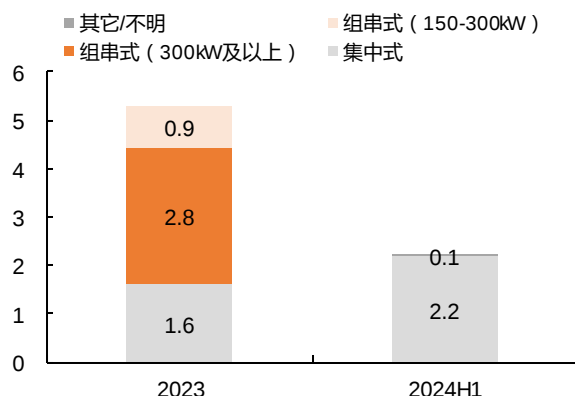
公司国内市场地位稳定，与大型客户保持优良合作关系。公司经过多年的市场耕耘和积累，并凭借先进的产品技术和优质的服务保障，已经与国家电投、中核、大唐、华能、三峡、中节能、国能投、中广核、华电、中石油等央企发电集团建立了稳固的合作关系，同时深耕省属大型国有企业、大型民营能源投资集团以及国内以中能建集团、中电建集团为代表的光伏 EPC，长期稳居国内一线供应商地位。随着近年大型央企在光伏市场不断发力，光伏行业市场份额越来越向大型企业集中，公司在国内高端发电市场的品牌地位有望得到进一步巩固。

图表30 公司光伏逆变器代表性产品



资料来源：公司公告，wind，平安证券研究所

图表31 公司国内中标光伏逆变器产品分布 (GW)



资料来源：国际能源网/光伏头条，平安证券研究所

公司深耕光伏逆变器领域，海内外市场地位突出。公司深耕光伏逆变器业务多年，全球市场地位突出。2024 年 11 月，彭博新能源财经 (BNEF) 公布了 2024 年第四季度全球一级光伏逆变器制造商榜单 (Tier 1)，公司凭借优良的可融资能力、可靠的产品品质以及优异的全球项目表现，连续五个季度稳列 Tier 1 榜单。S&P Global 于 2024 年 7 月公布 2023 年全球光伏

逆变器出货排行榜，公司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；根据 S&P Global 统计的细分榜单，2023 年公司全球三相逆变器出货量位居全球第三，地面电站光伏逆变器出货量位居全球第三，工商业电站光伏逆变器出货量位居全球第十，光伏逆变器产品市场地位突出。

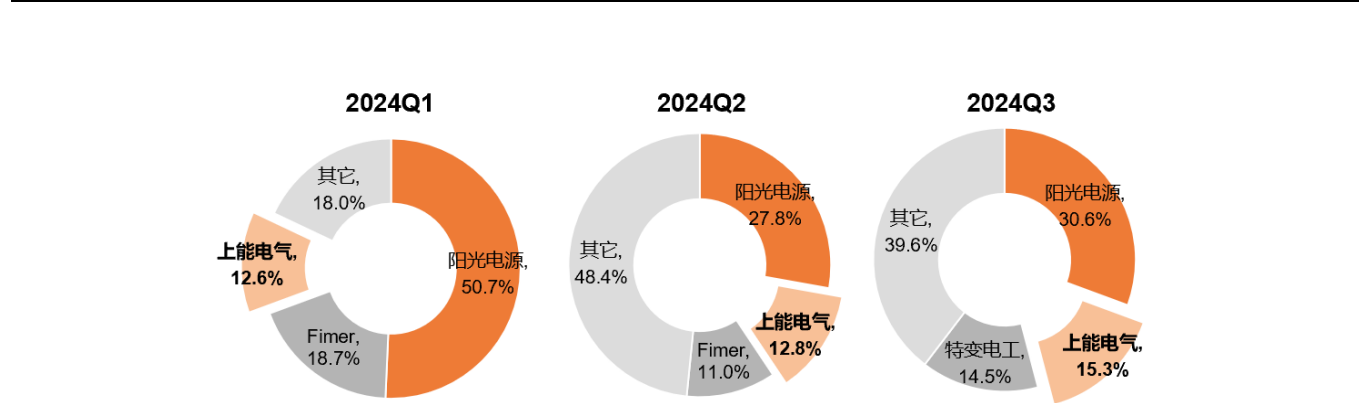
公司出海步伐稳健，印度、中东市场亮点频出。公司巩固国内市场份额的同时，积极拓展海外市场。根据公司公告及官方公众号信息，公司不断深化全球化布局，建有江苏无锡、宁夏吴忠、印度班加罗尔三大生产基地，已经完成包括美国、欧洲、印度、中东、非洲、南美、东南亚、中亚等全球主要光伏市场的布局。2024 年上半年，公司海外业务收入同比增长了 115.46%，海外市场业绩逐步放量，公司在印度、中东市场的业务取得较大的增长。根据 JMK Research 统计，2023 年，阳光电源、Fimer 和上能电气是印度市场逆变器前三大供应商；2024 年第一至第三季度，公司逆变器印度单季度市场份额分别为 12.6%/12.8%/15.3%，市占率排名均为前三名。根据公司官方公众号，公司下半年已在中东斩获超过 3GW 光伏逆变器订单，出海步履强健。根据公司投资者调研公告，公司已逐步建立覆盖全球主要市场的海外销售服务网络，未来将在中国、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，继续提升海外市场份额。

图表32 2024 年公司光伏逆变器海外项目进展

时间	区域	内容
2024.11	中东	签署沙特 PIF 四期光伏电站 2.6GW 光伏逆变器供货协议
2024.8	南美	于南美展会现场分别与 Nexen 及 Vesa Solar 两家公司签约，共签订近 600MW 光伏逆变器框架供货协议
2024.7	中东	向沙特阿拉伯 Al Kahfah 太阳能电站项目供货 1.016GW 高效集中式逆变升压一体机
2024.5	印度	印度阿达尼卡夫达 641MW 光伏电站顺利并网，公司供货 2887 台 275kW 组串式逆变器
2024.3	欧洲	罗马尼亚 53MW Glodeni 光伏电站项目顺利并网，公司为该项目提供 192 台 SP-275K-H1 组串式逆变器，以及配套箱式变电站。
2024.2	欧洲	阿尔巴尼亚 140MW Karavasta Solar 光伏项目顺利并网，公司供货 22 台 6.25MW 集中式逆变一体机

资料来源：公司官方公众号，平安证券研究所

图表33 公司光伏逆变器印度市占率领先



资料来源：JMK Research，平安证券研究所

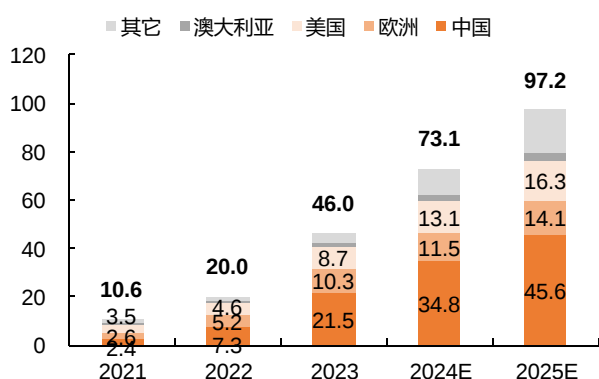
三、大储 PCS：市场增长可期，公司商业模式优良

3.1 市场：全球大储增长强劲，海外竞争格局更优

■ 需求端：全球大储需求强劲增长，机遇与挑战并存

全球储能需求蓬勃增长，大储为主要装机类型。根据中关村储能产业联盟（CNESA）统计，2023 年全球新型储能新增装机 46GW，同比增长 130%。中国、欧洲和美国为三大主要市场，2023 年新增装机分别为 21.5/10.3/8.7GW，同比增速分别为 193%/97%/90%；2023 年前三大市场装机占据了全球的 88%。我们预计，2024/2025 年全球新型储能新增装机将分别达到 73.1/97.2GW，同比增速分别为 59%/33%。大储是全球储能新增装机的主要类型，我们预计 2024/2025 年新增装机 57.8/77.8GW，增速分别为 77%/35%。

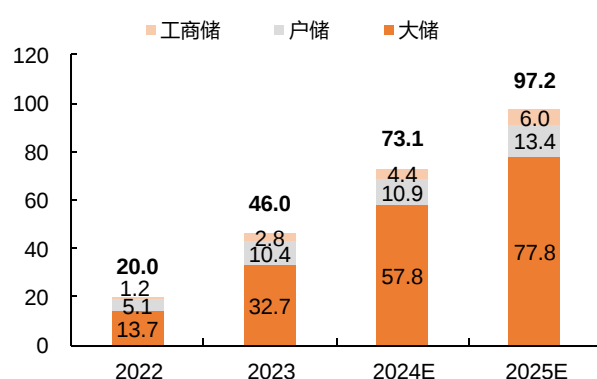
图表34 全球储能市场空间预测（单位：GW）



资料来源：CNESA，EESA，EASE，Wood Mackenzie，SunWiz，平安证券研究所测算

各板块测算假设请参考本团队 2025 年度策略报告《风电景气占优，多重拐点汇聚》

图表35 全球储能分场景装机预测（单位：GW）



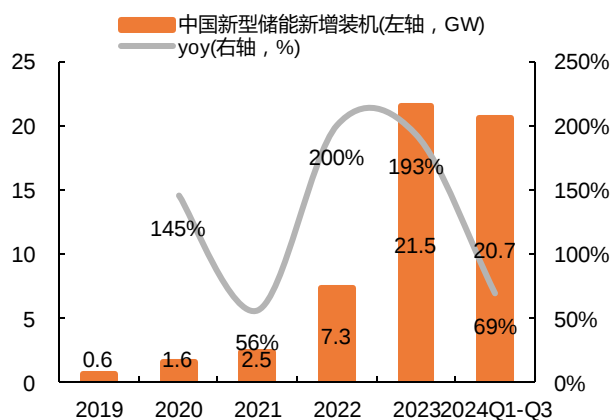
资料来源：CNESA，EESA，EASE，Wood Mackenzie，SunWiz，平安证券研究所测算

各板块测算假设请参考本团队 2025 年度策略报告《风电景气占优，多重拐点汇聚》

大储市场回顾：中美市场规模领先，中东市场机遇凸显。

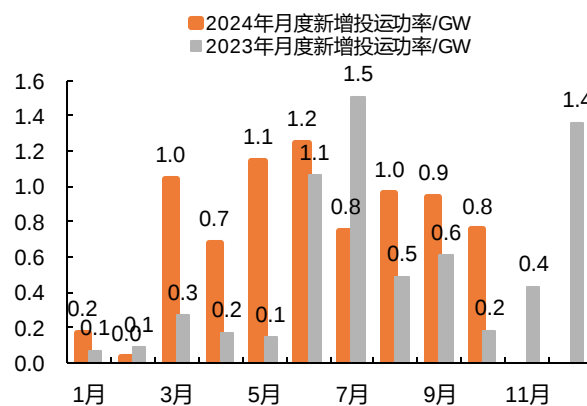
- ✓ **中国：2024 年前三季度新型储能投运 20.7GW（同比+69%）。**根据 CNESA 数据，我国 2024 年前三季度新型储能新增投运 20.7GW/50.7GWh，功率规模和能量规模同比分别增长 69%/99%，装机高速增长。
- ✓ **美国：2024 年前三季度大储新增投运 7.0GW（同比+59%）。**根据 EIA 统计，美国前三季度大储新增投运规模共计 7.0GW，同比增长 59%，增长强劲。1-10 月，美国大储新增投运规模共计 7.8GW，同比增长 69%。
- ✓ **欧洲：英国/德国 2024 年前三季度大储分别新增投运 0.7GW/0.4GW。**英国是欧洲大储最主要的市场，根据 Modo Energy，前三季度英国大储新增装机 679MW，同比减少 43%。英国大储市场基数较小，前三季度投运项目数量分别为 6/4/9 个，装机落地速度受到项目自身进展、并网延迟、降息前观望等因素影响。截至 2024 年 9 月底，英国大储累计装机已超过 4GW。德国前三季度大储装机容量共增加 350MWh，同比增长 77%；功率约增加 300MWh。截至 2024 年 9 月底，德国大储累计装机规模 1.5GW/1.8GWh。
- ✓ **中东：2024 年前三季度我国出口沙特/阿联酋的逆变器金额快速增长。**根据海关总署数据，前三季度我国出口沙特/阿联酋的逆变器金额分别为 11.3/11.2 亿元，同比分别增长 280%/109%。逆变器出口金额的快速增长部分反映了沙特和阿联酋大储需求的增长。

图表36 国内前三季度新型储能新增装机 20.7GW



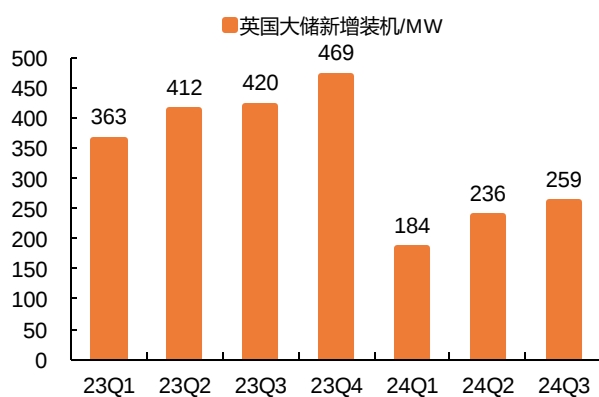
资料来源: CNESA, 平安证券研究所

图表37 美国大储项目季度新增投运功率/GW



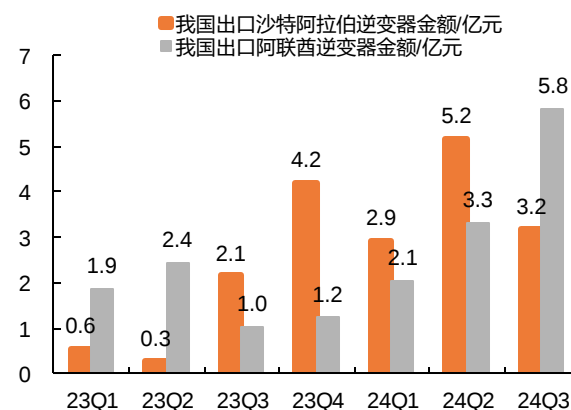
资料来源: EIA, 平安证券研究所

图表38 英国大储项目季度新增投运功率/MW



资料来源: Modo Energy, 平安证券研究所

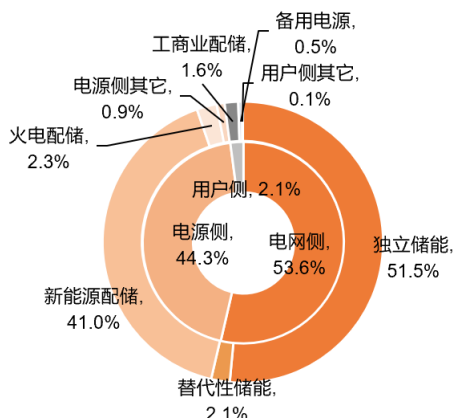
图表39 我国各季度出口沙特、阿联酋的逆变器金额



资料来源: 海关总署, 平安证券研究所

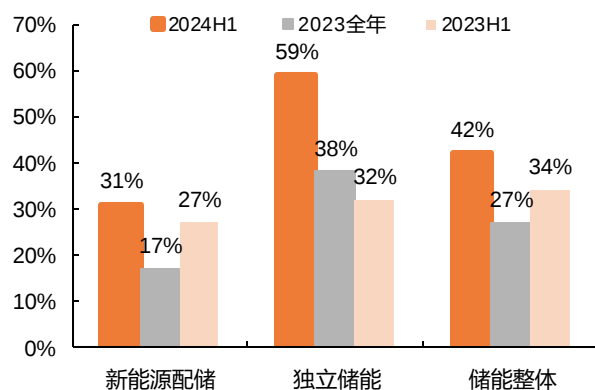
国内市场：政策“强配”驱动，商业模式有待完善。现阶段，我国大储装机主要由新能源“强配”政策驱动。装机规模增长的同时，国内大储仍存在收益来源不足、商业模式不明确等问题，甚至导致项目方“审而不建”、“建而不用”、设备方“低质低价内卷”等情形。我国电力市场发展时间晚于欧美等发达市场，电力市场化进程仍在推进中，储能参与市场的服务品种有待丰富，定价和调用机制也有待完善。现阶段国内独立储能收益水平暂低于欧美发达市场，且收益结构较为依赖容量租赁。商业模式不完善的情形下，国内大储设备端竞争较为激烈，存在一定的价格内卷现象，国内大储企业积极寻求出海。

图表40 国内存量储能电站类型分布（功率占比GW%，截至2024H1）



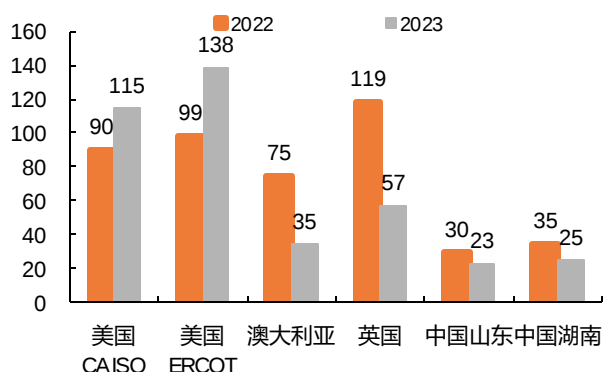
资料来源：中电联，储能与电力市场，平安证券研究所

图表41 国内储能电站整体利用率低于50%，独立储能利用率相对较高



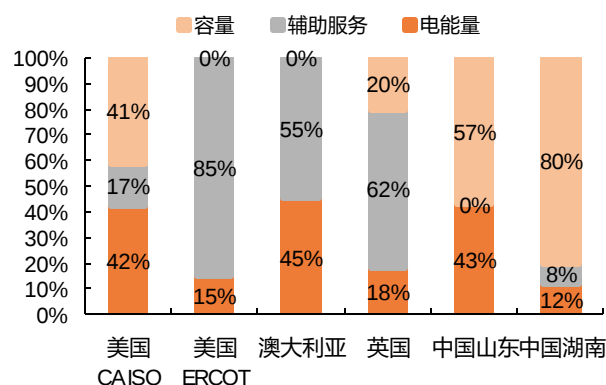
资料来源：中电联，储能与电力市场，平安证券研究所；数字为中电联统计的平均利用率指数，利用率指数=统计期间利用小时÷统计期间电站设计充放电小时*100%

图表42 国内外新型储能单位容量收益水平对比（单位：万元/MW/年）



资料来源：CNESA，平安证券研究所

图表43 国内外新型储能收益构成对比（2023年）



资料来源：CNESA，平安证券研究所

海外市场：关注美欧高价值市场和中东、印度新兴市场机遇。国内企业大储出海市场主要包括两类：美欧高价值市场、中东新兴市场。

- ✓ **美、欧**电力市场化程度高，大储项目可获得合理的经济回报，市场高壁垒、高毛利；国内企业凭借产业链优势，可以在相同或更低的售价下实现比欧美大储企业更高的毛利率，分享美欧大储市场高速增长的红利。
- ✓ **新兴市场**增速强劲，政府自上而下推动集中式光储项目部署，单体项目规模庞大；国内企业凭借优良的交付能力和性价比角逐新兴市场。大储出海机遇优良，美欧、中东市场将成为全年大储需求的主要增长点。

图表44 大储出海机遇概述

	高价值市场	新兴市场
主要地区	美、欧	中东、印度
驱动因素	市场化因素驱动。可再生能源大比例接入+电网老旧，大储对电力系统形成支撑；大储系统可获得市场化回报。	自上而下部署。沙特、印度均大力建设集中式可再生能源（光伏）电站；由于电网相对薄弱，光伏大规模装机将对电网造成扰动，产生大储建设需求。

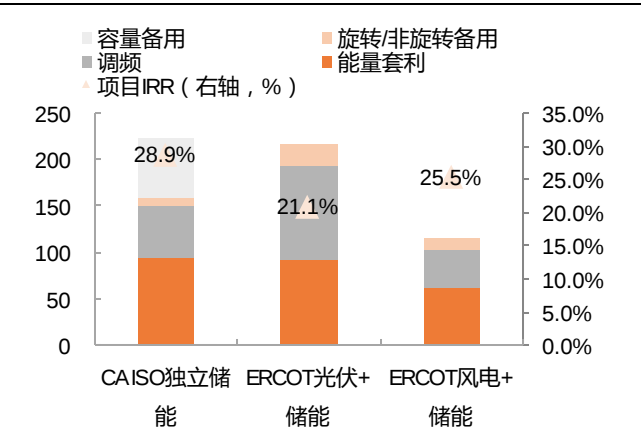
竞争要素	市场准入、项目案例、产品性能、提供完整服务的	
	能力； 美国市场部分参与者可通过产业链本土化获得额外补贴，为客户节省成本，获得一定竞争力。	大规模项目的交付能力；性价比；与国内大型 EPC 企业的合作等。
主要参与者	海外：Tesla, SMA, Fluence；	市场处于早期，国内企业凭借产业链优势，成本和交付能力
	国内：阳光电源、阿特斯等	更优，率先抢占这一市场，包括阳光电源、上能电气等

资料来源：平安证券研究所

美国电力市场较为成熟，大储项目回报机制完善，有望形成装机积极性。从收益模式来看，美国大储项目可通过参与峰谷套利、容量市场和辅助服务市场等方式获得回报。美国各州能源禀赋、电价、辅助服务交易方式和价格等各有不同，大储装机进度领先的加州（CAISO）和得州（ERCOT）电力市场中，大储项目已有较好的商业回报。Lazard 测算，基于 2023 年的市场回报和 IRA 提供的税收抵免，加州 100MW/400MWh 的独立储能项目 IRR 可达 29%。虽然特朗普对光伏产业的态度偏保守，在竞选中表达过取消 IRA 税收抵免的意愿，但考虑其政策围绕“发展美国本土产能”展开，IRA 提供的税收抵免对本土光伏产能有扶持作用且已得到部分红州支持，加之 IRA 法案修改流程长、难度大，我们认为 IRA 补贴短期之内难以取消或退出。美国大储项目参与市场可获得良好经济性，且电力系统平衡可再生能源和支持电网弹性的需求仍较为迫切，美国大储装机后续仍将有较强的增长动能。

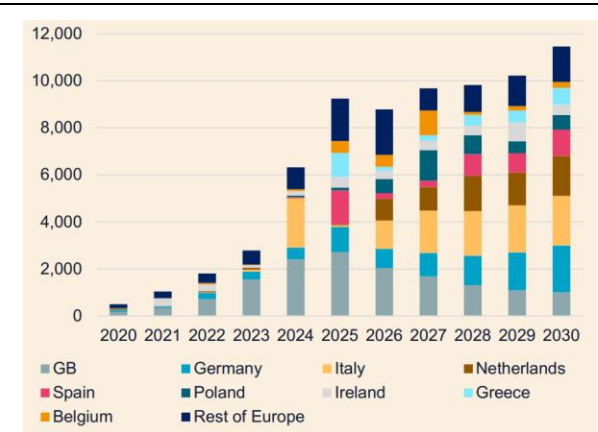
欧洲市场基数较小，市场化回报和政策扶持助力装机增长。英国和意大利是欧洲发展大储的主要市场。英国作为岛屿国家，电力供应能力和电网稳定性有限，大储是当地发展绿电推动脱碳、同时保障电力供应能力的重要基础。英国大储市场回报机制较为完善，大储可参与容量市场、电量市场、平衡备用和调频辅助服务市场，获得较为理想的回报。意大利于 2023 年 11 月推出基于长期合同的储能支持新机制 MACSE（电力存储容量采购机制），意图推动大储装机，缓解电力供需地域不匹配造成的电网拥堵问题。MACSE 机制下，系统运营商将通过招标与大量储能项目方签署长期合同（12-14 年），给予项目方与通胀挂钩的固定回报，可大幅降低储能投资风险，有望吸引基础设施和养老基金投向储能项目，推动意大利大储装机增长。

图表45 2023 年美国大储项目单位放电量收入（美元 /MWh）及回报率



资料来源：Lazard，平安证券研究所

图表46 欧洲储能协会（EASE）欧洲大储市场空间预测（单位：MW）



资料来源：EASE，平安证券研究所

中东新兴市场大储需求有望高增。沙特阿拉伯、阿联酋是中东地区光储部署的主要市场，整体需求呈现增势。中东地区用电体量大、光照资源丰富，主要国家能源转型意识强、经济基础好、政策支持力度大，已出台“沙特 2030 愿景”、“2050 年阿联酋能源战略”等战略规划。随着光储产业链成本大幅下降，中东光储装机需求快速增长。从我国逆变器出口情况可看出，据海关总署，1-10 月我国出口沙特阿拉伯/阿联酋逆变器金额分别为 13.3/11.9 亿元，同比增长 141%/106%。沙特阿拉伯当局自上而下推动大型光储电站部署，大储需求空间广阔。2023 年 12 月，沙特宣布将每年招标 20GW 的可再生能源项目，目标是到 2030 年实现可再生能源装机规模达 100-130GW。沙特阿拉伯的电网基础设施建设水平较弱，光伏项目往往需要大比例配储。在沙特能源部监管下，沙特制定了 2024 年到 2025 年招标 24GWh 电池储能项目的计划，大储发展空间广阔，为我国企业带来发展机遇。

印度酝酿风光强制配储政策，或将为大储装机带来机遇。根据印度媒体 energetica-India，12 月中旬，印度新能源和可再生

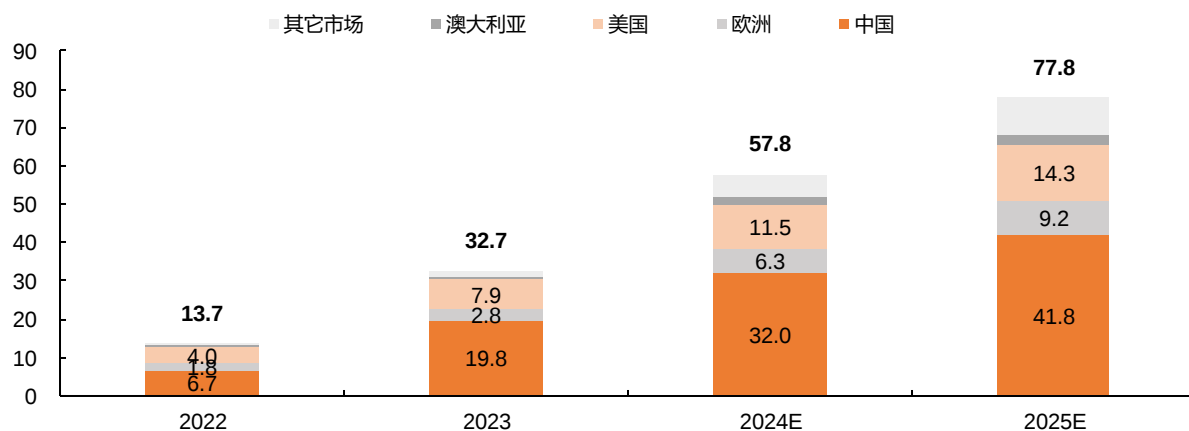
能源部(MNRE)秘书 Prashant Kumar Singh 公开表示, MNRE 正在考虑要求新增光伏和风电项目配储, 配储比例从 10% 开始, 后续随着电池价格的下降逐渐增加。印度集中式光伏电站装机快速增长, JMKResearch 统计, 2024 年前三季度印度新增光伏装机约 17.4GW (同比+106%), 其中大型电站 13.2GW (同比+161%)。若强配政策实际推行, 印度大储有望快速增长。

图表47 2024 年上半年国内部分企业中储大储订单或协议情况	
公司	内容
阳光电源	阳光电源与沙特 ALGIHAZ 成功签约全球最大储能项目, 容量高达 7.8GWh。
阳光电源	阳光电源与全球知名 EPC 公司 L&T 签署供货协议, 为沙特超豪华度假综合体 Amaala 提供 165MW 光伏逆变器和 160MW/760MWh 储能系统。
晶科能源	晶科能源将向中东地区的 Abaad 工程公司交付两套 20 英尺集装箱装、容量为 6.88MWh 的大型液冷储能系统蓝鲸。
晶科能源	晶科能源将向中东地区的 Tadiran 能源解决方案有限公司提供 8 台额定容量为 1.72MWh 的海豚工商业储能产品, 用于削峰填谷。
林洋能源	林洋能源与沙特 Energy Care Company 在迪拜签署战略合作协议。双方将以沙特市场为“据点”辐射周边区域, 通过优势互补, 在 AMI 智能电表、储能、新能源项目合作、技术创新、人才培养等方面开展广泛合作。
资料来源: CNESA, 平安证券研究所	

市场空间: 我们预计, 2024/2025 年全球大储新增装机 57.8/77.8GW, 增速分别为 77%/35%。

- ✓ **中国: 预计 2024/2025 年国内大储新增装机功率 32.0/41.8GW。**我们使用集中式风电/光伏配套的储能比例估算全年国内大储市场规模, 假设 2024/2025 年使用功率表示的配储比例分别为 16.0%/19.0%, 平均配置时长 2.2h, 预计 2024/2025 年国内大储新增装机功率 32/42GW, 容量 70/92GWh。
- ✓ **美国: 预计 2024/2025 年美国大储新增装机功率 11.5/14.3GW。**Wood Mackenzie 预计美国大储 2024 年全年新增装机增速 45%, 我们采用这一增速假设, 则测算 2024 年全年装机有望达到 11.5GW。Wood Mackenzie 认为后续装机增速将有所放缓, 综合考虑储能渗透率及抢装等因素, 我们假设 2025 年美国大储装机增速为 25%, 得出全年装机 14.3GW。
- ✓ **欧洲: EASE 预计 2024/2025 年欧洲大储新增装机分别为 6.3/9.2GW, 同比增长 126%/46%。**我们直接采用 EASE (欧洲储能协会) 预测。
- ✓ **澳大利亚: 预计 2024/2025 年大储新增装机功率 2.0/2.8GW。**Sunwiz 预计 2024 年大储新增装机 4GWh, 同比翻倍以上增长。我们假设 2024 年装机时长 2h, 则装机功率 2GW; 澳大利亚大储装机基数小、增速快, 我们假设 2025 年装机功率增速 40%, 对应装机功率 2.8GW。
- ✓ **其它市场: 预计 2024/2025 年其它市场大储新增装机共计 6.0/9.6GW。**其它市场指除中、欧、美、澳前四大市场外的市场, 包括日本、非洲、中东、东南亚、拉美等地区, 构成较为分散, 但增长迅速。我们采用全球市场总量的占比进行估算。

图表48 全球大储市场空间预测（单位：GW）

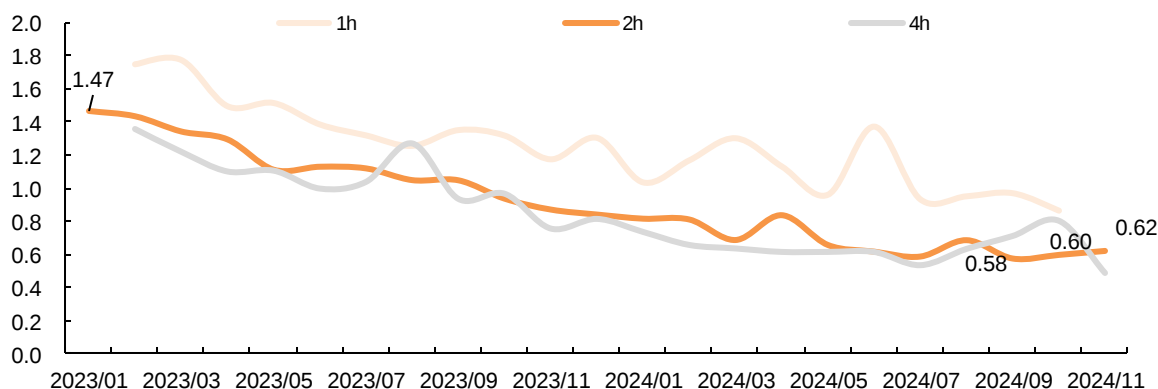


资料来源：CNESA，EASE，Wood Mackenzie，SunWiz，平安证券研究所测算

■ 供给端：国内市场价格内卷仍存，中国企业“抢滩”海外市场

国内大储市场竞争激烈，“价格内卷”仍较为严重。电力市场化是长期大计，国内大储参与市场比例小、实际调用率低的情况短期难以快速改善，产品层面的竞争壁垒尚未凸显，导致价格竞争激烈。根据储能与电力市场统计，2024年11月，国内2小时储能系统投标的加权平均报价为0.62元/Wh，同比减少29%，较2023年1月减少58%。“价格内卷”情形下，国内大储PCS和系统集成环节竞争格局尚不明朗，领先大储企业寻求出海。

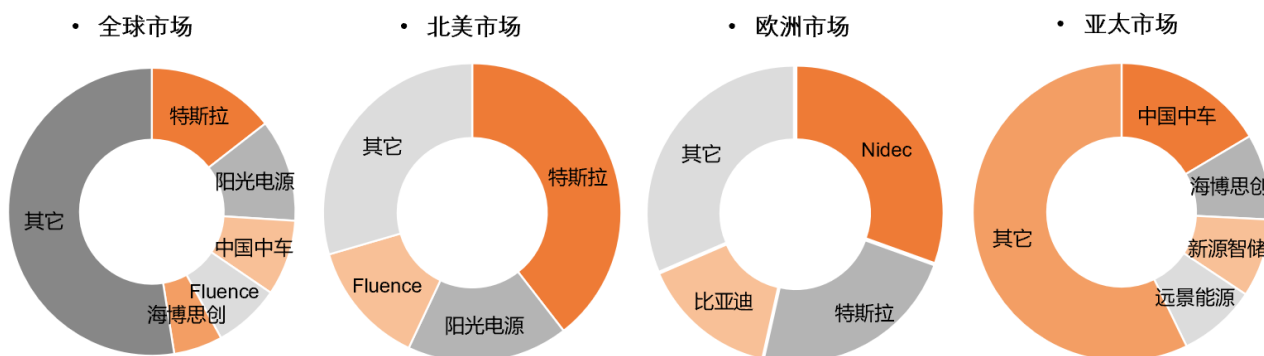
图表49 国内储能系统投标平均报价持续下探（单位：元/Wh）



资料来源：寻熵研究院，储能与电力市场，平安证券研究所

海外大储竞争格局整体好于国内。欧美电力市场化程度高，大储装机主要由市场回报驱动，业主对产品的要求更高，产品性能、项目积累、准入认证等壁垒较国内市场更高，竞争格局相对优于国内市场。国内大储企业凭借产品实力和品牌渠道，在海外市场已获得一定的市场地位。根据Wood Mackenzie数据，2023年阳光电源储能系统全球市占率约12%，位列第二；全球市场份额前五大企业中，共有阳光电源、中国中车、海博思创3家中国企业。分市场来看，阳光电源在北美市场地位领先，市占率约18%，位列第二；比亚迪在欧洲市场地位领先，市占率约15%，位列第三。亚太市场参与者份额相对分散，以中国企业为主。国内头部企业出海崭露头角，有望把握美欧和新兴市场大储机遇，获得丰厚利润。

图表50 2023 年全球及主要地区储能集成商市场份额情况（根据出货量/MWh 份额排名）

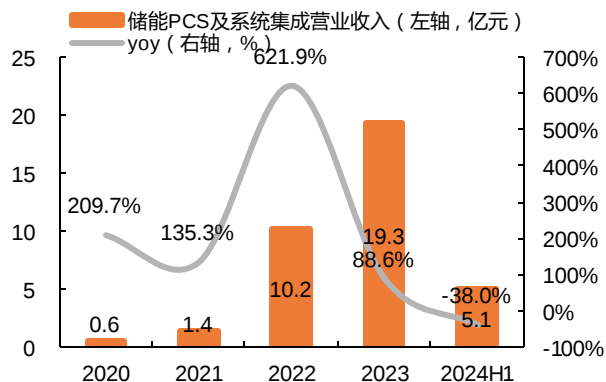


资料来源：Wood Mackenzie，平安证券研究所

3.2 公司：第三方模式优势显著，积极拓展海外市场

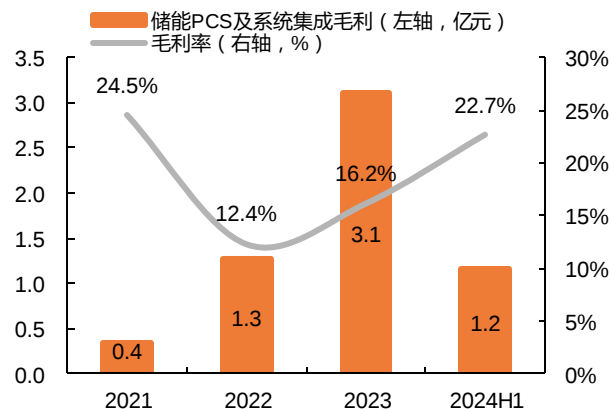
公司大储业务持续发力，毛利稳步提升。2023 年，公司储能 PCS 及系统集成板块实现收入 19.3 亿元，同比增长 89%，公司把握国内大储市场快速增长的机遇，积极发展储能业务，2020-2023 年储能业务营收 CAGR 达 218%。2024 年上半年，公司储能业务收入 5.1 亿元，同比减少 38%，主要由于毛利率较低的储能系统集成业务减少所致；公司 2024H1 储能业务实现毛利 1.2 亿元，同比增长 19%；毛利率由 2023 年的 16.2% 大幅提升至 22.7%。

图表51 公司储能业务收入情况



资料来源：wind，平安证券研究所

图表52 公司储能业务毛利情况



资料来源：wind，平安证券研究所

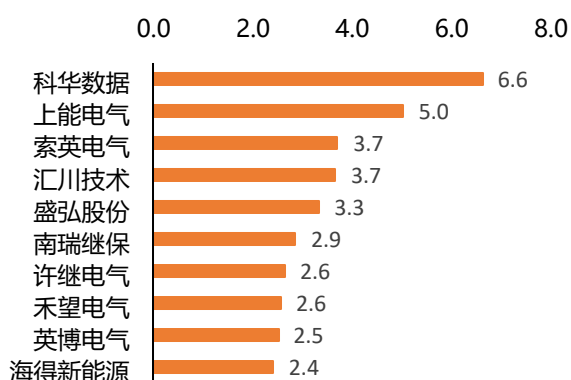
公司储能产品覆盖全功率段，侧重大储 PCS 产品，大储 PCS 全球市场地位领先。公司储能产品包括集中式储能变流器、组串式储能变流器及储能集成系统。具有 125~8000kW 全功率段范围产品，支持多机并联功能，扩展方便；具备完善的保护措施，具有主动的故障监视、保护及构网功能；适用于发、输、配、用等多种应用场合。公司大功率储能 PCS 产品市场地位领先，根据 EESA 统计，2023 年公司储能第三方大功率 PCS 全球出货量在我国企业中排名第二位，国内出货量在我国企业中排名第一位；2023 年，公司全球储能 PCS 出货量在国内企业中排名第三。

立足国内市场，竞争实力出色。公司 PCS 产品在国内市场地位领先，EESA 统计，2023 年公司储能第三方大功率 PCS 国内出货量在我国企业中排名第一位；中电联统计，截至 2024 年 6 月，公司国内储能 PCS 装机功率位列全国第一（注：统计范围为国内报送设备厂商信息的 629 座已投运电站，总功率 17.7GW）。5 月，公司推出 1250kW 储能变流器产品，在大功率产品带又下一城，产品具备高集成度、高循环效率、全面构网型功能等优势。公司掌握构网型储能技术，技术实力出色，

相应产品具有电网支撑能力，在可再生能源占比提升的电力系统中具有优良的发展潜力。

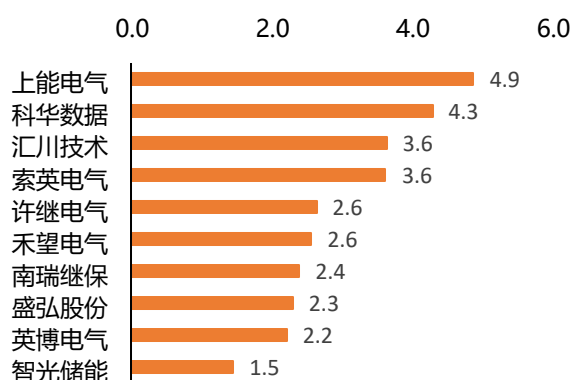
开拓海外市场，美国业务进展顺利。海外市场方面，公司 2MW 储能变流器等产品已成功通过德国莱茵 TÜV 认证，获得了进入海外市场的通行证。公司积极拓展美国市场，根据公司官方公众号，2024 年 9 月，上能电气为美国市场供货的首批储能 PCS 顺利发货，公司将为该项目提供 44 台 3.2MW 组串式储能变流升压一体机，共计 140.8MW。同月，公司北美服务中心于德克萨斯州正式开业，公司在深化本土化运营体系方面迈出了坚实的一步。公司在美国 RE+2024 国际太阳能及储能展会上发布了全新一代 400kW 组串式液冷储能变流器及 6.25MW 组串式变流升压一体机，并展出了针对美国市场定制推出的 3.6MW 集中式逆变器及 3.6MW 逆变升压一体机产品，受到高度关注。

图表53 2023 年中国企业全球储能第三方大功率 PCS(215kW 以上)出货量排名 (单位: GW)



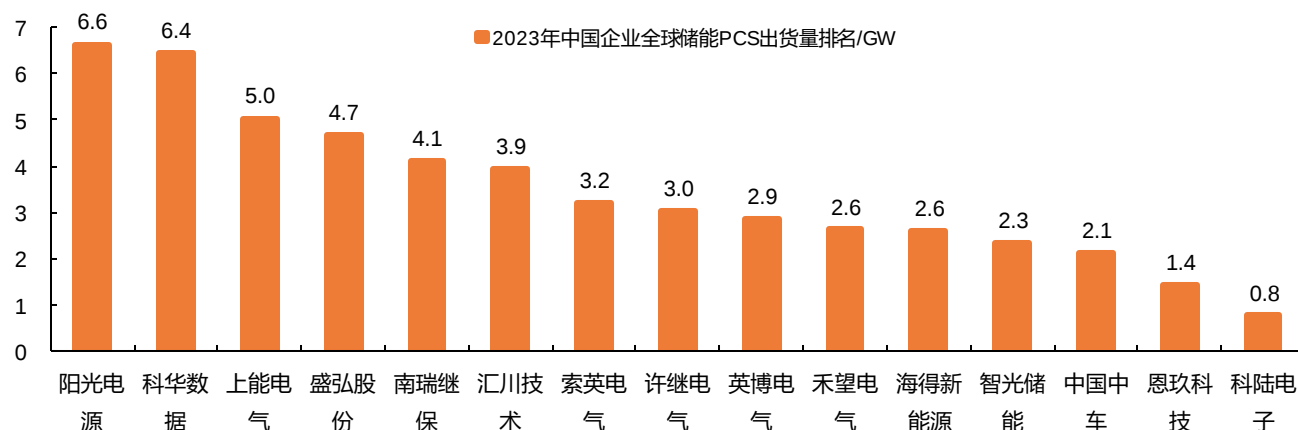
资料来源: EESA, 平安证券研究所

图表54 2023 年中国企业国内储能第三方大功率 PCS(215kW 以上)出货量排名 (单位: GW)



资料来源: EESA, 平安证券研究所

图表55 2023 年中国企业全球储能 PCS 出货量排名 (单位: GW)



资料来源: EESA, 平安证券研究所

商业模式讨论: 公司第三方 PCS 模式存在优势, 有望与电池/直流侧企业合作拓展市场。

储能市场参与者出货模式各异(电池/直流侧系统/交流侧系统/PCS), 领先参与者向集成化迈进。储能电池和 PCS 是储能系统的两大关键构成部分, 前者用于储存电能, 后者用于电能的交直流变换, 将储能系统与电网相连接。全球动力电池和光伏逆变器产业链均较为成熟, 领先企业市场份额稳定; 储能电池与动力电池、储能 PCS 与光伏逆变器分别技术同源、产线互通, 因此储能电池环节主要参与者以动力电池企业居多, 而 PCS 环节参与者主要为光伏逆变器企业。主要参与者分别掌握核心技术, 逐步拓展市场, 并寻求提高自身产品集成度, 以提高品牌溢价和增厚利润规模。电池企业凭借电池供应能力、成

本优势和电池管理优势，拓展至直流侧系统（电池+BMS+集装箱，需外采 PCS 方可并网）；PCS 企业则凭借对各国电网的理解、本土安装渠道布局，销售交流侧系统（直流侧系统+PCS+EMS，可附变压器/逆变升压一体机）。

全球大储产品市场集中度：电池>PCS，直流侧系统>交流侧系统。根据储能领跑者联盟 EESA 数据，单产品层面来看：

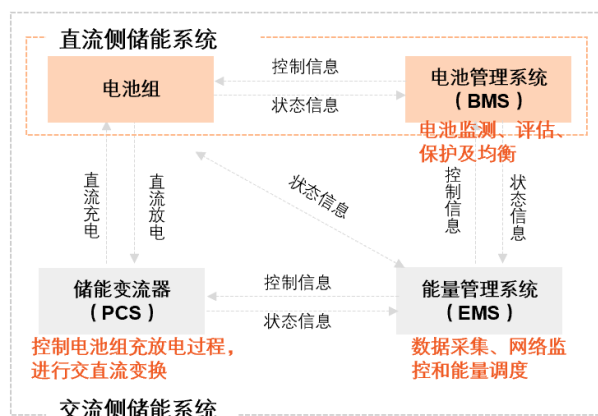
储能电池：2023 年中国企业储能电池全球出货量为 199GWh，占全球储能电池出货量（219.3GWh）的 91%；其中出货量排名前五/前十的中国企业出货量分别共计 144/162GWh，占全球储能电池出货量的比例分别为 66%和 74%。

储能 PCS：2023 年中国企业储能 PCS 全球出货量为 49.38GW，占全球储能 PCS 出货量（73.4GW）的 67.3%；其中出货量排名前五/前十的中国企业出货量分别共计 27/42GW，占全球储能 PCS 出货量的比例分别为 36%和 58%。

储能系统：2023 年全球直流侧储能系统出货量前十的中国企业出货量共计 113GWh，交流侧储能系统出货量前十的中国企业出货量共计 40GWh。从排名前十的中国企业出货量来看，直流侧储能系统（113GWh）>交流侧储能系统（40GWh），我们认为两者的差异一定程度上反映了直流侧储能系统环节集中度高于交流侧。

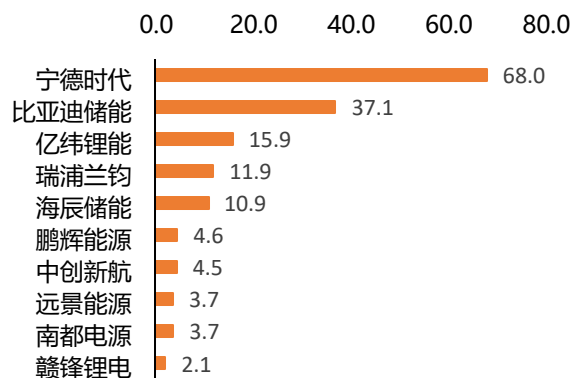
直流侧储能系统环节前两大参与者（比亚迪、宁德时代）亦是储能电池环节前两大参与者；同时，储能电池环节多家主要参与者已有直流侧储能系统产品布局。我们认为国内储能电池领先企业的全球市场份额较高，其电池技术、供应链和成本管理能力的使其占据了优势市场地位，因此直流侧模式全球拓展顺利，市场集中度高于交流侧。

图表56 电化学储能系统构成



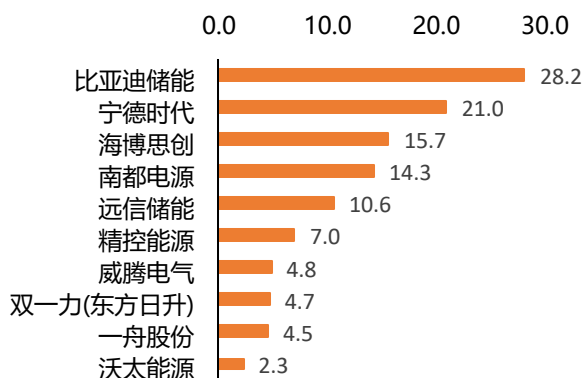
资料来源：派能科技招股说明书，平安证券研究所

图表57 2023 年中国企业电力储能锂电池出货量排名（单位：GWh）



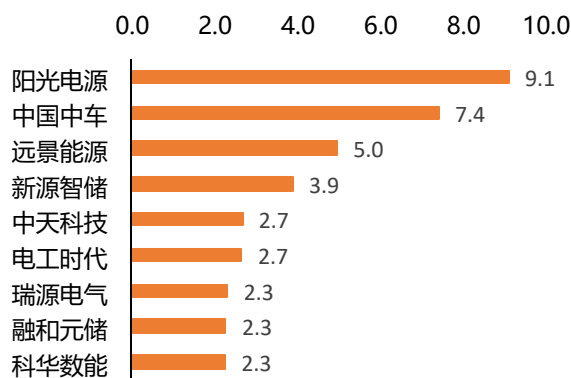
资料来源：EESA，平安证券研究所

图表58 2023 年中国企业直流侧储能系统出货量排名（单位：GWh）



资料来源：EESA，平安证券研究所

图表59 2023 年中国企业交流侧储能系统出货量排名（单位：GWh）



资料来源：EESA，平安证券研究所

我们认为，公司作为国内第三方 PCS 企业，有望通过与电池/直流侧企业合作获得市场份额。

从商业模式来看，交流侧储能系统企业通常向电池企业采购电芯，集成为具有自己品牌的储能系统，头部企业如阳光电源 PCS 通常不外供，产品以交流侧系统形式出货；电池/直流侧储能系统企业通常不具有 PCS 自产能力，需外采 PCS，或直接将产品销售给本土安装商，由其另行采购 PCS 产品进行配套。

电池/直流侧储能系统企业具体商业模式可能因地区而异：例如，在美国市场，本土已有市场地位领先的集成商和安装商，如特斯拉、Fluence 等，则以宁德时代为代表的电池企业采用销售电芯或直流侧系统的形式进入当地市场，与当地集成商或安装商合作。而在中东、印度等新兴市场，由于储能产业发展阶段较早，尚未有地位突出的本土集成商或安装商，大储企业提供整体解决方案的能力或将更为重要。我们认为，直流侧储能系统参与者若向海外新兴市场拓展，可能需要与第三方 PCS 企业进行深度合作，提供系统层面的解决方案。

与 PCS 不外供或部分外供的交流侧系统企业相比，公司定位更接近第三方 PCS 供应商，与直流侧企业的合作或将更为灵活。公司 PCS 产品在国内和全球已具有较为突出的市场地位，考虑国内储能电池企业在全球竞争实力强劲、且多家领先企业存在向直流侧集成模式过渡的趋势，我们认为公司的第三方 PCS 供应商模式有望形成独特竞争优势，有望“强强联手”通过与直流侧企业合作的模式，在海外市场、特别是新兴大储市场赢得出众的市场份额。

图表60 国内部分储能电池企业直流侧系统产品布局

推出时间	企业名称	产品名称	产品简介
2024.4	宁德时代	“天恒”储能系统	单机容量 6.25MWh，系统功率+容量 5 年零衰减，可大规模量产
2024.4	比亚迪	魔方系统 MC Cube-T	单机容量 6.432MWh，采用长刀电池
2024.4	瑞浦兰钧	6.9MWh 储能电池舱	单机容量 6.9MWh，刷新标准 20 尺集装箱系统容量记录
2024.12	海辰储能	∞Power 大容量储能系统	单机容量 6.25MWh，具有 2h（传统）和 4h（长时）两种时长选择，分别采用专用电芯

资料来源：各公司官方公众号，平安证券研究所

图表61 公司与电池企业合作/产品匹配情况

时间	合作企业	事项
2024.5	宁德时代	华电金川嘎斯都光伏配储 20MW/40MWh 项目顺利并网，项目采用宁德时代电池储能系统和公司变流升压一体机，双方在项目设计、产品选型和调试方面深度合作。
2024.5	比亚迪	中广核山东莱州蓝色海洋 100MW/200MWh 储能项目成功并网，采用比亚迪新一代“魔方”储能电池舱，匹配上能电气新一代 4MW 储能变流升压一体机
2023.2	欣旺达	签署战略合作协议，双方将进一步深化在储能电站相关项目上的合作

资料来源：各公司官方公众号，平安证券研究所

四、 投资建议

收入与毛利预测：光储 PCS 出海顺利，营收、盈利增长强劲。

- **光伏逆变器：市场体量较大，印度、中东提供出色增量。**前文中，我们预测 2024/2025 年全球光伏逆变器出货量分别为 554/621GW；我们假设 2026 年逆变器出货量增速维持在 12%，则 2026 年全球光伏逆变器出货量为 696GW。公司光伏逆变器全球市场地位领先，Wood Mackenzie 统计 2023 年公司全球逆变器市场份额约 5%。公司大功率光伏逆变器在国内、印度市场地位突出，在中东市场也斩获若干大型订单，我们认为印度和中东光伏装机增速有望超过全球平均增速，带动公司光伏逆变器全球市占率提升。我们假设 2024/2025/2026 年公司光伏逆变器全球市占率分别为 7.0%/8.5%/9.2%；由于印度和中东集中式逆变器占比相对更高，我们假设平均单价缓慢下降，分别为 0.12/0.11/0.11 元 /W；海外业务占比增加的情况下，公司 24H1 销售毛利率有所增长，我们假设未来三年光伏逆变器毛利率分别为 23.0%/23.5%/23.5%。

- **储能业务：全球市场增长可期，公司第三方模式有望展现优势。**公司国内市占率领先，美国业务拓展顺利；后续亦有望发力中东、印度等新兴大储市场。综合考虑公司在国内、美国和其它大储市场的市占率情况，我们假设公司2024/2025/2026年储能PCS出货量分别为8/13/17GW，增长较为强劲；公司业务积极出海，海外业务占比有望提升，考虑到美国等海外市场储能PCS均价高于国内，我们假设后续年份公司储能PCS平均单价分别为0.20/0.21/0.21元/Wh；2024年上半年，公司减少了毛利率相对较低的系统集成产品出货，平均毛利率有所增加；我们认为随着后续海外业务占比增加，公司储能PCS平均毛利率将有所提升，我们假设毛利率分别为23.5%/25%/25%。

综上所述，我们预测：2024-2026年公司分别实现营收64.0/87.0/108.3亿元，同比分别增长30%/36%/24%；毛利率分别为22.7%/23.6%/23.7%。

图表62 公司收入与毛利预测

	2022	2023	24H1	2024E	2025E	2026E
1.光伏逆变器						
光伏逆变器出货量/GW	10	24	12	39	53	64
平均单价/(元/W)	0.12	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11
光伏逆变器收入/亿元	12.24	28.79	13.83	46.53	58.08	70.72
光伏逆变器收入yoy/%	38.6%	135.1%	6.2%	61.6%	24.8%	21.8%
光伏逆变器毛利/亿元	2.40	5.83	3.11	10.70	13.65	16.62
光伏逆变器毛利率/%	19.64%	20.25%	22.46%	23.0%	23.5%	23.5%
光伏逆变器毛利yoy/%	18.6%	142.5%	20.1%	83.6%	27.5%	21.8%
2.储能双向变流器及储能系统集成产品						
储能PCS出货量/GW		5.50	2.60	8.00	13.00	17.00
平均单价/(元/W)		0.35	0.20	0.20	0.21	0.21
储能业务收入/亿元	10.22	19.27	5.07	16.00	27.30	35.70
储能业务收入yoy/%	621.9%	88.6%	-38.0%	-17.0%	70.6%	30.8%
储能业务毛利/亿元	1.26	3.11	1.15	3.76	6.825	8.925
储能业务毛利率/%	12.4%	16.2%	22.7%	23.5%	25.0%	25.0%
储能业务毛利yoy/%	264.0%	146.6%	19.0%	20.9%	81.5%	30.8%
3.其他业务合计（含电能质量治理、备件及技术服务）						
电能质量治理业务收入/亿元	0.64	0.91	0.23	1.00	1.15	1.32
电能质量治理业务收入yoy/%	62.8%	42.3%	-47.0%	10%	15%	15%
备件及技术服务收入/亿元	0.28	0.33	0.09	0.36	0.42	0.48
备件及技术服务收入yoy/%	0.9%	20.9%	-27.1%	10%	15%	15%
其他业务收入/亿元	0.01	0.02	0.04	0.05	0.07	0.08
其他业务收入yoy/%	-5.2%	186.6%	127.6%	150%	30%	20%
其他业务收入合计（含电能质量治理、备件及技术服务）/亿元	0.93	1.26	0.36	1.41	1.63	1.88
其他业务毛利合计（含电能质量治理、备件及技术服务）/亿元	0.01	0.03	0.03	0.07	0.08	0.09
其他业务（含电能质量治理、备件及技术服务）平均毛利率/%	1.1%	2.4%	8.3%	5%	5%	5%
合计						
公司营业收入合计/亿元	23.39	49.33	19.26	63.95	87.01	108.30
公司营业收入yoy/%	114.08%	110.93%	-11.53%	29.63%	36.06%	24.47%
公司毛利合计/亿元	3.67	8.97	4.29	14.53	20.55	25.64
公司毛利yoy/%	54.31%	144.01%	20.18%	62.02%	41.43%	24.73%
公司毛利率/%	17.29%	19.23%	22.98%	22.73%	23.62%	23.67%

资料来源：公司公告，平安证券研究所测算

盈利预测：预测公司未来三年归母净利润分别为 5.53/9.11/12.49 亿元。我们预计，2024/2025/2026 年公司实现归母净利润分别为 5.53/9.11/12.49 亿元，EPS 分别为 1.54/2.53/3.47 元，对应 1 月 7 日收盘价 PE 分别为 28.8/17.5/12.8 倍。我们挑选国内实力较强的大型光储逆变器企业阳光电源、科华数据、盛弘股份作为可比公司，这三家公司 2024-2026 预期市盈率的算术平均值分别为 19.3/14.5/11.9 倍，低于公司当前水平。我们认为公司第三方大储 PCS 的商业模式具有独特优势，且产品实力强劲；公司布局的印度、中东市场光储需求有望快速增长，公司实力强劲，业绩增速有望超过行业均值，未来成长潜力大。我们首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表63 同行业可比公司估值对比

公司名称	股票代码	股票价格/元		EPS/元			P/E				评级
		2025/1/7	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
阳光电源	300274	71.66	4.55	5.74	7.02	7.81	15.7	12.5	10.2	9.2	推荐
科华数据	002335	29.85	1.10	1.17	1.63	2.03	27.1	25.6	18.3	14.7	未评级
盛弘股份	300693	27.91	1.29	1.41	1.87	2.38	21.6	19.8	14.9	11.7	未评级
平均							21.5	19.3	14.5	11.9	
上能电气	300827	44.30	0.80	1.54	2.53	3.47	55.7	28.8	17.5	12.8	推荐

资料来源：wind，平安证券研究所测算；未覆盖公司 EPS 采用 wind 一致预期

五、 风险提示

（1）储能市场需求增长不及预期的风险。

在全球碳中和愿景下，中国、美国、欧洲大储市场增势较为确定；但如果并网排队和产业链限制等因素导致装机不及预期，或减税补贴政策发生变化，可能导致储能市场增长不及预期，影响公司储能系统相关业绩。

（2）海外贸易政策收紧的风险。

近期，美国对中国光伏和锂电产业链部分环节的贸易政策有收紧迹象。若后续美国在光伏逆变器、储能系统等环节提出关税等形式的制裁，或欧洲市场效仿其做法收紧贸易政策，可能影响公司在上述市场的业务开展。

（3）全球市场竞争加剧的风险。

若后续光伏逆变器、储能赛道市场竞争加剧，出现价格战等情形，公司市场开拓和盈利等可能受到一定影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,131	7,673	10,389	12,921
现金	2,028	1,599	2,175	2,707
应收票据及应收账款	2,410	3,095	4,212	5,242
其他应收款	189	165	225	280
预付账款	39	72	98	123
存货	1,332	2,534	3,407	4,238
其他流动资产	133	207	271	330
非流动资产	810	706	504	493
长期投资	0	3	7	10
固定资产	339	290	144	151
无形资产	131	109	87	65
其他非流动资产	340	303	266	266
资产总计	6,941	8,379	10,893	13,414
流动负债	4,978	5,931	7,729	9,268
短期借款	534	478	395	151
应付票据及应付账款	3,762	4,666	6,275	7,805
其他流动负债	683	786	1,059	1,313
非流动负债	199	199	199	199
长期借款	176	176	176	176
其他非流动负债	23	23	23	23
负债合计	5,178	6,130	7,928	9,468
少数股东权益	6	6	6	5
股本	358	360	360	360
资本公积	710	760	760	760
留存收益	689	1,124	1,840	2,822
归属母公司股东权益	1,756	2,243	2,959	3,941
负债和股东权益	6,941	8,379	10,893	13,414

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-44	-87	1,071	1,251
净利润	285	553	910	1,248
折旧摊销	54	307	405	214
财务费用	6	22	19	10
投资损失	-2	-3	-3	-3
营运资金变动	-349	-963	-258	-216
其他经营现金流	-38	-2	-2	-2
投资活动现金流	-210	-198	-198	-198
资本支出	283	200	200	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	72	2	2	2
筹资活动现金流	616	-144	-297	-521
短期借款	238	-56	-83	-244
长期借款	-326	0	0	0
其他筹资现金流	704	-88	-213	-276
现金净增加额	374	-429	577	532

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,933	6,395	8,701	10,830
营业成本	3,984	4,941	6,646	8,266
税金及附加	6	11	15	18
营业费用	236	288	392	433
管理费用	90	160	174	162
研发费用	269	352	435	541
财务费用	6	22	19	10
资产减值损失	-10	-10	-14	-17
信用减值损失	-74	-60	-82	-102
其他收益	38	22	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	3	3	3
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	301	576	951	1,305
营业外收入	1	5	5	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	299	579	953	1,307
所得税	14	26	43	59
净利润	285	553	910	1,248
少数股东损益	-1	-0	-1	-1
归属母公司净利润	286	553	911	1,249
EBITDA	359	908	1,377	1,531
EPS (元)	0.80	1.54	2.53	3.47

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	110.9	29.6	36.1	24.5
营业利润(%)	288.6	91.7	65.1	37.2
归属于母公司净利润(%)	250.5	93.4	64.8	37.1
获利能力				
毛利率(%)	19.2	22.7	23.6	23.7
净利率(%)	5.8	8.6	10.5	11.5
ROE(%)	16.3	24.6	30.8	31.7
ROIC(%)	35.6	34.7	32.2	35.8
偿债能力				
资产负债率(%)	74.6	73.2	72.8	70.6
净负债比率(%)	-74.7	-42.0	-54.1	-60.3
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.2	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.54	2.53	3.47
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	-0.24	2.98	3.48
每股净资产(最新摊薄)	4.89	6.24	8.23	10.96
估值比率				
P/E	55.7	28.8	17.5	12.8
P/B	9.1	7.1	5.4	4.0
EV/EBITDA	29.8	18.2	12.0	10.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层