

林洋能源（601222）

证券研究报告

2025 年 04 月 16 日

智能电表&储能出海开拓，光伏电站稳步前行

“智能、储能、新能源”三力托举，海内外市场加速布局

2024Q1-3 已实现营收 51.66 亿元，同比增长 8.76%，归母净利润 9.10 亿元，同比增长 6.95%。整体业绩稳中有升，较为稳健。储能业务发展迅速。受市场竞争与上游原材料价格大幅波动影响，光伏 EPC 转型为新能源电站销售业务，改变营收颓势。预计随着储能市场需求的增长、海外销售收入提升，公司销售额将迎来进一步提升。

智能电表稳定增长，全球布局成效显

2024 年，公司在国网招标中市占率稳定。国际市场中，积极布局中东、亚太、欧洲等地区。2024 年 11 月智能电表累计出口总量同比增长 13%，亚太和非洲出口金额均增 33%。公司在中东市占率超 30%，累计订单超 10 亿元。公司研发投入占比逐年上升，产品线丰富。全球布局成效显著，市场前景广阔。

积极布局光伏产业链多环节，上下游资源丰富

光伏行业受政策利好进入增长阶段，公司围绕产业链多环节布局，中游有组件产品和 TOPCon 产线，下游与央企合作。TOPCon 技术优势明显且产能释放，20GW 百亿项目一期第一阶段 6GW 已于 2023 年 9 月竣工投产。有望在光伏领域持续发展。

布局储能全产业链，落地加速订单充沛

储能行业因政策支持发展迅速且前景良好。公司布局全产业链，上游与亿纬动力合作生产电芯，中游提供系统集成解决方案，下游采用“集中式共享储能+分布式用户侧储能”双轮驱动战略积累客户。2024 年储能订单交付和项目并网顺利，累计储备储能项目资源超 6GWh。海外实施“3+2”战略，积极开拓海外市场，与沙特 ECC 多次合作建立深层关系。

投资建议

公司光伏产业链多环节布局，TOPcon 产能释放，助力光伏营收增长，储能业务发展迅速放量可观，业绩有望保持稳健增长。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 12.30/14.58/17.42 亿元，当前市值对应 PE 分别为 13/11/9 倍。参考可比公司估值，给予 2025 年 11xPE，对应目标价 7.26 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示：光伏 EPC 不及预期；储能不及预期；TOPCon 进展不及预期等。

投资评级

行业	公用事业/电力
6 个月评级	持有（首次评级）
当前价格	6.04 元
目标价格	7.26 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,060.17
流通 A 股股本(百万股)	2,060.17
A 股总市值(百万元)	12,443.42
流通 A 股市值(百万元)	12,443.42
每股净资产(元)	7.68
资产负债率(%)	35.21
一年内最高/最低(元)	8.36/5.90

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

- 《林洋能源-年报点评报告:年报符合预期，业绩稳步增长》2019-04-27
- 《林洋能源-公司点评:签订 11.09 亿 EPC 合同，下游运营业绩稳健》2018-06-12
- 《林洋能源-年报点评报告:光伏发电兑现收入，智能电表逆市增长》2018-04-18

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,943.94	6,872.10	8,658.85	10,390.62	12,157.02
增长率(%)	(6.66)	39.00	26.00	20.00	17.00
EBITDA(百万元)	1,996.35	1,966.89	1,852.16	2,193.06	2,614.84
归属母公司净利润(百万元)	856.00	1,031.33	1,229.52	1,457.67	1,742.26
增长率(%)	(8.00)	20.48	19.22	18.56	19.52
EPS(元/股)	0.42	0.50	0.53	0.63	0.75
市盈率(P/E)	14.75	12.25	11.60	9.79	8.19
市净率(P/B)	0.85	0.82	0.87	0.84	0.73
市销率(P/S)	2.55	1.84	1.65	1.37	1.17
EV/EBITDA	6.60	4.33	9.01	6.49	7.10

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. “智能、储能、新能源”三足鼎立，海内外市场合纵连横	4
1.1. 智能电网行业领头羊，“智能、储能、新能源”三力托举	4
1.2. 股权结构集中稳定，股权激励有助长足发展	5
1.3. 经营业绩稳中有升，高盈利高分红提振信心	6
2. 智能电表稳定增长，全球布局成效显著	8
2.1. 智能电表行业分析	8
2.1.1. 智能电网建设推动智能电表需求增长	8
2.1.2. 政策推动智能电表产品创新	9
2.1.3. 全球市场布局下智能电表需求潜力较大	9
2.2. 林洋能源智能电表业务分析	11
2.2.1. 林洋能源产品多元化与技术领先，业务协同优势显著	11
2.2.2. 全球布局深入，本地化策略成效显著	12
2.2.3. 欧洲市场深入耕耘，高端合作成果显著	13
3. 积极布局光伏产业链多环节，上下游资源丰富	13
3.1. 行业层面：产业政策利好，光伏行业进入稳步增长阶段	13
3.2. 业务层面：深耕光伏产业链多年，上下游协同发展	14
3.2.1. 电场运维：运维容量稳步增长，盈利能力领先同行	14
3.2.2. 光伏 EPC 业务：深耕央企大客户/积极出海	15
3.2.3. TOPcon：新兴技术前景良好，公司产能逐渐释放	15
3.3. 公司层面：林洋能源有望持续发展	16
4. 布局储能全产业链，落地加速订单充沛	16
4.1. 行业层面：电力系统调节的主要举措，政策加持下储能行业发展迅猛	16
4.2. 业务层面：布局储能全产业链，上下游紧密合作	17
4.3. 公司层面：储能订单加速落地，海外实施“3+2”战略	18
5. 盈利预测	18
5.1. 盈利预测	18
5.2. 估值	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：智能电表发家，“智能、储能、新能源”道路明确	4
图 2：公司产品矩阵丰富	5
图 3：公司股权结构稳定	6
图 4：2024Q1-3 公司实现营收 51.66 亿元，同比增长 8.76%	6
图 5：2024Q1-3 公司实现归母净利润 9.10 亿元，同比增长 6.95%	6
图 6：2024H1 公司智能电表、储能、光伏 EPC 业务合计占营收比例达 82%	7

图 7：智能电表业务业绩平稳，储能业务发展波动剧烈，光伏发电业务呈下降趋势，光伏 EPC 业务拓展迅速	7
图 8：公司整体盈利水平保持稳定，且处于较高水平	7
图 9：分业务毛利率相对稳定，智能电表与光伏发电业务毛利率强劲	7
图 10：连续高分红彰显信心	8
图 11：2024 年 9 月 18 日实施股息率 4.38%，居仪器仪表行业第二	8
图 12：公司控费能力优秀	8
图 13：公司资产负债率下降至较低水平	8
图 14：2024 年南网招标金额增长迅猛	9
图 15：林洋能源中标金额及市占率稳定（市占率为林洋能源中标金额占对应招标金额的比重）	9
图 16：智能电表海关出口金额变化趋势（亿元）	10
图 17：2024 年 1-11 月中国电表出口至部分欧洲国家金额	10
图 18：林洋能源智能电表产品分类	11
图 19：公司智能电表领域技术创新时间轴	12
图 20：林洋能源研发投入变动趋势	12
图 21：林洋能源电表出海金额近三年稳步增长	13
图 22：光伏装机量呈高速增长态势	14
图 23：预计 2025 年我国光伏装机量有 277GW 的空间	14
图 24：围绕光伏产业链多环节布局	14
图 25：智能化运维规模持续扩大	14
图 26：光伏电站发电量自 2023 年开始降低，自持电站运营业务转向“开发+EPC/BT+运维”合作模式	14
图 27：光伏发电业务维持 70%左右的高毛利水平	15
图 28：电价市场化改革，算术平均含税电价波动下降	15
图 29：公司 EPC 业务毛利率相对较高	15
图 30：5 年内 TOPCon 仍是 N 型主流技术	16
图 31：储能行业有望迎来高速发展	17
图 32：“储能系统集成解决方案”	17
图 33：林洋能源盈利预测	19
 表 1：三大板块发展迅速，业务格局基本成型	 5
表 2：公司合计回购 1895 万股，摊销 7047 万元	6
表 3：智能电表海关出口金额（亿元）	10
表 4：林洋能源全球布局情况	12
表 5：双轮驱动发展战略立体服务	18
表 6：可比公司 PE 估值（估值为 Wind 一致预测，截至时间为 2025 年 4 月 15 日）	19

1. “智能、储能、新能源”三足鼎立，海内外市场合纵连横

1.1. 智能电网行业领头羊，“智能、储能、新能源”三力托举

从智能电表生根成为行业领袖，“智能、储能、新能源”道路明确。（1）**成立**：公司前身为 1995 年创立的南通林洋电子有限公司，先后更名为林洋电子、林洋能源，智能电表业务为其主营项目之一。分别于 2006 年和 2011 年在美国纳斯达克和上海证券交易所成功上市。随后开始转型拓展业务。（2）**新能源**：公司早在 2012 年就成立林洋新能源，进军新能源领域。2012 年以光伏为切入点，成为拥有各类分布式光伏电站较具规模的企业之一。紧跟产业发展步伐，2022 年投资百亿建设 20GW 高效 N 型 TOPCon 光伏电池生产基地，已完成一期一阶段 6GW 的全线贯通。（3）**储能**：2017 年，公司敏锐捕捉到新能源配套储能市场的发展潜力，与亿纬锂能在“智慧分布式储能”领域开展全方位合作。先是分别于 2020 年和 2021 年成立子公司林洋储能和合资公司江苏亿纬林洋储能，投产建设 10GWh 储能电池项目，后与华为数字能源等多方签署合作，储能业务得以迅速扩张。

图 1：智能电表发家，“智能、储能、新能源”道路明确



资料来源：公司官网、新浪财经、亿纬锂能公告等、天风证券研究所

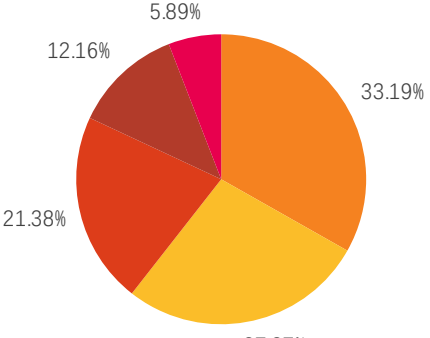
三大业务发展迅速，海内外市场加速布局。

（1）**智能板块**：业务覆盖智能电表、用电信息采集终端与信息管理系统等，是行业领先的智能配用电产品及系统解决方案提供商。公司积极在纵向上挖掘国内市场，参与国网、南网、地方电力公司的集中招标，产品销售范围覆盖全国各省份；在横向上拓展国际市场，通过战略合作、自主开拓、代理商合作、合资和收购兼并等形式，商业版图蔓延至欧洲、中东、东亚、东南亚、非洲、南美洲等 30 余个国家和地区。截止 2024H1，子公司 EGM 年内已斩获海外订单超 8 亿元；与中东企业 ECC 的累计合作订单金额超 10 亿元。

（2）**新能源板块**：主要开发、设计、建设、投资运营各类新能源电站，并提供一站式系统解决方案服务。截止 2024H1，公司累计开发、建设光伏电站超 5GW，累计储备光伏项目超 4GW。持有各类新能源电站超 1.1GW，新能源场站运维总容量达到 14.65GW。

（3）**储能板块**：围绕新能源发电配套储能等应用场景，提供储能产品及系统解决方案，专注“BMS+PCS+EMS”的“3S”融合储能系统设计，采用“集中式共享储能 + 分布式用户侧储能”双轮驱动发展战略。2024 年上半年累计交付近 3.5GWh 的储能设备及系统产品，多个储能项目正式并网运行。新产品实现业界 P2G 储能系统的首发。以“3+2”战略聚焦欧洲、中东和东南亚三大市场。

表 1：三大板块发展迅速，业务格局基本成型

板块	主要内容	具体产品	2024H1 公司营收构成
智能	智能配用电产品及系统解决方案提供商	智能电表、用电信息采集终端、用电信息管理系统及 AMI（先进计量体系架构）解决方案、低压智能断路器、智能配电产品及相关解决方案、电力物联网智能终端及解决方案	 2024H1 公司营收构成 - 电能表、系统类产品及配件：33.19% - 电站销售：27.37% - 储能、节能业务：21.38% - 光伏发电：12.16% - 其他：5.89%
新能源	开发、设计、建设、投资运营各类新能源电站，并提供一站式系统解决方案服务	地面光伏电站、山地光伏电站、水域光伏电站、海域光伏电站、大中型工商业屋顶电站、光充储微网	
储能	围绕国内及海外新能源发电配套储能等应用场景，提供系统化、定制化的储能产品及系统解决方案	风冷式电池仓、液冷式电池仓、智慧液冷储能柜、智能集散式储能系统解决方案、大型储能电站解决方案、分布式微网解决方案	

资料来源：公司公告，东方财富网，天风证券研究所

图 2：公司产品矩阵丰富

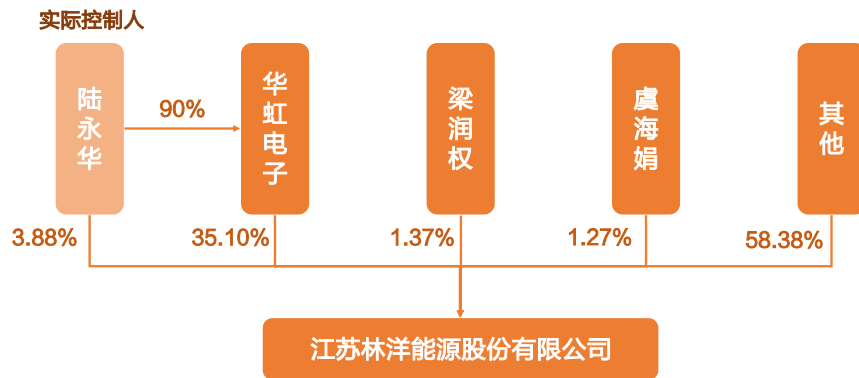


资料来源：公司官网，公司公众号，天风证券研究所

1.2. 股权结构集中稳定，股权激励有助长足发展

公司股权结构集中稳定，实际控制人陆永华直接和间接控股 35.47%。控股股东华虹电子于 2024 年 9 月完成增持计划，累计增持占公司总股本的 0.38%。截止 2024Q3，公司控股股东华虹电子占公司总股本 35.10%，实际控制人陆永华直接持有公司 3.88% 的股份，通过华虹电子间接持股 31.59%，合计持股 35.47%。整体股权结构集中且稳定，有利于公司长期稳健经营。

图 3：公司股权结构稳定



资料来源：公司公告，东方财富网，爱企查，天风证券研究所（截止 2024 年 9 月 30 日）

员工股权激励计划正向激发员工活力。2022 年发布员工持股计划公告，2023 年完成回购 1895 万股，2 年内累计摊销 7047 万用于股权激励。其对应的经营目标为 2022 年营收超 52 亿元，实际营收 49.44 亿元，但 23 年度营业收入与净利润一改下跌颓势，实现较大幅度增长，营业总收入达 68.72 亿元，同比增长 39%，归母净利润达 10.31 亿元，同比增长 20.44%，实现复苏。股权激励增强员工归属感，有望促进公司长期稳定发展。

表 2：公司合计回购 1895 万股，摊销 7047 万元

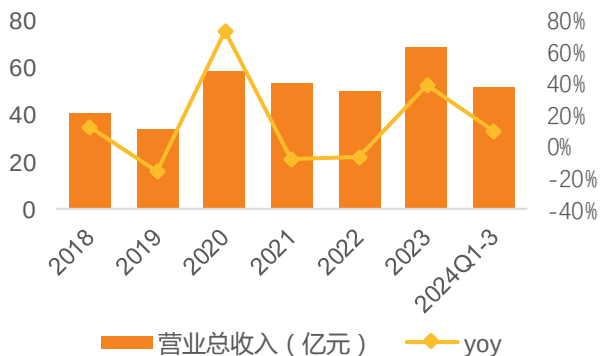
年份	回购股数	摊销费用
2022	1262 万	4394 万
2023	633 万	2653 万
合计	1895 万	7047 万

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 经营业绩稳中有升，高盈利高分红提振信心

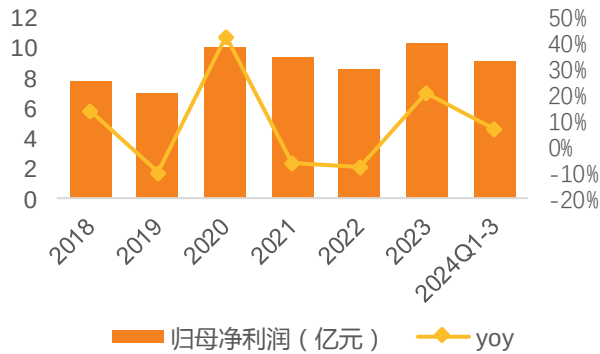
经营业绩稳中有升，稳居行业龙头。2018-2020 年，公司营业总收入从 40.16 亿元增长至 57.99 亿元，CAGR 达 20.17%；归母净利润从 7.78 亿元增长至 9.97 亿元，CAGR 达 13.24%。2021、2022 年经营业绩略有下滑，但仍高于疫情前水平，是因为受疫情和光伏上游产业链价格持续上涨等影响。2023 年实现 68.72 亿元营收，同比增长 39%；归母净利润 10.31 亿元，同比增长 20.44%，主要系储能产品及电站销售收入增加所致。2024Q1-3 已实现营收 51.66 亿元，同比增长 8.76%，归母净利润 9.10 亿元，同比增长 6.95%。整体业绩稳中有升，较为稳健。

图 4：2024Q1-3 公司实现营收 51.66 亿元，同比增长 8.76%



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

图 5：2024Q1-3 公司实现归母净利润 9.10 亿元，同比增长 6.95%

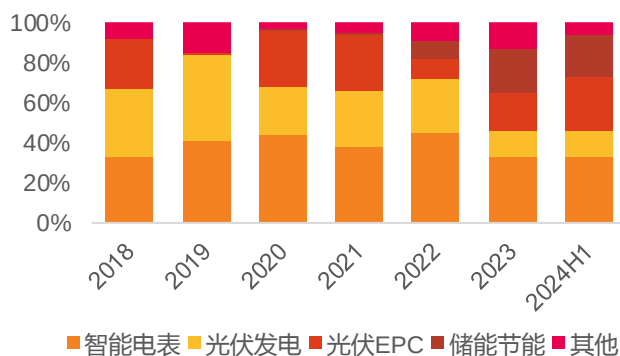


资料来源：东方财富网，天风证券研究所

智能电表为核心多领域布局，不断谋求新的经济增长点。从分产品的营收占比和增速来看，2018-2022 年期间，电表、光伏发电与光伏 EPC 是公司主要营收点，五年分别累计占比 91.48%/84.63%/95.64%/93.31%/81.65%。(1) 智能电表业务：主要依托严谨高效的研发能力、

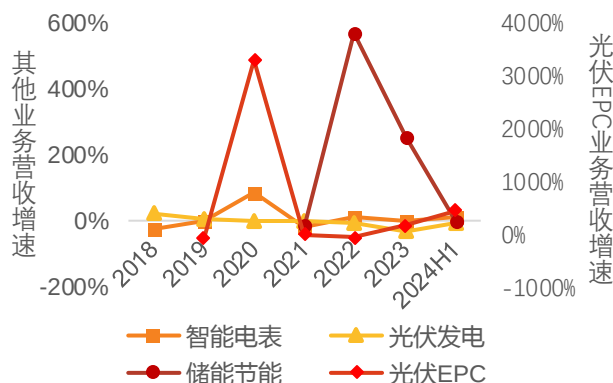
强数智化的制造水平和稳健安全的供应链优势，加上本体化策略营销，保持较为平稳的业绩；（2）**储能业务**：从 2022 年开始展现出强力的创收能力，其 2023 年营收 15.06 亿元，同比增长 253.52%，成为智能电表业务后营收占比最大的业务；（3）**光伏 EPC**：2023 年开始由单一业务延伸为包含 BT 业务的电站销售业务，带来 12.96 亿元营收，同比增长 167%；（4）**光伏发电**：营收呈现下降趋势，主要受到产业链价格下降、光伏用地政策影响和市场竞争的冲击影响。

图 6：2024H1 公司智能电表、储能、光伏 EPC 业务合计占营收比例达 82%



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

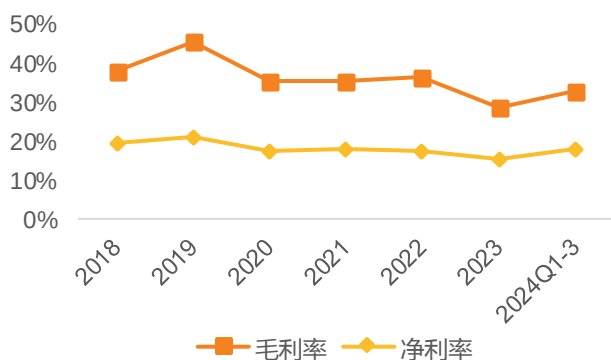
图 7：智能电表业务业绩平稳，储能业务发展波动剧烈，光伏发电业务呈下降趋势，光伏 EPC 业务拓展迅速



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

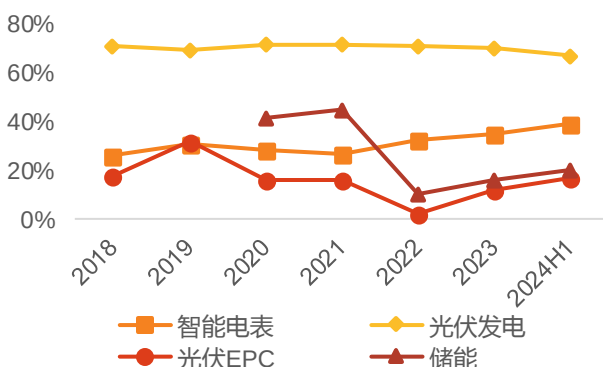
整体盈利能力稳定，智能电表与光伏发电业务毛利率强劲。2023 年公司毛利率与净利率分别为 28.43%/15.27%，同比下降 8pct/2pct，主要系上游关键原材料价格大幅波动、储能产业链供需失衡所致。2024Q1-3，公司毛利率 32.48%，净利率 17.74%，较同期下降。在上游原材料大幅波动情况下，公司整体盈利水平保持稳定，且处于较高水平，说明公司具有板块协同优势与优秀控费能力。从分业务的毛利率看，（1）**智能电表业务**：2023 年与 2024H1 分别实现 34.93%/38.90%的毛利率。（2）**光伏发电业务**：基本维持在 70%左右的毛利率，但有小幅下降的趋势，主要受到上网电价市场化政策与激烈竞争影响。（3）**储能业务**：2023 年起利润空间被大幅压缩。（4）**光伏 EPC**：竞争加剧导致毛利率偏低，依托技术优势稳步提升盈利水平。

图 8：公司整体盈利水平保持稳定，且处于较高水平



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

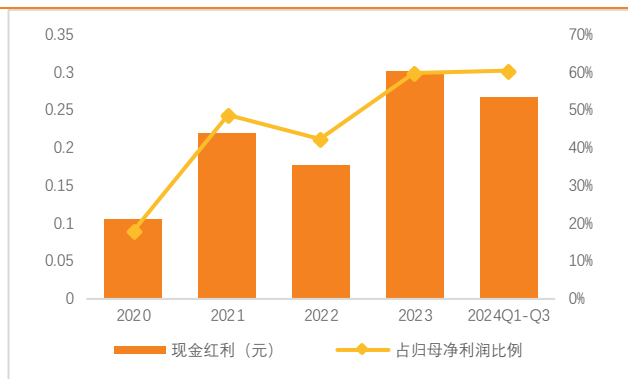
图 9：分业务毛利率相对稳定，智能电表与光伏发电业务毛利率强劲



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

连续高分红提振股东信心。2023 年报与 2024Q3 季报连续发布利润分配方案公告，向全体股东每股分别派发和拟派发现金红利 0.303/0.268 元（含税），合计派发和拟派发现金红利 6.18/5.47 亿元（含税），分别占公司 2023 和 2024Q1-3 归母净利润约 59.94%/60.65%，已实施股息率达 4.38%，高居仪器仪表行业第二。连续高分红彰显出公司长期稳健经营与长足发展的信心，释放高盈利稳定的信号，有效提振持股股东信心。

图 10：连续高分红彰显信心



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

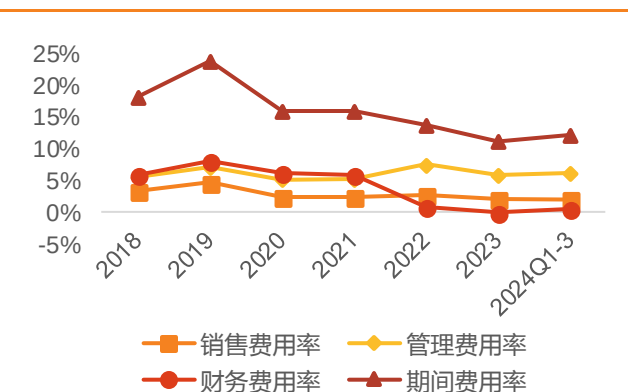
图 11：2024 年 9 月 18 日实施股息率 4.38%，居仪器仪表行业第二



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

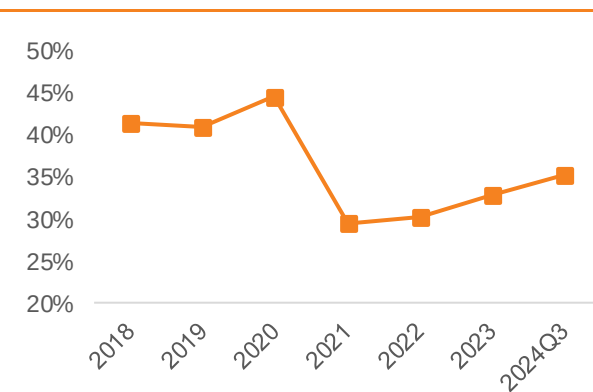
控费能力优秀，资产结构改善，持续降本增效。2019-2023 年，公司期间费用率分别为 23.72%/15.77%/15.86%/13.70%/11.07%，整体呈现下降趋势，2024Q1-3 的销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 1.94%/6.22%/0.61%。财务费用自 2022 年起维持较低水平，主要系可转债转股后不再计提可转债利息费用与银行借款减少导致。2018-2023 年资产负债率从 41.29%下降至 32.79%，并维持较低水平，说明公司稳健增加使用股权融资，有效降低融资成本。受产业链价格波动影响，光伏与储能业务利润空间遭受侵占，公司及时调整内部管理，提升经营效率，持续降本增效。

图 12：公司控费能力优秀



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

图 13：公司资产负债率下降至较低水平



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

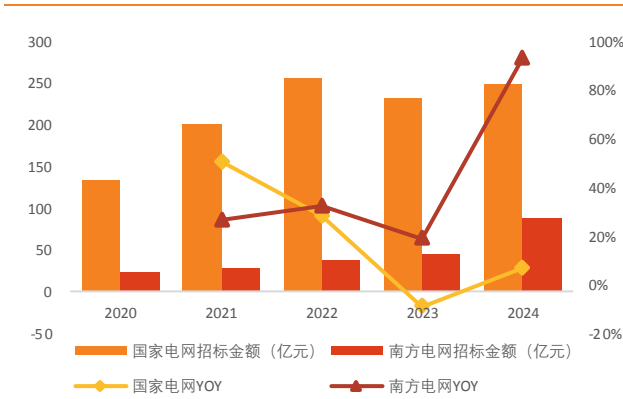
2. 智能电表稳定增长，全球布局成效显著

2.1. 智能电表行业分析

2.1.1. 智能电网建设推动智能电表需求增长

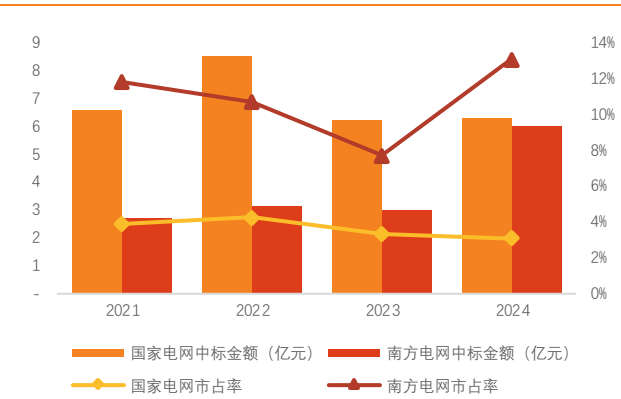
国网需求稳步增长，林洋能源市占率保持稳定。根据国网电子商务平台和南方电网招标采购平台的官方招标公告数据，2021-2024 年间，国网、南网的智能电表招标金额呈现出稳步上升的趋势，2024 年二者增速明显回升，南网招标金额接近翻倍。在智能电表行业需求稳定增长的背景下，林洋能源市占率保持稳定。

图 14：2024 年南网招标金额增长迅猛



资料来源：国网电子商务平台，南网供应链平台、天风证券研究所

图 15：林洋能源中标金额及市占率稳定（市占率为林洋能源中标金额占对应招标金额的比重）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.1.2. 政策推动智能电表产品创新

国家政策加强电力系统和电网建设，推动智能电表产品创新。国家电网和南方电网着力建设新型电力系统，2023 年多项国家政策聚焦于建立健全智能配电网系统，2023 年 3 月 5 日国家能源局等发布的《农村能源革命试点县建设方案》提出深入实施农村电网巩固提升工程，同样强调了智能化转型发展和分布式可再生能源的灵活接入。政策推动电网智能化改造等举措带来市场需求升级，推动企业产品创新，以满足复杂的能源管理需求，适应新型电力系统建设需求。

随着智能电表标准体系发展，智能电表功能全面升级。完善交流计量体系，建立基波、谐波计量标准及数字化、直流电能计量体系，适应新能源和直流配网发展。结构设计方面，采用模组化、易安装和宽量程结构，提升安装便捷性和运行安全性，满足不同供电需求。功能应用上，制定互操作化软件标准和多参量数据计量标准，满足多场景需求，并实现功能定制化配置，降本增效。全生命周期可信性评价方面，建立关键元器件可靠性、安全和可维护性标准体系，确保电能表全过程的可靠性和安全性，更好地适应现代电力系统需求。

2.1.3. 全球市场布局下智能电表需求潜力较大

海外市场需求稳定增长，单相表需求旺盛。2024 年 11 月中国智能电表累计出口总量同比增长 13%，各大洲出口需求总体呈上升趋势。

1. 亚洲部分国家对电力设施建设的投入增加，智能需求增长强劲。对亚太地区 1-11 月出口金额同比增长 33%，除中国香港，中国出口金额前十的国家均为中东地区和东南亚地区国家。中东地区和东南亚地区人口密集，用电需求大。到 2035 年印尼预计安装 3500 万个 AMI，随着智能电表渗透度的增加和基础设施的完善，亚太市场的需求量有望进一步扩大，以印尼为代表的东南亚地区有望成为我国智能电表出口的主力市场。

2. 2024 年对非洲智能电表出口与亚洲并列为增长最快的地区。排名前五的加纳、利比亚、埃塞俄比亚、肯尼亚和坦桑尼亚出口金额占对非洲出口总金额的一半以上。非洲电力短缺问题严重，通信电力基础设施正处于推进阶段，未形成统一标准，提供了相对宽松的市场环境和较低的门槛。智能电表渗透度较低，随着当地电力基础设施的完善，电力需求的潜力将进一步释放。

3. 美洲的市场需求较弱，以南美洲为主，2024 年 1-11 月出口金额排名前三的国家分别是阿根廷、哥伦比亚和智利，其中阿根廷和哥伦比亚相比 2023 年均大幅上升。

4. 大洋洲出口基数小，对中国出口金额贡献弱。大洋洲电表出口以澳大利亚为主，2024 年 1-11 月出口金额占对整个大洋洲出口金额的 97%，金额同比下降 14.46%。2022 年澳大利亚能源市场委员会(AEMC)建议到 2030 年在澳大利亚实现 100%智能电表普及，智能电表需求有望随着普及工作的开展进一步提升。

5. 欧洲智能电表需求保持较高水平，但 2024 年有所下滑。欧洲电表渗透率较高，市场渐

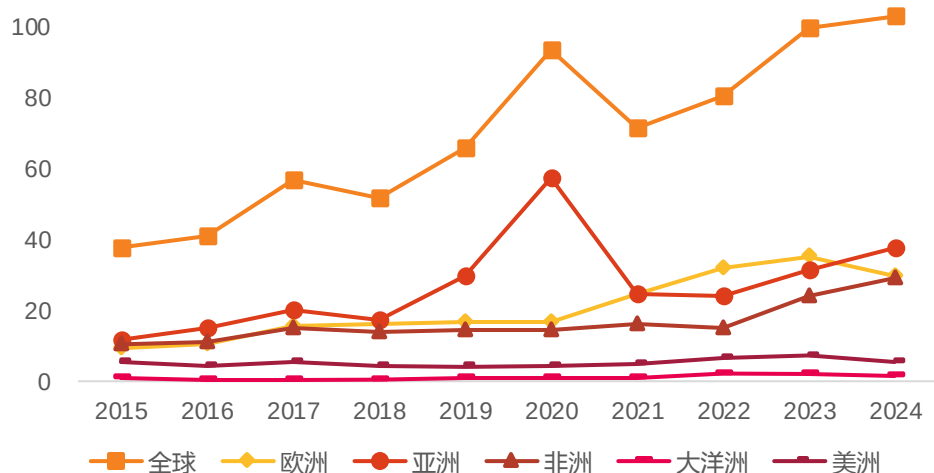
趋饱和，尽管欧洲多国正处在电表更新换代的交接时期，电表需求整体上不会出现大幅增长的情况。

表 3：智能电表海关出口金额（亿元）

	类别	202411 累计	202311 累计	累计 YOY
总量	全球	102.80	91.16	13%
	欧洲	29.61	32.97	-10%
	亚洲	37.34	28.14	33%
出口区域	非洲	29.06	21.87	33%
	大洋洲	1.47	1.77	-17%
	美洲	5.33	6.41	-17%

资料来源：海关统计数据在线查询平台，天风证券研究所

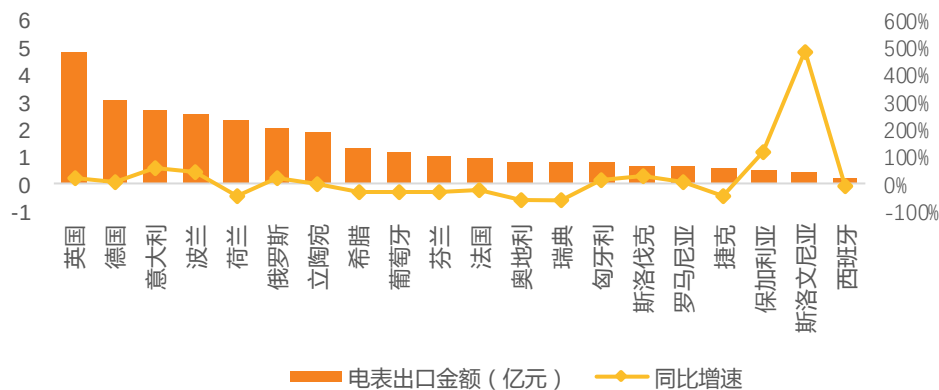
图 16：智能电表海关出口金额变化趋势（亿元）



资料来源：海关统计数据在线查询平台，天风证券研究所

欧洲市场加速智能电表的部署进程。尽管欧洲当前智能电表需求下降，但长期仍存在一定潜力和机遇。欧盟多国纷纷出台鼓励政策并设定明确的渗透率目标，如德国法规强制推进，其智能电表渗透率在 2025、2028、2030 年底分别要达到 20%、50%、95%，年均复合增长率超 30%。Berg Insight 报告称，欧洲智能电表的渗透率预计从 2023 年的约 60% 增加到 2028 年的 78%。欧洲国家对我国智能电表需求较高，英国、德国、意大利、波兰等正在推进一二代电表安装项目的国家对中国电表的需求有望呈现上升趋势。

图 17：2024 年 1-11 月中国电表出口至部分欧洲国家金额



资料来源：海关统计数据在线查询平台，天风证券研究所

6. 新兴市场国家虽处于起步阶段，但发展势头迅猛。随着经济发展和电力基础设施建设加速，以及对能源管理重视程度的提高，其智能电表渗透率提升空间较大。非洲众多国家电力改革促使电网建设投资加大，智能电表作为提升电力管理效率、减少能源损耗的关键设备，市场需求增长迅猛。在一些新兴市场，如拉丁美洲，巴西等国积极推进智能电网项目，智能电表渗透率有望大幅提升。

（1）新兴市场的电网基础设施往往不够完善，电力传输过程中的线损问题较为突出。智能电表的预付费功能可以有效阻止窃电行为，从而减少电网公司的线损并增加电费收入。以巴西为例，仅在 2005-2013 年间，圣保罗的 AES Eletropaulo 公司因电力盗窃损失的价值就超过了 3.8%。因此，智能电表的推广不仅有助于提高能源管理效率，也对电力公司的经济效益产生积极影响。

（2）全球能源自由化进程加速，分布式能源在家庭和企业层面广泛应用。越来越多的分布式能源接入电网，这拓展了智能电表的应用场景。智能电表还需具备电网与用户双向互动等功能。同时，国际间电力合作频繁，智能电表标准互认程度提高。

2.2. 林洋能源智能电表业务分析

2.2.1. 林洋能源产品多元化与技术领先，业务协同优势显著

产品线丰富，类型广泛。涵盖单相电能表、三相电能表、物联电能表、智能网关终端、直流电能表等多种类型。无论是居民用电的基础计量需求，还是工业用电的复杂工况要求，林洋能源的产品都能精准匹配。例如，在居民用电领域，单相电能表以其精准的计量和稳定的性能，为家庭用电提供可靠的数据统计；而在工业场景中，三相电能表则能应对大功率设备的用电计量，确保工业生产过程中的能源管理精准高效。

在技术研发上投入较大且成果显著。其研发投入总额占营业收入比例逐年上升，2021 - 2024 年前三季度的数据清晰地反映出公司对技术创新的高度重视。公司建立了高规格研发平台，如“国家博士后科研工作站”等，这些平台为技术研发提供了坚实的支撑。同时，承担多项国家、省级科技攻关项目，成功开发出全系列智能电能表、通信终端和主站采集及售电系统等产品，并通过多项国际权威认证，实现与系统解决方案商的互联互通。

基于产品多元化和技术领先的优势，林洋能源实现了显著的业务协同效应。不同类型的产品能够相互配合，为客户提供一站式的能源计量与管理解决方案。例如，物联电能表与智能网关终端相结合，实现电能数据的实时传输与远程监控，满足智能电网对数据采集需求。

图 18：林洋能源智能电表产品分类



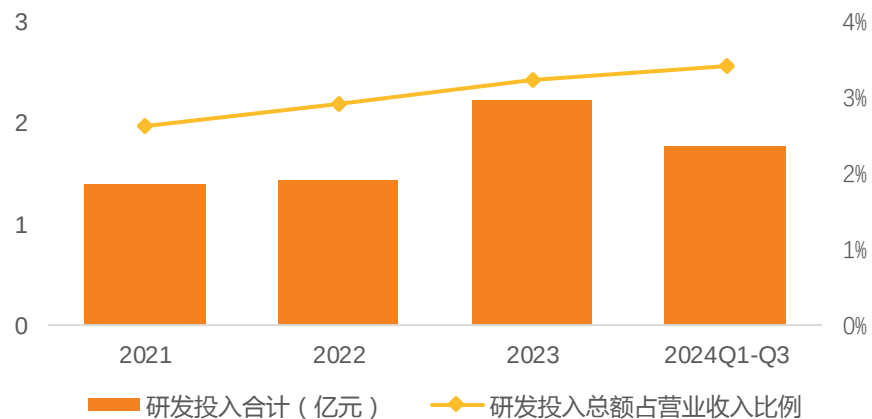
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 19：公司智能电表领域技术创新时间轴



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 20：林洋能源研发投入变动趋势



资料来源：公司年报、季报，天风证券研究所

2.2.2. 全球布局深入，本地化策略成效显著

全球智能电表市场积极布局，成效显著且颇具潜力。在中东，林洋能源与多家中外知名企业携手，以超 30% 的市占率和超 10 亿元累计订单展现强大实力，同时向周边国家辐射市场。2020 年，林洋能源与沙特 ECC 公司签订总金额 6,403.2 万美元的销售合同，紧随“一带一路”倡议，彰显其在该地区的市场拓展能力和产品竞争力。亚太地区，通过与韩国伙伴紧密合作，紧跟国际趋势于印尼实现批量交付，将进一步辐射马来、泰国、越南等国家。

新兴市场以取得一定份额。公司利用本地化策略，深入了解并满足当地客户需求，加强与当地企业合作，公司产品远销非洲和拉丁美洲众多国家，在非洲、拉丁美洲等地积极参与智能电网项目建设，挖掘市场潜力。

表 4：林洋能源全球布局情况

地区	布局情况
中东	与中电装备、沙特 ECC、德国 K&S 等海内外知名企业的合作,保持市占率超 30%的同时，累计订单金额超 10 亿元,积极辐射周边阿曼、科威特等其它中东国家市场
亚太	与韩国伙伴持续深度合作，紧跟央企出海步伐，在印尼市场实现规模性批量交付，并将进一步辐射马来、泰国、越南等周边东南亚市场
欧洲	与全球电表行业龙头企业瑞士兰吉尔集团在欧洲市场通过 OEM、ODM 等方式全面深化合作，拓宽西欧、亚太、南美等市场，通过全资子公司 Elgama 的本地化策略推动技术营销，持续深化本土中东欧市场

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2.3. 欧洲市场深入耕耘，高端合作成果显著

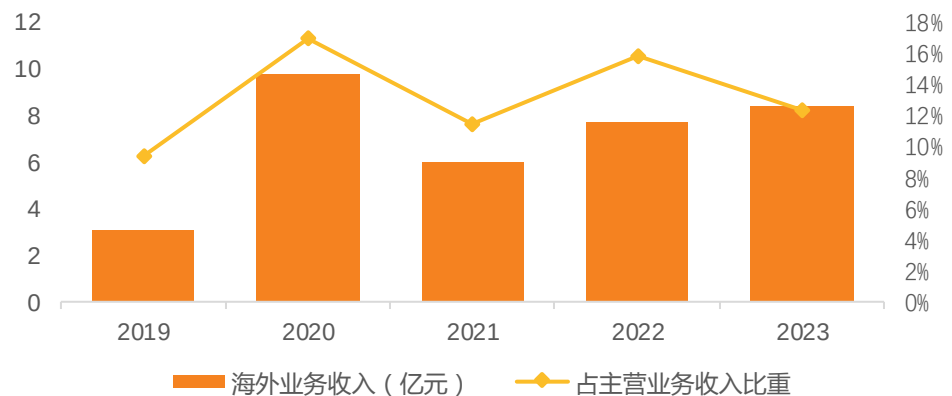
全资子公司 Elgama 的本地化运营，深入了解欧洲市场当地需求。2024 年 Elgama 多次中标海外智能电表项目，与波兰合作伙伴 ESMETRIC Group Sp. z o.o. 组成联合体共同参与了 PGE Dystrybucja S.A. (以下简称“PGE 公司”) 公开招标的智能电能表项目、Stoen Operator Sp. z o.o. 的智能电能表项目，累计中标金额约 8.06 亿元。有望持续扩展海外业务布局。

持续深耕欧洲市场，与当地客户建立长期稳定的合作关系。林洋能源在欧洲与全球电表行业龙头企业瑞士兰吉尔集团展开全面深化合作，实现了资源共享、技术互补和市场协同拓展。同时借助兰吉尔集团的品牌影响力和市场渠道，提升了自身产品在欧洲客户中的认可度和美誉度。同时，与德国荷贝克集团、波兰 ARCUS 等企业展开战略合作，进一步强化了公司在欧洲市场的品牌形象

专注于国际标准产品研发，接轨国际高端市场合作。林洋能源成功开发了全系列智能电能表、通信终端和主站采集及售电系统等产品，并通过 R46、KEMA、IDIS、MID 和 STS 等多项国际权威认证，成功实现与当今世界主流主站系统解决方案商（如兰吉尔、施耐德电气、Trilliant 及国电南瑞等厂家）的对接和互联互通。基于 IEC 和 ANSI 技术标准开发的产品，充分体现了林洋能源在技术创新方面的优势和实力，有效满足欧洲高端客户对智能电表精准计量、数据安全、双向通信等功能的需求。

电表出海金额稳步增长，占比稳定。2020 年沙特大量进口电表，林洋能源与沙特 ECC 公司签订大额销售合同，海外收入猛增。2021 年起林洋电表出海金额稳定增加且占主营业务比重较高，稳定在 15% 上下，是重要的收入来源。

图 21：林洋能源电表出海金额近三年稳步增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 积极布局光伏产业链多环节，上下游资源丰富

3.1. 行业层面：产业政策利好，光伏行业进入稳步增长阶段

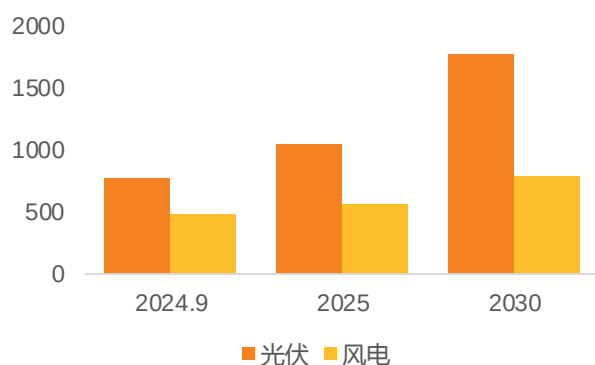
十五五政策规划：国家能源局提出，2030 年，全国可再生能源消费量达到 15 亿吨标煤以上，新能研究院估计，我国光伏装机将达到 1770GW。并且根据此政策目标测算，到 2025 年，我国光伏装机量还有 277GW 的装机空间。随着产业加快提质、降本、增效的步伐，“双碳战略”叠加新一轮技术更新，光伏行业驶入稳步增长车道。

图 22：光伏装机量呈高速增长态势



资料来源：国家能源局，天风证券研究所

图 23：预计 2025 年我国光伏装机量有 277GW 的空间



资料来源：小麦新能公众号、天风证券研究所

3.2. 业务层面：深耕光伏产业链多年，上下游协同发展

公司围绕光伏产业链多个环节展开业务布局：目前在电池片、组件、电站 EPC、电站运营等多个环节有所涉猎。（1）**中游**：公司已有 5 个系列的光伏组件产品，在 2022 年年底对外公告新建 TOPCon 电池产线，第一阶段 6GW 于 2023 年竣工投产，有望凭借先前在行业内积累的技术与资源实现较为顺利的业务拓展。（2）**下游**：公司于 2012 年、2018 年、2023 年先后进入分布式光伏电站、光伏 EPC、电站销售环节，现已与国电投、中广核、华能、中电建等央企达成合作，丰富的下游资源亦将为公司光伏全产业链的发展提供有效支持。

图 24：围绕光伏产业链多环节布局

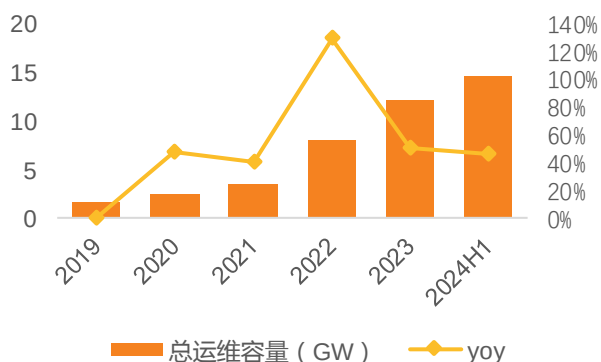


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.1. 电场运维：运维容量稳步增长，盈利能力领先同行

新能源电站加速建设并网，智能化运维规模持续扩大：2024 上半年内，公司新能源板块业务以三大基地为主，加速建设、并网。2024 年上半年，新增并网规模超 200MW，新增开工项目超 500MW，目前建设中的项目超 1200MW。截至 2024H1，公司新能源运维总容量达到 14.65GW，以自主研发的“林洋风光储一体化智慧运维云平台”推进智能化运营管理。受制于光伏行业上游原材料供应紧张导致价格大幅上升，但下游电站开发建设的非技术成本依然保持较高水平，公司逐渐减少自持电站规模，转向“开发+EPC/BT+运维”合作模式。

图 25：智能化运维规模持续扩大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：光伏电站发电量自 2023 年开始降低，自持电站运营业务转向“开发+EPC/BT+运维”合作模式

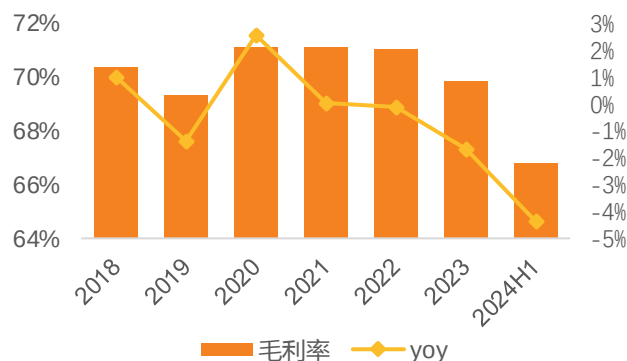


资料来源：公司公告，天风证券研究所

盈利能力领先行业：光伏发电业务毛利率维持在 70%左右。一方面，公司自持电站主要分

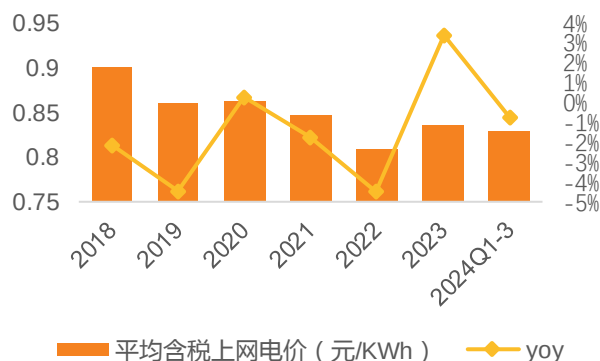
布在中东部地区，其中北方地区上网电价相较于南方地区更高，这是受上网电价市场化影响，南方市场竞争激烈导致的价格差异，同时消纳量也可以得到保障。据测算，2024Q1-3公司自持电站的算术平均上网电价为0.83元/KWh（含税）。另一方面，公司深耕光伏领域多年，在电站设计、项目管理、新能源电站智能运维等方面经验丰富，有助于公司控制成本。

图 27：光伏发电业务维持 70% 左右的高毛利水平



资料来源：东方财富网，天风证券研究所

图 28：电价市场化改革，算术平均含税电价波动下降

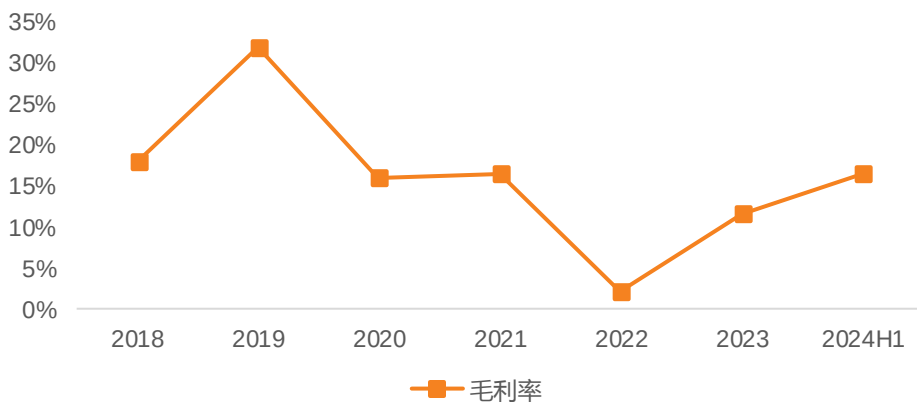


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.2. 光伏 EPC 业务：深耕央国企大客户/积极出海

公司 EPC 业务毛利率相对较高：由于施工部分在整个工程项目中占比较大，耗费较高，因此纯 EPC 业务毛利率普遍偏低。2022 年由于硅料等上游原材料价格不断上涨，组件价格居高不下，EPC 企业盈利能力承压。2023 年硅料供需缓解，组件价格迎来拐点，同时前期被价格压抑的需求快速释放，EPC 业务盈利开始修复。2024H1，公司 EPC 业务毛利率为 16.38%，盈利能力处于行业领先水平。公司通过“开发+EPC/BT+运维”模式，与央国企持续深化合作，近年来通过销售部分电站，光伏 EPC 业务毛利率逐渐回升。

图 29：公司 EPC 业务毛利率相对较高



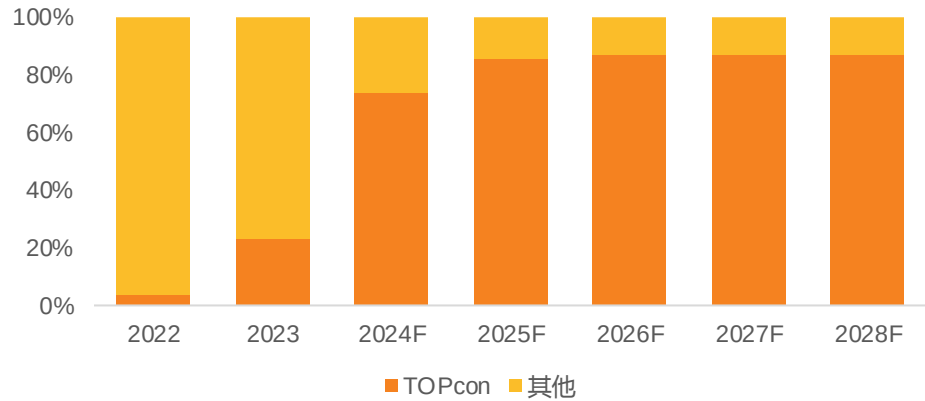
资料来源：东方财富网，天风证券研究所

3.2.3. TOPcon：新兴技术前景良好，公司产能逐渐释放

1.传统 P 型电池向 N 型转型：TOPCon 作为更高效的 N 型电池技术路线，得益于叠层电池技术，进入 3.0 阶段，其理论极限转换效率可达 43%，显著高于此前主流 PERC 电池 24.5% 的理论极限转换效率，是未来技术迭代发展的方向之一，其前景普遍被行业看好。TOPCon 电池具有高转换效率、低衰减、高双面率、投资成本较低等优势。资料来源：集邦咨询，北极星太阳能光伏网公众号，天风证券研究所

2.供需仍有缺口，溢价能力高：根据集邦咨询发布的数据，2023 年时，n 型电池组件的市场占比还不到 25%（TOPCon 约 23%），到 2024 年年底，全球 N 型电池片产能预计将达到 1078GW，n 型的市场份额有望达到 76%，其中仅 n 型 TOPCon 的市场份额就有六成。预计 2029 年，TOPcon 产出占比超 84%，在 5 年内，TOPCon 仍是 N 型主流技术。

图 30：5 年内 TOPCon 仍是 N 型主流技术



资料来源：集邦咨询，天风证券研究所

目前，TOPCon 与传统 PERC 电池片的平均价差约为 0.01-0.02 元/W，预计技术红利期带来的溢价能力将能继续维持。

3.公司较早布局 N 型技术：2016 年公司在 PERC 刚开始替代 BSF 之际，成立专业化国际团队专注于“N 型高效单晶太阳能双面电池及组件”的研发；2017 年公司高效双面电池、组件产品一期项目顺利投产，转换效率达 21.5%，领跑行业技术进步；2018 年公司启动电池从 N-PERT 转为 TOPCon 的技术升级；2019 年公司完成 N 型 TOPCon 技术升级，量产效率达 23%，组件升级为 9BB 多主栅技术，三率指标领先行业。

4.产能持续释放：公司投资 100 亿元建设 20GW 高效 N 型 TOPCon 光伏电池项目。该项目分两期建设，一期 12GW 投资 50 亿元，其中第一阶段 6GW 已有序开展生产，并于 2023 年 9 月竣工投产，第二阶段 6GW 正在建设，将有望为公司持续带来技术超额红利。

3.3. 公司层面：林洋能源有望持续发展

1.技术研发优势持续巩固：公司秉承“以科技带动效益、以创新增强竞争力”的研发理念，建立了以市场为导向、产学研相结合的技术创新体系。2024 上半年，公司及下属子公司新增取得授权专利 37 件，其中发明专利 31 件；累计授权专利 292 件，其中发明专利 128 件。

2.人才、资质、客户资源优势拉开差异：公司新能源拥有一支经验丰富、专业齐全的设计团队，由来自于电力、化工等行业知名设计院的技术骨干组成。截止 2024H1，公司设计业绩超过 10GW，外接设计相关业务超过 1GW，涵盖山地，农光，渔光，分布式等各类项目类型。多家子公司取得对应业务高级资质，其中，子公司林洋光伏运维在 2024 年已通过“三标一体”体系认证，连续三年获中电联 5A 级运维认证。近 30 年来，公司凭借智能配用电业务的综合实力，与国家电网、南方电网等大客户一直保持良好合作关系。依托在电力行业积累的资源优势，实现板块间的协同互补。

3.健康财务状况与信用提供强力资金保障：公司持续创造较高利润，为各类业务开展提供充足资金。基于健康的财务状况和良好的信誉，公司与国内外多家商业银行建立了长期紧密的合作关系，融资渠道畅通，综合授信超 80 亿元。

4. 布局储能全产业链，落地加速订单充沛

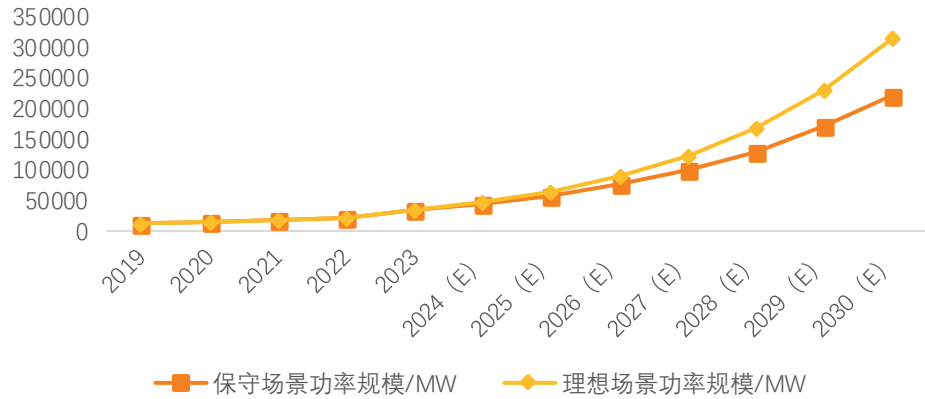
4.1. 行业层面：电力系统调节的主要举措，政策加持下储能行业发展迅猛

在新能源大规模高比例发展趋势下，储能作为提升电力系统调节能力的主要举措，在政策的驱动下规模发展迅猛，利用小时数也不断提高。

根据中关村储能产业技术联盟（CNESA）的预测，保守场景下，预计 2028 年新型储能累计装机规模将达到 168.7GW，2024-2028 年复合年均增长率为 37.4%；预计 2030 年新型储能累计装机规模将达到 221.2GW，2024-2030 年复合年均增长率为 30.4%；理想场景

下，预计 2028 年新型储能累计装机规模将达到 220.9GW，2024-2028 年复合年均增长率为 45.0%。预计 2030 年新型储能累计装机规模将达到 313.9GW，2024-2030 年复合年均增长率为 37.1%。随着储能技术的持续进步、投资成本的不断下降、商业模式的逐渐完善，储能行业有望迎来高速发展。

图 31：储能行业有望迎来高速发展



资料来源：CNESA，天风证券研究所

政策导向储能步入规模化阶段：2022 年发布具有重要意义的《“十四五”新型储能发展实施方案》，明确到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件；到 2030 年，新型储能全面市场化发展。市场机制、商业模式健全。

4.2. 业务层面：布局储能全产业链，上下游紧密合作

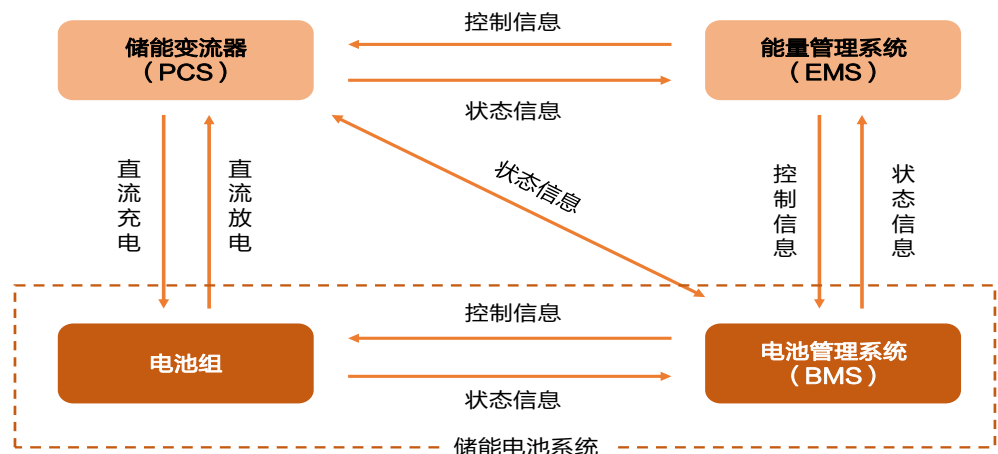
1.上游储能电芯：与亿纬动力合资建设 10GWh 储能电芯产线

2022 年 11 月 18 日，公司发布公告称，储能电池项目第一条产线已完成设备安装调试，开始正式投产，项目共有三条产线，将陆续完成调试投产。未来将为公司储能业务提供高质、高性价比的电芯，同时为公司储能系统集成、电池的健康管理技术提供材料端助力。

2.中游 PACK+系统集成：提供完善的储能系统集成解决方案

储能系统集成：2021 年，公司与亿纬动力在储能系统集成领域合资成立江苏林洋亿纬储能科技有限公司，主营储能系统集成解决方案。**BMS 电池管理系统：**智能化管理维护电池单元，延长电池寿命；**PCS 能源路由器：**控制蓄电池充放电过程，进行直流的交换；**EMS 能源管理系统：**用于系统设备的实施监控及智能管理。公司围绕新能源发电配套储能、工商业用户侧储能及微电网、用户侧光储系统、调峰调频储能电站等场景，为客户解决方案。

图 32：“储能系统集成解决方案



资料来源：古瑞瓦特公众号，天风证券研究所

PACK：江苏林洋亿纬储能科技有限公司全资子公司江苏林洋能源装备有限公司，规划建设 6GWh 储能 PACK 及直流侧系统项目。其中在第一条 1.5GWh 全自动化柔性智慧储能 PACK 生产线投产后；2023 年，第二、三条生产线也顺利投产；2024 年，与沙特 ECC 的 PACK 合资工厂预计去年第四季度实现投产。

3.下游多方合作：双轮驱动发展，培育客户资源

在下游领域，公司制定了“集中式共享储能+分布式用户侧储能”的双轮驱动发展战略。公司积极同多家能源公司、电网公司及政府等达成合作关系，推动储能项目落地，储备了良好的客户资源。

表 5：双轮驱动发展战略立体服务

发展战略	作用路径	效果
集中式共享储能	将碎片化的新能源配套储能系统集中建设、统一运营、大容量单并网点接入电网，增强新能源电站的调节能力。	提高储能设备利用效率、降低储能电站的运营成本、有效增加资产投资收益。
	储能电站也可以接受电网统一调度，参与电力市场，通过为电网提供调峰、调频等辅助服务获取增值收益。	
分布式用户侧储能	为以工商业用户为主的分布式储能及光储微电网场景提供全价值链服务，通过提供设备销售、融资租赁、合同能源管理、智慧运维、云平台服务等全生命周期增值服务获取收益。	提升用户体验。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 公司层面：储能订单加速落地，海外实施“3+2”战略

储能订单加速落地：2024 年上半年，公司已陆续完成多个百兆瓦级储能项目供货和订单交付。其中，包括中广核江苏如东 200MW/400MWh 共享储能电站项目、安徽五河风光储一体化基地储能二期 54MW/108MWh 项目、启东永庆 80MW/160MWh 项目顺利实现并网。公司紧抓新能源配套储能及电网侧储能市场的爆发性增长机遇，全力推进储能业务高速发展。

储备项目充足：2024 年以来，公司持续加快产业链深度合作，在山东、新疆、江苏、安徽、湖北、内蒙古、广西、甘肃、贵州、河北等地加速储能项目布局和推动，签署多项储能合作协议，成功获批近 1GWh 共享储能项目，累计储备储能项目资源超 6GWh。

海外储能施“3+2”战略：聚焦海外 3 大市场：欧洲，中东以及东南亚；采取 2 种业务模式：一方面和国内有实力的新能源海外投资商或 EPC 合作伙伴合作一起出海，另一方面依托于林洋已有的海外智能电网营销网络及资源，联合更多海外优质本地合作伙伴，推动本地制造，共同开拓海外储能市场。

5. 盈利预测

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年实现营收 86.59/103.91/121.57 亿元，实现归母净利润 12.30/14.58/17.42 亿元。

核心假设如下：

- 1.电能表、系统类产品及配件收入：保持稳健的扩产增速。
- 2.新能源电站销售收入：随市场竞争加剧，包括 EPC、BT 业务在内的电站销售收入增速放缓。

3.光伏发电收入：考虑到 TOPcon 市场前景良好，公司产能持续释放，预计收入放量。

4.储能收入：后期保持稳健增速。

图 33：林洋能源盈利预测

单位：亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	52.97	49.44	68.72	86.59	103.91	121.57
yoy	-9%	-7%	39%	26%	20%	17%
分业务拆分						
电能表、系统类产品及配件	20.09	22.33	22.74	25.76	29.54	33.93
YOY	-20%	11%	2%	13%	15%	15%
毛利率	26%	32%	35%	36%	36%	35%
光伏EPC收入	14.80	4.85	12.96	26.70	31.75	34.50
YOY	-8%	-67%	167%	106%	19%	9%
毛利率	16%	2%	11%	14%	15%	15%
光伏发电收入	14.54	13.18	8.88	8.85	10.44	11.88
YOY	2%	-9%	-33%	0%	18%	14%
毛利率	71%	71%	70%	67%	65%	65%
储能收入	0.64	4.26	15.06	15.20	21.19	29.44
YOY	-15%	569%	254%	1%	39%	39%
毛利率	45%	10%	16%	18%	19%	20%
其他业务收入	2.91	4.82	9.09	9.82	10.60	11.45
YOY	64%	66%	89%	8%	8%	8%
毛利率	13%	20%	16%	20%	20%	20%
毛利率	35.35%	36.30%	28.44%	27.29%	27.24%	27.32%
归母净利润	9.30	8.56	10.31	12.30	14.58	17.42
YOY	-0.07	-0.08	0.20	0.19	0.19	0.19

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 估值

我们选取与公司业务相似的晶科科技和正泰电器作为可比公司，都是光伏新能源行业的龙头企业。给予公司 2025 年 11 倍，对应目标价 7.26 元，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 6：可比公司 PE 估值（估值为 Wind 一致预测，截至时间为 2025 年 4 月 15 日）

股票代码	公司简称	2024E	2025E	2026E
601778.SH	晶科科技	17	13	11
601877.SH	正泰电器	10	9	8
	平均值	14	11	10

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

光伏 EPC 开发不及预期：政府的光伏补贴政策、土地政策等发生变化，如补贴减少、土地审批流程更严格，会影响项目的经济效益和进度。

储能订单不及预期：储能市场涌入大量企业，产品同质化严重，价格战激烈。如派能科技、艾罗能源等企业面临市场竞争导致产品价格承压，影响了订单获取。

TOPCon 光伏电池项目进展不及预期等：TOPCon 技术虽相对成熟，但在大规模生产中仍面临一些技术挑战，如工艺稳定性、良率提升等。部分企业技术研发实力不足，无法有效解决这些问题，影响项目产能释放和产品质量。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,708.59	4,929.66	2,597.65	3,117.19	3,647.11
应收票据及应收账款	3,115.57	4,522.74	7,127.33	6,380.12	8,844.17
预付账款	141.99	116.42	463.27	203.76	482.03
存货	1,508.38	1,333.22	2,104.00	1,718.10	3,080.56
其他	4,050.67	2,738.56	4,483.28	4,195.55	5,004.21
流动资产合计	13,525.20	13,640.59	16,775.54	15,614.72	21,058.08
长期股权投资	353.52	246.06	246.06	246.06	246.06
固定资产	5,882.34	7,475.06	7,854.17	8,538.20	9,346.17
在建工程	286.54	543.30	2,834.64	4,267.71	5,014.17
无形资产	109.63	217.62	197.40	177.18	156.95
其他	1,130.77	1,051.69	1,151.96	1,072.75	1,051.18
非流动资产合计	7,762.81	9,533.73	12,284.23	14,301.89	15,814.53
资产总计	21,300.55	23,185.87	29,071.28	29,928.48	36,884.25
短期借款	730.34	240.05	4,293.41	4,725.32	8,447.37
应付票据及应付账款	2,497.26	3,723.71	3,758.47	5,697.83	5,211.77
其他	1,208.94	1,436.80	1,277.52	1,444.53	1,435.85
流动负债合计	4,436.54	5,400.56	9,329.40	11,867.68	15,094.99
长期借款	1,592.79	1,896.00	2,863.79	500.00	1,699.61
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	403.60	305.77	425.10	378.16	369.68
非流动负债合计	1,996.39	2,201.77	3,288.90	878.16	2,069.29
负债合计	6,432.92	7,602.33	12,618.30	12,745.84	17,164.28
少数股东权益	81.37	96.60	108.19	122.46	140.24
股本	2,060.17	2,060.17	2,327.37	2,327.37	2,327.37
资本公积	7,580.43	7,606.96	7,367.96	7,367.96	9,081.70
留存收益	12,951.46	13,646.01	14,017.42	14,732.80	17,252.35
其他	(7,805.80)	(7,826.20)	(7,367.96)	(7,367.96)	(9,081.70)
股东权益合计	14,867.62	15,583.54	16,452.98	17,182.64	19,719.96
负债和股东权益总计	21,300.55	23,185.87	29,071.28	29,928.48	36,884.25

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	864.16	1,049.04	1,229.52	1,457.67	1,742.26
折旧摊销	433.38	437.92	349.77	403.12	465.80
财务费用	99.61	80.54	(5.00)	(6.00)	(7.00)
投资损失	(4.51)	(41.18)	(46.00)	(51.00)	(56.00)
营运资金变动	(713.36)	(921.75)	(5,387.39)	3,912.80	(5,285.25)
其它	331.01	(263.32)	150.66	121.31	134.11
经营活动现金流	1,010.30	341.24	(3,708.43)	5,837.90	(3,006.09)
资本支出	(1,593.59)	2,363.25	2,880.67	2,546.95	2,008.48
长期投资	84.68	(107.46)	0.00	0.00	0.00
其他	2,831.64	(1,825.74)	(6,112.79)	(5,210.36)	(4,184.92)
投资活动现金流	1,322.73	430.05	(3,232.12)	(2,663.42)	(2,176.44)
债权融资	2,924.38	2,789.47	7,764.69	5,846.03	10,774.19
股权融资	(92.52)	37.78	253.44	7.00	1,721.73
其他	(3,810.39)	(3,428.90)	(3,409.58)	(8,507.98)	(6,783.48)
筹资活动现金流	(978.53)	(601.65)	4,608.55	(2,654.95)	5,712.45
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,354.50	169.64	(2,332.00)	519.53	529.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,943.94	6,872.10	8,658.85	10,390.62	12,157.02
营业成本	3,149.58	4,918.08	6,295.85	7,560.21	8,835.72
营业税金及附加	33.65	53.68	69.27	78.34	94.63
销售费用	126.87	137.95	161.05	177.68	189.65
管理费用	122.57	404.13	509.14	595.38	678.36
研发费用	144.85	222.56	263.23	295.09	320.95
财务费用	35.61	(4.11)	(5.00)	(6.00)	(7.00)
资产/信用减值损失	(23.85)	(44.90)	43.00	52.00	61.00
公允价值变动收益	37.03	107.15	139.08	107.03	116.33
投资净收益	4.51	41.18	46.00	51.00	56.00
其他	168.76	(208.47)	(370.16)	(316.06)	(344.66)
营业利润	1,144.36	1,244.86	1,507.38	1,795.94	2,156.05
营业外收入	10.18	54.27	54.00	54.00	54.00
营业外支出	38.46	16.93	10.00	10.00	10.00
利润总额	1,116.08	1,282.20	1,551.38	1,839.94	2,200.05
所得税	251.92	233.16	310.28	367.99	440.01
净利润	864.16	1,049.04	1,241.11	1,471.95	1,760.04
少数股东损益	8.16	17.72	11.58	14.28	17.78
归属于母公司净利润	856.00	1,031.33	1,229.52	1,457.67	1,742.26
每股收益（元）	0.42	0.50	0.53	0.63	0.75

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-6.66%	39.00%	26.00%	20.00%	17.00%
营业利润	0.33%	8.78%	21.09%	19.14%	20.05%
归属于母公司净利润	-8.00%	20.48%	19.22%	18.56%	19.52%
获利能力					
毛利率	36.29%	28.43%	27.29%	27.24%	27.32%
净利率	17.31%	15.01%	14.20%	14.03%	14.33%
ROE	5.79%	6.66%	7.52%	8.54%	8.90%
ROIC	7.49%	9.89%	11.10%	7.63%	10.09%
偿债能力					
资产负债率	30.20%	32.79%	43.40%	42.59%	46.54%
净负债率	-12.00%	-13.73%	31.40%	15.88%	36.14%
流动比率	3.05	2.53	1.80	1.32	1.40
速动比率	2.71	2.28	1.57	1.17	1.19
营运能力					
应收账款周转率	1.39	1.80	1.49	1.54	1.60
存货周转率	4.71	4.84	5.04	5.44	5.07
总资产周转率	0.24	0.31	0.33	0.35	0.36
每股指标（元）					
每股收益	0.42	0.50	0.53	0.63	0.75
每股经营现金流	0.49	0.17	-1.80	2.83	-1.46
每股净资产	7.18	7.52	7.02	7.33	8.41
估值比率					
市盈率	14.75	12.25	11.60	9.79	8.19
市净率	0.85	0.82	0.87	0.84	0.73
EV/EBITDA	6.60	4.33	9.01	6.49	7.10
EV/EBIT	8.36	5.48	11.11	7.95	8.64

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