

**事件:** 2025 年 4 月 29 日, 公司发布 24 年年报、25 年一季报。2024 年, 公司实现营收 645.19 亿元, 同比+12.70%; 归母净利润 38.74 亿元; 同比+5.10%; 扣非归母净利润 36.78 亿元, 同比-3.94%。单 24Q4, 公司实现营收 181.10 亿元, 同比+23.78%, 环比+3.95%; 归母净利润 3.77 亿元, 同比-45.80%, 环比-76.09%; 扣非归母净利润 3.20 亿元, 同比-62.29%, 环比-77.95%。25Q1 实现营收 145.59 亿元, 同比-8.53%, 环比-19.61%; 归母净利润 11.63 亿元, 同比+7.65%, 环比+208.81%; 扣非归母净利润 10.87 亿元, 同比+5.32%, 环比+240.29%。

**低压电器业务稳步增长, 渠道生态、重点行业、海外重点市场持续发力。** 24 年公司低压电器板块实现营收 209.22 亿元, 同比+3.89%, 仍维持正增长趋势; 毛利率为 29.99%, 同比+1.97Pcts, 毛利率持续优化趋势明显。国内业务, 公司持续保持市场领导者地位, 有序推进 5321 渠道生态重构, 深挖潜力区域市场, 构建高效低成本储运配一体化网络; 聚焦电网、新能源场站、OEM 等专业行业市场, 以及算力中心与智慧城市重点项目, 深耕倍增“四新四高”业务。海外业务, 重点聚焦欧洲、中东、北非、亚太等高潜力区域, 深挖“风-光-储-数”应用新领域、新场景, 沙特、肯尼亚、巴西、墨西哥等本土化制造工厂相继投运, 本土化制造与交付能力持续提升。

**户用光伏业务高质发展, 电站业务结构持续优化。** 24 年公司光伏板块实现营收 429.88 亿元, 同比+17.44%, 收入增速亮眼; 毛利率为 20.26%, 同比+1.99Pcts, 盈利能力持续改善。户用光伏业务, 正泰安能 24 年实现营收 318.26 亿元, 净利润 28.61 亿元, 年度新增装机容量超 13GW, 电站交易规模超 8GW, 持有电站装机容量突破 19GW, 持续领跑行业。电站业务, 以“国内多元布局、海外精准突破”双轮驱动。国内市场, 积极探索共享储能电站、电站综合能源市场等业务, 实现了多元化储能商业模式创新应用。海外市场, 加快多元化拓展, 推动新西兰、土耳其、欧洲等多地业务实现突破。逆变器储能业务, 构建全球业务格局, 持续发力北美、韩国优势市场, 加快欧洲市场突破。积极开拓日本、拉美、亚太等新兴市场, 推动逆变器及储能业务持续提升。

**投资建议:** 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 691.65、772.33、862.79 亿元, 对应增速分别为 7.2%、11.7%、11.7%; 归母净利润分别为 46.43、56.11、68.77 亿元, 对应增速分别为 19.8%、20.8%、22.6%, 以 4 月 30 日收盘价为基准, 对应 2025-2027 年 PE 为 10X、9X、7X, 公司是内资低压电器和户用光伏龙头, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 海外市场需求不及预期风险, 原材料价格大幅波动风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	64,519	69,165	77,233	86,279
增长率 (%)	12.7	7.2	11.7	11.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,874	4,643	5,611	6,877
增长率 (%)	5.1	19.8	20.8	22.6
每股收益 (元)	1.80	2.16	2.61	3.20
PE	12	10	9	7
PB	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价)

## 推荐

**维持评级**
**当前价格:**
**22.27 元**


### 分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

### 分析师 李佳

执业证书: S0100523120002

邮箱: lijia@mszq.com

### 分析师 许俊哲

执业证书: S0100525030003

邮箱: xujunzhe@mszq.com

## 相关研究

1. 正泰电器 (601877.SH) 2024 年三季报点评: 24Q3 表现亮眼, 提质增效加强经营质量-2024/11/04
2. 正泰电器 (601877.SH) 2024 年半年报点评: 24H1 盈利水平良好, 低压持续深耕细作-2024/09/02
3. 正泰电器 (601877.SH) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 费用持续优化, 低压深化海外布局-2024/05/01
4. 正泰电器 (601877.SH) 2023 年三季报点评: 持续落地降本增效, 户用业务持续开拓-2023/11/02
5. 正泰电器 (601877.SH) 2023 年半年报点评: 低压渠道持续优化, 户用光伏持续高增-2023/09/04

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	64,519	69,165	77,233	86,279
营业成本	49,355	53,654	59,047	65,852
营业税金及附加	477	484	541	604
销售费用	2,644	2,697	2,935	3,106
管理费用	2,334	2,421	2,703	2,847
研发费用	1,267	1,383	1,545	1,726
EBIT	8,166	8,641	10,591	12,576
财务费用	1,890	1,762	1,664	1,594
资产减值损失	-561	-224	-230	-238
投资收益	794	692	772	863
营业利润	6,816	7,347	9,469	11,607
营业外收支	-50	0	0	0
利润总额	6,766	7,347	9,469	11,607
所得税	1,557	1,543	1,989	2,437
净利润	5,209	5,804	7,481	9,169
归属于母公司净利润	3,874	4,643	5,611	6,877
EBITDA	10,575	11,080	13,090	15,140

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,182	22,454	28,278	34,621
应收账款及票据	16,991	17,445	19,480	22,049
预付款项	1,189	1,610	1,771	1,976
存货	44,561	44,488	45,696	47,322
其他流动资产	6,437	6,816	7,469	8,373
流动资产合计	81,361	92,812	102,694	114,340
长期股权投资	5,867	5,867	5,867	5,867
固定资产	27,381	27,781	28,181	28,581
无形资产	974	974	974	974
非流动资产合计	56,721	57,286	57,265	57,240
资产合计	138,081	150,098	159,959	171,581
短期借款	11,827	14,327	14,327	14,327
应付账款及票据	20,070	24,591	27,063	30,365
其他流动负债	24,856	25,570	27,023	28,041
流动负债合计	56,753	64,488	68,413	72,733
长期借款	12,427	12,427	12,427	12,427
其他长期负债	18,194	18,109	18,109	18,109
非流动负债合计	30,621	30,536	30,536	30,536
负债合计	87,375	95,024	98,950	103,269
股本	2,149	2,149	2,149	2,149
少数股东权益	8,601	9,762	11,632	13,924
股东权益合计	50,707	55,074	61,009	68,311
负债和股东权益合计	138,081	150,098	159,959	171,581

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	12.70	7.20	11.66	11.71
EBIT 增长率	15.56	5.82	22.56	18.74
净利润增长率	5.10	19.85	20.83	22.57
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.50	22.43	23.55	23.68
净利润率	6.00	6.71	7.26	7.97
总资产收益率 ROA	2.81	3.09	3.51	4.01
净资产收益率 ROE	9.20	10.25	11.36	12.64
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.43	1.44	1.50	1.57
速动比率	0.58	0.69	0.77	0.86
现金比率	0.21	0.35	0.41	0.48
资产负债率 (%)	63.28	63.31	61.86	60.19
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	80.76	77.44	74.68	75.27
存货周转天数	300.90	298.74	274.92	254.26
总资产周转率	0.50	0.48	0.50	0.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.80	2.16	2.61	3.20
每股净资产	19.59	21.09	22.98	25.31
每股经营现金流	7.07	6.88	5.12	5.50
每股股利	0.60	0.72	0.87	1.07
<b>估值分析</b>				
PE	12	10	9	7
PB	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.70	7.35	6.22	5.38
股息收益率 (%)	2.69	3.23	3.90	4.78

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	5,209	5,804	7,481	9,169
折旧和摊销	2,409	2,438	2,499	2,564
营运资金变动	5,834	5,092	-619	-1,222
经营活动现金流	15,202	14,793	11,009	11,820
资本开支	-2,881	-2,085	-2,135	-2,196
投资	-1,958	0	0	0
投资活动现金流	-3,823	-1,775	-1,363	-1,333
股权募资	141	0	0	0
债务募资	-1,105	935	0	0
筹资活动现金流	-11,068	-2,746	-3,822	-4,144
现金净流量	110	10,271	5,824	6,342

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048