

公司研究

户用光伏保持高质量发展，逆变器储能业务聚焦重点市场突破

——正泰电器（601877.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报&2025 年一季报，2024 年实现营业收入 645.19 亿元，同比+12.7%，实现归母净利润 38.74 亿元，同比+5.1%；2025Q1 实现营业收入 145.59 亿元，同比-8.53%，实现归母净利润 11.63 亿元，同比+7.65%，环比+208.81%。

户用光伏维持市占率行业领先，智慧电器产业稳健扩张国内外市场。

(1) 户用光伏业务方面，2024 年公司年度新增装机容量超 13GW，电站交易规模超 8GW，截至 2024 年底持有电站装机容量突破 19GW（户用光伏业务市占率连续多年蝉联行业榜首），控股子公司正泰安能 2024 年营业收入同比增长 7.50% 至 318.26 亿元，净利润同比增长 9.88% 至 28.61 亿元。

(2) 低压电器业务方面，公司在国内持续提增国网省网统招协议库存与电商化业务，自主品牌低压成套设备进入浙江省网等标志性配网项目应用，在海外的欧洲核心市场保持低压元器件渠道业务稳定增长，在西亚非新兴市场打造沙特和迪拜双总部驱动并推进基础设施建设，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。2024 年公司低压电器业务营业收入同比增长 3.89% 至 209.22 亿元，毛利率同比增加 1.97 个 pct 至 29.99%。

(3) 2025Q1 公司低压电器和新能源业务均保持稳健发展态势，截至 2025 年一季度末公司持有光伏电站装机容量达 23.65GW（同比+40.36%），其中户用达 21.22GW（同比+45.73%），结算电量达 57.23 亿千瓦时（同比+41.38%）。

北美工商业光伏及韩国市场稳居第一，欧洲订单实现突破。

公司逆变器及储能业务在优势市场发力的同时加速新兴市场渗透，在北美工商业光伏逆变器市场和韩国市场维持市占率第一，在欧洲区域的波兰、土耳其、西班牙、葡萄牙等国实现光储项目突破，在日本签约的两单大型储能项目顺利完成交付。2024 年公司逆变器及储能产品销量同比增长 0.72% 至 16.92 万台，带动公司逆变器及储能业务营业收入增长 31.40% 至 16.46 亿元，毛利率同比增长 3.13 个 pct 至 33.87%。

维持“买入”评级：分布式光伏和新能源电力市场化新政使得公司光伏业务未来的收益不确定性有所增加，审慎起见我们下调盈利预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 45.28/49.80/55.09 亿元（下调 10%/下调 7%/新增），当前股价对应 25 年 PE 为 11 倍。公司户用光伏业务市占率有望进一步提升，逆变器及储能业务有望贡献新的业绩增量，而低压电器下游客户中的新能源（主要是新能源车）和电力设备（主要为国网及相关电力集团）板块也将在“碳中和”背景下保持高速增长，**维持“买入”评级。**

风险提示：光伏新增装机量不及预期；电网投资不及预期；海外业务经营风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	57,251	64,519	65,883	69,734	73,204
营业收入增长率	24.53%	12.70%	2.11%	5.85%	4.98%
归母净利润（百万元）	3,686	3,874	4,528	4,980	5,509
归母净利润增长率	-8.38%	5.10%	16.88%	9.97%	10.63%
EPS（元）	1.72	1.80	2.11	2.32	2.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.43%	9.20%	9.99%	10.23%	10.54%
P/E	13	12	11	10	9
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

买入（维持）

当前价：22.27 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haopian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.49
总市值(亿元):	478.58
一年最低/最高(元):	16.94/26.24
近 3 月换手率:	50.49%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.15	3.65	8.39
绝对	5.20	3.01	11.47

资料来源：Wind

相关研报

低压电器业务稳中有增，储能与逆变器销售业务持续发力——正泰电器（601877.SH）2024 年中报点评（2024-09-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	57,251	64,519	65,883	69,734	73,204
营业成本	44,671	49,355	50,414	53,545	56,373
折旧和摊销	1,943	1,986	2,421	2,544	2,646
税金及附加	228	477	487	515	541
销售费用	2,305	2,644	2,635	2,720	2,782
管理费用	1,912	2,334	2,306	2,371	2,416
研发费用	1,179	1,267	1,294	1,300	1,291
财务费用	1,236	1,890	2,002	1,925	1,841
投资收益	955	794	706	729	799
营业利润	6,549	6,816	7,616	8,202	8,890
利润总额	6,494	6,766	7,616	8,202	8,890
所得税	1,545	1,557	1,752	1,887	2,046
净利润	4,949	5,209	5,863	6,315	6,844
少数股东损益	1,263	1,335	1,335	1,335	1,335
归属母公司净利润	3,686	3,874	4,528	4,980	5,509
EPS(元)	1.72	1.80	2.11	2.32	2.56

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,140	15,202	8,541	7,468	8,259
净利润	3,686	3,874	4,528	4,980	5,509
折旧摊销	1,943	1,986	2,421	2,544	2,646
净营运资金增加	15,317	8,840	1,091	3,358	2,968
其他	-16,806	502	501	-3,415	-2,865
投资活动产生现金流	-2,768	-3,823	-1,389	-1,371	-1,301
净资本支出	-4,318	-2,881	-2,100	-2,100	-2,100
长期投资变化	5,828	5,867	0	0	0
其他资产变化	-4,278	-6,809	711	729	799
融资活动现金流	-1,732	-11,068	-6,158	-5,326	-6,264
股本变化	-1	0	0	0	0
债务净变化	4,398	7,207	-2,866	-1,773	-2,480
无息负债变化	7,108	5,869	-9	956	815
净现金流	-339	110	994	770	694

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	22.0%	23.5%	23.5%	23.2%	23.0%
EBITDA 率	16.9%	17.9%	17.8%	17.8%	17.8%
EBIT 率	13.3%	14.7%	14.1%	14.2%	14.2%
税前净利润率	11.3%	10.5%	11.6%	11.8%	12.1%
归母净利润率	6.4%	6.0%	6.9%	7.1%	7.5%
ROA	4.1%	3.8%	4.2%	4.4%	4.7%
ROE (摊薄)	9.4%	9.2%	10.0%	10.2%	10.5%
经营性 ROIC	9.1%	9.9%	9.6%	9.8%	10.0%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	62%	63%	60%	58%	56%
流动比率	1.49	1.43	1.54	1.64	1.77
速动比率	0.71	0.65	0.70	0.74	0.79
归母权益/有息债务	1.36	1.17	1.37	1.55	1.81
有形资产/有息债务	4.09	3.74	4.12	4.47	4.97

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	120,805	138,081	139,780	143,650	146,887
货币资金	12,094	12,182	13,177	13,947	14,641
交易性金融资产	11	6	6	6	6
应收账款	14,329	14,618	14,763	15,451	16,037
应收票据	1,899	2,373	2,423	2,565	2,692
其他应收款 (合计)	3,060	3,923	4,018	3,900	3,729
存货	37,944	44,561	45,426	48,182	50,661
其他流动资产	1,274	1,357	1,357	1,357	1,357
流动资产合计	72,341	81,361	83,381	87,695	91,478
其他权益工具	1,723	2,193	2,193	2,193	2,193
长期股权投资	5,828	5,867	5,867	5,867	5,867
固定资产	26,867	27,381	28,029	28,346	27,901
在建工程	1,892	1,878	1,189	694	847
无形资产	1,220	974	989	1,002	1,015
商誉	528	512	512	512	512
其他非流动资产	3,667	4,826	4,826	4,826	4,826
非流动资产合计	48,463	56,721	56,399	55,955	55,409
总负债	74,298	87,375	84,500	83,682	82,016
短期借款	6,982	11,827	8,960	7,187	4,706
应付账款	17,660	18,620	19,020	20,201	21,268
应付票据	1,676	1,450	1,481	1,573	1,656
预收账款	20	126	128	136	143
其他流动负债	2,254	2,934	2,934	2,934	2,934
流动负债合计	48,649	56,753	54,200	53,382	51,716
长期借款	12,463	12,427	12,427	12,427	12,427
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10,133	10,972	10,972	10,972	10,972
非流动负债合计	25,649	30,621	30,300	30,300	30,300
股东权益	46,506	50,707	55,281	59,968	64,870
股本	2,149	2,149	2,149	2,149	2,149
公积金	14,557	13,929	13,929	13,929	13,929
未分配利润	23,717	26,421	29,660	33,013	36,580
归属母公司权益	39,091	42,106	45,345	48,697	52,264
少数股东权益	7,415	8,601	9,936	11,271	12,606

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.03%	4.10%	4.00%	3.90%	3.80%
管理费用率	3.34%	3.62%	3.50%	3.40%	3.30%
财务费用率	2.16%	2.93%	3.04%	2.76%	2.52%
研发费用率	2.06%	1.96%	1.96%	1.86%	1.76%
所得税率	24%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.55	0.60	0.76	0.90	1.07
每股经营现金流	1.93	7.07	3.97	3.47	3.84
每股净资产	18.19	19.59	21.10	22.66	24.32
每股销售收入	26.64	30.02	30.66	32.45	34.06

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	13	12	11	10	9
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.8	8.3	8.1	7.7	7.3
股息率	2.5%	2.7%	3.4%	4.1%	4.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP