

## 2024 年年报、2025 年一季报点评：出海之路坚定不移，盈利能力稳步提升

### 核心观点

公司发布 2024 年年报，2024 年收入、归母、扣非 47.7/4.19/4.12 亿元，同比-3.2%/+46.5%/+49.6%。公司发布 2025 年一季报，实现收入 / 归母 / 扣非 8.31/0.88/0.86 亿元，同比 +16.8%/+71.6%/+82.7%，环比 -51.3%/-25%/-23.8%。从年报来看，Q4 业绩略低预计主要因国内交付占大头，毛利相对较低所致，且 Q4 费用相对较高。从一季报来看，业绩同比维持高增速，预计主要因海外储能 PCS 出货增长所致。今年出海仍是公司主旋律，预计中东、北美、欧洲光伏储能市场公司将持续增长。

### 事件

公司发布 2024 年年报，2024 年收入、归母、扣非 47.7/4.19/4.12 亿元，同比-3.2%/+46.5%/+49.6%。公司发布 2025 年一季报，实现收入 / 归母 / 扣非 8.31/0.88/0.86 亿元，同比 +16.8%/+71.6%/+82.7%，环比 -51.3%/-25%/-23.8%。

### 简评

#### 出货持续增长，业绩高增

根据公司年报，2024 年公司销售光伏逆变器 25.1GW，销售收入 27.5 亿，同比-4.45%，毛利率 22.55%，同比+5.05pct，预计主要因海外光伏逆变器出货占比提升所致，印度、中东等市场贡献较大，海外光伏逆变器出货预计合计在 8GW 左右，已构成公司光伏逆变器出货的重要组成部分。

储能方面，2024 年公司储能产品销售收入达到 19.28 亿元，同比 +0.08%，毛利率 21.98%，同比+7.12pct。收入持平，但毛利率大增，预计主要因国内集成项目减少，以及海外出货占比提升所致，其中 PCS 出货预计约 8GW 左右，其中海外出货数百 MW。

#### 一季报产品结构持续优化，盈利能力环比提升

一季度公司毛利率 24.48%，环比+5.6pct，预计主要因海外出货占比提升所致，公司从去年 Q3 开始已向美国提供储能 PCS 产品，Q4、Q1 以来持续供货，对公司盈利能力起到正向作用。

#### 出海之路持续打开

公司去年 Q3 中标沙特 PIF4 光伏逆变器 2.6GW，预计将于今年上半年逐步交货，同时，预计今年中东仍有大量光伏、储能项目招标，公司是中东大客户的白名单供应商之一，有望取得较多份额。北美方面，随着关税问题逐步缓和，预计公司美国储能 PCS 将取得更多业绩。

## 上能电气 (300827.SZ)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

雷云泽

leiyunze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523110002

发布日期：2025 年 05 月 15 日

当前股价：30.62 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
14.08/9.86	-15.16/-16.01	11.39/4.40	
12 月最高/最低价 (元)			51.90/20.83
总股本 (万股)			35,955.52
流通 A 股 (万股)			26,634.78
总市值 (亿元)			110.10
流通市值 (亿元)			81.56
近 3 月日均成交量 (万)			1610.68
主要股东			
吴强			20.16%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 24.12.30 【中信建投电力设备及新能源】上能电气(300827):受益海外储能光伏市场爆发，公司正处于业绩增长的奇点之上
- 24.11.01 【中信建投电力设备及新能源】上能电气(300827):2024 年三季报点评：业绩环比提升，盈利能力显著提高，出海之路逐步打开

## 投资建议和业绩预测

公司为国内地面光伏逆变器、储能 PCS 龙头，今年增长亮点预计主要来自海外。中东印度光伏逆变器市场公司已取得较高份额，有望在储能项目开始大规模建设时同样赢得市场领先地位。北美因关税而暂停的储能 PCS 业务预计将于 Q2 重启。欧洲今年大储项目规划较多，公司布局较早，预计也将有所收获。预计公司 2025、2026、2027 年归母净利润分别为 7.24、8.37、9.93 亿元，估值分别为 15.2、13.2、11.1 倍。

## 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,932.66	4,773.40	5,906.70	6,762.00	7,750.00
YoY(%)	110.93	-3.23	23.74	14.48	14.61
净利润(百万元)	285.87	418.78	723.93	836.87	993.23
YoY(%)	250.48	46.49	72.87	15.60	18.68
毛利率(%)	19.23	22.92	26.04	24.15	24.30
净利率(%)	5.80	8.77	12.26	12.38	12.82
ROE(%)	16.28	19.37	25.99	23.87	22.77
EPS(摊薄/元)	0.80	1.16	2.01	2.33	2.76
P/E(倍)	38.51	26.29	15.21	13.16	11.08
P/B(倍)	6.27	5.09	3.95	3.14	2.52

资料来源: iFinD, 中信建投证券

## 风险分析

1) **需求方面**：国内储能装机增速不及预期，新能源投资增速下降；海外储能需求不及预期，海外碳中和进度放缓。

2) **供给方面**：IGBT等电力电子器件供给紧张，国产化进度不及预期；铜、铝、钢等金属原材料价格和加工费用上涨。

3) **政策方面**：储能相关扶持政策不及预期；容量电价补偿标准低于预期；电力现货市场推进进度不及预期；电力峰谷价差不及预期。

4) **国际形势方面**：国际贸易壁垒加深，出口受阻；本地化生产要求提高，成本上升；国际冲突导致海运费用上涨、交期延长。

5) **市场方面**：竞争加剧导致储能电池、集成商、PCS厂商毛利率、盈利能力低于预期；公司市场竞争策略失误。

6) 2025年4月11日，上能电气受到无锡市惠山区市监局处以警告处罚，原因为公司（食堂）未落实食品安全企业主体责任，处以警告处罚。投资者应注意风险。

## 报表预测

**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>6,130.85</b>	<b>6,805.08</b>	<b>7,106.05</b>	<b>8,820.61</b>	<b>10,649.04</b>
现金	2,027.63	2,423.63	1,708.38	2,581.29	3,503.90
应收票据及应收账款	2,410.40	2,574.02	2,967.84	3,397.59	3,894.01
其他应收款	189.49	100.18	149.15	170.74	195.69
预付账款	38.55	93.41	68.40	78.30	89.74
存货	1,332.14	1,457.67	2,070.34	2,430.48	2,780.11
其他流动资产	132.64	156.17	141.96	162.20	185.59
<b>非流动资产</b>	<b>809.69</b>	<b>1,295.26</b>	<b>1,165.79</b>	<b>1,031.34</b>	<b>928.86</b>
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	338.76	364.52	334.24	298.98	258.74
无形资产	130.98	181.75	151.46	121.17	90.88
其他非流动资产	339.96	748.99	680.09	611.19	579.24
<b>资产总计</b>	<b>6,940.55</b>	<b>8,100.33</b>	<b>8,271.85</b>	<b>9,851.95</b>	<b>11,577.89</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,978.39</b>	<b>5,805.96</b>	<b>5,434.18</b>	<b>6,364.48</b>	<b>7,279.54</b>
短期借款	533.85	1,531.91	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,761.68	3,857.90	4,684.76	5,499.70	6,290.83
其他流动负债	682.85	416.14	749.42	864.78	988.71
<b>非流动负债</b>	<b>199.24</b>	<b>127.35</b>	<b>48.89</b>	<b>-20.07</b>	<b>-62.23</b>
长期借款	176.21	97.84	19.38	-49.57	-91.73
其他非流动负债	23.03	29.50	29.50	29.50	29.50
<b>负债合计</b>	<b>5,177.63</b>	<b>5,933.31</b>	<b>5,483.07</b>	<b>6,344.42</b>	<b>7,217.31</b>
少数股东权益	6.49	4.57	2.92	1.01	-1.26
股本	358.04	359.56	359.56	359.56	359.56
资本公积	709.62	760.71	760.71	760.71	760.71
留存收益	688.77	1,042.19	1,665.60	2,386.26	3,241.58
归属母公司股东权益	1,756.43	2,162.45	2,785.86	3,506.53	4,361.84
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,940.55</b>	<b>8,100.33</b>	<b>8,271.85</b>	<b>9,851.95</b>	<b>11,577.89</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-36.20</b>	<b>121.56</b>	<b>1,024.35</b>	<b>1,049.60</b>	<b>1,088.38</b>
净利润	285.35	416.67	722.28	834.96	990.96
折旧摊销	62.31	80.18	129.47	134.45	102.49
财务费用	6.01	20.39	28.93	-8.24	-14.08
投资损失	-2.49	0.97	-1.18	-1.18	-1.18
营运资金变动	-349.10	-455.55	143.90	88.66	9.24
其他经营现金流	-38.27	58.91	0.95	0.95	0.95
<b>投资活动现金流</b>	<b>-210.40</b>	<b>-377.63</b>	<b>0.23</b>	<b>0.23</b>	<b>0.23</b>
资本支出	282.55	402.12	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-492.95	-779.75	0.23	0.23	0.23
<b>筹资活动现金流</b>	<b>615.60</b>	<b>539.45</b>	<b>-1,739.83</b>	<b>-176.92</b>	<b>-166.00</b>
短期借款	238.26	998.06	-1,531.91	0.00	0.00
长期借款	-326.42	-78.37	-78.46	-68.95	-42.17
其他筹资现金流	703.76	-380.24	-129.45	-107.96	-123.84
<b>现金净增加额</b>	<b>381.61</b>	<b>289.58</b>	<b>-715.25</b>	<b>872.91</b>	<b>922.61</b>

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>4,932.66</b>	<b>4,773.40</b>	<b>5,906.70</b>	<b>6,762.00</b>	<b>7,750.00</b>
营业成本	3,983.88	3,679.26	4,368.82	5,128.80	5,866.57
营业税金及附加	5.87	9.73	10.32	11.81	13.53
销售费用	235.50	190.43	248.08	229.91	255.75
管理费用	90.03	103.88	121.76	128.48	139.50
研发费用	268.57	289.94	372.12	392.20	441.75
财务费用	6.01	20.39	28.93	-8.24	-14.08
资产减值损失	-9.75	-18.17	-10.18	-11.65	-13.35
信用减值损失	-73.58	-35.42	-35.44	-40.57	-46.50
其他收益	38.32	36.99	31.25	31.25	31.25
公允价值变动收益	0.22	2.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.49	-0.97	1.18	1.18	1.18
资产处置收益	0.10	0.01	-0.12	-0.12	-0.12
<b>营业利润</b>	<b>300.60</b>	<b>464.36</b>	<b>743.36</b>	<b>859.13</b>	<b>1,019.43</b>
营业外收入	0.58	0.00	1.20	1.20	1.20
营业外支出	2.32	1.16	2.42	2.42	2.42
利润总额	298.86	463.20	742.13	857.91	1,018.20
所得税	13.51	46.53	19.85	22.95	27.24
<b>净利润</b>	<b>285.35</b>	<b>416.67</b>	<b>722.28</b>	<b>834.96</b>	<b>990.96</b>
少数股东损益	-0.51	-2.11	-1.65	-1.91	-2.27
<b>归属母公司净利润</b>	<b>285.87</b>	<b>418.78</b>	<b>723.93</b>	<b>836.87</b>	<b>993.23</b>
EBITDA	367.17	563.77	900.52	984.12	1,106.61
EPS (元)	0.80	1.16	2.01	2.33	2.76

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	110.93	-3.23	23.74	14.48	14.61
营业利润(%)	288.64	54.48	60.08	15.57	18.66
归属于母公司净利润	250.48	46.49	72.87	15.60	18.68
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.23	22.92	26.04	24.15	24.30
净利率(%)	5.80	8.77	12.26	12.38	12.82
ROE(%)	16.28	19.37	25.99	23.87	22.77
ROIC(%)	62.15	47.89	40.72	49.12	63.19
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	74.60	73.25	66.29	64.40	62.34
净负债比率(%)	-74.74	-36.63	-60.56	-75.01	-82.46
流动比率	1.23	1.17	1.31	1.39	1.46
速动比率	0.94	0.88	0.89	0.97	1.04
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.71	0.59	0.71	0.69	0.67
应收账款周转率	2.16	2.02	2.18	2.18	2.18
应付账款周转率	1.97	1.77	1.77	1.77	1.77
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.16	2.01	2.33	2.76
每股经营现金流(最新)	-0.10	0.34	2.85	2.92	3.03
每股净资产(最新摊薄)	4.89	6.01	7.75	9.75	12.13
<b>估值比率</b>					
P/E	38.51	26.29	15.21	13.16	11.08
P/B	6.27	5.09	3.95	3.14	2.52
EV/EBITDA	27.19	27.44	11.00	9.20	7.40

## 分析师介绍

### 朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

### 雷云泽

中信建投证券电力设备及新能源研究员，清华大学大学电气工程硕士，研究方向为储能、电力设备。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk