

# 上能电气 (300827)

证券研究报告

2025 年 05 月 20 日

## 海外光储业务加速，看好未来全球化潜力

### 24 年经营业绩稳中有增、盈利能力边际改善明显

24 年合计实现营收 47.73 亿元，yoy+3.23%，系公司减少国内储能系统集成业务所致；归母净利润 4.19 亿元，yoy+46.49%；扣非净利润 4.12 亿元，yoy+49.56%，公司海外光储业务快速增长，带动净利润增长加速。毛利率 22.92%，yoy+3.69pcts。净利率 8.73%，yoy+2.95pcts。

2025Q1 营收 8.31 亿元，yoy+16.78%；归母净利润 0.88 亿元，yoy+71.56%；扣非净利润 0.86 亿元，yoy+82.69%。毛利率 24.28%，yoy+0.73pcts。净利率 10.52%，yoy+3.41pcts。

### 24 年业务分拆：

1、光伏行业：24 年实现收入 27.50 亿，yoy+4.45%，毛利率 22.55%，同比上升 5.05pcts。

2、储能行业：24 年实现收入 19.28 亿元，yoy+0.08%，毛利率 21.98%，同比上升 7.12pcts。

3、分地区看，公司 24 年实现海外收入 11.64 亿元，yoy+68.74%，毛利率 32.74%。截至 24 年，公司境外优质客户包括 TATA、ACWA Power、AVAADA、Adani、L&T 等。

### 产品持续推进、未来将实现储能全场景覆盖，海外业务取得新进展

1) 产品方面，公司重点推进大储市场开拓，加快推进户用储能和工商业储能系统的产品应用，实现储能业务全场景覆盖。

2) 公司已完成欧洲、印度、中东、非洲、南美、东南亚、中亚、美国等全球主要光储市场的布局，目前公司已在德国、希腊、西班牙等主要国家设立了子公司，加强本地化的营销网络体系，公司储能 PCS 已有部分出货至北美、欧洲等国家。

### 盈利预测

公司 2024 年海外光储业务快速增长，带动业绩加速；我们持续看好 1) 已有市场跟随光伏、储能行业需求，实现稳定增长；2) 海外全球化布局推进，北美、欧洲市场带来增量。

考虑公司 24 年及 25Q1 经营情况，我们调整公司 25-27 年营业收入预测至 62.4、73.1、84.1（原值为 25-26 年 90.0、109.8 亿元），归母净利润预测至 6.4、8.4、10.1 亿元（原值为 25-26 年 7.8、10.4 亿元），对应当前估值 16、12、10X PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游光伏/储能装机需求不及预期、竞争加剧、原材料价格上涨、应收款项较大的风险、国际贸易保护的摩擦加剧的风险。

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 电力设备/光伏设备 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 29.25 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 359.56      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 266.35      |
| A 股总市值(百万元)   | 10,516.99   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,790.67    |
| 每股净资产(元)      | 6.26        |
| 资产负债率(%)      | 72.93       |
| 一年内最高/最低(元)   | 53.70/20.51 |

### 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

- 《上能电气-年报点评报告:经营业绩亮眼，看好公司未来持续受益新能源发展》 2024-05-08
- 《上能电气-首次覆盖报告:国内光储逆变器龙头，发力海外未来可期》 2023-02-27

| 财务数据和估值       | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 4,932.66 | 4,773.40 | 6,238.45 | 7,313.68 | 8,410.73 |
| 增长率(%)        | 110.93   | (3.23)   | 30.69    | 17.24    | 15.00    |
| EBITDA(百万元)   | 669.49   | 864.83   | 897.84   | 1,084.19 | 1,265.03 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 285.87   | 418.78   | 639.06   | 843.61   | 1,007.69 |
| 增长率(%)        | 250.48   | 46.49    | 52.60    | 32.01    | 19.45    |
| EPS(元/股)      | 0.80     | 1.16     | 1.78     | 2.35     | 2.80     |
| 市盈率(P/E)      | 36.79    | 25.11    | 16.46    | 12.47    | 10.44    |
| 市净率(P/B)      | 5.99     | 4.86     | 3.70     | 2.87     | 2.25     |
| 市销率(P/S)      | 2.13     | 2.20     | 1.69     | 1.44     | 1.25     |
| EV/EBITDA     | 13.84    | 16.76    | 9.11     | 7.39     | 5.26     |

资料来源：wind，天风证券研究所

# 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E            |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 货币资金             | 2,027.63        | 2,423.63        | 2,730.77        | 2,782.19        | 4,158.94         |
| 应收票据及应收账款        | 2,212.33        | 2,448.53        | 2,381.78        | 3,465.67        | 3,684.09         |
| 预付账款             | 38.55           | 93.41           | 14.57           | 118.54          | 56.63            |
| 存货               | 1,332.14        | 1,457.67        | 2,403.67        | 1,709.24        | 3,203.78         |
| 其他               | 378.99          | 369.77          | 545.56          | 465.34          | 669.99           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5,989.65</b> | <b>6,793.01</b> | <b>8,076.34</b> | <b>8,540.98</b> | <b>11,773.43</b> |
| 长期股权投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00             |
| 固定资产             | 308.07          | 340.73          | 334.30          | 323.53          | 307.67           |
| 在建工程             | 18.47           | 190.91          | 254.40          | 339.21          | 446.12           |
| 无形资产             | 130.98          | 181.75          | 223.67          | 280.53          | 321.21           |
| 其他               | 352.18          | 581.87          | 399.69          | 443.36          | 453.22           |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>809.69</b>   | <b>1,295.26</b> | <b>1,212.07</b> | <b>1,386.62</b> | <b>1,528.23</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>6,940.55</b> | <b>8,100.33</b> | <b>9,288.41</b> | <b>9,927.60</b> | <b>13,301.66</b> |
| 短期借款             | 533.85          | 1,531.91        | 500.00          | 500.00          | 500.00           |
| 应付票据及应付账款        | 3,761.68        | 3,857.90        | 4,922.43        | 5,090.23        | 7,064.37         |
| 其他               | 602.91          | 341.81          | 709.37          | 434.39          | 819.76           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>4,898.45</b> | <b>5,731.62</b> | <b>6,131.80</b> | <b>6,024.62</b> | <b>8,384.13</b>  |
| 长期借款             | 152.50          | 83.70           | 150.00          | 150.00          | 150.00           |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 123.24          | 41.08           | 54.77            |
| 其他               | 46.74           | 43.65           | 41.47           | 43.95           | 43.02            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>199.24</b>   | <b>127.35</b>   | <b>314.71</b>   | <b>235.03</b>   | <b>247.80</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>5,177.63</b> | <b>5,933.31</b> | <b>6,446.50</b> | <b>6,259.65</b> | <b>8,631.92</b>  |
| 少数股东权益           | 6.49            | 4.57            | 3.12            | 0.55            | (2.93)           |
| 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             | 691.79          | 1,074.76        | 1,713.82        | 2,557.43        | 3,565.13         |
| 其他               | (3.01)          | (32.57)         | 4.70            | (10.29)         | (12.72)          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1,762.92</b> | <b>2,167.03</b> | <b>2,841.90</b> | <b>3,667.95</b> | <b>4,669.74</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6,940.55</b> | <b>8,100.33</b> | <b>9,288.41</b> | <b>9,927.60</b> | <b>13,301.66</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 285.35          | 416.67          | 639.06          | 843.61          | 1,007.69        |
| 折旧摊销           | 54.47           | 69.12           | 64.00           | 69.79           | 74.77           |
| 财务费用           | 15.98           | 33.99           | 37.06           | 11.56           | 6.13            |
| 投资损失           | (2.49)          | 0.97            | (3.00)          | (3.00)          | (3.00)          |
| 营运资金变动         | (303.57)        | (899.06)        | 654.97          | (576.58)        | 475.90          |
| 其它             | (85.95)         | 499.87          | (1.46)          | (2.57)          | (3.48)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(36.20)</b>  | <b>121.56</b>   | <b>1,390.62</b> | <b>342.81</b>   | <b>1,558.02</b> |
| 资本支出           | 210.09          | 314.35          | 165.17          | 198.19          | 207.44          |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (420.49)        | (691.98)        | (325.16)        | (395.87)        | (410.95)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(210.40)</b> | <b>(377.63)</b> | <b>(159.99)</b> | <b>(197.68)</b> | <b>(203.51)</b> |
| 债权融资           | 36.44           | 857.74          | (960.77)        | (78.72)         | 24.67           |
| 股权融资           | 430.39          | 23.04           | 37.28           | (15.00)         | (2.43)          |
| 其他             | 148.78          | (341.34)        | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>615.60</b>   | <b>539.45</b>   | <b>(923.49)</b> | <b>(93.72)</b>  | <b>22.25</b>    |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>369.00</b>   | <b>283.38</b>   | <b>307.14</b>   | <b>51.42</b>    | <b>1,376.76</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>4,932.66</b> | <b>4,773.40</b> | <b>6,238.45</b> | <b>7,313.68</b> | <b>8,410.73</b> |
| 营业成本             | 3,983.88        | 3,679.26        | 4,670.92        | 5,472.07        | 6,308.05        |
| 营业税金及附加          | 5.87            | 9.73            | 12.48           | 14.63           | 16.82           |
| 销售费用             | 235.50          | 190.43          | 243.30          | 277.92          | 302.79          |
| 管理费用             | 90.03           | 103.88          | 124.77          | 131.65          | 142.98          |
| 研发费用             | 268.57          | 289.94          | 374.31          | 424.19          | 471.00          |
| 财务费用             | 6.01            | 20.39           | 37.06           | 11.56           | 6.13            |
| 资产/信用减值损失        | (83.33)         | (53.59)         | (68.17)         | (48.17)         | (48.17)         |
| 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)          | 3.00            | 3.00            | 3.00            |
| 其他               | 122.82          | 67.82           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营业利润</b>      | <b>300.60</b>   | <b>464.36</b>   | <b>710.44</b>   | <b>936.50</b>   | <b>1,117.79</b> |
| 营业外收入            | 0.58            | 0.00            | 1.00            | 1.00            | 1.00            |
| 营业外支出            | 2.32            | 1.16            | 3.00            | 3.00            | 3.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>298.86</b>   | <b>463.20</b>   | <b>708.44</b>   | <b>934.50</b>   | <b>1,115.79</b> |
| 所得税              | 13.51           | 46.53           | 70.84           | 93.45           | 111.58          |
| <b>净利润</b>       | <b>285.35</b>   | <b>416.67</b>   | <b>637.60</b>   | <b>841.05</b>   | <b>1,004.21</b> |
| 少数股东损益           | (0.51)          | (2.11)          | (1.46)          | (2.57)          | (3.48)          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>285.87</b>   | <b>418.78</b>   | <b>639.06</b>   | <b>843.61</b>   | <b>1,007.69</b> |
| 每股收益（元）          | 0.80            | 1.16            | 1.78            | 2.35            | 2.80            |

  

| 主要财务比率         | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 110.93% | -3.23%  | 30.69%  | 17.24%  | 15.00%  |
| 营业利润           | 288.64% | 54.48%  | 53.00%  | 31.82%  | 19.36%  |
| 归属于母公司净利润      | 250.48% | 46.49%  | 52.60%  | 32.01%  | 19.45%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 19.23%  | 22.92%  | 25.13%  | 25.18%  | 25.00%  |
| 净利率            | 5.80%   | 8.77%   | 10.24%  | 11.53%  | 11.98%  |
| ROE            | 16.28%  | 19.37%  | 22.51%  | 23.00%  | 21.57%  |
| ROIC           | 855.24% | 233.56% | 77.21%  | 171.49% | 87.10%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 74.60%  | 73.25%  | 69.40%  | 63.05%  | 64.89%  |
| 净负债率           | -67.72% | -32.84% | -68.35% | -56.19% | -72.96% |
| 流动比率           | 1.23    | 1.17    | 1.32    | 1.42    | 1.40    |
| 速动比率           | 0.96    | 0.92    | 0.93    | 1.13    | 1.02    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 3.09    | 2.05    | 2.58    | 2.50    | 2.35    |
| 存货周转率          | 3.70    | 3.42    | 3.23    | 3.56    | 3.42    |
| 总资产周转率         | 0.85    | 0.63    | 0.72    | 0.76    | 0.72    |
| <b>每股指标（元）</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.80    | 1.16    | 1.78    | 2.35    | 2.80    |
| 每股经营现金流        | -0.10   | 0.34    | 3.87    | 0.95    | 4.33    |
| 每股净资产          | 4.89    | 6.01    | 7.90    | 10.20   | 13.00   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 36.79   | 25.11   | 16.46   | 12.47   | 10.44   |
| 市净率            | 5.99    | 4.86    | 3.70    | 2.87    | 2.25    |
| EV/EBITDA      | 13.84   | 16.76   | 9.11    | 7.39    | 5.26    |
| EV/EBIT        | 14.71   | 17.91   | 9.80    | 7.90    | 5.59    |

## 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        |