

微逆库存压力明显减轻，储能业务加速推进

核心观点

2024年公司整体收入实现24.7%增长，全年毛利率30.95%，同比有所下降，主要系户储、工商储收入快速增长，而这两项业务毛利率低于微逆，因此导致公司整体毛利率回落。2025年一季度公司毛利率43.49%有所提升，预计主要系储能收入占比下降。展望后续，公司储能业务将实现收入和出货的快速增长，同时伴随着海外出货占比的扩大，预计储能业务毛利率也将有所提升，有望成为公司的第二成长曲线。

事件

昱能科技发布2024年报&2025年一季报

2024年全年，公司实现营业收入17.71亿元，同比增加24.70%；利润总额1.73亿元，同比减少22.80%；归母净利润1.40亿元，同比减少36.41%。2025年一季度，公司实现营业收入1.91亿元，同比减少55.39%；利润总额0.25亿元，同比减少56.39%；归母净利润0.29亿元，同比减少27.68%。

简评

2024年储能收入占比提升致使毛利率下降，25Q1毛利率向好

2024年公司整体收入实现24.7%增长，但全年毛利率30.95%，同比有所下降，主要系户储、工商储收入快速增长，而这两项业务毛利率低于微逆，因此导致公司整体毛利率回落。2025年一季度公司实现营业收入1.91亿元，毛利率43.49%有所提升，预计主要系储能收入占比下降。

微逆业务：24年销量96万台，库存压力减轻

2024年，公司微型逆变器生产量69.73万台，销售量96.07万台，库存去化效果较为明显。2024年底公司存货11.69亿元，相比2023年下降25%，库存压力逐步减轻，预计2025年公司微逆销售量有望实现进一步增长。

储能业务：出货大幅增长，海外占比扩大有望贡献业绩增量

2024年公司工商业储能系统及服务业务实现收入5.42亿元，同比增长229.42%，毛利率13.28%，同比减少2.59pct。户用储能产品实现收入0.33亿元，同比增长364.88%，毛利率26.2%，同比下降4.25pct。出货量方面，工商储2024年公司销售量1666台，户储产品3355台。展望2025年，公司后续将加大海外储能市场拓展，随着海外占比不断扩大，毛利率有望提升。

昱能科技 (688348.SH)

维持

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070012

发布日期：2025年05月29日

当前股价：39.92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
-0.45/-2.73	-21.22/-20.49	-43.55/-51.72
12 月最高/最低价 (元)		72.64/38.28
总股本 (万股)		15,627.74
流通 A 股 (万股)		15,627.74
总市值 (亿元)		62.39
流通市值 (亿元)		62.39
近 3 月日均成交量 (万)		221.73
主要股东		
LINGZHIMIN		14.54%

股价表现



投资建议：我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 22.19、29.44、38.35 亿元，归母净利润 2.25、2.94、3.59 亿元，对应当前 PE 估值 27.67、21.21、17.37 倍，维持“增持”评级。

风险分析：1、**微逆行业竞争进一步加剧的风险。**微型逆变器自 2023 年以来行业竞争逐步加剧，若后续行业竞争进一步激烈，则会对公司毛利率及出货量造成压力。2、**储能业务出货不及预期的风险。**全球储能行业竞争激烈，公司储能业务布局时间晚于其他户储公司，若海外市场出货不及预期，则会对公司整体利润增量产生负面影响。3、**欧洲市场需求不及预期的风险。**目前公司大部分收入仍来源于欧洲市场，若欧洲光伏储能需求不及预期，也会对公司出货形成压制。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,420.14	1,770.96	2,219.01	2,943.51	3,835.10
YoY(%)	6.11	24.70	25.30	32.65	30.29
净利润(百万元)	220.22	140.04	225.48	294.11	359.08
YoY(%)	-38.92	-36.41	61.00	30.44	22.09
毛利率(%)	35.81	30.96	32.79	32.89	32.36
净利率(%)	15.51	7.91	10.16	9.99	9.36
ROE(%)	5.99	3.89	6.00	7.44	8.56
EPS(摊薄/元)	1.41	0.90	1.44	1.88	2.30
P/E(倍)	28.33	44.55	27.67	21.21	17.37
P/B(倍)	1.70	1.73	1.66	1.58	1.49

资料来源：iFinD，中信建投证券

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。

任佳玮

中信建投证券电力设备及新能源分析师，南京大学经济学学士，复旦大学金融硕士，研究方向为光伏。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，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/或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