

拥抱“双碳”时代，“两新一智”绘新蓝图

悦达投资(600805)

► **盐城市属优质平台企业，战略转型新兴产业。**公司控股股东为悦达集团，实控人为盐城市政府。公司作为国资平台承担着向国家战略新兴领域推进的关键职能，在地区项目获取、资源配置等方面具备显著优势。公司整体战略上向“新能源、新材料、智能制造”战略转型，2022年为转型元年，当年成立江苏悦达新能源、次年成立悦达低碳、储能科技等子公司布局新能源，2024年首单华丰378MW大项目成功落地。公司的业务转型聚焦新兴领域：包括光/风/氢/储能，且参股磷酸锰铁锂正极材料等布局新材料；我们认为转型初见成效，亏损业务出表，未来成长路径逐渐清晰；公司传统主业为纺织+智能农装+专用车+物流经营有改善预期，同时通过参股公路+火电+金服等获取稳健投资收益和分红。

► **盐城新能源产业链完整，资源禀赋优异，本地公司竞争力强。**2024年盐城新能源发电量达312亿千瓦时，占全社会用电量的61%，远超全国平均水平。盐城市持续培育“5+2”战略性新兴产业，大力发展新能源等五大产业；目前光伏领域盐城位列国家先进制造业集群全国第一，盐城在光伏的产业链完整度超90%，基本可实现全产业链自主发展；土地资源领跑江苏，拥有省内最长海岸线和最广海域面积，是全球最具开发价值的海上风场之一。目前光伏装机成本降至历史低位，海风2025年有望“抢装”，公司作为本地头部国企有望抓住机遇，实现自身产业转型发展。

► **新业务开花结果，未来三年规划1-2GW。**(1) **新能源业务逐步贡献：**2023年公司主营业务构成中首次披露“电力、热力生产和供应业”当年创收142.27万元。2024Q4伴随华丰378MW等多个绿能项目落地投产，2024年全年电力热力销售营收达3794.64万元，毛利高达46.37%。公司披露未来3年规划1-2GW累计装机目标，我们乐观测算至2027年仅新能源光伏电站利润有望达到1.6亿元/年，公司转型成长性显现。(2) **风电储能项目逐步落地：**已并网投运的风光储项目主要包括大丰润龙49MW风电项目、和央企合作的三峡悦达阜宁160MW/320MWh共享储能项目以及部分工商业分布式光伏与储能项目等；有序建设灌东150MW光伏项目、悦祥70MW光伏项目、东台100MW/200MWh共享储能项目等。公司的禀赋资源正逐渐兑现到新增项目和利润中。

投资建议

我们预计2025-2027年，公司营业收入30.34/34.49/38.57亿元，同比增速+0.3%/+13.5%/+11.8%，归母净利润0.65/1.00/1.3亿元，同比增速+138.3%/53.9%/30.1%；对应EPS为0.08/0.12/0.15元，对应6月23日4.9元收盘价

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	
目标价格：	
最新收盘价：	4.9
股票代码：	600805
52周最高价/最低价：	5.86/3.28
总市值(亿)	41.69
自由流通市值(亿)	41.66
自由流通股数(百万)	850.28



分析师：戚舒扬
邮箱：qisy1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523110001
联系电话：

相关研究

64.20/41.72/32.07xPE。首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示

新能源项目推动不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,127	3,033	3,040	3,449	3,857
YoY (%)	1.8%	-3.0%	0.3%	13.5%	11.8%
归母净利润(百万元)	38	27	65	100	130
YoY (%)	-59.4%	-28.9%	138.3%	53.9%	30.1%
毛利率 (%)	7.8%	7.9%	9.5%	10.0%	10.4%
每股收益 (元)	0.05	0.03	0.08	0.12	0.15
ROE	0.9%	0.6%	1.5%	2.2%	2.8%
市盈率	98.00	163.33	64.20	41.72	32.07

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 传统业务转型升级，战略布局新兴业务前景可期.....	5
1.1. 智能制造为基石，新能源+新材料开辟新天地.....	5
1.2. 大股东为市重点国资，资源+区位优势布局新能源赛道.....	7
1.3. 公司过往 5 年营收利润波动，新旧动能转换.....	9
2. 盐城风光储资源充沛，国资背景布局新能源大有可为.....	11
2.1. 光伏行业供需错配，行业自律加速推进.....	11
2.2. 全球风电看中国，未来中国风电看海风.....	13
2.3. 储能是新能源行业发展必然需求.....	15
2.4. 供需错配，新能源市场化和合理消纳推进有序.....	17
2.5. 盐城风光储资源充沛，新能源产业链完整度高.....	18
3. 上市公司：资源禀赋优异，新能源项目获取能力强.....	21
3.1. 盐城市属国企，区位+资源优势独树一帜.....	21
3.2. 光伏电站是发展中军，成长性清晰.....	21
3.3. 风电储能合作拓展发力.....	25
4. 传统主业：纺织板块加大智能化、无人化技改，提升运营效率.....	26
4.1. 传统主业保持稳增，智能化趋势明朗.....	26
4.2. 依托盐城国资优势，专用车业务向下游环服拓展.....	28
4.3. 智能农装有望缩窄亏损，未来出口是发力点.....	31
4.4. 整车物流开拓新合作车企.....	33
4.5. 投资业务持续为公司贡献收益，布局新材料前沿科技.....	34
5. 盈利预测.....	35
6. 风险提示.....	37

图表目录

图 1 悦达投资业务类型.....	5
图 2 悦达投资主要的长期股权投资（不含新能源等新业务投资部分）.....	6
图 3 悦达投资主要业务示例.....	6
图 4 悦达投资公司股权结构和主要控股子公司（截止 2025Q1）.....	7
图 5 历史上来自投资收益与公司归母净利润情况.....	8
图 6 历史上来自悦达起亚的投资收益情况.....	8
图 7 悦达投资公司发展历程概览.....	9
图 8 19-24 公司营业总收入及同比.....	9
图 9 19-24 公司营业归母净利润及同比.....	9
图 10 2019-24 公司分业务收入情况（未考虑电力、热力生产和供应收入）.....	10
图 11 19-24 公司整体销售毛利率情况.....	10
图 12 19-24 公司子业务毛利率情况.....	10
图 13 19-24 年全国光伏发电新增装机量.....	11
图 14 19-24 年全国光伏发电累计装机量.....	11
图 15 16-24 集中式光伏累计装机量.....	11
图 16 分布式光伏累计装机容量.....	11
图 17 单晶硅片均价变动情况.....	13
图 18 多晶硅料均价变动情况.....	13
图 19 电池片均价变动情况.....	13
图 20 光伏组件均价变动情况.....	13
图 21 19-24 年中国风电累计装机量.....	14
图 22 19-24 年中国风电新增装机量.....	14
图 23 20-24 年全国海上风电累计装机量.....	14
图 24 20-24 年全国海上风电新增装机量.....	14

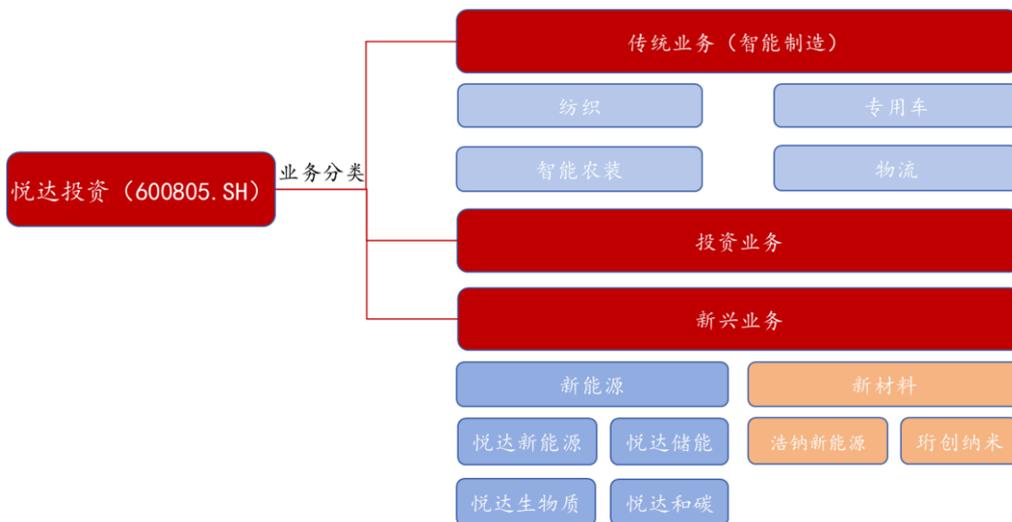
图 25 全球储能市场空间预测 (单位: GW)	15
图 26 19-25 年中国新型储能累计装备规模趋势	15
图 27 储能行业产业链	16
图 28 中国新增投运新型储能项目的应用分布情况	16
图 29 盐城市风、光等自然资源充沛	18
图 30 盐城市地处核心经济带	18
图 31 盐城光伏产业规划	19
图 32 盐城风电产业规划	19
图 33 悦达集团产业链布局完整, 综合优势明显	21
图 34 盐城市政府旗下大型国企	21
图 35 2024 年悦达新能源相关子公司收入和利润贡献总和 (单位: 万元)	22
图 36 华丰 378MW 渔光互补光伏发电项目 1	23
图 37 华丰 378MW 渔光互补光伏发电项目 2	23
图 38 华丰农场 VS 东望渔光收益率对比	24
图 39 公司集中式光伏项目	24
图 40 公司分布式光伏项目	24
图 41 公司陆上风电项目	25
图 42 公司海上风电项目	25
图 43 悦达储能公司财务数据	25
图 44 三峡悦达阜宁共享储能电站	26
图 45 三峡悦达阜宁共享储能电站	26
图 46 2020-2024 纺织业规模以上企业营业收入(亿元)及同比	27
图 47 2020-2024 纺织服装出口额(亿美元)及同比	27
图 48 2020-2024 纺织营业收入(百万元)及同比	28
图 49 2020-2024 纺织毛利润(百万元)及同比	28
图 50 2017-2024 环卫车销量及同比 (辆, %)	29
图 51 2016-2024 年城市服务项目合同额规模 (亿元)	29
图 52 2016-2024 年城市服务年化规模 (亿元)	30
图 53 2019-2024 专用车营业收入(百万元)及同比	30
图 54 2020-2024 专用车毛利润(百万元)及同比	30
图 55 2018-2024 国内大、中、小型拖拉机产量累计值(万台)及累计增长率	31
图 56 2020-2024 拖拉机出口数量 (辆) 及同比	32
图 57 2025 年 Q1 国内拖拉机出口地区分布占比情况	32
图 58 2020-2024 农机营业收入(百万元)及同比	33
图 59 2020-2024 农机毛利润(百万元)及同比	33
图 60 2004-2024 中国汽车销量 (万辆)	33
图 61 2019-2024 物流营业收入(百万元)及同比	34
图 62 2019-2024 物流毛利润(百万元)及同比	34
表 1 2024 年光伏行业自律相关内容	12
表 2 24 年全球前五国家风电新增装机量	14
表 3 国内新型储能行业相关政策	15
表 4 深化新能源上网电价市场化改革相关通知	17
表 5 盐城市“5+2”战略性新兴产业	18
表 6 盐城主要储能企业及其技术特点	20
表 7 公司参与的主要风光储项目汇总	22
表 8 2015-2024 权益法下确认的主要参股公司投资损益一览表 (百万元)	35
表 9 盈利预测	35
表 10 估值表 (截止到 2025/6/23 收盘日)	37

1.传统业务转型升级，战略布局新兴业务前景可期

1.1.智能制造为基石，新能源+新材料开辟新天地

江苏悦达投资股份有限公司成立于 1991 年 4 月，公司是苏北第一家、江苏第三家上市公司。成立 30 多年来，公司坚持“产业发展、资本运作”战略引领。近年来，面对国家能源绿色低碳发展趋势和盐城主导产业政策，悦达投资大力实施新能源主责主业、新材料重要补充、智能制造作为转型升级基础的经营方针。当前，传统业务提质增效、亏损收窄，对公司的业绩拖累效应逐渐减弱；而投资业务按照权益比例入账且稳定分红为公司贡献现金流。目前新能源和新材料业务为公司重点转型发力的方向。

图 1 悦达投资业务类型

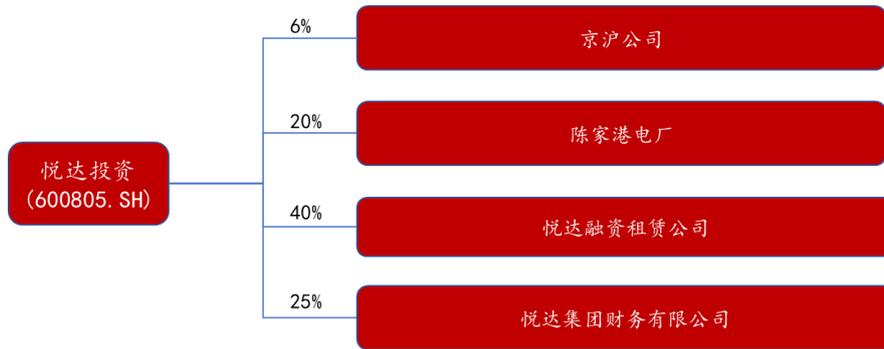


资料来源：公司年报，公司官网，华西证券研究所

(1) 传统主营业务——智能制造：①悦达纺织：江苏悦达纺织集团有限公司是江苏悦达集团投资兴建的一家集研发设计、生产制造、品牌运营于一体的综合型纺织企业。②智能农装：公司控股子公司悦达智能农装公司主要从事智能农业装备、拖拉机、农业机械及其配件的研发、制造与销售。公司主导产品拖拉机功率覆盖 25-300 马力，是我国直联式全齿轮传动轮式拖拉机品种最全、谱系最宽的企业之一。③悦达专用车：专注于城乡生活垃圾收集转运、道路清扫保洁装备研发、制造、销售及服务。④物流：承运悦达起亚以及其他大型车企的整车及部件等运输服务。

(2) 投资业务：作为一家综合性投资公司，公司投资参股了公路运输、火电、金融服务等。一直以来公司保持多元化发展方向，投资风险分散，在配置拥有稳定现金流回报的资产同时，也布局了符合国家“十四五”规划的新兴产业。

图 2 悦达投资主要的长期股权投资（不含新能源等新业务投资部分）



资料来源：公司年报，公司官网，华西证券研究所

(3) 新兴业务之新能源：①**光伏：**依托盐城得天独厚的区位优势，积极实施大丰“渔光互补”等集中式电站、悦达纺织光储、分布式屋顶光伏等项目。②**风电：**悦达投资积极与国内风电头部企业强化合作，通过股权收购、合资合作等方式，参与陆上风电项目；积极争取参与海风项目。③**氢能：**悦达投资主动融入盐城市氢能产业发展战略和规划，充分利用现有撬装式制氢、加氢一体站成熟技术，积极整合资源。④**储能：**紧抓国家储能产业政策机遇，围绕电源侧、电网侧和用户侧等储能电站市场需求，积极投资布局储能产业和拓展产业链项目，助力构建以新能源为主体的新型共享储能系统。

新兴业务之新材料：①**磷酸锰铁锂正极材料项目：**磷酸锰铁锂具有能量密度高、成本低、安全性能好的特点，将广泛应用于新能源汽车、两轮电动车以及储能系统等领域。②**聚乳酸棉赛络紧密纺混纺纱：**聚乳酸产品来源于自然，回归于自然，其产品的开发与应用，也是解决微塑污染问题的有效途径之一，具有良好的社会和经济效益。

图 3 悦达投资主要业务示例

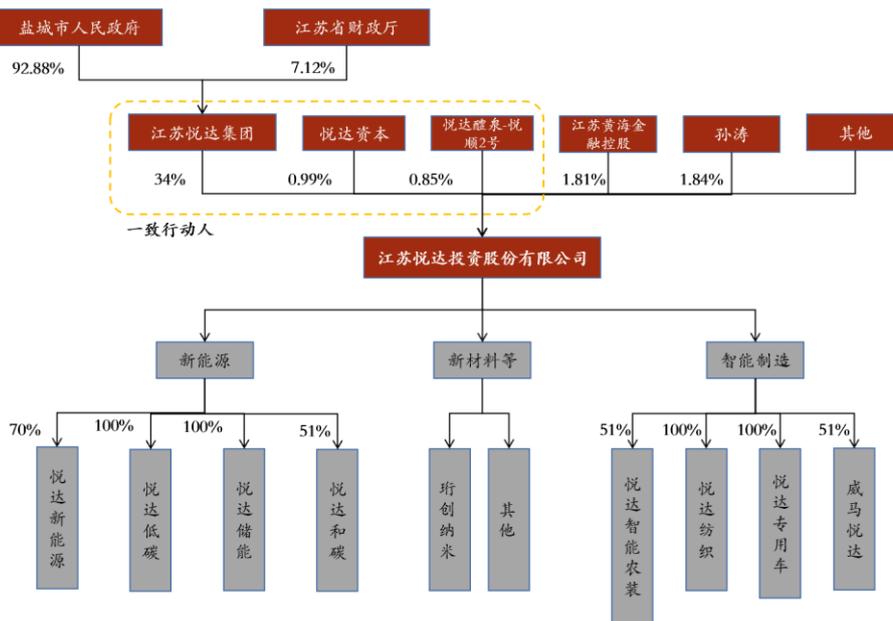


资料来源：公司年报，公司官网，华西证券研究所

1.2.大股东为市重点国资，资源+区位优势布局新能源赛道

公司乃国有资本控股、区域产业转型的主力平台。悦达投资的控股股东为江苏悦达集团，集团持股比例为 34%，集团属当地重点国有企业，实际控制人为盐城市政府。悦达集团多年来稳居中国企业 500 强，品牌价值超 1000 亿元，在能源、制造、金融、地产等多个产业拥有深厚基础与资源整合能力。作为悦达集团资本运作与产业孵化的重要平台，悦达投资承担着推进区域产业转型、引导国有资本投向国家战略新兴领域的关键职能，我们认为上市公司在区域项目获取、资源配置、政策支持等方面具备显著先发优势，拥有核心的资源禀赋优势。

图 4 悦达投资公司股权结构和主要控股子公司（截止 2025Q1）



资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华西证券研究所

“悦达起亚时代”成为过去式，2022年是上市公司新战略转型的元年：

1) 悦达起亚对上市公司业绩影响已显著降低。1994 年公司登陆上交所主板上市，2001 年底公司参与发起组建东风悦达起亚汽车有限公司（简称悦达起亚），后者是由东风汽车集团有限公司、上市公司、韩国起亚自动车株式会社按 25%:25%:50%的股份结构共同组建的中外合资乘用车制造企业，总部位于江苏盐城。从此上市公司涉足汽车制造领域，而汽车制造也是对公司过往业绩影响最大的板块，主要通过权益法投资收益集中体现。

随着中国汽车市场的快速发展，悦达起亚汽车开始逐年扩大盈利规模，2003 年开始进入上市公司利润表的投资收益开始从 1.55 亿元一路增长，2013、2014 年来到历史顶峰，2014 年当年投资净收益 13.34 亿元，其中来自联营企业东风悦达起亚汽车的利润达到 10.68 亿元，占当年投资收益比重达 80%；而随着 2015 经济转型阵痛、2016 年开始的韩国“萨德事件”带来的冲击以及中国新能源品牌崛起等因素，悦达起亚的盈利能力开始逐渐下坡，其中 2020 年首次出现亏损，2020、2021 年疫情冲击下投资收益科目分别亏损 10.85 亿元和 5.01 亿元，其中来自悦达起亚的亏损分别为 11.88 亿元和 5.3 亿元（当年归母净利润为亏损 12.68 亿元、7.68 亿元），以上可以看出，上市公司过往来自悦达起亚的影响波动较大，这也凸显了公司重新聚焦和转型的必要性。

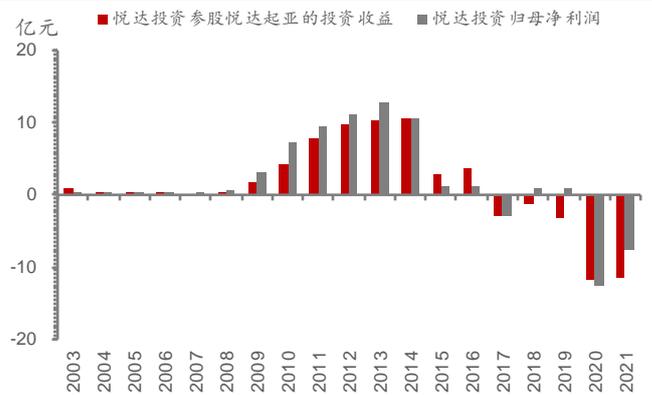
2022 年公司放弃对东风悦达起亚公司增资，持股比例由 25%下降至 4.2%（集团增资后持股 45.8%、韩国方持有 50%，合资公司改名为江苏悦达起亚汽车有限公司），从此汽车整车制造业务不再是公司业务架构中重要组成部分，对江苏悦达起亚公司的投资从长期股权投资权益法变更为金融资产-其他权益工具，至此上市公司正式“告别”悦达起亚时代；公司为进一步优化资产结构，转让了京沪公司 15%股权，交易金额 21 亿元，帮助推动公司后续产业结构转换。

图 5 历史上来自投资收益与公司归母净利润情况



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图 6 历史上来自悦达起亚的投资收益情况

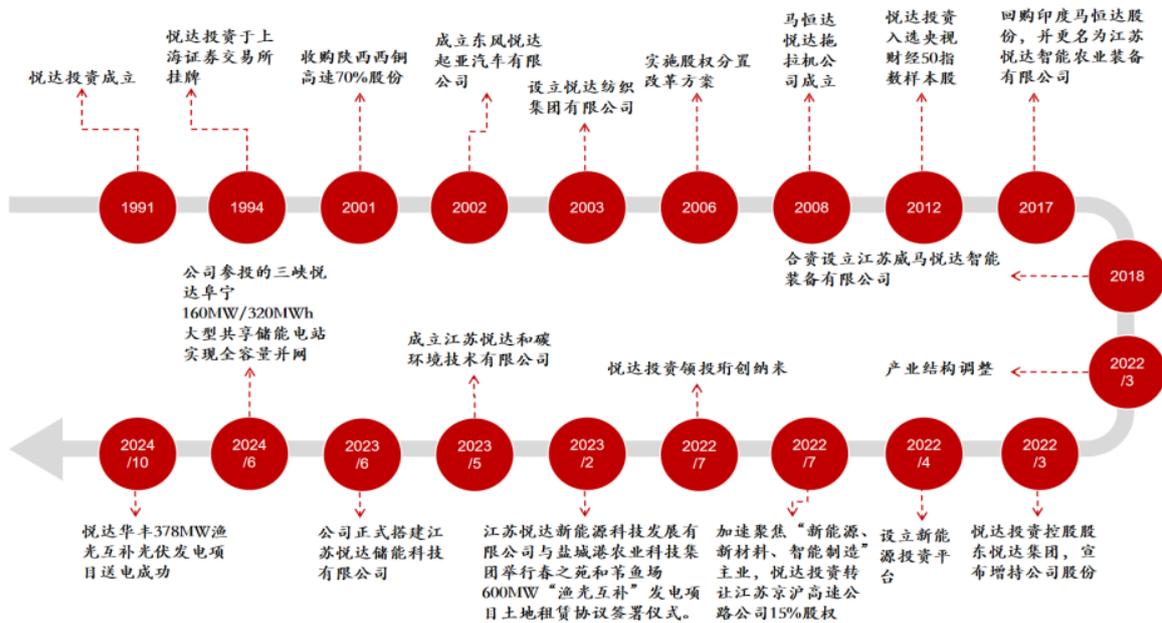


资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

2) 新能源战略启航，2024 年开花结果，内部积极的变化逐渐累积。2021 年底公司领导层换届完成，2022 年公司整体战略重塑后聚焦“新能源、新材料、智能制造”。2022 年 4 月，公司和盐城港实业集团共同成立江苏悦达新能源，公司投资 3.5 亿元持股占比 70%，双方共同投资光伏、风电和其他能源产业。2023 年公司正式搭建江苏悦达储能科技，加快投资布局储能产业。2024 年 2 月，绿色甲醇项目公司注册成立，开拓氨基绿色甲醇产业链。2024 年 3 月，悦达生物质公司成立，专注秸秆收储和加工利用，为公司循环经济发展延链补链。2024 年，首个集中式电站华丰 378MW 渔光互补光伏项目、三峡悦达 160MW/320MWh 共享储能项目顺利并网，以上项目标志着公司战略转型开花结果，同时分布式光伏、电力交易、生物质等业务加快布局。

在转型的同时，公司积极剥离长期亏损业务，2024 年上半年完成对悦达智行 100%股权剥离，该标的公司过往主营汽车销售业务，2023 年公司总营收 33.5%，根据年报，悦达智行 2020-2023 年分别亏损 3611 万元、5141 万元、6661 万元和 4896 万元，对上市公司业绩拖累较为严重，2024 年公司与集团子公司完成关联交易，不再合并报表。整体来说，公司过往 3 年在新战略下取得了成果明显、亏损业务完成整合出表，内部结构发生显著积极的变化。

图 7 悦达投资公司发展历程概览

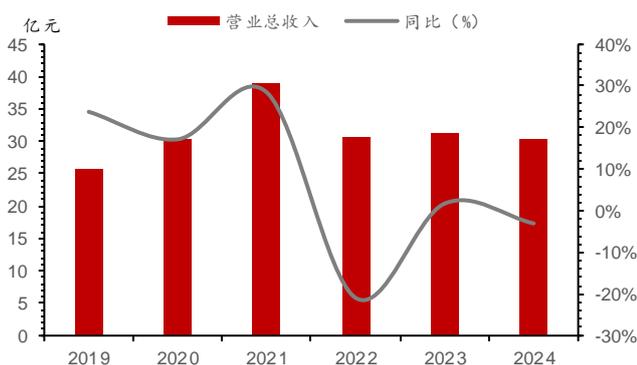


资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华西证券研究所

1.3. 公司过往 5 年营收利润波动，新旧动能转换

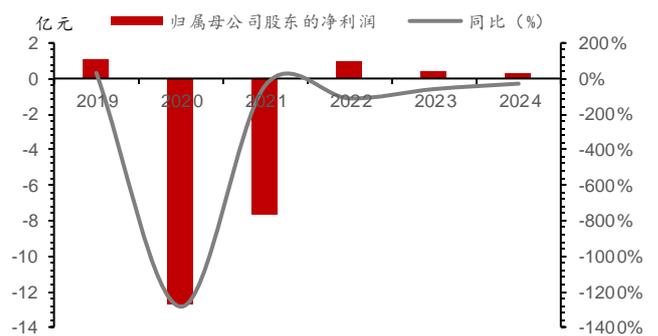
近三年营收稳定 30 亿元左右，业绩走出低谷。从 2019 年的 25.82 亿元增长至 2024 年的 30.33 亿元。归母净利润经历 2020、2021 大幅亏损受东风悦达起亚汽车业绩大幅下滑、高速公路业务受免收通行费政策影响、疫情对整体经营环境的冲击等影响。后连续 3 年实现盈利；2024 年盈利能力下降，系公司处置悦达智行公司出表导致营业收入减少，以及非经常性损益和公允价值变动收益的影响，反映出公司在调整业务结构和资产处置过程中面临的盈利能力新老动能切换的挑战。

图 8 19-24 公司营业总收入及同比



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图 9 19-24 公司营业归母净利润及同比



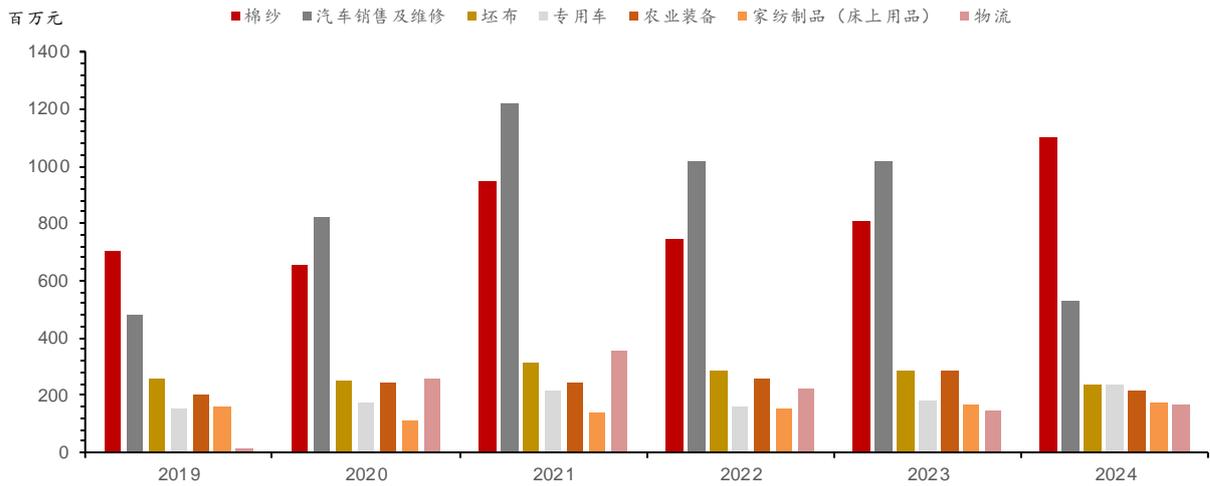
资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

过往纺织类收入占比高，新业务大幅增长。2024 年棉纱业务收入 11 亿元，同比+36.5%，占总营收比重 36.27%，毛利率 8.2%；汽车销售及维修收入 5.28 亿元，同比-48.1%，毛利率 6.3%；坯布收入 2.39 亿元，同比-16%，毛利率 2.7%；专用车业务实现收入 2.34 亿元，同比增加 29.8%，毛利率 10.0%；农业装备业务实现收入 2.14 亿元，同比-24.9%，毛利率 3.7%；家纺制品（床上用品）实现收入 1.75 亿元，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

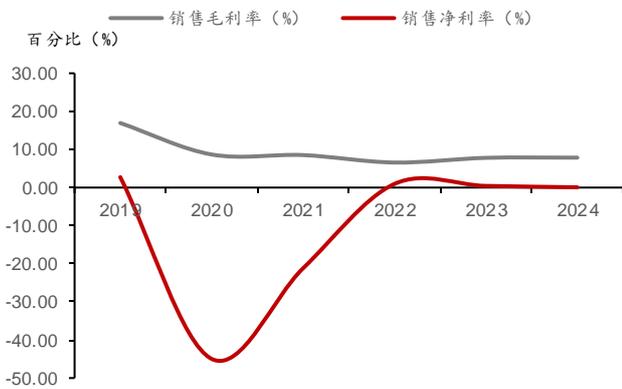
同比 5.0%，毛利率 11.9%；物流实现收入 1.68 亿元，同比 15.0%，毛利率 5.7%。综上，若剔除已剥离的汽车销售（悦达智行），纺织类收入占比将超过 50%，是过往主要营收来源。2023 年，公司主营业务构成中首次列入“电力、热力生产和供应业”作为新能源项目开发并转化为电力热力销售，创收 142.27 万元。2024 年，伴随多个绿能项目落地投产，公司电力热力销售营收达 3794.64 万元，同比上涨 2567.16%，毛利高达 46.37%，位列各业务板块之首。我们认为考虑到 2024 年项目并表时间不足，2025 年全年预计收入以及该新业务营收占比将有较大幅度增长。

图 10 2019-24 公司分业务收入情况（未考虑电力、热力生产和供应收入）



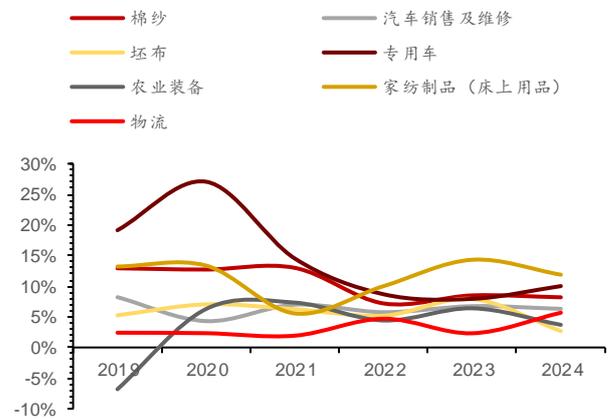
资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华西证券研究所

图 11 19-24 公司整体销售毛利率情况



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图 12 19-24 公司子业务毛利率情况



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

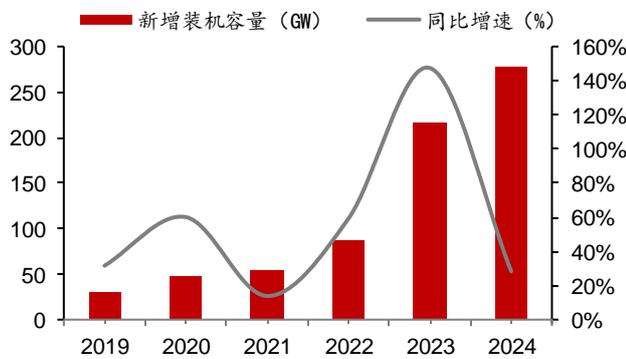
2.盐城风光储资源充沛，国资背景布局新能源大有可为

2.1.光伏行业供需错配，行业自律加速推进

2.1.1.全国光伏累计装机量已达 880GW，持续高增长

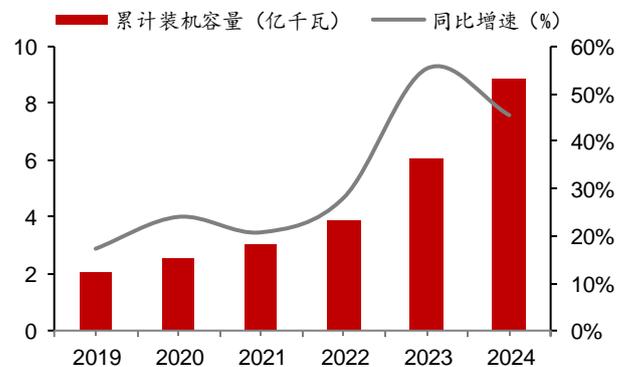
光伏发电新增装机创历史新高。近年来，在国家光伏行业补贴、金融扶持、技术创新等政策引领下，太阳能光伏发电在我国呈现爆发式增长。据国家统计局数据显示，2024 年中国光伏新增装机达 277.57GW，同比约+28%，再创历史新高。2023 年，国内光伏新增装机达到 216.3GW，在年末抢装潮的催化下，12 月单月国内光伏新增装机高达 70.87GW，创下单月历史，其占全年新增装机比重达到约 26%。同时我国光伏发电累计装机容量也是增长迅速，2019-2024 年超过三倍增长，2024 年光伏发电累计装机量 886GW，同比+45.51%。分布式光伏累计装机达 370GW，集中式光伏累计装机规模更大，2024 年底达 510GW。

图 13 19-24 年全国光伏发电新增装机量



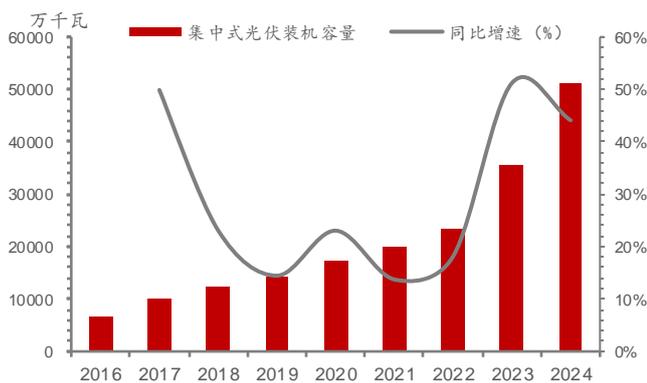
资料来源：国家能源局，华西证券研究所

图 14 19-24 年全国光伏发电累计装机量



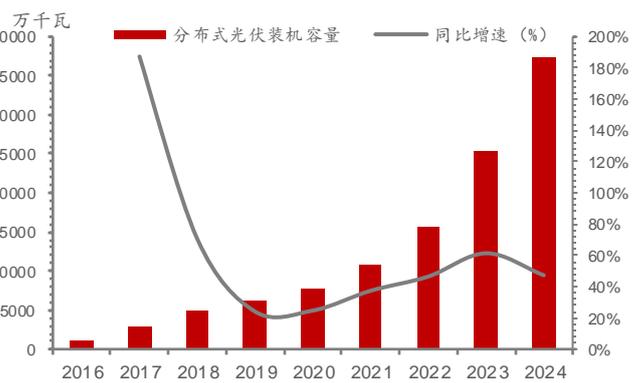
资料来源：国家能源局，华西证券研究所

图 15 16-24 集中式光伏累计装机量



资料来源：国家能源局，华西证券研究所

图 16 分布式光伏累计装机容量



资料来源：国家能源局，华西证券研究所

国际太阳能协会表示预计到 2025 年底，全球光伏发电累计装机规模将超过煤电，成为世界上规模最大的装机电源。在实现双碳目标的时代背景下，我国光伏装机规模有望持续增长。Trend Force 集邦咨询预测 2025 年我国光伏发电新增装机规模将达 265GW，约占 2025 年全球装机的 44.5%。然而，我国光伏产业链供需失衡的问题依然存在，但在“反内卷”、行业自律的共识下，相关产业链头部企业带头减产，有利于修正产能，改善供需格局，中长期有利于行业健康发展。

表 1 2024 年光伏行业自律相关内容

时间	事件	核心内容
2024 年 5 月	CPIA 在北京组织召开“光伏行业高质量发展座谈会”	部分光伏主产业链上市公司、政策/商业银行、地方政府及研究机构参与座谈会，本次座谈会强调光伏行业市场化程度高，更宜通过市场化手段解决当前的行业困境，但同时强调了“政府有形于作用”，且提出具体的解决办法 供给方面：1)提到关键技术指标对产能建设的指导 2)对地方政府光伏招商引资进行规范管理 新技术方面：提出建立有效知识产权保护；并且通过示范项目支持先进技术应用 价格方面，打击低于成本价格销售等恶性竞争行为 行业层面，鼓励兼并重组，我们认为或加快行业优胜劣汰 中国将创造公平的竞争环境，不会因外资企业的外国身份而将其排除在市场之外
2024 年 7 月	2024 光伏制造规范征求意见稿发布	征求意见稿相较 2021 年本对比 资本金要求：新建和改扩建光伏制造项目，最低资本金比例为 30%，多晶硅项目维持 30%要求，其他项目要求从 20%提升至 30% 工艺技术要求：新质硅片少子寿命及氧含量要求提升，新增异质结硅片要求：效率方面新增 N 型要求，平均转换效率最低要求：存量 N 型电池为 25%，新建 N 型电池为 26%，存量 N 型组件为 22.3%，新建 N 型组件为 23.1%。硫化锡组件最低效率要求提升 1-1.5pp，衰减率要求提升 能耗方面：多晶硅：最高电耗要求，现有产能还原电耗从 60 度电/千克提升至 46 度电/千克，综合电耗从 80 度电/千克提升至 60 度电/千克；新建产能还原电耗从 50 度电/千克提升至 44 度电/千克，综合电耗从 70 度电/千克提升至 57 度电/千克，硅棒、硅片、电池及组件的电耗要求亦有所提升。
2024 年 10 月	CPIA 在上海举行防止行业“内卷式”恶性竞争专题座谈会	主流主产业链公司参会 各位企业家及代表就强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道及行业健康可持续发展进行了充分沟通交，并达成共识。
2024 年 10 月	CPIA 发文称组件低价竞标涉嫌违法	当前一体化企业 N 型 M10 双玻光伏组件，在不计折旧，建料、硅片，电池片在不含税的情况下，最终组件含税生产成本(不含运杂费)为 0.68 元/W。针对上述低于成本中标，以及低于成本中标后可能出现的以次充好、不能履约的行为，协会将予以关注，并考虑采取全行业通报、向市场监管部门举报等方式，加强行业自律，促进行业健康发展，后发布 2024 年 11 月上旬光伏主流产品(N 型 M10 及 G12R)各环节综合成本数据 0.69 元/瓦，上涨 1 分/瓦
2024 年 11 月	2024 光伏制造规范正式稿发布	较 7 月 9 日征求意见稿的变化： 新建及改扩建硅料电耗要求提升 4Kwh/kg：还原电耗从 44Kwh/kg 提升到 40Kwh/h，综合电耗从 67Kwh/h 提升到 53Kwh/h 增对新建和改扩建硅片及电池项目的水耗要求：其中新建和改扩建硅片项目水耗低于 540 吨/百万片且再生水使用率高于 40%；新建和改扩建电池项目水耗低于 360 吨/MWp 且再生水使用率高于 40% 薄膜组件单列钙钛矿，按转换效率要求提升 0.5%：新建及改扩建钙钛矿及其他薄膜组件，转换效率要求从 15%提升到 15.5%
2024 年 12 月	CPIA 在四川宜宾举行关于促进光伏产业高质量可持续发展专题座谈会	主流主产业链公司参会 与会企业代表就如何防止“内卷式”恶性竞争进行了充分探讨，并在上一轮会议基础上，就下一步工作进行了安排，坚决致力于促进光伏行业的健康可持续发展。

资料来源：CPIA，华西证券研究所

2.1.2. 组件成本进入历史低位，发电企业投资成本逐年降低

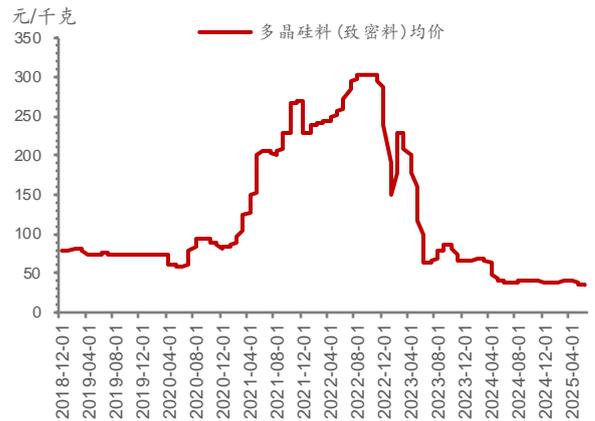
原材料成本历史低位。当前光伏产业链价格整体呈现下行趋势，硅料、硅片、电池片和组件价格均持续下跌。单晶硅片下降至 1.7 元/片；多晶硅料跌至 35 元/千克；电池片下降至 0.26 元/瓦；光伏组件下降至 0.74 元/瓦。光伏产品价格下降是行业技术迭代与产能扩张共同作用的结果，对行业格局产生了深远影响。技术进步和规模效应推动成本持续降低，刺激了终端装机需求，加速了光伏发电的经济性超越传统能源。硅片、电池片等环节价格下行显著降低了光伏电站投资成本，推动全球装机需求持续增长，加速了光伏平价上网进程。

图 17 单晶硅片均价变动情况



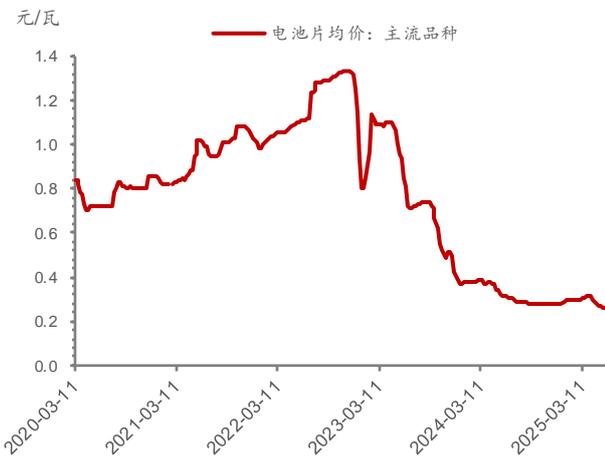
资料来源：iFind，华西证券研究所

图 18 多晶硅料均价变动情况



资料来源：iFind，华西证券研究所

图 19 电池片均价变动情况



资料来源：iFind，华西证券研究所

图 20 光伏组件均价变动情况



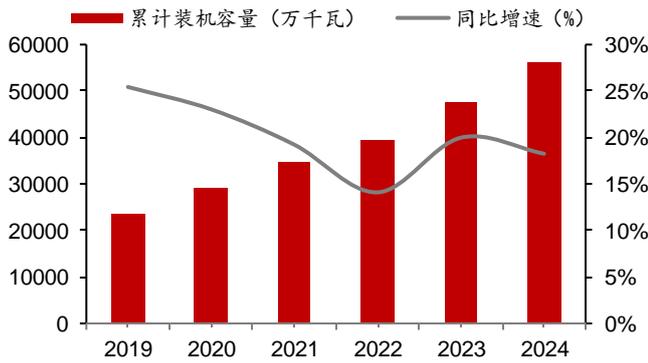
资料来源：iFind，华西证券研究所

2.2.全球风电看中国，未来中国风电看海风

2.2.1.风电规模全球遥遥领先

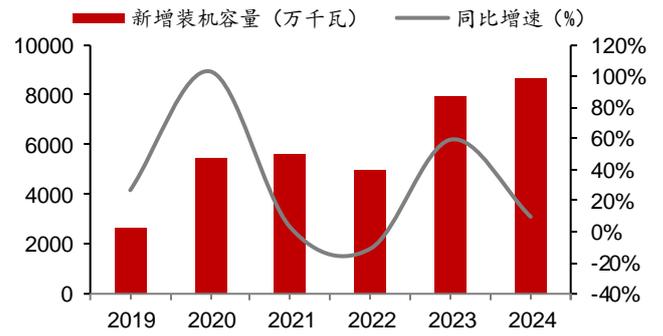
风电新增装机量再创新高，2024年已达5.2亿千瓦。风电是现阶段发展最快的可再生能源之一，分为陆上风电和海上风电。随着“十四五”规划、碳达峰和碳中和政策的推出，风力发电、清洁能源成为了中国未来发展的重点领域和主要布局点。据国家统计局数据显示，中国在2007年《可再生能源发展规划》中曾提出，到2020年风电总装机容量3000万千瓦。实际到2020年，中国风电累计吊装容量已达到2.8亿千瓦，接近规划的10倍。风能专委会的《简报》显示，2024年，全国新增装机14388台，容量8699万千瓦，同比增长9.6%。其中，陆上风电新增装机容量7579万千瓦，占全部新增装机容量的95%，海上风电新增装机容量404万千瓦，占全部新增装机容量的5%。这一装机量是全球风电一次新的突破，是历史最佳水平。截至2024年底，中国风电累计装机容量5.2亿千瓦。市场预测，2025年中国风电新增装机量将会突破1亿千瓦。

图 21 19-24 年中国风电累计装机量



资料来源：CWEA，华西证券研究所

图 22 19-24 年中国风电新增装机量



资料来源：CWEA，华西证券研究所

中国新增装机全球第一。《2025 年全球风能报告》显示 2024 年新增陆上风电 109 GW 和海上风电 8 GW，中国贡献近 68%，达到 798.24GW，中国的新增装机继续在全球领先，其次是美国和德国，印度与巴西也位居前五。截至 2024 年底，这五个市场也是全球累积风电装机量的前五名，巴西在去年超过了西班牙。

表 2 24 年全球前五国家风电新增装机量

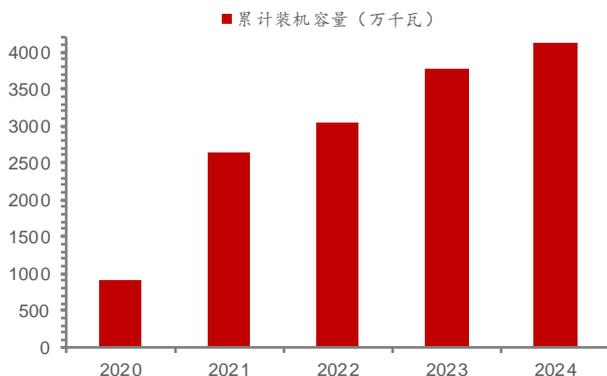
前五名	2024 (兆瓦)	总计 (兆瓦)
中国	79,824	520,600
美国	4,058	154,258
德国	4,022	72,760
印度	3,420	48,156
巴西	3,278	33,727

资料来源：《2025 年全球风能报告》，华西证券研究所

2.2.2. 海上风电场成为国内风电场建设的趋势之一

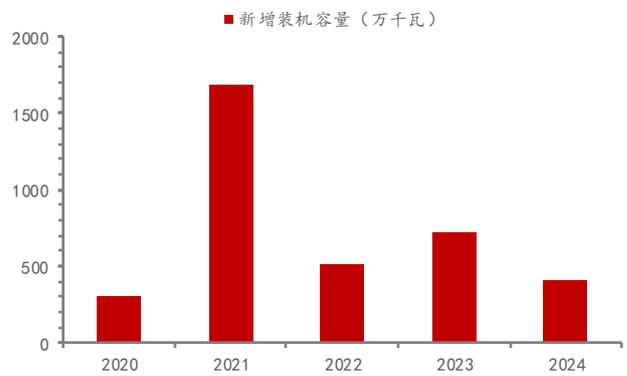
海风成为国内风电场建设的趋势。2024 年海风成为国内风电场建设的趋势。根据国家能源局，2024 年我国海上风电累计装机量为 4127 万千瓦，连续第 4 年稳居全球首位，其中海上风电新增装机容量 404 万千瓦。海外如欧洲、亚非拉等地陆风市场逐步回暖，欧洲、亚太等市场也或将迎来批量订单释放，这也将促使国内企业加快出海进程与调整海外市场布局。海上风电正成为清洁能源发展的重要方向；国内海风的装机受到审批周期、上游部件成本、疫情等因素影响过往 5 年有明显周期性，其中 21 年为周期高点后较为平淡，市场预期 2025 年或有望发生“抢装”行情，产业链整体有望受益。

图 23 20-24 年全国海上风电累计装机量



资料来源：CWEA，国家能源局，华西证券研究所

图 24 20-24 年全国海上风电新增装机量



资料来源：CWEA，国家能源局，华西证券研究所

2.3. 储能是新能源行业发展必然需求

储能是新能源发展必然需求。2021年7月国家能源局和发改委明确提出2025年实现新型储能装机容量3000万千瓦以上的规模化，2030年实现全面市场化。整体看国家层面政策从总规划建设、技术创新支持、激发市场交易和明确运行规则四大方向协同并举。政府相继出台《新型储能制造业高质量发展行动方案(征求意见稿)》《光伏产业标准体系建设指南(2024版)》《电力市场注册基本规则》《关于推动车网互动规模化应用试点工作的通知》等政策推动行业发展。

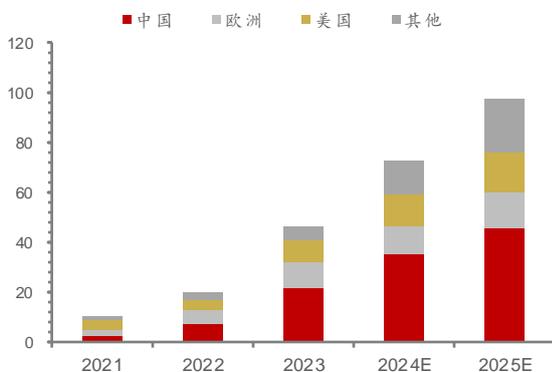
表3 国内新型储能行业相关政策

发布时间	发布部门	政策名称	内容
2024.11.6	工信部	《新型储能制造业高质量发展行动方案(征求意见稿)》	推动区块链、大数据、人工智能、5G等信息技术在新型储能制造业广泛应用
2024.9.25	工信部	《光伏产业标准体系建设指南(2024版)》	规范光伏与储能结合的光储系统所用的电气部件的技术要求，包括光储一体机、充放电控制器等标准
2024.9.24	国家能源局	《电力市场注册基本规则》	配建新型储能与所属经营主体视为一体，具备独立计量、控制等技术条件，接入电力调度自动化系统可被电网监控和调度，具有法人资格时可选择转为独立新型储能项目，作为经营主体直接参与电力市场交易
2024.9.10	发改委	《关于推动车网互动规模化应用试点工作的通知》	探索新能源汽车和充换电站对电网放电的价格机制。创新需求响应机制，丰富需求响应品种，提升用户参与频次和响应规模
2024.1.31	工信部等七部门	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	聚焦核能、核聚变、氢能、生物质能等重点领域，打造“采集-存储-运输-应用”全链条的未来能源装备体系。研发新型晶硅太阳能电池、薄膜太阳能电池等高效太阳能电池及相关电子专用设备，加快发展新型储能，推动能源电子产业融合升级

资料来源：工信部，国家发改委，国家能源局，华西证券研究所

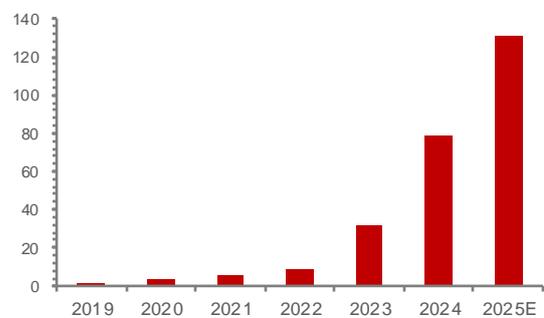
储能行业现阶段仍处于早期发展进程。储能作为平衡能源供需、保障电力系统稳定运行的关键环节，战略意义日益凸显。过去5年中国储能装机规模呈现迅猛增长态势。根据中国新闻网，截至2024年底，中国已建成投运的新型储能项目累计装机规模强势突破7376万千瓦/1.68亿千瓦时，相较于“十三五”末实现了约20倍的飞跃，较2023年底的增幅更是超过130%。这一显著增长与中国风电太阳能发电装机首次突破14亿千瓦紧密相关，风光能源的波动性对电力系统稳定性带来严峻挑战，进而有力推动了用于辅助电力储存和消纳的新型储能项目规模持续扩张。放眼全球，新型储能市场同样展现出强劲的上升势头，根据未来智库，2024年和2025年全球新型储能新增装机量将分别攀升至73.1GW和97.2GW，预示着储能行业将迎来更为广阔的发展空间。

图25 全球储能市场空间预测(单位:GW)



资料来源：未来智库，华西证券研究所

图26 19-25年中国新型储能累计装备规模趋势



资料来源：中商产业研究院，华西证券研究所

上游以原材料供应和核心设备制造为主，头部企业如宁德时代、比亚迪占据市场主导。中游聚焦系统集成，通过设计优化将上游组件整合为适配发电侧、电网侧或用户侧的储能系统，集成商如阳光电源、海博思创等提供定制化解决方案，技术涵盖电化学、压缩空气、氢储能等多种路线。下游应用场景多元，包括发电侧、电网侧和用户侧，其中国有电力集团主导发电侧，电网侧以南瑞、中天等企业为主，用户侧仍以工商业项目为主。整体来看，产业链在“双碳”目标驱动下加速协同发展，但上游资源约束、中游技术复杂度及下游商业模式创新仍是关键挑战。

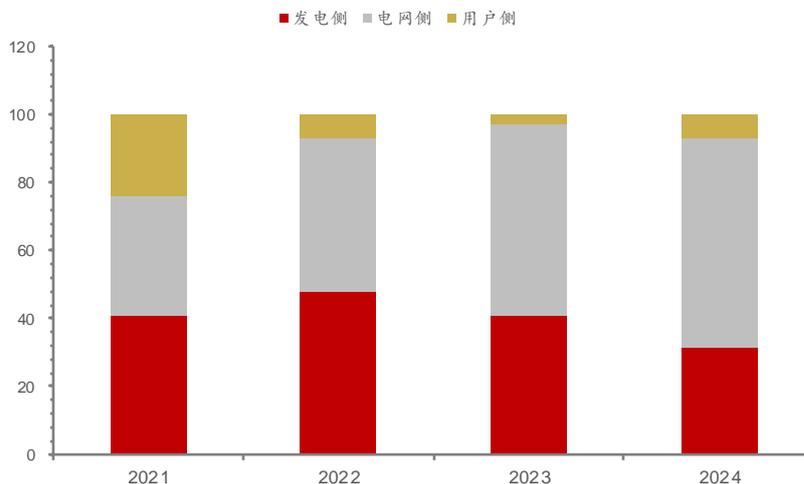
图 27 储能行业产业链



资料来源：艾瑞研究院，华西证券研究所

储能行业的下游主要涵盖发电侧、电网侧和用户侧三大应用场景，是产业链的终端价值实现环节。

图 28 中国新增投运新型储能项目的应用分布情况



资料来源：中国能源研究会储能专委会，华西证券研究所

储能市场需求有望仍将维持增长态势。根据中关村储能产业技术联盟的预测，2025年我国新型储能新增装机预计在40.8GW至51.9GW之间。技术层面上，2025年大容量储能电芯的研发和量产将进一步加速，长时储能技术也将迎来大规模增长的机会，钠离子电池和固态电池等新型储能技术有望取得进一步突破。

2.4. 供需错配，新能源市场化和合理消纳推进有序

新增光伏项目进入市场化阶段。2025年2月，国家发改委发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，标志着“全国性政府差价合约机制”落地。考虑到新能源项目的成本差异，明确项目分类上新老划断，2025年6月1日以前投产均为存量项目，可简单理解为老项目执行老办法。保障新能源可持续发展，场外建立差价结算机制。纳入差价机制的电量，参与市场化交易但按照差价机制电价结算，由电网月度结算，计入系统运行费用，多退少补。存量高收益项目有望维持收益，增量项目收益率有稳定预期，行业或进入更健康的发展周期：

(1) 存量项目：每年自主确定执行机制的电量比例，但不得高于上一年。电量电价机制延续现有政策，上网电价保持当地燃煤标杆电价（不高于当地煤电基准价），保障利用小时数延续2025年政策。

(2) 新增项目：上网电量是差价机制电量和市场化电量之和，其中机制电量由当地非水电可再生能源电力消纳责任权重以及用户承受能力等因素确定，预计机制电量小于新增装机发电能力。机制电价采用竞价形成，竞价按报价从低到高入选，机制电价按入选项目最高报价确定，但不得高于省级设定的竞价上限。

表 4 深化新能源上网电价市场化改革相关通知

比较维度	存量项目	增量项目
机制电量规模	<ol style="list-style-type: none"> 衔接现行保障性电量规模政策。 每年自主确定执行机制的电量比例，但不得高于上一年。 	<ol style="list-style-type: none"> 根据国家下达的非水电可再生能源消纳责任权重完成情况、用户承受能力动态调整。 超出消纳权重则次年减少规模，未完成则增加。 单个项目可申请低于全部发电量的机制电量。
机制电价	<ol style="list-style-type: none"> 按现行价格政策执行，不高于当地煤电基准价。 光热发电、已竞配的海上风电按地方现行政策执行。 	<ol style="list-style-type: none"> 通过市场化竞价确定（自愿参与）。 竞价按报价从低到高入选，机制电价按入选项目最高报价确定，但不得高于省级设定的竞价上限。 初期可按技术分类，设定竞价下限避免无序竞争。按同类项目回收初始投资的平均期限确定，起始时间以项目投产或入选时间为准。
执行期限	按现行政策保障期限确定（如补贴期限等）。	按同类项目回收初始投资的平均期限确定，起始时间以项目投产或入选时间为准。
竞争与调整要求	鼓励通过技改（如设备更新）提升竞争力，主动参与市场竞争。	<ol style="list-style-type: none"> 需通过竞价获得机制电价资格，倒逼企业降本增效。 每年动态调整电量规模，与消纳责任权重挂钩。
特殊规定	光热发电、已竞配海上风电按地方政策执行。	首年新增纳入机制的电量比例需与现有新能源价格非市场化比例适当衔接，避免过度波动。

资料来源：国家发改委，华西证券研究所

绿电直连提升新能源电力消纳。2025年5月，国家发展改革委、国家能源局发布《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》。绿电直连项目以满足企业绿色用电需求、提升新能源就近就地消纳水平为目标。通过直连线路向单一电力用户供给绿电，可实现供给电量清晰物理溯源的模式。其中，直连线路是指电源与电力用户直接连接的专用电力线路。按照负荷是否接入公共电网分为并网型和离网型两类。并网型项目作为整体接入公共电网，与公共电网形成清晰的物理界面与责任界面，电源应接入用户和公共电网产权分界点的用户侧。直连电源为分布式光伏的，按照《分布式光伏发电开发建设管理办法》等政策执行。

我们认为光伏项目进入市场化阶段，有利于行业上下游健康发展，同时对参与企业的项目定位、消纳、发电成本、融资成本、需求定位等提出了新要求，中长期将有利于上下游资源实力较强企业。

2.5.盐城风光储资源充沛，新能源产业链完整度高

盐城市新能源发电占比超过 60%。盐城每使用 100 度电，近六成来自新能源发电，其背后巨大的推力，正来自盐城蓬勃发展的新能源产业，带动盐城深层次的能源生产和消费方式变革。2024 年盐城新能源发电量达 312 亿千瓦时，占全社会用电量的 61%，远超全国平均水平。盐城自“十二五”时期已实现新能源全额消纳。2017 年 1-5 月新能源发电量占用电量 34%，如今提升至 61%，体现了电网消纳能力的持续增强。据中国江苏网，2024 年，共有 265 万千瓦海上风电项目开工建设，新能源发电装机容量达 1676 万千瓦，年发绿电 312 亿度。

图 29 盐城市风、光等自然资源充沛



资料来源：盐城发布微信公众号，华西证券研究所

图 30 盐城市地处核心经济带



资料来源：盐城发布微信公众号，华西证券研究所

新能源已成盐城市核心战略新兴产业。盐城市持续培育“5+2”战略性新兴产业和 23 条重点产业链，即大力发展新能源汽车及核心零部件、新能源、新一代信息技术、新材料、大健康五大产业；加快布局数字经济、海洋经济两大产业；培育不锈钢、晶硅光伏、动力电池等 23 条重点产业链。盐城市储能产业在“风光氢储”一体化发展战略指引下，已呈现出快速发展的态势。作为江苏省新能源发展的前沿阵地，盐城充分利用其丰富的风电、光伏资源优势，积极布局储能领域，初步形成了较为完整的产业生态链。从发展阶段来看，储能产业近几年发展较快，已有多个大型储能电站项目落地，当前盐城储能产业正处于规模化发展初期阶段。

表 5 盐城市“5+2”战略性新兴产业

盐城市现代产业体系	
“5+2”战略性新兴产业	新能源汽车及核心零部件
	新能源
	新一代信息技术
	新材料
	大健康
	数字经济
	海洋经济

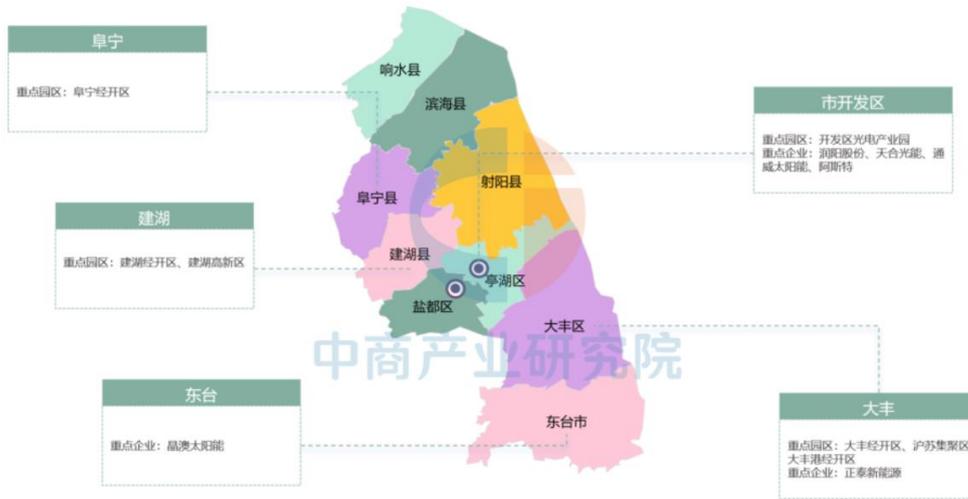
资料来源：盐城政府官网，华西证券研究所

2.5.1.盐城位列国家先进制造业集群全国第一，产业链完整度超 90%

盐城位列国家先进制造业集群全国第一。在中国光伏行业协会发布的《2022—2023 年中国光伏制造业集群发展研究》中，盐城位列国家先进制造业集群全国第一，同时综合产能同样位居全国城市首位。先行先试建设 4 个零碳产业园，拥有 8 家国家级绿色园区、16 家绿色工厂、4 家绿色供应链企业，包括天合国能、润阳、阿特斯等光伏装备重点企业 12 家。目前盐城正在布局建设智能光伏企业，打造智能工厂、绿色制造工厂、工业互联网标杆工厂等。据中商产业研究院，盐城市晶硅光伏产业重点发展光伏电池、光伏组件及硅片、金刚线、光伏背板、光伏玻璃、EVA 胶膜、支

架、蓄电池、汇流箱、逆变器等，主要布局于建湖、阜宁、大丰和市开发区。产业链完整度超 90%，基本可实现全产业链自主发展。

图 31 盐城光伏产业规划

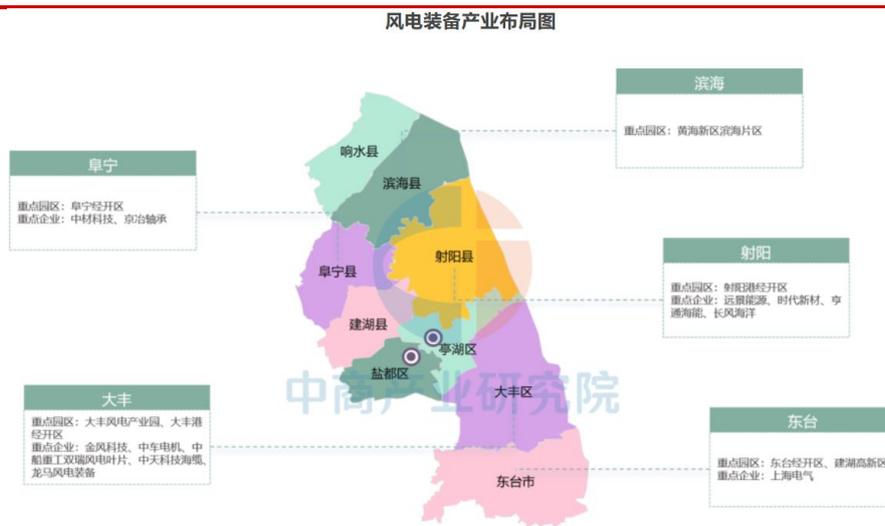


资料来源: 中商产业研究院, 华西证券研究所

2.5.2. 盐城拥有全球最具开发价值的海上风场之一

省内最长海岸线和最广海域面积。盐城拥有江苏省最长海岸线和最广海域面积, 沿海风能资源丰富, 有效风能时数多, 近海风功率密度大。海上风电规模接近江苏省一半、全国五分之一, “十四五”海上风电规划容量 3000 万千瓦, 海上风电装备综合产能居全国城市第一, 是全球最具开发价值的海上风场之一。盐城每使用 100 度电, 近六成来自新能源发电, 远超全球标杆--欧盟的 38%的可再生能源发电利用率。2024 年, 盐城共有 265 万千瓦海上风电项目开工建设, 新能源发电装机容量达 1676 万千瓦, 年发绿电 312 亿度。

图 32 盐城风电产业规划



资料来源: 中商产业研究院, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

风电产业园集群化分布，风电装备规上企业数量达 41 家。目前，盐城已集聚国家能源、国电投、金风科技等新能源开发企业，风电装备规上企业数量达 41 家，形成涵盖“研发设计—装备制造—资源开发—运维服务”的风电全产业链。国家海上风电产业集聚区已建成，盐城现有大丰风电产业园、射阳海洋新能源（新型电力装备）产业园、东台风电产业园、阜宁风电装备产业园 4 家风电装备产业园区，基本形成功能齐全、凝聚特色、优势互补的集群发展格局，海上风电整机产能约占全国 40% 以上。据中商产业研究院，盐城市风电装备产业重点发展风电主机、叶片、法兰、齿轮箱、轮毂、轴承、发电机、塔筒、研发检测等，主要布局于东台、阜宁、大丰、射阳、滨海。

2.5.3. 盐城储能产业呈现出集群化发展特征

盐城储能产业呈现出集群化发展特征。盐都区作为盐城储能产业发展的核心区域，已布局了国家能源海上风电技术装备研发中心、中科院上硅所新能源创新中心等一批新型研发机构和重大创新载体，为产业发展提供了强大的技术支持和创新动力。同时，盐都区在氢能储能领域迈出了重要一步，建成了全市首家加氢站，体现了“风光氢储”一体化发展的战略思路。这种产业集群化发展模式，有利于降低企业生产成本、提高生产效率，形成规模效应和创新协同。

表 6 盐城主要储能企业及其技术特点

企业名称	所属环节	技术特点
远航锦锂	电芯系统	能量密度高效能超 95%，循环寿命高达 10000 次以上
华盛电气	集成与输变电	电网级锌铁液流储能技术，安全性能稳固
博盛新材料	材料装备	提供储能电池关键原材料
富能宝储能	集成与输变电	储能系统集成

资料来源：各公司官网、公司公告、我苏网，华西证券研究所

上游材料：装备环节是储能产业发展的基础支撑，盐都区在这一领域精准布局，集聚了一批关键材料和核心装备制造企业。博盛新材料、君润电芯外壳、浩钠新能源等企业形成了较为完备的本地化供应能力，有效降低了中游生产环节的采购成本和供应链风险。

中游储能系统：是储能产业链的核心部分，也是技术含量最高、附加值最大的环节。盐城在这一领域取得了显著突破，形成了较强的产业集聚效应。远航锦锂、锂海电池、国投中科、兴邦能源、中科兆能等企业的相继落户，使盐都区在电芯制造领域形成了规模优势。

下游集成与应用：集成与输变电环节是实现储能系统价值的关键，盐城在这一领域布局了富能宝储能、国投中科、华盛电气等企业，形成了从电芯到电池包、电池管理系统(BMS)、能量管理系统(EMS)直至完整储能系统的集成能力。

3.上市公司：资源禀赋优异，新能源项目获取能力强

3.1.盐城市属国企，区位+资源优势独树一帜

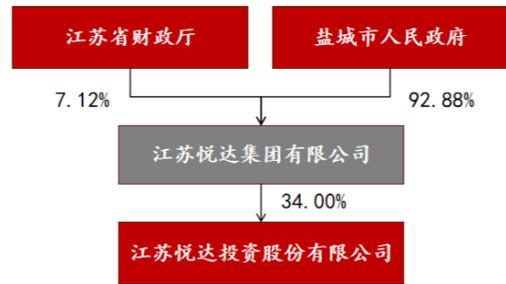
国资背景，资源禀赋显著。公司控股股东悦达集团为盐城市属重点大型国企，作为后盾为上市公司区域内项目获取、融资、地方合作等方面提供有力支持。公司积极与盐城市属国有平台合作开发新能源项目，整合各方资源优势。2022年公司正式宣布将未来发展聚焦于新能源领域，标志着战略转型的全面启动。作为转型的重要举措，悦达投资先后成立了悦达新能、悦达储能、悦达和碳三大专业子公司，形成推动新能源业务发展的“三驾马车”。

图 33 悦达集团产业链布局完整，综合优势明显



资料来源：悦达集团官网，华西证券研究所

图 34 盐城市政府旗下大型国企



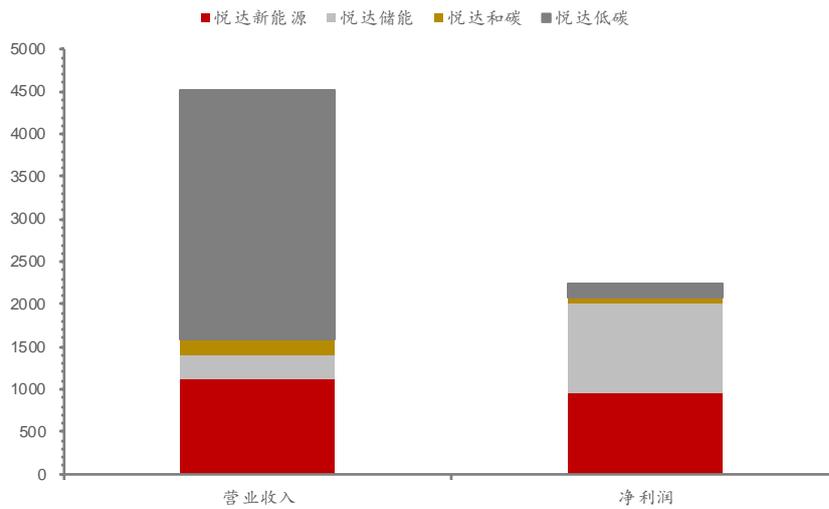
资料来源：公司公告，华西证券研究所

在国资监管体系下，悦达投资充分受益于地方政府的政策支持。深耕本地的战略定位，公司新能源项目体量较大，我们判断公司国资背景，在当地资源方面具备显著优势；在资源整合方面，依托盐城国资体系，公司与三峡集团等央企建立了深度合作，为储能项目落地、绿电消纳提供了坚实保障。这种“地方政府+央企+上市公司”的三方合作模式，成为悦达投资在能源转型中的重要竞争优势。

3.2.光伏电站是发展中军，成长性清晰

新能源业务逐渐贡献营收和利润。2023年，公司主营业务构成中首次体现“电力、热力生产和供应业”，当年创收 142.27 万元。2024Q4 伴随多个绿能项目落地投产，2024 年公司电力热力销售营收达 3794.64 万元，同比上涨 2567.16%，毛利高达 46.37%，位列各业务板块之首，战略转型初露锋芒。公司在新能源领域持续加大投入，通过悦达绿色数智能源管理中心，采用先进的数据采集与分析、智能运维系统、故障诊断与预警等关键技术，实现“智慧场站”目标，有效提升光伏电站的运营效率和管理水平，促进新能源电力的稳定供应与优化配置。积极开展绿电绿证交易，绿电交易超 200 万度，核发绿证超 16 万张。

图 35 2024 年悦达新能源相关子公司收入和利润贡献总和（单位：万元）



资料来源：Wind，公司年报，华西证券研究所

结合自身资源，加紧推进新能源项目建设和并网发电。公司自 2022 年战略转型以来，积极抢抓国家“双碳”发展机遇，规划多个新增项目。随着“双碳”目标推进，新能源发电市场空间广阔，有望成为公司新的增长引擎。

表 7 公司参与的主要风光储项目汇总

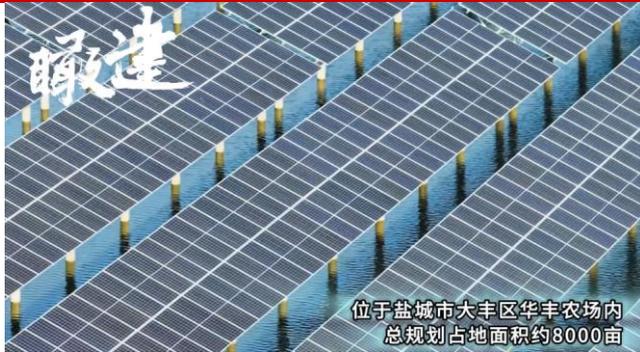
项目名称	项目状态
大丰润龙 49MW 风电项目	项目已并网发电
华丰农场 378MW 光伏项目	项目已并网发电
宁夏红崖子 100MW 光伏项目	项目已并网发电
三峡悦达阜宁 160MW/320Mwh 共享储能项目	项目已并网发电
灌东 150MW 光伏项目	正抓紧建设中
悦祥 70MW 光伏项目	正抓紧建设中
东台 100MW/200MWh 共享储能项目	正抓紧建设中

资料来源：Wind，公司公告，华西证券研究所

光伏：（1）集中式光伏是成长“中军”：华丰农场项目，即悦达华丰 378MW 渔光互补光伏发电项目，坐落于盐城市大丰区华丰农场养殖区。作为江苏省能源类重点工程以及盐城市重点工程，其总投资规模达 15.8 亿元。项目采用创新的“一地两用、渔光互补”模式，在水面上方架设光伏板用于发电，水下继续开展渔业养殖，实现资源的高效综合利用。项目年均发电量可达 4.43 亿度，每年可节约标煤约 13.34 万吨，减排二氧化碳约 36.65 万吨，减排二氧化硫约 44.7 吨，减排氮氧化物 67.27 吨，减排烟尘 9.74 吨，同时还可节约大量淡水资源，对促进节能减排、改善生态环境具有显著意义。据公司公告，项目分为东区和西区建设，其中东区项目总投资约 8.30 亿元，预计年平均营业收入 8,194 万元，年平均净利润 1,911 万元，经测算其资本金财务内部收益率达 10.39%。西区项目总投资约 7.50 亿元，预计年平均营业收入 7,284 万元，年平均净利润 1,732 万元；资本金财务内部收益率为 10.24%。综上，项目达产后，年化两区合计项目利润可达 3643 万元，对应 0.0964 元/w 利润；根据股权占比则测算上市公司归母业绩为 2550 万元。

据公司 2024 年年报，首个大型集中式光伏华丰 378MW 渔光互补项目顺利并网，标志着项目实现全容量投运。2024 年根据年报披露仅项目并表 2 个月的新能源科技发展子公司的业绩为 944 万元，交出了亮眼成绩单。

图 36 华丰 378MW 渔光互补光伏发电项目 1



资料来源：中国能建微信公众号，华西证券研究所

图 37 华丰 378MW 渔光互补光伏发电项目 2



资料来源：中国能建微信公众号，华西证券研究所

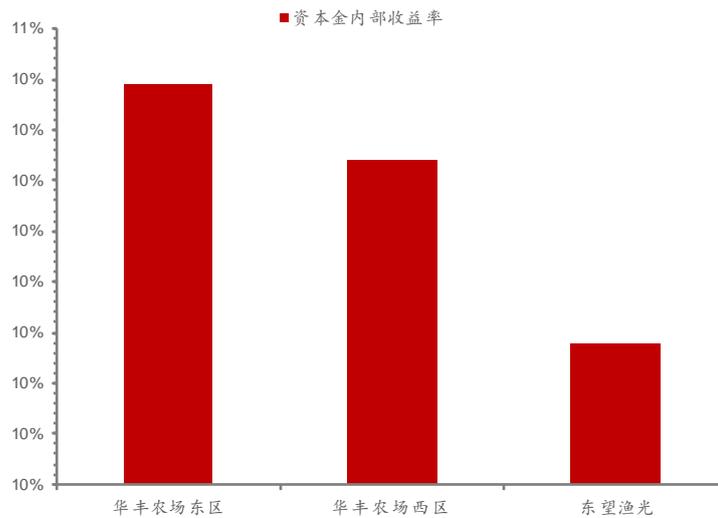
与省内其他项目相比收益率优势显著。经过与省内同类型项目的对比分析，以横店东磁在连云港赣榆区投资建设的两个 200MW 渔光互补光伏发电项目为例，东望和东赣项目的总投资均超过 11 亿元，但其全投资财务内部收益率仅为 6.97%，资本金财务内部收益率分别为 9.88%和 9.89%。相较而言，悦达华丰农场项目在内部收益率指标上展现出显著优势，显示了作为本地企业在本地化投资上的边际优势。

表 1 华丰农场 378MW 光伏项目 VS 东望渔光 200MW 互补光伏发电项目

项目名称	建设地点	项目简介	投资规模	效益分析
华丰农场 378MW 光伏项目	项目位于盐城市大丰港境内，利用大丰港华丰农场土地进行建设	项目由悦达投资（通过悦达新能）与盐城港集团联合投资，中国能建江苏院总承包西区建设，项目装机总容量约 378MW，年均发电量达 4.43 亿度，不仅是悦达投资首个大型集中式光伏项目，更是其从传统制造业向“风光储”新能源战略转型的关键里程碑。	总投资金额约 15.80 亿元，其中华丰农场东区渔光互补项目装机容量约 202MW，总投资金额约 8.30 亿元；华丰农场西区渔光互补项目装机容量约 176MW，总投资金额约 7.50 亿元。	东区 202MW 渔光互补项目预计年平均营业收入 8,194 万元，年平均净利润 1,911 万元，资本金财务内部收益率 10.39%；华丰农场西区 176MW 渔光互补项目计年平均营业收入 7,284 万元，年平均净利润 1,732 万元，资本金财务内部收益率 10.24%
东望渔光 200MW 互补光伏发电项目	江苏省连云港市赣榆区	采用渔光互补模式进行综合开发，购置太阳能组件、支架、升压变电设备、控制设备等，建设升压站、生产办公楼等配套设施，建设装机容量 200MW 的集中式光伏电站。	测算总投资约 112,177 万元。	项目投资财务内部收益率 6.97%，资本金财务内部收益率 9.88%，项目投资回收期 11.13 年。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 38 华丰农场 VS 东望渔光收益率对比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

(2) 分布式光伏：公司充分发挥新能源产业优势，建设完成悦达纺织光储充一体化项目、悦达起亚二工厂、滨海港、汽车科创园、珩创纳米等一批分布式屋顶光伏项目。此外公司建设完成盱眙整县分布式光伏项目建设，正在积极拓展盐城市域内其他工商业屋顶分布式光伏项目。2024 年共有 34MW 分布式光伏项目并网投运。

图 39 公司集中式光伏项目



资料来源：公司微信公众号，华西证券研究所

图 40 公司分布式光伏项目



资料来源：公司微信公众号，华西证券研究所

3) 光伏电站业务展望：未来 3 年内实现 1-2GW 累计装机，成长性明确

根据公司 2025 年 4 月 25 日披露的《关于估值提升计划的公告》中，公司明确了聚焦主业提升上市公司效益的计划，其中提到“未来三年（2025-2027 年）公司将壮大新能源产业集群，力争实现新能源累计装机规模 1-2GW、归母净利年复合增速不低于 50%”的目标。我们认为公司一步一个脚印，目前项目储备进展顺利，假设至 2027 年实现累计装机 2GW，则每年新增平均装机有望达到 500MW，若以参考大丰项目假设每瓦平均 8 分钱盈利，则每年新增装机有望带来新增 4000 万左右净利润（不考虑合作股权），项目若全部并网且上网量价条件不发生较大变化，测算至 2027 年仅新能源光伏电站利润有望达到 1.6 亿元/年，从盈利角度上来说将实现公司经营结构的重大转变，公司有望逐渐成为一个稳健成长型公司。

3.3.风电储能合作拓展发力

风电：未来有望与头部央企合作，推动海陆风电发展。根据公司 2024 年年报，2025 年海上风电有望进入小抢装周期，改变 2021 年抢装后连续 3 年的偏低迷建设状态，全年新增装机 14-17GW，有望超过 2021 年的装机高点。公司层面第一个项目大丰润龙 49MW 风电由悦达新能（持股 49%）与金风科技子公司天润新能（持股 51%）联合开发，安装金风科技 2-6MW 风机，该项目是悦达投资 2022 年战略转型后收购的首个风电项目。

图 41 公司陆上风电项目



资料来源：公司官网，华西证券研究所

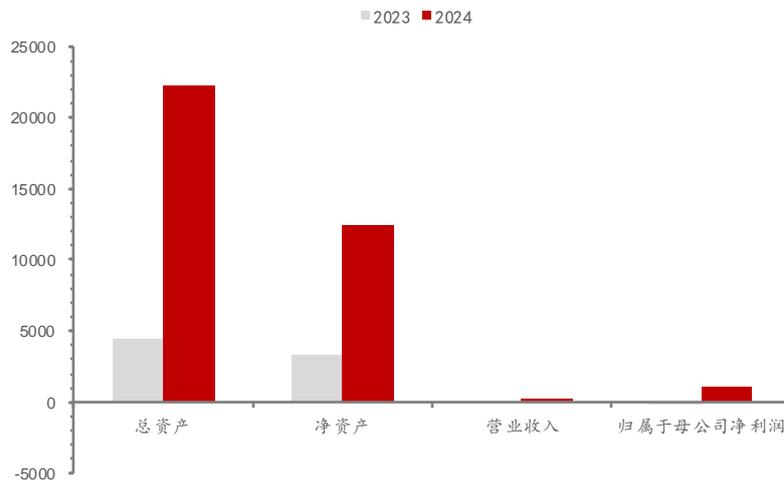
图 42 公司海上风电项目



资料来源：百度百科，华西证券研究所

储能：强强联手，打造储能标杆项目。其参股 40%投资建设的三峡悦达阜宁储能科技有限公司投资的共享储能电站成为江苏省首个纳入电力系统规划的电网侧储能项目，获得 2024 年全省电力“715 保供”重点工程地位。这种与区域发展战略的深度融合，为悦达储能业务提供了政策支持和市场保障。

图 43 悦达储能公司财务数据



资料来源：wind，公司年报，华西证券研究所

三峡悦达阜宁共享储能电站作为悦达投资储能业务的标杆项目，于 2024 年 6 月 28 日实现全容量并网，创造了从开工到并网仅用 9 个月的“悦达速度”。相比民企，央国企能以更低融资成本（如绿色债券、政策性贷款）推动大容量项目，该项目装机规模达 160MW/320MWh，是江苏省电力发展规划的重点项目，也是 2024 年全省电力“715 保供”重点工程。项目投运后表现优异，充放电效率达到 88%，超出行业

平均水平，展现出卓越的系统集成能力和运营管理水平。根据公司 2024 年年报披露，子公司悦达储能的 2024 年净利润 1064 万元（含补贴）。

图 44 三峡悦达阜宁共享储能电站



资料来源：悦达储能官网，华西证券研究所

图 45 三峡悦达阜宁共享储能电站



资料来源：阜宁发布公众号，华西证券研究所

悦达储能正在共享储能东台项目推进中。东台弥港 10 万千瓦/20 万千瓦时共享储能电站项目已顺利完成前期关键节点，包括建设指标获批、项目公司注册、可研评审、纳规批复及项目备案等全流程工作。该项目采用磷酸铁锂电池储能技术，占地 28 亩，计划总投资约 2.2 亿元，目前工程建设正有序推进，公司预计 2025 年实现全容量并网。

4.传统主业：纺织板块加大智能化、无人化技改，提升运营效率

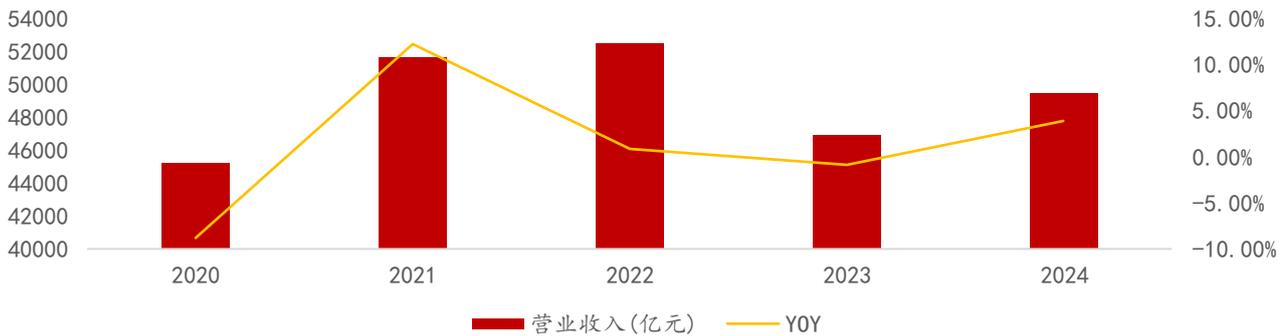
4.1.传统主业保持稳增，智能化趋势明朗

4.1.1.纺织行业平稳增长，智能化和无人化是新方向

2024 年纺织行业实现平稳收官，行业整体产销两旺，利润实现连续增长。根据工信部网站公布数据显示，2024 年规模以上纺织企业工业增加值同比增长 4.4%，营业收入 4.95 万亿元，同比增长 4.0%；利润总额 1,938.8 亿元，同比增长 7.5%。规模以上纺织企业纱、布、服装、化纤产量分别同比增长 1.3%、2.2%、4.2%、9.7%。外贸总体稳中有进，2024 年我国纺织品服装累计出口 3,011 亿美元，同比增长 2.8%。

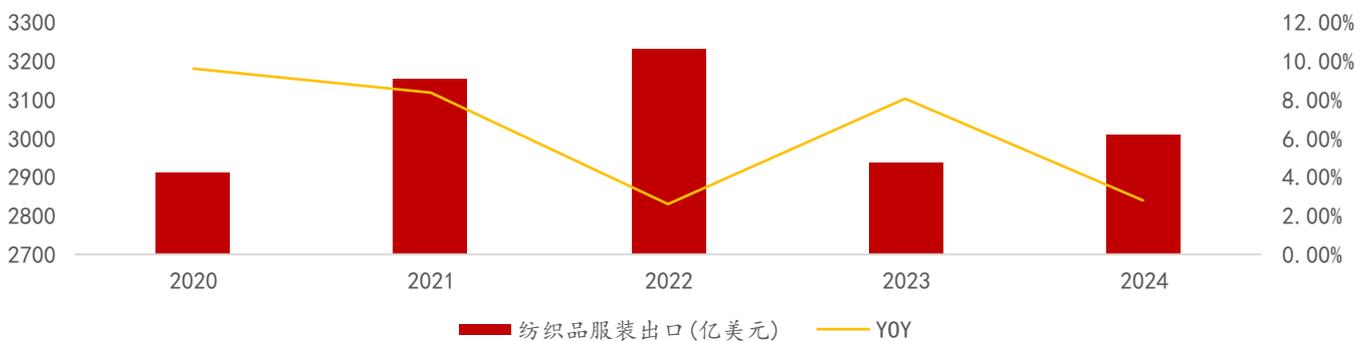
纺织业传统上是劳动密集型行业，生产模式传统，粗纱机落纱等工序都要人工完成。不过，随着招人难、用工成本的提高，行业内企业陆续推进智能化和无人化转型。

图 46 2020-2024 纺织业规模以上企业营业收入(亿元)及同比



资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 47 2020-2024 纺织服装出口额(亿美元)及同比



资料来源：海关总署，华西证券研究所

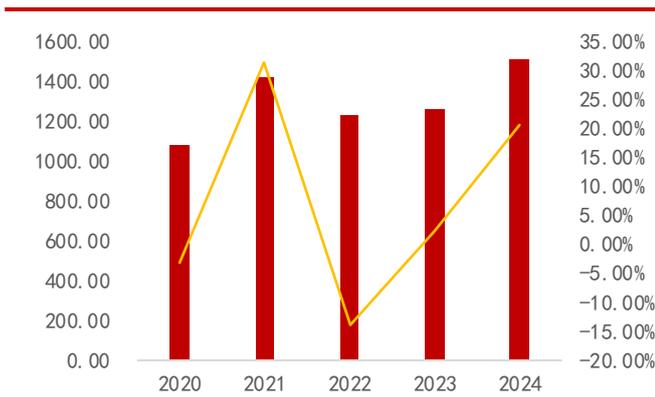
4.1.2.悦达纺织加快淘汰低端产能，推动智能改造

悦达纺织通过智改数转、强化新客户开发、拓展销售渠道、产品结构优化、大力降本增效等途径，在产品结构优化上，以绿色赋能特色，“五类”特色纱线、“1+4”面料、“四超”等特色产品效益贡献率均达 87%以上，绿色棉类、功能性等绿色产品销量也大幅提升，全年实现“四新”功能纱线销售 1,640 吨，同比增长 66.8%，实现绿色棉类销售 6,386 吨，同比增长 59.9%，实现再生类套件销售 1,407.96 万元，同比增长 76%。

为优化业务结构，聚焦“新能源、新材料、智能制造”产业定位，助力公司转型升级，根据公司 2024 年 2 月《关于江苏悦达纺织集团有限公司公开挂牌转让江苏艾文德悦达汽车内饰有限责任公司 36%股权的进展公告》，本次交易增加公司 2024 年度收益约 6,016 万元（资产处置收益）。

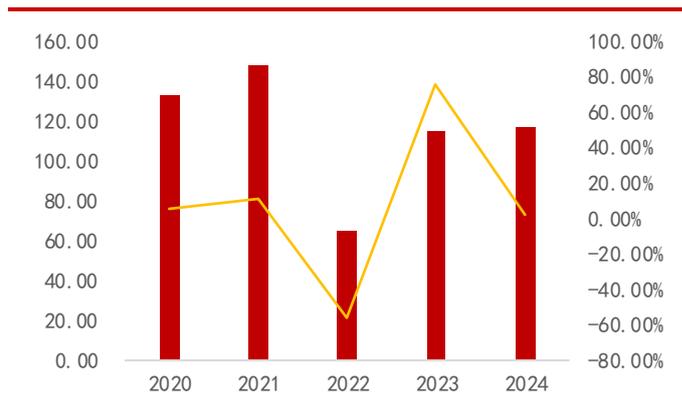
公司将持续优化布局，加快淘汰低端产能，探索柔性化生产新模式，加速实现资源配置效率最优化，在现有大规模定制智能工厂基础上，推动实施智能仓储、络筒智能化改造等；正确调整定位，加快构建以“绿色产品、绿色工厂、绿色供应链”为重点的绿色制造体系，向产业用纺织品领域延伸发展，加快生物质原纤、再生生物质纤维、生物质合成纤维三大系列产品开发步伐；不断提质增效，以智改数转为抓手，苦练内功，着力提高产品附加值，提高效率效能，提升产品质量，持续提升经营效益。

图 48 2020-2024 纺织营业收入(百万元)及同比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 49 2020-2024 纺织毛利润(百万元)及同比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

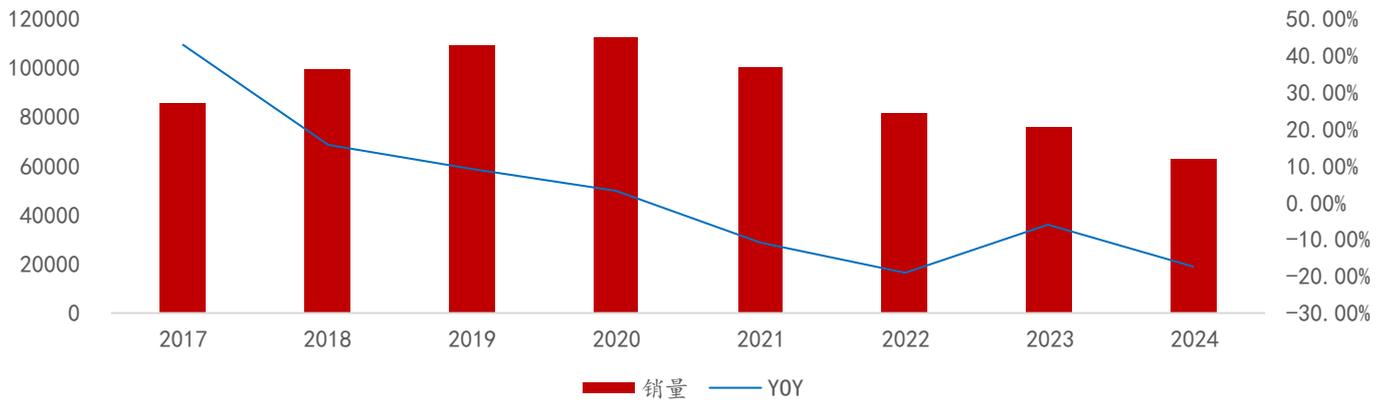
4.2. 依托盐城国资优势，专用车业务向下游环服拓展

4.2.1. 环卫车受制于地方财力，但城市服务市场保持高速增长

2024 年是全面贯彻党的二十大精神的关键之年，也是实施“十四五”规划攻坚之年。在“环卫市场化改革”和“城市大管家模式”推动下，城市服务市场保持高速增长。环保装备市场虽受政策驱动长期维持较高需求总量，但受特别国债项目审批及资金拨付集中在四季度的影响，设备采购将延至 2025 年落地，叠加地方财政支付能力弱化、客户预算缩减等因素，行业延续上年下滑态势。城市服务关乎民生，属刚性支出，其长期发展与宏观经济短期波动关联不大，而是与国民经济长期走向、政策导向、环保要求及人们生活水平相关，无明显季节性与地域性特征。

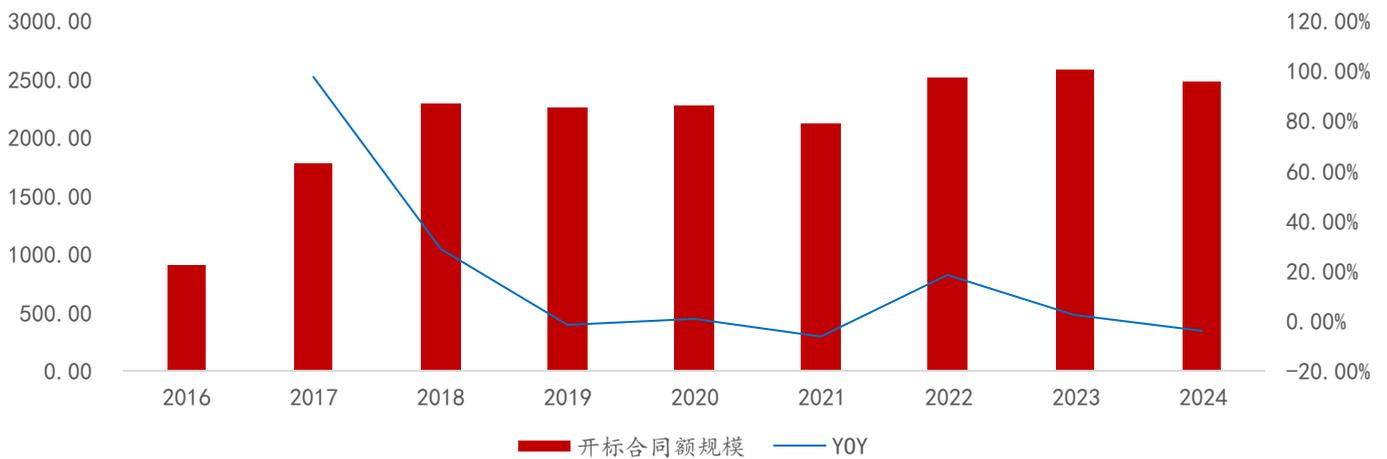
展望 2025 年，政策驱动与行业周期将形成共振：一方面，城市服务市场依托“环卫市场化改革”和“城市大管家模式”的持续深化，有望保持稳健增长；另一方面，环保装备市场将迎来多重增长动能。从政策支撑看，2025 年政府工作报告提出将赤字率提升至 4%，新增超长期特别国债 3,000 亿元、地方政府专项债 5,000 亿元，加之 2024 年 12 万亿“化债”计划有望改善地方财力，为环保装备采购提供资金保障。

图 50 2017-2024 环卫车销量及同比 (辆, %)



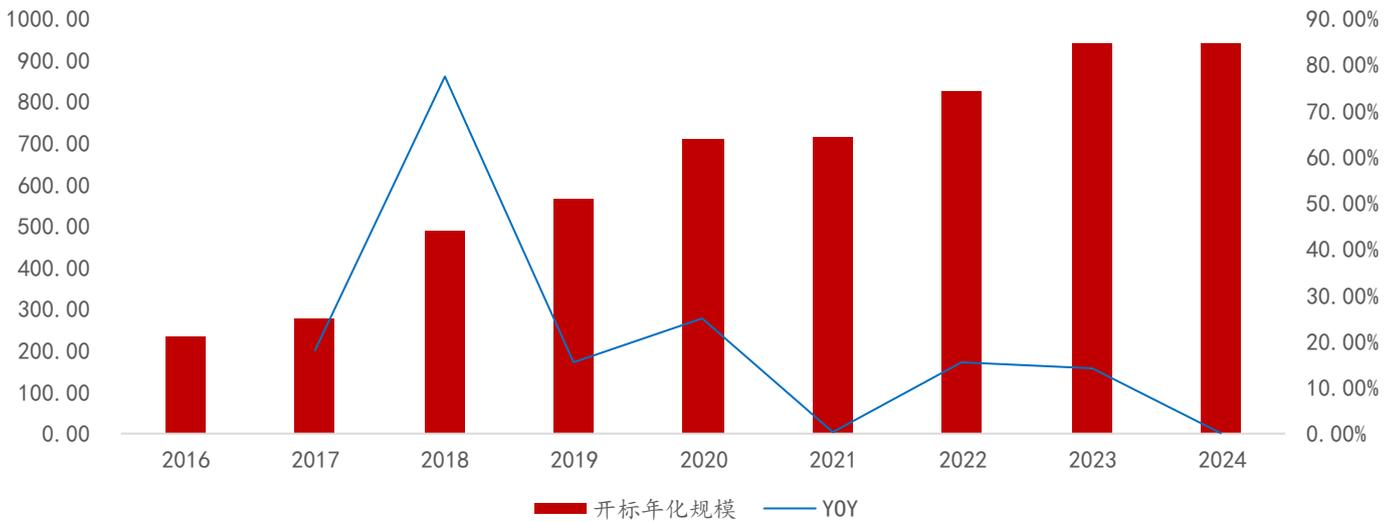
资料来源: 盈峰环境 2024 年报《2016 年-2024 年环卫车行业销量情况》, 华西证券研究所

图 51 2016-2024 年城市服务项目合同额规模 (亿元)



资料来源: 盈峰环境 2024 年报《2016-2024 年城市服务项目合同额规模》, 华西证券研究所

图 52 2016-2024 年城市服务年化规模 (亿元)



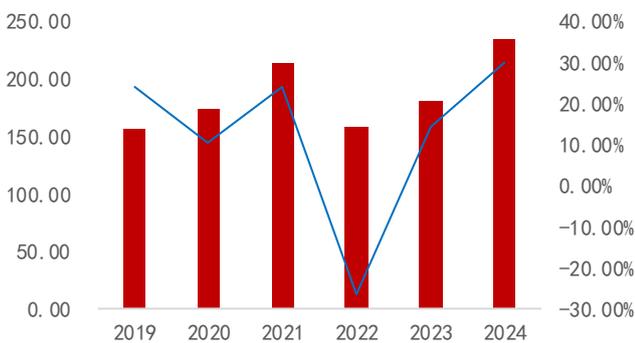
资料来源：盈峰环境 2024 年报《2016-2024 年城市服务年化规模》，华西证券研究所

4.2.2. 环卫车业务向下游环服拓展，加快项目签约

公司全资子公司悦达专用车公司主要产品包括后压缩式垃圾车、多功能洗扫车、隔离护栏清洗车、高压清洗车、餐厨式垃圾车、侧装式垃圾车、电动环卫车等在内的专用车。其中主导产品后压缩式垃圾车引进日本先进技术，性能达到国际先进水平。

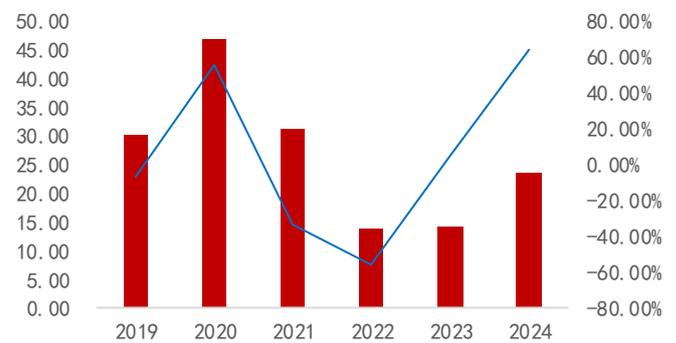
悦达专用车公司围绕“聚焦主产品、发展新能源、提升竞争力”的指导思想，相关研发创新工作按计划有序推进，完成 3 吨两扫洗扫车、5 吨洗扫车、高性价比 8 吨高压清洗车研发工作，新车型已形成销售 57 台，销售金额 1,903.63 万元。加速扩张环服版图，战略转型迈出坚实步伐，锚定本土市场搭建智慧环卫管理平台，推进环卫服务板块步入“快车道”，紧盯盐城市经开区、大市区、盐南高新区等重点项目，通过优化资源配置、整合内外部资源，加快项目签约，共计运营环服项目 20 个，合同金额 2.5 亿元。

图 53 2019-2024 专用车营业收入(百万元)及同比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 54 2020-2024 专用车毛利润(百万元)及同比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

4.3.智能农装有望缩窄亏损，未来出口是发力点

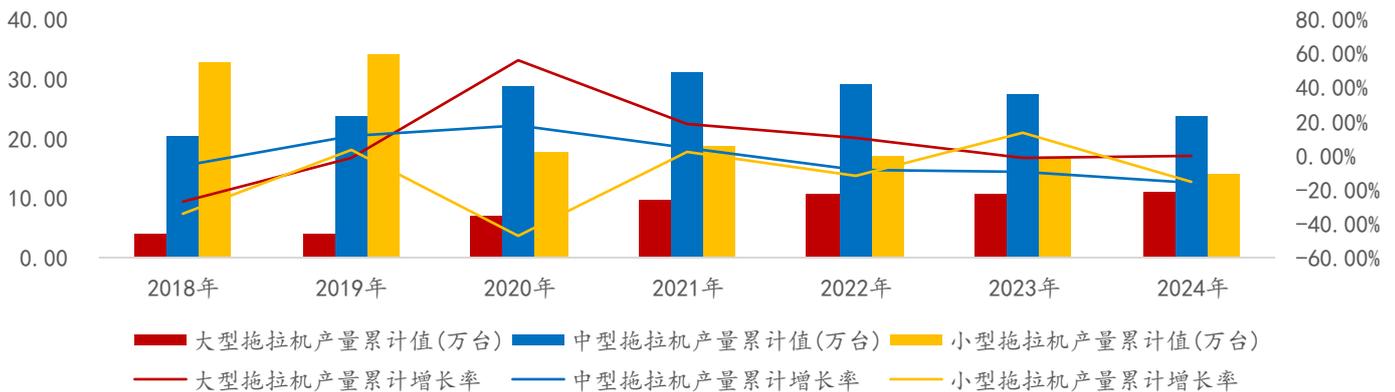
4.3.1.拖拉机市场需求端下行，智能化和电动化是未来重要趋势

2024年，拖拉机总体产量呈现下降态势，而行业整体亮点集中在技术创新领域，智能化与电动化成为两大关键发展方向。根据国家统计局数据显示，2024年，大型拖拉机累计产量为111,833台，同比下降0.3%；中型拖拉机累计产量为236,537台，同比下降16.0%；小型拖拉机累计产量为14.1万台，同比下降15.1%。

拖拉机按大小可分为大型拖拉机、中型拖拉机、小型拖拉机，从产量占比来看，在2024年我国拖拉机销量占比中最高为中型拖拉机；其次为小型拖拉机。我国拖拉机市场需求达到饱和，市场需求由刚性需求过渡到市场更新拉动，全面进入存量市场。尤其在2022年国三升国四动力机械排放升级市场透支影响后，拖拉机市场销量连续两年出现下滑。

拖拉机产业正面临着技术升级迭代及应用场景的变化，智能化和电动化是新趋势。一方面，在大众化产品可靠性、适应性上实现突破，尤其是通过针对性开发、技术工艺更新、原材料创新以及精益制造等手段，提升产品的作业可靠性，并且适应丘陵、山地等多地貌作业环境。另一方面，在发动机国四排放、新能源拓展以及动力换挡、大马力关键技术突破等领域实施技术攻关，以满足用户大型化、智能化、低能耗等全方位需求，加速进口产品的国产化替代。

图 55 2018-2024 国内大、中、小型拖拉机产量累计值(万台)及累计增长率

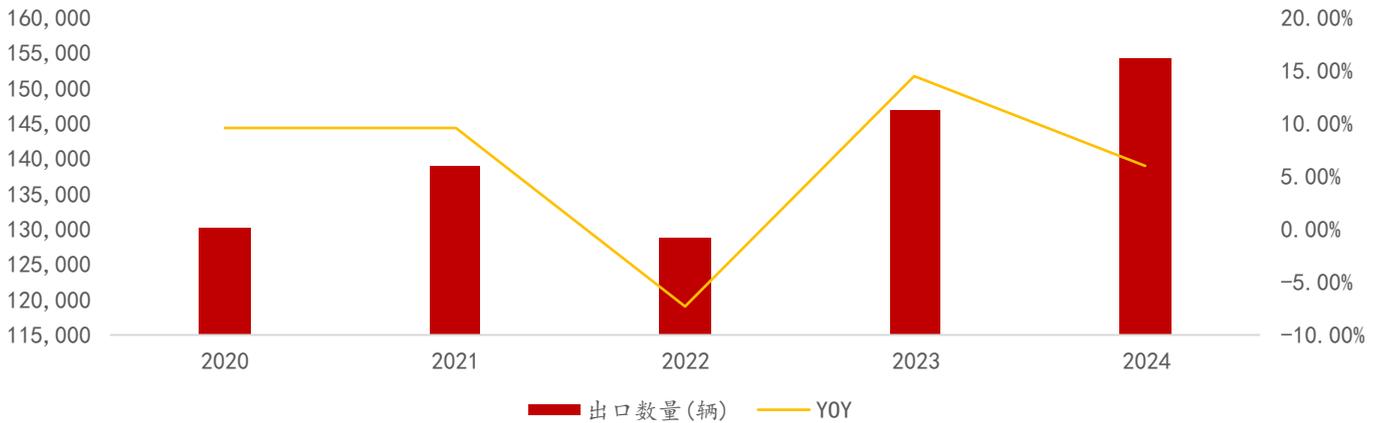


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

4.3.2.欧美退出后，拖拉机在俄罗斯和中亚市场有较大提升空间

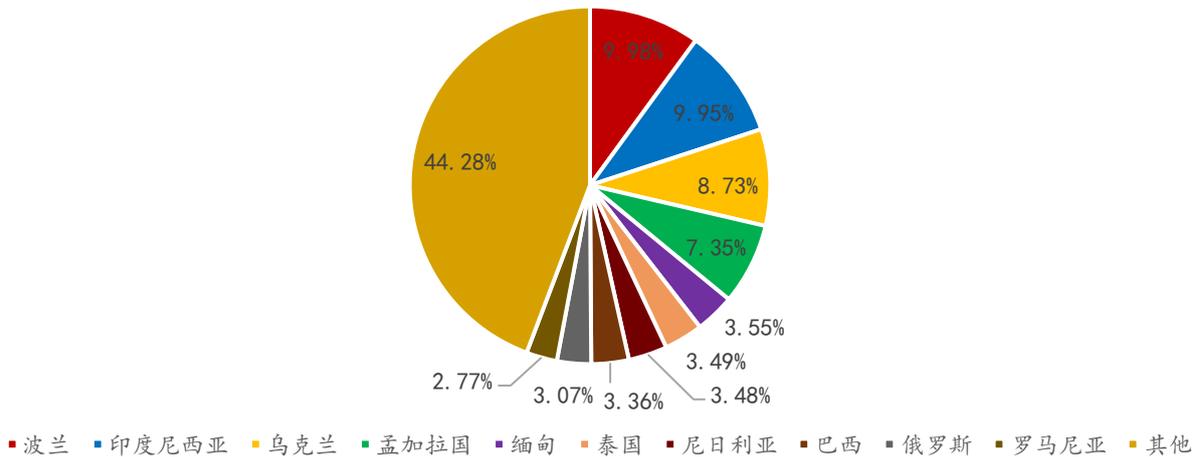
中国拖拉机出口市场主要集中在家庭农场作业的欧洲、美洲、非洲等地，在俄罗斯、中亚等地也有一定市场，但在大马力拖拉机出口方面，主要面向中亚和俄罗斯。中国品牌在俄罗斯市场占比约20~25%，在中亚市场占比约20%，欧美品牌退出后有较大提升，但整体占比仍相对不高。根据海关总署25Q1数据统计，波兰、印尼、乌克兰位居我国拖拉机出口地区前列，我们认为未来俄罗斯和中亚市场还有较大提升空间。

图 56 2020-2024 拖拉机出口数量（辆）及同比



资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 57 2025 年 Q1 国内拖拉机出口地区分布占比情况

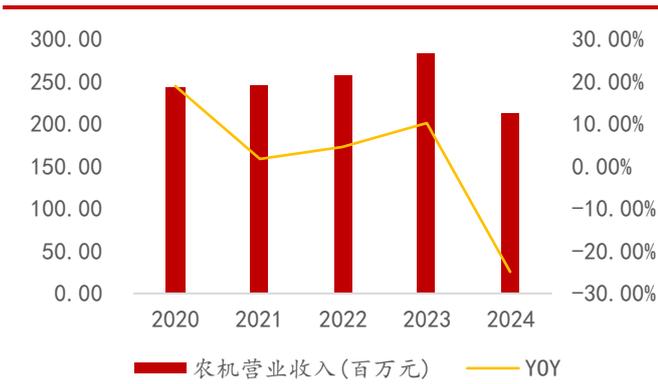


资料来源：海关总署，华西证券研究所

4.3.3. 公司拖拉机业务受市场下行承压，未来瞄准国际出口

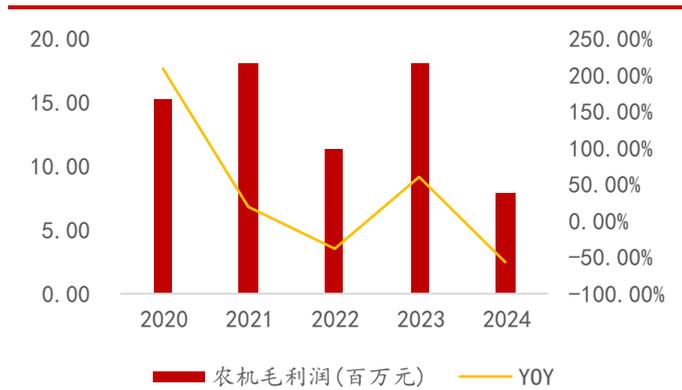
智能农装主导产品拖拉机功率覆盖 25-300 马力，是我国直联式全齿轮传动轮式拖拉机品种最全、谱系最宽的企业之一。2024 年，公司全面升级 YCX504D 大棚王、YC504 窄轮距等产品，持续跟踪新 YBX504Y-1 大棚王田间试验工作，加速完成 YS 换代产品试验定型，完成电动拖拉机电机和液压系统优化改进、增配驾驶室等。创新营销模式，大力推进市场开拓，海外市场新开发经销商 17 家，全年外销 1,320 台，抢抓国家大规模设备更新和消费品“以旧换新”政策机遇，大力推动“以旧换新”活动，完成 200 台销售目标。

图 58 2020-2024 农机营业收入(百万元)及同比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 59 2020-2024 农机毛利润(百万元)及同比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

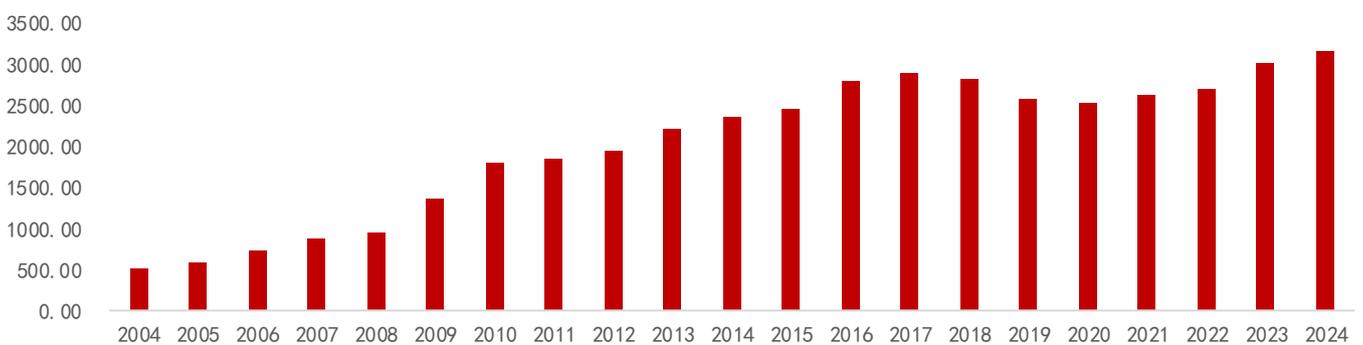
4.4. 整车物流开拓新合作车企

4.4.1. 汽车产销量稳步增长，支撑整车物流行业蓬勃发展

中国汽车工业协会数据表明，国内汽车产销量分别达到 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比增幅为 3.7%和 4.5%，连续 16 年蝉联全球产销规模首位。值得关注的是，中国千人汽车保有量仅约 251 辆，与发达国家 600-800 辆的水平存在显著差距，这一现状反而印证了中国汽车市场具备强劲的需求增长潜力。2024 年，中国汽车产业在“内卷”与“外拓”中呈现出“量稳质升”的特征，全年产销量分别为 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%。

2024 年，国务院《政府工作报告》多次强调“物流”工作，明确部署“降低物流成本行动”。同年发布的《关于做好 2024 年降成本重点工作的通知》《交通物流降本提质增效行动计划》等政策文件，均将“降本增效”作为核心目标，提出一系列举措：完善现代物流体系，推进物流枢纽建设，发展多式联运；加强信息数据共享，提升技术装备绿色化水平；重点推动交通物流在结构性、系统性、制度性、技术性、综合性、经营性等维度实现降本提质增效，加快发展智慧物流与绿色物流。

图 60 2004-2024 中国汽车销量 (万辆)



资料来源：长久物流 2024 年报《2004 年-2024 年中国汽车销量》，华西证券研究所

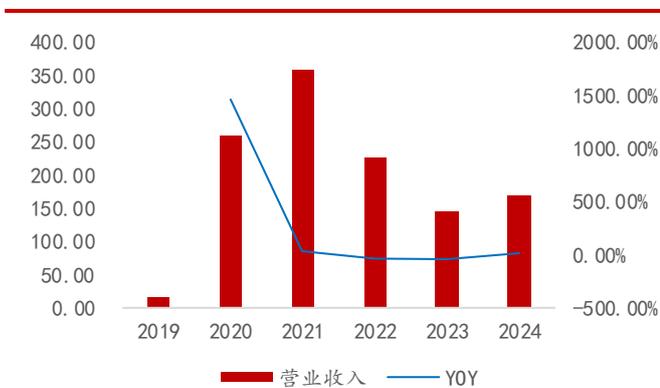
4.4.2.旗下长久物流开拓签约其他品牌车企，扩大物流品类

已剥离出上市公司的资产悦达智行主要从事起亚品牌汽车销售与维修业务。截至2023年末，悦达智行公司在营汽车专营店24家。2020-2023年，悦达智行公司累计销售汽车38,279台，历年汽车销售情况为：2020年7,907台，2021年11,696台，2022年9,016台，2023年9,660台。物流业务因承运悦达起亚公司业务减少，收入有所下降。

24年公司持股51%的悦达长久物流公司实现营业收入1.76亿元，取得悦达起亚座椅、冲压模具等部分运输业务，并取得整车出口泰国的海运业务，推进悦达起亚出口车集港业务份额提升；成功取得奔腾小马20%整车运输业务份额，成为一汽物流直接承运商；拓展上海罗集帝出口中南美、集装箱铁路出口中亚等货代业务，与无锡伟硕物流合作仓储配送业务。

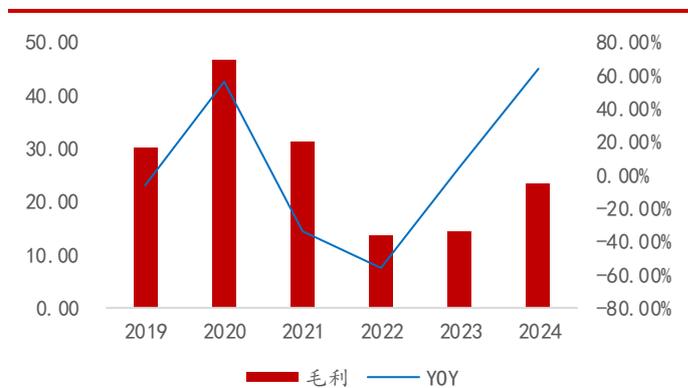
我们认为该业务稳步改善中，2024年根据披露该子公司仅亏损140万元，扩大业务范围后未来有望扭亏。

图 61 2019-2024 物流营业收入(百万元)及同比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 62 2019-2024 物流毛利润(百万元)及同比



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

4.5.投资业务持续为公司贡献收益，布局新材料前沿科技

参股公司按照年报所示，以权益法进行财务收益核算。

- 1) 公路收费：2024年公司持股6%的京沪高速公司，实现营业收入100.14亿元，净利润10.17亿元。并表投资收益5596万元。
- 2) 火电业务：2024年公司持股20%的陈港电厂，实现营业收入28.83亿元，净利润0.95亿元。投资并表收益1904万元，收到现金分红为2836万元。
- 3) 金融服务：2024年公司持股25%的悦达集团财务公司实现营业收入0.95亿元，净利润0.56亿元。公司持股40%的悦达融资租赁公司实现营业收入1.51亿元，净利润0.53亿元。

此外，公司投资了上市公司阿尔特股权，按照2024年年报披露公司持股853.4万股，此投资影响公允价值变动科目，2024年公允价值科目亏损为2091万元，主要由持有阿尔特股票价值下跌带来；

在新材料等前沿领域布局领先：2022年，公司成功领投珩创纳米磷酸锰铁锂项目，2023年12月，珩创纳米融资9,000万元，投后估值17.8亿元，新一轮融资后悦达投资持股比例为7.52%。2024年5月，年产1万吨磷酸锰铁锂正极材料产线正式投产，形成了1.5万吨的综合产能，2024年末，珩创纳米的产品和技术获得国内头部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

汽车电池厂家验证通过，产品出货量较上一年度实现 4 倍以上的增长，连续两年占据行业领先地位。2024 年，荣获“国家高新技术企业”称号，入选“江苏省潜在独角兽企业”、“2024 胡润中国新能源潜力企业百强榜-最年轻上榜企业”等荣誉称号。

此外，公司与南京大学科研团队深入合作，成立**江苏浩钠新能源科技**，该公司专注于钠离子电池正极材料，潜在应用领域包括大规模储能、低速电动车、二轮电动车及通信基站等，同时在硬碳负极、电解液、电芯集成技术等方面拥有深厚的技术积累。

表 8 2015-2024 权益法下确认的主要参股公司投资损益一览表（百万元）

年份	悦达融资租赁公司	悦达集团财务有限公司	陈家港发电有限公司	京沪高速公路有限公司	合计
2015 年	/	0.01	69.04	250.84	319.89
2016 年	/	4.95	40.41	243.18	288.54
2017 年	/	11.61	19.93	280.86	312.40
2018 年	14.55	16.29	11.66	236.63	279.13
2019 年	30.69	19.20	1.65	173.57	225.11
2020 年	27.02	18.23	6.31	36.06	87.63
2021 年	14.53	15.89	0.02	-39.07	-8.63
2022 年	10.06	14.10	28.31	-3.24	49.22
2023 年	5.91	13.60	31.52	32.98	84.01
2024 年	21.17	13.90	19.04	55.96	110.07

资料来源：公司年报，华西证券研究所

5. 盈利预测

我们认为在公司转型的背景下，新能源和新材料相关的业务积极拓展，未来随着装机不断并网，新能源相关的收入增长有望看到显著增长，毛利率相对传统主业较高，我们判断有望维持在 25% 左右。公司主业棉纱业务稳定增长，毛利率相对稳定；其他传统业务也持续稳健发展。我们预计 2025-2027 年，公司营业收入 30.34/34.49/38.57 亿元，同比增速+0.3%/+13.5%/+11.8%，归母净利润 0.65/1.00/1.3 亿元，同比增速+138.3%/53.9%/30.1%；对应 EPS 为 0.08/0.12/0.15 元，对应 6 月 23 日 4.9 元收盘价 64.20/41.72/32.07x PE。首次覆盖予以“增持”评级。

表 9 盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
棉纱					
收入	805	1,100	1,312	1,392	1,448
同比(%)	7.6%	36.5%	19.3%	6.1%	4.0%
成本	737	1,010	1,199	1,272	1,323
毛利	68	90	113	120	125
毛利率(%)	8.5%	8.2%	8.6%	8.6%	8.6%
销售量(吨)	26,900	37,000	43,290	45,455	46,818
同比(%)	4.7%	37.5%	17.0%	5.0%	3.0%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

产销率(%)	100.4%	101.6%	100.0%	100.0%	100.0%
单位售价 (元/吨)	29,941	29,723	30,317	30,621	30,927
单位毛利 (元/吨)	2,545	2,434	2,619	2,646	2,672

坯布

收入	284	239	306	354	409
同比(%)	0.5%	-15.9%	28%	16%	16%
成本	262	233	298	344	398
毛利	22	6	8	9	11
毛利率(%)	7.9%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
销售量 (万米)	1,645	1,805	2,437	2,680	2,948
同比(%)	-0.3%	9.7%	35.0%	10.0%	10.0%
产销率(%)	100.6%	100.8%	100.0%	100.0%	100.0%
单位售价 (元/万米)	172,778	132,366	125,747	132,035	138,636
单位毛利 (元/万米)	13,672	3,535	3,358	3,526	3,702

专用车

收入	180	234	311	362	416
同比(%)	14.4%	29.8%	33%	16.4%	15.0%
成本	166	210	280	326	375
毛利	14	23	31	36	42
毛利率(%)	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
销售量 (台)	388	618	865	1,038	1,194
同比(%)	28.1%	59.3%	40.0%	20.0%	15.0%
产销率(%)	103.2%	103.3%	100.0%	100.0%	100.0%
单位售价 (元/台)	464,227	378,382	359,463	348,679	348,679
单位毛利 (元/台)	36,830	37,913	36,017	34,936	34,936

农业装备

收入	284	214	249	302	365
同比(%)	10.1%	-24.9%	17%	21.2%	20.6%
成本	266	206	239	290	348
毛利	18	8	10	13	17
毛利率(%)	6.4%	3.7%	4.2%	4.2%	4.6%
销售量 (台)	5,672	4,288	4,931	5,917	7,101
同比(%)	22.0%	-24.4%	15.0%	20.0%	20.0%
产销率(%)	94.2%	103.2%	100.0%	100.0%	100.0%
单位售价 (元/台)	50,155	49,830	50,577	51,083	51,338
单位毛利 (元/台)	3,207	1,842	2,110	2,131	2,386

家纺制品 (床上用品)

收入	166	175	184	187	191
同比(%)	9.1%	5.0%	5%	2.0%	2.0%
成本	143	154	162	164	168
毛利	24	21	22	23	24
毛利率(%)	14.3%	11.9%	11.9%	12.3%	12.3%
销售量 (万件)	395	337	344	351	358
同比(%)	25.3%	-14.6%	2.0%	2.0%	2.0%
产销率(%)	100.4%	115.8%	100.0%	100.0%	100.0%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

单位售价 (元/万件)	421,034	518,107	533,650	533,650	533,650
单位毛利 (元/万件)	60,299	61,552	63,398	65,749	65,749
物流					
收入	146	168	185	203	224
同比(%)	-35.0%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	143	159	174	191	210
毛利	3	10	11	12	13
毛利率(%)	2.3%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%
其他主营业务 (新能源业务)					
收入	60	147	264	420	576
同比(%)		144.4%	79.8%	59.2%	37.2%
成本	77	126	198	315	432
毛利	-17	21	66	105	144
毛利率(%)	-28.2%	14.1%	25.0%	25.0%	25.0%
当年新增收入 (百万元)			117	156	156
当年新增装机 (MW)			300	400	400
上网电价 (元/W)			0.39	0.39	0.39
整体					
收入	3,127	3,032	3,040	3,449	3,857
同比(%)	1.8%	-3.0%	0.3%	13.5%	11.8%
成本	2,883	2,794	2,751	3,103	3,454
毛利	244	238	289	346	403
毛利率(%)	7.8%	7.9%	9.5%	10.0%	10.4%

资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

我们选取同类型的光伏、风电和储能等新能源相关业务的协鑫能科、晶澳科技公司作为可比对象，其 2025 年和 2026 年 Wind 一致预期均值为 39.41x 和 15.22x PE。

表 10 估值表 (截止到 2025/6/23 收盘日)

证券代码	证券简称	2025E	2026E
002015.SZ	协鑫能科	21.58	18.29
002459.SZ	晶澳科技	57.23	12.15
	平均	39.41	15.22

资料来源：Wind，华西证券研究所

注：可比公司预计 PE 均为 wind 一致预期

6. 风险提示

新能源项目不及预期：如果新能源项目因主客观因素建设和并网不及预期，则公司业绩可能不及我们预期。

成本高于预期：如果成本高于预期，则公司盈利能力可能不及预期。

投资项目不及预期：公司投资收益科目占比较大，如果公司长期投资的各资产表现不及预期，则将带来公司整体业绩不及预期。

系统性风险等：A 股整体走势及估值可能影响公司股价表现。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,033	3,040	3,449	3,857	净利润	2	46	70	82
YoY(%)	-3.0%	0.3%	13.5%	11.8%	折旧和摊销	160	265	195	237
营业成本	2,794	2,751	3,103	3,454	营运资金变动	2	193	-164	93
营业税金及附加	19	20	22	25	经营活动现金流	74	389	-39	256
销售费用	107	116	135	148	资本开支	-971	-697	-724	-721
管理费用	208	213	241	270	投资	-106	-236	-138	-135
财务费用	68	43	53	71	投资活动现金流	-1,100	-801	-714	-688
研发费用	79	80	91	102	股权募资	232	0	0	0
资产减值损失	-7	-16	-6	-9	债务募资	1,110	319	316	209
投资收益	130	130	144	163	筹资活动现金流	1,203	241	232	120
营业利润	-7	25	55	71	现金净流量	178	-171	-521	-312
营业外收支	10	28	26	24					
利润总额	3	53	81	95	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	1	7	11	12	成长能力				
净利润	2	46	70	82	营业收入增长率	-3.0%	0.3%	13.5%	11.8%
归属于母公司净利润	27	65	100	130	净利润增长率	-28.9%	138.3%	53.9%	30.1%
YoY(%)	-28.9%	138.3%	53.9%	30.1%	盈利能力				
每股收益	0.03	0.08	0.12	0.15	毛利率	7.9%	9.5%	10.0%	10.4%
					净利率	0.9%	2.1%	2.9%	3.4%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	0.3%	0.7%	0.9%	1.2%
货币资金	1,391	1,220	698	386	净资产收益率 ROE	0.6%	1.5%	2.2%	2.8%
预付款项	28	35	36	40	偿债能力				
存货	380	599	542	707	流动比率	1.12	0.90	0.74	0.58
其他流动资产	1,457	946	1,506	1,042	速动比率	0.90	0.60	0.48	0.25
流动资产合计	3,256	2,800	2,782	2,176	现金比率	0.48	0.39	0.19	0.10
长期股权投资	2,723	2,923	3,023	3,123	资产负债率	46.9%	47.9%	50.8%	50.4%
固定资产	2,050	2,630	3,225	3,834	经营效率				
无形资产	214	116	133	100	总资产周转率	0.34	0.31	0.34	0.36
非流动资产合计	6,295	7,030	7,782	8,488	每股指标 (元)				
资产合计	9,551	9,829	10,564	10,664	每股收益	0.03	0.08	0.12	0.15
短期借款	1,865	2,165	2,465	2,665	每股净资产	5.18	5.26	5.38	5.54
应付账款及票据	686	556	905	709	每股经营现金流	0.09	0.46	-0.05	0.30
其他流动负债	364	402	396	393	每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,916	3,123	3,766	3,768	估值分析				
长期借款	1,281	1,281	1,281	1,281	PE	163.33	64.20	41.72	32.07
其他长期负债	282	301	317	326	PB	0.86	0.93	0.91	0.88
非流动负债合计	1,562	1,582	1,598	1,607					
负债合计	4,478	4,705	5,364	5,375					
股本	851	851	851	851					
少数股东权益	668	649	619	572					
股东权益合计	5,073	5,124	5,201	5,289					
负债和股东权益合计	9,551	9,829	10,564	10,664					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。