

聚焦高盈利市场，储能业务迅速增长
——通润装备首次覆盖

机械设备

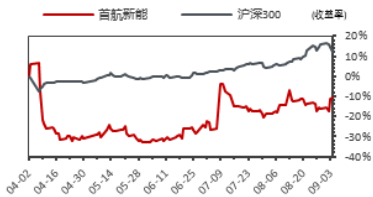
报告原因:

买入 (首次评级)

市场数据:	2025 年 09 月 04 日
收盘价 (元)	15.84
一年内最高/最低 (元)	16.16/9.94
市净率	2.9
股息率 (分红/股价)	0.63
流通 A 股市值 (百万元)	5,679
上证指数/深证成指	3,766/12,119
注: "股息率" 以最近一年已公布分红计算	

基础数据:	2025 年 06 月 30 日
每股净资产 (元)	5.5
资产负债率%	54.10
总股本/流通 A 股 (百万)	363/359
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与沪深 300 指数对比走势:



资料来源: 聚源数据

相关研究

证券分析师

朱攀
S0820525070001
021-32229888-25527
zhupan@ajzq.com

投资要点:

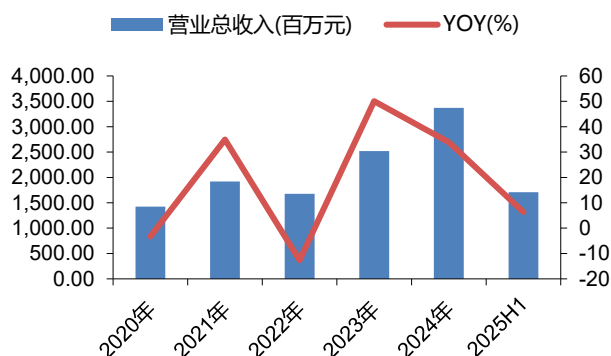
- **投资建议:** 首次覆盖, 给予"买入"评级。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 2.8 /4.0/4.9 亿元, 对应 PE 分别为 21/15/12 倍。公司估值低于行业可比公司均值, 考虑公司基本盘美国业务稳固, 新市场持续突破, 储能业务进入快速增长期, 给予"买入"评级。
- **行业与公司情况:** 公司主营光储产品 (25H1 收入占比 61.65%) + 金属制品 (25H1 收入占比 37.82%), 未来增长点主要在于光伏逆变器+储能; 光储行业需求预计随着全球碳中和推进有望继续增长; 公司是美国工商业逆变器、韩国逆变器市场的细分龙头; 公司竞争优势体现在常年积累的品牌实力、售后服务能力以及背靠正泰集团。
- **有别于大众的认识:** 1) **公司基本盘美国业务稳固。**公司美国收入占比高, 市场担心美国政策利空公司新能源业务。我们认为, 针对美国加征关税, 公司已提前备货, 库存可覆盖 2025 年全年出货量, 有效对冲了短期风险。同时公司在东南亚具备一定产能可对冲政策风险。其次大而美法案对大储影响较大 (电芯主要为中国制造), 而对公司的基本盘工商业逆变器影响较小。2) **新市场持续突破。**市场担心公司仅聚焦个别细分市场, 增长潜力有限。我们认为, 公司在韩国、美国细分市场处于龙头地位, 随着全球化持续拓展, 公司在欧洲、日本、澳洲已实现产品与业务的突破, 比如公司针对欧洲市场需求特点, 创新性推出全场景光储一体化解决方案, 2025 年初以来, 已获得乌克兰 159MWh 储能项目、德国 12MW/40MWh 储能项目、罗马尼亚 14MW/30MWh 储能项目、保加利亚 34MWh 储能项目等。在日本市场, 公司储能业务稳步推进, 日本 AJ 中国电力 6.6MW/27MWh 储能项目、日本 FL 鹿儿岛 3.2MW/10MWh 储能项目等多个标志性项目进展顺利。3) **储能业务进入快速增长期。**公司拥有工商业储能与大储全系产品, 并入选 2025 年第一、二季度全球光伏逆变器制造商及全球一级储能系统集成商第一梯队 (Tier 1), 25H1 储能产品收入 1.2 亿元, yoy+149%, 毛利率高达 28%。结合欧洲、日本储能在手订单情况, 我们预计公司储能业务还将继续高速增长。
- **关键假设点:** 1) 逆变器业务: 随着全球光伏需求稳步增长, 考虑公司持续拓展新市场, 预计公司 25-27 年逆变器业务收入增速为 20%/20%/20%。2) 储能业务: 全球储能需求快速增长, 公司在欧洲、日本持续获取订单, 预计公司 25-27 年储能收入增速为 80%/70%/60%。
- **催化剂:** 1) 持续斩获储能订单。2) 美国政策转向新能源友好。
- **风险提示:** 竞争加剧导致毛利率降低; 政策风险导致需求不及预期; 国际贸易摩擦风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,518	3,371	3,965	4,736	5,715
同比增长率 (%)	50.1%	33.9%	17.6%	19.4%	20.7%
归母净利润 (百万元)	64	217	281	397	494
同比增长 (%)	-56.8%	237.3%	29.5%	41.2%	24.2%
每股收益 (元/股)	0.18	0.60	0.77	1.09	1.36
毛利率 (%)	24.3%	30.1%	30.5%	30.3%	29.8%
ROE (%)	3.9%	11.4%	12.9%	15.4%	16.1%
市盈率	81.0	24.1	20.5	14.5	11.6

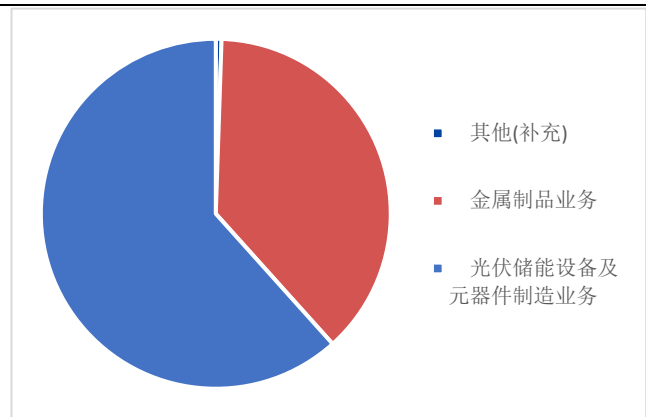
注: "市盈率" 是指目前股价除以各年每股收益; "净资产收益率" 是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图表 1：22 年以来公司收入稳步增长



资料来源：WIND，爱建证券研究所

图表 2：25H1 公司收入主要由光储产品+金属制品构成



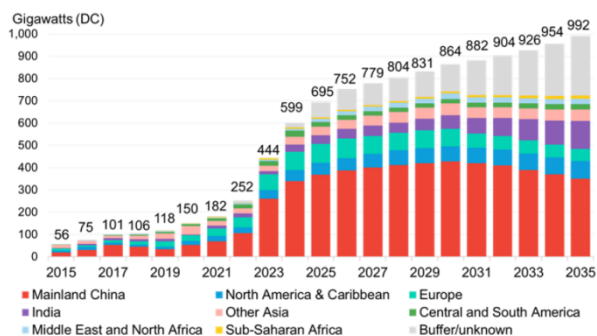
资料来源：WIND，爱建证券研究所

图表 3：公司在韩国、美国工商业细分市场地位领先

	韩国逆变器	北美三相组串机	BloombergNEF 光伏逆变器及储能集成商
市场占有率/评级	38.50%	42%	Tier 1

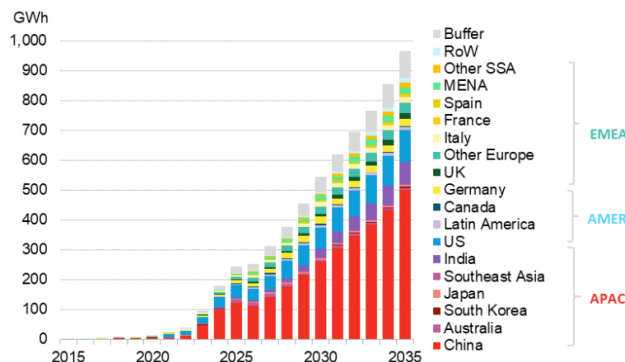
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 4：光伏新增装机量有望持续增长



资料来源：BloombergNEF，爱建证券研究所

图表 5：储能新增装机量有望持续增长



资料来源：BloombergNEF，爱建证券研究所

图表 6：公司在日本、欧洲中标趋势较好

中标项目	信息来源	日期
四川能投逆变器框架协议采购项目	正泰电源公众号	2025 年 2 月
三峡集团集中采购项目：320kW 组串式逆变器	正泰电源公众号	2025 年 2 月
乌克兰多地共计约 159MWh 储能项目	公司公告	2025 年 4 月
德国 12MW/40MWh 储能项目	公司公告	2025 年 4 月
温州乐清 167.5MW/335MWh 独立储能项目	公司公告	2025 年 5 月开工
浙江乐清 30MW/60MWh 储能项目	公司公告	2025 年 5 月并网

泰州 100MW 渔光互补+10MW/20MWh 储能项目	公司公告	2025 年 5 月并网
伊戈尔电气：北美 GW 系列项目	公司公告	2025 年 6 月
日本 AJ 中国电力 6.6MW/27MWh 储能项目	公司公告	2025 年 8 月
日本 FL 鹿儿岛县 3.2MW/10MWh 储能项目	公司公告	2025 年 8 月
罗马尼亚 14MW/30MWh 储能项目	公司公告	2025 年 8 月在建
保加利亚 67MW 光伏解决方案	公司公告	2025 年 8 月并网

资料来源：公司公告，正泰电源公众号，爱建证券研究所

图表 7：可比公司估值表（截至 9 月 4 日）

名称	代码	总市值	归母净利润（亿元）			PE		
		（亿元）	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
阳光电源	300274.SZ	2,404.9	134	147.8	161.1	17.9	16.3	14.9
锦浪科技	300763.SZ	296.1	11.6	14.3	17.1	25.5	20.7	17.3
固德威	688390.SH	127.0	2.7	5.0	6.9	47.0	25.4	18.4
上能电气	300827.SZ	171.4	6.3	8.0	9.9	27.2	21.4	17.3
艾罗能源	688717.SH	123.2	4.2	6.3	8.2	29.3	19.6	15.0
德业股份	605117.SH	621.2	37.1	45.8	54.9	16.7	13.6	11.3
平均值						27.3	19.5	15.7
通润装备	002150.SZ	57.5	2.8	4.0	4.9	20.5	14.5	11.6

资料来源：Wind，爱建证券研究所 备注：所有可比公司业绩均为 Wind 一致预期

风险提示：

- 1、竞争加剧，导致毛利率降低。**目前，新能源领域竞争严重，产品价格持续下滑，公司毛利率面临下降的风险。
- 2、政策风险，导致需求不及预期。**虽然全球新能源度电成本持续下降，但仍有部分地区成本高于化石能源，叠加新能源间歇性波动、电力市场化、电网消纳、土地成本、税收波动等因素影响，仍需政府政策支持。尽管全球低碳发展的趋势不变，但如果部分市场的政府支持政策发生重大变化，将在一定程度上影响行业的发展节奏。
- 3、国际贸易摩擦风险。**部分国家出于扶持本土制造业等目的，存在限制光伏、储能等产品进口，提高产品关税等贸易壁垒，国内新能源厂商面临着出口受阻的风险。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	949	1,098	800	837	1,012	净利润	102	273	352	497	617
应收款项	830	991	1,250	1,539	1,834	折旧摊销	71	96	90	116	135
存货	891	1,262	1,258	1,758	1,909	营运资本变动	2,129	1,146	323	1,383	767
流动资产	2,822	3,621	3,622	4,473	5,137	经营活动现金流	252	239	182	410	594
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	364	97	469	330	362
固定资产	619	605	634	633	614	投资变动	0	0	20	43	61
在建工程	191	258	172	114	76	投资活动现金流	-923	-95	-489	-373	-423
无形资产	216	197	638	914	1,203	银行借款	901	918	920	920	920
非流动资产	1,344	1,397	1,775	1,990	2,219	筹资活动现金流	726	4	-8	-12	-10
资产合计	4,166	5,018	5,397	6,463	7,356	现金净增加额	50	158	-298	37	175
短期借款	306	298	300	300	300	期初现金	837	949	1,098	800	837
应付款项	907	1,263	1,277	1,763	1,933	期末现金	949	1,098	800	837	1,012
流动负债	907	1,263	1,277	1,763	1,933						
长期借款	595	620	620	620	620						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	683	768	768	768	768						
负债合计	2,302	2,874	2,901	3,470	3,747						
股本	362	363	363	363	363						
资本公积	403	443	443	443	443						
留存收益	939	1,131	1,412	1,809	2,303						
归母股东权益	1,653	1,900	2,181	2,579	3,072						
少数股东权益	211	244	315	414	537						
负债和权益总计	4,166	5,018	5,397	6,463	7,356						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,518	3,371	3,965	4,736	5,715
营业成本	1,907	2,355	2,757	3,300	4,012
税金及附加	10	20	23	28	34
销售费用	187	292	304	322	356
管理费用	192	217	225	237	258
研发费用	80	162	184	204	240
财务费用	-9	-4	-7	-1	-4
资产减值损失	-3	-17	5	5	5
公允价值变动	5	45	15	45	45
投资净收益	0	-1	0	0	0
营业利润	157	377	487	688	855
营业外收支	0	3	2	2	2
利润总额	157	380	488	690	857
所得税	55	106	137	193	240
净利润	102	273	352	497	617
少数股东损益	37	56	70	99	123
归母净利润	64	217	281	397	494
EBITDA	238	510	626	851	1,039

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增速	50.1%	33.9%	17.6%	19.4%	20.7%
营业利润增速	-34.0%	140.6%	29.1%	41.4%	24.2%
归母净利润增速	-56.8%	237.3%	29.5%	41.2%	24.2%
盈利能力指标					
毛利率	24.3%	30.1%	30.5%	30.3%	29.8%
净利率	4.0%	8.1%	8.9%	10.5%	10.8%
ROE	5.4%	12.7%	14.1%	16.6%	17.1%
ROIC	3.6%	8.5%	9.8%	12.2%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	55.3%	57.3%	53.8%	53.7%	50.9%
净负债比率	1.23	1.34	1.16	1.16	1.04
流动比率	1.74	1.72	1.70	1.66	1.72
速动比率	1.12	1.03	1.01	0.92	1.00
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.67	0.73	0.73	0.78
应收账款周转率	3.03	3.40	3.17	3.08	3.12
存货周转率	2.83	2.67	3.15	2.69	2.99
每股指标					
每股收益	0.18	0.60	0.77	1.09	1.36
每股经营性现金流	0.69	0.66	0.50	1.13	1.64
每股净资产	5.15	5.90	6.87	8.24	9.94
估值比率					
市盈率	80.97	24.09	18.60	13.17	10.60
市销率	2.07	1.55	1.32	1.10	0.92
市净率	2.80	2.44	2.10	1.75	1.45
EV/EBIT	39.41	16.94	13.69	10.71	8.81
EV/EBITDA	27.64	13.74	11.71	9.24	7.67

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888

传真：021-68728700

服务热线：956021

邮政编码：200124

邮箱：ajzq@ajzq.com

网址：http://www.ajzq.com

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建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、意见等均仅供签约客户参考，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，爱建证券及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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

版权声明

用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。