

布局工商储+大储，受益澳洲户储增长

——首航新能首次覆盖

电力设备

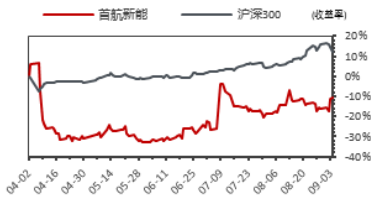
报告原因：

增持（首次评级）

市场数据：	2025 年 09 月 04 日
收盘价（元）	36.20
一年内最高/最低（元）	43.44/27
市净率	4.8
股息率（分红/股价）	0.35
流通 A 股市值（百万元）	1,402
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）	7.6
资产负债率%	35.32
总股本/流通 A 股（百万）	412/39
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：

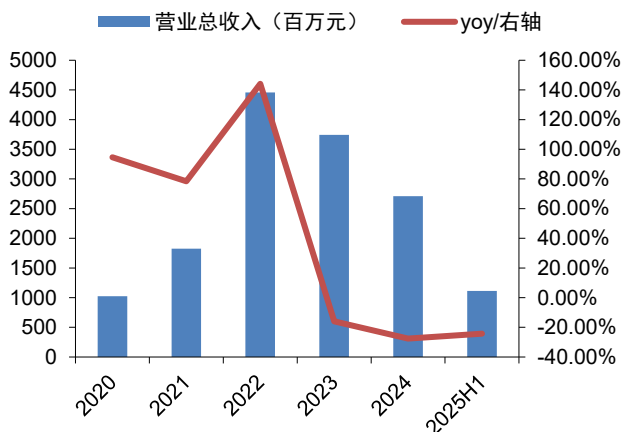
- **投资建议：**首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 2.7/3.9/5.0 亿元，对应 PE 分别为 55/39/30 倍。公司 2025 年 PE 较可比公司高，但考虑户储行业周期底部向上，工商储+大储+澳洲户储需求正快速增长，公司利润处于低谷向上周期，未来利润弹性值得期待，给与一定估值溢价，给予“增持”评级。
- **行业与公司情况：**公司主营光伏逆变器（25H1 收入占比 58%）及储能产品（25H1 收入占比 37%），公司在全球并网单相光伏逆变器的市场份额第 9，在全球混合逆变器的份额第 10，公司目前的定位是差异化细分市场（欧洲户用光储）龙头。光储行业预计随着全球碳中和进程将持续增长。公司未来增长驱动力包括：1、全球需求增长；2、开拓亚非拉市场；3、布局工商储+大储+大大组串等大功率产品；4、潜在 AIDC 机遇。
- **有别于大众的认识：**1) **欧洲户储见底，工商储+大储需求快速增长。**公司欧洲户储收入占比高，市场担心公司业绩会延续下滑趋势。我们认为，25 年欧洲户储库存基本见底，受需求疲软影响，户储行业进入缓慢增长期，但随着欧洲新能源占比持续提升、电网老化、高额峰谷价差、高电价等因素影响，欧洲工商储+大储正蓬勃成长。公司产品已覆盖户用、工商业及地面集中式的全场景，未来将受益需求增长。2) **7 月起澳洲户储快速增长，公司有望受益。**随着澳洲联邦政府耗资 23 亿澳元的《廉价家用电池计划》于 2025 年 7 月启动，澳洲户储需求呈现快速增长，仅 7 月就安装了 24 年全年的 1/4 的量。持续性角度，保守预计每年装机量增长 25%，补贴资金预计 2028 年底耗尽；考虑后续行业降本及潜在会有新的补贴，类比德国户用累计光伏配储比例为 42%，澳大利亚仅 8%，未来澳洲户储市场增长潜力较大。公司已在澳大利亚设立子公司，开展本地化服务，有望受益澳洲需求增长。3) **公司持续布局亚非拉市场，低压户储产品已陆续上市。**4) **潜在 AIDC 机遇。**
- **关键假设点：**1) 并网逆变器业务：全球光伏需求稳步增长，欧洲库存见底，考虑公司持续拓展新兴市场，预计公司 25-27 年并网逆变器收入增速为 5%/18%/25%。2) 储能逆变器及电池：考虑欧洲户储稳步恢复，全球工商储+大储快速增长，澳洲储能市场快速增长，预计公司 25-27 年储能逆变器业务收入增速为 8%/20%/25%，储能电池收入增速为 8%/20%/25%。
- **催化剂：**1) 欧洲工商储+大储订单旺盛。2) 澳洲户储持续快速增长。
- **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）	3,743	2,711	2,897	3,456	4,320
同比增长率（%）	-16.0%	-27.6%	6.9%	19.3%	25.0%
归母净利润（百万元）	341	259	271	386	503
同比增长（%）	-59.8%	-24.1%	4.9%	42.1%	30.6%
每股收益（元/股）	0.83	0.63	0.73	1.04	1.36
毛利率（%）	31.5%	35.7%	34.4%	33.7%	32.9%
ROE（%）	14.5%	9.8%	9.3%	11.7%	13.2%
市盈率	39.1	51.5	55.1	38.7	29.7

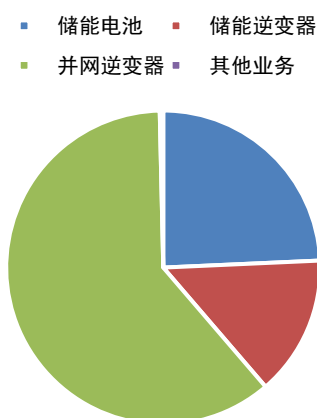
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图表 1：25H1 公司收入下滑趋势有所减缓



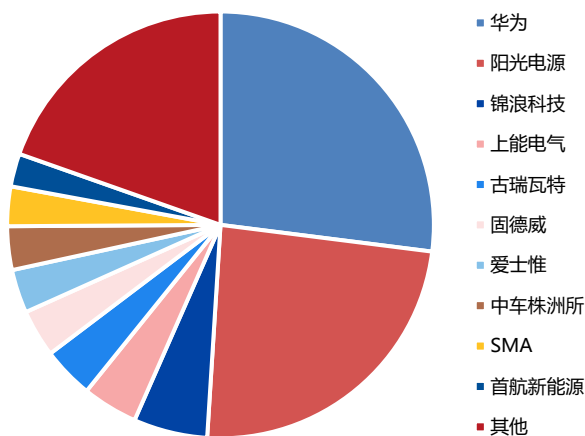
资料来源：WIND，爱建证券研究所

图表 2：25H1 公司收入主要由逆变器及电池组成



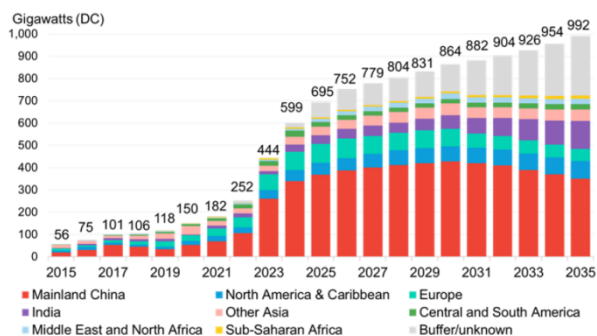
资料来源：WIND，爱建证券研究所

图表 3：首航新能在全球逆变器的市场份额第十



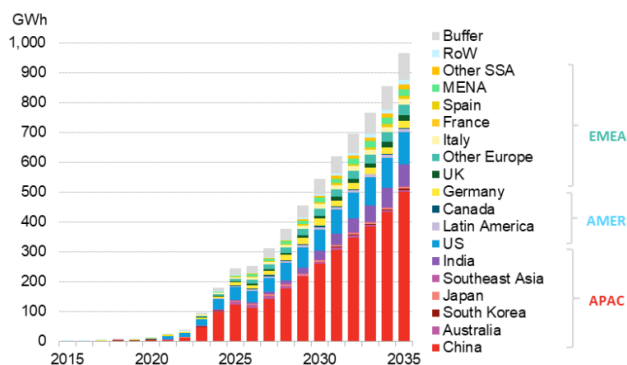
资料来源：Wood Mackenzie，爱建证券研究所

图表 4：全球光伏新增装机有望持续增长



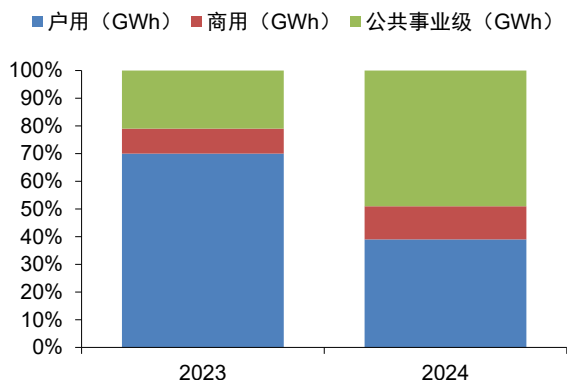
资料来源：BloombergNEF，爱建证券研究所

图表 5：全球储能新增装机有望持续增长



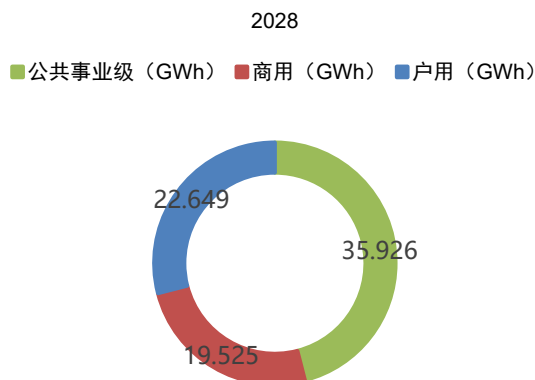
资料来源：BloombergNEF，爱建证券研究所

图表 6：2024 年欧洲工商业储能、电站储能合计新增装机量占比较 2023 年提升



资料来源：SolarPower Europe, 爱建证券研究所

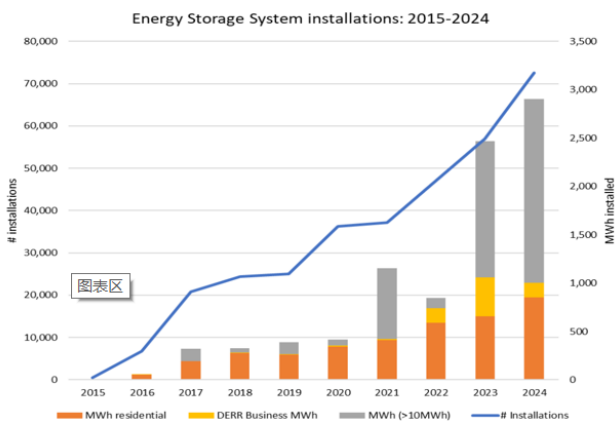
图表 7：预计 2028 年欧洲工商业储能、电站储能合计新增装机占比将进一步提升



资料来源：SolarPower Europe, 爱建证券研究所

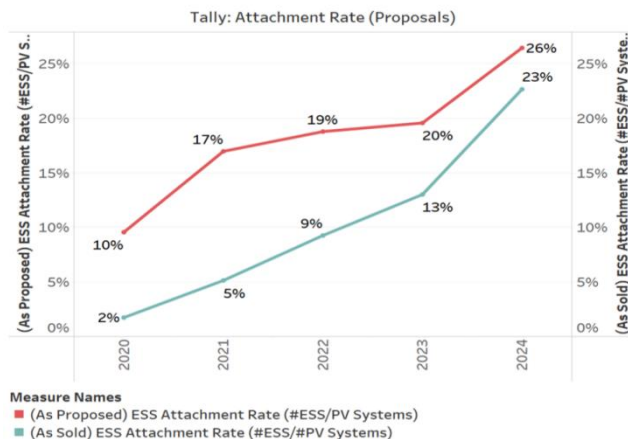
2025 年 7 月起，澳洲户储需求因为补贴而快速增长，远期户储渗透率还有较大空间。根据 SunWiz，2024 年，澳大利亚家庭和企业安装了 7.25 万套（852 MWh）户储系统，yoy+27%，户储累计安装量为 32 万套（3.6 GWh）。自 2008 年以来，澳大利亚已安装了 400 万个光伏系统，但其中只 8% 的太阳能发电系统拥有电池。SunWiz 预测，随着澳洲联邦政府耗资 23 亿澳元的《廉价家用电池计划》于 2025 年 7 月启动，市场需求将在未来 12 个月内迅速加速。该计划为安装 50kWh 以内的储能系统提供约 30% 的安装费用折扣，即每千瓦时最大补贴金额约 372 澳元（包含 STC 可再生能源证书价格），在扣除 STC 相关交易费用后，实际平均折扣约为 344 澳元/kWh。根据澳大利亚清洁能源监管机构数据，仅 2025 年 7 月（该计划实施的首月）就安装了 19,592 套电池系统，总容量达 344.1 兆瓦时，相当于 2024 年全年的电池安装总量的四分之一以上。持续性角度，保守预计每年装机量增长 25%，补贴资金预计 2028 年底耗尽；考虑后续行业降本及潜在会有新的补贴，类比德国户用累计光伏配储比例为 42%，澳大利亚累计仅 8%，新增仅 23%，未来澳洲户储市场增长潜力较大。

图表 8：2024 年澳大利亚家庭和企业安装了 7.25 万套户储系统，yoy+27%



资料来源：pv-magazine, 爱建证券研究所

图表 9：2024 年澳大利亚仅 23% 的新屋顶太阳能装置包含户储电池



资料来源：pv-magazine, 爱建证券研究所

图表 10：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
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	6.9	47.0	25.4	18.4
上能电气	300827.SZ	171.4	6.3	8	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
平均值						32.3	21.8	17.0
首航新能	301658.SZ	149.3	2.8	3.86	5.03	55.1	38.7	29.7

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	1,065	1,193	2,276	2,434	3,017	净利润	341	259	271	386	503
应收款项	1,334	1,073	1,331	1,618	1,945	折旧摊销	59	95	73	67	61
存货	1,239	879	848	984	1,335	营运资本变动	-407	-1,276	902	651	1,522
流动资产	3,891	3,410	4,682	5,319	6,657	经营活动现金流	-562	340	895	170	594
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	312	137	0	0	0
固定资产	713	709	646	588	534	投资变动	0	0	0	2	1
在建工程	52	15	10	7	4	投资活动现金流	-312	-281	-3	-5	-4
无形资产	84	86	80	75	70	银行借款	457	372	572	572	572
非流动资产	1,022	1,016	927	849	782	筹资活动现金流	644	73	220	28	36
资产合计	4,913	4,425	5,609	6,168	7,439	现金净增加额	-202	128	1,083	158	583
短期借款	257	372	572	572	572	期初现金	1,659	1,065	1,193	2,276	2,434
应付款项	1,841	1,039	1,738	1,902	2,632	期末现金	1,065	1,193	2,276	2,434	3,017
流动负债	1,841	1,039	1,738	1,902	2,632						
长期借款	200	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	262	28	28	28	28						
负债合计	2,560	1,775	2,687	2,861	3,628						
股本	371	371	371	371	371						
资本公积	503	541	541	541	541						
留存收益	1,480	1,739	2,011	2,396	2,900						
归母股东权益	2,353	2,651	2,922	3,308	3,811						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和权益总计	4,913	4,425	5,609	6,168	7,439						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,743	2,711	2,897	3,456	4,320	成长能力指标					
营业成本	2,564	1,742	1,900	2,290	2,899	营业收入增速	-16.0%	-27.6%	6.9%	19.3%	25.0%
税金及附加	23	15	16	19	23	营业利润增速	-60.8%	-27.8%	4.7%	41.8%	30.3%
销售费用	303	196	211	214	255	归母净利润增速	-59.8%	-24.1%	4.9%	42.1%	30.6%
管理费用	237	204	211	238	281	盈利能力指标					
研发费用	308	272	290	311	346	毛利率	31.5%	35.7%	34.4%	33.7%	32.9%
财务费用	-80	28	8	5	6	净利率	9.1%	9.5%	9.4%	11.2%	11.7%
资产减值损失	-24	-16	-8	-10	-13	ROE	14.5%	9.8%	9.3%	11.7%	13.2%
公允价值变动	5	1	0	2	1	ROIC	11.7%	7.9%	7.3%	9.4%	10.9%
投资净收益	-8	0	0	0	0	偿债能力					
营业利润	388	280	293	416	542	资产负债率	52.1%	40.1%	47.9%	46.4%	48.8%
营业外收支	-3	-3	-3	-3	-3	净负债比率	1.09	0.67	0.92	0.86	0.95
利润总额	385	277	291	413	539	流动比率	1.69	1.95	1.76	1.88	1.85
所得税	44	18	19	27	35	速动比率	1.09	1.34	1.39	1.47	1.41
净利润	341	259	271	386	503	营运能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.76	0.61	0.52	0.56	0.58
归母净利润	341	259	271	386	503	应收账款周转率	2.81	2.53	2.18	2.14	2.22
EBITDA	454	392	413	545	672	存货周转率	3.02	3.08	3.42	3.51	3.24
						每股指标					
						每股收益	0.92	0.70	0.73	1.04	1.36
						每股经营性现金流	-1.51	0.92	2.41	0.46	1.60
						每股净资产	6.34	7.14	7.87	8.91	10.27
						估值比率					
						市盈率	39.07	51.47	49.08	34.55	26.47
						市销率	3.56	4.92	4.60	3.86	3.08
						市净率	5.66	5.03	4.56	4.03	3.50
						EV/EBIT	37.48	46.74	40.40	28.79	22.79
						EV/EBITDA	32.63	35.45	33.23	25.25	20.73

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。