

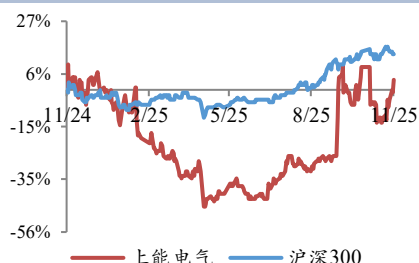
营收稳健增长，费用及汇兑短期扰动 Q3 利润

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-05

收盘价（元）	34.91
近 12 个月最高/最低（元）	53.70/22.00
总股本（百万股）	504
流通股本（百万股）	385
流通股比例（%）	76.40
总市值（亿元）	176
流通市值（亿元）	134

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

1. 海外业务波动向前，盈利能力稳步提升 2025-08-30

2. 【华安电新】上能电气：出海趋势明朗，海外订单助力业绩持续向好 2025-05-09

主要观点：

● 业绩情况：2025 年前三季度营收稳健增长，Q3 单季利润短期承压

公司 2025 年前三季度实现营收 35.65 亿元，YoY+16.15%；归母净利润 3.11 亿元，YoY+2.99%；扣非归母净利润 3.01 亿元，YoY+0.22%。前三季度综合毛利率约为 24.17%，同比下降 1.15 Pct。

公司 2025Q3 实现营收 13.80 亿元，同/环比分别+20.74%/+1.96%；归母净利润 1.10 亿元，同/环比分别-21.88%/-1.96%；扣非归母净利润 1.07 亿元，同/环比分别-25.19%/-1.11%。25Q3 毛利率 24.20%，整体维持稳定。Q3 利润同比下滑，主要受财务费用大幅增长及汇兑损失增加。

● 汇兑损失等短期因素扰动，公司全球化市场开拓稳步进行

Q3 利润同比下滑，主要受销售费用大幅增长及汇兑损失增加。1) 销售费用：前三季度达 1.77 亿元，YoY+58.47%，我们预计主要系公司为拓展全球市场增加销售人员费用所致；2) 财务费用：前三季度达 0.64 亿元，YoY+230.21%，主要系汇兑损失较多所致；3) 信用减值损失：前三季度计提 0.43 亿元，同比增加 55.19%，对当期利润造成一定拖累。

● 光储业务：市场地位领先，充分受益于全球大储市场增长

根据 S&P Global 发布的“2024 年度全球光伏逆变器出货排行榜”，2024 年公司光伏逆变器产品出货量排名全球第四，逆变器出货量连续十二年保持全球前十的行业地位。

根据中关村储能产业技术联盟（CNESA）的统计，公司在国内储能变流器市场连续四年（2021-2024 年）荣登出货量排名前二。公司是目前国内储能变流器市场上排名前列的供应商，具有相对技术和品牌优势。预计明年全球储能市场维持 40%-50% 高增速。当前中国储能市场从强制配储逐渐转向价值驱动市场，明年中国储能有望新增 150-200GWh；欧洲市场储能盈利模式逐渐完善，预计欧洲未来三年有 50% 增速；美国 AI 发展带来大量新增电力负荷需求，光储一体共建将成为重要解决方案。公司作为市场前列厂商，有望充分受益全球大储市场增长。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.39/8.86/10.47 亿元，对应 PE24/20/17x，维持“买入”评级。

● 风险提示

全球光储需求不及预期；公司订单交付不及预期；海外贸易政策变化。

● 重要财务指标

单位:亿元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	47.73	68.79	81.64	93.93
收入同比 (%)	-3.2%	44.1%	18.7%	15.1%
归属母公司净利润	4.19	7.39	8.86	10.47
净利润同比 (%)	46.5%	76.6%	19.9%	18.2%
毛利率 (%)	22.9%	24.4%	24.3%	24.3%
ROE (%)	19.4%	24.5%	22.7%	21.1%
每股收益 (元)	1.17	1.47	1.76	2.08
P/E	37.52	23.81	19.86	16.81
P/B	7.30	5.82	4.50	3.55
EV/EBITDA	25.93	17.09	15.11	13.18

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	68.05	111.34	146.55	166.20					
现金	24.24	52.70	77.21	86.66					
应收账款	22.42	30.73	36.48	41.97					
其他应收款	1.00	2.04	2.42	2.79					
预付账款	0.93	0.91	1.08	1.24					
存货	14.58	18.78	22.31	25.67					
其他流动资产	4.88	6.18	7.04	7.87					
非流动资产	12.95	17.13	22.09	22.66					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00					
固定资产	3.41	7.30	12.28	14.27					
无形资产	1.82	1.52	1.22	1.22					
其他非流动资产	7.73	8.32	8.59	7.17					
资产总计	81.00	128.47	168.64	188.85					
流动负债	58.06	87.32	110.66	120.47					
短期借款	15.32	30.32	43.32	43.32					
应付账款	20.75	27.52	32.71	37.62					
其他流动负债	21.99	29.48	34.64	39.53					
非流动负债	1.27	10.91	18.91	18.91					
长期借款	0.84	8.84	16.84	16.84					
其他非流动负债	0.44	2.08	2.08	2.08					
负债合计	59.33	98.23	129.58	139.38					
少数股东权益	0.05	0.01	(0.04)	(0.09)					
股本	3.60	5.04	5.04	5.04					
资本公积	7.61	6.54	6.54	6.54					
留存收益	10.42	18.65	27.51	37.98					
归属母公司股东权益	21.62	30.23	39.09	49.56					
负债和股东权益	81.00	128.47	168.64	188.85					
现金流量表					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	1.22	8.29	10.63	11.83					
净利润	4.17	7.36	8.82	10.42					
折旧摊销	0.80	1.30	0.82	0.21					
财务费用	0.34	0.72	1.31	1.59					
投资损失	0.01	0.00	0.00	0.00					
营运资金变动	(4.42)	(0.90)	(0.35)	(0.39)					
其他经营现金流	8.91	8.08	9.20	10.81					
投资活动现金流	(3.78)	(4.91)	(5.81)	(0.78)					
资本支出	(4.07)	(5.80)	(5.81)	(0.78)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他投资现金流	0.29	0.89	0.00	0.00					
筹资活动现金流	5.39	24.18	19.69	(1.59)					
短期借款	9.98	15.00	13.00	0.00					
长期借款	(0.69)	8.00	8.00	0.00					
普通股增加	0.02	1.45	0.00	0.00					
资本公积增加	0.51	(1.07)	0.00	0.00					
其他筹资现金流	(4.42)	0.81	(1.31)	(1.59)					
现金净增加额	2.90	28.47	24.51	9.45					

利润表					单位:亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	47.73	68.79	81.64	93.93					
营业成本	36.79	52.01	61.81	71.10					
营业税金及附加	0.10	0.12	0.14	0.17					
销售费用	1.90	2.75	3.27	3.76					
管理费用	1.04	1.42	1.65	1.96					
财务费用	0.20	0.12	(0.01)	(0.34)					
资产减值损失	(0.18)	0.00	0.00	0.00					
公允价值变动收益	0.02	0.00	0.00	0.00					
投资净收益	(0.01)	0.00	0.00	0.00					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张志邦，华安证券电新行业首席分析师，香港中文大学金融学硕士，5 年卖方行业研究经验，专注于储能/ 新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。