

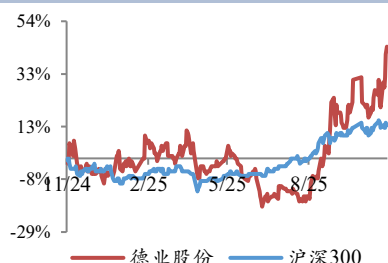
新兴市场布局领先，工商储业务表现亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-10

收盘价（元）	87.81
近 12 个月最高/最低（元）	100.51/49.88
总股本（百万股）	908
流通股本（百万股）	908
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	797
流通市值（亿元）	797

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. 工商储高增驱动业绩，新兴市场优势稳固 2025-09-01
2. 光储新兴市场崛起，渠道/产品构筑护城河 2025-04-30

主要观点：

● 业绩情况：25Q1-Q3 业绩稳健增长，Q3 营收环比提速

公司 2025 年 Q1-Q3 实现营业收入 88.46 亿元，同比+10.36%；实现归母净利润 23.47 亿元，同比+4.79%；实现扣非归母净利润 22.79 亿元，同比+9.38%。毛利率 38.55%，同比-1.6Pct。25Q3 受美元汇率下跌影响，汇兑损失超 0.4 亿元。

公司 2025 年 Q3 实现营业收入 33.11 亿元，环比+11.51%，同比+1.32%；实现归母净利润 8.25 亿元，环比+1%，同比-17.84%；实现扣非归母净利润 8.17 亿元，环比-3.73%，同比-11.28%。业绩基本符合市场预期，Q3 利润同比下滑主要系去年同期基数较高。

● 业绩拆分：我们预计工商储业务表现亮眼，盈利能力维持高位

我们预计公司 Q1-Q3 逆变器业务营收增长平稳，其中工商储产品凭借渠道及研发优势，起量显著，成为重要增长驱动力；储能电池包业务营收同比高增，公司储能电池与逆变器产品深度整合，与明星产品储能逆变器推广协同并进。产品覆盖户用、工商储及大型储能在内的全场景解决方案。家电业务受下游需求收缩影响，营收有所下滑。

● 募投变更：积极应对市场变化，布局工商储产线项目

考虑到传统逆变器市场增速有所放缓+工商储建设提速，公司 10 月公告终止此前“年产 25.5GW 组串式、储能逆变器”项目资金投入，新增建设“年产 7GWh 工商储生产线项目”，预计 28 年 4 月建成交付。根据项目可行性研究报告，项目建成后，预计可实现年收入 48.8 亿元，年净利润 7.3 亿元，有望为公司贡献业绩增量。

● 展望：新兴市场优势稳固，工商储提升带动公司成长属性

工商储没有库存影响，成长属性更明显。公司加速产品迭代，推出 100kW-2.5MW 模块化储能解决方案，具备高灵活性与成本优势。新兴市场替代柴油发电机需求刚性，欧洲市场受益于动态电价政策，工商储需求旺盛，将成为公司核心增长引擎。

新兴市场高壁垒，欧洲市场稳复苏。公司在亚非拉市场具备显著的先发优势和渠道壁垒，新推出的离网储能逆变器精准满足非洲、东南亚等市场需求。欧洲市场去库存已近尾声，需求逐步复苏，尤其东欧市场表现亮眼。同时，公司积极在马来西亚布局产能，以应对美国市场关税政策的不确定性。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.80/41.65/48.57 亿元（前值分别为 35.50/43.94/51.23 亿元），对应 PE24/19/16x，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	112.06	139.54	175.50	206.10
收入同比 (%)	49.8%	24.5%	25.8%	17.4%
归属母公司净利润	29.60	33.80	41.65	48.57
净利润同比 (%)	65.3%	14.2%	23.2%	16.6%
毛利率 (%)	38.8%	37.5%	36.6%	36.0%
ROE (%)	31.3%	27.6%	25.4%	22.8%
每股收益 (元)	4.76	3.72	4.59	5.35
P/E	17.82	23.58	19.14	16.41
P/B	5.79	6.51	4.86	3.75
EV/EBITDA	15.70	18.51	14.42	11.87

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					利润表				
单位: 亿元					单位: 亿元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	108.15	148.85	211.54	281.61	营业收入	112.06	139.54	175.50	206.10
现金	35.54	59.44	105.19	159.71	营业成本	68.62	87.22	111.33	131.99
应收账款	17.02	15.64	19.67	23.10	营业税金及附加	1.04	0.78	1.05	1.23
其他应收款	2.68	2.09	2.63	3.09	销售费用	2.88	3.31	4.16	4.88
预付账款	0.18	0.22	0.28	0.33	管理费用	2.72	3.27	3.93	4.59
存货	13.60	17.61	22.47	26.64	财务费用	(1.31)	(0.44)	(0.64)	(1.40)
其他流动资产	39.12	53.85	61.30	68.73	资产减值损失	(0.15)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
非流动资产	43.00	52.03	60.29	66.10	公允价值变动收益	0.50	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.92	0.00	0.00	0.00
固定资产	17.17	25.71	34.10	38.74	营业利润	34.04	38.88	47.90	55.85
无形资产	1.43	1.13	0.83	0.53	营业外收入	0.01	0.01	0.01	0.01
其他非流动资产	24.40	25.19	25.36	26.84	营业外支出	0.05	0.03	0.04	0.03
资产总计	151.14	200.88	271.83	347.71	利润总额	34.01	38.86	47.87	55.83
流动负债	55.10	75.67	104.44	131.23	所得税	4.40	5.05	6.22	7.26
短期借款	10.10	25.10	40.10	55.10	净利润	29.60	33.80	41.65	48.57
应付账款	16.86	21.73	27.74	32.88	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	28.14	28.83	36.60	43.25	归属母公司净利润	29.60	33.80	41.65	48.57
非流动负债	1.49	2.85	3.37	3.89	EBITDA	33.24	41.24	50.83	58.47
长期借款	0.00	0.50	1.00	1.50	EPS (元)	4.76	3.72	4.59	5.35
其他非流动负债	1.49	2.35	2.37	2.39	主要财务比率				
负债合计	56.60	78.51	107.81	135.12	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.01	0.01	0.01	0.01	成长能力				
股本	6.45	9.08	9.08	9.08	营业收入	49.8%	24.5%	25.8%	17.4%
资本公积	38.62	39.15	39.15	39.15	营业利润	62.3%	14.2%	23.2%	16.6%
留存收益	49.46	74.13	115.78	164.35	归属于母公司净利润	65.3%	14.2%	23.2%	16.6%
归属母公司股东权益	94.54	122.36	164.01	212.58	获利能力				
负债和股东权益	151.14	200.88	271.83	347.71	毛利率 (%)	38.8%	37.5%	36.6%	36.0%
现金流量表					净利率 (%)	26.4%	24.2%	23.7%	23.6%
单位: 亿元					ROE (%)	31.3%	27.6%	25.4%	22.8%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	26.1%	22.6%	20.0%	17.6%
经营活动现金流	33.67	41.64	51.30	58.47	偿债能力				
净利润	29.60	33.80	41.65	48.57	资产负债率 (%)	37.4%	39.1%	39.7%	38.9%
折旧摊销	1.89	2.82	3.60	4.05	净负债比率 (%)	59.9%	64.2%	65.7%	63.6%
财务费用	(0.24)	0.45	0.84	1.23	流动比率	1.96	1.97	2.03	2.15
投资损失	(0.92)	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.57	1.53	1.66	1.82
营运资金变动	3.32	3.45	4.17	3.59	营运能力				
其他经营现金流	26.30	31.47	38.51	46.00	总资产周转率	0.86	0.79	0.74	0.67
投资活动现金流	(18.05)	(27.67)	(20.24)	(18.23)	应收账款周转率	9.90	8.54	9.94	9.64
资本支出	(4.18)	(12.98)	(13.00)	(10.99)	应付账款周转率	5.44	4.52	4.50	4.35
长期投资	(14.34)	(7.34)	(7.34)	(7.34)	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0.46	(7.34)	0.10	0.10	每股收益	4.76	3.72	4.59	5.35
筹资活动现金流	(6.60)	9.04	14.68	14.29	每股经营现金流 (摊薄)	3.71	4.59	5.65	6.44
短期借款	(14.12)	15.00	15.00	15.00	每股净资产	14.65	13.48	18.07	23.42
长期借款	(3.00)	0.50	0.50	0.50	估值比率				
普通股增加	2.15	2.62	0.00	0.00	P/E	17.82	23.58	19.14	16.41
资本公积增加	25.25	0.53	0.00	0.00	P/B	5.79	6.51	4.86	3.75
其他筹资现金流	(16.88)	(9.62)	(0.82)	(1.21)	EV/EBITDA	15.70	18.51	14.42	11.87
现金净增加额	9.13	23.91	45.74	54.53					

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。