

电力设备

2025年12月24日

海博思创 (688411)

—— 国内储能执牛耳，海外开拓立潮头

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据:	2025年12月23日
收盘价(元)	259.90
一年内最高/最低(元)	426.01/57.00
市净率	10.4
股息率%(分红/股价)	0.42
流通A股市值(百万元)	9,859
上证指数/深证成指	3,919.98/13,368.99

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年09月30日
每股净资产(元)	24.88
资产负债率%	68.17
总股本/流通A股(百万)	180/38
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

刘宏达 A0230524020002

liuhd@swsresearch.com

马天一 A0230525040004

maty@swsresearch.com

联系人

刘宏达 A0230524020002

liuhd@swsresearch.com

投资要点:

- 海博思创：聚焦储能，系统集成领先企业。**公司作为具备先发优势的储能系统集成领跑者，目前业务已战略聚焦于储能系统集成及核心装备。2022-2024 公司营收 CAGR 为 77%，归母净利润 CAGR 为 91%；2025 Q1-Q3 实现营业收入 79.13 亿元，同比增长 52.2%。储能系统业务是公司的业务核心，未来增长将主要由该业务驱动。
- 全球储能：高景气度，多极增长。**全球储能将延续增长趋势，BNEF 预计 2025 年储能新增装机容量将达到 221GWh。三大核心市场与新兴区域共振，构建多元驱动增长格局。其中，**中国市场**受益于 136 号文及各省机制电价影响，储能战略地位提升，收益率稳步提升，需求持续旺盛；**美国市场**受 AI 算力高增导致电荒，储能从可选转为刚需，中国企业有望凭借优势迎来关键出海窗口；**欧洲市场**呈现结构性分化，大储与工商储快速增长，户储随着去库完成，稳步复苏；**新兴市场**（如中东）凭借优越的光照资源及成本优势，正接棒成为新的增长极，未来发展空间广阔。
- 国内储能：装机高增，结构优化。**行业保持高景气度，2025 上半年独立储能占比攀升至 58%，确立市场化运营主体地位；招中标市场持续火热，产业链价格底部基本确认，为后续增长积蓄充足后劲。独立储能受益于强制配储取消及容量补偿机制完善，盈利模式正向“容量补偿+现货套利”多元化转变；工商业储能备案量同比激增 234%，应用场景加速向台区储能、光储充一体化及虚拟电厂等新模式拓展，未来增长机遇广阔。
- 公司优势：技术领航，客户绑定，出海加速。**1) **技术：**公司构建全生命周期技术闭环，产品在效率、安全及可靠性上全面领先；作为国家级“专精特新”小巨人，公司拥有 358 项专利，持续加大研发投入，并依托数字化智造体系实现柔性化生产与提效降本，深筑技术护城河。2) **客户：**公司储能系统出货量连续多年领跑，通过深度绑定华能、国电投等“五大六小”核心电力央企，保障高确定性订单来源，同时积极拓宽新客户渠道，稳固行业领先地位。3) **出海：**公司坚定推进全球化战略，与 Fluence 等国际巨头达成战略合作，海外业务正加速兑现。
- 首次覆盖给予公司“买入”评级。**公司受益于全球储能市场的加速放量，储能业务有望迎来高速发展。25-27 年实现营业收入 132.22/253.00/351.49 亿元，归母净利润 10.42/22.52/31.31 亿元，(2025/12/23 日股价)对应 25-27 年 PE45X/21X/15X，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**政策与贸易环境变化风险、储能行业竞争加剧、关键技术自研进度不及预期

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8,270	7,913	13,222	25,300	35,149
同比增长率(%)	18.4	52.2	59.9	91.3	38.9
归母净利润(百万元)	648	623	1,042	2,252	3,131
同比增长率(%)	12.1	98.7	60.8	116.2	39.0
每股收益(元/股)	4.86	3.58	5.78	12.50	17.38
毛利率(%)	18.5	18.0	18.5	20.7	21.4
ROE(%)	20.6	13.9	20.5	30.8	29.9
市盈率	72		45	21	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

海博思创作为储能系统集成领域的领跑者，受益于全球储能市场的加速放量，储能业务有望迎来高速发展。我们预计公司 25-27 年实现营业收入 132.22/253.00/351.49 亿元，归母净利润 10.42/22.52/31.31 亿元。参照可比公司估值水平，可比公司 2026 年平均 PE 为 30X，给予公司 2026 年 30 倍 PE，对应海博思创目标总市值为 670 亿元，较现有市值有 43.24% 上涨空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

关键假设点

储能系统产品：预计 25-27 年国内出货量同比增长为 95%/45%/28%；海外出货量同比增长为 800%/250%/50%。预计 25-27 年国内单价增速为 -25%/3%/2%；海外单价增速为 -30%/3%/2%。预计 25-27 年国内毛利率为 16%/16%/16%；海外毛利率为 28%/28.5%/29%。

其他业务：预计 25-27 年其他业务营增速为 -10%/-10%/-10%，毛利率基本稳定在 20%。

有别于大众的认识

市场认为当前中美储能需求的集中爆发主要是政策补贴驱动下的“抢装”，会透支未来需求并带来价格战。我们认为，本轮需求的本质是“电力市场化改革”驱动的全球性经济价值重构，而非简单的“抢装”。美国市场为规避政策壁垒的需求前置规模可控，而中国市场的集中并网是为了应对 2026 年电力全面市场化交易的政策窗口期，这是在弥补高比例新能源下灵活性资源的“历史欠账”。储能正从成本项变为可通过峰谷套利、调频、容量租赁及补偿等多渠道获利的价值创造项，其需求是建设新型电力系统的刚性、持续性需求。

市场认为储能经济性的改善主要依赖于碳酸锂等原材料成本的下降。我们认为，当前项目收益率提升的核心驱动力已发生根本转变，从“成本驱动”转向“收益驱动”。储能系统成本对项目收益率的影响力持续降低，而决定经济性的关键已成为电力市场机制。中国“136 号文”等政策打破强制配储，通过拉大峰谷价差、建立容量补偿机制，为储能创造了真实、多元的盈利模式。因此，行业竞争正从“价格内卷”转向提供“硬件+软件+服务”的综合价值比拼。

股价表现的催化剂

储能行业高景气度延续；海外订单持续放量。

核心假设风险

政策与贸易环境变化风险、储能行业竞争加剧、关键技术自研进度不及预期。

目录

1. 海博思创：储能集成领跑，深耕多年厚积薄发	6
1.1 电池系统起家，战略转型储能集成	6
1.2 公司股权集中，管理层专业能力卓越	8
1.3 经营业绩稳健增长，研发投入持续增加	8
2. 储能市场：全球如火如荼，国内方兴未艾	11
2.1 全球储能需求向上，多元驱动格局清晰	11
2.2 中国储能市场高景气延续，独立储能引领增长	13
2.3 海内外竞争加剧，行业领先强者恒强	15
2.4 储能升级路径清晰，四大趋势定义未来	16
3. 公司竞争优势：技术领先筑基石，客户稳固强品牌，海外拓展新天	18
3.1 技术积淀深厚，智造体系卓越	18
3.2 深度绑定大客户，高筑品牌护城河	19
3.3 海外订单逐步起量，打开成长天花板	21
4. 盈利预测与估值	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权相对集中.....	8
图 3：2022-2024 公司营收 CAGR 达 77% (单位：亿元，%)	8
图 4：2022-2024 公司归母净利润 CAGR 达 91% (单位：亿元，%)	8
图 5：公司业务向储能收紧	9
图 6：2025H1 公司海外营收占比	9
图 7：公司费用率持续下降，降本增效成果显著	9
图 8：公司持续加大研发投入 (亿元人民币，%)	9
图 9：2021 年到 2035 年全球储能需求展望.....	11
图 10：美国储能季度装机规模变化情况 (MW)	11
图 11：美国储能季度装机规模变化情况 (MWh)	11
图 12：NERC 子区域负荷增长驱动力分析	12
图 13：2025 年欧洲储能新增装机有望达到 28.7GWh.....	12
图 14：中东光伏 LCOE 远低于全球平均水平.....	13
图 15：2024-2050 年中东光伏装机预测 (GW)	13
图 16：国内各储能应用领域占比情况	13
图 17：2021-1H25 历史年度新增装机量	13
图 18：国内储能系统加 EPC 月度招标规模.....	14
图 19：国内储能系统加 EPC 月度中标规模.....	14
图 20：系统报价 (元/Wh)	14
图 21：EPC 报价 (元/Wh)	14
图 22：2019-2025 工商储新增装机规模.....	15
图 23：国内工商储月度新增备案规模 (单位：GWh)	15
图 24：2023 年全球储能细分市场出货占比	16
图 25：2024 年全球储能细分市场出货占比	16
图 26：2025 年 Q1-Q3 中国储能系统厂商出货排名.....	16
图 27：2024 年度国内市场储能 PCS 出货量排名	16
图 28：跟网型储能示意图.....	17
图：构网型储能示意图.....	

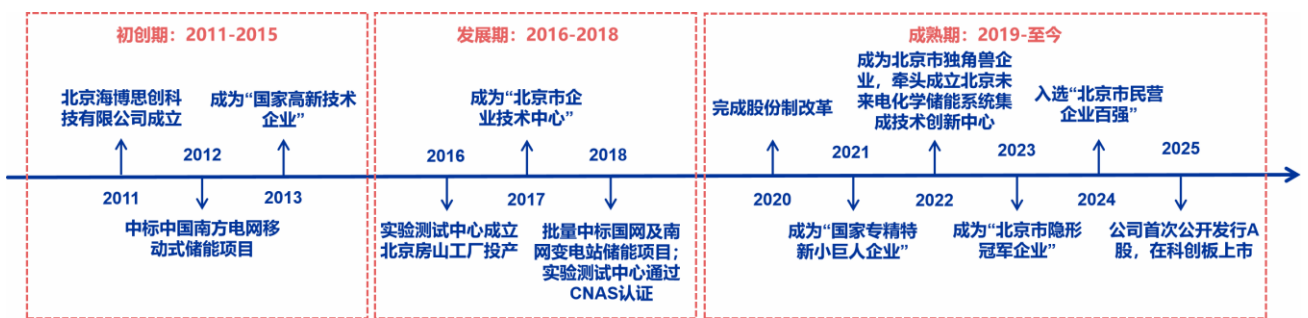
图 30: 海博思创新一代液冷储能系统-DC.....	18
图 31: 海博思创模块化液冷储能系统-DC.....	18
图 32: 公司储能系统的工艺流程图.....	19
图 33: 公司海外布局历程.....	21
表 1: 公司储能系统产品为核心产品	6
表 2: 主要省份容量电价计算方式.....	15
表 3: 海博思创连续三年出货量排名领先	18
表 4: 公司正在逐步降低对少数大客户的依赖.....	19
表 5: 海博思创连续三年出货量排名领先	20
表 6: 公司与多位海外头部客户签订合作意向.....	21
表 7: 公司分业务预测表(百万元、%)	22
表 8: 公司盈利预测表(百万元、%)	23
表 9: 可比公司估值表	23

1. 海博思创：储能集成领跑，深耕多年厚积薄发

1.1 电池系统起家，战略转型储能集成

公司从电池系统产品起家，完成了从多元业务向聚焦主业的战略转型，成长为具备先发优势的储能系统集成领跑者。公司成立于 2011 年，依托电池系统产品参与国网示范项目，开启储能探索之路；2016 年，公司建立产研基地并中标大型分布式项目，掌握核心产业化能力。2019 年，公司开始剥离非核心业务，全面聚焦储能集成赛道；2020 年以来，凭借三塘湖、阜阳等多个标杆项目积淀，累计装机突破 20GWh，确立行业领跑地位。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股书、公司官网，申万宏源研究

公司构建了以储能系统为核心的产品矩阵。在储能系统方面，公司提供功率型、能量型、用户侧系统及控制类产品，广泛应用于火电调频、新能源并网、独立电站及工商业储能领域；除了储能系统，公司的动力电池产品也涵盖了电池系统、BMS 及远程监控终端，深度适配新能源工程机械与汽车，满足多样化的动力需求。

表 1：公司储能系统产品为核心产品

分类	产品图示	应用场景	产品特性
大型储能系统	 HyperBlockIII-AC	1、火电联合调频 2、新能源配储 3、独立 / 共享储能 4、数据中心等高耗能配套储能	1、交直流一体化设计 2、高集成密度、大容量、安全高效 3、智能全液冷冷却 4、支持构网技术、高压级联技术等需求 5、满足 2h、4h 等多种时长应用需求 6、通过 GBT、IEC、UL 等多种认证
大型储能系统	 HyperBlockIII-DC	1、火电联合调频 2、新能源配储 3、独立 / 共享储能 4、数据中心等高耗能配套储能	1、高集成密度、大容量、安全高效 2、智能全液冷冷却 3、满足 2h、4h 等多种时长应用需求

大型储能系统

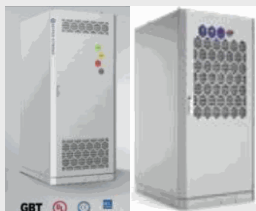


HyperBlockIIIPlus

- 1、火电联合调频
- 2、新能源配储
- 3、独立 / 共享储能
- 4、数据中心等高耗能配套储能

- 1、交直流一体化设计 x
- 2、高集成密度、大容量、安全高效
- 3、智能全液冷冷却
- 4、支持构网等电网需求
- 5、满足 2h、4h 等多种时长应用需求
- 6、通过 GBT、IEC、UL 等多种认证

工商业储能系列



户外柜、基站电源等

- 1、油田场景
- 2、高耗能工业场景
- 3、充电服务站
- 4、新能源配储
- 5、基站电源等

- 1、高安全：本征安全电池、AI 早期预警、多级立体式防护等
- 2、恒久可靠：智能均衡、适应极端环境、构网技术支持电网友好接入等
- 3、可靠供电：高效转化、灵活适配、即插即用等
- 4、智能监控：海博云 Web/App 实时监控、智能运维、远程运维等

工商业储能系列



充储一体机

- 1、充电服务站
- 2、楼宇物业
- 3、应急保障

- 1、高安全：本征安全电池、AI 早期预警、多级立体式防护等
- 2、恒久可靠：智能均衡、适应极端环境、构网技术支持电网友好接入等
- 3、可靠供电：高效转化、灵活适配、即插即用等
- 4、智能监控：海博云 Web/App 实时监控、智能运维、远程运维等

系统控制类产品



电池管理系统 BMS

适配于全场景储能系统

- 1、高可靠性，功能安全 ASIL-C 级别设计
- 2、高性能指标，高估算精度 SOC、SOH 指标
- 3、高安全性，毫秒级通讯
- 4、BMS/PCS 融合控制技术

系统控制类产品



能量管理系统 EMS

适配于全场景储能系统

- 1、国产化解决方案，国产芯片和国产操作系统
- 2、嵌入式实时控制系统
- 3、全局最优功率分配策略方案
- 4、电能耗监测和优化机制

系统控制类产品



功率协调系统 PMS

适配于全场景储能系统

- 1、嵌入式实时控制系统
- 2、毫秒级暂态电网支撑和功率节点同步控制技术
- 3、高精度功率控制、速度控制及网频频率采集

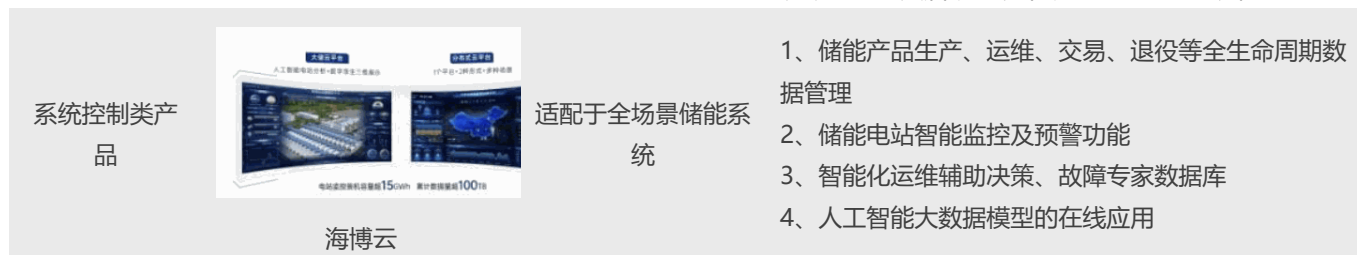
系统控制类产品



储能变流系统 PCS

适配于全场景储能系统

- 1、全液冷模块化设计，可融合 BMS，灵活适配各类储能系统
- 2、高防护、高效率、高可靠，适应各类极端环境
- 3、精细化管理每簇电池，提升电芯寿命，提高整站电量利用率
- 4、超强电网适应性，具备高低电压穿越、孤岛检测、超弱电网运行等高阶能力

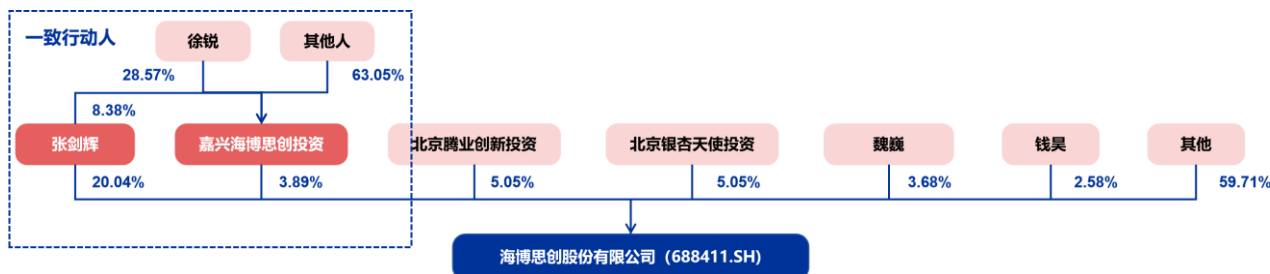


资料来源：公司年报，申万宏源研究

1.2 公司股权集中，管理层专业能力卓越

公司股权相对集中，核心管理层行业经验丰富，专业基础雄厚。截至 2025 Q3，公司实际控制人为张剑辉、徐锐夫妇，其中张剑辉直接持股 20.04%，有效保证了经营决策的效率与执行力。核心团队多毕业于清华、斯坦福、加州大学伯克利分校等中美顶尖高校，董事长张剑辉与副总经理钱昊均为正高级工程师，具备极高的专业素养；同时，团队骨干曾长期任职于西门子、德州仪器、美国国家半导体等国际知名企业，这种“技术专家+名企高管”的复合背景，确保了公司能敏锐把握行业脉搏并制定前瞻性战略。

图 2：公司股权相对集中



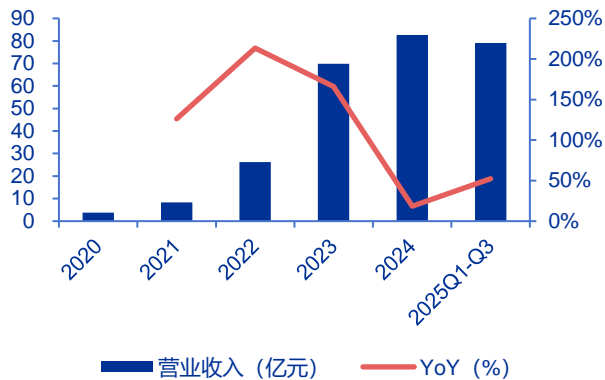
资料来源：Wind，公司 2025 年第三季度财报，申万宏源研究

1.3 经营业绩稳健增长，研发投入持续增加

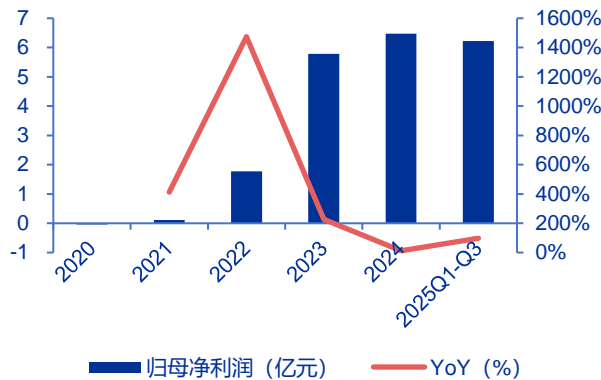
营收总体稳定增长，保持稳健向好的态势。营收方面，2022 至 2024 年的 CAGR 为 77%，但由于前期高基数效应，储能行业价格战及海外业务爬坡期影响，2024 年增速理性回调至 18.4%。2025 年前三季度，实现营业收入 79.13 亿元，同比增长 52.2%。从利润端看，得益于行业初期爆发红利与“量价齐升”驱动，2022 年公司净利润实现从千万级到亿级的爆发式跨越，随后增速逐渐下降平稳。进入行业竞争激烈的 2025 年，公司前三季度净利润为 6.23 亿元，同比增长 98.6%，有力验证了其穿越周期波动的经营韧性。

图 3：2022-2024 公司营收 CAGR 达 77% (单位：亿元，%)

图 4：2022-2024 公司归母净利润 CAGR 达 91% (单位：亿元，%)



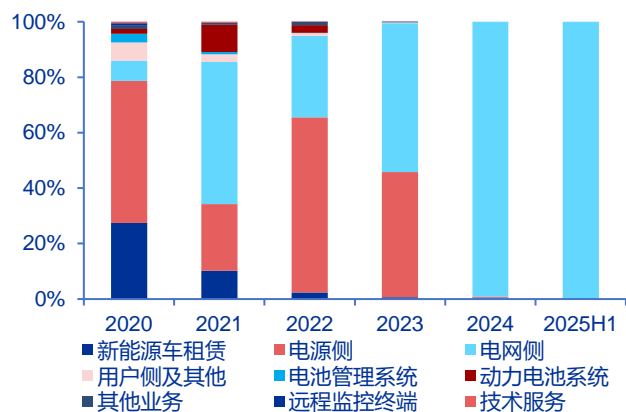
资料来源: Wind, 申万宏源研究



资料来源: Wind, 申万宏源研究

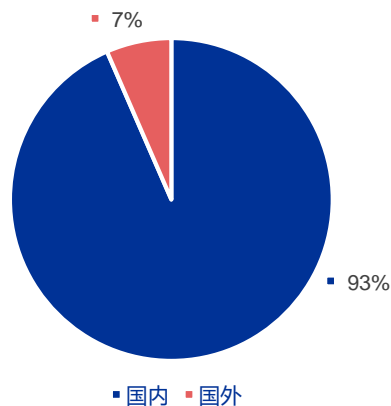
公司聚焦储能系统板块，海外业务加速布局。从 2019 年起，公司逐步剥离动力电池及新能源车租赁板块，并计划在 2025 年完全剥离剩余的新能源车租赁业务，未来将更加专注于储能赛道。海外市场方面，公司目前已与美国头部储能系统集成商 Fluence、法国独角兽企业 NW、澳大利亚能源集团 Tesseract 等建立了合作关系，并顺利交付了德国国王湖独立储能电站、芬兰分布式储能电站等项目，未来公司将加速拓展全球市场布局。

图 5: 公司业务向储能收紧



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 2025H1 公司海外营收占比

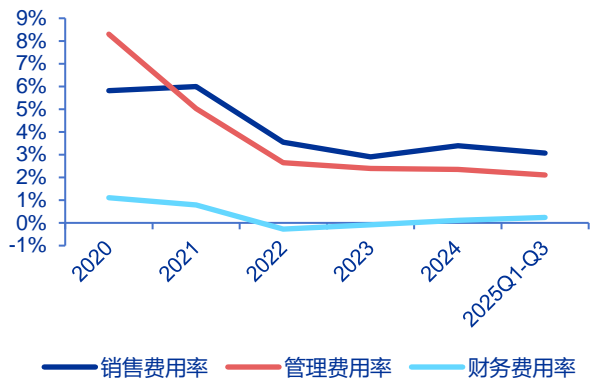


资料来源: Wind, 申万宏源研究

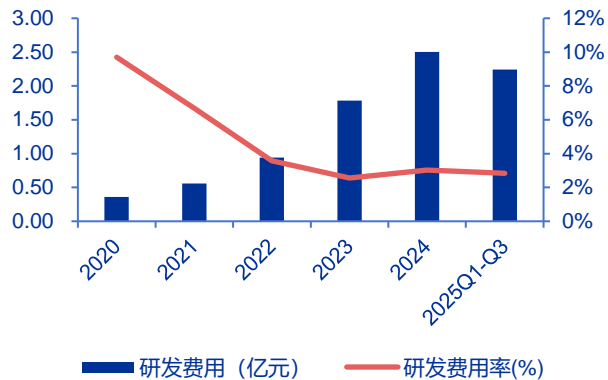
费用率保持良好，研发投入持续提升。2020-2022 公司管理和研发费用率呈现明显的逐年下降趋势，主要是因为规模效应，导致管理费用和研发费用的增速远低于收入增速。而近几年费用率基本保持稳定，2025 年公司前三季度期间费用率为 8.24%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.1%/2.1%/2.8%/0.2%。在费用管控优异的同时，公司坚定加大研发投入，2025 前三季度的研发费用达 2.2 亿元（同比+14.5%）。公司专利产出保持高效，25 上半年完成专利申请 153 件（发明专利 62 件）。

图 7: 公司费用率持续下降，降本增效成果显著

图 8: 公司持续加大研发投入 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 申万宏源研究



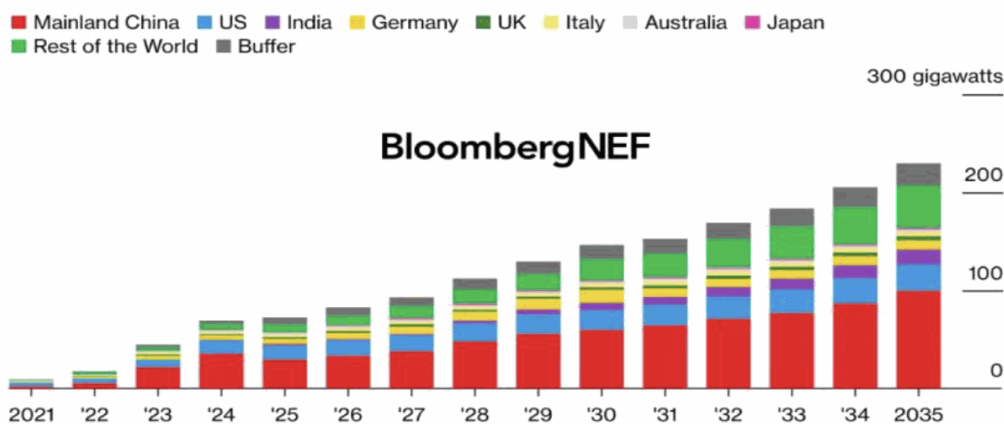
资料来源: Wind, 申万宏源研究

2. 储能市场：全球如火如荼，国内方兴未艾

2.1 全球储能需求向上，多元驱动格局清晰

全球储能产业进入结构性成长周期，根据 BNEF 测算，全球储能 2024–2035 年 CAGR 约 17%，2025 年新增装机容量预计达到 221GWh，同比增长 36%；2035 年新增装机装机容量有望可达 227GW/955GWh。

图 9： 2021 年到 2035 年全球储能需求展望

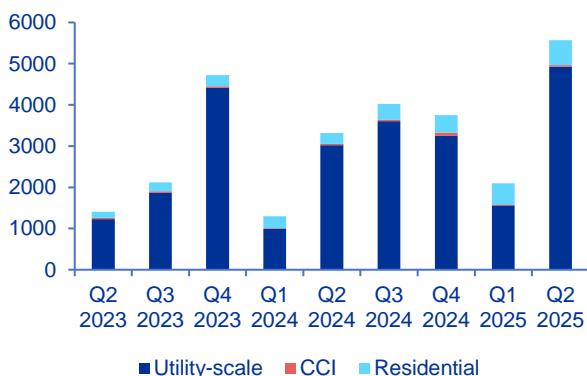


资料来源：BNEF(彭博新能源财经)，申万宏源研究

美国：储能市场高景气持续，算力电荒催生储能增长

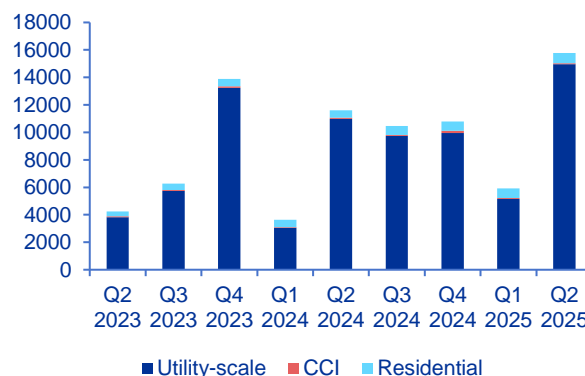
美国储能装机持续增长，2025 H1 美国储能装机容量已突破 7.6GW，2025 Q2 更是创下 5.6GW/17.8GWh 的季度装机量新高，同比增长 67.9%。根据 WoodMac 预测，2024–2028 年美国新增储能装机累计总和为 74.3GW/257.6GWh，其中大储仍将占据主要市场。

图 10：美国储能季度装机规模变化情况 (MW)



资料来源：Woodmac (伍德麦肯兹)，申万宏源研究

图 11：美国储能季度装机规模变化情况 (MWh)

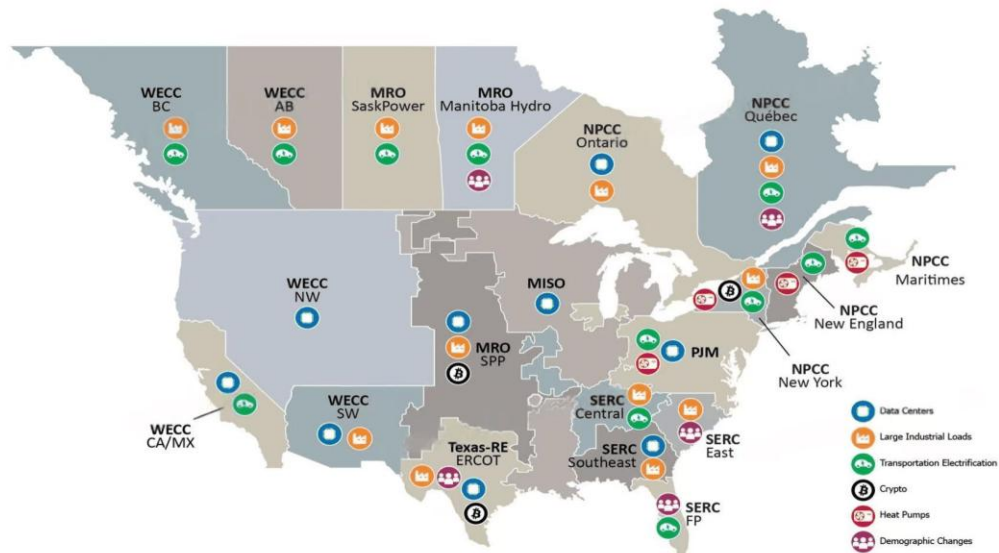


资料来源：Woodmac (伍德麦肯兹)，申万宏源研究

算力高增导致美国电荒，储能锁定刚性需求。根据 Grid Strategies 预测，2024–2029 年北美数据中心新增负荷或达 90 GW，考虑到 AI 算力需求超预期，我们乐观预计增量有望

翻倍。而根据美国能源部的报告，美国电网 2030 年电力缺口可能将高达 82 GW，AI 算力需求的爆发式增长正与电网薄弱的基础设施形成尖锐矛盾，这一巨大供需缺口可能倒逼电力系统“源网荷储”全面升级。其中，储能因能平抑数据中心毫秒级功率剧烈波动，正从“可选”变为“刚需”。在此供需严重失衡的背景下，在储能领域具备技术和成本优势的中国企业，有望抓住这个量价齐升出海窗口。

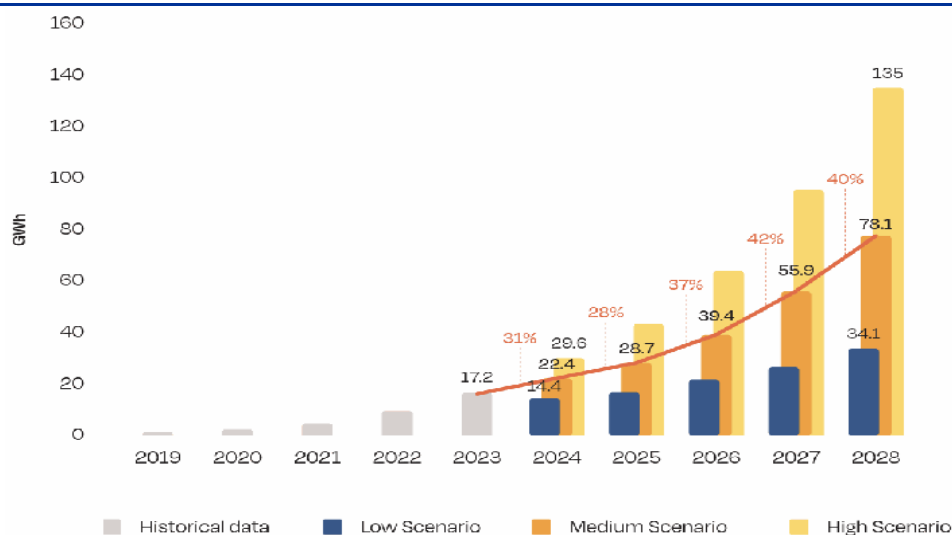
图 12: NERC 子区域负荷增长驱动力分析



资料来源：NERC（北美电力可靠性委员会），申万宏源研究

欧洲储能市场呈现结构性分化，户储稍承压，大储与工商储快速增长，整体需求有望稳步复苏。根据 SPE 预测，2025 年欧洲储能新增装机有望达到 28.7GWh，大储、户储及工商储均呈现向好态势。分国家来看，英国与意大利得益于容量市场机制完善及规划审批加速，大储项目落地显著提速；尽管德国和意大利等国面临着户储补贴退坡带来的短期扰动，但随着欧洲去库基本完成以及光储成本大幅下降，终端经济性依然凸显。整体而言，欧洲储能市场在政策引导与市场化机制共同作用下，正步入更可持续、多元驱动的发展阶段。

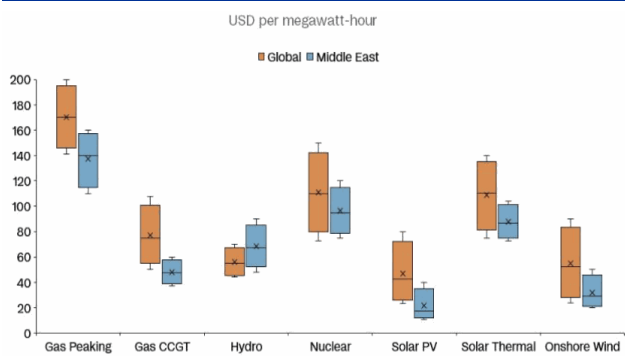
图 13: 2025 年欧洲储能新增装机有望达到 28.7GWh



资料来源：Solar power EU（欧洲光伏产业协会），申万宏源研究

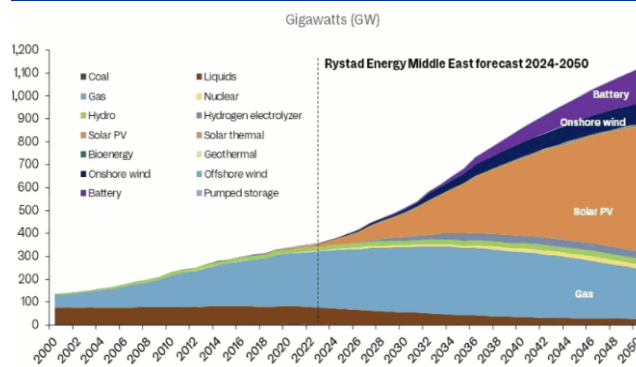
新兴市场潜力巨大,资源与成本优势驱动高增。根据 EMBER 数据,截至 2024 年 5 月,全球约 66%的国家太阳能发电占比不足 5%,中东、东南亚、非洲及拉美等光照资源优越的地区光伏渗透率普遍低于 10%。随着这些地区光伏装机的快速增长,其间歇性和波动性特征将对电网稳定性带来挑战,由此催生对储能系统进行调峰、平滑出力的刚性需求,储能市场发展空间广阔。其中,中东地区凭借极高的太阳辐照度、低廉的劳动力成本及大型项目推动,光伏平准化度电成本(LCOE)显著低于全球水平。以沙特阿拉伯为例,其 LCOE 可低至 10.4 美元/兆瓦时,为全球最低。据行业预测,到 2030 年中东地区可再生能源装机占比有望达到 30%,预计 2025 年沙特储能装机容量将达 8 GWh,2026 年达 22 GWh,市场将进入高速增长期。

图 14: 中东光伏 LCOE 远低于全球平均水平



资料来源：Rystad（睿咨得能源），申万宏源研究

图 15: 2024-2050 年中东光伏装机预测 (GW)

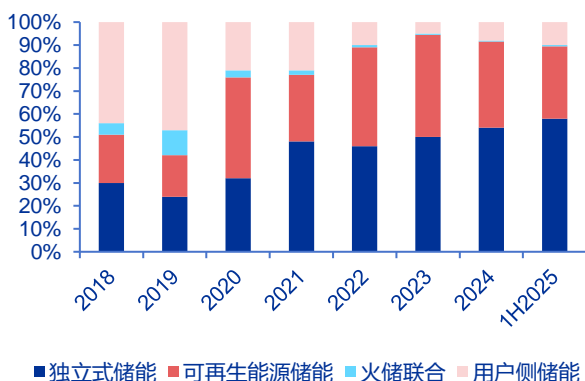


资料来源：MESIA（中东光伏协会），申万宏源研究

2.2 中国储能市场高景气延续，独立储能引领增长

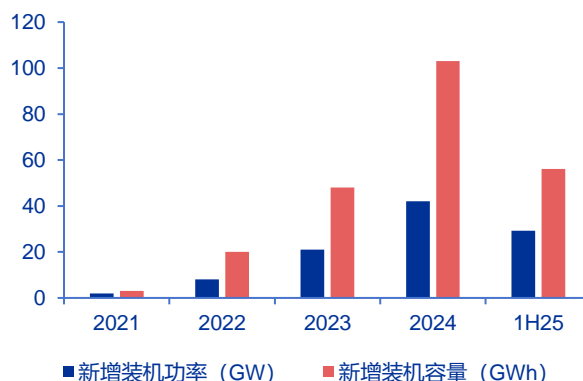
装机稳增、结构优化,行业保持高景气。2025 上半年独立储能占比从 2018 年 30% 攀升至 58%,表明独立储能正从配套角色转向市场化运营主体。今年上半年国内储能新增装机达到了 56.1GWh,印证了当前储能市场需求高景气的态势。

图 16: 国内各储能应用领域占比情况



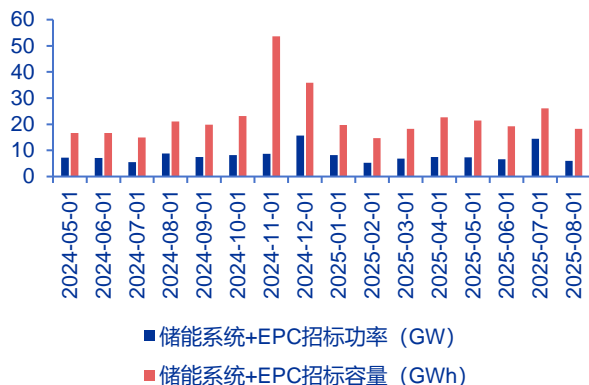
资料来源：CNESA，申万宏源研究

图 17: 2021-1H25 历史年度新增装机量

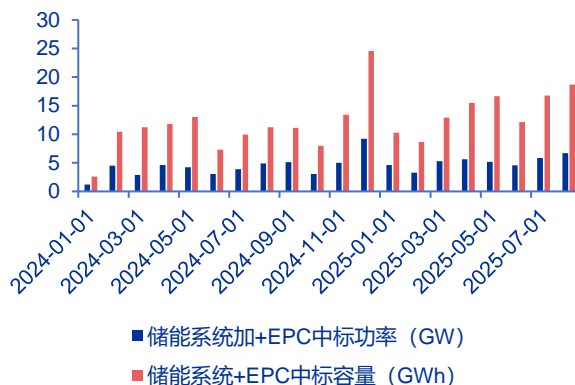


资料来源：CNESA，申万宏源研究

招标活跃、中标放量，装机后劲充足。2025年1-8月储能招中标市场持续火热，月均招标超20GWh且8月中标容量同比高增66%，畅通的项目落地链条与充实的项目储备为后续装机增长积蓄了充足后劲。

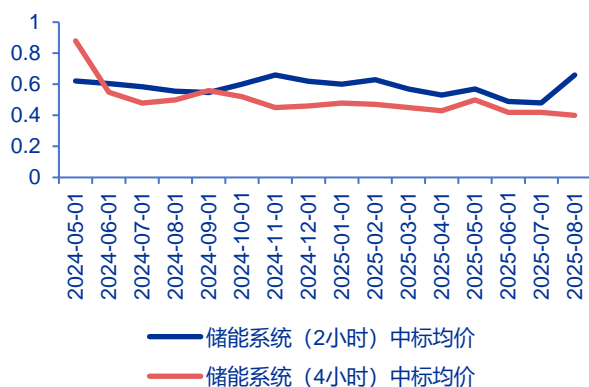
图 18：国内储能系统加 EPC 月度招标规模


资料来源：CNESA，申万宏源研究

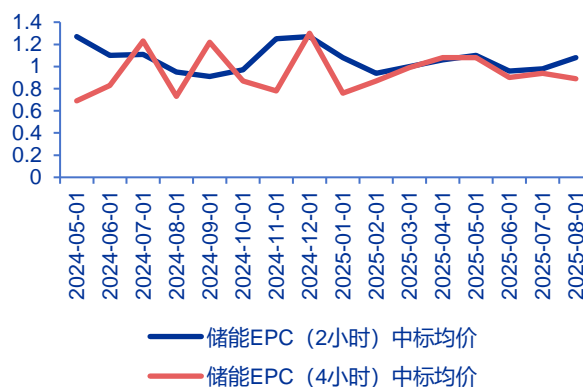
图 19：国内储能系统加 EPC 月度中标规模


资料来源：CNESA，申万宏源研究

系统价触底企稳，EPC 环节韧性凸显。截止到2025年8月，2小时储能系统中标均价回升至0.66元/Wh释放触底信号，4小时系统价格同期降至0.40元/Wh，长时储能成本优化显著。同时，2小时EPC报价1.08元/Wh，4小时EPC报价同步收窄至0.89元/Wh，与系统价差逐步缩小，展现出强劲韧性，标志着储能产业链价格底部已基本确认。

图 20：系统报价 (元/Wh)


资料来源：CNESA，申万宏源研究

图 21：EPC 报价 (元/Wh)


资料来源：CNESA，申万宏源研究

136号文取消强制配储，独立储能有望接力。随着《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》(发改价格〔2025〕136号)文件出台，强制配储退出，新增新能源项目需进入现货市场进行交易，这反而凸显了独立储能的价值。在新能源渗透率高的区域(如内蒙、甘肃、河北)，电网对独立储能的需求日益迫切。其收益模式主要通过两种路径实现：一是获得较高的容量电价补偿，二是通过现货市场的峰谷价差进行套利。

2024年4月2日国家能源局发布《关于促进新型储能并网和调度运用的通知》，建立容量补偿机制等市场化手段，促进新型储能电站“一体多用、分时复用”，为容量补偿指明方针。随着容量电价政策在更多区域完善、现货市场稳定运行，独立储能的收益空间有望进一步打开。

表 2: 主要省份容量电价计算方式

省份	容量补偿机制	容量计算方式	补偿单价
内蒙古	放电量电补偿	实际放电量	0.28 元/千瓦时·年
甘肃	根据功率和时长进行补偿	有效容量	330 元/千瓦·年
宁夏	根据功率和时长进行补偿	有效容量	2025 年 100 元/千瓦·年, 2026 年 165 元/千瓦·年
新疆	放电量电补偿	实际放电量	0.128 元/千瓦时·年
河北	根据功率和时长进行补偿	4H 折算月度可用容量	100 元/千瓦·年
山东	放电量电补偿	用电量*分时系数	0.07 元/千瓦时
云南	容量租赁	可用容量	286 元/千瓦·年 (未达标), 154 元/千瓦·年 (有盈余)

资料来源: 各省能源局, 各省发改委, 申万宏源研究

工商储备案量增长, 应用场景与盈利模式正加速拓宽。2024 年我国工商储装机为 8.2GWh, 同比增长 72%; 25Q1 工商储新增备案量高达 16.16GWh, 容量同比激增 234%, 全年有望延续高增的特点。当前国内工商储盈利模式虽主要依赖需量管理与园区保供, 但在电力市场化推动下, 应用边界正快速拓展。未来, 随着台区储能、光储充一体化及虚拟电厂等新模式的成熟, 工商储将迎来更广阔的增长机遇。

图 22: 2019-2025 工商储新增装机规模



资料来源: CESA, 申万宏源研究

图 23: 国内工商储月度新增备案规模 (单位: GWh)



资料来源: CESA, 申万宏源研究

2.3 海内外竞争加剧, 行业领先强者恒强

全球储能竞争格局日趋激烈, 中美双雄领跑且头部份额差距显著缩小。2023 年北美市场集中度显著提升, 特斯拉、阳光电源和 Fluence 三家占据该地区 72% 份额, 与此同时中国企业凭借成本优势在亚太建立主导地位。到了 2024 年, 特斯拉虽以 15% 的份额蝉联全球第一, 但阳光电源已差距缩小至 1 个百分点 (14%), 且全球前十大集成商中中国企业占据七席。从区域分布看, 特斯拉继续统领北美市场, 而中国企业受国内“内卷”驱动加速出海, 在欧洲及中东市场攻城略地; 阳光电源更是以 21% 的份额登顶欧洲。当前随着头部企业份额扩张难度加大, 区域贸易政策与供应链能力正成为重塑全球竞争格局的关键变量。

图 24: 2023 年全球储能分市场出货占比

Battery energy storage system integrator market share ranking, 2023



Wood Mackenzie Note: The market share calculation is based on integrators' battery energy storage system shipment numbers in 2023. The number includes both grid-scale and community, commercial & industrial sectors.

资料来源: Woodmac (伍德麦肯兹), 申万宏源研究

图 25: 2024 年全球储能分市场出货占比

Battery energy storage system integrator market share ranking



Wood Mackenzie Note: The market share calculation is based on integrators' battery energy storage system shipment numbers in 2024. The number includes both utility-scale and commercial & industrial sectors.

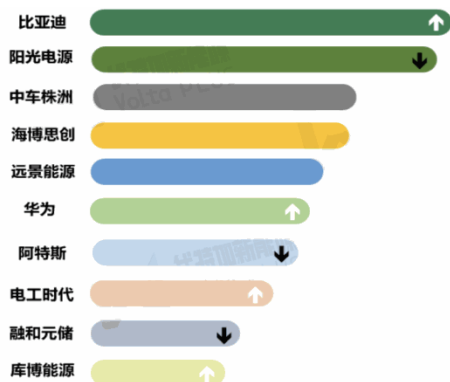
资料来源: Woodmac (伍德麦肯兹), 申万宏源研究

国内储能竞争格局分化: 系统市场分散演进, PCS 环节集中稳定。

储能系统环节, 市场格局相对分散且竞争激烈。以阳光电源、中车株洲所、海博思创等为代表的头部企业出货量领先, 但市场集中度较低, 2024 前五名份额总和仅约 38.48%。其中, 海博思创作为专业集成商代表, 长期稳居国内出货量前列。当前, 央国企依托资源资金优势迅速抢占市场, 出海已成必争之地, 行业正面临激烈洗牌。未来, 拥有技术、规模和渠道全方位实力的领先企业, 将有望进一步稳固其市场地位。

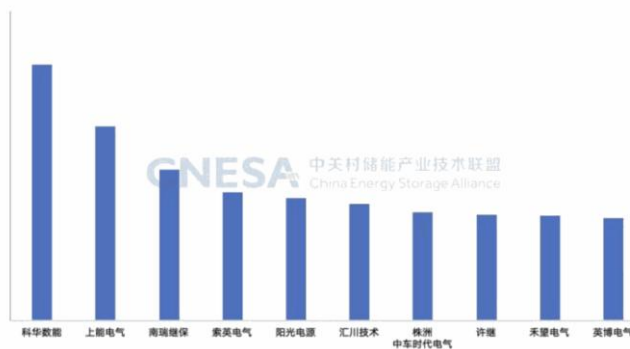
储能 PCS 环节, 竞争格局则相对清晰稳定。国内市场由科华数据、上能电气、索英电气等专业厂商主导; 而在全球市场, 阳光电源、科华数据等企业凭借产品与技术实力, 同样占据领先地位。该环节技术壁垒较高, 已形成较为集中的市场竞争态势。

图 26: 2025 年 Q1-Q3 中国储能系统厂商出货排名



资料来源: Volta-Plus (伏特加新能源), 申万宏源研究

图 27: 2024 年度国内市场储能 PCS 出货量排名



资料来源: CNESA, 申万宏源研究

2.4 储能升级路径清晰, 四大趋势定义未来

技术演进引领行业变革, 四大趋势重塑未来格局。未来储能发展将呈现四大核心趋势:

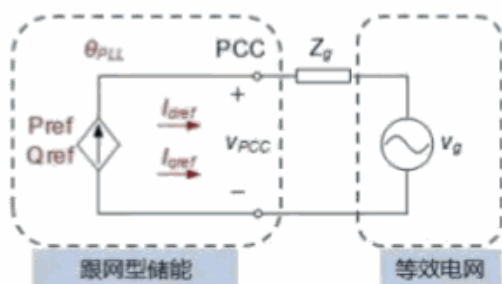
1) **能量密度持续跃升:** 为降低项目占地面积与综合成本, 储能系统正朝大型化、高密度方向发展, 尺 MWh 集装箱已成为主流, 并正向 MWh 迈进。

2) **集成化与交直一体成主流**：为提高部署效率和安全性，交直流一体化储能方案通过深度耦合电池与 PCS，正取代传统分体式设计，成为市场主流。

3) **构网型储能渗透率提升**：随着新能源发电占比提升，电力系统对稳定性的需求日益迫切，能够主动支撑电网电压与频率的构网型储能技术将成为关键。

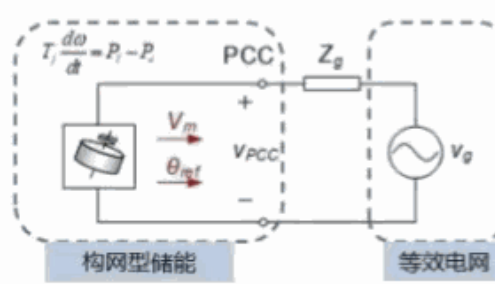
4) **高压级联技术加速应用**：在迈向 GWh 级的大型储能电站中，高压级联技术因无需变压器、系统效率高、更易实现构网功能等优势，将成为重要的技术路径。

图 28：跟网型储能示意图



资料来源：中国华能，申万宏源研究

图 29：构网型储能示意图



资料来源：中国华能，申万宏源研究

3. 公司竞争优势：技术领先筑基石，客户稳固强品牌，海外拓展开新天

3.1 技术积淀深厚，智造体系卓越

技术积淀铸就性能领先，多维优势构建核心壁垒。公司在储能系统产品的关键性能指标上全面领先：**1) 高效性：**公司产品最高系统循环效率达到 87.8%，优于行业 85% 的平均水平；同时，公司的高压级联型储能系统并网效率超过 92%，比传统低压型储能系统效率提升了 3 个百分点以上；**2) 高安全性：**执行严于国标的安全评价体系，并采用“全氟己酮+Pack 级水消防”的双重防护与模块级多维感知，安全防护更加全面；**3) 高可靠性：**公司自研电池管理系统实现 SOC/SOH 估算误差小于 3%，温差控制精准，极大提升了系统寿命与可靠性；**4) 高适应性与经济性：**产品可在-40°C 至 55°C 宽温域及 4000 米高海拔环境下稳定运行，且采用模块化设计，单电芯故障仅需更换一个 PACK，大幅降低维护成本。

图 30：海博思创新一代液冷储能系统-DC



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 31：海博思创模块化液冷储能系统-DC



资料来源：公司官网，申万宏源研究

构建全生命周期技术闭环，持续高投入筑牢创新壁垒。截至 2025 年中，公司累计拥有 358 项专利（含 75 项发明专利及 186 项软著）。公司在招股书中披露的重点在研项目预算高达 2.37 亿元，不仅构建了 8 大核心模块与 28 项核心技术体系，更实现了从电芯建模、系统集成到智能运维的全流程覆盖。作为国家级“专精特新”小巨人，公司深度参与多项国家重点研发计划，凭借扎实的底层技术储备与前瞻性的资金注入，确立了行业领先的研究优势与技术护城河。

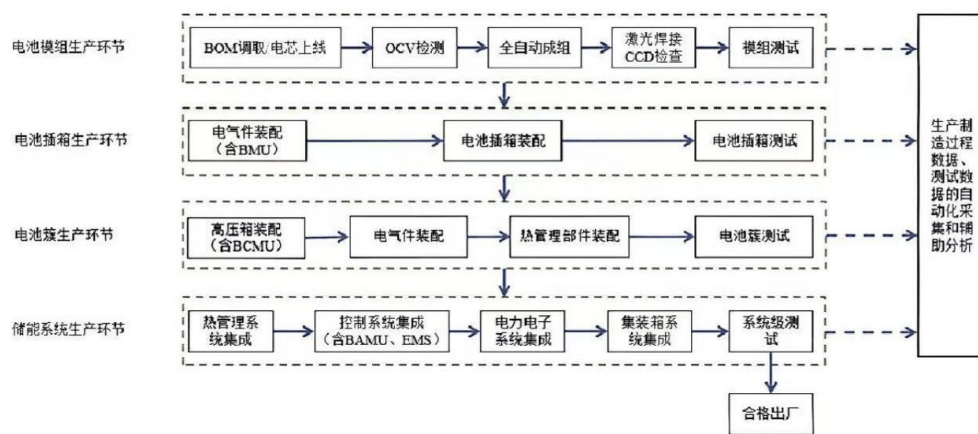
表 3：海博思创连续三年出货量排名领先

类别	本年新增		累计数量	
	申请数 (个)	获得数 (个)	申请数 (个)	获得数 (个)
发明专利	62	22	265	75
实用新型专利	33	23	96	74
外观设计专利	10	9	25	19
软件著作权	44	57	203	186
其他	4 (PCT)	4 (PCT)	4 (PCT)	4 (PCT)
合计	153	115	593	358

资料来源：公司年报，申万宏源研究

打造全链条数字化智造体系，以柔性化生产赋能提效降本。公司通过引入 AGV、机械手、激光焊接及自动检测等智能装备，实现了从电芯上料到模组测试的全流程自动化，大幅提升了生产效率与产品一致性。同时，依托模块化设计、柔性产线以及 MES 系统、大数据平台的全生命周期数据追溯，公司能够高效灵活地响应发电侧、电网侧、用户侧等多元场景的定制化需求。这一智能化生产体系不仅降低了人工依赖与管理成本，更构筑了公司在交付能力与产品可靠性方面的核心优势。

图 32：公司储能系统的工艺流程图



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.2 深度绑定大客户，高筑品牌护城河

公司客户集中度较高，但呈现下降趋势。2021-2024H1 向前五大客户销售金额占比分别为 78%/84%/74%/58%。这表明公司在稳固中核、国电投等“五大六小”核心电力央企合作、保障高确定性订单来源的同时，积极拓宽新客户渠道成效显著，有效降低了对单一头部客户的依赖，增强了经营韧性。

表 4：公司正在逐步降低对少数大客户的依赖

序号	客户名称	销售金额 (万元)	销售占比	销售内容
2024 年 1-6 月				
1	中国核工业集团有限公司	63,769.49	17.30%	储能系统
2	国家电力投资集团有限公司	43,538.83	11.81%	储能系统、技术服务
3	河南投资集团有限公司	40,858.41	11.08%	储能系统
4	中国华能集团有限公司	34,446.14	9.34%	储能系统
5	华润集团 (电力) 有限公司	32,814.97	8.90%	储能系统
	合计	215,427.82	58.43%	/
2023 年度				
1	中国华能集团有限公司	178,277.49	25.53%	储能系统
2	中国能源建设集团有限公司	106,332.30	15.23%	储能系统
3	国家电力投资集团有限公司	97,001.40	13.89%	储能系统、技术服务
4	华润集团 (电力) 有限公司	71,196.19	10.20%	储能系统
	昌吉州国有资产投资经营集团有限公司	.	.%	储能系统

合计		519,175.15	74.37%	/
2022 年度				
1	国家电力投资集团有限公司	94,300.39	35.91%	储能系统、技术服务
2	中国华能集团有限公司	48,569.98	18.50%	储能系统
3	中国电力建设集团有限公司	45,637.17	17.38%	储能系统
4	中国建筑第五工程局有限公司	15,929.20	6.07%	储能系统
5	中国石油工程建设有限公司	15,324.24	5.84%	储能系统
合计		219,760.98	83.70%	/
2021 年度				
1	中国华能集团有限公司	30,211.59	36.06%	储能系统
2	国家电力投资集团有限公司	19,101.53	22.80%	储能系统、技术服务
3	临工重机股份有限公司	8,174.26	9.76%	动力电池系统
4	华润集团（电力）有限公司	4,108.98	4.90%	储能系统
5	顺丰控股股份有限公司	3,889.25	4.64%	新能源车租赁
合计		65,485.61	78.16%	/

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

公司储能系统出货量连续三年领跑，技术底蕴铸就卓越品牌影响力。根据 CNESA 统计，公司在 2021 及 2022 年蝉联国内储能系统出货量榜首，2023 年亦居行业第二，持续保持第一梯队领先优势。凭借过硬的综合实力，公司深度绑定华能、国电投及两大电网等优质央企客户，先后荣获“2022 中国电气工业 100 强”、“SNEC 储能领军企业”、“2023 储能技术创新典范 TOP10”、“2023 储能卓越产品奖 TOP10”、“2022 储能技术创新典范 TOP10”、“2021 年度中国储能产业最具影响力企业奖”等多项殊荣，体现了其深厚的品牌积累，稳固了市场领先地位。

表 5：海博思创连续三年出货量排名领先

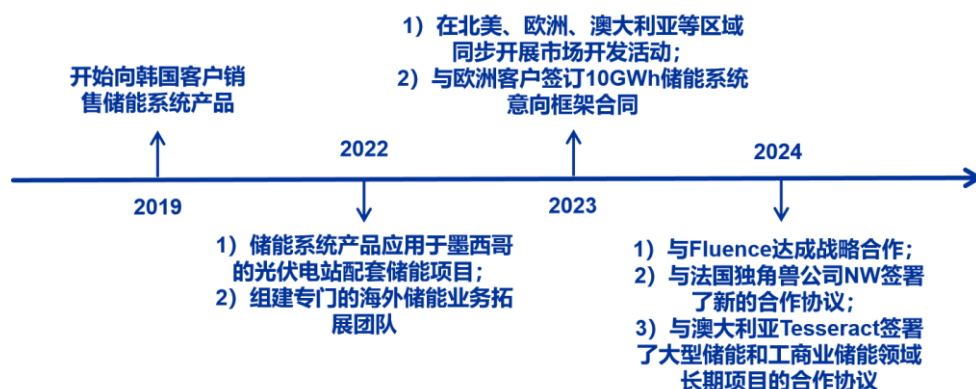
排名	2023 年出货量排名	2022 年出货量排名	2021 年出货量排名
1	中车株洲所	海博思创	海博思创
2	海博思创	中车株洲所	电工时代
3	新源智储	阳光电源	新源智储
4	远景能源	天台储能	阳光电源
5	电工时代	远景能源	科华数能
6	融和元储	平高集团	林洋亿纬
7	金风零碳	华能清能院	中天科技
8	平高集团	融和元储	兴储世纪
9	许继	新源智储	平高集团
10	智光储能	中天储能	采日能源

资料来源：公司招股书，申万宏源研究

3.3 海外订单逐步起量，打开成长天花板

公司坚定推进全球化战略布局，海外市场拓展全面提速。从 2019 年起，公司涉足韩国市场开启出海征程，随后于 2022 年进入墨西哥市场并在年底组建专属海外团队；2023 年公司进一步拓宽欧美澳版图并签署 10GWh 意向大单，到了 2024 年更是与国际巨头 Fluence 达成战略合作。从单点突破到强强联合，公司正通过这一系列里程碑式的布局，加速兑现全球化成长潜力。

图 33：公司海外布局历程



资料来源：储能 100 人，申万宏源研究

公司海外战略成效初显，研发加码海外订单加速起量。2025 年上半年，公司实现海外营收 2.98 亿元，占总体营收 7%，并预期投入超 3800 万元专项研发资金以精准适配海外需求。在此支撑下，近期公司在 EMEA（欧洲、中东、非洲）地区连下五城，不仅签署希腊 45MWh 项目叩开南欧大门，更在爱沙尼亚、科特迪瓦及津巴布韦等地密集落地电网侧与工商业项目。随着 HyperBlock III 等核心产品在多国投入使用，公司海外订单呈现出多点开花、逐步放量的良好态势。

表 6：公司与多位海外头部客户签订合作意向

时间	事件
2025 年	与希腊客户正式签署 45MWh 电网侧独立储能电站项目合作。
2025 年	在爱沙尼亚、立陶宛相继落地 7MWh、20MWh、5MWh 电网侧储能项目。
2025 年	在科特迪瓦成功部署三座工厂储能项目，全部采用 HyperBlock III 5MWh 系统。
2025 年	在津巴布韦推进用户侧储能项目合作，一期已部署 15 台 HyperCubeC&I 工商业储能系统。
2024 年	与 Fluence 达成战略合作，双方将共同开发创新解决方案，加速创新储能技术应用方面的承诺，拓宽大型储能的应用案例
2024 年	与法国独角兽公司 NW 约定 2025 年底之前供货 500MWh 储能产品，以及在 2026 年底之前交付总计超过 1GWh 的储能产品意向订单
2024 年	与澳大利亚能源集团 Tesseract 达成战略合作，专注于澳大利亚的大型储能和工商业储能项目，合作项目规模近 1GWh。

资料来源：储能 100 人，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

储能系统产品：出货量方面：考虑到国内未来独立储能需求持续释放且公司市场份额稳固，我们预计 25-27 年公司国内出货量增速为 95%/45%/28%；海外市场方面，公司有计划加速拓展市场，海外出货量有望快速增长，预计 25-27 年增速为 800%/250%/50%。**单价方面：**由于 25 年国内储能行业竞争异常激烈，技术降本与价格战持续，我们预计 2025 年国内单价将同比下降 25%，136 号文后，储能系统装机以独立储能为主，独立储能占比提升将带来产品质量及价格提升，以及随着原材料成本上行，我们预计 26-27 年会略有反弹，增速为 3%/2%；由于原材料成本 26 年有望进入上行周期，需求持续爆发，我们预计海外系统价格 25-27 年增速为 -30%/3%/2%。**毛利率方面，**考虑到国内市场竞争持续激烈，但是行业需求持续旺盛，格局向头部集中，我们预计未来三年国内毛利率基本维持不变，25-27 年为 16%/16%/16%；但是海外业务具备高溢价特性且产品需求旺盛，公司产品结构向高毛利方向优化，预计海外毛利率将有提升，25-27 年为 28%/28.5%/29%。

其他业务：由于公司计划在 2025 年完全剥离剩余的新能源车租赁业务，其他业务的占比进一步减少，我们预计未来 25-27 年其他业务营增速为 -10%/-10%/-10%，毛利率基本稳定在 20%。

表 7：公司分业务预测表(百万元、%)

产品	2024	2025E	2026E	2027E
储能系统业务收入	8193	13153	25237	35093
收入——国内	7182	10504	15687	20481
收入——海外	421	2649	9550	14612
出货量——国内 (GWh)	11.40	22.23	32.23	41.26
增速 (%)		95%	45%	28%
出货量——海外 (GWh)	0.40	3.60	12.60	18.90
增速 (%)		800%	250%	50%
价格——国内 (元/Wh)	0.63	0.47	0.49	0.50
增速 (%)		-25%	3%	2%
价格——海外 (元/Wh)	1.05	0.74	0.76	0.77
增速 (%)		-30%	3%	2%
营业成本	6700	18585	20006	27579
成本——国内	6427	8823	13177	17204
成本——海外	273	9762	6828	10374
毛利	1493	2422	5232	7514
毛利——国内	1346	1681	2510	3277
毛利——海外	147	742	2722	4237
毛利率——国内	18.74%	16.00%	16.00%	16.00%
毛利率——海外	35.00%	28.00%	28.50%	29.00%
其他业务收入	77	69	62	56
增速 (%)	39.46%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
成本	44	14	50	45
毛利	33	26	12	11
毛利率 (%)	42.71%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

综合以上假设,我们预计公司 2025E-2027E 实现收入 132.22/253.00/351.49 亿元, 同比增速 59.88%/91.35%/38.93%, 实现毛利率 18.52%/20.73%/21.41%, 净利率 7.88%/8.90%/8.91%, 对应 2025E-2027E 归母净利润 10.42/22.52/31.31 亿元, 对应同比增速 60.79%/116.18%/39.02%。

表 8: 公司盈利预测表(百万元、%)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6982	8270	13222	25300	35149
增速 (%)	165.88%	18.44%	59.88%	91.35%	38.93%
营业成本	5603	6744	10774	20055	27623
毛利润	1379	1526	2448	5244	7526
毛利率 (%)	19.75%	18.45%	18.52%	20.73%	21.41%
归母净利润	578	648	1042	2252	3131
归母净利率 (%)	8.28%	7.82%	7.88%	8.90%	8.91%
增速 (%)	226.55%	12.08%	60.79%	116.18%	39.02%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

可比公司: 海博思创作为储能系统集成领域的领跑者, 随着全球能源转型加速推进, 储能业务有望迎来跨越式增长。我们选择从储能电池系统切入的派能科技作为可比公司之一; 储能系统集成领先企业, 在全球市场市占率占据前列的阳光电源作为可比公司之二; 海博思创电网侧储能项目居多, 我们选择技术背景深厚, 深耕网侧储能的南网科技作为可比公司之三。

估值: 我们采用 PE 估值法对公司进行估值, 给予公司“买入”评级。海博思创作为国内储能系统集成领军企业, 凭借先发优势与规模化能力已居行业前列。当前全球储能市场高速增长, 海外新兴需求爆发, 公司有望持续受益, 推动储能业务快速增长。鉴于当前已处于 2025 年底, 且公司在手订单充沛有望在 2026 年加速兑现业绩, 采用 26 年估值更能前瞻性地匹配其高成长性与合理市值空间。我们参照可比公司估值水平, 可比公司 2026 年平均 PE 为 30X, 给予公司 2026 年 30 倍 PE, 对应海博思创目标总市值为 670 亿元, 较现有市值有 43.24% 上涨空间, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 9: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/12/23		PE			EPS		
		总市值 (亿元)	收盘价 (元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E
300274.SZ	阳光电源	3,483	167.99	24	20	18	7.07	8.32	9.44
688063.SH	派能科技	140	57.13	81	30	22	0.70	1.91	2.61
688248.SH	南网科技	246	43.63	52	39	31	0.84	1.11	1.41
均值	-	-	-	52	30	24	2.87	3.78	4.49
688411.SH	海博思创	468	259.90	45	21	15	5.78	12.50	17.38

资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 可比公司盈利预测为 Wind 一致预测

5. 风险提示

1) **政策与贸易环境变化风险。**国内储能激励政策调整可能影响下游装机需求节奏；同时，主要海外市场的贸易壁垒或认证政策变化，可能对公司海外业务拓展与盈利能力产生不利影响。

2) **储能行业竞争加剧风险。**储能系统集成领域参与者持续增加，若价格竞争进一步加剧，可能导致公司产品单价与毛利率下滑，影响整体盈利水平。

3) **关键技术自研进度不及预期风险。**公司正在推进 PCS 等核心部件技术研发，若研发或产业化进度滞后，可能影响公司成本控制能力与长期技术竞争力。

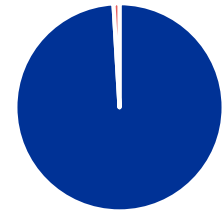
财务摘要

合并损益表

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,982	8,270	13,222	25,300	35,149
营业收入	6,982	8,270	13,222	25,300	35,149
储能业务	6,927	8,193	13,153	25,237	35,093
其他业务	55	77	69	62	56
营业总成本	6,175	7,499	12,119	22,801	31,631
营业成本	5,603	6,744	10,774	20,055	27,623
储能业务	5,541	6,700	18,585	20,006	27,579
其他业务	62	44	14	50	45
税金及附加	30	22	35	66	92
销售费用	161	280	502	1,063	1,547
管理费用	167	194	344	708	1,054
研发费用	179	250	450	911	1,336
财务费用	-6	9	15	-3	-21
其他收益	64	171	171	171	171
投资收益	2	12	12	12	12
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-10	0	0	0
信用减值损失	-87	-150	0	0	0
资产减值损失	-59	-63	0	0	0
资产处置收益	2	0	0	0	0
营业利润	730	731	1,286	2,682	3,701
营业外收支	-25	-4	0	0	0
利润总额	705	727	1,286	2,682	3,701
所得税	127	78	235	422	555
净利润	578	649	1,051	2,260	3,146
少数股东损益	0	1	10	8	15
归属于母公司所有者的净利润	578	648	1,042	2,252	3,131

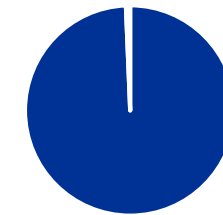
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

收入结构



■ 储能业务 ■ 其他业务

成本结构



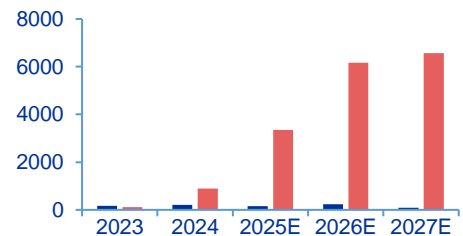
■ 储能业务 ■ 其他业务

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	578	649	1,051	2,260	3,146
加：折旧摊销减值	184	261	45	69	77
财务费用	16	23	15	-3	-21
非经营损失	-143	-16	-12	-12	-12
营运资本变动	-679	-141	2,241	3,841	3,380
其它	241	264	0	0	0
经营活动现金流	110	890	3,340	6,155	6,570
资本开支	171	212	150	233	84
其它投资现金流	27	-13	12	12	12
投资活动现金流	-144	-225	-138	-221	-72
吸收投资	5	0	888	0	0
负债净变化	298	456	-34	0	0
支付股利、利息	10	26	15	0	0
其它融资现金流	-25	-37	0	3	21
融资活动现金流	267	393	840	3	21
净现金流	232	1,059	4,042	5,936	6,519

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



■ 资本开支 ■ 经营活动现金流

合并资产负债表

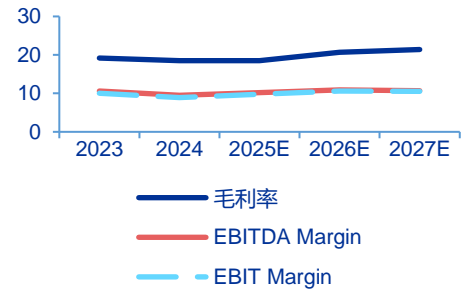
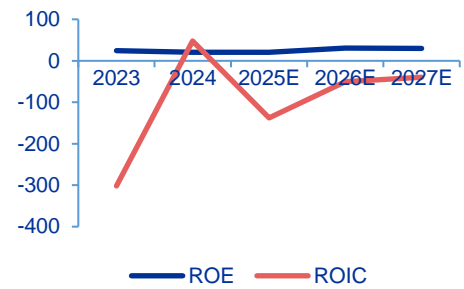
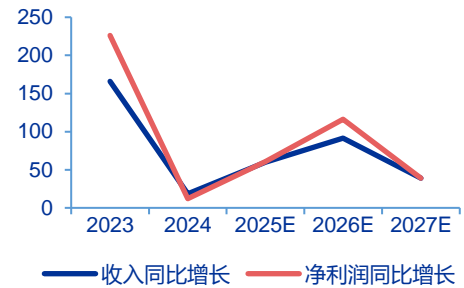
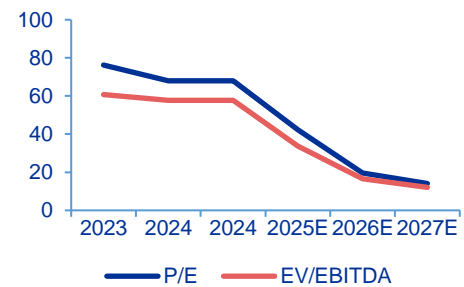
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,261	9,673	14,910	24,918	34,508
现金及等价物	3,319	3,035	7,077	13,013	19,532
应收款项	1,586	3,927	2,160	2,606	2,897
存货净额	2,442	1,421	4,068	6,211	7,802
合同资产	756	1,080	1,394	2,877	4,065
其他流动资产	158	211	211	211	211
长期投资	376	432	432	432	432
固定资产	194	356	460	625	631
无形资产及其他资产	402	511	511	511	511
资产总计	9,233	10,972	16,313	26,485	36,082
流动负债	6,660	7,587	10,989	18,901	25,352
短期借款	556	1,017	983	983	983
应付款项	5,057	5,748	9,184	17,096	23,547
其它流动负债	1,046	823	823	823	823
非流动负债	184	237	237	237	237
负债合计	6,843	7,824	11,226	19,138	25,589
股本	133	133	180	180	180
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,628	1,737	2,578	2,578	2,578
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	67	67	67	67	67
未分配利润	557	1,204	2,246	4,498	7,629
少数股东权益	5	6	16	24	39
股东权益	2,390	3,147	5,087	7,347	10,493
负债和股东权益合计	9,233	10,972	16,313	26,485	36,082

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	3.21	3.60	5.78	12.50	17.38
每股经营现金流	0.61	4.94	18.55	34.18	36.48
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	13.24	17.44	28.16	40.66	58.05
关键运营指标(%)					
ROIC	-301.9	47.8	-139.0	-50.8	-40.0
ROE	24.2	20.6	20.5	30.8	29.9
毛利率	19.8	18.5	18.5	20.7	21.4
EBITDA Margin	10.6	9.5	10.2	10.9	10.7
EBIT Margin	10.0	8.9	9.8	10.6	10.5
营业总收入同比增长	165.9	18.4	59.9	91.3	38.9
归母净利润同比增长	226.1	12.1	60.8	116.2	39.0
资产负债率	74.1	71.3	68.8	72.3	70.9
净资产周转率	2.93	2.63	2.61	3.45	3.36
总资产周转率	0.76	0.75	0.81	0.96	0.97
有效税率	18.0	10.9	18.4	15.8	15.1
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	81.0	72.3	44.9	20.8	15.0
P/B	19.6	14.9	9.2	6.4	4.5
EV/Sale	6.8	5.8	3.6	1.9	1.4
EV/EBITDA	64.5	61.3	35.7	17.5	12.8
股本	133	133	180	180	180

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。