

科陆电子 (002121.SZ)

美的系能源企业，聚焦智能电网和新型储能业务

优于大市

核心观点

2023年美的集团控股，聚焦智能电网和新型电化学储能。公司最早从事电表业务，2023年6月美的集团通过定增成为公司控股股东，明确了聚焦智能电网和新型电化学储能两大核心主业战略方向。2025年上半年，公司智能电网和储能业务分别实现收入12.5亿元和12.8亿元，占整体营收的48.7%和49.8%。

智能电网是公司的核心基础业务。公司主要产品包括标准仪器仪表、智能电表、用电信息采集和智能配电网一二次产品和设备。2024年公司中标电网公司能效监测终端、智能柔性调控终端、空调柔性调控协议转换网关等产品，业务逐步向能源托管、需求侧响应等领域延伸。海外市场方面，公司持续进行海外本地化经营投入，加速非洲、欧洲等战略市场开拓。

公司重点发力新型储能业务。公司是最早布局储能的企业之一，也是国内少数长期深耕欧美市场的储能系统集成商。目前公司产品以集中式储能系统为主，工商业储能也已获得批量订单。截至2024年底，公司储能系统已在全球多个大型项目中稳定运行，累计应用规模超6GWh。市场开拓方面，公司近年来在亚太、东欧、中东、非洲等地持续发力。2025年上半年公司海外收入占整体营收的49.8%，同比+16.3pct；在产能布局方面，公司储能电池Pack3GWh产能预计将于2026年在印尼投产。

全球储能维持高景气度。国内储能市场正迎来市场化发展浪潮，由于新能源发电渗透率达到一定阶段，对储能调节资源需求迫切，2025年国内各地方政府密集出台储能新增规划推动市场高速增长。美国方面电网升级与可再生能源消纳带来刚性储能需求，AI数据中心用电需求激增进一步提升需求。欧洲各国政府加快推动解决电网不稳定问题，储能得到政策支持，同时现货峰谷价差扩大推升储能项目收益率。新兴市场，中东、南亚、南美等地区大储潜力较大。预计2025-2028年全球大储需求为262/362/459/557GWh，同比+65%/+38%/+27%/+21%，公司储能系统业务预计充分受益。

盈利预测与估值：储能高景气度推动公司未来盈利实现快速增长。预计2025-2027年归母净利润2.6/6.4/8.3亿元（同比扭亏为盈/+149%/+30%），EPS分别为0.16/0.39/0.50元。通过多角度估值，预计公司合理估值161-168亿元，股价区间为9.7-10.1元/股，相对目前股价有20%-24%溢价。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：国内外储能业务拓展不及预期的风险；中美贸易摩擦的风险；偿债风险；应收账款无法按时足额回收的风险；核心技术人员流失的风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,200	4,431	4,900	8,445	11,142
(+/-%)	18.7%	5.5%	10.6%	72.3%	31.9%
归母净利润(百万元)	-529	-464	258	642	833
(+/-%)	422.0%	-12.2%	扭亏为盈	149.3%	29.7%
每股收益(元)	-0.32	-0.28	0.16	0.39	0.50
EBIT Margin	3.2%	3.2%	7.8%	11.2%	10.2%
净资产收益率(ROE)	-56.2%	-92.9%	37.9%	56.9%	48.7%
市盈率(PE)	-25.4	-28.9	52.1	20.9	16.1
EV/EBITDA	73.0	69.0	30.1	17.0	15.0
市净率(PB)	14.27	26.88	19.75	11.88	7.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

电力设备·电网设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级

优于大市(首次覆盖)

9.70 - 10.10元

合理估值

8.08元

收盘价

总市值/流通市值

13419/11311百万元

52周最高价/最低价

10.11/3.37元

近3个月日均成交额

546.83百万元

投资评级

合理估值

收盘价

总市值/流通市值

52周最高价/最低价

近3个月日均成交额

投资评级

合理估值

收盘价

内容目录

公司概况	4
公司历史沿革及经营概况	4
公司股权结构	4
公司业务	5
智能电网业务	5
新型电化学储能业务	6
全球储能市场分析	8
国内方面，装机收益持续优化，储能需求持续释放	8
美国方面，AIDC 快速发展催动储能需求提升	9
欧洲方面，电网建设推动储能装机需求	10
新兴市场方面，储能需求增长迅速	11
储能系统集成企业盈利能力趋势整体趋稳	11
全球大型储能市场产值有望稳步增长	12
电表市场分析	12
2028 年全球智能计量市场规模将达到 364 亿美元	12
欧洲市场：智能电表用户数较广	13
亚洲其他市场：智能电网建设带动电表需求提升	14
南美及非洲：智能电表需求潜力较大	14
中国市场：国网与南网加快新一代智能电表部署	14
盈利预测核心假设	16
假设前提	16
预测结果	17
估值与投资建议	17
绝对估值：9.7-10.7 元	17
相对估值：9.3-10.1 元	18
投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级	18
风险提示	19
附表：财务预测与估值	22

图表目录

图1: 科陆电子历史大事沿革	4
图2: 公司股权结构及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况（截至 2025 年半年报）	5
图3: 公司电气产品出货量及同比增速（万台/套、%）	6
图4: 公司智能电网业务收入及毛利率（亿元、%）	6
图5: 储能产品销售量及同比增速（MWh、%）	8
图6: 公司储能业务收入及毛利率（亿元、%）	8
图7: 国内新型储能年度新增装机及增速（GWh, %）	9
图8: 国内新增储能年度招标规模（包括设备及 EPC, GWh）	9
图9: 国内储能系统月度招标规模（GWh） - 寻熵研究院	9
图10: 国内 4h 储能系统报价（元/wh）	9
图11: 2017-2025E 美国年度大储装机量（GW）	10
图12: 2025 年各月度美国大储装机及预测（GW）	10
图13: 欧洲储能新增装机（GWh）	10
图14: 2025 年预计欧洲储能新增装机结构	10
图15: 全球大储新增装机容量预测（GWh）	12
图16: 全球大储市场产值（亿元）	12
图17: 2021-2028E 全球智能计量市场规模（亿美元）	12
图18: 2021-2028E 全球智能电表市场规模（亿美元）	13
图19: 2021-2028E 欧洲国家智能电表用户数（亿户）	13
图20: 2020-2023 欧洲智能电表市场规模	13
图21: 国家电网智能电表招采数量（万台）	15
图22: 国家电网智能电表历年招标数量及同比（万台、%）	15
图23: 国家电网计量设备年度中标金额及同比（亿元，%）	15

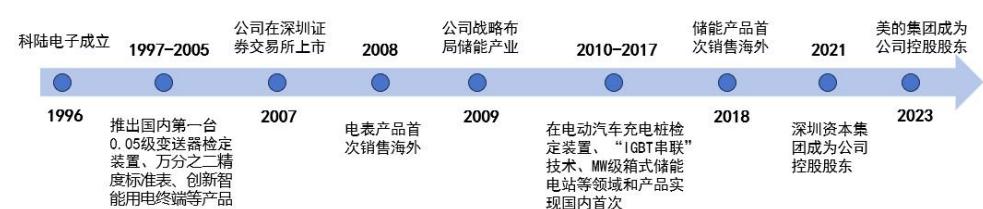
表1: 科陆电子智能电网业务主要产品	5
表2: 科陆电子智能电网业务主要产品	7
表3: 主营业务假设	16
表4: 公司盈利预测核心假设	17
表5: 公司盈利预测及市场重要数据	17
表6: 资本成本假设	18
表7: 绝对估值的敏感性分析（元）	18
表8: 可比公司估值对比	18

公司概况

公司历史沿革及经营概况

科陆电子于 1996 年在深圳成立，聚焦于电表产品，在 2002 年推出了国内第一块万分之二精度标准表和国内第一块 0.2S 高精度电子式电能表，2005 年推出国内第一台创新智能用电终端。2007 年科陆电子在深交所上市，进入发展新阶段。2008 年，公司电表产品首次销售海外，随后 2009 年公司战略布局储能产业。在 2010-2017 年间，公司智能电网板块及储能板块均实现多项技术突破，包括推出国内第一台电动汽车充电桩检定装置、攻克国家 863 “IGBT 串联” 技术难关、推出全国第一台 MW 级箱式储能电站、进行国内第一个虚拟电厂示范及攻克国家 863 “灵活互动智能用电支撑设备和平台开发” 技术难关等。2018 年，公司储能产品首次销售海外，打开海外市场。2021 年 6 月，深圳资本集团成为公司控股股东。2022 年美的集团战略入股科陆电子，并于 2023 年 6 月通过定增成为公司控股股东。美的集团入主后，科陆电子明确了聚焦智能电网和新型电化学储能两大核心主业的战略方向。

图1：科陆电子历史大事沿革

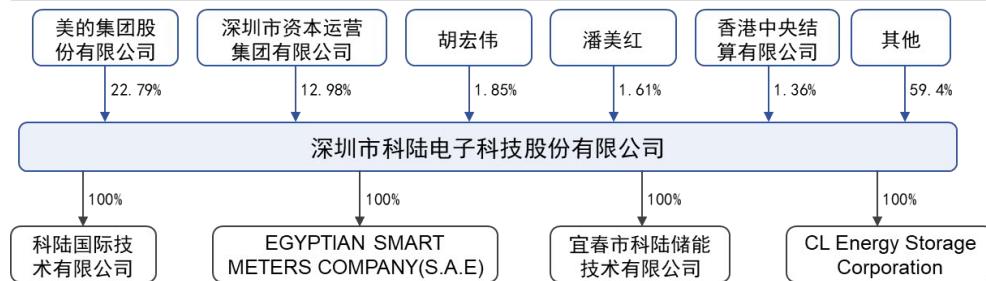


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构

科陆电子近年来通过股权结构的优化，显著提升了公司治理能力和股东资源的协同效应。根据公司 2023 年 5 月 31 日发布的《关于股东权益变动进展暨公司控股股东、实际控制人变更的公告》及公司 2022 年度向特定对象发行 A 股股票上市公告书，美的集团以 3.28 元/股的价格认购公司发行的 2.52 亿股，实施完成后，美的集团持有公司 22.79% 的股份，成为公司控股股东。截至 2025 年 6 月 30 日，公司前十大股东合计持股比例达 43.37%，其中美的集团以 22.79% 的持股比例稳居第一大股东；深圳市资本运营集团有限公司以 12.98% 的持股比例位列第二。

图2: 公司股权结构及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况（截至 2025 年半年报）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司业务

科陆电子深耕电力行业近 30 年，是国内领先的能源领域的综合服务商。公司主要业务涉及智能电网和新型电化学储能领域，打造“源-网-荷-储”一体化产业链，全面服务新型电力系统建设，为客户提供绿色动力解决方案。

智能电网业务

智能电网板块业务是科陆电子的核心基础，公司是多年来电网行业的核心供应商，客户包括国家电网和南方电网，同时智能电网海外业务覆盖“一带一路”多个区域。

公司在智能电网领域的核心技术是高精度量测技术、边缘计算技术、电力系统保护控制技术和一二次融合技术，为智能电网建设提供产品服务和系统解决方案。主要包括标准仪器仪表、智能电表、用电信息采集和智能配电网一二次产品和设备。另外公司还提供完整的 AMI 和智能配电网系统解决方案。

表1: 科陆电子智能电网业务主要产品

业务板块	主要产品	产品案例
标准仪器仪表	包括高精度交直流电力测量、计量检定用标准仪表和标准源、新一代柔性自动化检定线及智能仓储，主要用于电网各省级计量院和供电所，为智能电表、智能终端、智能开关分布式电源接入单元及电动汽车充电桩提供智能检定服务。	 直流标准表 CL6115C
智能用电设备	为智能电网建设提供各种标准的智能电表、用电信息采集装置及提供 AMI 解决方案。	 三相智能电表

智能配电网一二次设备为智能配电网建设提供一二次融合柱上开关、一二次融合环网箱、智能配电终端、故障指示器、柱上开关、环网箱、配电变压器和高低压配电柜。



一二次融合环网柜（箱）

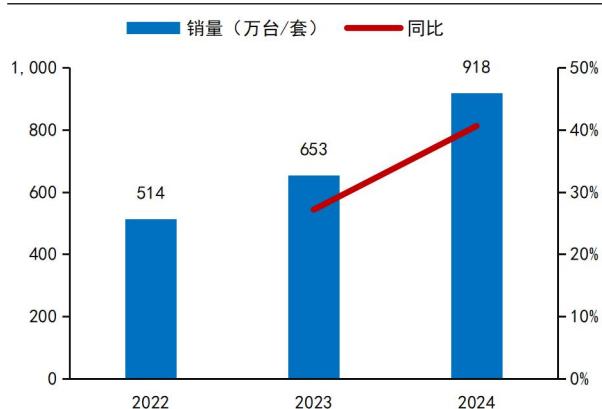
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

2024年，公司中标电网公司能效监测终端、智能柔性调控终端、空调柔性调控协议转换网关等产品，业务逐步向能源托管、需求侧响应等领域延伸。此外，公司着眼于低压台区治理的实际需求，创新性地提出了低压电网数据与新能源融合的综合解决方案，现正积极开展试挂验证工作。海外市场方面，公司持续进行海外本地化经营投入，加速非洲、欧洲等战略市场开拓，中标非洲市场高端电表项目，并针对欧洲市场积极进行产品定制化开发及相关资质测试和认证。

2025年上半年，非洲市场上半年签署AMI项目订单超2亿元；南非市场实现突破，公司智能电表产品成功入围南非国家电力公司短名单；欧洲市场实现稳定出货。

2025年上半年，公司智能电网业务实现营业收入12.5亿元，同比-9%；毛利率32.9%，同比持平。

图3：公司电气产品出货量及同比增速（万台/套、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司智能电网业务收入及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

新型电化学储能业务

科陆电子是最早布局储能的企业之一，已成功交付多个大规模商业化项目，积累了丰富的实践经验。公司是储能行业的领先企业，同时也是国内少数长期进入欧美的储能系统集成商。截至2024年底科陆储能系统已在全球多个大型项目中稳定运行，累计应用规模超6GWh。

公司新型电化学储能业务主要产品包括能量型储能系统、功率型储能系统、工商储能一体机、集中式储能系统、储能双向变流器、光储一体变流器、中压变流系统、BMS电池管理系统、EMS能量管理系统。主要应用场景有独立储能电站、火电厂联合调频、新能源配套储能、电网输配电拥堵缓解、输配电安全支撑、工商储调峰、用户侧峰谷套利、新一代物联网区块链数字孪生架构的区域虚拟电厂系

统（包括现货市场出清系统平台、聚合系统平台、云边协调装备等，满足电力能源数字化资产建设需求）。

服务方面，公司储能整站集成全生命周期服务覆盖储能系统的全价值链体系，从产品选型、容量配置、站级规划设计到整站安装运维、全栈数据监测优化和售后服务等全流程，为客户提供一站式服务。

表2：科陆电子智能电网业务主要产品

产品分类	主要产品		
集中式液冷储能系统	 集中式液冷储能产品 Aqua-C1型	 集中式液冷储能系统 Aqua-C2型	
工商业液冷储能系统	 科陆Aqua-E系列	 Aqua-E233	 Aqua-E372/418
储能双向变流器	 储能双向变流器 NEPCSO-1250、NEPCSO-1750、NEPCSO-2500	 储能双向变流器 NEPCS-2000、NEPCS-1500、NEPCS-1375、 NEPCS-1250、NEPCS-1100	
中压变流箱	 中压变流箱 NEPCSH-2400-MV、NEPCSH-2800-MV、 NEPCSH-3200-MV、NEPCSH-4000-MV	 中压变流箱 NEPCSOH-2500-MV、NEPCSOH-5000-MV	 中压变流箱 NEPCSOH-2500-MV、NEPCSOH-3500-MV
IEMS综合能源服务管理平台	 科陆IEMS综合能源服务管理平台		

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司持续拓展国内外储能业务新客户、新市场。国内市场方面，公司积极开拓“五六六小”新客户，2024年中标国家能源青海公司2024年第一批电化学储能设备采购项目，容量总规模为290MWh，该项目是公司在高海拔储能领域的又一标杆性项目。此外，公司积极推动储能在工商业用户侧的应用落地，2024年内推出0.598元/Wh的工商业储能柜，并已获得批量订单。

海外市场方面，公司通过成立美国储能子公司及组建本地化团队，持续完善海外

布局，在美洲、非洲等多个区域实现订单落地。2024年公司全资子公司CL Energy Storage Corporation与美国某客户签订电池储能系统供应合同，为客户提供总计约800MWh的集装箱式电池储能系统，这是公司新一代储能系统Aqua-C2.5的首次商用实践；公司与智利最大输电企业Transelect S.A.的子公司GEA TRANSMISORA SpA签署105MW/420MWh储能业务合同，该项目中公司以系统集成商身份为海外业主客户提供大规模整站系统集成方案，标志着公司在海外储能市场从设备供应商到系统集成商的角色转型取得里程碑式进展。2024年，公司新签储能项目总容量约2.4GWh，交付储能项目总容量约1.4GWh。

2025年上半年，公司在海外市场持续深耕美洲、欧洲市场，搭建集销售、技术、服务于一体的本地化团队，聚焦客户需求挖掘与业务落地；重点攻坚亚太、中东非市场，通过组建区域营销团队、联合当地合作伙伴渗透市场，逐步建立市场认知与渠道网络；新开拓希腊、捷克、波兰等市场，产品覆盖电网侧储能及工商业储能。

产能方面，公司宜春储能基地目前年产能约10GWh。为进一步完善公司海外战略布局，公司正在印度尼西亚建设储能生产基地，初期规划产能3GWh，后续将根据业务发展和市场拓展的需要适时调整产能规划，项目计划2026年正式投产。

受益于国内外储能产品需求爆发，2025年上半年公司储能业务实现营业收入12.8亿元，同比+177%；毛利率33.0%，同比-1.2pct。

图5：储能产品销售量及同比增速（MWh、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司储能业务收入及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

全球储能市场分析

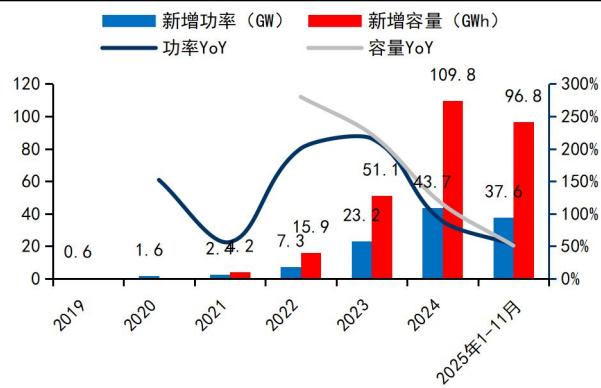
国内方面，装机收益持续优化，储能需求持续释放

国内136号文发布后，国内储能政策由强制配储向独立储能转变，当前我国28个省份的电力现货市场均已实现连续运行，电力市场化改革通过完善市场机制并将储能纳入其中，使其成为独立市场主体。各地方政府密集出台储能容量电价补偿政策，包括内蒙古、河北、甘肃、宁夏、新疆等地已实现政策落地，补偿标准可分为“按容量补贴”与“按放电量补贴”并配合考核机制，多数储能项目IRR在8-12%区间，储能容量电价补偿政策带动储能装机收益持续优化，也推动了储能装机需求的持续释放。2025年我国储能需求持续释放，根据中关村储能联盟数

据，1-11月我国新型储能累计新增装机37.6GW/96.8GWh，同比+52%/+51%。

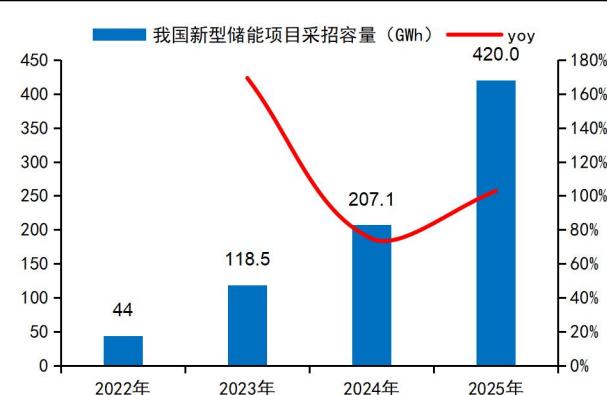
从储能招标数据及报价数据来看，根据寻熵研究院数据，2025年1-12月国内储能系统累计招标规模达到184.2GWh，同比增长约138%。同时，国内储能系统累计报价持续回暖，12月4h储能系统平均报价0.559元/Wh，环比提升0.07元/Wh，均反应了国内储能装机迎来爆发式需求增长。

图7：国内新型储能年度新增装机及增速（GWh, %）



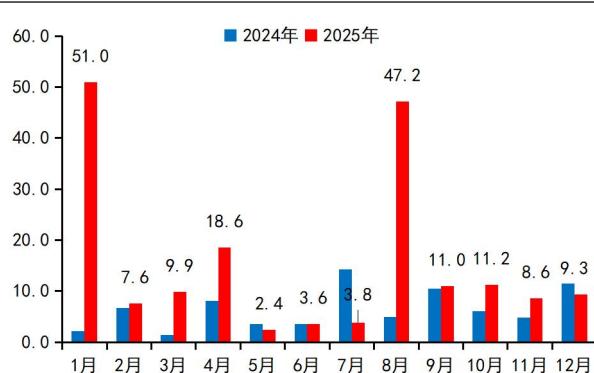
资料来源：CNESA，国信证券经济研究所整理

图8：国内新增储能年度招标规模（包括设备及EPC, GWh）



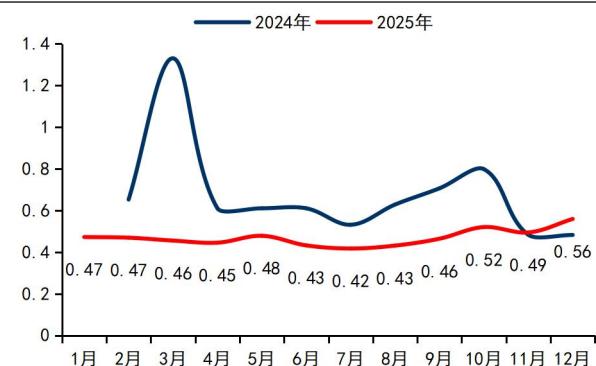
资料来源：寻熵研究院，国信证券经济研究所整理

图9：国内储能系统月度招标规模（GWh）-寻熵研究院



资料来源：寻熵研究院，国信证券经济研究所整理

图10：国内4h储能系统报价（元/wh）



资料来源：寻熵研究院，国信证券经济研究所整理

美国方面，AIDC快速发展催动储能需求提升

电网升级与可再生能源消纳带来刚性储能需求。美国电网平均年龄超50年，分区互连能力弱，难以匹配可再生能源的快速增长和负荷中心的用电需求。储能作为并网周期最短、能有效平抑峰谷和扩容电网的解决方案，需求持续旺盛。

美国储能业务有成熟的商业模式及可观投资回报。美国大储项目拥有多元化的盈利模式，包括参与电力现货市场套利、提供辅助服务、获取容量收益等，项目内部收益率普遍在10%-20%之间，在降息周期中吸引大量投资。

在AI技术快速发展，全球数据量呈现爆发式增长，数据中心的能耗问题日益凸显，瑞银预计美国地区数据中心在总耗电量中的占比将从2024年的3.8%上升至2030

年的 15%，AI 数据中心将贡献同期超过 70%的电力增长。由于美国新建燃气电厂需要至少 7 年的审批和建设周期，核电建设需要 2035 年后才能投入运营，电力供应短缺问题将持续存在。因此太阳能与储能系统将在 2025-2027 年贡献主要的新增电力装机容量。

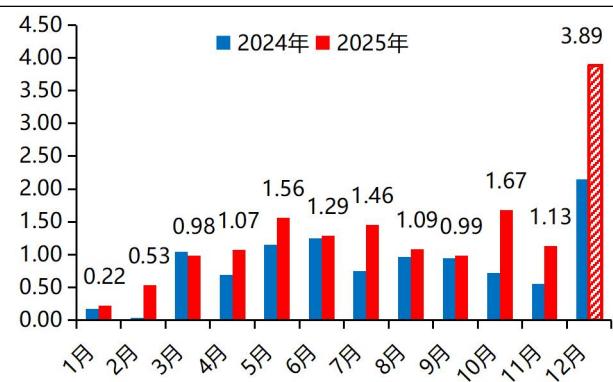
根据美国能源署（EIA）数据，2025 年 1-11 月累计装机 12.0GW，同比+45%。规划数据显示，EIA 预计美国 2025 全年大储装机 15.9GW，同比+52%；预计 2026 全年大储装机 23.7GW，同比+49%。

图11: 2017-2025E 美国年度大储装机量 (GW)



资料来源：美国能源署（EIA），国信证券经济研究所整理

图12: 2025 年各月度美国大储装机及预测 (GW)

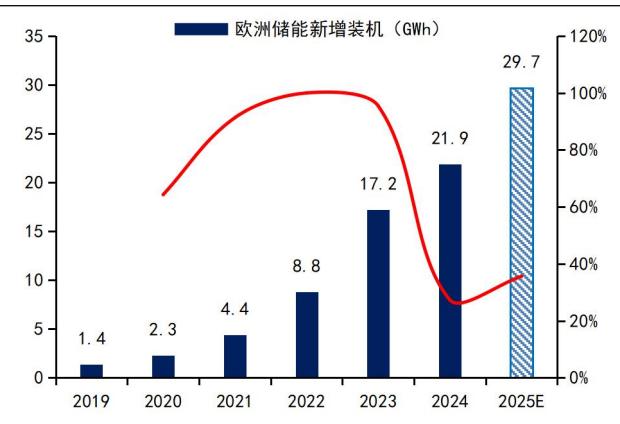


资料来源：美国能源署（EIA），国信证券经济研究所整理

欧洲方面，电网建设推动储能装机需求

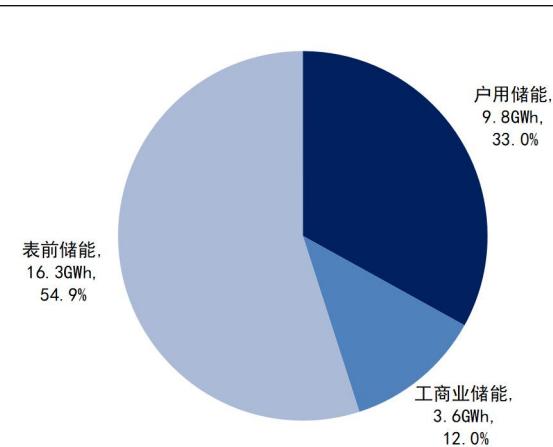
2025 年以来，欧洲各国政府加快推动解决电网不稳定问题，在储能并网审批、输配电费、容量招标等方面均得到积极的政策支持，同时欧洲出现负电价，提升现货峰谷价差，储能装机收益率得到提升，推动了储能装机需求。根据 EASE 及 SPE 数据，2025 年欧洲储能新增装机预计约 29.7GWh，同比+36%，从结构来看，2025 年欧洲表前储能装机 16.3GWh，占比达到 55%，同比+83%，工商业储能装机 3.6GWh，占比 12%，同比+62%，欧洲户用储能装机 9.8GWh，占比约 33%，同比-10%。

图13: 欧洲储能新增装机 (GWh)



资料来源：EASE, SolarPower Europe，国信证券经济研究所整理

图14: 2025 年预计欧洲储能新增装机结构



资料来源：EASE, SolarPower Europe，国信证券经济研究所整理

新兴市场方面，储能需求增长迅速

东南亚、南非、澳大利亚等地区户储需求增长较大。1) 东南亚地区如缅甸、越南等国家，目前正处于电力短缺，电价飙升情况，而日本地区频发多种类型的自然灾害，导致停电和供电不稳定。随着电价上升，居民用电负担加重，工商业企业也面临较大成本压力，因而东南亚地区有望加快可再生能源发展和储能系统建设，以缓解电力供应紧张局面并平抑电价上涨趋势。2) **南非地区**电力紧张是一个复杂且长期存在的问题。2025年2月南非国家电力公司宣布实施六级限电措施，居民每天停电8小时以上。在此背景下，居民用电负担重，工商业企业面临较大用电压力，南非光储市场需求依旧较大；3) **澳大利亚地区**极端天气频发，电力价格上涨，同时政府于2025年推出23亿澳元户储补贴政策，用户可凭STC抵扣安装成本，可以覆盖20%-30%的安装费用，即每kWh最高补贴约372澳元，补贴金额逐年递减，预计2030年结束，该政策旨在刺激户储需求增长，根据官方数据统计，仅补贴政策正式实施的首月（7月），澳大利亚就安装了19592套电池储能系统，总容量达344.1MWh，相当于2024年全年电池安装总量的26%。

中东、南亚、南美等地区大储需求潜力较大。1) **中东地区**以沙特为例，计划2030年实现50%电力来自清洁能源，而光伏、风电的间歇性必须依赖储能平滑波动，因而沙特通过政策引导与项目招标持续激活市场活力，数据显示，该国已通过NREP招标26GWh储能项目，同时NEOM新城需要配套200GWh储能系统，红海项目1.3GWh离网储能项目，表明该地区整体储能需求较明显；2) **印度政府**颁布强制配储，在2025年初，印度电力部面向相关可再生能源实施机构及州级电力公司颁布规定，要求光伏项目需按照10%/2h配备储能系统，旨在缓解光伏发电的间歇性问题，以及在用电高峰时段提供电力支持，印度中央电力局预计，到2032财年，印度将需要411.4GWh的储能系统，其未来储能装机增长较为显著；3) **巴西**风光发电增长迅速，储能需求潜力大。2024年巴西总发电量中可再生能源占比88.2%，而Greener的调查显示，截至2024年，巴西累计储能装机量仅为685MWh，其中70%为离网系统，目前巴西市场电力市场化程度低，未来伴随巴西风光渗透率提升以及电网输电瓶颈问题亟待解决情况下，集中式储能需求有望得到提升。

储能系统集成企业盈利能力趋势整体趋稳

在国内反内卷政策推动下，国内储能行业有望加快产业整合，国内储能企业格局有望得到优化，同时电芯价格见底回升，储能系统集成国内报价有望传导涨价，行业盈利能力总体有望见底回升。储能企业海外方面在需求刺激背景下，海外储能业务高盈利水平有望保持。

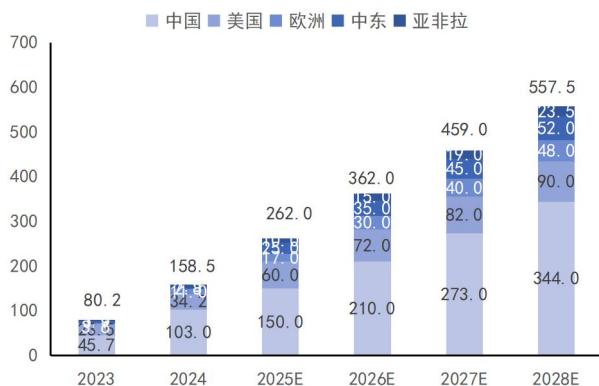
我们估计从大储的盈利能力来看，2024-2025年上半年国内业务毛利率普遍在5%-15%，净利率较低；海外业务毛利率大多在25%-40%。展望未来，在全球储能需求保持稳步增长背景下，储能电芯价格企稳回升，储能系统价格报价有所提升，同时储能系统企业生产规模效应有望得到提升，大储系统集成企业盈利能力在2026年有望得到提高，在2027-2028年趋稳。

从产业利润变化来看，2026年全球需求侧保持30%以上增长背景下，供给侧有望持续优化，储能系统集成企业国内业务盈利水平有望回升，海外业务有望保持高盈利水平，整体产业利润2026年增长速度有望超过需求增长速度，达到32%-35%。

全球大型储能市场产值有望稳步增长

我们预计 2025-2028 年全球大储新增装机容量为 262/362/459/557GWh，同比变动 +65%/+38%/+27%/+21%；对应 2025-2028 年全球大储系统产值 1904/2501/3124/3763 亿元，同比+63%/+31%/+25%/+20%。

图15: 全球大储新增装机容量预测 (GWh)



资料来源：CPIA, SolarPower Europe, SEIA, 国信证券经济研究所整理与预测

图16: 全球大储市场产值 (亿元)



资料来源：CPIA, SolarPower Europe, SEIA, 国信证券经济研究所整理与预测

电表市场分析

2028 年全球智能计量市场规模将达到 364 亿美元

从全球市场整体来看，在全球电力需求稳定增长的背景下，各国能源体系变革加快，全球智能配用电解决方案和产品采购量随之显著增加，电力系统结构变化带来的新特性以及充电桩等应用场景的扩展也进一步带动了智能电网市场规模加速扩大。智能计量市场也随之稳步增长，根据 Markets and Markets 预测数据，全球智能计量市场规模将从 2023 年的 231.71 亿美元增至 2028 年的 363.87 亿美元，CAGR 为 9.5%。

图17: 2021-2028E 全球智能计量市场规模 (亿美元)



资料来源：Markets and Markets, 国信证券经济研究所整理

智能电表领域来看，Frost & Sullivan 预测全球智能电表市场规模将从 2022 年的 78 亿美元增长至 2027 年的 107 亿美元，CAGR 为 6.5%。

图18: 2021-2028E 全球智能电表市场规模（亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

从全球各大地区电网部署进程来看，全球智能电网建设进程可以分为三个阶段：一为美国、欧盟、中国及部分发达国家或地区，智能电网投资处于领先阶段；二为东欧、亚洲及拉美部分国家，处于智能电网改造和大规模投资建设期；三为拉美及非洲，现处于智能电网建设初期。

欧洲市场：智能电表用户数较广

欧洲是全球智能计量技术的先驱以及全球智能电网发展最先进的地区之一，智能电表用户基础较广。根据 Berg Insight 数据，欧洲国家智能电表用户基数将于 2028 年达到 2.48 亿户，渗透率达到 78%。用户基数不断扩大的同时，欧盟对于数据传输及时性、隐私安全性的要求愈发严格，欧洲市场已率先进入新一代智能电表换代周期，增量用户规模及原有设备的升级换代驱动欧洲智能计量市场规模持续增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2023 年欧洲智能电表市场规模为 19.4 亿美元，占全球电表市场规模比例约为 25%。

图19: 2021-2028E 欧洲国家智能电表用户数（亿户）



资料来源：Berg Insight、国信证券经济研究所整理

图20: 2020-2023 欧洲智能电表市场规模



资料来源：Frost & Sullivan、国信证券经济研究所整理

亚洲其他市场：智能电网建设带动电表需求提升

整体来看，亚洲人口基数较大，同时受智能电网建设需求拉动，智能电表用户基数增长明显，根据 Berg Insight 预测，2021–2027 亚洲智能电表的用户基数将从约 7.6 亿户增长到约 11 亿户，CAGR 为 6.2%。

东南亚的印尼、菲律宾、泰国和马来西亚等国依据各国的新能源发电资源优势制定了具体的可再生能源系统发展规划，智能计量市场潜力较大，2022 年东南亚主要国家智能计量市场规模为 9.04 亿美元，预计至 2027 年市场规模达到 12.07 亿美元，CAGR 为 6%。

中亚具有丰富的清洁能源储量且地区内能源系统整体发展水平较低以及各国资源禀赋差异较大，在国外投资以及全球能源变革的推动下，哈萨克斯坦等中亚国家陆续推出可再生能源发展规划，作为新型电力系统的重要基础设施，以智能计量终端为代表的智慧能源解决方案在中亚具有较强的潜在市场。

中东地区由于地理位置和经济发展水平等因素，人均用电量较高，对于清洁、高效的智慧能源体系有极高需求，在沙特阿拉伯等国能源体系改革部署陆续推进的背景下，预计中东地区智慧能源解决方案市场将进入快速发展期。2022 年中东主要国家智能计量市场规模为 5.34 亿美元，预计至 2027 年市场规模达到 7.36 亿美元，CAGR 为 6.6%。

南美及非洲：智能电表需求潜力较大

对于南美及非洲地区而言，智能计量系统应用优势主要体现在减少窃电行为，提高供电稳定性，满足社会用电需求等方面。

南美洲方面，以巴西、哥伦比亚为代表的南美洲国家具备丰富的水能资源，南美洲的新型电力系统发展方向主要集中在高效利用新能源发电资源方面，随着水电站建设推进以及巴西等南美洲国家电网建设时间表出台，预计南美洲将会进入新型电力系统建设快速发展期。智能电表的渗透率及装机数量亦将在新型电力系统建设的带动下大幅增长，BergInsight 数据显示，南美洲智能电表现有渗透率较低，2022 年仅为 6.2%，未来存在较大的替代市场空间，年出货量有望从 2022 年的约 190 万台增长到 2028 年的 610 多万台。

非洲方面，与中国合作的加深下，对非洲智慧能源体系的起步发展起到了极大作用，推动了埃塞俄比亚、埃及、加纳等国加快智能电网相关项目规划以及落地。

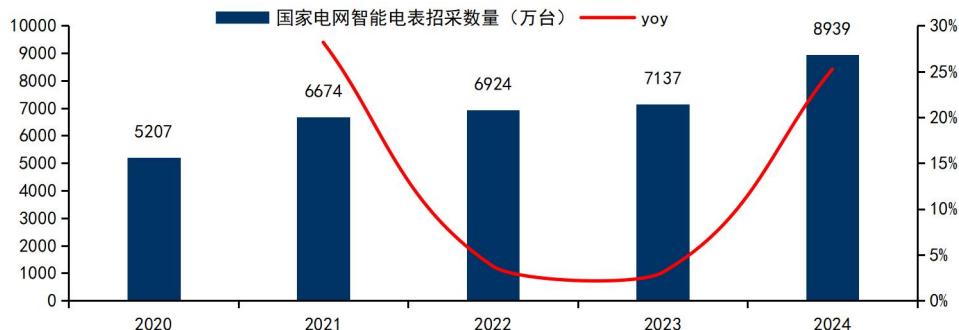
中国市场：国网与南网加快新一代智能电表部署

为进一步催化新型电力系统在“源、网、荷、储”等不同环节的建设、升级需求，以国家电网和南方电网为主的电网投资主体纷纷加大投资力度，加快建设新型电力系统。其中，南方电网于 2021 年 5 月印发《南方电网公司建设新型电力系统行动方案（2021—2030）白皮书》，提出 2025 年前初步具备新型电力系统基本特征，2030 年前基本建成新型电力系统，2060 年前全面建成新型电力系统并不断发展。国家电网于 2021 年 7 月印发《构建以新能源为主体的新型电力系统行动方案（2021—2030 年）》，提出 2035 年基本建成新型电力系统，2050 年全面建成新型电力系统。

电表的智能化升级是电网升级的重要一环，随着新型电力系统建设的加速，国家电网及南方电网均加快了新一代智能电表的部署，2020 年定型的新版电表在负荷监测、自动报警、远程控制、智能交互、使用寿命等方面实现了大幅跃升，2020–2026 年间为新版电表的主要换装期，在此期间新版 AMI 智能电表将稳健上量，构建起

我国新型电力系统及智能电网的用户端数据交互体系。从国家电网智能电表招标准量来看，2024年招采总量达到8939万台，同比增长超过25%，中标总金额达到249.2亿元。

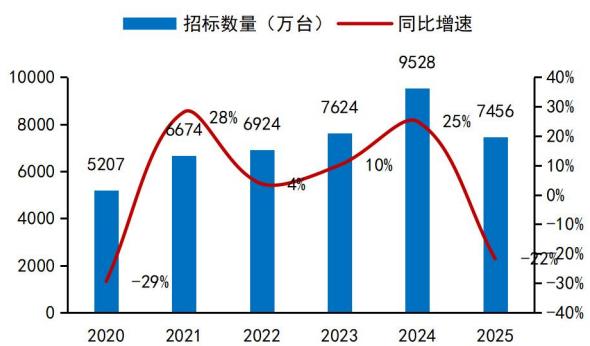
图21：国家电网智能电表招采数量（万台）



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

2025年，国家电网营销项目计量设备共完成3批次招标，累计招标数量2485万台，同比-22%；三批次中标金额分别为75.0/46.8/13.3亿元，全年累计中标金额135.0亿元，同比-49%。其中第三批次中标金额同比-84%，环比-72%，主要原因系本次招标物资中仅智能融合终端、10-35kV计量电流及电压互感器、10kV计量组合互感器、计量低压电流互感器、专变采集终端招标成功，A级单相智能电能表、B级三相智能电能表、C级三相智能电能表、D级三相智能电能表、高端智能电能表全部流标。

图22：国家电网智能电表历年招标数量及同比（万台、%）



资料来源：Data电力，国信证券经济研究所整理

图23：国家电网计量设备年度中标金额及同比（亿元，%）



资料来源：Data电力，国信证券经济研究所整理

2025年8月1日，正式实施的GB/T 17215.241-2025《电测量设备通用要求、试验和试验条件 第41部分：多电能和多费率仪表的电能计量方法和要求》，明确要求电表在计量精度、环境适应性、电气性能等方面大幅提升。

新国标最大的突破在于实现了计量与管理功能的物理分离。这种设计从根本上保障了核心计量数据的准确性和防篡改性，同时为管理功能的灵活扩展（如负荷控制、需求响应）提供了技术可能，是迈向智能物联表的关键一步。

技术要求的提高会使智能电表核心部件成本上升，但长期来看国产替代加速以及规模效应将有助于对冲成本上行压力。新国标实施后，头部企业有望凭借技术及规模优势抢占份额，行业集中度将逐步提升。

盈利预测核心假设

假设前提

储能：我们预计 2025–2028 年全球大储新增装机容量为 262/362/459/557GWh，同比变动+65%/+38%/+27%/+21%。受国内外储能业务高景气度推动，公司储能产品销量有望实现快速增长，预计公司 2025–2027 年储能系统销量 4.0/9.5/13.5 GWh；海外出货占比提高推升储能产品均价，预计 2025–2027 年单位价格分别为 0.55/0.58/0.58 元/Wh。综合来看，预计 2025 年公司储能业务实现收入 22.0/54.8/78.8 亿元，同比+44%/+208%/+37%。由于海外出货占比提升，2025–2026 年储能业务毛利率将呈现上升趋势，但受储能电芯涨价影响，远期毛利率可能有所下滑，我们预计 2025–2027 年储能业务毛利率为 26%/27%/25%。

智能电网：我们预计 2025–2027 年公司智能电网业务实现收入 27.0/29.7/32.7 亿元，同比-6%/+10%/+10%。由于国网计量设备采用集中采购方式，且智能电表行业竞争激烈，智能电表业务毛利率料将呈现下降趋势，预计 2025–2027 年毛利率为 33%/30%/28%。在计量设备新国标于 2025 年 8 月开始实施背景下，公司智能电表价格有望提升，毛利润有望保持稳定增长。

表3：主营业务假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
储能业务					
销量 (GWh)	1.3	1.4	4.0	9.5	13.5
同比 (%)		7%	189%	138%	42%
均价 (元/Wh)	1.10	1.05	0.55	0.58	0.58
收入 (亿元)	14.4	14.6	22.0	54.8	78.8
同比 (%)		1%	51%	149%	44%
毛利率 (%)	25.4%	23.9%	25.8%	26.7%	24.6%
毛利润 (亿元)	3.6	3.5	5.7	14.6	19.4
智能电网业务					
收入 (亿元)	25.9	28.7	27.0	29.7	32.7
同比 (%)		11%	-6%	10%	10%
毛利率 (%)	31.2%	32.3%	33.0%	30.0%	28.0%
毛利润 (亿元)	8.1	9.3	8.9	8.9	9.1
合计					
收入 (亿元)	42.0	44.3	49.0	84.5	111.4
同比 (%)		6%	11%	72%	32%
毛利率 (%)	31.2%	32.3%	33.0%	30.0%	28.0%
毛利润 (亿元)	13.1	14.3	16.2	25.3	31.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表4: 公司盈利预测核心假设

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	10. 65%	18. 68%	5. 50%	10. 58%	72. 35%	31. 94%
营业成本/营业收入	73. 62%	70. 93%	70. 55%	70. 24%	72. 16%	74. 40%
销售费用/销售收入	9. 43%	10. 32%	7. 98%	7. 50%	5. 80%	5. 50%
管理费用/营业收入	7. 17%	8. 32%	9. 15%	5. 50%	4. 00%	3. 60%
研发费用/营业收入	6. 61%	6. 30%	8. 51%	7. 40%	5. 70%	5. 30%
营业税及附加/营业收入	0. 82%	0. 88%	0. 63%	0. 63%	0. 63%	0. 63%
所得税税率	31. 69%	10. 43%	-7. 81%	15. 00%	15. 00%	15. 00%
股利分配比率	0. 00%	0. 00%	0. 00%	30. 00%	30. 00%	30. 00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

此外，公司 2022–2024 年财务费用分别为 3. 1/3. 1/2. 8 亿元，其中汇兑损失分别为 0. 44/0. 88/1. 02 亿元。2025 年上半年，公司财务费用为 0. 37 亿元，同比大幅减少 76%，主要原因系上半年埃及镑汇率相对平稳，汇兑损失减少。基于外汇汇率保持平稳的假设，我们预计 2025–2027 年公司财务费用为 0. 98/0. 95/0. 67 亿元。

预测结果

科陆电子在 2018 年之前曾进行大规模多元化扩张，涉足新能源汽车、光伏电站、智慧城市等多个领域，但部分投资并未达到预期效果。部分子公司亏损、诉讼等历史包袱侵蚀公司利润，叠加期间费用率水平偏高，公司 2021–2024 年处于亏损状态。

综上，我们预计公司 2025–2027 年实现营业收入 49. 0/84. 5/111. 4 亿元，同比 +11%/+72%/+32%；实现归母净利润 2. 6/6. 4/8. 3 亿元，同比扭亏为盈/+149%/+30%，当前股价对应 PE 分别为 52. 1/20. 9/16. 1 倍。

表5: 公司盈利预测及市场重要数据

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3, 539	4, 200	4, 431	4, 900	8, 445	11, 142
(+/-%)	10. 7%	18. 7%	5. 5%	10. 6%	72. 3%	31. 9%
净利润(百万元)	-101	-529	-464	258	642	833
(+/-%)	0. 0%	422. 0%	-12. 2%	扭亏为盈	149. 3%	29. 7%
每股收益(元)	-0. 07	-0. 32	-0. 28	0. 16	0. 39	0. 50
EBIT Margin	2. 3%	3. 2%	3. 2%	7. 8%	11. 2%	10. 2%
净资产收益率(ROE)	-15. 6%	-56. 2%	-92. 9%	37. 9%	56. 9%	48. 7%
市盈率(PE)	-112. 4	-25. 4	-28. 9	52. 1	20. 9	16. 1
EV/EBITDA	88. 8	73. 0	69. 0	30. 1	17. 0	15. 0
市净率(PB)	17. 55	14. 27	26. 88	19. 75	11. 88	7. 84

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值：9. 7–10. 7 元

根据以下主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司股价合理区间为 9. 7–10. 7 元/股，对应 2026 年动态 PE 区间为 25. 1–27. 7 倍，较公司当前股价有 20%–33% 的溢价空间。

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1. 0	T	15. 00%
无风险利率	2. 50%	K _a	9. 00%
股票风险溢价	6. 50%	有杠杆 Beta	1. 25
公司股价	8. 08	K _e	10. 62%
发行在外股数	1661	E / (D+E)	80. 00%
股票市值 (E)	13419	D / (D+E)	20. 00%
债务总额 (D)	3945	WACC	9. 35%
K _d	5. 00%	永续增长率 (10 年后)	2. 0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为绝对估值的敏感性分析。

表7: 绝对估值的敏感性分析 (元)

FCFF	8. 3%	8. 8%	9. 35%	9. 8%	10. 3%
3. 5%	15. 32	13. 57	12. 13	10. 91	9. 87
3. 0%	14. 16	12. 65	11. 38	10. 30	9. 36
2. 5%	13. 20	11. 87	10. 74	9. 77	8. 92
2. 0%	12. 39	11. 21	10. 19	9. 31	8. 53
1. 5%	11. 69	10. 63	9. 71	8. 90	8. 18
1. 0%	11. 10	10. 13	9. 29	8. 54	7. 87
0. 5%	10. 57	9. 69	8. 91	8. 22	7. 59

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值：9. 3-10. 1 元

目前 A 股从事储能系统或智能电网业务的公司有宁德时代、阳光电源、海博思创、海兴电力、三星医疗等，2026 年行业动态 PE 平均值为 18. 1 倍。考虑到公司实现扭亏且未来 3 年盈利增速较高，2025-2027 年业绩平均增速约 80%；公司第一大收入板块从智能表计切换至新型储能；海外市场拓展成效显著，2025 年上半年海外营收占总营收的 49. 8%，盈利能力及业绩弹性均从中受益，因此我们给予公司一定估值溢价，2026 年目标 PE 取 24-26 倍，对应股价区间 9. 3-10. 1 元/股，较公司当前股价有 15%-24% 的溢价空间。

表8: 可比公司估值对比

公司简称	公司代码	总市值(亿元)	归母净利润预测 (亿元)			动态 PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
阳光电源	300274. SZ	3, 568	110. 4	145. 7	171. 1	32. 3x	24. 5x	20. 9x
宁德时代	300750. SZ	17, 067	507. 4	680. 7	858. 2	33. 6x	25. 1x	19. 9x
海博思创	688411. SH	452	6. 5	9. 8	19. 7	69. 8x	46. 1x	23. 0x
海兴电力	603556. SH	174	10. 0	10. 2	11. 8	17. 3x	17. 0x	14. 7x
三星医疗	601567. SH	347	22. 6	22. 8	28. 5	15. 3x	15. 2x	12. 2x
平均值						33. 7x	25. 6x	18. 1x

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：标的归母净利润均为披露业绩或 Wind 一致预期

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 49. 0/84. 5/111. 4 亿元，同比 +11%/+72%/+32%；实现归母净利润 2. 6/6. 4/8. 3 亿元，同比扭亏为盈/+149%/+30%，当前股价对应 PE 分别为 52. 1/20. 9/16. 1 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值，我

们认为公司股价合理估值区间为 9.7-10.1 元，对应 2026 年动态 PE 区间为 25.1-26.0 倍，较公司当前股价有 20%-24% 的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 9.7-10.1 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- ◆ 可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的国内一线储能系统集成或智能电网企业比如宁德时代、阳光电源等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的高成长性和海外市场拓展持续推进，在行业平均动态 PE 的基础上给予一定溢价，最终给予公司 26 年 25.1-26.0 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长+11%/+72%/+32%，可能存在对公司储能产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 26%/27%/25%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司印度尼西亚产线在 2026 年投产，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受储能系统的价格影响较大，我们预计未来 3 年国内外储能系统价格均保持相对稳定，若由于市场竞争加剧，储能产品的实际价格或毛利率大大低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

中美贸易摩擦的风险

当前中美贸易摩擦导致整体经济运行、储能产业的不确定性增大，导致目前公司销往美国的集装箱式锂电池储能系统和储能双向逆变器分别被加征 40.9% 和 77.5 左右% 的关税，如贸易摩擦进一步升级，全球市场都不可避免地受此系统性风险的影响。未来美国是否会提高现有关税税率或出台新的加征关税措施尚不明确。若未来中美贸易摩擦进一步加剧，出台新的加征关税措施，则可能对公司经营业绩造成重大不利影响。

偿债风险

截至 2022 年末、2023 年末、2024 年末和 2025 年 9 月末，公司资产负债率（合并报表口径）分别为 92.11%、87.60%、93.29%、90.59%，整体维持较高水平。公司负债以流动负债为主，较高的资产负债率使公司仍面临的偿债风险。

应收账款风险

截至 2022 年末、2023 年末、2024 年末和 2025 年 9 月末，，公司应收账款账面价值分别为 13.7 亿元、12.1 亿元、11.7 亿元和 11.7 亿元，占当期末总资产的比例分别为 15.5%、15.3%、15.3% 和 14.1%，比例相对较高。如果未来客户发生经营情况恶化、付款政策调整等情况，公司应收账款存在一定的无法按时足额回收的风险，应收账款坏账准备金额将有所上升，并对公司净利润造成直接影响。

核心技术人员流失的风险

人才是公司发展的根本，技术优势一直是公司的核心竞争优势之一。公司通过对研发技术人才多年的培养及储备，目前已拥有一支专业素质高、经验丰富、创新能力强的研发团队。公司已通过核心技术人员股权激励等方式，有效提高了核心技术人员和研发团队的忠诚度和凝聚力，但随着公司所处行业竞争的加剧，公司仍存在技术失密和核心技术人员流失的风险。如果出现技术泄露或核心技术人员流失情况，将会对公司产生不利影响。

诉讼事项影响公司业绩的风险

公司与中国南海工程有限公司存在建设工程合同纠纷，该事项提交诉讼，目前已审理终结。根据判决，公司应当向中国南海工程有限公司支付工程款、赶工费等费用合计约 1.8 亿元。鉴于本诉讼案件一审判决后，原被告可在法定期限内向广东省深圳市中级人民法院提起上诉，最终诉讼结果尚存在不确定性。若该判决最终生效并进入执行阶段，可能对公司的现金流产生一定影响。

储能项目收益率下滑的风险

2025 年 2 月，国家发展改革委、国家能源局联合印发《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》（136 号文），推动新能源上网电价全面由市场形成。如果上网电价下滑，峰谷价差收窄，储能项目回报率可能会受到影响，公司储能产品的市场需求及价格存在下行的风险。

技术升级迭代的风险

当前储能行业存在大容量电芯、长时储能、钠离子电池等新技术趋势，如果技术升级迭代不及时，公司储能业务存在市场份额下滑的风险。

电表板块业务风险

因被南方电网依据供应商失信管理规定处理，公司自 2024 年 7 月 29 日起被处以 18 个月的市场禁入，期间不得参与南方电网的所有招标活动。公司 2021-2023 年从南方电网体系取得的年平均收入约为 3.32 亿元，占期间平均营业收入的比例为 9.1%。南网市场禁入会导致 2024-2026 公司智能电网业务收入受到一定影响。

南网市场禁入将于 2026 年 1 月 29 日结束，公司在南网的业务有望逐步恢复。此外，公司在国网的业务稳步推进，在 2025 年国网计量设备招标的三个批次中，中标份额分别排名第 20/12/11 位。2025 年上半年，公司智能电网业务实现营业收入 12.5 亿元，同比-9%，主要原因系电表行业竞争激烈，各家企业产品价格普遍走低；毛利率 32.9%，同比持平。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	902	1311	1500	1500	1500	营业收入	4200	4431	4900	8445	11142
应收款项	1397	1338	1370	2314	2900	营业成本	2979	3126	3442	6094	8290
存货净额	880	878	894	1633	2246	营业税金及附加	37	28	31	54	71
其他流动资产	215	220	147	84	111	销售费用	433	354	368	490	613
流动资产合计	3395	3747	3911	5531	6758	管理费用	350	406	313	382	445
固定资产	2562	2146	2124	1905	1704	研发费用	265	377	363	481	591
无形资产及其他	510	439	396	353	311	财务费用	282	223	98	95	67
投资性房地产	1059	952	952	952	952	投资收益	(9)	(32)	3	3	3
长期股权投资	383	321	321	321	321	资产减值及公允价值变动	(178)	(327)	30	(20)	0
资产总计	7910	7605	7704	9062	10045	其他收入	(315)	(387)	(363)	(481)	(591)
短期借款及交易性金融负债	2971	3195	3803	3057	1929	营业利润	(382)	(452)	318	833	1069
应付款项	1858	2243	2085	3808	5238	营业外净收支	(214)	(4)	20	(30)	(30)
其他流动负债	1344	1328	772	671	729	利润总额	(596)	(456)	338	803	1039
流动负债合计	6173	6765	6660	7537	7896	所得税费用	(62)	36	51	120	156
长期借款及应付债券	590	142	142	142	142	少数股东损益	(5)	(27)	30	40	50
其他长期负债	167	187	187	187	187	归属于母公司净利润	(529)	(464)	258	642	833
长期负债合计	756	329	329	329	329	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6929	7094	6989	7866	8225	净利润	(529)	(464)	258	642	833
少数股东权益	40	11	35	67	107	资产减值准备	68	86	1	(32)	(32)
股东权益	941	499	680	1129	1712	折旧摊销	143	157	295	304	307
负债和股东权益总计	7910	7605	7704	9062	10045	公允价值变动损失	178	327	(30)	20	0
						财务费用	282	223	98	95	67
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	644	639	(688)	(29)	229
每股收益	(0.32)	(0.28)	0.16	0.39	0.50	其它	(73)	(114)	23	64	72
每股红利	0.16	0.08	0.05	0.12	0.15	经营活动现金流	430	632	(142)	970	1409
每股净资产	0.57	0.30	0.41	0.68	1.03	资本开支	0	525	(201)	(31)	(31)
ROIC	-2.58%	-1.63%	7%	18%	25%	其它投资现金流	(1)	1	0	0	0
ROE	-56.20%	-92.93%	38%	57%	49%	投资活动现金流	58	588	(201)	(31)	(31)
毛利率	29%	29%	30%	28%	26%	权益性融资	(14)	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	3%	8%	11%	10%	负债净变化	371	(448)	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	14%	15%	13%	支付股利、利息	(268)	(126)	(77)	(193)	(250)
收入增长	19%	6%	11%	72%	32%	其它融资现金流	125	336	609	(746)	(1128)
净利润增长率	422%	-12%	扭亏为盈	149%	30%	融资活动现金流	(703)	(811)	532	(939)	(1378)
资产负债率	88%	93%	91%	88%	83%	现金净变动	(216)	409	189	0	0
股息率	2.0%	0.9%	0.6%	1.4%	1.9%	货币资金的期初余额	1118	902	1311	1500	1500
P/E	(25.4)	(28.9)	52.1	20.9	16.1	货币资金的期末余额	902	1311	1500	1500	1500
P/B	14.3	26.9	19.7	11.9	7.8	企业自由现金流	0	1472	(269)	1048	1468
EV/EBITDA	73.0	69.0	30.1	17.0	15.0	权益自由现金流	0	1361	257	221	283

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032