

2026 年 02 月 12 日

海博思创 (688411.SH)

投资评级： 买入（首次）

——国内储能系统集成龙头 海外布局成果有望加快兑现

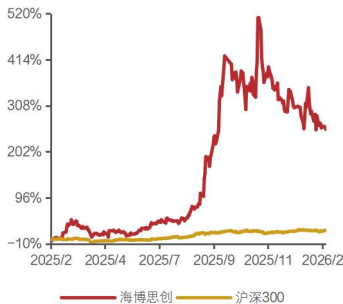
证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超
doupengchao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2026 年 02 月 11 日
收盘价 (元)	219.00
一年内最高 / 最低 (元)	426.01 / 60.00
总市值 (百万元)	39,440.26
流通市值 (百万元)	29,033.77
总股本 (百万股)	180.09
资产负债率 (%)	68.17
每股净资产 (元/股)	24.88

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **储能系统集成龙头，装机量位居全球前列。**海博思创成立于 2011 年，2018 年以前从事电化学储能系统、动力电池系统业务、新能源车租赁业务，之后逐步聚焦储能系统业务。根据标普全球能源（S&P Global Energy）统计，海博思创在 2024 年全球电化学储能系统集成商新增储能装机规模排名前三；根据中国电力企业联合会统计，截至 2024 年年底，国内已投运电站装机量排名中，海博思创位居第一。2025 年前三季度，公司实现收入 79.13 亿元，同比+52.23%；实现归母净利润 6.23 亿元，同比增长 98.65%。
- **国内：随着我国电力现货市场及容量电价机制落地，储能收益方式或愈发完善，市场驱动下储能装机有望维持良好增长态势，公司或将直接受益。**1) 在我国可再生能源装机及新型储能装机快速增长背景下，2020 年以来公司先后中标多个大型项目的储能设备供应，大型电力集团为公司主要客户，带动业绩快速攀升。2) 随着电力现货市场和容量电价机制的推进，我们判断新型储能仍将处于快速成长期；新增装机数据来看，2025 年中国新型储能新增装机 66.43GW/189.48GWh，功率/能量规模分别同比+52%/+73%。我们认为以甘肃、宁夏、新疆、内蒙古等为代表的省份，有望继续成为国内独储市场重要增长极。3) 公司在甘肃、青海、内蒙古、江苏、山西、广东等地布局生产基地，有助于开发当地市场，且产能增长有助于提升公司交付能力，订单到业绩的兑现节奏有望因此加快。4) 公司与宁德时代开展 2026-2028 年 3 年 200GWh 电量采购合作，我们认为此举反映了公司对储能需求及自身订单获取的信心。
- **国外：全球储能装机维持高增，发展空间或仍然广阔；本地化开发策略明确，海外出货有望加快。**1) 需求数据来看：2025 年全球储能累计装机达到约 270GW/630GWh；新增装机达到 106GW，同比增速达到 46%；其中公用事业级储能占比达到 82%。2) 公司产品已获得海外主要市场认证，并与 Fluence、法国 NW、澳大利亚 Tesseract 等建立合作关系，在欧洲、美洲、亚太几大区域市场设立本地化团队，具备覆盖项目交付、现场调试、数字化监控与长期运维服务能力。截至 2025 年 11 月，深度参与全球超 400 个储能项目，累计实现 45GWh 以上规模储能项目的成功落地。3) 海外盈利能力高于国内，2024/2025H1 公司海外市场销售毛利率分别为 42.14%/36.23%，同期国内市场销售毛利率分别为 16.85%/16.22%。随着公司更多海外订单落地、以及海外业务占比提升，海外市场有望成为公司业绩的重要增长极。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.3/22.3/29.0 亿元，同比增速分别为 44%/140%/30%，当前股价对应的 PE 分别为 42/18/14 倍。选取阳光电源、阿特斯作为可比公司。海博思创作为储能系统集成龙头企业，我们预计海外布局成果即将兑现为业绩；技术及品牌优势下，长期受益于全球可再生能源及储能装机增长；以及在“储能+X”战略下，公司有望将储能产品拓展至更多应用场景。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧、贸易冲突的风险、上游原材料涨价风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,982	8,270	10,535	22,884	30,489
同比增长率（%）	165.89%	18.44%	27.39%	117.22%	33.23%
归母净利润（百万元）	578	648	930	2,229	2,898
同比增长率（%）	226.13%	12.06%	43.58%	139.59%	30.04%
每股收益（元/股）	3.21	3.60	5.17	12.38	16.09
ROE（%）	24.24%	20.62%	23.39%	37.28%	33.78%
市盈率（P/E）	68.22	60.88	42.40	17.70	13.61

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.3/22.3/29.0 亿元，同比增速分别为 44%/140%/30%，当前股价对应的 PE 分别为 42/18/14 倍。选取阳光电源、阿特斯作为可比公司。海博思创作为储能系统集成龙头企业，我们预计海外布局成果即将兑现为业绩；技术及品牌优势下，长期受益于全球可再生能源及储能装机增长；以及在“储能+X”战略下，公司有望将储能产品拓展至更多应用场景。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

根据公司市场地位及下游需求规模，我们假设公司 2025-2027 年储能系统销量分别约为 22/46/70GWh。

投资逻辑要点

产品竞争力方面：现货套利与电网辅助服务将是支撑储能最重要的盈利支柱，公司具备构网型储能技术、且通过 AI 赋能电力交易，技术及品牌优势加持下公司有望维持较强订单获取能力。

市场需求层面：国内现货市场推进、容量电价机制的出台改善储能项目收益率，储能装机正处于快速增长阶段；国外方面，欧美传统市场及中东澳洲等新兴市场空间广阔。

公司作为储能系统集成龙头企业，我们预计海外布局成果即将兑现为业绩；技术及品牌优势下，公司有望长期受益于全球可再生能源及储能装机增长。

核心风险提示

行业竞争加剧、贸易冲突的风险、上游原材料涨价风险。

内容目录

1. 海博思创：储能系统集成龙头 加快全球布局	5
2. 国内：储能盈利基础改善 重点市场布局巩固增长潜力	7
2.1. 容量电价+现货市场加速推进 储能收益率模型愈发清晰	7
2.2. 基地布局围绕重点市场 产能增长提升交付能力	10
3. 海外：市场空间广阔 本地化开发成果逐步显现	11
3.1. 全球储能装机维持高增 发展空间或仍然广阔	11
3.2. 本地化开发策略明确，海外出货有望加快	13
4. 盈利预测与评级	15
5. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司 2021-2025 年前三季度营收及增速 (亿元)	6
图表 3: 公司 2021-2025 年前三季度归母净利润 (亿元) 及增速	6
图表 4: 公司 2021-2024 产量及销量情况 (MWh)	6
图表 5: 公司 2023 年客户收入结构	6
图表 6: 公司 2021-2025 年前三季度毛利率	7
图表 7: 公司 2021-2025 年前三季度净利率	7
图表 8: 储能项目收益类型 (以电网侧储能为例)	8
图表 9: 各省新型储能相关容量电价/补偿政策 (截至 2026 年 1 月)	8
图表 10: 2025 年中国新增运行新型储能项目 Top10 省份分布 (按照能量规模排序)	10
图表 11: 2025 年全球储能装机情况	11
图表 12: 美国 2023-2025 年大储逐月新增装机 (MW)	12
图表 13: 英国年度新增电化学储能装机预测 (单位: MWh)	13
图表 14: 德国累计电化学储能装机预测 (单位: GWh)	13
图表 15: 欧盟部分国家已提出明确的储能装机目标	13
图表 16: 公司部分签约合作方 (截至 2025 年底)	14
图表 17: 公司海外合作部分项目案例 (截至 2025 年底)	14
图表 18: 瑞典储能调频项目	15
图表 19: 德国瓦尔特斯豪森储能电站	15
图表 20: 可比公司相对估值表	16

1. 海博思创：储能系统集成龙头 加快全球布局

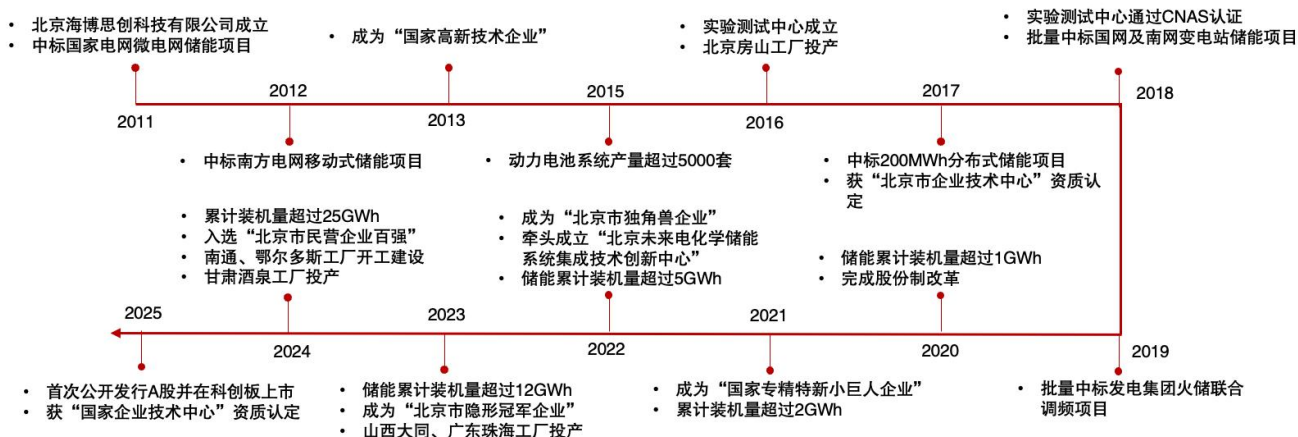
国内领先的电化学储能系统解决方案与技术服务供应商，在储能系统集成方面处于全球领先地位。海博思创成立于 2011 年，凭借创始团队在电池管理系统领域的技术储备，2018 年以前公司业务包括电化学储能系统、动力电池系统业务、并于 2017 年通过开展新能源车租赁业务实现与动力电池系统业务的协同。2019 年起，随着公司转型聚焦储能系统业务，公司逐步收缩动力电池及新能源车租赁业务，于 2022 年 11 月完成子公司亿恩新动力全部股份转让、不再开展动力电池业务，同时计划于 2025 年完全剥离新能源车租赁业务。2024 及 2025 年 H1，公司储能系统收入占比分别为 99.1%、99.8%。

2025 年 1 月，公司在 A 股上市，实控人为张剑辉和徐锐夫妇。截至 2025 年 9 月底，张剑辉及一致行动人持有股份比例合计为 24.17%。

根据标普全球能源（S&P Global Energy）统计，海博思创在 2024 年全球电化学储能系统集成商新增储能装机规模排名前三；根据中国电力企业联合会统计，截至 2024 年年底，国内已投运电站装机量排名中，海博思创位居第一。截至 2025 年 11 月，公司深度参与全球超 400 个储能项目，累计实现 45GWh 以上规模储能项目的成功落地。

储能业务发展历史来看：公司最早于 2012-2013 年完成国家电网微网储能项目、南方电网分布式模块化储能项目等示范性项目，并于 2017 年成功交付 57.45MWh 用户侧储能系统、标志着公司全面掌握储能系统关键技术和产业化能力。2018 年起，公司中标国家电网及南方电网多个变电站储能项目，储能系统业务开始呈现增长态势。2020 年以来，公司先后中标多个大型项目的储能设备供应，并在国内电化学储能系统集成领域确立领先地位。

图表 1：公司发展历程



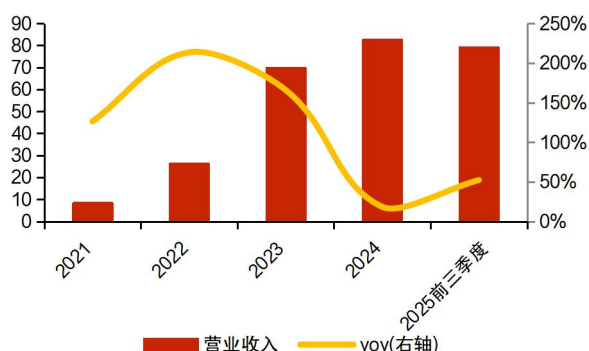
资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司储能产品覆盖电源侧、电网侧、用户侧，储能系统集成出货量全市场领先。其中：1) **电网侧**：储能在电网侧主要应用于优化电网结构、参与电网调峰调频、改善电能质量等，包括独立储能电站、变电站配套储能电站等，客户主要为电网公司。2) **电源侧**：储能在电源侧

主要应用于电力调峰、系统调频、可再生能源并网、促进新能源消纳等场景，公司产品可用于新能源配储和火储联合调频，客户主要为发电企业。3) 用户侧：储能在用户侧主要应用于峰谷价差套利、容量电费管理、提升供电可靠性等，客户主要为工商业企业。

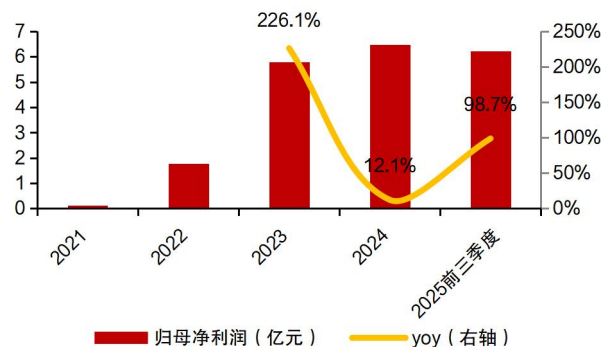
受益于国内可再生能源建设及储能装机快速增长，近年来公司产销率维持高位，盈利规模迅速攀升。2021-2024 年，公司储能系统销量从 0.655GWh 提升至 11.815GWh，3 年复合增速达到 162%，带动营收从 2021 年的 8.38 亿元增长至 2024 年的 82.70 亿元，同期归母净利润从 0.11 亿元攀升至 6.48 亿元。2025 年前三季度，公司实现收入 79.13 亿元，同比增长 52.23%；实现归母净利润 6.23 亿元，同比增长 98.65%。

图表 2：公司 2021-2025 年前三季度营收及增速（亿元）



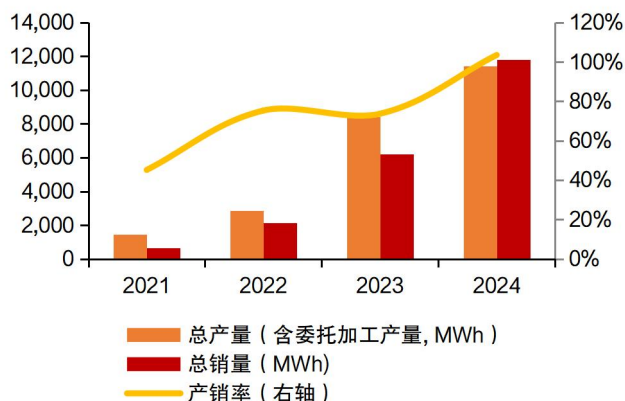
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司 2021-2025 年前三季度归母净利润（亿元）及增速



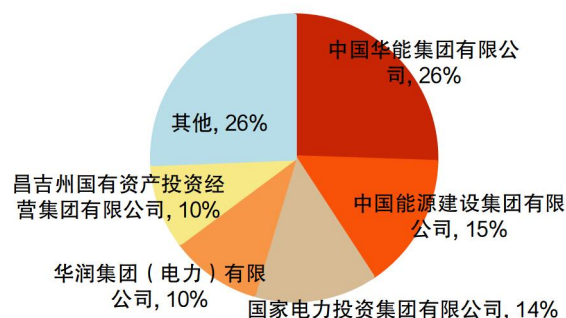
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司 2021-2024 产量及销量情况 (MWh)



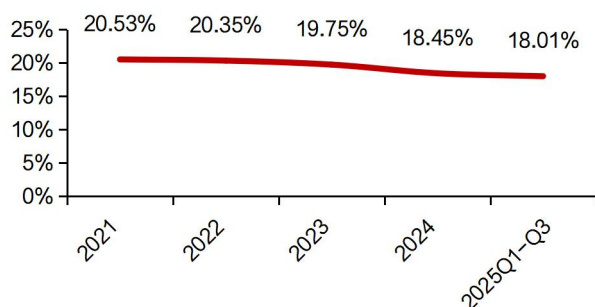
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司 2023 年客户收入结构



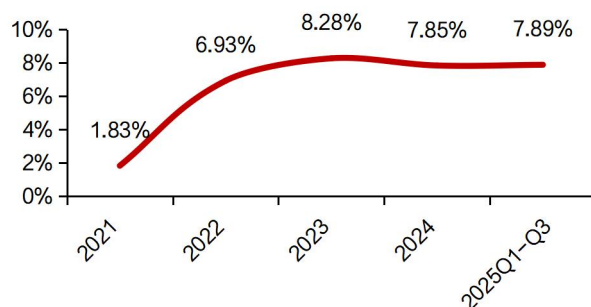
资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：未披露 2024 年前五大客户名称，故采用 2023 年数据。

图表 6：公司 2021-2025 年前三季度毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：公司 2021-2025 年前三季度净利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 国内：储能盈利基础改善 重点市场布局巩固增长潜力

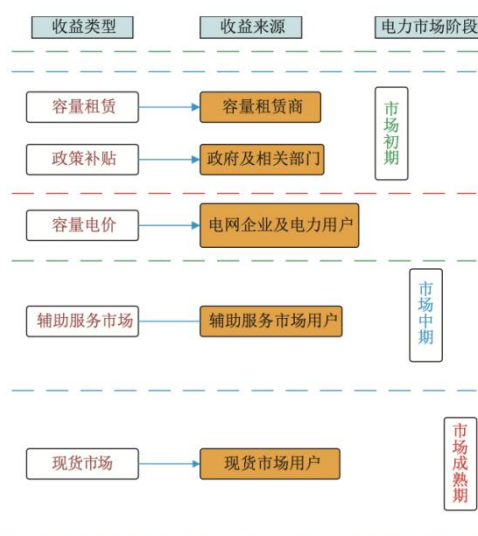
2.1. 容量电价+现货市场加速推进 储能收益率模型愈发清晰

新型储能定位清晰，即作为调节性资源增强新型电力系统的保供和新能源消纳能力。此前我们发布《独储迎来商业化关键节点 规模化发展β或已现》提到：在双碳目标下，为确保电网安全稳定、电力保供、扩大新能源消纳空间，新型电力系统需具备充裕的灵活性调节资源。而国家层面则多次强调电力系统调节能力建设：2024 年 12 月国家发改委、国家能源局印发《电力系统调节能力优化专项行动实施方案（2025—2027 年）》，提出“通过调节能力的建设优化，支撑 2025—2027 年年均新增 2 亿千瓦以上新能源的合理消纳利用，全国新能源利用率不低于 90%”；2025 年 8 月国家发改委、国家能源局印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025-2027 年）》，提出到 2027 年“全国新型储能装机规模达到 1.8 亿千瓦以上”。

国内储能市场正经历从“政策驱动”到“市场驱动”的过渡期，经济性驱动下，独立储能装机或迎来快速成长期。

从独立储能项目的作用出发，其盈利需要成熟的电力市场对其价值进行合理定价：调峰价值需通过现货市场套利实现，调频价值需通过辅助服务市场实现，容量价值则需要容量补偿/容量电价机制实现。

图表 8：储能项目收益类型（以电网侧储能为例）



资料来源：陈威君等《市场环境下电网侧储能电站的容量电价核定优化》，华源证券研究所

然而，过去我国电力系统平衡需要与电力市场机制建设节奏不匹配，储能项目投资更多由强配政策驱动。例如，2021年起多个省份出台配储政策，多数地区要求配储比例 10%~20%、储能时长不低于 2h。然而，在以容量租赁作为主要收入来源、且缺乏现货市场峰谷价差套利条件的情况下，储能电站普遍存在调用次数低、利用率不足的现象。

现货市场+容量电价/补偿机制加快推进，国内储能迎来商业模式关键节点：

1) 现货市场：2025 年 4 月底，国家发展改革委、国家能源局发布《关于全面加快电力现货市场建设工作的通知》，明确加快电力现货市场建设及时间节点。该通知指出：“2025 年底前基本实现电力现货市场全覆盖，全面开展连续结算运行”；截至 2025 年 11 月初，全国 28 个省份电力现货市场已进入连续运行，其中山西、广东、山东、甘肃、蒙西、湖北、浙江 7 个省级现货市场转入正式运行。

2) 容量电价/补偿机制：2022 年起，多地探索发电量补偿、容量电价机制，部分地区已显现较强激励效果。山东最早于 2022 年 8 月出台针对独立储能的发电量补偿政策，此后新疆、浙江、广东相继出台容量补偿；2025 年以来河北、内蒙古、山西、宁夏、甘肃、辽宁、黑龙江出台容量补偿或容量电价方案。

此外，国家层面释放储能容量电价机制改革政策信号，储能容量价值有望在更大范围内被予以定价：2025 年 11 月 10 日，国家发改委、能源局发布《关于促进新能源消纳和调控的指导意见》，明确“健全完善煤电、抽水蓄能、新型储能等调节性资源容量电价机制”。

图表 9：各省新型储能相关容量电价/补偿政策（截至 2026 年 1 月）

省份	政策名称	发布时间	补偿对象	补偿标准
湖北	湖北发改委、能源局《关于建立新型储能价格机制的通知》	20260104	电网侧独立储能	年度容量电价暂按 165 元/千瓦·年执行。 自 2026 年 2 月 1 日起执行，执行期限暂定 1 年。

甘肃	《关于建立发电侧可靠容量补偿机制的通知（试行）》	20251231	电网侧新型储能	固定容量电价。 年度暂定 330 元/千瓦·年。试行 2 年。 具体的容量电费=申报容量×容量电价×容量供需系数。 自 2026 年 1 月 1 日起执行。
宁夏	《建立发电侧容量电价机制的通知（征求意见稿）》	20250912	电网侧新型储能	固定容量电价。 煤电机组、电网侧新型储能容量电费由有效容量、容量电价标准和容量供需系数三者乘积确定。 2025 年 10 月至 12 月按照 100 元/千瓦·年执行，2026 年 1 月起按照 165 元/千瓦·年执行。
内蒙古	《关于加快新型储能建设的通知》 《内蒙古自治区能源局关于规范独立新型储能电站管理有关事宜的通知》	20250313 20251110	独立储能	每年投产的独立储能容量补偿标准按投产年度的标准执行，每年 9 月份公布次年补偿标准。 2025 年执行 0.35 元/kWh 标准，按发电量补偿。执行期 10 年。 2026 年执行 0.28 元/kWh 标准，按发电量补偿。执行期 10 年。
河南	《推动河南省新型储能高质量发展的若干措施（征求意见稿）》	20251021	独立储能	电能量：以系统循环电效率 75% 为基准，按上网电量 0.383 元/千瓦时给予兜底收益，不足部分补偿；效率低于 75% 的按实际效率折减。 容量：按满功率放电时长与年度最长净负荷高峰时长比值，结合煤电容量电价标准给予补偿。
辽宁	《深化新能源上网电价市场化改革实施方案》	20250925	电网侧新型储能	固定容量电价。按贡献补偿，暂未明确金额。
山东	《山东省新能源上网电价市场化改革实施方案》	20250807	独立储能	山东容量市场运行前，参与电力现货市场的发电机组容量补偿费用从用户侧收取，电价标准暂定为每千瓦时 0.0991 元（含税）。 依托现货市场，推动新型储能市场化发展。对参与电力现货市场的示范项目按 2 倍标准给予容量补偿，获得容量补偿收益。
上海	《上海市新型储能示范引领创新发展工作方案（2025—2030 年）》 《上海市新型电力系统调节能力奖励资金管理办法》	20241227 20250513	用户侧储能和发电侧独立储能	2025 年 9 月 30 日前并网的项目：独立储能 0.35 元/kWh，用户侧 0.2 元/kWh，奖励期 3 年。 2026 年至 2028 年奖励标准在上述标准基础上逐年递减：虚拟电厂资源聚合平台、V2G 调节能力项目每年下降 5%；新型储能项目每年下降 10%。
河北	《关于完善独立储能先行先试电价政策有关事项的通知》	20250325	独立储能	固定容量电价。 年度容量电价标准为 100 元/千瓦，月度标准按 8.333 元/千瓦执行。已按退坡执行的追补至 100 元/千瓦。 2025 年 1 月 1 日起实施。有效期 20271231。
广东	《关于我省独立储能电站试电电费补偿机制等有关事项的通知（征求意见稿）》	20241010	独立储能	可获得电费补偿金额根据补偿标准和月度可用最大容量确定，其中年度补偿标准统一为 100 元/千瓦（含税）。 有效期暂定至 2025 年 12 月 31 日。

浙江	《新型储能容量补偿资金分配方案》	20240429	电网侧新型储能	历年电力直接交易结余资金、总额约 7.15 亿，总规模不超过 130 万千瓦。2024-2026 年分别按 200 元/千瓦·年，180 元/千瓦·年、170 元/千瓦·年的补偿标准发放补偿。
新疆	《关于建立健全支持新型储能健康有序发展配套政策的通知》 《关于提高新能源发展韧性加快构建新型电力系统的通知》	20230519 20250618	独立储能	固定容量电价。按发电量补偿。 2025 年底前，补偿标准按发电量计算：2023 年为 0.2 元/千瓦时，2024 年起逐年递减 20%，2024 年 0.16 元/千瓦时，2025 年 0.128 元/千瓦时。

资料来源：各地政府官网等，华源证券研究所

经济性有望刺激储能装机快速增长。以蒙西为例，当前项目全投资 IRR 有望达到约 10%，资本金 IRR 有望达到约 20%。（详见我们发布的报告《独储迎来商业化关键节点 规模化发展β或已现》）。

在此背景下，2025 年我国新型储能装机快速增长。根据 CNESA 数据，截至 2025 年底，中国新型储能累计装机 144.7GW（同比+85%），累计装机规模是“十三五”时期末的 45 倍。新增数据方面，2025 年中国新型储能新增装机 66.43GW/189.48GWh，功率/能量规模分别同比+52%/+73%。从省级市场分布看，Top10 省份装机规模均超 5GWh，合计装机占比接近 90%；其中内蒙古能量和功率装机规模双第一。

图表 10：2025 年中国新增运行新型储能项目 Top10 省份分布（按照能量规模排序）



资料来源：CNESA，华源证券研究所

我们判断，随着市场机制的完善，新型储能装机仍将处于快速成长期，尤其以甘肃、宁夏、新疆、内蒙古等为代表的省份，有望继续成为国内独储市场重要增长极。

2.2. 基地布局围绕重点市场 产能增长提升交付能力

公司生产基地围绕重点市场，保障交付能力。根据公司 2025 年半年报，目前公司已建成了北京房山、广东珠海、山西大同、甘肃酒泉四大智能制造基地。根据公司公众号，公司已启动在南通、鄂尔多斯等地的新基地布局，并于 2025 年 11 月与青海省西宁经济技术开发区

区签约大型储能产业项目，且公司规划将在西宁南川工业园区建设新的智能制造基地。我们认为，一方面公司基地布局靠近需求中心，便于开发当地市场和交付；另一方面，产能增长有助于提升公司交付能力，缩短签约到交付的周期，订单到业绩的兑现节奏有望因此加快。

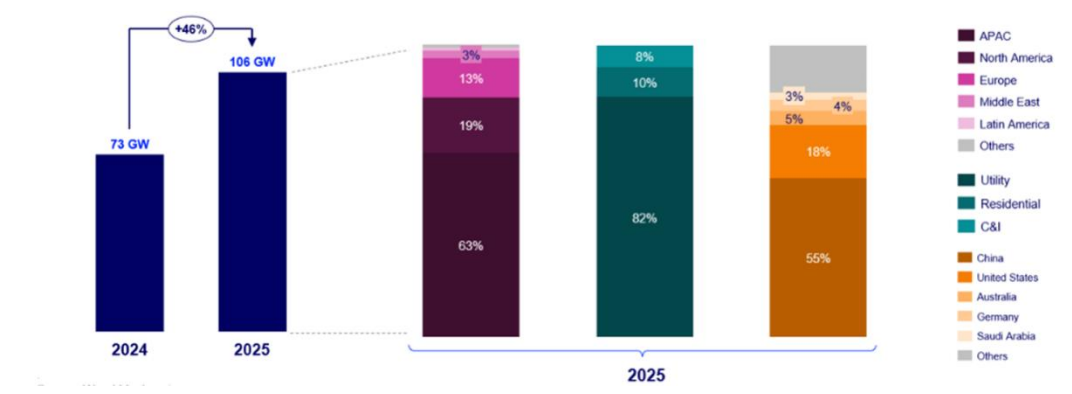
公司与电芯厂商宁德时代签约，200GWh 采购规模反映公司信心。2025 年 11 月，公司公告与宁德时代签订《战略合作协议》，2026 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日，公司采购电量累计不低于 200GWh，宁德时代确保按公司需求量供应。即年均高于 65GWh，是公司 2024 年全年销售量的约 6 倍，我们认为此举反映了公司对储能需求及自身订单获取的信心。

3. 海外：市场空间广阔 本地化开发成果逐步显现

3.1. 全球储能装机维持高增 发展空间或仍然广阔

根据 Wood Mackenzie，2025 年全球储能累计装机达到约 270GW/630GWh；新增装机达到 106GW，同比增速达到 46%；其中公用事业级储能占比达到 82%。

图表 11：2025 年全球储能装机情况



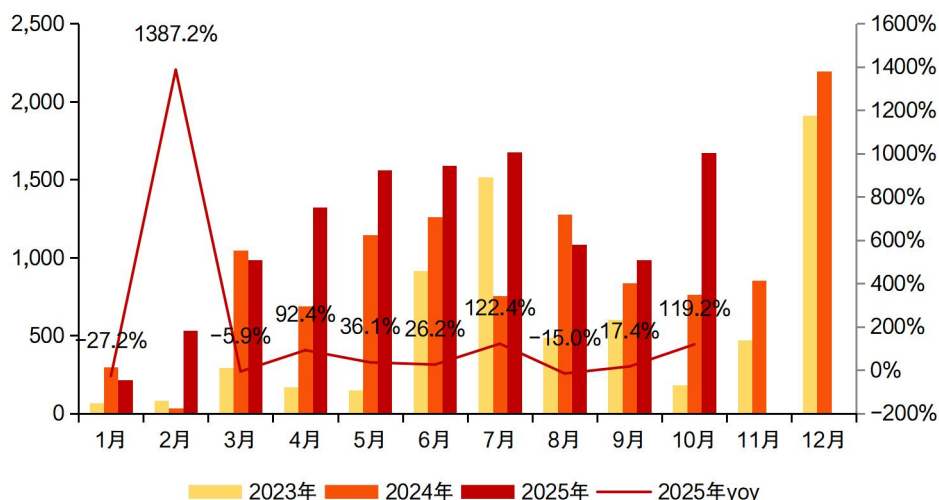
资料来源：Wood Mackenzie，华源证券研究所

我们认为，在全球能源转型大背景下，多数国家仍处于储能发展初期，后续市场潜力广阔。分区域来看：

美国：大储装机保持高增，数据中心新场景需求有望释放。1) 大储装机未来 5 年内已纳入规划大储装机达到 2025 年底装机 1.3 倍以上。根据美国能源信息署 EIA，2024 年及以前投运在运的大储装机约 27.37 GW。2025 年 1-10 月，美国新增投运大储装机达 11.63 GW，较 2024 年底装机增长 42.5%；根据 EIA 发布的规划装机数据，美国 2025 全年大储新增装机将达到 17.95 GW，同比+65.6%。规划来看，美国 2026-2031 年当前已纳入规划的大储装机达到 60.3 GW，是 2025 年底预计装机的 1.33 倍。在不考虑更多项目被纳入规划及老旧机组退役的情况下，至 2031 年时美国大储装机有望达到约 105.7GW。2) 鉴于电网容量不足、

审批缓慢影响数据中心建设，配储有助于项目加快并网；美国数据中心场景需求或将加速释放。

图表 12：美国 2023-2025 年大储逐月新增装机（MW）



资料来源：美国能源信息署(EIA)，华源证券研究所

欧洲：德国/意大利/英国仍为增长主力，更多国家有望出台储能装机目标。根据欧委会于2025年11月发布的《Overview of Energy Storage Deployment in Europe》，欧洲当前共有70GW储能在运，以及到2030年前待投运项目97.26GW，由此可见欧洲后续储能增长潜力较为可观。此外，根据市场情报机构LCP Delta与欧洲储能协会EASE联合发布的《欧洲储能市场监测报告（EMMES）9.5中期版》预测，2030年欧洲累计装机将突破215GW，其中电池储能占比约160GW。分国家而言：

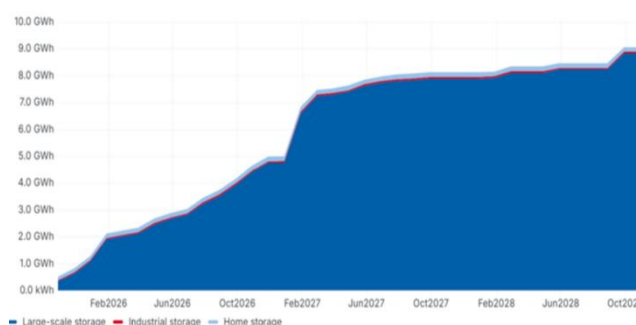
- **英国：**已有超30GW的电池储能系统（BESS）申请电网接入，欧洲委员会JRC预计其中约16GW可在2030年前投运。2025年上半年新增装机容量规模超1.9GWh，较2024年同期增长78%。项目批准方面，仅2025年前六月获批容量已达2024全年总量的87%。
- **德国：**大储装机保持高增，户储装机增速有所下滑。截至2025年11月底，德国储能装机约24.02GWh，其中户储/工商储/大储分别约19.29/1.21/3.52GWh。从新增来看，2025年1-11月，德国大储新增累计装机1.19GWh，同比+63%；同期户储新增装机3.61GWh，同比-21%。
- **意大利：**容量市场机制推动大储装机增长。意大利电网企业Terna通过容量市场机制，与中标储能企业签订15年期固定收益合同，并允许项目分享辅助服务市场20%左右的收益。该机制明确到2030年累计储能招标总规模将达50GWh。2025年9月30日已完成首批10GWh拍卖。未拍卖容量有望为后续增量空间奠基。（注：根据Terna发布数据，截至2025年10月底，意大利电化学储能规模已达5.33GW/10.66GWh，2025前10个月新增储能841MW/1541MWh）。

图表 13：英国年度新增电化学储能装机预测（单位：MWh）



资料来源：欧洲委员会 JRC，华源证券研究所

图表 14：德国累计电化学储能装机预测（单位：GWh）



资料来源：欧洲委员会 JRC，华源证券研究所

- **除英国/德国/意大利以外,我们预计更多欧洲国家有望出台储能装机目标:**根据 2025 年 5 月欧委会对欧盟成员国提交的 National Energy and Climate Plan 的评估,当前: 1) 部分国家已制定储能发展的具体目标; 2) 部分国家计划增强支持储能签署购电协议的法律框架、简化审批流程等; 3) 尚未有国家完成国家级电网灵活性评估。2025 年 7 月, 欧盟能源监管合作局 (ACER) 发布了灵活性评估的方法学《ACER Decision on the FNA methodology: Annex I——Type and format of data and the methodology for TSOs' and DSOs' flexibility needs analysis》。我们认为, 随着欧盟各国推进对自身灵活性需求的评估, 更多国家有望出台储能装机具体目标。

图表 15：欧盟部分国家已提出明确的储能装机目标

国家	储能装机目标
西班牙	2030 年: 储能装机达到 22.5GW
希腊	2030 年: 电池储能 4.3GW+抽水蓄能 1.928GW
罗马尼亚	2030 年: 电池储能 1.2GW+抽水蓄能 0.8GW
葡萄牙	2030 年: 电池储能 2GW (较草案提升 1GW) +抽水蓄能 3.9GW
爱尔兰	2030 年: 长时储能中电池储能达到 1.7GW
卢森堡	2030 年: 5GW 储能装机

资料来源：欧洲储能协会 EASE，华源证券研究所

新兴市场：随着全球可再生能源装机进一步渗透，政策激励及储能成本下探有望刺激新兴市场储能装机需求，中国企业储能出海订单或将放量。根据 CESA 秘书长：2025 年前 9 个月，中国企业新获 308 个海外储能订单，总规模 214.7GWh，同比增加 131.75%。其中，欧洲 48.08GWh、澳大利亚 43.21GWh、中东 40.06GWh、印度 13.25GWh、智利 10.81GWh，欧洲、澳大利亚两大市场占比均超五分之一。

3.2. 本地化开发策略明确，海外出货有望加快

在大型储能电站需求规模加快扩张的趋势下，我们认为，基于对本地电网运行深刻理解的项目开发能力是储能企业持续获取订单的关键。储能企业除了在产品方面需要不断提升其可靠性及智能运维水平以外，本地化开发及运维服务水平亦影响着企业成长潜力。

立足国内、走向全球，公司产品已获得海外主要市场认证，并积极通过与海外企业合作推动海外布局。公司自 2022 年以来持续加大海外市场拓展力度，公司储能系统产品和解决方案已经取得欧洲、北美、澳洲、中东等主要储能市场的认证证书。海外合作方面：公司已与 Fluence、法国独角兽企业 NW、澳大利亚能源集团 Tesseract 等建立合作关系；并已在欧洲、美洲、亚太几大区域市场设立本地化团队，具备覆盖项目交付、现场调试、数字化监控与长期运维服务能力。图表 16 对公司海外合作签约情况进行梳理。

图表 16：公司部分签约合作方（截至 2025 年底）

时间	合作方	合作内容
2024 年 7 月	施耐德	与施耐德电气签订了新的战略合作协议。双方约定将共同开展基于大数据和人工智能的数字化领域合作研究，达成技术和产品互补，打造全球领先的零碳解决方案，并围绕基础设施、重能耗、数据中心等领域，共同发布基于源网荷储充的系统解决方案。
2024 年 10 月	澳大利亚能源集团 Tesseract	2024 年 10 月，海博思创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。
2024 年 10 月	Fluence Energy	整合双方的技术优势和市场资源，为客户提供安全、高效、规模化的储能解决方案。
2024 年 10 月	法国 NW	2024 年 10 月，海博思创与法国独角兽公司 NW 签署了合作协议，包含在 2025 年底之前供货 500MWh 的储能产品、在 2026 年底之前交付总计超过 1GWh 的储能产品意向订单。
2025 年 6 月	欧洲 Repono	将在 2027 年前共同推进总规模达 1.4GWh 的电网级储能项目落地。Repono 将继续在项目设计、许可审批及 EPC 协调等环节发挥优势。
2025 年 6 月	新加坡 Alpina	与 Alpina 签署《框架合作谅解备忘录》，海博思创将在 2025 至 2027 年期间向该公司提供 5000 套充储一体机，携手开拓新加坡及亚太地区快速增长的电动汽车充电市场储能应用。
2025 年 11 月	LEAG 清洁能源有限公司	与 LEAG 清洁能源有限公司正式签署协议，双方将在德国联合打造一座规模达 1.6GWh 的大型储能项目，该项目建成后 will 跻身欧洲大型电池储能设施之列。

资料来源：海博思创公众号等，华源证券研究所

海外项目加快落地，布局成果逐步显现。截至 2025 年 11 月，深度参与全球超 400 个储能项目，累计实现 45GWh 以上规模储能项目的成功落地。图表 17 梳理了公司在海外的部分项目案例。

海外盈利能力高于国内，海外市场有望成为重要增长极。2024/2025H1，公司海外市场销售毛利率分别为 42.14%/36.23%；同期国内市场销售毛利率分别为 16.85%/16.22%——海外市场盈利能力明显高于国内市场。随着公司更多海外订单落地、以及海外业务占比提升，海外市场有望成为公司业绩的重要增长极。

图表 17：公司海外合作部分项目案例（截至 2025 年底）

时间	客户所在国家	项目内容
----	--------	------

2024 年 5 月	欧洲：瑞典	2024 年 5 月，海博思启动瑞典斯德哥尔摩储能调频系统项目，该项目为电网侧提供调频服务，于 2025 年 3 月完成项目验收。
2024 年 5 月	欧洲：德国	2024 年 5 月，海博思与客户就德国瓦尔特斯豪森储能电站项目签订供货合同。并于 2024 年 12 月完成项目交付，并在 2025 年 3 月助力项目顺利并网。
2025 年 11 月	北美：美国	已于 2025 年 9 月与美国知名独立发电商（IPP）在内的多家企业达成储能项目合作，为位于美国加利福尼亚州、佐治亚州的储能电站项目提供储能系统解决方案，同时配套长期质保服务与全周期售后服务。截至 2025 年 11 月，项目全部供货产品已按期完成交付，总计超过 420MWh。
2025 年	欧洲：希腊	海博思创与希腊客户正式签署 45MWh 电网侧独立储能电站项目合作，标志着公司成功打开南欧市场大门，在南欧地区落地首个大型储能项目。
2025 年	欧洲：爱沙尼亚、立陶宛	海博思创在爱沙尼亚、立陶宛相继落地 7MWh、20MWh、5MWh 电网侧储能项目
2025 年	非洲：科特迪瓦	在科特迪瓦，海博思创成功部署三座工厂储能项目。
2025 年	非洲：津巴布韦	海博思创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。

资料来源：海博思创公众号等，华源证券研究所

图表 18：瑞典储能调频项目



资料来源：海博思创公众号，华源证券研究所

图表 19：德国瓦尔特斯豪森储能电站



资料来源：海博思创公众号，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

市场需求层面来看：国内现货市场推进、容量电价机制的出台改善储能项目收益率，储能装机正处于快速增长阶段；国外方面，欧美传统市场及中东澳洲等新兴市场空间广阔。技术层面来看：现货套利与电网辅助服务或是支撑储能最重要的盈利支柱，公司具备构网型储能技术、且通过 AI 赋能电力交易，技术及品牌优势加持下公司或维持较强订单获取能力。

根据公司市场地位及下游需求规模，我们假设公司 2025-2027 年储能系统销量分别约为 22/46/70GWh。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.3/22.3/29.0 亿元，同比增速分别为 44%/140%/30%，当前股价对应的 PE 分别为 42/18/14 倍。选取阳光电源、阿特斯作为可比公司。

海博思创作为储能系统集成龙头企业，我们预计海外布局成果即将兑现为业绩；技术及品牌优势下，长期受益于全球可再生能源及储能装机增长；以及在“储能+X”战略下，公司有望将储能产品拓展至更多应用场景。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 20：可比公司相对估值表

证券代码	证券简称	收盘价(元/股)	每股收益 (元/股)			PE			PB (lf)
		2026/2/11	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
300274. SZ	阳光电源	152. 20	7. 09	8. 39	9. 65	21	18	16	7. 3
688472. SH	阿特斯	15. 13	0. 44	0. 82	1. 12	35	18	13	2. 4
					平均值	28	18	15	
688411. SH	海博思创	219. 00	5. 17	12. 38	16. 09	42	18	14	8. 8

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：海博思创盈利预测来自华源证券研究所，可比公司每股收益取 Wind 一致预期。

5. 风险提示

行业竞争加剧：上游电芯、PCS 等企业逐步向储能系统集成领域渗透，若行业竞争进一步加剧，公司储能系统产品毛利率存在下降风险；

贸易冲突的风险：海外市场是公司下一步重点发力方向，潜在关税上升或影响公司产品在目标市场的竞争力；

上游原材料涨价风险：储能产品主要成本为直接材料成本，若上游电芯及其原材料涨价，且成本上升难以传导至下游时，可能影响公司盈利能力。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,035	4,228	8,889	14,413
应收票据及账款	4,907	5,356	9,753	11,324
预付账款	59	75	163	217
其他应收款	40	97	212	282
存货	1,421	1,819	4,067	5,501
其他流动资产	211	407	885	1,179
流动资产总计	9,673	11,983	23,969	32,916
长期股权投资	432	473	535	647
固定资产	437	471	574	625
在建工程	51	125	100	100
无形资产	71	89	130	167
长期待摊费用	50	75	88	88
其他非流动资产	258	305	305	305
非流动资产合计	1,298	1,539	1,732	1,932
资产总计	10,972	13,522	25,701	34,848
短期借款	983	786	524	393
应付票据及账款	5,594	7,158	16,007	21,653
其他流动负债	1,010	1,399	3,042	4,072
流动负债合计	7,587	9,343	19,574	26,118
长期借款	104	63	8	5
其他非流动负债	133	133	133	133
非流动负债合计	237	195	141	138
负债合计	7,824	9,539	19,714	26,256
股本	133	180	180	180
资本公积	1,737	1,690	1,690	1,690
留存收益	1,271	2,106	4,108	6,711
归属母公司权益	3,141	3,977	5,978	8,581
少数股东权益	6	7	8	11
股东权益合计	3,147	3,983	5,986	8,592
负债和股东权益合计	10,972	13,522	25,701	34,848

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	649	819	2,118	2,788
折旧与摊销	84	123	169	212
财务费用	9	30	7	-21
投资损失	-12	-26	-26	-26
营运资金变动	-141	837	3,167	3,252
其他经营现金流	300	104	126	126
经营性现金净流量	890	1,886	5,562	6,332
投资性现金净流量	-225	-330	-350	-400
筹资性现金净流量	393	-363	-551	-408
现金流量净额	1,059	1,194	4,661	5,523

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,270	10,535	22,884	30,489
营业成本	6,744	8,629	19,295	26,101
税金及附加	22	43	93	124
销售费用	280	274	366	396
管理费用	194	200	275	274
研发费用	250	242	275	290
财务费用	9	30	7	-21
资产减值损失	-63	-50	-50	-50
信用减值损失	-150	-150	-150	-150
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	12	26	26	26
公允价值变动损益	-10	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	171	100	100	100
营业利润	731	1,043	2,500	3,250
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	727	1,043	2,500	3,250
所得税	78	112	269	350
净利润	649	931	2,230	2,901
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司股东净利润	648	930	2,229	2,898
EPS(元)	3.60	5.17	12.38	16.09

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	18.44%	27.39%	117.22%	33.23%
营业利润增长率	0.15%	42.75%	139.59%	30.04%
归母净利润增长率	12.06%	43.58%	139.59%	30.04%
经营现金流增长率	711.14%	111.94%	194.86%	13.84%
盈利能力				
毛利率	18.45%	18.10%	15.68%	14.39%
净利率	7.85%	8.84%	9.75%	9.51%
ROE	20.62%	23.39%	37.28%	33.78%
ROA	5.90%	6.88%	8.67%	8.32%
估值倍数				
P/E	60.88	42.40	17.70	13.61
P/S	4.77	3.74	1.72	1.29
P/B	12.56	9.92	6.60	4.60
股息率	0.50%	0.24%	0.58%	0.75%
EV/EBITDA	48	32	13	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。