

上能电气 (300827.SZ)

海外市场和分布式双向拓展，国内储能 PCS 龙头地位稳固

买入

核心观点

公司 2022 年实现净利润 0.82 亿元，同比+38%；2023Q1 实现净利润 0.36 亿元，同比+152%，环比+61%。公司 2022 年实现营业收入 23.4 亿元，同比+114%；归母净利润 0.82 亿元，同比+38%；毛利率 17.3%，同比-7.3pct。公司 2023Q1 实现营业收入 6.2 亿元，同比+184%，环比-51%；归母净利润 0.37 亿元，同比+127%，环比+1%；毛利率 5.89%，同比-1.50pct，环比+3.05pct。

光伏逆变器出货量稳步增长，海外市场和分布式双向拓展。公司 2018-2022 年光伏逆变器出货量从 4.2GW 稳步增长至 10.0GW。在国内市场，公司在集中式地面电站光伏逆变器的招中标稳居前三，现有地面电站在手订单超过 12GW。在海外市场，公司 2022 年在印度市场逆变器并网量排名第二，占比约 23.39%。未来公司重点拓展欧洲、中东、北美、东南亚、巴西等市场的光储业务，目前公司在海外重点拓展区域已完成超过 1.4GW 的百兆瓦级订单签订。公司已完成 3~125kW 的全功率段户用及工商业光伏逆变器的产品开发及认证工作，2023 年有望实现国内销售额稳步增长，欧洲、东南亚等海外市场实现规模化销售。

公司储能业务快速增长，延续国内 PCS 龙头强势地位。2022 年公司储能业务实现销售收入 10.2 亿元，同比增长 620%，估计储能变流器出货量 2.1GW（国内 2.0GW+海外 0.1GW）、储能系统集成出货量 0.4GWh。根据 CNESA 统计，公司在中国储能 PCS 提供商 2022 年度储能 PCS 国内出货量排名第一，全球出货量排名第三。依托公司与国内大型央企集团及核心系统集成商的合作基础及产品示范应用经验，2023 年公司有望稳固国内领先的中大功率储能 PCS 市场地位，并完成户用储能和工商业储能系统的产品开发及市场导入工作，同时，将在海外储能市场拓展上预期取得规模化业绩突破，特别是北美大储及欧洲户储市场。

风险提示：光储需求不及预期；客户开拓不及预期；新品开发不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑全球光伏和储能市场均进入爆发期，公司有望实现海外出货占比上升，及分布式及户用逆变器、储能变流器等产品规模化销售，我们上调 2023-2025 年盈利预测。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.1/6.6/9.2 亿元(原预测为 3.5/5.7/7.5 亿元)，同比增速 397%/63%/40%，EPS 分别为 1.71/2.77/3.87 元，对应当前动态 PE 为 31/19/14 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,092	2,339	5,900	9,487	13,709
(+/-%)	8.8%	114.1%	152.3%	60.8%	44.5%
净利润(百万元)	59	82	405	659	919
(+/-%)	-23.9%	38.5%	396.8%	62.6%	39.5%
每股收益(元)	0.45	0.34	1.71	2.77	3.87
EBIT Margin	6.0%	4.0%	8.7%	9.0%	8.5%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	8.5%	33.1%	38.6%	38.5%
市盈率 (PE)	118.4	154.0	31.0	19.1	13.7
EV/EBITDA	105.1	132.6	36.1	24.3	19.9
市净率 (PB)	7.85	12.2	8.9	6.3	4.5

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·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师: 王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师: 李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

基础数据

投资评级	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		53.00 元
总市值/流通市值		12594/8983 百万元
52 周最高价/最低价		78.58/33.20 元
近 3 个月日均成交额		404.37 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

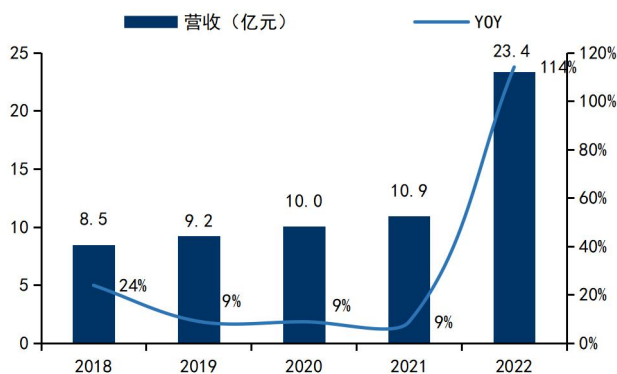
《上能电气 (300827.SZ) - 三季度营收大幅增长，储能业务占比提升》——2022-11-01

《上能电气 (300827.SZ) - 股权激励首批授予，海外光储业务顺利推进》——2022-10-17

公司 2022 年实现营业收入 23.4 亿元,同比+114%,对应 22Q4 营业收入 12.7 亿元,同比+186%,环比+97%;实现归母净利润 0.82 亿元,同比+38%,对应 22Q4 归母净利润 0.36 亿元,同比+152%,环比+61%;实现毛利率 17.3%,同比-5.9pct,对应 22Q4 毛利率 17.6%,同比-8.9pct,环比+4.8pct。

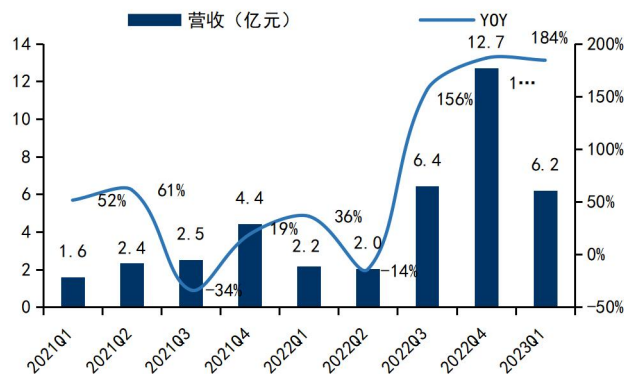
公司 2023Q1 实现营业收入 6.2 亿元,同比+184%,环比-51%;实现归母净利润 0.37 亿元,同比+127%,环比+1%;实现毛利率 19.1%,同比-6.2pct,环比+1.6pct。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



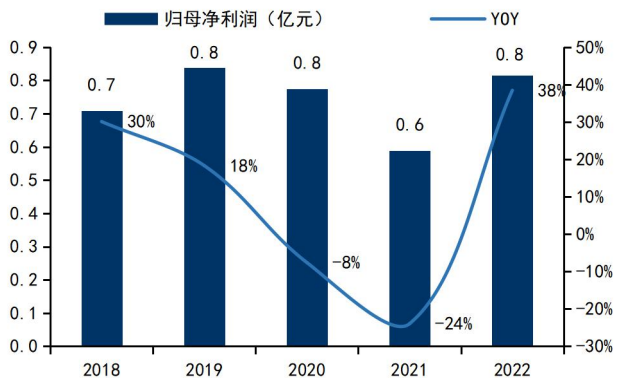
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

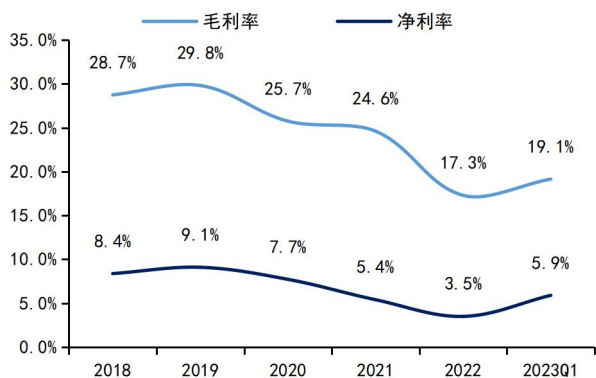


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用率摊薄效应明显。公司 2022 年期间费用率为 13.88%,同比-5.59pct,其中,销售/管理/研发/财务费率分别为 4.72% (-1.69pct)、2.18% (-1.36pct)、6.17% (-2.33pct)、0.80% (-0.21pct)。公司 2023Q1 期间费用率为 12.71%,同比-7.93pct,其中,销售/管理/研发/财务费率分别为 5.25% (-0.76pct)、2.38% (-0.91pct)、5.49% (-3.01pct)、-0.41% (-3.25pct)。

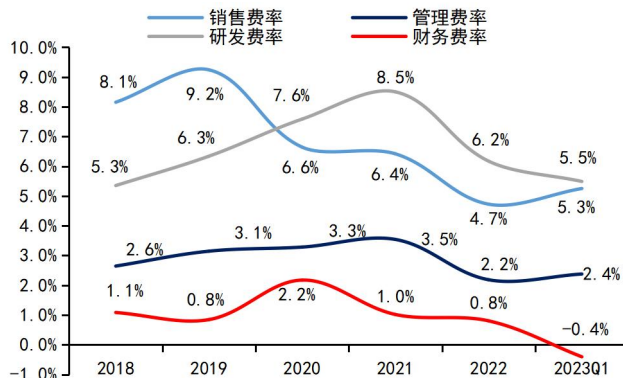
公司 2022 年底存货为 13.37 亿元,其中原材料/在产品/库存商品/发出商品分别为 6.20/1.43/2.24/3.49 亿元。公司 2023Q1 存货为 15.32 亿元,较 2022 年末下增长 15%。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



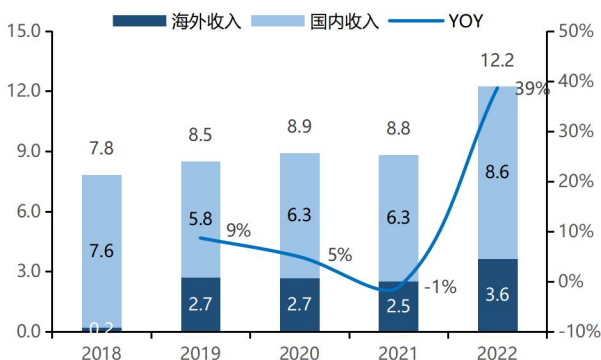
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

光伏逆变器出货量稳步增长，海外市场拓展加速放量可期。2018-2022 年公司光伏逆变器出货量从 4.2GW 增长至 10.0GW，同比增速从 18% 提升至 34%。其中，境外出货量从 0.1GW 增长至 3.0GW，境外出货占比从 3% 提升至 30%，海外出货呈加速放量趋势。在国内市场，目前公司在集中式地面电站光伏逆变器的招中标稳居前三，现有地面电站在手订单超过 12GW。在海外市场，公司 2022 年在印度市场逆变器并网量排名第二，占比约 23.39%，较上年提升约 5pct，市场竞争力较强。

此外，公司在完成印度、东南亚、中东、欧洲等地面光伏电站市场业务布局的基础上，逐步建立覆盖全球主要市场的海外销售服务网络。未来公司将在中国、印度市场保持增长的基础上，重点拓展欧洲、中东、北美、东南亚、巴西等市场的光储业务。目前公司在海外重点拓展区域已完成超过 1.4GW 的百兆瓦级订单签订。

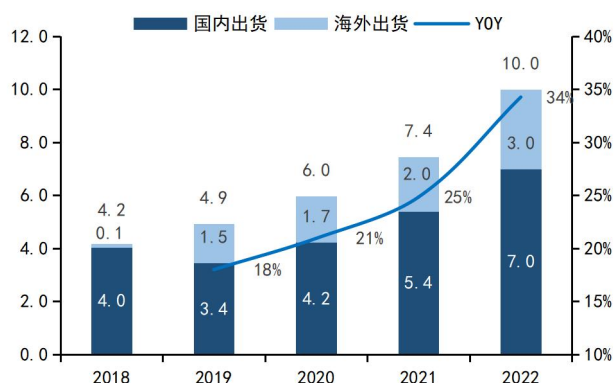
公司战略性切入分布式业务赛道，有望打造业绩新的增长点。2022 年公司发布了“上能悦家”系列分布式光伏逆变器新品。目前公司已完成 3~125kW 的全功率段户用及工商业光伏逆变器的产品开发及认证工作，2023 年国内市场销售额有望实现稳步增长；欧洲能源危机为分布式业务带来了新的发展机遇，公司将把握住海外分布式的发展风口，预计 2023 年将在欧洲、东南亚、巴西、印度、韩国等市场实现规模化销售，为公司业绩创造新的增长点。

图7: 公司光伏逆变器业务收入及其增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理与预测

图8: 公司 2018-2022 年光伏逆变器出货量 (单位: GW)

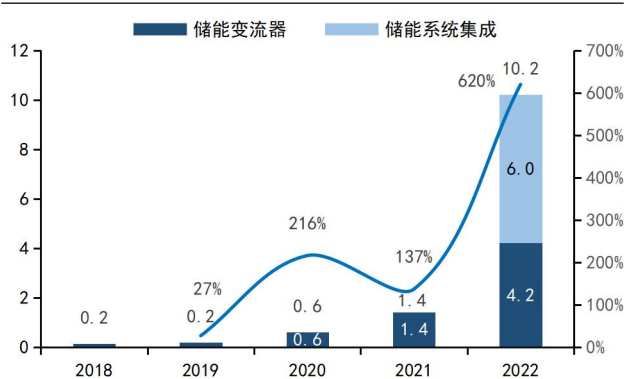


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理与预测

公司储能业务快速增长，延续国内 PCS 龙头强势地位。2022 年公司储能业务实现销售收入 10.2 亿元，同比增长 620%，估计储能变流器出货量 2.1GW (国内 2.0GW+

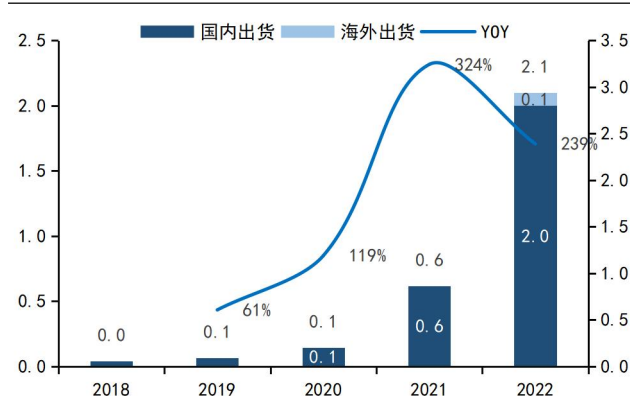
海外 0.1GW)、储能系统集成出货量 0.4GWh。根据中关村储能产业技术联盟 (CNESA) 的统计, 公司在中国储能 PCS 提供商 2022 年度储能 PCS 国内出货量排名第一, 全球出货量排名第三。依托公司与国内大型央企集团及核心系统集成商的合作基础及产品示范应用经验, 2023 年公司有望稳固国内领先的中大功率储能 PCS 市场地位, 并完成户用储能和工商业储能系统的产品开发及市场导入工作, 同时, 将在海外储能市场拓展上预期取得规模化业绩突破, 特别是北美大储及欧洲户储市场。

图9: 公司储能业务收入及其增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理与预测

图10: 公司 2018-2022 年储能变流器出货量 (单位: GW)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理与预测

加大研发费用投入, 保持领先研发优势。2022 年, 公司研发费用投入 1.44 亿元, 同比增长 55.40%, 占营业收入的 6.17%。截至目前, 公司拥有研发人员 269 人, 占公司总人数的 26.48%, 累计获得授权专利 188 项。同时, 公司已建设深圳、无锡、成都、苏州四大研发中心, 为保持公司领先的研发优势提供了有力的支撑。

优质大客户资源保障公司地位稳固。经过多年的市场耕耘和积累, 公司在国内已经与以中核集团、华电集团等国内发电集团为代表的高端发电市场建立起了稳固的合作关系, 同时深耕省属大型国有企业、大型民营能源投资集团以及国内主要光伏 EPC 企业, 优质的客户资源有望保障公司长期稳居国内一线供应商地位。随着公司海外拓展的加速, 已经与 TATA、ACWA、SOFTBANK 等著名世界级企业集团取得战略合作关系, 产品出货覆盖印度、越南、韩国、西班牙、德国、法国、希腊、瑞典、巴西、沙特、迪拜等全球多个国家和地区。

投资建议: 考虑全球光伏和储能市场均进入爆发期, 公司有望实现海外出货占比上升, 及分布式及户用逆变器、储能变流器等产品规模化销售, 我们上调 2023-2025 年盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.1/6.6/9.2 亿元 (原预测为 3.5/5.7/7.5 亿元), 同比增速 397%/63%/45%, EPS 分别为 1.71/2.77/3.87 元, 对应当前动态 PE 为 31/19/14 倍, 维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	786	1483	800	800	800	营业收入	1092	2339	5900	9487	13709
应收款项	650	983	2909	4419	6009	营业成本	824	1934	4732	7570	10966
存货净额	698	1337	3233	4159	5634	营业税金及附加	2	5	11	18	26
其他流动资产	102	168	237	227	219	销售费用	70	110	260	408	589
流动资产合计	2271	4143	7378	9860	12986	管理费用	39	51	121	212	305
固定资产	203	255	340	420	496	研发费用	93	144	265	427	658
无形资产及其他	21	19	36	53	70	财务费用	11	19	61	70	74
投资性房地产	202	198	295	474	411	投资收益	6	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(9)	(18)	(19)	(22)	(24)
资产总计	2697	4615	8048	10808	13963	其他收入	19	36	37	35	37
短期借款及交易性金融负债	161	305	2506	2483	2230	营业利润	60	77	450	775	1082
应付款项	1558	2368	3099	4963	7192	营业外净收支	0	(1)	0	0	0
其他流动负债	41	130	255	408	591	利润总额	60	77	450	775	1082
流动负债合计	1788	3067	6036	8138	10425	所得税费用	1	(5)	45	116	162
长期借款及应付债券	0	486	566	646	726	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	34	29	29	29	归属于母公司净利润	59	82	405	659	919
长期负债合计	20	520	595	675	755	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1809	3587	6632	8813	11181	净利润	59	82	405	659	919
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	(21)	(11)	(18)	(16)
股东权益	888	1028	1417	1995	2782	折旧摊销	18	28	19	22	27
负债和股东权益总计	2697	4615	8048	10808	13963	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	11	19	61	70	74
每股收益	0.45	0.34	1.71	2.77	3.87	营运资本变动	97	50	(3148)	(358)	(586)
每股红利	0.10	0.07	0.34	0.55	0.77	其它	(61)	12	66	86	88
每股净资产	6.73	4.33	5.96	8.40	11.71	经营活动现金流	112	151	(2670)	392	433
ROIC	7%	7%	15%	16%	19%	资本开支	(138)	(107)	(120)	(120)	(120)
ROE	7%	9%	33%	39%	38%	其它投资现金流	192	(91)	(95)	(177)	65
毛利率	25%	17%	20%	20%	20%	投资活动现金流	54	(198)	(215)	(297)	(55)
EBIT Margin	6%	4%	9%	9%	9%	权益性融资	(1)	71	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	9%	9%	9%	负债净变化	8	600	2280	57	(172)
收入增长	9%	114%	152%	61%	44%	支付股利、利息	(15)	(13)	(16)	(81)	(132)
净利润增长率	-24%	38%	397%	63%	40%	其它融资现金流	(11)	(19)	(61)	(70)	(74)
资产负债率	67%	78%	82%	82%	80%	融资活动现金流	(19)	640	2203	(95)	(378)
息率	0.5%	0.2%	0.1%	0.6%	1.0%	现金净变动	147	592	(683)	0	0
P/E	118.42	153.96	30.99	19.06	13.66	货币资金的期初余额	638	786	1483	800	800
P/B	7.85	12.21	8.86	6.30	4.51	货币资金的期末余额	786	1483	800	800	800
EV/EBITDA	105.08	132.64	36.06	24.34	19.87	企业自由现金流	41	71	(2788)	272	314
						权益自由现金流	38	281	(562)	269	79

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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