

上能电气 (300827.SZ)

三季度营收大幅增长，储能业务占比提升

买入

核心观点

2022Q3 大储收入占比超 40%，当季公司业绩加速增长。公司 2022Q3 营收为 6.45 亿元，同比+156%，环比+217%；实现归母净利润 0.22 亿元，同比+8.8%，环比+228%。公司 2022 年前三季度营收为 10.66 亿元，同比+64.5%；归母净利润 0.45 亿元，同比+1.9%。营业收入大幅增长主要系 2022Q3 储能业务增加所致，当季大型储能系统集成业务收入占比超 40%。

收入结构变化导致综合毛利率下降。2022Q3 公司综合毛利率 12.84%，环比-7.99pct，同比-10.65pct，主要系低毛利率的大型储能业务收入占比上升。大型储能属于系统集成业务，毛利率普遍处于较低水平，但营收体量较大。2022Q3 公司净利率 3.48%，同比-4.72pct，环比+0.11pct。2022 年前三季度毛利率/净利率分别为 16.93%/4.26%，同比-6.48%/-2.62%。按照公司公告可测算 2022Q3 大储系统收入在 2.58 亿元以上，对应非储业务收入接近 3.87 亿元，环比大幅提升。

新能源配储需求火爆，中长期出货趋势良好。随着我国风电、太阳能等新能源的占比不断提高，新型储能产品出货量快速增长。据 CNESA 不完全统计，2022 年 9 月，国内共发布新型储能项目 149 个、规模合计 13.1GW/35.1GWh，功率规模环比增长 43%，规划/在建项目规模 12.9GW/34.5GWh、运行项目规模 198.2MW/562.5MWh。2022 年 10 月 27 日，公司成为中核汇能 2022-2023 储能系统集中采购（标段二）排名第一的中标候选人，该标段储能规模 2.7GWh，各家企业投标报价区间为 38.8-39.8 亿元，具体中标份额尚未公布。我们预计公司 2022-2024 年光伏逆变器出货量分别达到 9/19/25.5GW，储能变流器出货量分别达到 1.32/2.5/5GW，储能集成系统出货 200/600/1200MW。

风险提示：贸易摩擦政策变动；原材料价格涨价；新冠疫情反复导致光伏装机不及预期、全球供应链紧张、公司海外拓展不达预期。

投资建议：公司在光伏市场拥有行业领先地位，海外市占率提升空间较大，同时通过渠道布局和客户拓展，公司组串式和集中式产品均有长足发展潜力，同时储能变流器业务处于快速成长期。我们维持原有盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 1.05/3.49/5.68 亿元，同比增速 78%/233%/63%，摊薄 EPS 为 0.44/1.47/2.39 元，对应当前动态 PE 145/44/27 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,004	1,092	2,014	5,041	7,860
(+/-%)	8.8%	8.8%	84.3%	150.3%	55.9%
净利润(百万元)	77	59	105	349	568
(+/-%)	-7.6%	-23.9%	78.1%	232.9%	62.5%
每股收益(元)	1.06	0.45	0.44	1.47	2.39
EBIT Margin	7.9%	6.0%	6.9%	8.8%	9.2%
净资产收益率(ROE)	12.3%	6.8%	11.2%	30.5%	36.4%
市盈率(PE)	60.6	143.4	144.9	43.5	26.8
EV/EBITDA	66.7	122.7	113.4	43.4	29.2
市净率(PB)	5.55	9.51	15.49	11.61	8.41

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 联系人：陈抒扬
010-88005313 0755-81982965
wangweiqi2@guosen.com.cn chenshuyang@guosen.com.cn
S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	63.98 元
总市值/流通市值	15227/6910 百万元
52 周最高价/最低价	136.50/30.90 元
近 3 个月日均成交额	695.24 百万元

市场走势



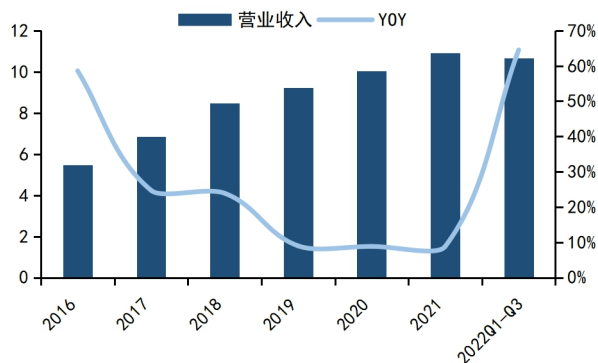
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《上能电气(300827.SZ)-股权激励首批授予，海外光储业务顺利推进》——2022-10-17
《上能电气-300827-2020 年半年报点评：海外疫情暂时递延销售，光储战略加快成长》——2020-09-03

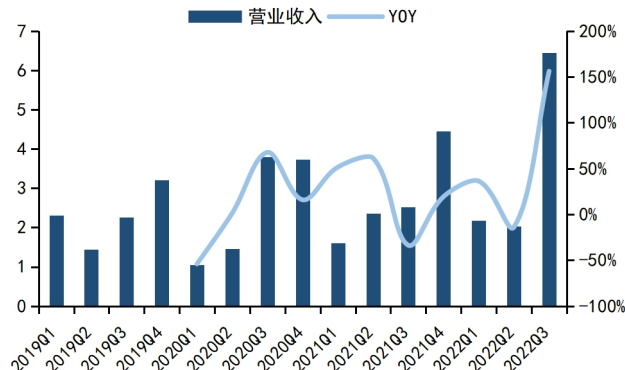
2022Q3 大储收入占比超 40%，当季公司业绩加速增长。公司 2022Q3 营收为 6.45 亿元，同比+156%，环比+217%；实现归母净利润 0.22 亿元，同比+8.8%，环比+228%。公司 2022 年前三季度营收为 10.66 亿元，同比+64.5%；归母净利润 0.45 亿元，同比+1.9%。营业收入大幅增长主要系 2022Q3 储能业务增加所致，当季大型储能系统集成业务收入占比超 40%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



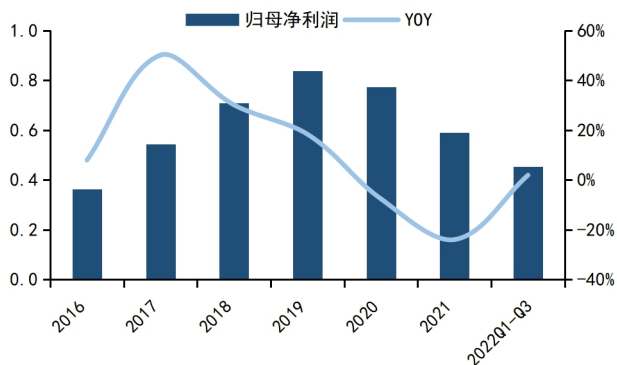
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



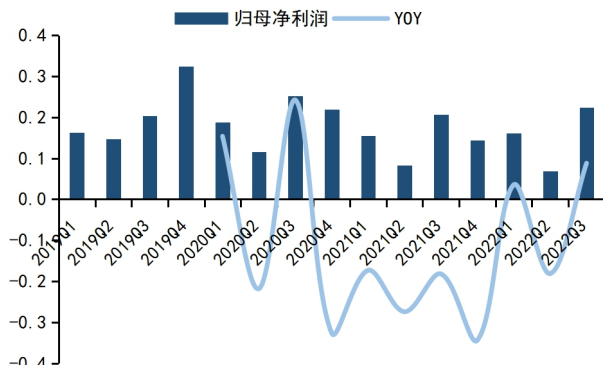
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

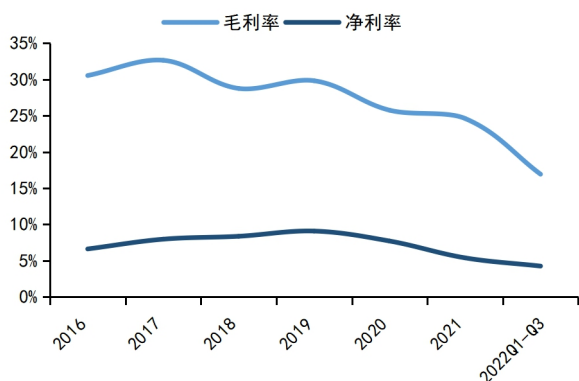
图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

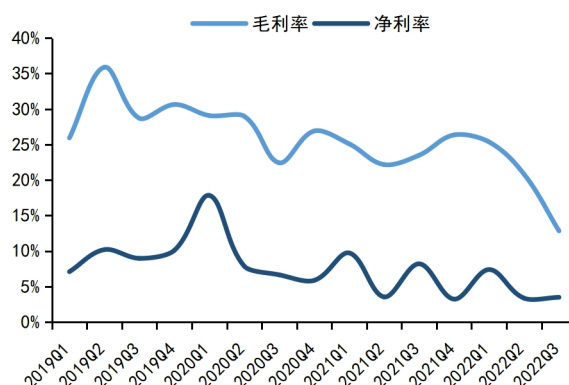
收入结构变化导致毛利率下降。2022Q3 公司毛利率 12.84%，环比-7.99pct，同比-10.65pct，主要系大型储能业务拉低公司综合毛利率所致，大型储能是系统集成业务，毛利率偏低。2022Q3 公司净利率 3.48%，同比-4.72pct，环比+0.11pct。2022 年前三季度毛利率/净利率分别为 16.93%/4.26%，同比-6.48%/-2.62%。按照公司公告可测算 2022Q3 大储系统收入在 2.58 亿元以上，对应非储业务收入接近 3.87 亿元，环比大幅提升。假设由于年初以来电芯涨价导致大储系统毛利率下降至 5%，可算得其他业务毛利率 18%，与国内集中式光伏逆变器毛利率保持相当。（假设仅供测算使用，以公司披露为准）。

图5: 公司毛利率和净利率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季毛利率和净利率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新能源配储需求火爆，中长期出货趋势良好。随着我国风电、太阳能等新能源的占比不断提高，新能源配储需求持续火爆，新型储能产品出货量快速增长。据 CNESA 不完全统计，2022 年 9 月，全国共有新型储能项目 149 个、规模合计 13.1GW/35.1GWh，功率规模环比增长 43%，规划/在建项目规模 12.9GW/34.5GWh、运行项目规模 198.2MW/562.5MWh。2022 年 10 月 27 日，公司成为中核汇能 2022-2023 储能系统集中采购（标段二）排名第一的中标候选人，该标段储能规模 2.7GWh，各家企业投标报价区间为 38.8-39.8 亿元，具体中标份额尚未公布。我们预计公司 2022-2024 年光伏逆变器出货量分别达到 9/19/25.5GW，储能变流器出货量分别达到 1.32/2.5/5GW，储能集成系统出货 200/600/1200MW。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

公司在光伏市场拥有行业领先地位，海外市占率提升空间较大，同时通过渠道布局和客户拓展，公司组串式和集中式产品均有长足发展潜力，同时储能变流器业务处于快速成长期。我们维持原有盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 1.05/3.49/5.68 亿元，同比增速 78%/233%/63%，摊薄 EPS 为 0.44/1.47/2.39 元，对应当前动态 PE 145/44/27 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)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	638	786	800	800	800	营业收入	1004	1092	2014	5041	7860
应收款项	648	650	993	2348	3445	营业成本	746	824	1618	3982	6217
存货净额	387	698	1103	2210	3230	营业税金及附加	3	2	4	10	15
其他流动资产	116	102	81	119	124	销售费用	67	70	101	252	354
流动资产合计	2003	2271	3023	5570	7737	管理费用	33	39	64	130	200
固定资产	94	203	290	374	453	研发费用	76	93	91	227	354
无形资产及其他	24	21	38	54	71	财务费用	22	11	29	33	56
投资性房地产	126	202	101	252	236	投资收益	4	6	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(14)	(9)	0	0	0
资产总计	2247	2697	3452	6251	8497	其他收入	37	19	4	4	4
短期借款及交易性金融负债	155	161	1181	1800	1798	营业利润	71	60	110	411	668
应付款项	1101	1558	1054	2605	4071	营业外净收支	6	0	0	0	0
其他流动负债	122	41	88	217	337	利润总额	76	60	110	411	668
流动负债合计	1381	1788	2383	4774	6442	所得税费用	(1)	1	6	62	100
长期借款及应付债券	0	0	80	160	240	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	21	20	7	7	7	归属于母公司净利润	77	59	105	349	568
长期负债合计	21	20	87	167	247	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1402	1809	2471	4941	6689	净利润	77	59	105	349	568
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(14)	(2)	0	0	0
股东权益	845	888	982	1310	1807	折旧摊销	12	18	16	20	25
负债和股东权益总计	2247	2697	3452	6251	8497	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	22	11	29	33	56
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	204	97	(1164)	(775)	(496)
每股收益	1.06	0.45	0.44	1.47	2.39	其它	(247)	(61)	16	33	56
每股红利	0.20	0.09	0.09	0.29	0.48	经营活动现金流	33	112	(1026)	(373)	152
每股净资产	11.52	6.73	4.13	5.51	7.61	资本开支	(52)	(138)	(120)	(120)	(120)
ROIC	12%	7%	8%	14%	18%	其它投资现金流	(195)	192	101	(151)	16
ROE	12%	7%	11%	30%	36%	投资活动现金流	(248)	54	(19)	(271)	(104)
毛利率	26%	25%	20%	21%	21%	权益性融资	356	(1)	0	0	0
EBIT Margin	8%	6%	7%	9%	9%	负债净变化	138	8	1100	699	78
EBITDA Margin	9%	8%	8%	9%	10%	支付股利、利息	0	(15)	(12)	(21)	(70)
收入增长	9%	9%	84%	150%	56%	其它融资现金流	(22)	(11)	(29)	(33)	(56)
净利润增长率	-8%	-24%	78%	233%	63%	融资活动现金流	472	(19)	1059	644	(48)
资产负债率	62%	67%	72%	79%	79%	现金净变动	257	147	14	0	0
息率	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	0.5%	货币资金的期初余额	321	638	786	800	800
P/E	60.58	143.36	144.91	43.53	26.79	货币资金的期末余额	638	786	800	800	800
P/B	5.55	9.51	15.49	11.61	8.41	企业自由现金流	245	41	(1135)	(498)	24
EV/EBITDA	66.65	122.65	113.43	43.41	29.24	权益自由现金流	360	38	(63)	172	54

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