投资评级 优于大市 维持

股票数据

05 月 05 日收盘价(元)	107.51
52 周股价波动（元）	62.18-149.00
总股本/流通 A 股（百万股）	1485/1129
总市值/流通市值（百万元）	159673/121403

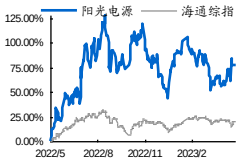
相关研究

《渠道业务发力，户储批量供货》2022.08.31

《逆变器趋势良好，储能收入持续爆发增长》2022.04.24

《逆变器海外提升结构优化，储能快速增长》2021.09.01

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	6.5	-4.4	-12.6
相对涨幅（%）	8.6	-1.6	-9.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:吴杰
Tel:(021)23154113
Email:wj10521@haitong.com
证书:S0850515120001
分析师:徐柏乔
Tel:(021)23219171
Email:xbq6583@haitong.com
证书:S0850513090008
联系人:吴志鹏
Tel:15800920973
Email:wzp15273@haitong.com

Q1 业绩表现亮眼，23 年需求强劲

投资要点:

- **公司发布 22 年年报和 23 年 1 季报。**22Q4，营收 180.3 亿元，同增 106%，归母净利润 15.3 亿元，同增 1867%；23Q1，营收 125.8 亿元，同增 175%，归母净利润 15.1 亿元，同增 267%。23Q1，在营收淡季，公司归母利润环比持平，毛利和净利率均有提升，费用率下降到 13%。

- **逆变器：交付能力优异，盈利表现亮眼。**根据 22 年年报，2022 年光伏逆变器全球出货量 77GW,其中渠道发货 90 万台，累计装机量突破 340GW。23Q1，公司大型功率器件的供应较同行更优，开创性推出行业第三品类“1+X”模块化逆变器，模块化能够因地制宜，子阵设计灵活，适应更加多元化的需求场景，度电成本也更低，公司通过 1+X 的方式提升交付能力，目前“1+X”模块化逆变器全场景应用已累计超 8GW 。我们预测 23 年公司逆变器出货量 120-140GW，同增超 60%。

- **储能：海外依旧是核心，竞争格局稳定。**根据 22 年年报，公司储能业务实现高速增长，发货达到 7.7GWh。公司为拉美 638MWh 最大储能项目、澳洲 Ginan Solar 一期 176MWh 光储融合项目、东南亚 136.24MWh 最大光储融合电站、以色列 430MWh 最大储能项目、山东台儿庄台阳 100MW/200MWh 电网侧独立储能项目等全球多个项目提供整体解决方案。根据投资者纪要，23 年全球储能预计超过 100GWh，增长 100%左右，欧洲储能业务维持需求旺盛，美国、中国也将保持高增长。我们预测 23 年公司储能出货量 100%以上增长。

- **电站：组件成本中枢下行，23 年有望实现高增。**工商业：22 年公司累计开发工商业光伏电站超 4GW，与近千家工商企业达成合作。集中式：22 年组件价格居于高位，根据 PVInfolink 的数据，组件价格长期处于 1.9 元/w 以上，对地面电站的经济性造成影响。近几年电站业务受到了疫情和组件成本的影响，我们预测 23 年电站 EPC 业务有望迎来超 50%的增长。

- **投资建议。**我们预测公司 2023-2024 年归母净利润 70.5/103.3 亿元，对应 23 年 PE 估值 22.7 倍。公司显著受益于海外储能和逆变器的需求放量，出货水平较行业平均更优，参照可比公司估值，我们认为公司 2023 年的合理 PE 估值为 28-32 倍，对应合理价值区间为 133.0-152.0 元，给予“优于大市”评级。

- **风险提示。**行业政策变动；竞争加剧；新技术替代；产品价格波动。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	24137	40257	72337	96344	129270
(+/-)YoY(%)	25.2%	66.8%	79.7%	33.2%	34.2%
净利润（百万元）	1583	3593	7050	10326	15112
(+/-)YoY(%)	-19.0%	127.0%	96.2%	46.5%	46.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.07	2.42	4.75	6.95	10.18
毛利率(%)	22.3%	24.5%	28.2%	28.6%	30.2%
净资产收益率(%)	10.1%	19.3%	27.2%	28.3%	29.2%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司分业务盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
光伏逆变器				
收入（百万元）	15708.00	28,380.00	32,100.00	35,904.00
成本（百万元）	10441.20	17,397.60	20,250.00	23,232.00
毛利率	*33.53%*	38.70%	36.92%	35.29%
电站				
收入（百万元）	11098.93	17,120.28	21,823.43	26,597.31
成本（百万元）	9676.36	14,894.64	18,768.15	22,873.68
毛利率	*12.82%*	13.00%	14.00%	14.00%
发电				
收入（百万元）	625.00	687.50	756.25	831.88
成本（百万元）	241.34	275.00	340.31	374.34
毛利率	61%	60%	55%	55%
储能				
收入（百万元）	10120.00	25,066.00	40,040.00	63,500.00
成本（百万元）	7762.50	18,573.00	28,340.00	42,000.00
毛利率	23.25%	25.90%	29.22%	33.86%
其他业务				
收入（百万元）	722.00	1,083.00	1,624.50	2,436.75
成本（百万元）	501.79	768.93	1,137.15	1,705.73
毛利率	30.5%	29.00%	30.00%	30.00%
总和				
营业收入	38273.93	72,336.78	96,344.18	129,269.93
营业成本	28623.19	51,909.17	68,835.61	90,185.75
毛利率	*25.21%*	28.24%	28.55%	30.23%

资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值(亿元)	EPS（元）			PE（倍）		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300763	锦浪科技	443	2.81	5.45	8.09	64.07	20.87	14.06
688390	固德威	339	5.27	14.39	21.22	61.31	19.14	12.98
605117	德业股份	599	6.35	11.48	17.83	52.15	21.81	14.04
300827	上能电气	129	0.34	1.78	2.69	171.41	30.45	20.09
均值						87.24	23.07	15.29

资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所
备注：选取逆变器和储能业务占比较大的标的，新增锦浪科技、德业股份、上能电气作为可比公司

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）				
每股收益	2.42	4.75	6.95	10.18
每股净资产	12.57	17.45	24.54	34.85
每股经营现金流	0.82	7.21	8.49	14.46
每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	44.43	22.65	15.46	10.57
P/B	8.55	6.16	4.38	3.09
P/S	3.97	2.21	1.66	1.24
EV/EBITDA	39.01	12.01	8.18	4.68
股息率%	**0.2%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	24.5%	28.2%	28.6%	30.2%
净利润率	8.9%	9.7%	10.7%	11.7%
净资产收益率	19.3%	27.2%	28.3%	29.2%
资产回报率	5.8%	6.8%	8.8%	8.6%
投资回报率	12.3%	28.6%	28.6%	31.4%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	66.8%	79.7%	33.2%	34.2%
EBIT 增长率	104.1%	217.5%	36.5%	49.7%
净利润增长率	127.0%	96.2%	46.5%	46.4%
偿债能力指标				
资产负债率	68.0%	73.9%	67.8%	69.5%
流动比率	1.47	1.38	1.57	1.53
速动比率	0.85	0.95	1.04	1.12
现金比率	0.33	0.35	0.55	0.55
经营效率指标				
应收账款周转天数	100.84	110.00	105.00	100.00
存货周转天数	176.75	150.00	140.00	130.00
总资产周转率	0.77	0.87	0.87	0.88
固定资产周转率	9.16	15.81	20.86	27.91

现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3593	7050	10326	15112
少数股东损益	102	181	265	387
非现金支出	1299	2354	2587	4219
非经营收益	-156	517	790	934
营运资金变动	-3628	611	-1352	828
经营活动现金流	**1210**	**10713**	**12615**	**21481**
资产	-1517	-731	-900	-900
投资	1849	60	60	80
其他	14	0	20	0
投资活动现金流	**346**	**-671**	**-820**	**-820**
债权募资	3192	2450	2450	2450
股权募资	15	0	0	0
其他	-1460	-376	-500	-624
融资活动现金流	**1747**	**2074**	**1950**	**1826**
现金净流量	**3242**	**12116**	**13745**	**22487**

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	**40257**	**72337**	**96344**	**129270**
营业成本	30376	51909	68836	90186
毛利率%	24.5%	28.2%	28.6%	30.2%
营业税金及附加	143	214	289	388
营业税金率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	3169	5787	7322	9695
营业费用率%	7.9%	8.0%	7.6%	7.5%
管理费用	612	1085	1445	1939
管理费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
EBIT	3665	11638	15884	23779
财务费用	-477	617	761	951
财务费用率%	-1.2%	0.9%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-375	-1000	-1200	-2200
投资收益	40	80	100	100
营业利润	**4141**	**8070**	**11843**	**17328**
营业外收支	-7	9	-10	-10
利润总额	**4134**	**8079**	**11833**	**17318**
EBITDA	4133	12092	16370	24298
所得税	439	848	1242	1818
有效所得税率%	10.6%	10.5%	10.5%	10.5%
少数股东损益	102	181	265	387
归属母公司所有者净利润	**3593**	**7050**	**10326**	**15112**

资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11667	23783	37528	60015
应收账款及应收票据	14891	33337	27151	50365
存货	19060	23398	28341	33793
其它流动资产	6376	13601	14803	21504
流动资产合计	51994	94119	107824	165678
长期股权投资	228	243	258	273
固定资产	4544	4605	4633	4629
在建工程	1189	1239	1289	1339
无形资产	340	360	380	400
非流动资产合计	9632	9788	9912	10003
资产总计	**61626**	**103907**	**117736**	**175680**
短期借款	1422	1522	1622	1722
应付票据及应付账款	25926	54822	52256	88033
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	8120	11625	14779	18797
流动负债合计	35469	67969	68657	108552
长期借款	4162	6462	8762	11062
其它长期负债	2259	2309	2359	2409
非流动负债合计	6421	8771	11121	13471
负债总计	**41889**	**76739**	**79778**	**122022**
实收资本	1485	1485	1485	1485
归属于母公司所有者权益	18666	25916	36442	51754
少数股东权益	1071	1251	1516	1904
负债和所有者权益合计	**61626**	**103907**	**117736**	**175680**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

吴杰　　公用事业，煤炭，电力设备及新能源
徐柏乔　　电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　思源电气,中煤能源,福能股份,神火股份,许继电气,盛剑环境,桂东电力,华阳股份,郑煤机,云鼎科技,兖矿能源,宁德时代,电投能源,隆基绿能,炬华科技,天地科技,华电国际,山西焦煤,汇川技术,潞安环能,江苏国信,湖北能源,爱旭股份,伟创电气,索通发展,璞泰来,三峡能源,华能国际,平煤股份,中国神华

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类　别	评　级	说　明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。