

通润装备 (002150)

切入光储大机市场，打开新增量

买入 (首次)

2024年05月24日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1678	2518	4215	6128	8946
同比 (%)	(12.65)	50.06	67.39	45.40	45.98
归母净利润 (百万元)	149.04	64.39	286.00	439.22	583.95
同比 (%)	3.59	(56.80)	344.19	53.58	32.95
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.41	0.18	0.79	1.21	1.61
P/E (现价&最新摊薄)	35.73	82.71	18.62	12.12	9.12

股价走势



投资要点

- 工具箱龙头转型新能源，新主业增长蓄势待发。**通润装备 02 年成立，主营金属工具箱及钣金件，07 年上市中小板。23 年 5 月公司资产重组收购正泰电源进军光伏逆变器及储能业务并于 23 年 6 月并表，控股股东变更为正泰电器，同年 7 月置出存在同业竞争的输配电业务。正泰电源 09 年成立，主营组串式逆变器，12 年进入美国市场，23 年美国收入约占 40%，是市场上少有以自有品牌立足美国市场的企业。通润装备 23 年营收/归母净利润分别为 25.18/0.64 亿元，同比+50%/ -57%，利润下滑主要系合并后会计调整较多所致。公司逆变器在美国、韩国工商业光伏市场占有率均居第一，24 年美国地面大功率组串和欧洲市场有望形成规模化突破，同时国内业务与集团协同有望增多，业绩有较大弹性，全球布局加速兑现。
- 基本盘：美韩工商业龙一份额稳中有升，国内与集团协同增长。**公司逆变器业务以组串式为主，由工商业向全场景覆盖，定位独特，品牌具备高认可度，23 年 BNEF 可融资性升至第一，达 89%。公司出货以国内+海外高壁垒竞争弱的市场为主，其中：1) 美国工商业市场“小而美”，高壁垒高盈利，23 年光伏装机 3GW，23-26 年 CAGR 约 7%，公司占比约 30%，稳定格局下份额将保持领先，毛利率始终维持在 40%左右，我们预计出货维持 1.5GW，贡献稳定盈利。2) 韩国与现代集团深度绑定，市场规模较小但相对成熟，公司份额稳定 30%左右，24 年出货我们预计维持约 1GW。3) 国内地面光储基数大，公司依靠集团规模优势显著。23 年底国内地面光伏规划达 114GW，成本优势+消纳放松有望支撑 24 年装机在 140GW+，同增 15%+。国内市场高基数强竞争，盈利较弱，公司凭借集团旗下地面&户用开发商赋能，量增较大，我们预计 24 年逆变器/储能出货 5-7GW/300MWh，同比 45%/50%增长，为规模优势提供“安全垫”。
- 新增量：美欧日多场景延伸，大功率组串铸就未来增长点。**1) 美国地面市场体量大+增速高，23 年地面光伏装机 22.5GW，同增 77%，23-26 年 CAGR 约 40%；市场封闭下维持高价高盈利，集中式逆变器占比超 90%。公司发力组串式替代，有望凭借：a) 产品分体式设计，贴合实际运维，并有专利保护；b) 美国地面双面组件超 80%，组串式转换率优势可更加体现，提升项目收益率；c) 本土直销团队深耕多年，工商业与地面市场客户重叠，可复用过往积累快速突破。美国地面组串单价高达 4-5 美分/W，毛利率超 40%，中性预期 24 年空间达 2.5 亿美元 (18%组串式渗透率)，目前公司 275kW 组串已成功应用在 Clenera 105MW 项目，大功率组串技术难度大，24 年我们预计出货 1.5GW+，破局有望铸造长期 alpha。2) 欧洲 23 年实现 0-1 突破，24 年增设德国、意大利子公司，差异化发力工商业及小型地面市场，24 年我们预计出货 1.5-2GW，逐步覆盖全欧市场；3) 发力美日户储，后期可贡献增量。美日户储单价高，毛利率超 30%，日本市场通过与东京电力合作，深度培育多年，我们预计 24 年出货 30-60MWh，25 年可实现 GWh 级出货，美国户储我们预计 24 年 5 月发货，借力加州转向净计费后的需求增长，后续有望贡献业绩增量。整体来看，我们预计 24 年公司逆变器/储能系统出货 12GW+/400-600MWh，同增 58%/128%。
- 金属业务外销贡献主要业绩，深耕多年盈利稳健。**公司金属制品经营多年，海外市场占比超 70%，毛利率常年稳定在 25%左右，是国内金属工具龙头企业。23H1 因公司资产重组订单有所下滑，H2 重组完成后重回正轨，24 年海外降息周期拉动需求下有望稳健增长，我们预计 24 年可贡献归母净利润 0.7 亿元+。
- 盈利预测与投资评级：**基于公司在美国品牌渠道优势显著，大组串有望实现地面突破，叠加集团赋能下全球迅速开拓、光储协同发展，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.9/4.4/5.8 亿元，同增 344%/54%/33%，对应 PE 19x/12x/9x，我们给予公司 2024 年 26xPE，对应目标价 20.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**竞争加剧，国际贸易及行业政策变动，全球化拓展不及预期等。

市场数据

收盘价(元)	14.71
一年最低/最高价	11.57/21.30
市净率(倍)	3.21
流通 A 股市值(百万元)	5,225.21
总市值(百万元)	5,325.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.59
资产负债率(%,LF)	54.18
总股本(百万股)	362.03
流通 A 股(百万股)	355.21

相关研究

内容目录

1. 工具箱龙头转型新能源，新主业增长蓄势待发	5
1.1. 深耕金属工具箱柜，转型新能源迎新生	5
1.2. 双主业驱动增长，海外优势回报将至	7
1.3. 原主业深耕多年盈利稳健，再融资助力新业务拓展	9
2. 基本盘：美韩工商业龙一份额稳定，国内与集团协同增长	10
2.1. 可融资性居全球第一，大功率组串进入“无人区”	11
2.2. 美国：工商业市场“小而美”，公司市场份额稳定	11
2.3. 韩国：市场增长动能减弱，与现代集团深度合作保持份额	12
2.4. 国内：地面光储基数大，公司依靠集团规模优势显著	13
3. 新增量：美欧日多场景延伸，大功率组串铸就未来增长点	14
3.1. 美国立足本土直销优势，地面组串有望破局铸未来增长点	15
3.2. 欧洲专注工商业及小型地面电站，23 年实现 0-1 突破	17
3.3. 美国&日本户储贡献后期增量	18
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1:	公司历史沿革.....	5
图 2:	公司控股股东变更为正泰电器, 股权结构稳定 (截至 2023 年 9 月 30 日)	5
图 3:	2023 年营收 25.18 亿元, 同增 50% (亿元, %)	8
图 4:	2023 年公司光储业务营收占比达 45% (%)	8
图 5:	2023 年归母净利 0.64 亿元, 同减 57% (亿元, %)	8
图 6:	正泰电源海外业务贡献营收主体 (亿元, %)	8
图 7:	2019-2024Q1 公司利润率及摊薄 ROE (%)	9
图 8:	2019-2023 年公司主营业务毛利率 (%)	9
图 9:	2020-2022 年 1-10 月正泰电源利润率及摊薄 ROE.....	9
图 10:	2019-2024Q1 公司费用率 (%)	9
图 11:	公司金属产品样图 (部分)	10
图 12:	公司金属业务营收及毛利率.....	10
图 13:	正泰电源历史产能 (GW, GWh)	10
图 14:	2023 年公司 BNEF 逆变器可融资性居全球第一	11
图 15:	美国主流厂商 100kW 以上功率段组串式布局 (kW)	11
图 16:	EIA 预测美国各部门电价将维持高位 (美分/kWh)	11
图 17:	美国工商业光储装机及与预测 (MW, MWh)	11
图 18:	2023Q1 美国工商业光伏成本构成 (美元/kWdc)	12
图 19:	2015-21Q1-3 美国工商业光伏逆变器市场份额 (%)	12
图 20:	韩国光伏历史装机 (GW)	13
图 21:	Hyundai Energy 为韩国领先的光伏企业	13
图 22:	国内年度新增光伏装机及预测 (GW, %)	13
图 23:	国内年度新增储能装机及预测 (GWh, %)	13
图 24:	正泰安能公司介绍.....	14
图 25:	美国 EIA 月度地面光伏、储能备案量 (GW)	15
图 26:	美国地面光储 IRR 敏感性测算.....	15
图 27:	美国地面光伏装机预测 (GW, %)	15
图 28:	美国大储装机预测 (GW, GWh)	15
图 29:	全球地面电站组串式逆变器渗透率 (%)	16
图 30:	组串式相对集中式优势.....	16
图 31:	21Q1-23Q4 美国大储系统、地面逆变器价格 (美元/W)	17
图 32:	各厂商价格对比 (美元/W)	17
图 33:	欧洲光伏装机 (GW, %)	18
图 34:	美国和日本户储市场规模.....	18
图 35:	公司在日本已落地储能项目	18
表 1:	2023 年逆变器产品出货市场对比.....	5
表 2:	公司管理团队 (部分)	6
表 3:	股权激励考核目标.....	7
表 4:	募集资金投资项目 (单位: 亿元)	10
表 5:	正泰新能源与其他 EPC 企业对比 (2023 年累计装机)	14

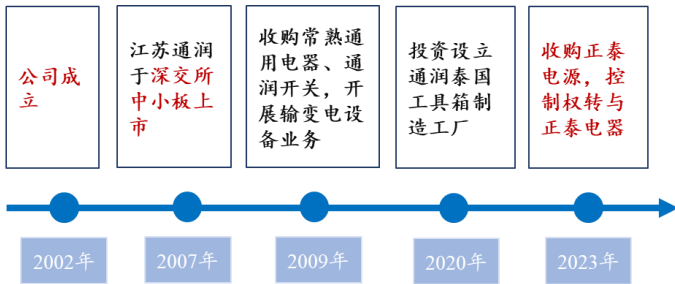
表 6: 美国地面光伏组串式逆变器替代空间测算.....	16
表 7: 正泰欧洲光伏项目梳理.....	18
表 8: 公司分业务拆分及预测.....	19
表 9: 可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 23 日)	20

1. 工具箱龙头转型新能源，新主业增长蓄势待发

1.1. 深耕金属工具箱柜，转型新能源迎新生

金属工具箱柜龙头，收购正泰电源进军新能源。公司成立于 2002 年，是国内最早进入金属工具箱柜行业的规模企业，2007 年上市深交所中小板。立足钣金制造优势，公司业务逐步向输变电控制设备、机电钣金等行业拓展，同时积极探索新能源业务可能性。公司于 2023 年 5 月收购工商业光储逆变器龙头正泰电源，正式进军新能源领域，打开全新增长空间。**正泰电源成立于 2009 年，业务以海外为主，2012 年进入美国市场，是市场上少有以自有品牌在美国市场立足的国产企业，已在美国、韩国工商业光伏逆变器市场份额拿下第一，布局特点鲜明。**未来加速全球市场拓展及逆变器、储能系统全品类业务扩张，具备高成长潜力。

图1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

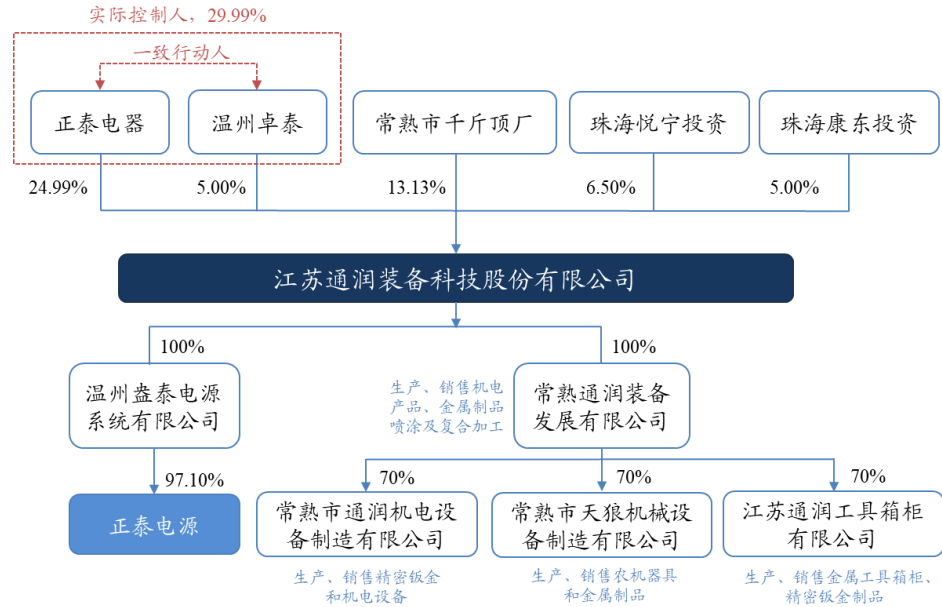
表1：2023 年逆变器产品出货市场对比

企业名称	出货市场分布
通润装备	美国（40%）、国内（40%）、韩国（10-15%）、欧洲、日本、拉美
阳光电源	国内（40%）、欧洲（30%）、美洲（20%）、亚太+中东（10%）
固德威	欧洲（50-60%）、国内（20-30%）、澳洲（10-15%）、北美（3-5%）、南美、东南亚
锦浪科技	国内（50%）、欧洲、澳洲、北美、印度

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023 年 5 月公司控股股东变更为正泰电器，股权结构稳定。2022 年 11 月公司披露重大资产重组方案，于 2023 年 5 月公司收购整合正泰电源光储变流器及储能业务相关资产，7 月置出原持有的输配电控制设备业务所涉资产（通用电器 70%股权+通润开关 70%股权），同时通过股份转让完成控制权变更，控股股东由常熟市千斤顶厂变更为正泰电器。截至 2023 年 9 月 30 日，正泰电器与其一致行动人温州卓泰合计持有公司股份比例为 29.99%，股权结构稳定，有望充分发挥集团层面业务协同效应，实现新能源领域战略发展目标。

图2：公司控股股东变更为正泰电器，股权结构稳定（截至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

控制权变更后管理层重组，团队新能源业务经验丰富。公司管理层于2023年6月完成换届，新任董事长陆川为正泰集团董事、正泰新能董事长，深耕新能源产业十余年，带领正泰电站开发建设走向全球，曾先后担任全国工商联新能源商会执行会长，中国光伏行业协会副理事长，浙江省太阳能光伏行业协会会长等职务，具有行业影响力。总经理为周承军，技术背景出身，同为正泰系高管，新能源领域开发运营经验丰富。

表2：公司管理团队（部分）

姓名	职务	学历	个人简历
陆川	董事长	博士	曾任正泰电气股份有限公司法务部副总经理、正泰集团投资管理部副总经理、正泰太阳能常务副总裁/董事会秘书等职务，现任正泰集团董事、正泰新能董事长、正泰电器董事、新能源开发董事长、总裁、正泰电源董事长、通润装备董事长、发行人董事长。
周承军	总经理	硕士	全国太阳能光伏能源系统标准化技术委员会(SAC/TC90)委员；曾任新疆新能源股份有限公司工程公司副总工程师、山西天能科技有限公司副总经理、浙江正泰新能源开发有限公司总监、副总经理、副总裁，现任通润装备董事、总经理。
霍庆宝	副总经理 董事会秘书	本科	曾担任杭州华星创业通信技术股份有限公司证券部经理、华通机电股份有限公司证券部总经理、浙江星莲影视文化有限责任公司董事会秘书等职务，现任通润装备副总经理、董事会秘书。
樊真真	副总经理 财务总监	本科	曾担任毕马威华振会计师事务所助理审计经理、INDITEX 集团中国区财务管控经理、阿里巴巴集团 BU 财务专家等职务，现任通润装备副总经理、财务总监。
项海锋	副总经理	硕士	曾担任南都能源互联网公司副总经理职务，现任通润装备副总经理、正泰电源副总经理。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权激励绑定核心人员,彰显增长信心。2023年7月公司发布针对81名公司董事、高管及其他核心管理人员和核心技术业务人员的股权激励,总股数690万,行权价格为9.65元/股。第一/二/三个解禁期的业绩考核要求为满足以下两个目标之一:(1)23/24/25年营业收入不低于21.5/40/54亿元,其中新能源业务营收不低于20/30/44亿元;(2)23/24/25年净利润不低于0.3/1.8/2.2亿元,其中新能源业务净利润不低于1/1.3/1.7亿元。

表3: 股权激励考核目标

解除限售期	业绩考核要求	
	营业收入	净利润
第一个解除限售期	2023年不低于21.5亿元 其中新能源业务不低于20亿元	2023年不低于0.3亿元 其中新能源业务不低于1亿元
第二个解除限售期	2024年不低于40亿元 其中新能源业务不低于30亿元	2024年不低于1.8亿元 其中新能源业务不低于1.3亿元
第三个解除限售期	2025年不低于54亿元 其中新能源业务不低于44亿元	2025年不低于2.2亿元 其中新能源业务不低于1.7亿元

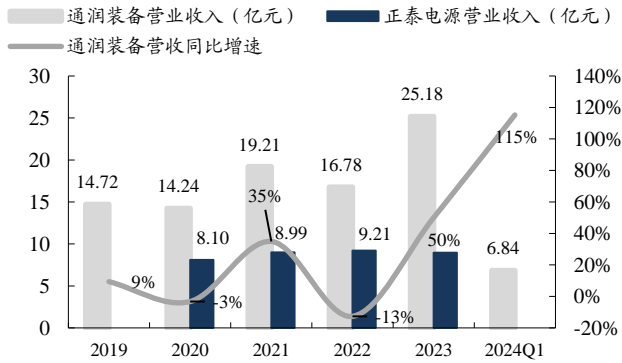
数据来源:公司公告,东吴证券研究所

1.2. 双主业驱动增长,海外优势回报将至

光储业务注入打造第二增长极,2023年营收/归母净利润分别为25.18/0.64亿元,同比+50%/-57%。公司2023/24Q1实现营收25.18/6.84亿元,同增50%/115%,主要得益于收购正泰电源后形成“新能源+金属制品”双主业。其中,公司原主营金属工具箱柜业务22年以来受海外订单下滑影响,2022/23年分别为8.89/8.85亿元,同比-22%/-0.5%;同时**高低压开关设备业务因与股东正泰电器存在同业竞争关系于23年7月剥离。23年6月起正泰电源并表**,新增光储逆变器及储能业务带来增长新动能,当年并表后光储逆变器/储能销量4.2GW/0.2GWh,贡献收入9.76/1.45亿元,合计占总营收达45%。归母净利润方面,由于新能源业务仍在扩张投入期,叠加原主业表现不佳、重大资产重组带来会计调整及费用支出,公司2023年归母净利润为0.64亿元,同减57%;24Q1系光储行业销售淡季,扩员拓市开支下归母净利润实现0.15亿元,同比略增4%。

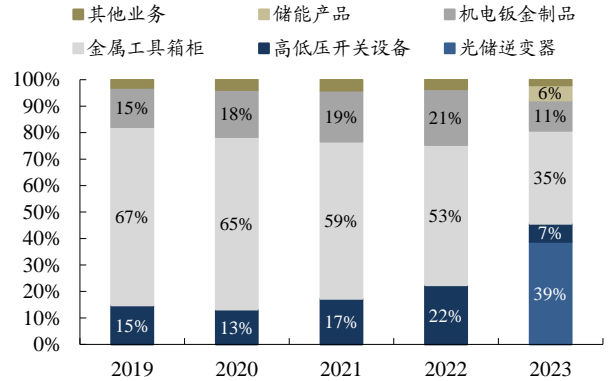
海外业务贡献营收主体。公司聚焦海外市场,2022年1-10月正泰电源海外营业收入实现6.93亿元,占比75%。公司逆变器在美国、韩国工商业光伏市场已确立领先地位,市占率均居第一;2023年凭借大功率组串式逆变器在小型地面电站场景亦有突破,同时开拓欧洲市场,销售收入较上年同期大幅增加。集团一体化优势下,海外布局将继续加速。

图3: 2023年营收25.18亿元, 同增50% (亿元, %)



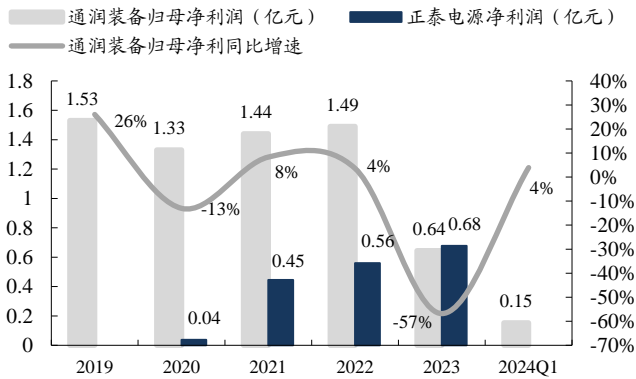
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
*注: 正泰电源 2022 营收为 1-10 月数据

图4: 2023年公司光储业务营收占比达45% (%)



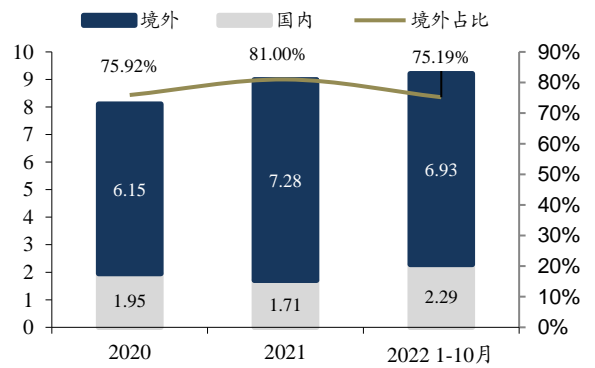
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 2023年归母净利润0.64亿元, 同减57% (亿元, %)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所
*注: 正泰电源 2022 净利润为 1-10 月数据

图6: 正泰电源海外业务贡献营收主体 (亿元, %)



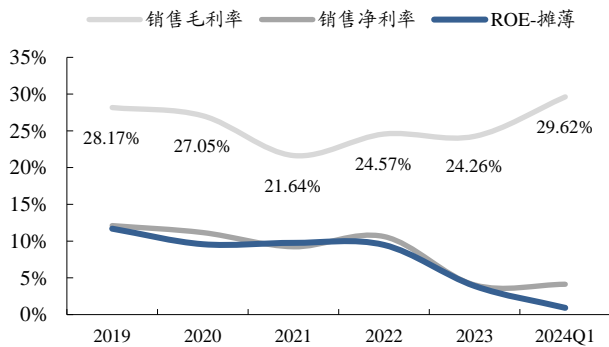
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

高投入筑渠道壁垒, 盈利能力有望回升。2023年公司毛利率为24.3%, 同比减少0.3pct, 主要因光储逆变器业务并表时存货重新评估增值, 结转提高成本, 使该业务23年账面毛利率仅为21%。正泰电源逆变器业务/整体历史毛利率均保持28%左右, 24Q1得益于海外出货占比较高, 公司毛利率已回至30%。**费用率**方面, 2020-22年公司期间费用率总体呈下降趋势, 主要系美元升值带来汇兑收益, 降低财务费用率; 23年因并表同增8.0pct, 为17.9%。其中销售费用率达7.4%, 同增5.1pct, 主要因投入于正泰电源海外本地化团队建设运营, 以直销模式构筑渠道壁垒。24Q1淡季营收较少而销售、研发持续投入, 期间费用率22.5%, 同增9.6pct。由于总体费用率高企, 加之并表后计提减值损失增加, 23年公司**净利率**同比下滑6.6pct至4.0%。同期**ROE-摊薄**为3.90%, 同降5.58pct, 系存货及应收账款并入拉低资产周转率, 而权益乘数提高。24Q1净利率/ROE-摊薄分别4.13%/0.92%。渠道优势加持下, 公司已享有较高品

牌认可度和用户粘性，未来海外业务有望实现规模化，带动盈利能力提升。

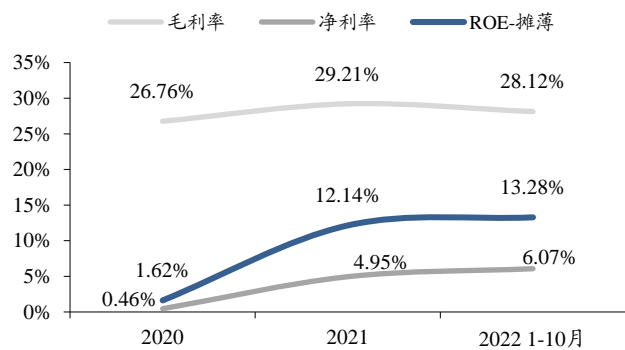
研发持续投入，底层技术积累充足。公司高度重视研发，积极引进国内外高端技术人才，研发和管理团队核心成员均具有十年以上的从业经验。2020/21/22年1-10月正泰电源研发费用分别为0.39/0.46/0.58亿元，占营收比例4.8%/5.1%/6.3%。正泰电源并表后，公司研发投入跨越式提升，2023年达0.8亿元，同比增长3449%，占营收比例增至3.17%，同增3.04pct。

图7：2019-2024Q1 公司利润率及摊薄 ROE (%)



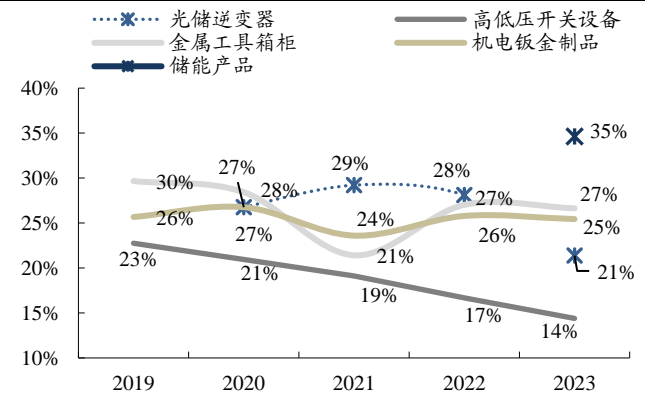
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2020-2022年1-10月正泰电源利润率及摊薄 ROE



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

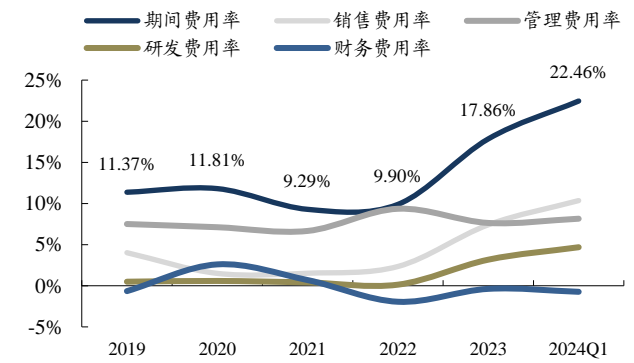
图8：2019-2023年公司主营业务毛利率 (%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2020-2022年光储逆变器毛利率为并表前数据

图10：2019-2024Q1 公司费用率 (%)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 原主业深耕多年盈利稳健，再融资助力新业务拓展

金属制品行业龙头，深耕多年盈利稳定。公司经营金属制品多年，以海外市场为主（海外占比70%+），制造技艺处于行业前沿水平，毛利率常年稳定在25%左右，是国内金属工具龙头企业。公司金属业务下游为工具箱、家电钣金件等，该业务营收规模逐年稳健增长，21年达到历史最高15.8亿元，2006-21年CAGR约12%，后受中美贸易影响下滑。23年公司资产重组，客户担心供应稳定性故订单有所下滑，H2重组完成后订单回归正轨，全年公司金属业务营收12.11亿元，综合毛利率26.2%，净利润0.74亿元，完成当

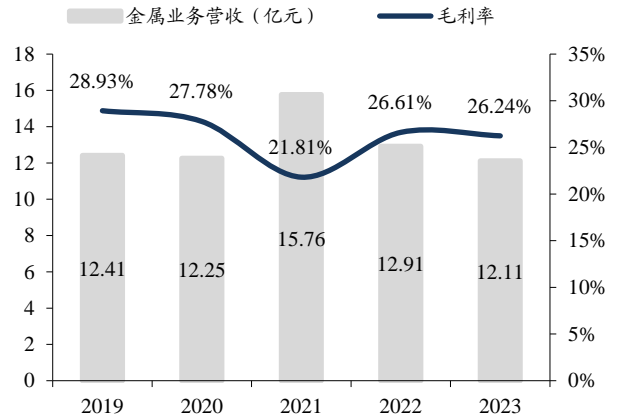
年 0.6 亿元对赌目标（22-24 年扣非净利润每年 0.6 亿元）。24 年海外步入降息周期有望拉动需求，带动金属业务稳健增长，我们预计 24 年贡献归母净利润 0.7 亿元+。

图11: 公司金属产品样图 (部分)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

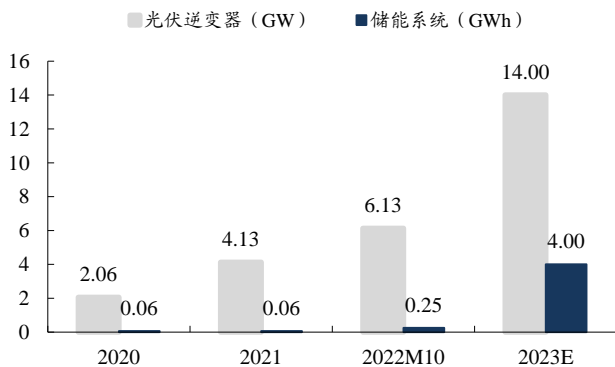
图12: 公司金属业务营收及毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

定增拟募资 17 亿元, 扩张光储逆变器产能并加速储能领域布局。2023 年 7 月公司发布定增预案, 拟向特定对象发行不超过 17 亿元, 其中, 公司控股股东正泰电器以现金方式认购本次定增股票数量的 29.99%。本次募资主体部分将用于 18GW 光伏、储能逆变器扩产项目和 5GWh 储能系统项目建设, 旨在巩固公司光储逆变器领域优势、进一步扩大市场份额, 同时积极把握储能行业机遇, 创造新增长点。2023 年 9 月公司分别以 3.1 亿元、565 万元竞得上海松江房地产及配套设施、中电电气的部分设备资产, 产能扩张稳步推进。截至 2022 年 10 月, 正泰电源逆变器/储能系统产能分别为 6.13GW/0.25GWh, 我们预计 2023 年分别达到 14GW/4GWh。

图13: 正泰电源历史产能 (GW, GWh)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 募集资金投资项目 (单位: 亿元)

项目名称	总投资额	拟使用募集资金金额	主要内容
18GW 光伏、储能逆变器扩产项目和 5GWh 储能系统项目	13.79	13.50	提升公司逆变器及储能系统集成产能规模, 扩大份额及盈利能力
补充流动资金及偿还银行贷款	3.50	3.50	优化资本结构, 满足营运资金需求, 保障公司长期稳定发展
合计	17.29	17.00	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

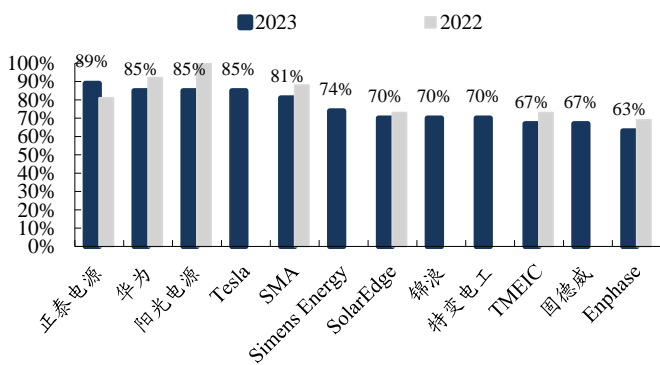
2. 基本盘: 美韩工商业龙一份额稳定, 国内与集团协同增长

2.1. 可融资性居全球第一，大功率组串进入“无人区”

公司具备良好的品牌认可度，可融资性居全球第一。海外项目开发主要依靠融资进行，因此可融资性是获得项目的重要前提。2023年正泰电源在BNEF全球逆变器品牌可融资性排名中超越华为、阳光电源等品牌上升至第一，可融资性达89%，证明公司产品更受到银行融资和开发商认可，彰显产品可靠性与品牌价值。

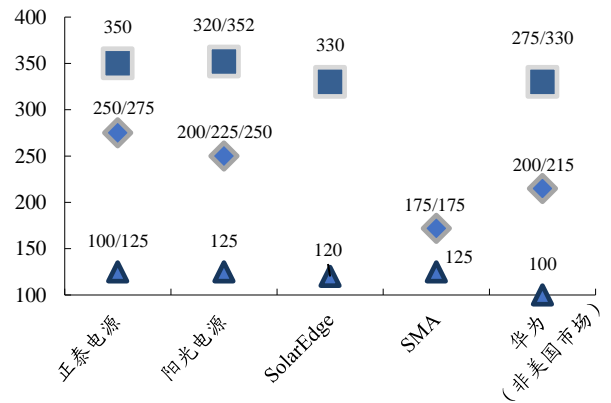
逆变器以组串为主，实现全场景多功率段覆盖，大功率组串已进入“无人区”。逆变器领域，公司以组串发家，由工商业功率段向全场景光储扩展，目前公司组串逆变器产品已覆盖户用（2kW-25kW）、工商业（25kW-120kW）和地面电站（250kW-375kW）等全应用场景。300kW+级别大功率组串逆变器技术难度大，产品故障率易较高，需要长期技术积累以实现产品稳定性。公司于23年9月推出350kW组串产品，目前市场上仅有华为、阳光与公司具备成熟的300kW+大功率组串供应能力。

图14: 2023年公司BNEF逆变器可融资性居全球第一



数据来源: BNEF, 东吴证券研究所

图15: 美国主流厂商100kW以上功率段组串式布局(kW)



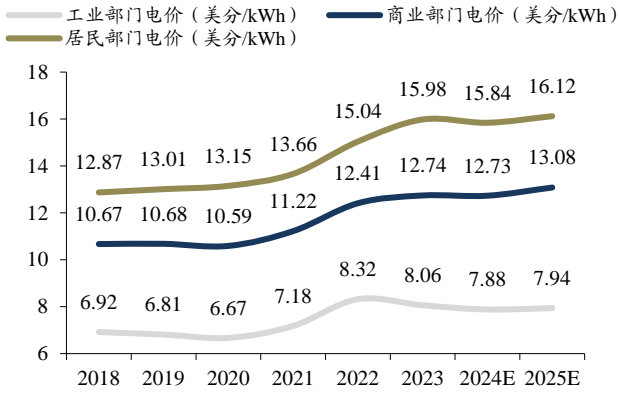
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 美国: 工商业市场“小而美”，公司市场份额稳定

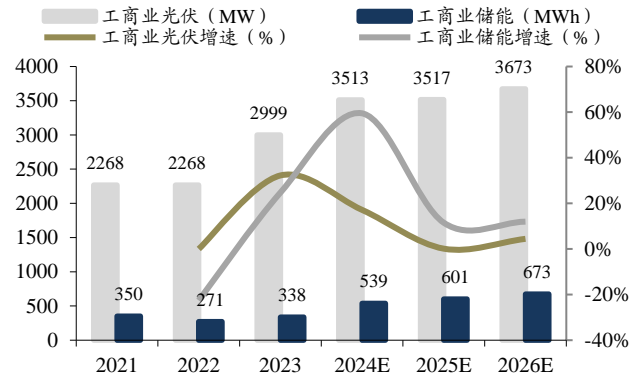
美国工商业市场“小而美”，仍靠补贴驱动，但稳健增长。高电价和高补贴是美国工商业的核心驱动因素，加州、纽约、麻省是传统前三大市场，同时电价逐渐上涨的俄亥俄州与佛罗里达州的需求亦有明显提升。当前美国各部门用电电价高企，24年2月工/商业电价分别为7.81/12.81美分/kWh，由于天然气产量增长缓慢叠加美国LNG出口增加导致天然气价格居高不下，EIA预测至25年用户电价还将上升。2023年美国工商业(含社区)光伏/储能装机3GW/0.5GWh，同增12/79%，由于加州23年仍处于NEM3.0切换期，全美23年装机增速仍较高，后续我们预计高企的用电价格和不断下滑的装机成本将接力驱动全美的工商业光储装机需求增长，24年工商业光伏/储能装机3.5GW/0.5GWh，光伏同增17%，23-26年CAGR达7%/26%。

图16: EIA预测美国各部门电价将维持高位(美分/kWh)

图17: 美国工商业光储装机及与预测(MW, MWh)



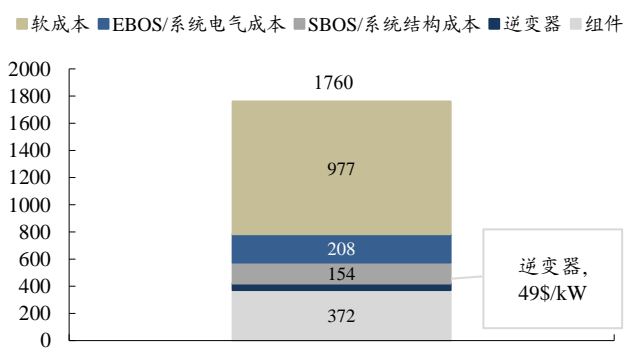
数据来源: EIA, 东吴证券研究所



数据来源: Wood Mackenzie, 东吴证券研究所

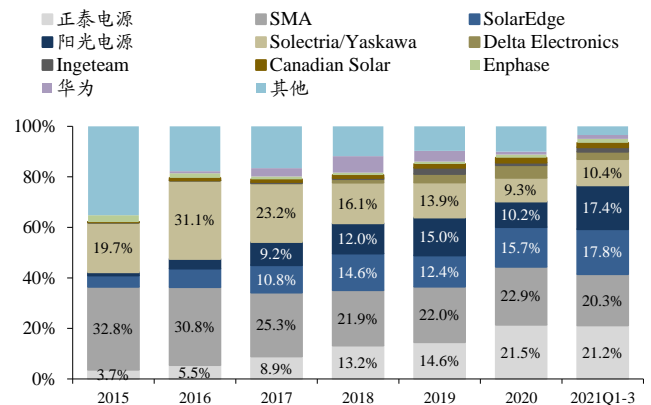
美国工商业逆变器壁垒高、格局集中，公司本地化团队+直销运营，份额稳定。美国工商业光储初始投资金额高，而逆变器成本仅占总价<10%，因而对其价格敏感度相对较低，更考虑产品可靠性、可融资性、售后服务等，对品牌力提出较高要求，进入壁垒高，市场竞争较封闭。近年来仅少数国内厂商成功进入，其中正泰电源、阳光电源已稳占较高份额，市场格局集中趋势明显，21Q1-3 CR5 达 87%，正泰电源占比 21%。公司 2012 年进入美国市场后即以建设本土直销团队为核心，经十余年布局，截至 23 年底团队已拥有本土员工 70 余人，近 200 家北美地区光伏开发商建立了紧密的客户联系，前期服务和后期保障能力强。24 年我们预计公司出货 1.5GW，份额提至约 30%。**我们认为该市场已较成熟，格局较清晰，在无重大变革的情况下龙头将持续保持领先，份额稳定。**

图 18: 2023Q1 美国工商业光伏成本构成 (美元/kWdc)



数据来源: NREL, 东吴证券研究所

图 19: 2015-21Q1-3 美国工商业光伏逆变器市场份额 (%)



数据来源: Wood Mackenzie, 东吴证券研究所

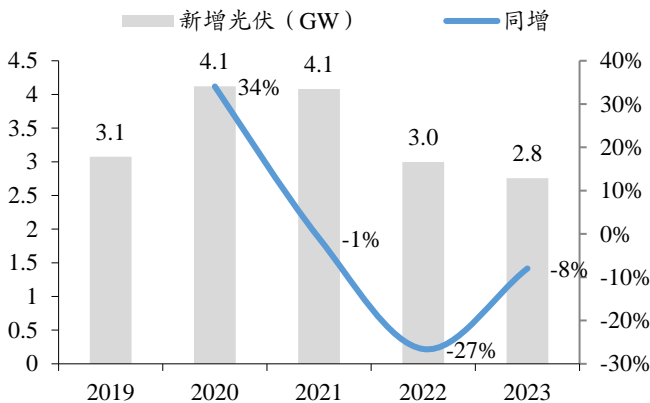
2.3. 韩国: 市场增长动能减弱, 与现代集团深度合作保持份额

韩国近年光伏装机下滑,量增驱动减弱。2023 年韩国新增光伏装机 2.8GW,同减 8%,连续第三年下滑。考虑韩国电力基本计划中下调 2030 年可再生能源目标、转向核电及 LNG 发展,以及韩国出台 SMP 价格上限、电价回落等影响,光伏总体量增驱动减弱。

韩国市场与现代集团深度绑定,市场份额保持稳定。现代集团旗下 Hyundai Energy

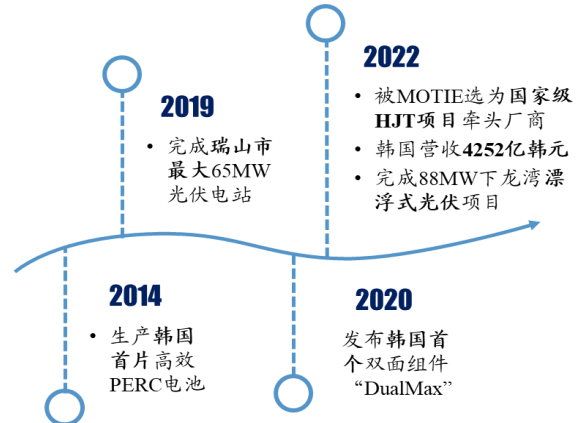
为光伏电池组件制造商&地面/屋顶解决方案提供者，在韩国保持领先地位，2022 年全球/韩国营收 9848/4252 亿韩元(约 50/23 亿 RMB)、组件出货量约 1GW, 23 年被 SolarReviews 评为 Top10 组件厂商。公司通过与 Hyundai Energy 的战略合作关系，**2020 年-2022 年连续蝉联工商业逆变器市场份额第一**，据 S&P 统计 2022 年公司占韩国整体光伏市场份额为 20.7%。2023 年 1-6 月，正泰电源在韩国地区实现出货量较上年同期增长约 30%，后续考虑韩国市场需求略有减弱，**我们预计公司以稳定份额保持 1GW 左右出货规模。**

图20: 韩国光伏历史装机 (GW)



数据来源: Statista, 东吴证券研究所

图21: Hyundai Energy 为韩国领先的光伏企业



数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所

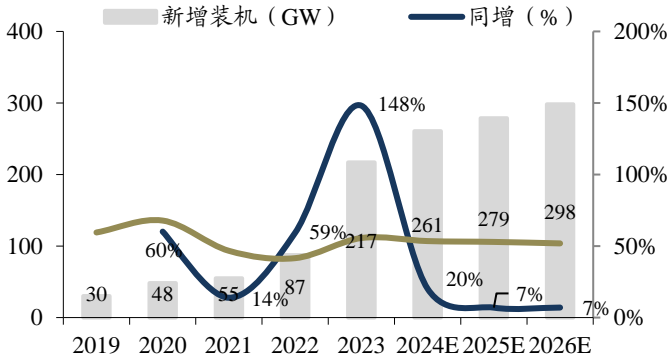
2.4. 国内: 地面光储基数大, 公司依靠集团规模优势显著

23 年国内光伏装机爆发, 地面成主力, 24 年规划量充足, 装机增长有望延续。随组件价格下行催化收益提升, 23 年我国光伏新增 217GW, 同增 148%, 地面成主力, 占比 56%, 工商业/户用占比 24/20%。短期内我国地面光伏规划量充足, 达 114GW (24 年地面结转并网预计约 50GW, 各省指标 64GW), 成本极具优势+项目储备充足, 叠加消纳红线或解绑有望刺激需求超预期。我们预计 24 年新增光伏装机 260GW+, 同增 20%。

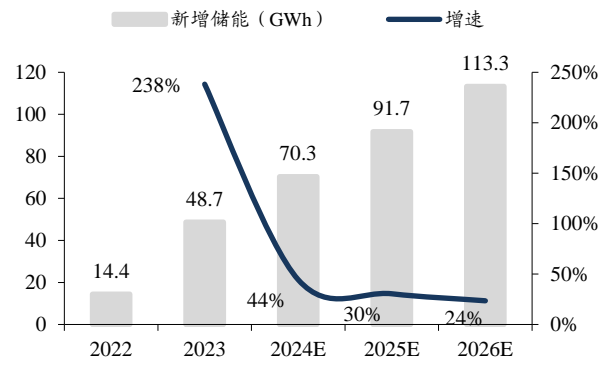
光储降价收益提升, 合力迈向平价新周期。随地面需求爆发及强制配储影响, 国内储能并网及中标量持续高增, 23 年我国新型储能新增 22.6GW/48.7GWh, 同增超 260%, 23 年中标 60.1GWh, 同增 43%。24 年组件及储能价格双降后将继续缓降进入价格平台期, 同时光伏装机增长带来弃电率提升, 光伏配储可提供更高收益率增益, 我国光储将正式进入平价时代, 渗透率进一步跃升, 24/25 年我们预计新增储能装机 70/90GWh+, 24 年同增 44%, 23-26 年 CAGR 达 32%。

图22: 国内年度新增光伏装机及预测 (GW, %)

图23: 国内年度新增储能装机及预测 (GWh, %)



数据来源: CPIA, 东吴证券研究所



数据来源: CNESA, 东吴证券研究所

集团赋能下国内继续放量，为公司逆变器业务的规模优势提供“安全垫”。公司与集团下正泰新能源、正泰安能等国内一线地面电站、户用电站开发商进行合作，并已与大型发电集团建立长期稳定的合作关系，实现规模化供货。23年正泰新能组件出货约30GW，全球第七；截至23年底，正泰安能拥有户用光伏终端用户100万+，数量居全球第一，年装机量10-15GW，按关联交易限制20%，预计为公司带来分布式需求2-3GW；正泰新能源全球累计光伏装机11GW，三者可为正泰电源提供重要市场、渠道支持，提升公司销量及品牌影响力。2020-22年1-10月正泰集团贡献销售收入分别达1.44/2.79/2.15亿元，平均占比约24%，我们预计占国内业务比例超60%。2023年1-6月，正泰电源在国内实现出货量较上年同期增长接近2.8倍。24年凭借集团优势加大布局，我们预计逆变器出货5-7GW/储能300MWh，同增40%/+50%，是公司逆变器业务规模优势的“安全垫”。

图24: 正泰安能公司介绍



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表5: 正泰新能源与其他EPC企业对比(2023年累计装机)

公司名称	光伏装机总容量	公司特色
正泰新能源	11GW	在西班牙、美国、土耳其、南非、韩国、日本、荷兰等多国开展光伏电站建设与EPC服务。
国家电投	77GW	主要分布在中国青海、新疆、河北、江苏、甘肃等30个省区及“一带一路”沿线国家。
华能集团	≥24GW	主要分布在中国30个省区，包含集中式和分布式屋顶光伏
国投电力	4GW	主要分布于中国23个省区及“一带一路”、OECD沿线国家
华润电力	3GW	分布在中国31个省市自治区，深耕三北、西南等可再生能源大基地，并推进整县屋顶分布式光伏

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

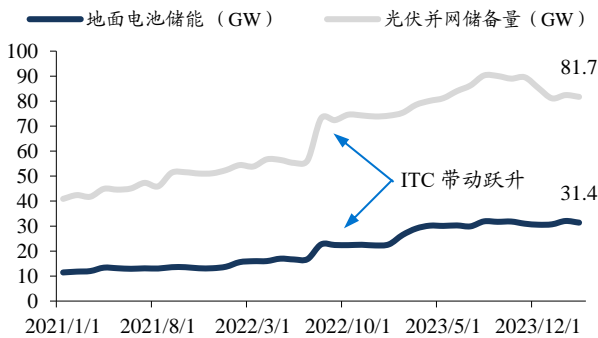
3. 新增量: 美欧日多场景延伸, 大功率组串铸就未来增长点

3.1. 美国立足本土直销优势，地面组串有望破局铸未来增长点

光储 PPA 新高+ITC 抵税带动备案量跃升，24/3 美国地面光伏/储能备案量分别达 81.7/31.4GW。企业在脱碳目标下购电需求旺盛，而开发商面临组件供应瓶颈(UFLPA)、并网滞缓及政策反复等不确定下，PPA 为卖方市场，美国光伏 PPA 价格自 20 年来不断攀升，23Q4 达\$52.7/MWh，创历史新高。2022 年美国 ITC 新政，在光储方面延长 ITC 十年和提升基础抵免比例至 30%，并首次涵盖独立储能，与光伏同建的储能将不再受所配能源充电 ≥75%等限制，盈利方式更多元。美国光储降价慢于全球市场，24 年我们预计美国大储成本仍有下降空间，改善未来边际，美国独立大储和地面光储 IRR 有望分别增至 7-9%/15%+。截至 24 年 3 月美国光伏/储能储备分别达 81.7/31.4GW，收益率提升将加速释放美国储能受压制的装机储备。

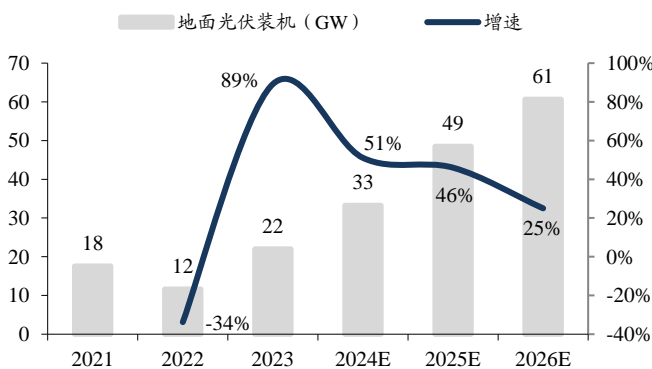
预计美国 24 年地面光伏/大储装机 33GW/36GWh，23-26 年 CAGR 达 39%/55%。美国光储系统价格相较于碳酸锂略有滞后，24 年看我们预计仍有下降空间，叠加海外利率或开始逐步下行，二者叠加改善未来边际，释放美国储能受压制的装机储备，我们预计 24/25 年需求达 36/60GWh，24 年同增 57%，23-26 年 CAGR 达 55%。

图25: 美国 EIA 月度地面光伏、储能备案量 (GW)



数据来源: EIA, 东吴证券研究所

图27: 美国地面光伏装机预测 (GW, %)



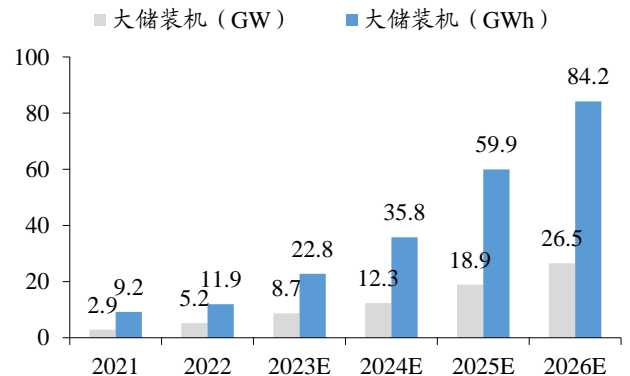
数据来源: EIA, Wood Mackenzie, 东吴证券研究所

图26: 美国地面光储 IRR 敏感性测算

		储能系统成本 (美元/Wh)					
		0.5	0.47	0.44	0.41	0.38	0.35
贷款利率 (%)	7.5%	8.6%	9.4%	10.2%	11.2%	12.2%	13.3%
	6.5%	9.4%	10.3%	11.2%	12.1%	13.2%	14.3%
	5.5%	10.3%	11.2%	12.1%	13.1%	14.2%	15.4%
	4.5%	11.3%	12.2%	13.1%	14.2%	15.3%	16.6%
	3.5%	12.3%	13.2%	14.2%	15.3%	16.4%	17.7%
	2.5%	13.3%	14.2%	15.3%	16.4%	17.6%	18.9%

数据来源: Lazard, 东吴证券研究所

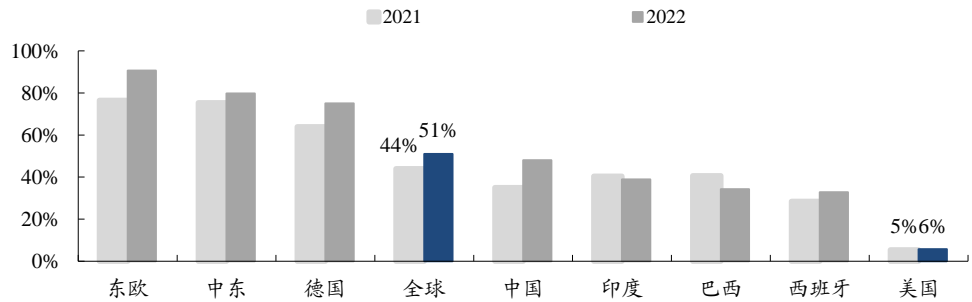
图28: 美国大储装机预测 (GW, GWh)



数据来源: Wood Mackenzie, 东吴证券研究所

美国地面壁垒高，中国企业少，未来组串替代集中空间广阔。美国地面光伏市场对产品稳定性及公司品牌力要求较高，中国企业进入者较少，目前仅阳光在美国占据一定的市场份额，仍有较大的出口替代空间。美国逆变器市场以集中式逆变器为主，占比超90%，但考虑到组串式具备系统可靠性强、生命周期发电量更高、安装运维便捷等优势，我们认为美国地面市场的组串式渗透率也将逐步提升。从全球其他地区看，组串式逆变器接受度高，渗透率提速快，根据 IHS，2021-22 年全球组串式逆变器在地面市场占比由 44%提升至 51%；按 CPIA 数据估算，2018-23 年国内地面组串渗透率由 25%提升至约 64%。23 年超 162GW 光伏逆变器集采招标中，组串式逆变器占比超 76%，大功率组串式逆变器已成为风光大基地的“标配”。因此，我们认为美国地面光伏市场的组串式渗透率也将逐步提升，**我们预计以 24 年美国市场 33GW 地面光伏装机测算，12/18/25% 组串式渗透率可达 1.7/2.5/3.5 亿美元市场空间。**

图29：全球地面电站组串式逆变器渗透率（%）



数据来源：IHS, CPIA, 东吴证券研究所

图30：组串式相对集中式优势

优势	
系统可靠性	组串式输变电链路设备少，直线条缆短，可减少直流拉弧故障风险
生命周期发电量	组串式多路 MPPT 设计，可不受组串间模块差异和遮影的影响，同时减少了光伏组件最佳工作点与逆变器不匹配的情况， 发电量提升 5%以上
安装运维	组串式逆变器体积和重量更小， 安装便捷，减少 BOS 成本 ，且适用于各种地形条件。一台逆变器失效时可以单独更换设备，无需现场维修、不影响其它单位发电， 运维效率大大提高

数据来源：公开资料，东吴证券研究所整理

表6：美国地面光伏组串式逆变器替代空间测算

	2022	23E	24E	25E	26E
地面光伏装机(GW)	11.7	22	33	49	61
组串式单价(美元/W)	0.045	0.043	0.042	0.041	0.04
组串式占比(悲观)		9%	12%	16%	20%
组串式占比(中性)	6%	11%	18%	30%	40%
组串式占比(乐观)		14%	25%	40%	60%
空间(悲观, 亿美元)		0.85	1.66	3.21	4.88
空间(中性, 亿美元)	0.32	1.04	2.49	6.03	9.76
空间(乐观, 亿美元)		1.32	3.47	8.04	14.64

数据来源：Wood Mackenzie, 东吴证券研究所

3 大优势助力公司大功率组串破局，铸就未来增长点。公司于 **22 年开始发展美国地面电站业务**，以 275/350kW 两款产品攻坚美国地面组串式逆变器市场，具备以下优势：

1) **分体式设计**（功率腔与接线腔分离，功率腔易损，可单独更换），贴合实际需求，

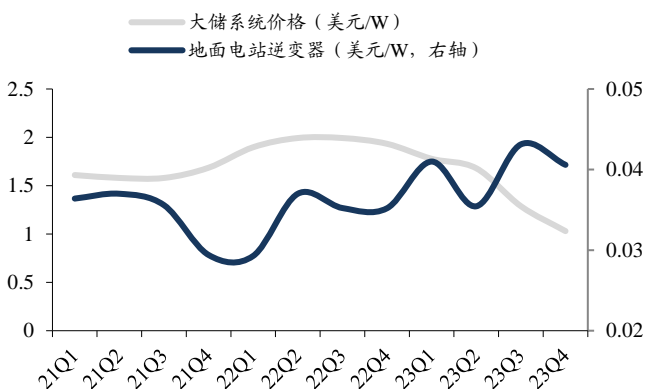
运维便捷+成本较低，在组串本身的运维优势上加码，并具备专利保护；

2) **转换率优势**。美国地面市场因 201 关税，市场双面组件占比约 80%，双面组件发电量较大，组串式转换优势可更充分体现，提升电站收益率；

3) **本土化团队直销，客户可与工商业复用**。公司工商业客户中有多个全球性可再生能源集团，亦布局地面电站，如 EDF 在北美开发大规模地面光伏已达 3.5GW，Enel 至 23Q2 已开发 3.7GW 光伏、拥有 13 个在营/在建地面光储项目，EDPR 规划至 25 年在北美光伏装机增至 6GW 左右，并着力发展地面开发模式，公司可复用过往客户积累，快速实现突破。

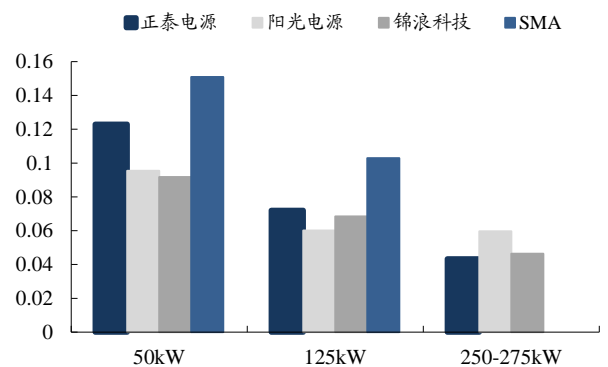
公司在大功率组串式逆变器领域有深厚积累，250/275kW 三相组串式产品至 22 年累计发货 5GW，并在美国地面组串式已有成功案例：23 年公司 275kW 组串已应用于 Clenera 开发的蒙大拿州 105MW 项目。我们预计 24 年美国地面出货 1.5GW，同增 650%+！地面光伏上量有望带动储能出货，我们预计 24 年出货 100-300MWh。美国地面组串（含箱变/汇流箱）、储能系统单价高达 5.5 美分/W、1.3 美元/W，毛利率可达 40%+/25-30%，在地面组串竞争少，壁垒高的情况下，我们预计美国，公司一旦实现突破可铸就长期 alpha，提振盈利能力！

图31: 21Q1-23Q4 美国大储系统、地面逆变器价格(美元/W)



数据来源: Wood Mackenzie, 东吴证券研究所

图32: 各厂商价格对比 (美元/W)



数据来源: InverterSupply 等, 东吴证券研究所

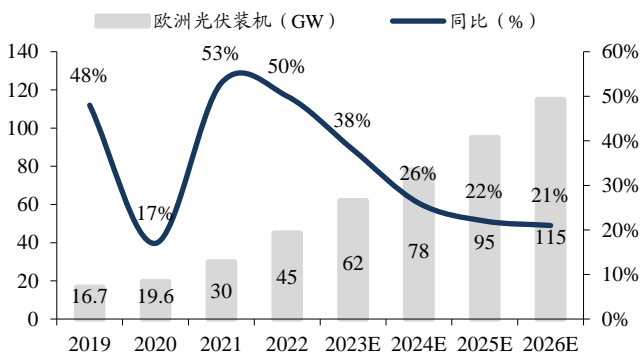
3.2. 欧洲专注工商业及小型地面电站，23 年实现 0-1 突破

23 年装机延续高增，政策持续优化利好地面需求释放。能源危机余波未尽，在 22 年延迟项目助推下，23 年欧洲光伏装机 62GW，同增约 38%。德语区及南欧强势增长，德国/西班牙/意大利分别装机 14.1/8.2/4.8GW，排名前三。随着欧委会宣布 2030 年可再生能源总目标从 32%提高至 42.5%，同时推进电力市场改革，以期减少并网等待时间和促进灵活性投资，叠加组件价格回落对欧洲高价市场形成有效刺激，未来地面需求有望进一步释放。我们预计 24 年装机 78GW，同增 26%，23-26 年 CAGR 达 23%。

欧洲 23 年实现 0-1 突破，24 年增设子公司加速扩宽市场。23H1 公司携 320kW 大功率组串产品发力欧洲工商业及小型地面电站市场，依托正泰新能源电站进行前期产品验证，加速导入，已在波兰、土耳其、西班牙实现小规模光储项目；公司 23 年设立波兰子公司，24 年将增设德国、意大利子公司，深度培育欧洲市场，不断增强品牌影响力，并按照东欧→南欧→德语区路线展宽公司经营，逐步覆盖整个欧洲市场。

大功率市场竞争显优，工商业产品库存较少，无去库压力。目前欧洲市场上主要厂商的分布式逆变器产品功率集中在 100kW 以下，仅有华为、阳光电源等少量厂商形成竞争。而公司 2020 年就推出 275kW 产品，2023 年又推出 320kW 组串逆变器，市场竞争力不断增强。同时，竞争较弱的大功率组串产品受 23 年市场波动冲击较小，当前公司在欧洲市场基本无库存，24 年增长潜力巨大，我们预计出货有望达 1.5-2GW，同比翻倍以上增长。

图33: 欧洲光伏装机 (GW, %)



数据来源: BP, 东吴证券研究所

表7: 正泰欧洲光伏项目梳理

项目名称	项目简介
波兰 46MW 光伏电站	提供 275 千瓦组串式逆变器
土耳其 Çankırı 光伏项目	装机容量为 6 MWp, 项目将采用正泰“建设-运营”模式开展
瑞典 Hallstavik 64MWp 地面光伏电站	装机量 64MWp, 并网后将成为瑞典单体容量最大的地面光伏项目
德国 Tützpätz 79MWp 农光互补电站项目	项目采用农光互补模式

数据来源: 公开资料, 东吴证券研究所整理

3.3. 美国&日本户储贡献后期增量

拓展美、日高盈利户储市场，后期贡献业绩增量。日本户储在补贴支持及户用光伏上网电价下降驱动下将成为日本最大的储能市场，公司与东京电力合作，已培育市场多年。公司 2019 年起陆续完成横滨 73.7kW 和名古屋 295kWh 光伏配储项目、群马 2.2MWh 储能项目等，当前进一步开发项目进行产品测试，我们预计 24 年出货 30-60MWh，25 年可实现 1GWh 规模化出货。此外，公司在美国市场将推出国户储产品，24 年 5 月可具备发货能力，后续可借力加州转向净计费后的需求增长。美国和日本户储单价更高，可达 1.5 元/Wh 以上，毛利率超 30%，美国和日本户储市场业务后期将贡献业绩增量，利润端锦上添花。

图34: 美国和日本户储市场规模

图35: 公司在日本已落地储能项目

	2021	2022	2023	时间	项目	使用产品
美国 (MW)	423	497	703	2019/6	埼玉县 60kW/132kWh 储能系统	20kW + 40kW 离网逆变器, 132kWh 胶体铅酸电池组
-增速		18%	41%	2019/9	横滨实验室 73.7kW 光伏配储	50kW 逆变器, 30kW/73.7kWh 储能系统
美国 (MWh)	970	1538	1640	2019/10	名古屋工厂 295kWh 光伏配储	50kW 逆变器, 30kW/73.7kWh 储能系统
-增速		59%	7%	2020/12	群馬县 2.2MWh 储能	50kW 逆变器, 125kW/268kWh 储能系统
日本 (MW)	1003	1252	1403			
-增速		25%	12%			

数据来源: Wood Mackenzie, JPEA, 东吴证券研究所

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

光储全球多点开花, 24 年出货高增速可期。公司在美韩工商业光伏市场渠道成熟、基本盘稳固, 国内集团赋能快速放量, 同时大功率组串有望抢占美国、欧洲地面份额。整体来看, 我们预计 24 年公司逆变器出货 12GW+, 同增 58%, 其中美国/国内/韩国/欧洲分别 3/5-7/1/1.5-2GW。依托光伏渠道优势, 光储协同可迅速打开市场, 我们预计 24 年公司储能系统出货美国/国内分别 100-300/300MWh, 总体出货 400-600MWh+, 同增 128%, 贡献业绩增量!

4. 盈利预测与投资建议

主要业务预测: 考虑公司在美国市场的品牌和渠道优势, 集团一体化协同效应下全球布局良好, 以及能源转型背景下全球光储装机需求旺盛, **我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 42.2/61.3/89.5 亿元, 收入增长主要由量增驱动**, 其中各主营业务收入: (1) **光储逆变器业务:** 2024-2026 年销量分别为 12.0/17.1/24.7GW, 毛利率分别为 30%/29%/28%; (2) **储能系统业务:** 2024-2026 年销量分别为 475/1400/2950MWh, 毛利率分别为 20%/19%/18%; (3) **工具箱柜业务:** 2024-2026 年收入分别 10.6/12.2/13.4 亿元, 毛利率分别为 27%/26%/25%; (4) **钣金制品业务:** 2024-2026 年收入分别为 3.5/4.0/4.4 亿元, 毛利率分别为 25%/24%/24%。

表8: 公司分业务拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万元)	1678	2518	4215	6128	8946
毛利率	24.6%	24.3%	27.8%	26.0%	24.6%
光储逆变器					
业务收入 (百万元)		976	2278	3161	4390
光储逆变器销量 (GW)		4.2	12.0	17.1	24.7
毛利率		21.4%	30.1%	29.0%	28.4%
储能系统					
业务收入 (百万元)		145	468	1275	2690

储能系统销量 (MWh)	208	475	1400	2950
毛利率	34.6%	19.6%	18.5%	17.9%
工具箱柜				
业务收入 (百万元)	889	885	1061	1221
毛利率	27%	26.6%	27.0%	26.0%
钣金制品				
业务收入 (百万元)	354	289	346	398
毛利率	26%	25.4%	25.0%	24.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

估值与投资建议：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.9/4.4/5.8 亿元，同增 344%/54%/33%，对应 PE 19x/12x/9x。考虑公司逆变器+储能的业务结构及公司的市场地位，我们分别给予阳光电源 30%权重、上能电气、盛弘股份 20%权重，固德威、锦浪科技、德业股份 10%权重。如下图所示，可比公司的 2024 年动态 PE 加权均值为 18 倍。公司在美国品牌渠道优势显著，可充分受益市场高溢价，同时大组串产品有望打开地面增量空间，叠加集团赋能下全球迅速开拓、光储协同发展，具备高成长性，我们给予公司 2024 年 26xPE，对应目标价 20.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值（截至 2024 年 5 月 23 日）

代码	公司	权重	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			投资评级	来源
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
300274.SZ	阳光电源	30%	1522	104.86	126.02	150.84	15	12	10	买入	东吴证券
300827.SZ	上能电气	20%	100	5.37	7.68	10.08	19	13	10	-	Wind 一致预期
300693.SZ	盛弘股份	20%	81	5.50	7.41	9.74	15	11	8	买入	东吴证券
688390.SH	固德威	10%	177	6.53	10.51	13.66	27	17	13	买入	东吴证券
300763.SZ	锦浪科技	10%	241	10.80	15.51	20.65	22	16	12	买入	东吴证券
605117.SH	德业股份	10%	425	23.84	30.36	38.22	18	14	11	买入	东吴证券
加权平均							18	13	10		
002150.SZ	通润装备		53	2.86	4.39	5.84	19	12	9	买入	东吴证券

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1) 竞争加剧。**光储逆变器、储能行业竞争者较多，产能扩张旺盛，若竞争进一步加剧，将对公司的盈利能力产生影响。
- 2) 国际贸易及行业政策变动风险。**全球光储受政策驱动较强，若各国补贴政策退坡，终端需求可能受影响，从而影响公司业绩。
- 3) 地面市场拓展不及预期。**公司逆变器在美国地面市场仍处于拓展初期，销量增长存在不确定性，从而影响公司业绩。

通润装备三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,822	3,521	5,740	7,495	营业总收入	2,518	4,215	6,128	8,946
货币资金及交易性金融资产	949	920	2,180	2,478	营业成本(含金融类)	1,907	3,042	4,537	6,747
经营性应收款项	881	1,332	1,939	2,823	税金及附加	10	17	25	36
存货	891	1,176	1,496	2,033	销售费用	187	316	417	599
合同资产	12	0	0	0	管理费用	192	274	349	501
其他流动资产	89	93	124	162	研发费用	80	122	172	242
非流动资产	1,344	1,692	2,342	2,684	财务费用	(9)	15	8	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	8	22	18	18
固定资产及使用权资产	649	869	1,291	1,534	投资净收益	0	9	17	18
在建工程	191	316	512	569	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	216	215	215	215	减值损失	(7)	(14)	(20)	(27)
商誉	221	221	221	221	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	21	23	25	28	营业利润	157	446	638	844
其他非流动资产	47	48	78	117	营业外净收支	0	(1)	(1)	2
资产总计	4,166	5,213	8,082	10,179	利润总额	157	445	637	846
流动负债	1,618	2,377	3,366	4,856	减:所得税	55	120	159	212
短期借款及一年内到期的非流动负债	337	319	313	317	净利润	102	325	477	635
经营性应付款项	907	1,522	2,270	3,376	减:少数股东损益	37	39	38	51
合同负债	83	112	171	244	归属母公司净利润	64	286	439	584
其他流动负债	291	423	612	920	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.18	0.79	1.21	1.61
非流动负债	683	688	728	728	EBIT	145	460	645	833
长期借款	595	595	595	595	EBITDA	233	715	1,027	1,332
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.26	27.82	25.97	24.58
租赁负债	18	18	18	18	归母净利率(%)	2.56	6.79	7.17	6.53
其他非流动负债	71	75	115	115	收入增长率(%)	50.06	67.39	45.40	45.98
负债合计	2,302	3,065	4,093	5,584	归母净利润增长率(%)	(56.80)	344.19	53.58	32.95
归属母公司股东权益	1,653	1,899	3,700	4,256					
少数股东权益	211	250	288	339					
所有者权益合计	1,864	2,149	3,989	4,595					
负债和股东权益	4,166	5,213	8,082	10,179					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	252	648	888	1,148	每股净资产(元)	4.57	5.24	10.22	11.76
投资活动现金流	(923)	(589)	(990)	(792)	最新发行在外股份(百万股)	362	362	362	362
筹资活动现金流	726	(38)	1,392	(28)	ROIC(%)	4.09	11.39	12.09	11.96
现金净增加额	50	(28)	1,260	297	ROE-摊薄(%)	3.90	15.06	11.87	13.72
折旧和摊销	88	255	382	500	资产负债率(%)	55.25	58.78	50.65	54.86
资本开支	(357)	(600)	(1,000)	(797)	P/E(现价&最新股本摊薄)	82.71	18.62	12.12	9.12
营运资本变动	85	34	17	1	P/B(现价)	3.22	2.80	1.44	1.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>