

海博思创（688411.SH）

国内大储领先企业，后服务与出海市场前景可期

优于大市

核心观点

26年第一季度实现归母净利润2.0亿元，同比+117%。2026年第一季度，公司实现营业收入23.7亿元，同比+53%；归母净利润2.0亿元，同比+117%。综合毛利率19.4%，同比+0.7pct；净利率8.5%，同比+2.5pct。

海博思创是国内领先的大型储能系统集成商，规模化交付能力持续验证。公司长期聚焦电化学储能系统研发、生产、销售及服务，产品覆盖大型储能、工商业储能及系统控制等多类场景，2025年公司累计装机量超过50GWh。2025年，公司储能系统销量24GWh，同比增长103%；实现营业总收入116亿元，同比增长40%；实现归母净利润10亿元，同比增长47%。

国内储能需求由政策配储转向市场化收益驱动，公司独立储能出货有望快速增长。136号文推动新能源收益机制重塑，储能需求逐渐发展成为电力系统灵活性资产。随着现货市场扩围、容量补偿机制落地及招采景气延续，国内大储需求具备持续释放基础；我们预计2026年公司储能系统确收口径的出货量超过40GWh，同比增长超过60%。

北美市场实现重要突破，海外订单密集落地。2026年以来，公司在欧洲、东南亚、美洲等区域陆续取得项目订单，部分披露项目累计规模超过3.7GWh。近期公司签订美国2GWh储能订单，在北美市场实现重要突破，预期北美市场持续发展。截至2026年4月公司已基本锁定海外订单约10GWh，海外业务有望成为收入增长和盈利结构优化的重要来源。

电站运维业务盈利弹性可观，智能化创新打造蓝海空间。公司运维业务以基础服务费+超额收益分成成为主要模式，通过每年销售超过40GWh储能系统快速发展运维和电力交易委托客户基础，超额收益分成来自电力交易和运行优化带来的增量收益。截至2026年一季度末，公司已运维超10GWh储能电站，预计2026年底运维规模提升至35-40GWh，运维板块盈利主要依托公司强大的AI算法在电力交易和日常电站维护两个方面的技术优势，规模效应和客户粘性较强，随着营收体量的增长盈利弹性前景可观。

算电协同拓展高价值应用场景。公司围绕算力中心绿电消纳、储能配置、电力交易和运维服务推进算电协同布局，通过自研SST、锂钠融合及与第四范式、中威电子、华为数字能源等外部生态合作，补强电力电子、AI交易、场站智慧化管理和综合能源服务能力。

盈利预测与估值：我们预计公司2026-2028年实现归母净利润20.3/37.6/49.0亿元，同比+113%/+85%/+30%，当前股价对应PE为23.7/12.8/9.8x。综合考虑绝对及相对估值法，我们认为公司合理价值区间为290.6-311.8元/股，对应2026年动态PE约26.1-28.0倍，相对当前股价具备约10%-18%上涨空间。首次覆盖可考虑给予“优于大市”评级。

风险提示：国内储能需求及政策落地不及预期；行业竞争加剧及价格下行；海外订单交付不及预期；运维、交易及算电协同业务推进不及预期。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,270	11,612	22,590	36,024	48,340
(+/-%)	18.4%	40.4%	94.5%	59.5%	34.2%
净利润(百万元)	648	951	2030	3761	4897
(+/-%)	12.1%	46.8%	113.5%	85.2%	30.2%
每股收益(元)	3.55	5.21	11.13	20.61	26.84
EBIT Margin	9.4%	9.9%	10.4%	11.8%	11.9%
净资产收益率(ROE)	23.4%	23.9%	35.2%	45.2%	41.6%
市盈率(PE)	74.4	50.6	23.7	12.8	9.8
EV/EBITDA	68.9	48.4	26.5	16.0	12.9
市净率(PB)	15.31	10.01	7.15	4.87	3.53

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·其他电源设备 II

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

证券分析师：李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

基础数据

投资评级	优于大市(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	264.00元
总市值/流通市值	48168/35000百万元
52周最高价/最低价	426.01/74.99元
近3个月日均成交额	1778.71百万元

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

公司概况

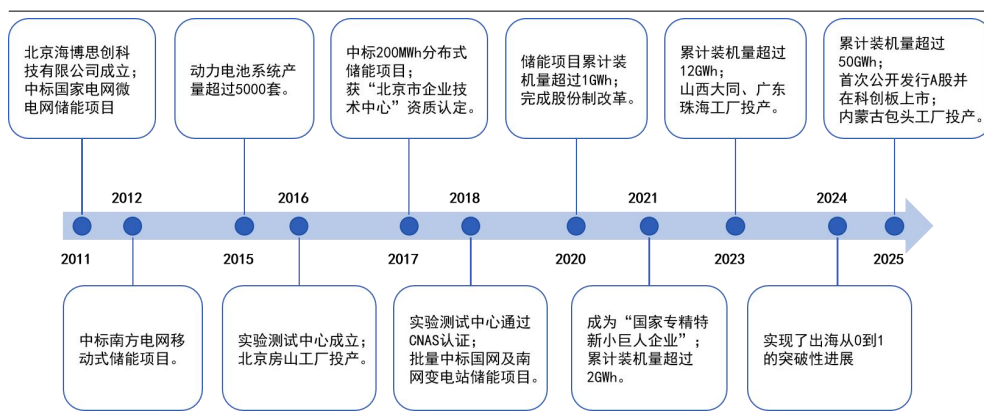
公司历史沿革

海博思创成立于 2011 年，主要从事电化学储能系统的研发、生产、销售及服务，是国内较早进入大规模储能系统集成领域的企业之一。

公司早期以电网侧储能项目为主要切入点，2011 年中标国家电网微电网储能项目，2012 年中标方电网移动式储能项目。2015 年，公司动力电池系统产量超过 500 套；2016 年实测测试中心成立，北京房山工厂投产，公司生产制造和测试验证能力进一步完善。2017 年，公司中标 200MWh 分布式储能项目；2018 年批量中标国网及南网变电站储能项目，技术研发、检测验证和项目交付能力持续提升。

2020 年公司储能项目累计装机量超过 1GWh，并完成股份制改革进入规模化发展阶段。2021 年公司累计装机量超过 2GWh。2023 年公司累计装机量超过 12GWh，同时山西大同、广东珠海工厂投产，区域化制造和交付能力进一步增强。2024 年公司储能系统出海实现从零到一的实质性突破，凭借高毛利订单落地与全球头部客户绑定。2025 年公司累计装机量超过 50GWh，并成功登陆科创板。

图1：海博思创历史沿革

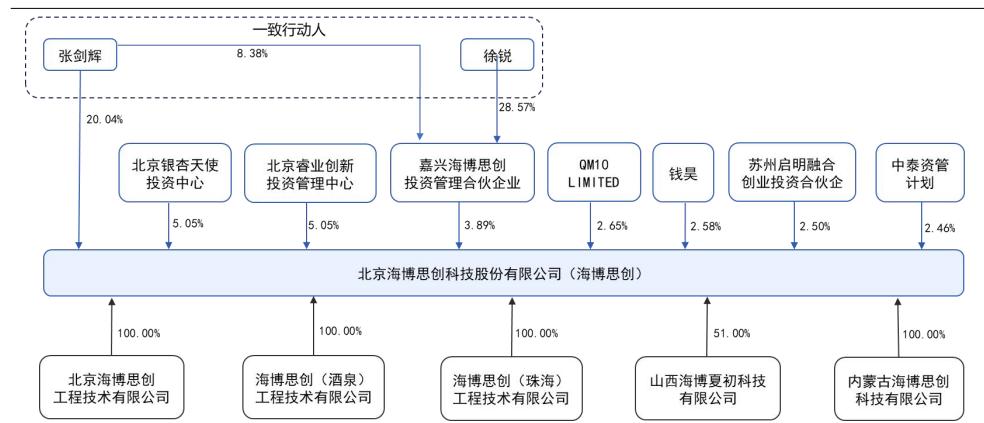


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司股权结构相对稳定，实际控制人系张剑辉、徐锐夫妇。

截至 2026 年 3 月 31 日，张剑辉先生直接持有公司 20.04% 股份，徐锐女士未直接持有公司股份。嘉兴海博思创投资管理合伙企业（有限合伙）（下简称“嘉兴海博”）持有公司 3.89% 的股份。张剑辉作为嘉兴海博执行合伙人，实际控制这部分股份，并通过嘉兴海博间接持有公司 0.33% 股份，徐锐以同样方式间接持有公司 1.11% 股份，嘉兴海博其他合伙人间接 2.45% 股份。因此实际控制人张剑辉夫妇合计持有公司 21.48% 股份，并额外控制公司 2.45% 的投票权。

图2：公司股权结构、主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的参股公司情况（截至 2026 年一季报）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表1：公司主要高管

姓名	职务	个人简介
张剑辉	董事长、总经理	1978 年出生，博士研究生学历，美国加州大学伯克利分校电气工程与计算机专业，正高级工程师。曾任美国国家半导体公司资深电路设计工程师、资深电路设计经理，西门子（中国）有限公司智能电网集团首席技术官；2011 年创立海博思创，现任公司董事长、总经理。
钱昊	董事、副总经理、核心技术人员	1981 年出生，博士研究生学历，美国弗吉尼亚理工大学电气工程专业，正高级工程师。曾任美国国家半导体公司高级电路工程师、美国德州仪器公司高级系统工程师；2012 年以联合创始人身份加入公司，现任董事、副总经理。
舒鹏	董事、副总经理	1986 年出生，硕士研究生学历，美国斯坦福大学材料科学与工程专业。曾任美国国家半导体公司应用工程师；2011 年以联合创始人身份加入公司，现任董事、副总经理。
徐锐	副总经理	1978 年出生，硕士研究生学历，美国加州州立大学工商管理专业。2011 年加入公司，曾任海博有限董事、副总经理，现任公司副总经理。
杨洸	副总经理、核心技术人员	1974 年出生，博士研究生学历，美国加州大学伯克利分校电气工程与计算机专业，正高级工程师。曾任 Cadence、National Instruments、Cloud Physics 等公司工程师，2015 年加入公司，现任副总经理。
高书清	副总经理、董事会秘书、财务负责人	1976 年出生，硕士研究生学历，华北电力大学工商管理专业。曾任北京四方继保自动化股份有限公司财务负责人相关职务、北京农信互联科技集团有限公司副总裁；2019 年加入公司，现任副总经理、财务负责人、董事会秘书。

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

公司业务

1. 储能系统业务

公司主营业务高度聚焦储能系统，规模化交付能力持续验证。海博思创是国内较早布局电化学储能系统集成企业之一，长期从事储能系统的研发、生产、销售及售后服务，面向传统发电、新能源发电、智能电网、终端电力用户及智能微网等客户提供储能系统产品和整体解决方案。2025 年，公司累计装机量超过 50GWh，规模化项目交付能力持续验证。

产品矩阵覆盖大型储能、工商业储能及系统控制，支撑多场景项目需求。从产品体系看，公司已形成较为完整的储能系统产品矩阵。

表2: 海博思创储能系统业务主要产品

储能系统业务产品	产品案例
模块化液冷储能系统-AC/DC	
新一代液冷储能系统-AC/DC	
充储一体机	
交直流一体户外柜	
光储一体机	

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

公司已形成覆盖中国、欧洲、中东、亚太及美洲的全球化布局。海博思创围绕储能系统解决方案与技术服务能力，已形成覆盖研发、测试、制造、交付及运维的全球化布局。

表3: 公司全球化布局

区域	中国	欧洲、中东和非洲	美洲	亚太
布局地点	北京、湖北、江苏、广东、陕西、山西、内蒙古、甘肃	德国法兰克福、意大利博洛尼亚、英国伦敦、阿联酋迪拜	美国休斯顿、旧金山、芝加哥	新加坡、澳大利亚悉尼、日本东京

资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

国内市场 2025 年海博思创已投运电站装机量排名第一。国内市场方面，海博思创国内客户主要覆盖大型能源央企、电力工程总包方、地方能源平台及新能源开发商等。根据中电联统计，2025 年海博思创在国内已投运电站装机量排名中位居第一。我们预计 2026 年公司在国内市场实现确收出货量 38GWh 以上，其中独立储能比例超过 80%。

海外市场方面，2026 年订单密集落地。2026 年以来，公司在美洲、欧洲、东南亚等区域陆续取得项目订单，累计订单规模超过 3.7GWh。截至 2026 年 4 月，公司已基本锁定海外订单约 10GWh，我们预计 2026 年海外订单区域构成为欧洲 40%、美洲 35%、东南亚及其他 25%。

表4: 公司 2026 年以来储能系统海外市场进展（部分项目）

区域	国家/市场	项目/订单规模	应用场景
欧洲	德国韦尔特海姆	40MWh	电网侧储能
欧洲	德国戈尔斯多夫二期	40MWh	光伏配储
欧洲	立陶宛	60MWh	新能源消纳
欧洲	拉脱维亚	200MWh	电网侧储能
欧洲	保加利亚	200MWh	大型储能
欧洲	匈牙利	140MWh	光储项目
欧洲	克罗地亚	12.5MWh	储能项目
欧洲	克罗地亚、斯洛文尼亚	未披露	工商业储能
欧洲	意大利	10MWh	储能项目
欧洲	芬兰	525MWh	大型储能
东南亚	马来西亚 MyBeST Pekan	100MW/440MWh	电网侧独立储能
美洲	美国 德克萨斯州	2GWh	电网侧独立储能
合计		超 3.7GWh	

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

2. 电站运维与电力交易业务

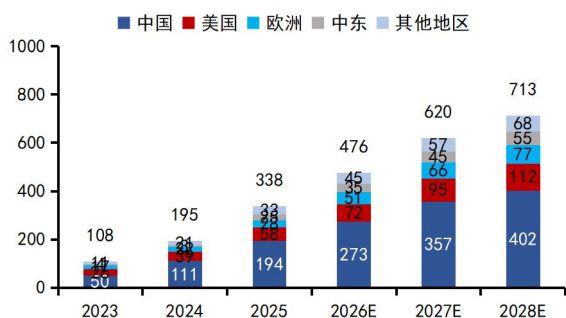
公司由储能系统交付向电站运维、电力交易和资产运营服务延伸。运维收入主要由基础服务费和超额收益分成构成，其中基础服务费形成相对稳定的保底收入，通常按季度确认；超额收益分成来自电力交易和运行优化带来的增量收益，通常按年度结算。运维合同期限多为约 10 年，单位年运维收入约 1500–2000 万元/GWh。

预计 2026 年底运维规模有望提升至 35–40GWh。截至 2026 年一季度末，公司已运维超 10GWh 储能电站并持续参与电力交易；根据公司规模，2026 年底运维规模有望提升至 35–40GWh，运维业务进入规模化放量阶段。通过每年销售超过 40GWh 储能系统快速发展运维和电力交易委托客户基础。运维板块盈利主要依托公司强大的 AI 算法在电力交易和日常电站维护两个方面的技术优势，规模效应和客户粘性较强，随着营收体量的增长盈利弹性前景可观。

行业分析（储能市场）

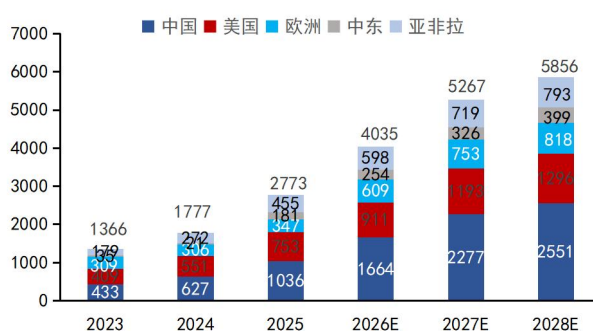
全球大储市场空间有望随装机增长和海外项目占比提升持续扩张。展望未来，在新能源装机持续提升、电力系统灵活性需求增强、欧美电网改造加速、AIDC 带动新增用电负荷快速增长等多重因素驱动下，全球储能需求有望维持高增长。我们预计，全球储能新增装机将由 2026 年的近 500GWh 增长至 2028 年的超 700GWh，（CAGR 约 22%）；全球储能系统市场空间将由 2026 年的约 4000 亿元增长至 2028 年的近 6000 亿元（CAGR 约 20%）。

图3: 全球储能分地区新增装机预测（GWh）



资料来源: Wood Mackenzie, ACP, Delta-EE, EESA, SPE, CNESA, GGII, 国信证券经济研究所整理和预测

图4: 全球储能市场空间预测（亿元）及增速（%）



资料来源: Wood Mackenzie, ACP, Delta-EE, EESA, SPE, CNESA, GGII, 国信证券经济研究所整理和预测

1. 国内市场：招采景气延续，收益机制加速市场化

136 号文重塑新能源收益机制，储能需求由“并网前置条件”逐步转向“电力系统灵活性资产”。新能源电价市场化后，峰谷价差、现货波动和消纳责任更加显性，储能在提升项目收益、降低弃电风险和增强系统调节能力中的价值进一步凸显。

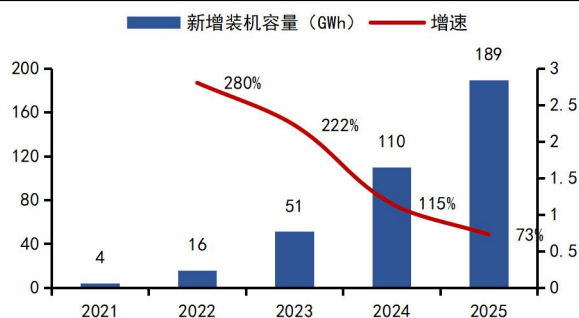
现货市场扩围与容量补偿机制落地，支撑国内大储需求持续释放。内蒙古、河北、甘肃、宁夏、新疆等新能源装机占比较高地区陆续推进容量电价、发电量补贴或调用补偿机制，并配套可用率、充放电次数、响应速度等考核要求，推动储能向高质量调用发展，支撑国内大储需求持续释放。

我国招采端与装机维持较高景气。国内 2026 年 5 月储能系统和含设备的 EPC（不含集采）累计新增招标规模 164GWh，同比+79%；2025 年储能系统和含设备的 EPC（不含集采）累计招标规模达到 327GWh。从储能装机数据来看，根据中关村储能联盟，2026 年 1-4 月新型储能新增装机 33GWh，同比+50%；2025 年新型储能累计新增装机 189GWh，同比+73%。

价格端看，2026 年 5 月 4 小时锂电储能系统平均报价为 0.52 元/Wh，同比提升 8%；2 小时锂电储能系统平均报价为 0.65 元/Wh，同比增长 19%。

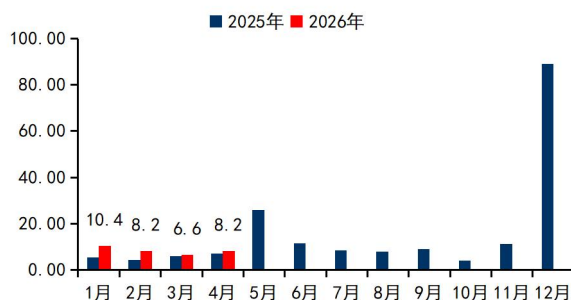
公司与宁德时代达成三年 60GWh 储能钠离子电池合作，钠电有望凭借宽温域、安全性和循环寿命等特点，在储算一体化项目中率先实现规模化应用。

图5: 国内新型储能年度新增装机容量 (GWh) 及增速 (%)



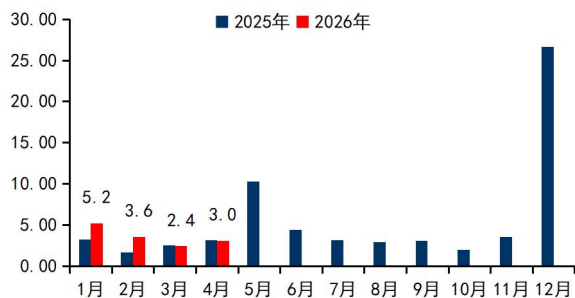
资料来源: CNESA, 国信证券经济研究所整理

图6: 国内新型储能月度新增装机 (GWh)



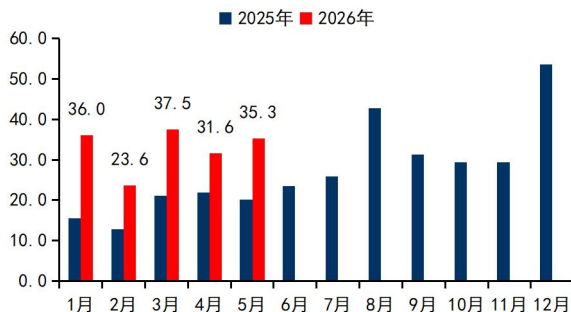
资料来源: CNESA, 国信证券经济研究所整理

图7: 国内新型储能月度新增装机 (GW)



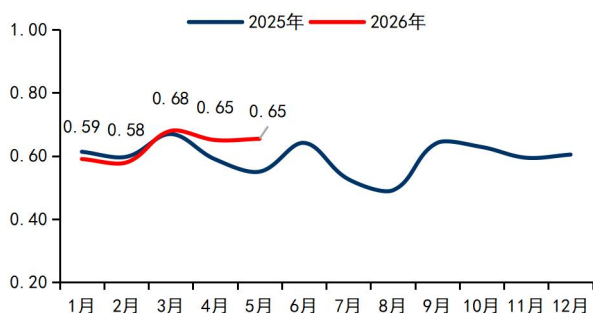
资料来源: 寻熵研究院, 国信证券经济研究所整理

图8: 国内储能系统和含设备 EPC (不含集采) 月度招标规模 (GWh)



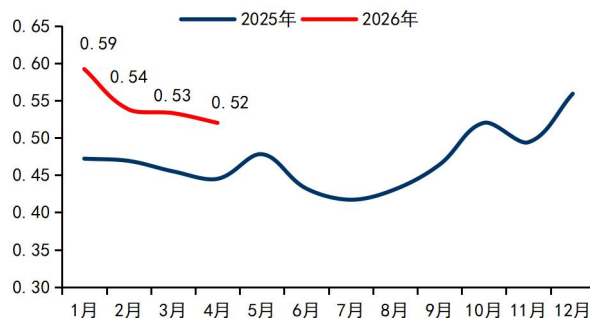
资料来源: SMM, 国信证券经济研究所整理

图9: 2 小时锂电储能系统平均报价 (元/Wh)



资料来源: 寻熵研究院, 国信证券经济研究所整理

图10: 4 小时锂电储能系统平均报价 (元/Wh)



资料来源: SMM, 国信证券经济研究所整理

2. 海外市场: AI 驱动美国大储增长, 欧洲由户储转向表前

美国大储需求主要由老旧电网扩容、新能源并网和 AI DC 负荷增长驱动。美国电网跨区输送能力有限, 新能源资源地与负荷中心存在空间错配。AI DC 用电增长进一步放大局部电力供应紧张和接入容量不足问题, 光储一体化、园区微网及表前

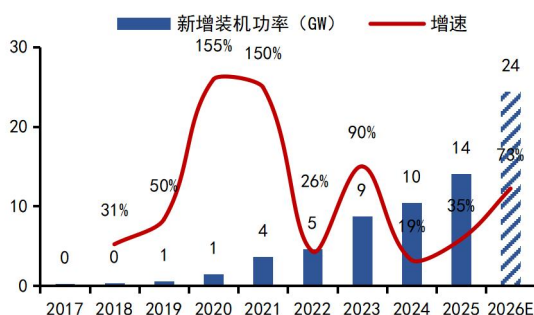
大储有望成为新增电力供给和灵活性调节的重要补充。

2025 年美国新增电池储能装机量达 57.6GWh，同比增长 30%。2026 年 1-3 月美国大储新增装机 2.8GW，同比增长 65.1%。需求景气延续。

欧洲储能需求正由户储主导逐步向表前及工商业储能扩展。随着新能源渗透率提升，欧洲电网扩建与风光装机之间的错配加剧，负电价、弃电和输电阻塞问题频发。储能可在新能源大发时段吸纳电量、高价时段释放电量，并提供调频、备用和容量支撑。

根据 SPE 数据，2025 年欧洲储能累计装机 27.1GWh，同比+24%。其中大储方面，2025 年累计装机 15GWh，同比+68%，装机表现强劲；工商业储能方面，2025 年累计装机 2.3GWh，同比+5%；户储方面，2025 年累计装机 9.8GWh，同比-10%。

图 11: 美国储能新增装机功率 (GW) 及增速 (%)



资料来源：美国能源署（EIA），国信证券经济研究所整理

图 12: 2025-2026 年各月度美国大储装机及预测 (GW)



资料来源：美国能源署（EIA），国信证券经济研究所整理

中东、南亚、拉美、东南亚、非洲等新兴市场储能需求正从潜在空间进入项目落地阶段。中东受清洁能源转型和大型新能源基地建设推动，对长时、大规模储能需求较强；印度通过可再生能源配储要求强化储能刚性需求；巴西、智利等拉美市场风光资源丰富，但电网输送和消纳能力不足，集中式储能有望缓解电网瓶颈。东南亚、南非等电力短缺或弱网地区，则在工商业储能、户储和离网场景具备较强需求弹性。

3. 算电协同：AI 负荷增长打开储能新场景

算力用电高增打开储能新场景，公司以储能与能源管理能力参与算电协同。AI 算力中心建设加速，对高比例绿电消纳、供电稳定性和用能成本提出更高要求，储能系统价值进一步凸显。海博思创围绕算力中心提供储能系统、绿电保障、EMS/AI 云、电力交易优化及运维服务，将既有储能系统能力延伸至高价值算力负荷场景。

自研 SST，强化算力供电解决方案能力。机房侧，公司计划自研 35kV 直挂式固态变压器，相关产品预计 2026 年底发布。

生态合作补强关键能力。公司通过与第四范式、中威电子、华为数字能源等合作，分别补强 AI 电力交易、储能场站智慧化管理、构网型 PCS 及数字能源基础设施能力，推动方案由单一储能设备供给向综合能源管理延伸。

储算一体化项目加速落地，锂钠融合支撑规模化应用。公司提出规划建设“储算

一体化项目”，拟采用锂钠融合技术路线打造 GWh 级储能电站，并探索“储能+智算中心”联合运营模式。首个项目计划选址内蒙古包头，依托当地风光资源、电力基础和土地条件，构建“源网荷储”协同闭环。

图13: 算电协同示意图



资料来源：国家数据局，国信证券经济研究所整理

财务分析

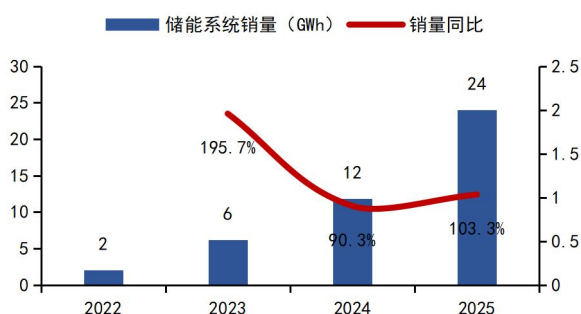
成长性分析

公司收入规模保持快速扩张。2022-2025 年，公司储能系统销量从 2GWh 增长到 24GWh，营业收入由 26 亿元提升至 116 亿元，国内营收占比 92%，海外业务 2025 年实现同比翻倍达到 10 亿元。整体来看，公司收入增长主要受益于国内大储需求高景气、项目交付能力增强以及海外订单逐步落地。

公司季度收入存在一定季节性，Q1 通常相对较低，下半年收入确认占比较高。储能系统业务以项目制交付为主，收入确认受项目建设、并网验收、客户结算及年底装机冲量等因素影响较大，季度间波动较明显。从分季度数据看，公司收入呈现 Q1 相对偏低、Q2-Q4 逐步放量的特征，其中下半年贡献较高。

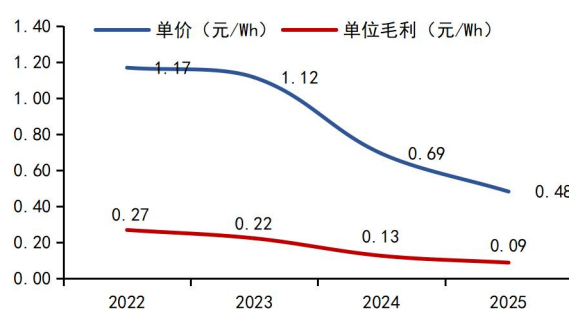
2022-2025 年，公司归母净利润由 1.8 亿元提升至 9.5 亿元，利润规模持续扩大。

图14: 公司年度储能系统销量（GWh）及增速（%）



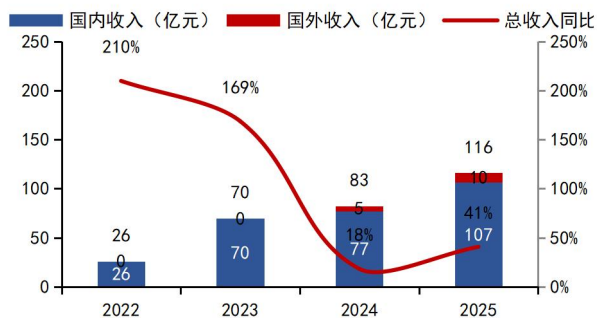
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 公司年度储能系统单价及单位毛利（元/Wh）



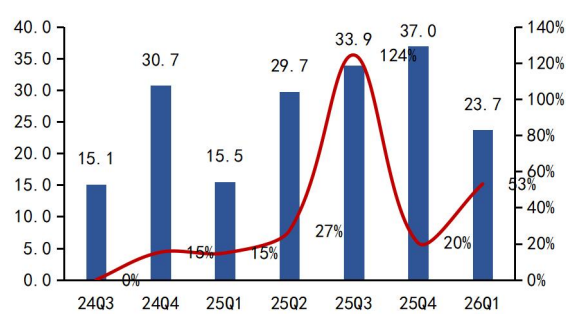
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 公司年度营业收入（亿元）及增速（%）



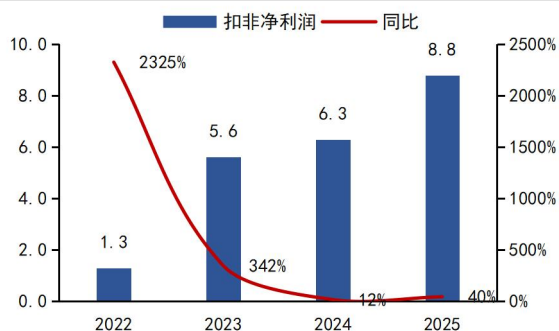
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 公司季度营业收入（亿元）及增速（%）



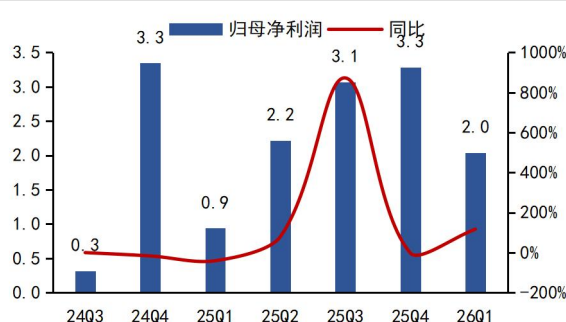
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 公司年度归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 公司季度归母净利润（亿元）及增速（%）



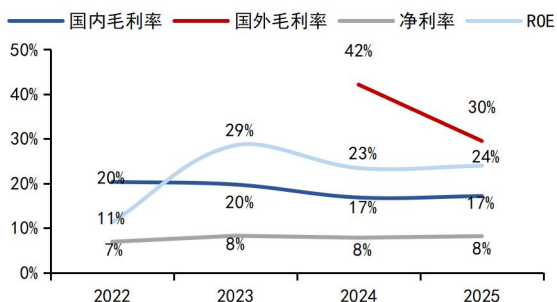
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

国内毛利率阶段性承压，海外业务支撑盈利结构优化。分区域看，2022-2023 年公司国内业务毛利率稳定在 20%左右，2024 年以来回落至 17%，主要受国内储能系统价格竞争加剧及项目毛利压力影响。相比之下，海外业务毛利率显著高于国内，2024 年和 2025 年分别为 42%和 30%，虽有所回落但仍处较高水平。

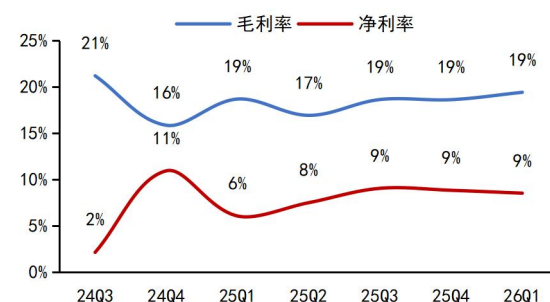
整体来看，公司近年净利率基本稳定在 8%左右，ROE 由 2022 年的 11%提升至 2023 年的 29%，此后 2024-2025 年仍维持在 23%-24%的较高水平。

图20: 公司年度国内外业务毛利率、净利率及 ROE（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图21: 公司季度毛利率及净利率（%）

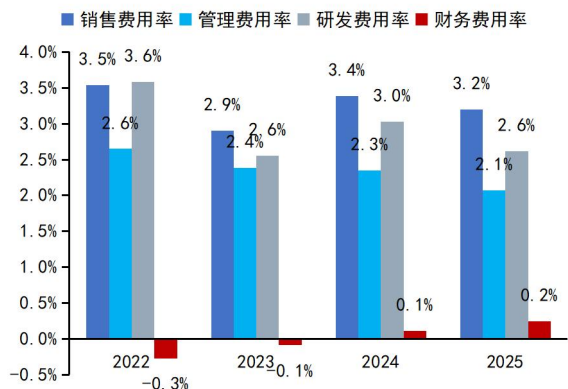


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

费用端整体呈下降趋势，规模效应逐步显现。2022-2025 年公司销售、管理、研发费用率整体下行，2025 年分别为 3%/2%/3%，财务费用率维持在较低水平。费用率下降体现出收入规模扩大后的摊薄效应，也为利润增长提供支撑。

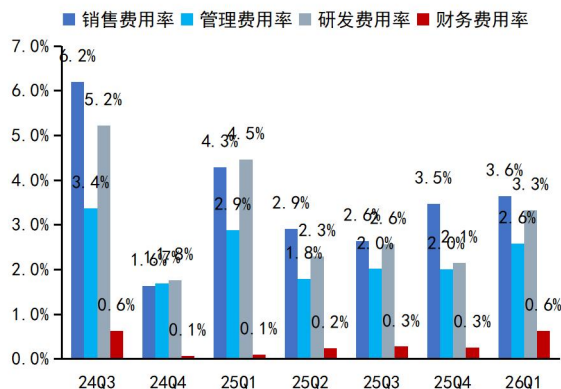
长协锁定头部电芯产能，成本相对可控。为保障核心原材料供应稳定并增强成本管控能力，公司已与宁德时代签订 2026-2035 年十年期合作协议，其中 2026-2028 年采购电量累计不低于 200GWh；同时公司与亿纬锂能签订 2025-2027 年总量 50GWh 的战略采购协议。

图22：公司年度期间费用率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图23：公司季度期间费用率（%）

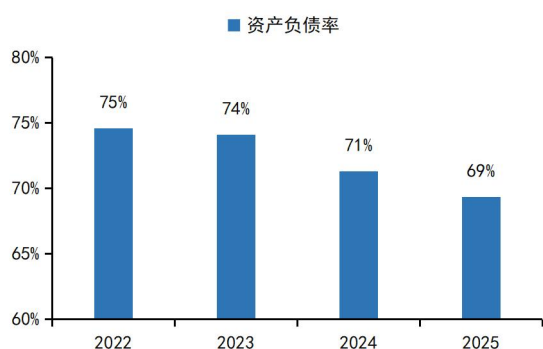


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

资本结构及偿债能力分析

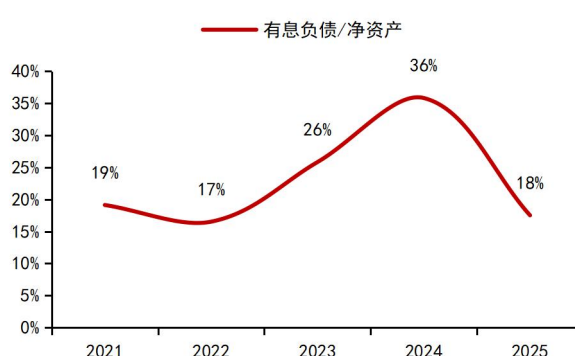
资本结构持续优化，有息负债压力较低。公司 2022-2025 年资产负债率由 75%下降至 69%，负债水平持续改善；有息负债/净资产比例在 2024 年升至 36%，主要系业务扩张和项目交付带来的阶段性融资需求，2025 年回落至 18%，公司上市后资本实力增强、财务杠杆压力明显缓解，整体偿债压力处于可控水平。

图24：公司年度资产负债率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图25：公司年度有息负债/净资产（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

经营效率分析

存货周转改善明显，应收款项周转天数有所上升。经营效率方面，公司存货周转天数由 2022 年的 296 天下降至 2025 年的 122 天，反映规模化交付和库存管理效率持续提升；应收款项周转天数由 2022 年的 53 天延长至 2025 年的 122 天，显示

随着大储项目规模扩大及客户结构变化，回款周期有所拉长。同时应付款项天数从 342 天缩短至 277 天，反映随着经营成本的提高和锂电池成本上涨，公司信用账期恢复到行业正常水平。综合影响下，公司 2025 年净营业周期为-41 天。

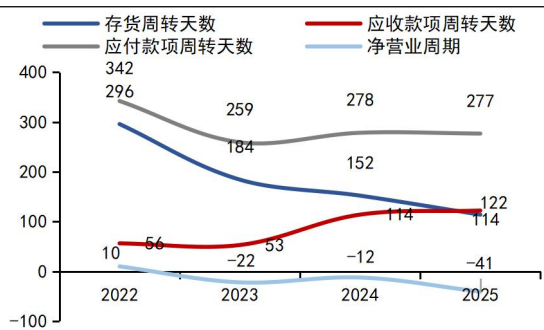
现金流量分析

现金流阶段性承压。2022-2025 年，公司经营活动现金流净额整体保持为正，反映业务扩张过程中具备一定现金创造能力。受项目交付、备货及回款节奏影响，现金流年度间有所波动，2024 年修复较为明显，2025 年小幅回落至 5.3 亿元。

资本开支提升，支撑制造基地与交付能力扩张。2022-2025 年，公司资本开支整体呈上升趋势，2025 年提升至 4.73 亿元投入在产能建设、制造基地、设备投入及测试验证能力方面，总体依然为轻资产运营模式。

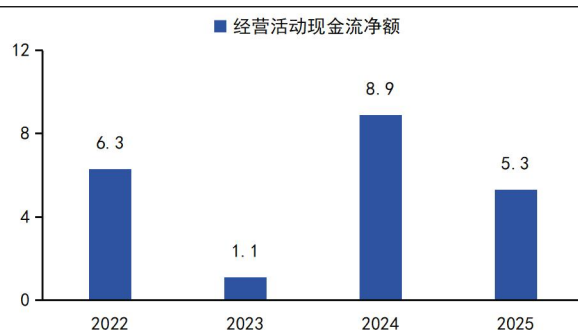
EBITDA 持续提升，主营盈利质量稳步增强。2022-2025 年，公司 EBITDA 整体保持增长，由 2022 年的 3.3 亿元提升至 2025 年的 12.5 亿元，反映收入规模扩张、费用率摊薄和盈利能力改善逐步转化为经营性盈利。

图26：公司年度存货、应收款项、应付款项周转天数及净营业周期



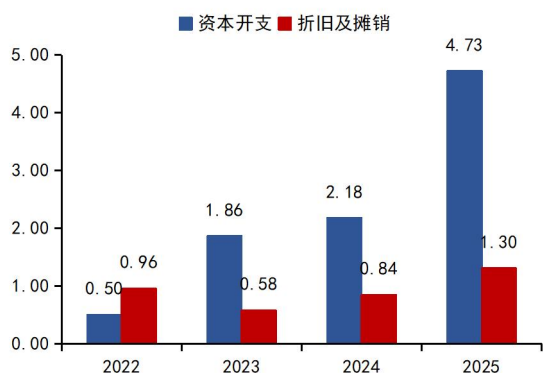
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图27：公司年度经营性现金流净额（亿元）



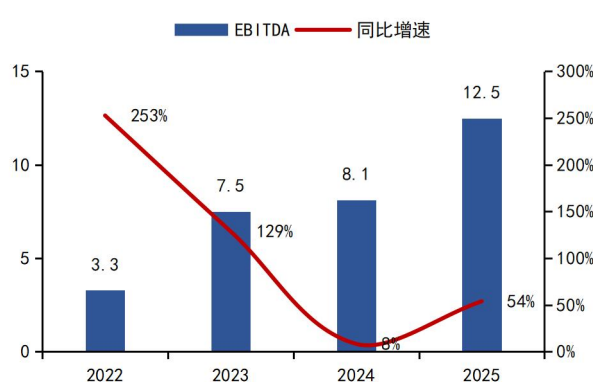
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图28：公司年度资本开支和折旧及摊销（亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图29：公司年度 EBITDA（亿元）及同比增速（%）

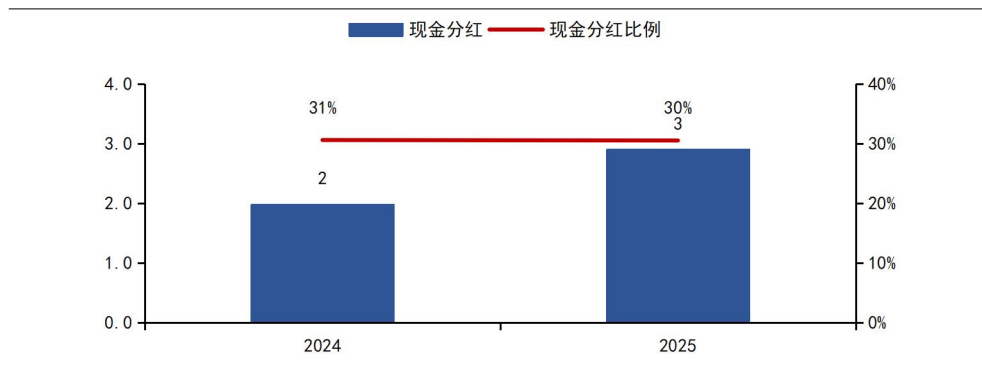


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

股息分析

分红比例维持稳定。公司 2024/2025 年现金分红分别约 2/3 亿元，现金分红比例分别为 31%/30%。在利润规模持续增长的同时，公司保持较为恰当的分红比例。

图30: 公司年度现金分红金额（亿元）及现金分红比例（%）



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

可比公司分析

公司是国内储能系统集成领先企业。2025 年，阳光电源凭借逆变器和储能系统全球化布局，收入规模显著领先，储能业务收入达到 373 亿元。海博思创为 116 亿元，营收规模高于思格新能（84 亿元）、科陆电子（38 亿）和上能电气（20 亿），仅次于阳光电源，体现出公司在国内大储系统集成领域较强的行业地位。

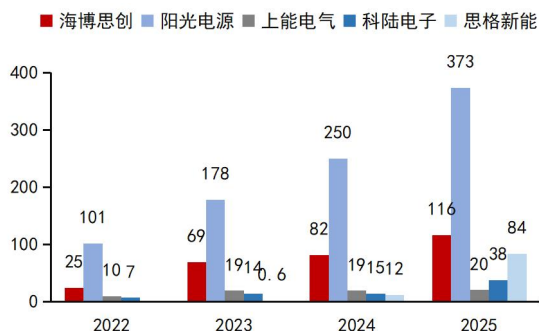
毛利率低于阳光电源和思格新能，但规模化能力和海外拓展具备改善空间。盈利能力方面，阳光电源储能业务毛利率长期维持在较高水平，2023-2025 年基本保持在 36%-37%，显著领先同行，主要系阳光电源海外销售占比较高（2025 年公司整体海外收入占比 61%）。阳光电源国内业务毛利率为 18%（含光伏逆变器和光伏电站发电等其他业务）。

思格新能毛利率逐年上涨且处于较高水平（2025 年 51%），主要因为公司主要产品为五合一光储充一体机，偏户用和工商业分布式场景，且公司海外收入占比较高。

海博思创毛利率由 2022 年的 23%回落至 2025 年的 18%，主要受国内储能系统竞争加剧和价格压力影响；但公司海外业务毛利率显著高于国内，随着海外订单放量、运维服务和交易优化业务拓展，后续盈利结构仍具备改善空间。

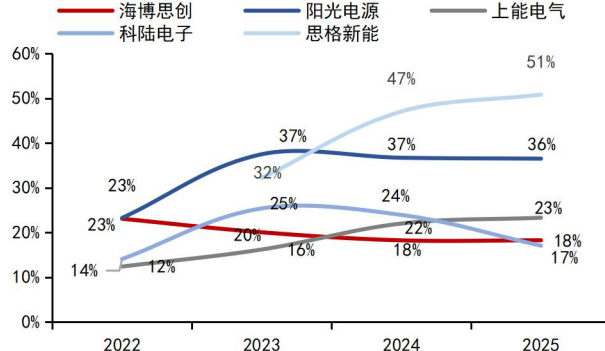
上能电气毛利率持续提升至 23%，科陆电子 2025 年回落至 18%，各公司盈利能力差异主要来自客户结构、海外占比、产品集成能力及服务化延伸程度。

图31: 可比公司储能业务营业收入对比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 可比公司储能业务毛利率对比



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

海博思创固定资产规模较轻, 周转率较高。阳光电源拥有新能源电站开发业务, 固定资产规模显著高于同行, 2025 年达到 108 亿元; 海博思创、上能电气固定资产规模相对较小, 2025 年均约 3 亿元, 体现出储能系统集成环节相对轻资产的业务特征。科陆电子固定资产规模维持在 20 亿元左右, 主要系深圳地区的较高地价的办公场所自产所致, 思格新能源 2025 年固定资产增长至 5 亿元, 处于扩张阶段。

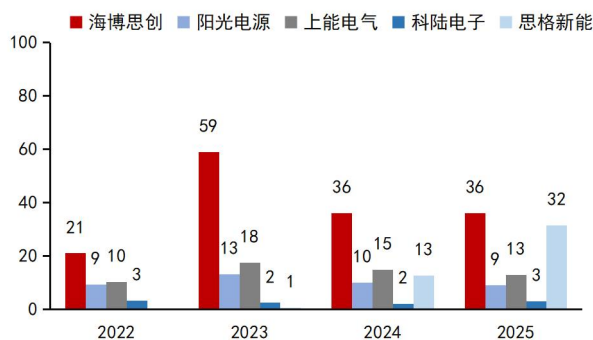
海博思创固定资产周转率保持较高水平。2022-2025 年, 海博思创固定资产周转率整体显著高于阳光电源、上能电气和科陆电子, 2025 年在 36 次左右, 主要受益于固定资产基数较小、收入规模快速扩张以及系统集成业务轻资产属性。相比之下, 阳光电源和上能电气固定资产周转率整体维持在个位数至十余次水平, 科陆电子周转率相对较低。

图33: 可比公司固定资产对比 (亿元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理 (注: 思格新能单位为亿港元)

图34: 可比公司固定资产周转率对比 (次)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

表5: 可比公司估值表 (截至 2026 年 6 月 16 日)

代码	公司简称	股价 元/港元	市值 亿元人民币	归母净利润 (亿元)			PE			PB
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E	2026E
688411.SH	海博思创	264.0	482	9.5	20.3	37.6	50.6x	23.7x	12.8x	6.5
300274.SZ	阳光电源	152.5	3,161	134.6	159.1	192.2	23.5x	19.9x	16.4x	5.1
6656.HK	思格新能	364.0	787	29.2	49.9	66.7	27.0x	15.8x	11.8x	7.0
300827.SZ	上能电气	31.4	175	4.6	7.3	9.3	37.7x	24.0x	18.8x	3.6
002121.SZ	科陆电子	6.1	102	-1.6	4.1	5.8	/	25.1x	17.6x	12.3
	平均值						34.7x	21.7x	15.5x	6.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测 注: 阳光电源、思格新能、上能电气、科陆电子盈利预测取自 Wind 一致预期, 海博思创盈利预测来自国信证券经济研究所预测

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

市场需求及空间: 全球大储市场空间有望随装机增长和海外项目占比提升持续扩张。展望未来, 在新能源装机持续提升、电力系统灵活性需求增强、欧美电网改造加速、AIDC 带动新增用电负荷快速增长等多重因素驱动下, 全球储能需求有望维持高增长。我们预计, 2026-2028 年全球储能新增装机需求分别为 476/620/713GWh, 对应 CAGR 约 22%; 全球储能系统市场空间分别为 4035/5267/5856 亿元, 对应 CAGR 约 20%。行业需求高景气为公司储能系统交付规模扩大、海外订单释放及运维业务放量提供基础。

储能系统业务: 公司收入仍以储能系统集成为核心, 增长主要由出货规模放量驱动。2025 年公司储能系统收入 116.05 亿元, 同比增长 41.6%, 出货量 24.2GWh; 预计 2026-2028 年储能系统出货量为 44.0/69.3/93.0GWh, 收入为 224.4/354.2/471.4 亿元, 同比+93%/+58%/+33%, 毛利率为 17.2%/16.2%/15.9%。

储能电站运维业务: 随着公司累计装机规模提升, 存量项目运维、资产运营及服务收入有望逐步放量。预计 2026-2028 年储能电站运维业务期末运维容量为 8.8/35.3/70.6GWh, 收入为 1.5/6.0/12.0 亿元, 毛利率为 65.0%/65.0%/65.0%。

费用率及税率: 收入规模扩张后费用摊薄效应逐步体现, 但海外渠道、交付体系和研发投入仍需持续加强。预计 2026-2028 年销售费用率为 2.15%/1.95%/1.95%, 管理费用率为 2.50%/1.91%/1.97%, 研发费用率为 2.41%/1.28%/1.21%; 所得税率按 15%测算。

综上所述, 预计公司 2026-2028 年营业收入为 225.9/360.2/483.4 亿元, 同比+95%/+59%/+34%; 归母净利润为 20.3/37.6/49.0 亿元, 同比+113%/+85%/+30%。

表6: 主营业务假设

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
储能系统					
确收销量 (GWh)	11.8	24.2	44.0	69.3	93.0
收入 (亿元)	81.9	116.1	224.4	354.2	471.4
毛利率 (%)	18.2%	18.1%	17.2%	16.2%	15.9%
储能运维					
运维容量 (GWh)			8.8	35.3	70.6
收入 (亿元)			1.5	6.0	12.0
毛利率 (%)			65.0%	65.0%	65.0%
合计					
收入 (亿元)	82.7	116.1	225.9	360.2	483.4
同比 (%)	18%	40%	95%	59%	34%
毛利率 (%)	18.5%	18.1%	17.5%	17.0%	17.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

未来 3 年业绩预测

按上述假设条件, 我们得到公司 2026-2028 年营业收入分别为 225.9/360.2/483.4 亿元, 归属于母公司净利润分别为 20.3/37.6/49.0 亿元, 对应 EPS 分别为 11.13/20.61/26.84 元。公司短期盈利弹性主要来自储能系统交付规模快速增长, 后续需持续跟踪国内招投标价格、海外订单落地节奏及电芯成本变化对毛利率的影响。

表7: 公司盈利预测假设条件

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	18.4%	40.4%	94.5%	59.5%	34.2%
营业成本/营业收入	81.5%	81.8%	82.5%	83.0%	82.9%
税金/营业收入	0.3%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用/营业收入	3.4%	3.2%	2.2%	1.9%	1.9%
管理费用/营业收入	2.3%	2.1%	2.5%	1.9%	2.0%
研发费用/营业收入	3.0%	2.6%	2.4%	1.3%	1.2%
所得税税率	10.7%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 291-335 元

FCFF 更能体现公司经营现金流与资本开支变化对企业价值的影响, 因此我们选择 FCFF 法对公司进行绝对估值。根据以下主要假设条件, 得出公司股价合理区间为 290.6-335.4 元/股, 对应 2026 年动态 PE 区间为 26.1-30.1 倍, 较公司当前股价

有 10%-27%的溢价空间。

表8: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.50	T	15.0%
无风险利率	2.5%	Ka	11.5%
股票风险溢价	6.0%	有杠杆 Beta	1.59
公司股价 (元/股)	264.0	Ke	12.1%
发行在外股数 (百万股)	182.5	E/(D+E)	85.0%
股票市值 (E, 百万元)	48168	D/(D+E)	15.0%
债务总额 (D, 百万元)	3495	WACC	10.2%
Kd	4.0%	永续增长率 (10 年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表9: 公司 FCFF 估值表 (百万元)

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	TV
EBIT	2342	4257	5765	6251	6876	7564	8320	9152	10067	11074	
所得税税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
EBIT*(1-所得税税率)	1991	3619	4900	5313	5845	6429	7072	7779	8557	9413	
折旧与摊销	77	149	193	213	226	236	242	248	254	260	
营运资金的净变动	-5175	735	-1161	-547	-501	-547	-600	-659	-725	-795	
资本性投资	-1300	-1200	-650	-400	-320	-160	-160	-160	-160	-160	
FCFF	-4407	3303	3282	4579	5251	5958	6554	7208	7927	8718	101545
PV (FCFF)	-3979	2693	2416	3043	3150	3227	3206	3183	3160	3138	36556
核心企业价值	59794										
减: 净债务	2997										
股票价值	56796										
每股价值	311.29										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为绝对估值的敏感性分析。

表10: 绝对估值的敏感性分析 (元/股)

FCFF	10.4%	10.6%	10.8%	11.0%	11.2%
3.5%	383.43	369.45	356.26	343.80	332.02
3.0%	363.92	351.29	339.34	328.01	317.25
2.5%	346.89	335.39	324.46	314.08	304.20
2.0%	331.90	321.35	311.29	301.71	292.56
1.5%	318.61	308.85	299.54	290.64	282.13
1.0%	306.73	297.67	288.99	280.69	272.73
0.5%	296.06	287.59	279.47	271.69	264.21

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值: 278-312 元

储能系统集成环节兼具新能源设备制造与项目型交付属性, 估值应重点参考储能业务收入占比较高、盈利预测可比性较强的设备及系统集成公司。我们选取阳光电源、思格新能、上能电气、科陆电子作为可比公司, 可比公司 2026 年动态 PE 均值为 21.2 倍、中位数为 21.9 倍, 2027 年动态 PE 均值为 16.2 倍。

海博思创储能系统收入占比较高, 在国内大储系统集成领域具备较强项目经验和交付能力, 2026 年利润端有望实现较快增长, 海外业务拓展亦有望打开中长期成

长空间。考虑到公司储能业务纯度较高、2026 年盈利增速显著高于可比公司平均水平，且 FCFF 绝对估值结果对当前股价具备较强支撑，我们在可比公司 2026 年平均估值基础上给予公司一定估值溢价，给予公司 2026 年 25.0-28.0 倍 PE，对应合理股价区间约 278.4-311.8 元/股，对应总市值约 508-569 亿元，较当前股价 264.0 元有 5%-18% 上涨空间；按 2027 年盈利预测测算，对应 PE 约 13.5-15.1 倍，估值有望随业绩释放逐步消化。

表11: 可比公司估值（截至 2026 年 6 月 16 日）

代码	公司简称	市值	归母净利润（亿元）			PE			PB
		亿元人民币	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026E
300274.SZ	阳光电源	3,161	134.6	159.1	192.2	23.5x	19.9x	16.4x	5.1
6656.HK	思格新能	787	29.2	49.9	66.7	27.0x	15.8x	11.8x	7.0
300827.SZ	上能电气	175	4.6	7.3	9.3	37.7x	24.0x	18.8x	3.6
002121.SZ	科陆电子	102	-1.6	4.1	5.8	/	25.1x	17.6x	12.3
平均值						29.4x	21.2x	16.2x	7.0
688411.SH	海博思创	482	9.5	20.3	37.6	50.6x	23.7x	12.8x	6.5

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测 注：海博思创盈利预测来自国信证券经济研究所，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期

估值结果：291-312 元

综合考虑 FCFF 绝对估值和 PE 相对估值结果，我们认为公司合理价值区间为 290.6-311.8 元/股，对应 2026 年动态 PE 约 26.1-28.0 倍，相对当前股价 264.0 元具备约 10%-18% 上涨空间。考虑公司储能系统集成业务成长性、海外市场拓展弹性及盈利释放节奏，首次覆盖可考虑给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值区间为 290.6-311.8 元。但该估值建立在相关假设前提基础上，特别是对公司未来几年储能系统出货量、单位价格、毛利率、期间费用率、营运资金周转效率、资本开支、自由现金流、加权平均资本成本、永续增长率以及可比公司估值参数的选定，均融入一定主观判断，可能导致估值结果出现偏差。

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本对公司绝对估值影响较大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价为 6.0%、可能存在相关参数估计或取值偏低，导致 WACC 计算值偏低、公司估值高估的风险。

我们假设公司远期自由现金流进入稳定增长阶段后，永续增长率为 2.0%。若未来储能系统集成行业在未来发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增

长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面，我们选取与公司业务相近的储能系统集成、逆变器及新能源电力设备企业阳光电源、上能电气、思格新能、科陆电子作为可比公司。由于海博思创与可比公司在商业模式、盈利稳定性、海外业务占比、客户结构、技术壁垒和现金流特征方面存在差异，存在可比公司选择不当或行业整体估值偏高导致公司相对估值高估的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司未来三年收入增长率分别为+95%/+59%/+34%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。

我们预计公司未来三年综合毛利率分别为17.5%/17.0%/17.1%。若电芯等核心部件价格、海运成本波动，可能导致公司毛利率低于预测值。

我们预计公司海外收入占比未来持续提升。若海外市场认证、客户导入、渠道建设、项目交付、当地政策及并网验收推进不及预期，可能导致公司海外业务收入和利润贡献低于预期。

经营风险

行业需求波动的风险：公司主要产品应用于新型储能领域，下游需求受新能源装机、电力市场化机制、峰谷价差、容量补偿、辅助服务、强制配储政策及业主投资回报率等因素影响。若储能项目收益率下降、电力市场机制推进不及预期或地方配储政策调整，可能导致行业需求不及预期。

行业竞争加剧及价格下行风险：储能系统集成行业参与者较多，包括电芯企业、逆变器企业、电力设备企业、EPC企业 and 专业系统集成商等。若行业竞争进一步加剧，公司不能持续保持产品性能、系统安全、成本控制、交付能力和客户资源优势，可能面临市场份额下降、产品价格下行和毛利率下降的风险。

客户集中及大客户依赖风险：公司下游客户主要包括发电集团、电网公司、能源投资企业、新能源开发商、EPC企业及海外大型能源客户等。若主要客户投资计划、招标节奏、付款能力或合作关系发生不利变化，可能对公司订单获取、收入确认和回款产生不利影响。

项目制交付风险：储能系统集成业务具有明显项目制特征，涉及方案设计、部件采购、系统集成、运输安装、调试并网、验收和售后运维等环节。若项目执行过程中出现供应链延迟、设计变更、并网验收推迟、客户付款延迟或质量整改等情况，可能影响公司收入确认、成本控制和现金回款。

海外经营风险：随着公司海外业务拓展，公司可能面临市场准入、产品认证、并网标准、消防安全标准、当地法律法规、税收政策、客户信用、物流运输、售后服务和跨国管理等风险。若海外业务拓展不及预期，或海外项目出现交付延迟、质量纠纷、回款困难等情况，可能对公司经营业绩产生不利影响。

供应链风险：公司产品成本中电芯占比较高。若上游电芯供应紧张、价格大幅波动，或供应商交付质量、交付周期不及预期，可能影响公司项目交付和成本控制。

产品安全及质量风险：储能系统涉及大容量电化学电池，安全性要求较高。若公司产品在设计、集成、热管理、消防、BMS控制、安装或运维过程中出现缺陷，可能引发系统故障、安全事故、客户索赔、质量整改和品牌声誉受损等风险。

运维、交易及算电协同业务推进不及预期的风险：公司提出规划建设“储算一体化项目”，拟采用锂钠融合技术路线打造 GWh 级储能电站，并探索“储能+智算中心”联合运营模式。若运维、交易及算电协同业务推进不及预期，可能对公司储能业务未来市场空间产生不利影响。

财务风险

应收账款、合同资产及现金流风险：公司下游项目多具有金额较大、验收周期较长、回款节点复杂等特点。随着收入规模增长，应收账款和合同资产余额可能持续增加。若客户资金状况恶化、项目验收结算周期拉长或行业景气度下行，公司可能面临坏账计提增加、经营性现金流恶化，甚至经营性现金流与净利润出现较大差异的风险。

存货跌价风险：公司为满足订单交付需要，需要提前采购电芯等部件并进行系统集成。若未来储能系统价格下降、客户需求变化、项目延期或技术迭代导致部分存货可变现净值下降，公司可能面临存货跌价损失增加的风险。

预付款项回收风险：公司业务扩张过程中可能需要向核心供应商支付一定预付款。若供应商经营状况恶化、交付能力不足或合作关系发生变化，可能导致预付款项无法及时转化为存货或服务，进而形成资金损失风险。

资产负债率及流动性风险：随着公司业务规模扩大、项目数量增加和资本开支提升，公司可能需要通过银行授信、票据、保函、信用证等方式满足经营资金需求。若融资环境收紧、授信额度不足、回款不及预期或短期债务集中到期，可能带来一定流动性压力。

汇率波动风险：随着公司海外业务占比提升，公司可能涉及美元、欧元等外币结算。若人民币汇率大幅波动，可能对公司收入折算、采购成本、汇兑损益和海外项目利润产生不利影响。

技术风险

技术路线迭代风险：储能行业处于快速发展阶段，电芯技术、系统集成技术、热管理技术、消防安全技术、PCS 技术、BMS/EMS 算法和长时储能方案均在持续演进。若公司不能准确把握行业技术发展趋势，或研发项目推进不及预期，可能导致现有产品竞争力下降。

新产品研发及市场推广风险：公司可能围绕大容量储能系统、液冷系统、构网型储能、工商业储能、海外标准化产品和智能运维平台等方向进行研发。相关产品从研发、认证、客户验证到规模化销售需要一定周期，存在研发失败、推广不及预期或商业价值低于预期的风险。

关键技术人才流失及核心技术泄密风险：储能系统集成行业对电力电子、电化学、电气设计、热管理、消防安全、软件算法、项目交付和海外认证等复合型人才要求较高。若公司不能持续吸引和留住核心技术、销售和项目管理人才，或因核心人员流失、合作管理不善、信息系统安全问题导致核心技术或商业信息泄露，可能对公司研发创新和竞争力造成不利影响。

政策风险

公司所处新型储能行业受配储政策、电力市场化、辅助服务、容量补偿、并网规则及安全监管等影响较大。若相关政策调整或储能收益机制不及预期，可能导致

项目收益率下降、装机需求放缓。

公司海外业务可能受到关税、贸易壁垒、本地化要求、出口管制及地缘政治等因素影响。若海外市场合规要求趋严，可能导致订单减少、成本上升或交付受阻。

内控及治理风险

实际控制人控制不当的风险。若公司实际控制人或核心管理层对重大投资、产能扩张、海外布局、客户信用政策、融资安排等事项判断失误，可能对公司经营发展和中小股东利益造成不利影响。

其他风险

法律及合规风险：公司在生产经营过程中可能涉及劳动用工、租赁物业、税务、环保、项目备案、合同履行等合规事项。若未来相关事项被主管部门追责、处罚，或发生诉讼、仲裁及其他纠纷，可能对公司经营、财务状况和品牌形象产生不利影响。

法律诉讼及合同纠纷风险：公司项目交付过程中可能涉及产品质量、验收结算、回款、供应商交付、运输安装、售后服务等纠纷。若未来发生重大诉讼、仲裁或赔偿事项，可能对公司盈利能力、现金流和品牌形象造成不利影响。

股份解禁及股东减持风险：公司上市后限售股将陆续解禁，若相关股东在限售股解禁后集中减持，可能导致公司二级市场股票供给增加，并对公司股价带来一定波动风险。

不可抗力风险：自然灾害、极端天气、重大公共卫生事件、海外地区政治经济环境变化、战争冲突、物流中断等不可抗力因素，可能影响公司采购、生产、运输、项目交付和海外业务拓展，对公司经营业绩造成不利影响。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	3035	4935	3500	3500	4479	营业收入	8270	11612	22590	36024	48340
应收款项	3718	4161	7427	11844	15893	营业成本	6744	9498	18632	29883	40050
存货净额	1421	2175	4951	7896	10595	营业税金及附加	22	44	23	36	48
其他流动资产	360	955	932	1494	2002	销售费用	280	371	486	702	943
流动资产合计	9673	13769	19678	27792	37040	管理费用	194	241	565	687	953
固定资产	356	518	1743	2797	3257	研发费用	250	304	544	461	585
无形资产及其他	71	72	69	66	63	财务费用	9	28	2	80	(0)
其他长期资产	440	929	678	1081	1450	投资收益	12	(37)	0	0	0
长期股权投资	432	412	412	412	412	资产信用减值及公允价值变动	(223)	(138)	(200)	0	0
资产总计	10972	15700	22580	32148	42223	其他收入	171	133	250	250	0
短期借款及交易性金融负债	1017	765	3493	926	0	营业利润	731	1084	2389	4424	5762
应付款项	5594	9014	10167	17922	24023	营业外净收支	(4)	28	0	0	0
其他流动负债	428	685	1176	1867	2505	利润总额	727	1112	2389	4424	5762
流动负债合计	7587	10614	15514	21796	27979	所得税费用	78	161	358	664	864
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(0)	0	0	0
其他长期负债	237	276	328	462	585	归属于母公司净利润	648	951	2030	3761	4897
长期负债合计	237	276	328	462	585	现金流量表（百万元）					
负债合计	7824	10890	15842	22258	28564	净利润	648	951	2030	3761	4897
少数股东权益	6	13	13	13	13	资产减值准备	(63)	(71)	0	0	0
股东权益	3141	4797	6725	9877	13646	折旧摊销	33	66	77	149	193
负债和股东权益总计	10972	15700	22580	32148	42223	公允价值变动损失	10	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	9	28	2	80	(0)
每股收益	3.55	5.21	11.13	20.61	26.84	营运资本变动	(1229)	1168	(5172)	735	(1160)
每股红利	1.09	0.56	3.34	6.18	8.05	其它	1493	(1582)	54	215	123
每股净资产	17.25	26.36	36.93	54.20	74.86	经营活动现金流	890	532	(3011)	4859	4053
ROIC	30%	30%	36%	49%	60%	资本开支	(218)	(473)	(1300)	(1200)	(650)
ROE	23%	24%	35%	45%	42%	其它投资现金流	(7)	(394)	252	(403)	(369)
毛利率	18%	18%	18%	17%	17%	投资活动现金流	(225)	(866)	(1048)	(1603)	(1019)
EBIT Margin	9%	10%	10%	12%	12%	权益性融资	109	903	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	11%	12%	12%	负债净变化	294	(381)	2728	(2567)	(926)
收入增长	18%	40%	95%	59%	34%	支付股利、利息	0	(198)	(102)	(609)	(1128)
净利润增长率	12%	47%	113%	85%	30%	其它融资现金流	294	(381)	2728	(2567)	(926)
资产负债率	71%	69%	70%	69%	68%	融资活动现金流	393	296	2624	(3256)	(2054)
息率	0.4%	0.2%	1.3%	2.3%	3.1%	现金净变动	1058	(38)	(1435)	0	979
P/E	74.4	50.6	23.7	12.8	9.8	货币资金的期初余额	3319	3035	4935	3500	3500
P/B	15.3	10.0	7.1	4.9	3.5	货币资金的期末余额	3035	4935	3500	3500	4479
EV/EBITDA	68.9	48.4	26.5	16.0	12.9	企业自由现金流	(718)	1748	(4405)	3301	3280
						权益自由现金流	(433)	1343	(1679)	665	2354

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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

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