



公司研究 | 深度报告 | 美的集团 (000333.SZ)

解构龙头系列之九：如何看待美的集团新能源业务前景？

报告要点

2025 年底公司成立新能源事业部，以合康新能及科陆电子为核心运营主体，且预计光伏与储能两大板块将成为公司新能源战略的重点发力对象。需求维度，清洁能源渗透率当前仍处低位，预计光伏装机后续将延续高增，一定程度上带动新型储能行业景气保持高位。份额维度，公司所涉光伏 EPC 与储能集成业务目前市占率均相对较低，有望借助集团客户&供应商资源，以及协同海外渠道体系实现份额端的稳步提升。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408

美的集团 (000333.SZ)

2026-04-25

解构龙头系列之九：如何看待美的集团新能源业务前景？

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

美的新能源：加码新能源业务，聚焦光伏&储能两大产业

2025 年底，美的集团内部宣布成立新能源事业部，重新整合原工业技术事业部下辖的新能源产品公司与能源科技公司等，并宣布由公司执行总裁王建国兼任新能源事业部总裁。无论是以事业部制承载更清晰的增长目标和考核机制，还是以集团最高管理层之一直接执掌新能源产业，都表明公司现已将新能源业务规划为重点发展方向。同时，基于两家新能源运营主体合康新能与科陆电子近几年的动态调整与收入结构变化，我们认为光伏与储能两大板块预计将成为公司新能源战略的重点发力方向。

光伏发电快速渗透，公司份额提升空间可观

据国家能源局，2025 年全国光伏新增装机容量 3.2 亿千瓦，连续六年实现增长；累计来看，截至 2025 年底，全国光伏发电累计装机容量已高达 12.0 亿千瓦，较上年同期增长 35.48%。展望后续，虽中国现已是全球光伏发电最大市场，但 2025Q1 国内太阳能及其他方式的发电量占比仅为 5.0%，对比海外市场渗透率仍有巨大提升空间。公司旗下合康新能主要布局光伏下游 EPC 环节，2022 年以来光伏业务收入持续实现高速增长，且截至 2025 年末，公司 EPC 项目超十个，预计合计装机规模近 2.34GW，短期内仍有较好增长动能。份额方面，2024 年和 2025 年，合康新能国内光伏 EPC 市占率经测算分别仅为 0.43%和 0.64%，长期份额亦具备较大提升潜力。

储能景气保持高位，合康科陆共同打造全品矩阵

截至 2025 年底，国内新型储能累计装机规模为 144.7GW，对应 2020-2025 年 CAGR 高达 113.01%。全球来看，2024 年全球新型储能新增装机 188.5GW，对应 2020-2024 年 CAGR 为 113.9%，其中中国、美国与欧洲为主要市场。展望后续，根据 market.us，至 2034 年，全球储能规模预计将提升至 7379 亿美元，对应 2024-2034 年 CAGR 为 14.9%；若单看新型储能，预计其增速会显著更高。美的旗下科陆电子主要布局工商业&大储领域，合康新能主要布局户储产品，协同打造储能全品类矩阵。科陆虽在传统直流侧或交流侧储能领域份额较低，但其较早切入交直流一体全新技术路径，有望凭借先发优势于该细分赛道取得较好发展机会。合康 2022 年发布首款户储产品，但其产品参数已较接近于竞争对手；且户储具备一定消费属性，同时强调渠道和售后服务能力，目前合康正联合美的楼宇科技事业部深耕储能产品专业渠道，有望借助母公司成熟的渠道布局快速打开海外市场，释放长期增长势能。

投资建议：把握 C 端&B 端共振，确定性增长的优质白电龙头

2025 年底公司成立新能源事业部，以合康新能及科陆电子为核心运营主体，且预计光伏与储能两大板块将成为公司新能源战略的重点发力对象。需求维度，清洁能源渗透率当前仍处低位，预计光伏装机后续将延续高增，一定程度上带动新型储能行业景气保持高位。份额维度，公司所涉光伏 EPC 与储能集成业务目前市占率均相对较低，有望借助集团客户&供应商资源，以及协同海外渠道体系实现份额端的稳步提升。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 466.92、490.71 和 520.74 亿元，对应 PE 分别为 13.0、12.4 和 11.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动风险；2、海外业务运营风险；3、原材料价格波动风险；4、行业竞争加剧风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	79.85
总股本(万股)	760,569
流通A股/B股(万股)	685,449/0
每股净资产(元)	29.38
近12月最高/最低价(元)	83.17/69.88

注：股价为 2026 年 4 月 23 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《营收实现较高增长，经营效率进一步优化》
2026-04-01
- 《收入双位数增长，经营利润率明显提升》2025-11-11
- 《收入较优增长，盈利能力提升》2025-09-04



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

美的新能源：加码新能源业务，聚焦光伏&储能两大产业	6
光伏发电快速渗透，公司份额提升空间可观	10
国内光伏发电渗透率偏低，长期增长动力强劲	10
合康新能主要布局产业链下游，在手订单情况较为良好	13
储能景气保持高位，合康科陆共同打造全品矩阵	15
新型储能装机规模快速扩张，后续有望延续高增	15
科陆电子布局工商业&大型储能，有望凭借交直流一体方案形成差异竞争	18
合康新能切入户储，集团渠道资源加持下或持续放量	21
投资建议：把握 C 端&B 端共振，确定性增长的优质白电龙头	22
风险提示	23

图表目录

图 1：2025 年 12 月，公司宣布成立新能源事业部	6
图 2：公司新能源业务涵盖储能、逆变器与光伏等细分领域	6
图 3：公司新能源业务主要产品矩阵	7
图 4：合康新能营业收入重回高增	8
图 5：2017-2025 年合康新能盈利能力	8
图 6：近年来合康新能光伏 EPC 主业收入占比显著提升	8
图 7：合康新能以国内销售为主	8
图 8：2025 年科陆电子营收规模同比增长 42.41%	9
图 9：2025 年科陆电子扣非归母净利润率大幅改善	9
图 10：2025 年科陆电子储能业务收入占比约 60%	10
图 11：近年来，科陆电子外销收入占比中枢提升	10
图 12：光伏系统的基本构成	11
图 13：光伏发电系统按应用形式的分类	11
图 14：2025 年底国内光伏累计装机 12.0 亿千瓦（单位：亿千瓦）	11
图 15：2025 年国内光伏新增装机容量约 3.2 亿千瓦（单位：亿千瓦）	11
图 16：2025 年国内集中式光伏新增装机 1.6 亿千瓦（单位：亿千瓦）	12
图 17：2025 年国内光伏新增装机中，分布式系统约占 48%	12
图 18：2024 年全球光伏新增装机容量为 602GW	12
图 19：2024 年，全球光伏累计装机容量中，中国占比高达 46%	12
图 20：2025Q1，国内太阳能及其他发电量占比仅为 5.0%	13
图 21：截至 2024 年，希腊光伏发电渗透率为 27.9%	13
图 22：光伏产业链各环节梳理	13
图 23：合康新能 EMS 能源管理系统	14
图 24：合康新能别墅绿电解决方案工作流程	14
图 25：2025 年合康新能光伏 EPC 收入同比增长 74.2%	14
图 26：截至 2025 年末，合康新能新建光伏 EPC 项目梳理	14

图 27: 2025 年, 预计合康新能国内光伏 EPC 市场份额仅为 0.64%	15
图 28: 户用光储系统方案图	15
图 29: 2025 年底, 中国新型储能累计装机 144.7GW (单位: GW)	17
图 30: 2025 年, 国内电网侧储能系统应用占比为 42%	17
图 31: 截至 2020 年末, 国内抽水蓄能技术路线累计装机占比超 89%	17
图 32: 2025 年末, 国内新型储能累计装机占比超 2/3	17
图 33: 2024 年全球新型储能新增装机 188.5GW (单位: GW)	18
图 34: 近几年全球新型储能新增装机以表前储能为主	18
图 35: 2024 年中国新型储能新增装机占全球整体的 59%	18
图 36: 2034 年全球储能市场规模或达 7379 亿美元 (单位: 亿美元)	18
图 37: 电化学储能系统结构示意图	19
图 38: 2025 年, 电芯是储能系统最大的成本项	19
图 39: 2024 年全球交流侧储能系统集成商排名	20
图 40: 2024 年全球直流侧储能系统集成商排名	20
图 41: 2024 年全球户用储能市场区域分布	21
图 42: 美国户储市场呈特斯拉与 Enphase 双寡头格局	21
图 43: 2024 年, 欧洲户储市场中国企业份额高达 80%	21
图 44: 2025 年 3 月, 澳大利亚市场中企份额领先	21
表 1: 公司收购新能源相关上市公司的时间线梳理	6
表 2: 公司入主以来, 合康新能对业务进行梳理聚焦	7
表 3: 科陆电子发展历程梳理	8
表 4: 常见发电方式特点对比	11
表 5: 合康新能绿色能源解决方案业务情况	14
表 6: 不同类别储能核心差异对比	16
表 7: 储能系统核心功能梳理	16
表 8: 直流侧与交流侧储能系统对比	19
表 9: 交直流一体储能主要厂商产品布局情况	20
表 10: 合康新能户储产品与主要竞对参数对比	22
表 11: 公司收入和利润敏感性分析 (单位: 亿元)	23

美的新能源：加码新能源业务，聚焦光伏&储能两大产业

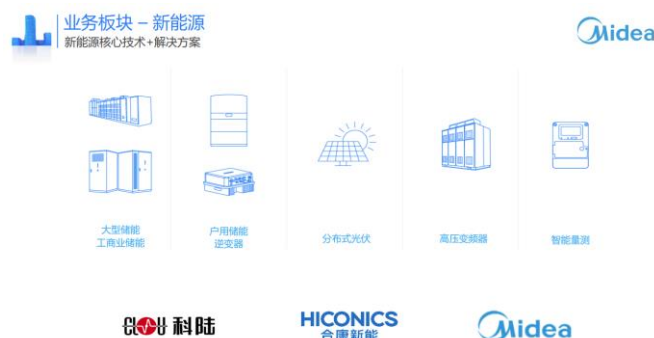
2025 年 12 月 18 日，美的集团内部发布《关于集团部分组织架构调整及人事任命的决定》，宣布成立“新能源事业部”，重新整合原工业技术事业部下辖的新能源产品公司与能源科技公司等，并宣布由公司执行总裁王建国兼任新能源事业部总裁。我们认为，无论是以事业部制承载更清晰的增长目标和考核机制，还是以集团最高管理层之一直接执掌新能源产业，都表明公司已将新能源业务规划为重点发展方向。

图 1：2025 年 12 月，公司宣布成立新能源事业部



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 2：公司新能源业务涵盖储能、逆变器与光伏等细分领域



资料来源：公司官网，长江证券研究所

公司新能源业务当前以 A 股上市公司合康新能与科陆电子为核心运营主体。于 2020 年 3 月，公司通过美的暖通收购合康新能约 18.73%的股份，正式进军新能源产业，并于 2022 和 2023 年分别通过协议转让与认购定增方式实现对科陆电子的控股。在此基础上，2026 年 2 月 27 日，合康新能发布《向特定对象发行 A 股股票预案》，拟以 5.73 元/股的价格增发 2.88 亿股股份，美的集团将以现金方式全额认购；本次发行完成后，美的集团及其一致行动人美的暖通对合康新能的控制权将得到进一步增强。

表 1：公司收购新能源相关上市公司的时间线梳理

时间	公司	事件详情
2020 年 3 月 25 日	合康新能	美的暖通收购合康新能约 18.73%的股份，支付总价款为 7.43 亿元。
2022 年 5 月 23 日	科陆电子	公司与深圳资本集团签署《附条件生效的股份转让协议》，后者将其所持科陆电子 1.26 亿股股份（约占当日总股本的 8.95%）以 6.64 元/股的价格协议转让给美的集团。
2023 年 6 月 2 日	科陆电子	科陆电子向公司定增 2.52 亿股股份，公司成为科陆电子控股股东，合计持有其 22.79%的股份。
2026 年 2 月 27 日	合康新能	合康新能发布《向特定对象发行 A 股股票预案》，拟向美的集团定向增发 2.88 亿股股份（不超过发行前总股本的 30%），发行价格为 5.73 元/股。

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

产品矩阵方面，合康新能长期深耕新能源与工业自动化领域，主要聚焦光伏解决方案、户用储能、光伏逆变器与高压变频器等；科陆电子则以能源的发、配、用、储产品为核

心，聚焦智能电网与储能两大方向。前者偏产品与解决方案，后者偏系统与工程服务，共同构建起美的新能源业务的基石底座。

图 3：公司新能源业务主要产品矩阵

合康新能			科陆电子		
领域	代表产品	图例	领域	代表产品	图例
光伏解决方案	户用光伏		储能业务	工商业储能	
	工商业光伏			大型地面储能	
	光伏并网逆变器			储能逆变器	
储能光逆业务	户用储能		智能电网	智慧能源管理平台	
	光伏逆变器			高精计量	
	微型逆变器			智能检测	
	充电桩			制造装备	
高压变频器	高压变频器			低压开关	

资料来源：各公司官网，长江证券研究所

具体到各公司经营情况来看，合康新能早期专注于高压变频器的技术积累与市场开发，2014 年开启多元化拓张，先后切入交流伺服系统、新能源客车、中低压变频器、光伏发电与节能环保等领域；但受到行业竞争加剧、新能源补贴政策波动等因素的扰动，该阶段的业务扩张并不理想。2020 年美的集团入主后持续推动业务瘦身，重新梳理产业布局，于次年对 11 家子公司进行剥离或注销。2023 年 7 月，合康新能全资子公司合肥能源科技通过设立合肥合康光伏进一步加码光伏 EPC 业务，最终形成当前以“光伏解决方案、户用储能及光伏并网逆变器、高压变频器”为核心的主业布局。

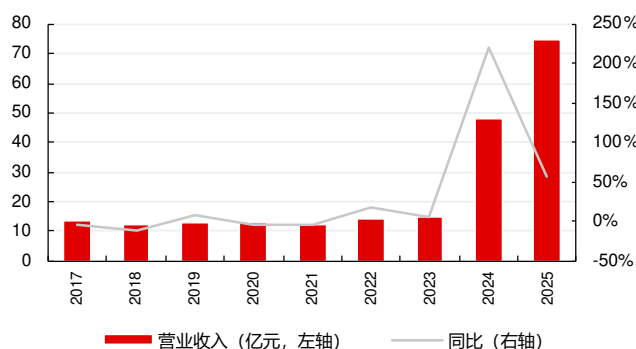
表 2：公司入主以来，合康新能对业务进行梳理聚焦

时间	事件
2003 年	公司成立，初期专注于高压变频器领域。
2010 年	创业板上市。
2014 年	收购东菱技术，进军交流伺服系统产业。
	合资设立合康动力，布局新能源客车零部件及相关业务。
	通过对日业电气增资，加速中低压变频器业务的发展。
2015 年	新设滦平慧通，主营业务为光伏发电。
	新设控股子公司合康智能，布局新能源汽车充电桩业务。
	收购华泰润达，拓展节能环保业务。
2020 年	美的集团控股，重新梳理产业布局，聚焦核心业务。
2021 年	对 11 家子公司进行剥离或注销，聚焦主业，并重点布局新能源领域。
2023 年	成立合康光伏，布局苏州研发中心，深度入局新能源赛道。
2024 年	剥离日业电气（中低压变频器业务），持续聚焦新能源、户储及光伏逆变器、高压变频器三大领域。

资料来源：合康新能官网及公告，长江证券研究所

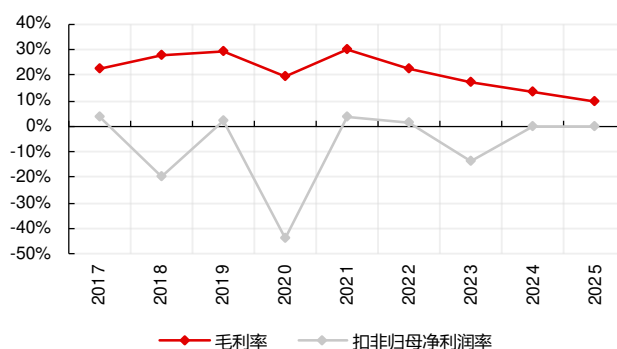
报表端来看，2017-2023 年，处于调整期的合康新能营收规模复合增速仅为 1.66%，同时受子公司减值计提与新能源业务拓展等方面影响，公司盈利端出现较大波动。但 2024 年以来，随着光伏 EPC 业务的快速放量，公司营业收入已重回高增，且受益于费率优化，公司综合盈利能力也已迎来改善。收入结构方面，2025 年，公司光伏 EPC 收入占比已提升至 88.4%，变频器类、储能类产品分别为 6.8%和 1.6%。综合来看，我们认为合康新能在经历转型阵痛后已重新回归正轨，经营表现正逐步向好，且光伏解决方案已超越传统高压变频器业务成为公司的核心主业。

图 4：合康新能营业收入重回高增



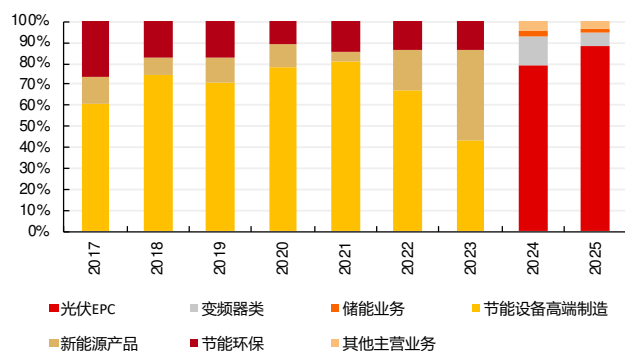
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2017-2025 年合康新能盈利能力



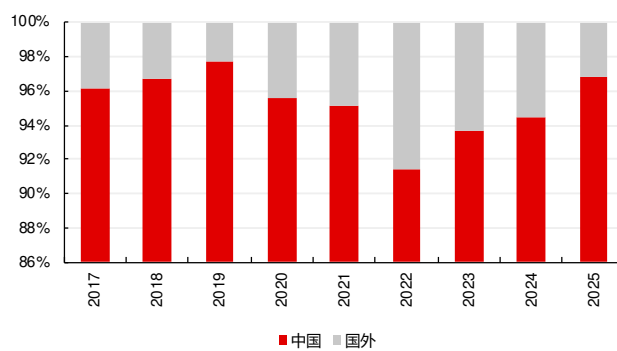
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：近年来合康新能光伏 EPC 主业收入占比显著提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：合康新能以国内销售为主



资料来源：Wind，长江证券研究所

与合康新能相似，科陆电子也曾经历从多元扩张到产业聚焦的过程。科陆电子成立于 1996 年，在十余年内持续深耕于电力业务，直到 2009 年开始布局储能产业，并于后续进入电力一次设备、通讯模块与三元锂电池等领域。2019 年，公司启动业务瘦身，出售多个光伏电站资产，并剥离百年金海、卡耐新能源，逐渐聚焦智能电网与储能两大核心板块。

表 3：科陆电子发展历程梳理

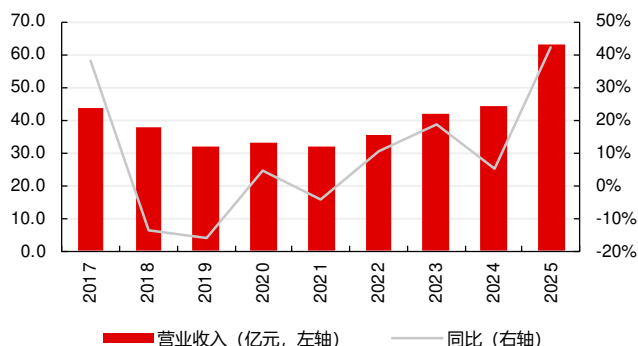
时间	事件
1996 年	公司成立，进军电力市场。
2002 年	发布全国首块 0.2S 智能电表，打破国外垄断。

2007 年	深交所上市。
2009 年	布局储能业务，主要产品涵盖储能系统、电池 PACK 等。
2012 年	入主东自电气，进军电力一次设备领域。
2015 年	收购芯珑电子，布局通讯模块市场。
2016 年	与 LG 合资合作电池储能系统。
2017 年	控股三元软包电池龙头卡耐电池，加大三元锂电池布局。
2019 年	聚焦智能电网与新能源业务，出售多个光伏电站资产，并剥离百年金海、卡耐新能源。
2021 年	深圳国资委成为公司控股股东。
2023 年	美的集团成为公司控股股东。

资料来源：科陆电子官网及公告，长江证券研究所

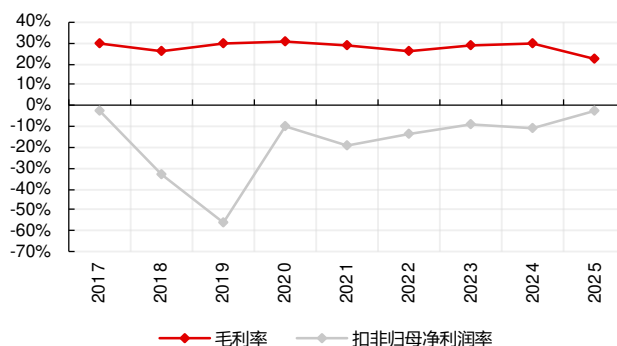
经营数据方面，自 2019 年科陆电子完成对核心主业的优化调整以来，公司营收规模中枢实现较好增长，2019-2025 年 CAGR 为 12.01%，但受偏高的期间费用率、高额资产减值与储能行业价格竞争等多重因素影响，公司扣非归母净利润多年持续为负，但 2025 年已大幅减亏。收入结构方面，2019-2025 年，公司储能业务收入占比由不到 3% 大幅提升 57.44 个百分点至 60.17%，智能电网收入则对应降低至 38.89%。同时，随着公司对海外客户的开拓，2023 年以来科陆电子海外收入比重已有显著提升。

图 8：2025 年科陆电子营收规模同比增长 42.41%



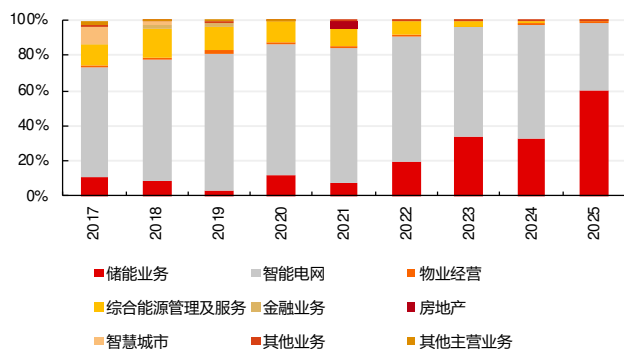
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：2025 年科陆电子扣非归母净利润率大幅改善



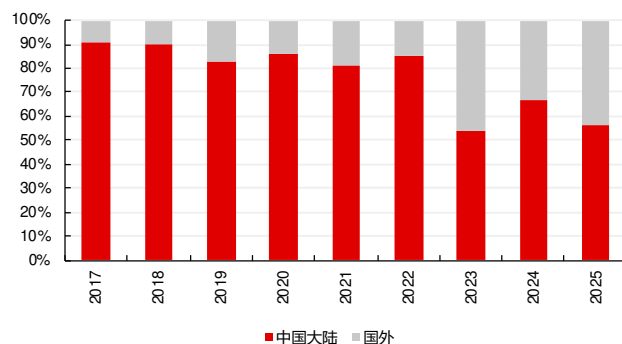
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：2025 年科陆电子储能业务收入占比约 60%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：近年来，科陆电子外销收入占比中枢提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

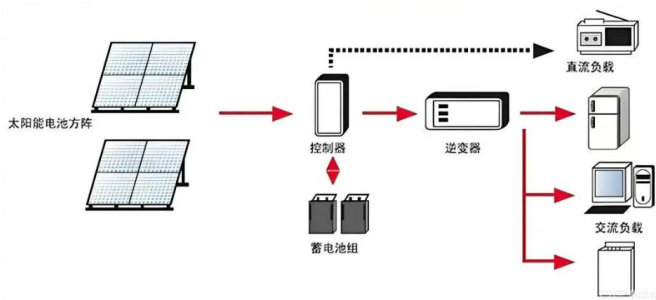
总结来看，美的集团通过设立专门的事业部来明确了增长目标与考核机制，且委派集团最高管理层成员之一直接负责新能源产业的运营，共同彰显出新能源业务在集团战略中的重要地位。同时，从集团两家新能源运营主体合康新能与科陆电子近几年的动态调整与收入结构出发，都指明了光伏与储能板块或将成为美的集团新能源战略的长期发展方向。

光伏发电快速渗透，公司股份提升空间可观

国内光伏发电渗透率偏低，长期增长动力强劲

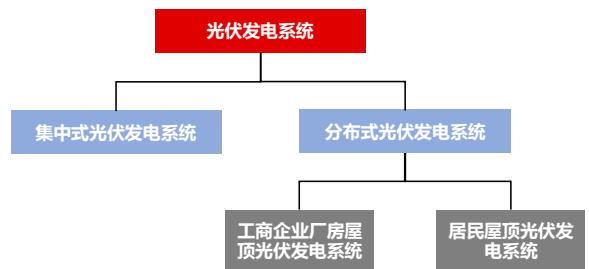
光伏发电是利用光伏效应将太阳能直接转换为电能的清洁能源技术，其基本原理是当太阳光照射到半导体材料时，光子携带的能量被半导体吸收，激发内部的电子从价带跃迁到导带，形成自由电子和空穴，电子-空穴对在内建电场的作用下被分离，产生电流，从而实现太阳能向电能的转换。按运行与连接方式的不同，光伏主要可分为并网光伏系统和离网光伏系统；其中，并网光伏系统指光伏发电设备直接与公共电网连接，所产生的电能可直接输送至电网中，实现电力的共享和交易，离网系统通过光伏组件将太阳能转化为电能，配备储能装置以储存多余电能，确保在夜晚或阴雨天气时依然能够提供稳定的电力供应。按应用形式的不同，光伏发电系统可分为集中式与分布式两类，其中分布式又可进一步划分为工商业光伏与户用光伏。

图 12：光伏系统的基本构成



资料来源：Microgrids，长江证券研究所

图 13：光伏发电系统按应用形式的分类



资料来源：硕远咨询，长江证券研究所

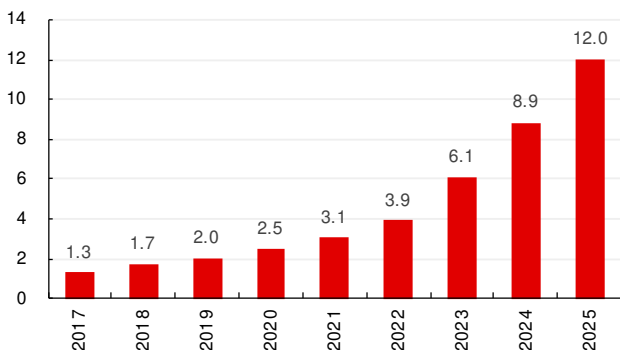
表 4：常见发电方式特点对比

类型	能源来源	主要技术	特点
光伏发电	太阳能	光伏电池	清洁、无噪音、维护简单、成本快速下降
风力发电	风能	风力发电机	可再生、成本低、受地理条件限制
燃料电池	氢气/天然气	电化学反应	高效、清洁、静音、适合分布式
微型燃气轮机	天然气	燃气轮机	效率高、排放低、可热点联产
柴油发电机	柴油	内燃机	技术成熟、可靠性高、燃料成本高
生物质发电	生物质	燃烧/气化	可再生、碳中和、受原材料供应限制

资料来源：Microgrids，长江证券研究所

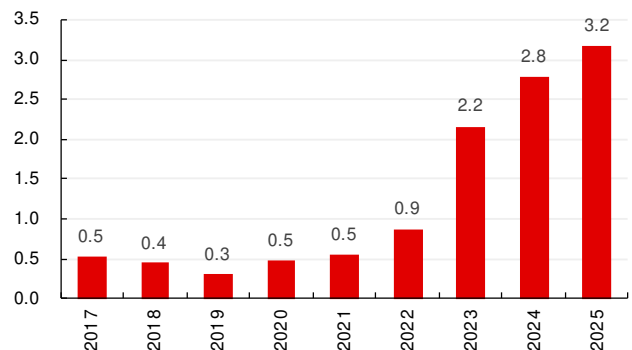
同时受益于国家“双碳”目标的推动与光伏技术本身迭代所带来的相对经济效益优势，国内光伏产业保持高速发展。根据国家能源局，2025 年，全国光伏新增装机容量 3.2 亿千瓦，连续六年实现增长；累计来看，截至 2025 年底，全国光伏发电累计装机容量已高达 12.0 亿千瓦，较上年同期增长 35.48%，中国能源绿色低碳转型取得显著成效。

图 14：2025 年底国内光伏累计装机 12.0 亿千瓦（单位：亿千瓦）



资料来源：国家能源局，长江证券研究所

图 15：2025 年国内光伏新增装机容量约 3.2 亿千瓦（单位：亿千瓦）

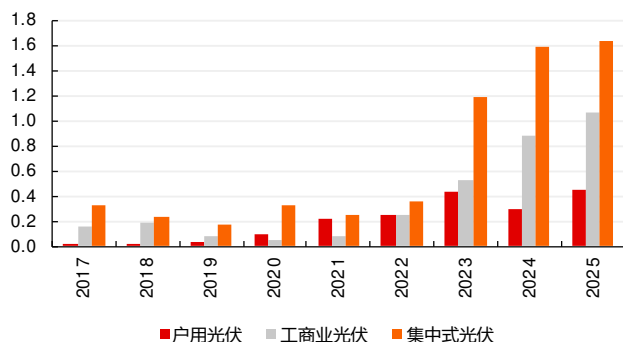


资料来源：国家能源局，长江证券研究所

结构方面，国内集中式光伏新增装机占比中枢有所下降，当前与分布式光伏约各占一半。2025 年，国内光伏新增装机中，集中式系统占比约 52%，较 2017 年下降约 12 个百分点。

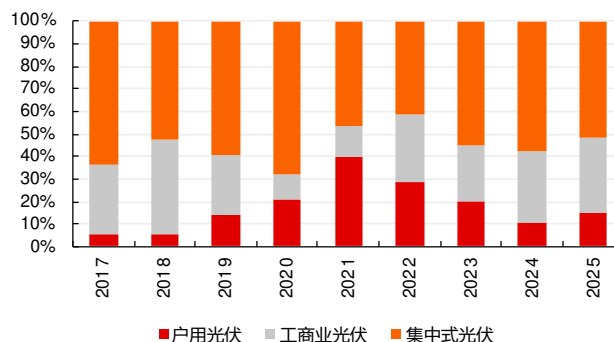
点，分布式占比约 48%，其中工商业光伏与户用光伏分别为 34%和 15%。**增速维度**，2017-2025 年，国内光伏新增装机容量 CAGR 约 25.0%，其中户用光伏增速最快（41.6%），工商业光伏次之（26.2%），集中式光伏增速相对偏缓（21.9%）。

图 16：2025 年国内集中式光伏新增装机 1.6 亿千瓦（单位：亿千瓦）



资料来源：国家能源局，长江证券研究所

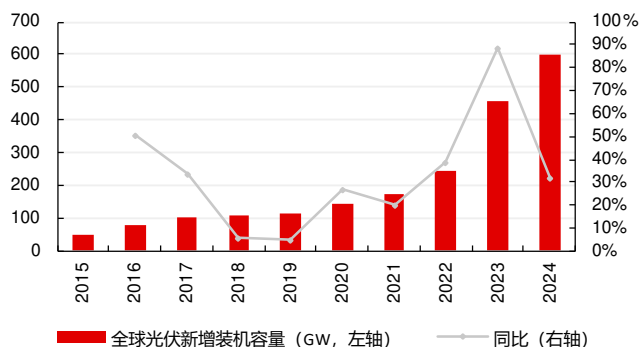
图 17：2025 年国内光伏新增装机中，分布式系统约占 48%



资料来源：国家能源局，长江证券研究所

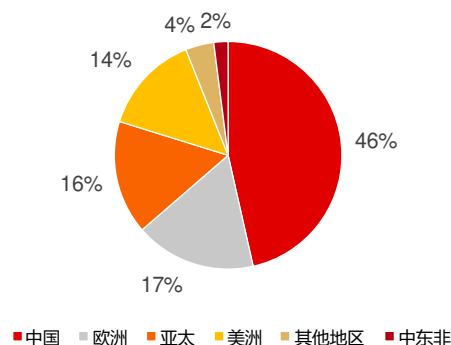
国内光伏装机规模虽领先于全球，但目前太阳能发电占比仍显著偏低，长期增长潜力可期。根据国际能源署（IEA），截至 2024 年底，全球光伏累计装机为 2246GW，中国为最大的单一市场，占全球装机容量的 46%。但是，从渗透率维度出发，2025Q1 国内太阳能及其他方式的发电量占比仅为 5.0%，相较于希腊、荷兰、西班牙与匈牙利等国家 2024 年超 20% 的光伏渗透率仍有巨大的提升空间。**基于此，我们认为中长期来看，光伏发电系统在国内市场大概率将延续较高增长。**

图 18：2024 年全球光伏新增装机容量为 602GW



资料来源：IEA PVPS，长江证券研究所

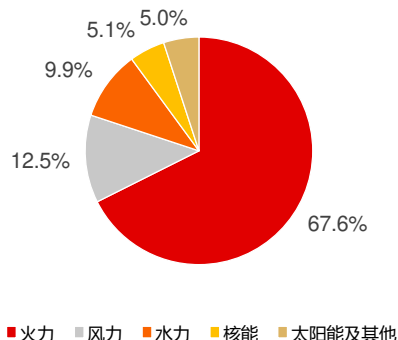
图 19：2024 年，全球光伏累计装机容量中，中国占比高达 46%



资料来源：IEA PVPS，长江证券研究所

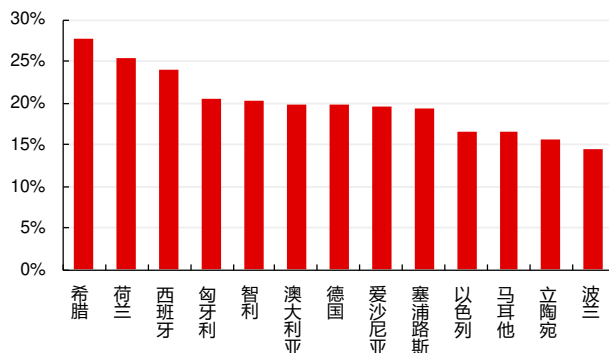


图 20：2025Q1，国内太阳能及其他发电量占比仅为 5.0%



资料来源：生态环境部核与辐射安全中心，长江证券研究所

图 21：截至 2024 年，希腊光伏发电渗透率为 27.9%

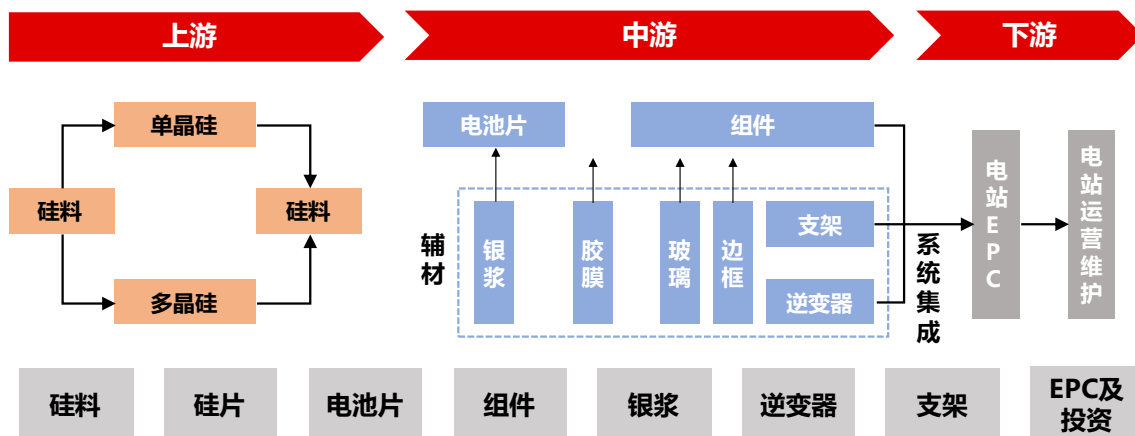


资料来源：IEA PVPS，长江证券研究所

合康新能主要布局产业链下游，在手订单情况较为良好

对光伏产业链进行梳理，合康新能主要布局下游 EPC 环节。光伏产业链包括上游的硅材料供应，中游的硅片、电池片及组件制造，以及下游的系统集成、设备制造、项目开发及运维服务等多个环节。合康新能光伏相关业务主要针对不同应用场景与客户需求，提供定制化设计、实施与运维服务，为客户打造全方位、多元化的绿色能源解决方案，属光伏产业链下游 EPC 环节。

图 22：光伏产业链各环节梳理



资料来源：普华永道，长江证券研究所

合康新能依托合肥子公司开展绿色能源解决方案业务，主要包括户用光伏 EPC、工商业光伏 EPC、美墅绿电解决方案三大领域。户用光伏与工商业光伏 EPC 方面，公司采用资源整合模式，与资金方合作，以项目为单位签订项目建设协议及运维服务协议，提供包括光伏项目设计、采购、施工、运维等环节在内的工程总承包及相关配套服务，获取项目交付后的资方项目结算收入及后续电站运维服务收入。美墅绿电解决方案方面，公司采用部分核心部件自主研发生产、部分部件外采的模式，集成解决方案后直接面向业主销售，为用户提供从设计、安装到后续运维的一站式服务。

表 5：合康新能绿色能源解决方案业务情况

业务类型	详细介绍
户用光伏 EPC	利用用户住宅的屋顶、庭院等场所安装光伏电站，将太阳能转化为电能，为家庭实现并网售电或供电的发电系统解决方案。同时，公司为电站提供长期的运维服务，定期对光伏系统进行巡检和维护，及时更换老化或损坏的设备部件，确保系统长期稳定运行。通过智能监控系统，实时监测系统运行状态，及时发现并解决问题，为用户提供全方位的售后保障。
工商业光伏 EPC	为工商业客户提供源网荷储一体化智慧新型能源解决方案。基于屋顶结构，采用 BAPV、BIPV 等方式实现光伏电站安装，结合储能、充电桩等设施，利用 EMS 能源管理平台，打造绿色电力生产、存储及应用的分布式绿电系统，为工商业主提供更多清洁能源，实现园区能源调度的智能化与可视化，助力工商业主节能减排，降本提效。
美墅绿电解决方案	推出针对别墅的绿电解决方案，借助太阳能转化技术，为别墅用户打造集供电、供热、储能及充电桩于一体的清洁能源系统，达成绿色能源供应、能源自给与智能调度的目标。该方案配备智能运维系统，涵盖聚能屋顶、智慧储能、零碳充电、智能用电以及智慧供热 5 大智能模块。用户可通过手机端 APP，一屏掌控系统全链路，实现实时响应与维护，满足别墅安全备电、高效用电的能源需求，保障别墅用电安全。

资料来源：合康新能公告，长江证券研究所

图 23：合康新能 EMS 能源管理系统



资料来源：合康新能官网，长江证券研究所

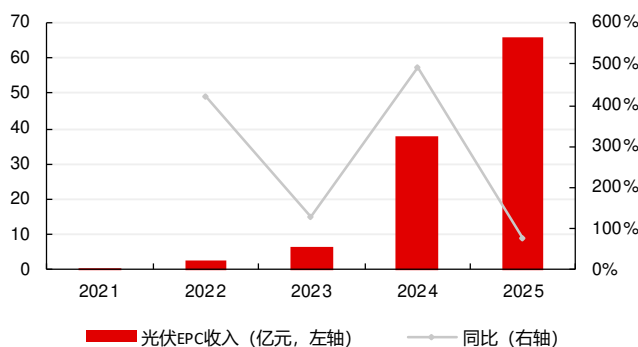
图 24：合康新能别墅绿电解决方案工作流程



资料来源：合康新能官网，长江证券研究所

依托美的自身用电需求及其供应商&客户资源，合康新能光伏 EPC 业务实现快速增长，且当前在手项目情况良好。合康新能背靠控股股东美的集团，一方面，美的自身于国内拥有较多产能，存在较多光伏施工运维需求，另一方面，美的掌握丰富上下游供应链客户优质资源，有助于合康新能快速获客。2022 年以来，公司光伏 EPC 相关收入持续实现高速增长，2022-2025 年 CAGR 高达 185.71%。在此基础上，截至 2025 年末，公司新建 EPC 项目超十个，合计装机规模近 2.34GW，短期内仍有较高增长动力。

图 25：2025 年合康新能光伏 EPC 收入同比增长 74.2%



资料来源：Wind，长江证券研究所

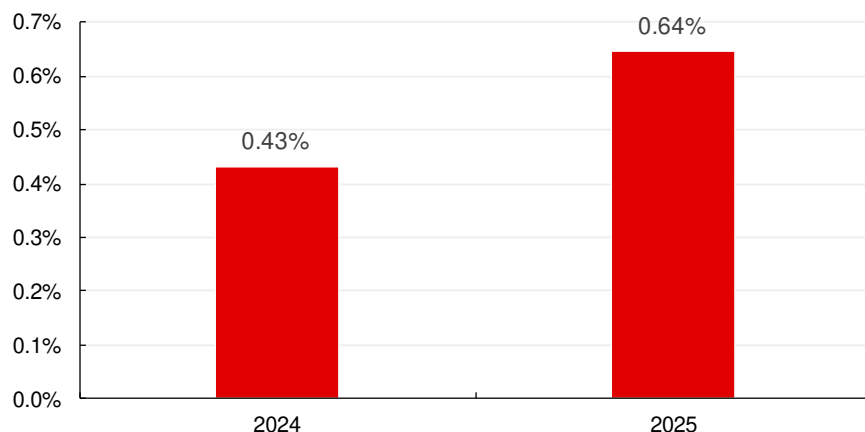
图 26：截至 2025 年末，合康新能新建光伏 EPC 项目梳理

项目名称	电站规模 (MW/MWH)	进展情况	类型
华融金租业务合作项目	1047.30	并网	户用
华鑫金租业务合作项目	713.41	并网	户用
皖江金租业务合作项目	164.49	并网	户用
广州发展业务合作项目	90.53	并网	户用
广东江门广东富华工业项目	28.80	竣工	工商业
广东江门开平一期工商业光伏项目	27.33	竣工	工商业
招银金租业务合作项目	26.89	并网	户用
越秀金租业务合作项目	22.36	并网	户用
浙江金华爱旭一期工商业光伏项目	17.97	竣工	工商业
华翔（洪洞）智能科技有限公司工商业光伏项目	15.01	在建	工商业
其他项目合计	182.77	-	-

资料来源：合康新能公告，长江证券研究所

公司于国内光伏 EPC 市场份额预计较低,后续存在较大提升空间。2024 年及 2025 年,合康新能出售的分布式电站分别为 1.20 和 2.04GW;在不考虑项目启动与建成并网时间错配的情况下,2024 年和 2025 年公司国内光伏 EPC 市占率预计分别仅为 0.43%和 0.64%,长期份额端亦具备较大提升潜力。

图 27: 2025 年,预计合康新能国内光伏 EPC 市场份额仅为 0.64%

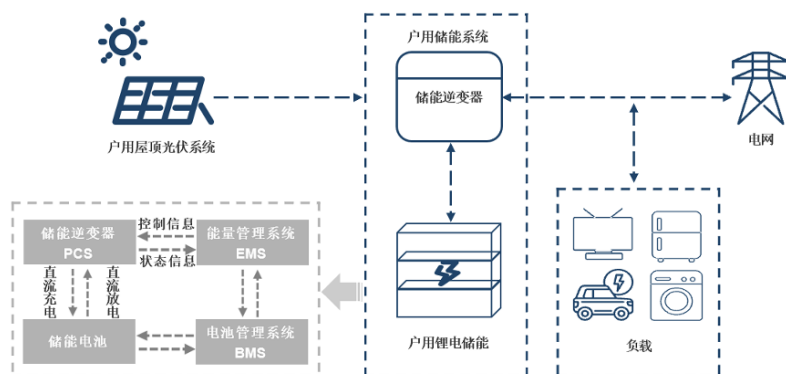


资料来源: 国家能源局, 合康新能公告, 长江证券研究所

储能景气保持高位, 合康科陆共同打造全品矩阵 新型储能装机规模快速扩张, 后续有望延续高增

储能是解决电力供需时空错配的设备。储能是指通过特定技术和装置将暂时不用的能量储存起来, 在需要时再释放利用的过程; 其可以解决电力供需的时空矛盾, 提升能源系统的稳定性、经济性和可持续性, 在能源系统、工业生产、日常生活等多个领域都发挥着至关重要的作用。

图 28: 户用光储系统方案图



资料来源: 麦田能源招股书, 长江证券研究所

按实际应用场景看, 储能可分为户用储能、工商业储能与大型储能, 三类储能所实现的功能有所差异:

- **户储**：指安装在家庭住宅中的储能系统，用于储存来自太阳能板或其他可再生能源发电设备产生的电力，以供夜间或阴天时使用，也可以作为备用电源应对停电情况。应用场景包括家庭日常用电、分布式光伏配套、离网地区供电。
- **工商储**：面向企业、工厂、商场等非居民用户的储能解决方案，旨在优化用电成本、提高供电可靠性，并参与电网服务如调频调峰等。应用场景包括制造业、数据中心、医院、商场等对电力质量和供应可靠性要求高的场所。
- **大储**：服务于电网侧或电源侧的大规模储能项目，用于电力调峰、调频、备用电源及可再生能源并网支持。应用场景包括电网调峰调谷、可再生能源并网、跨区域电力调度及应急备用电源等。

表 6：不同类别储能核心差异对比

	户储	工商储	大储
用户类型	居民家庭	工厂、写字楼、商场等工商业主体	电网公司、发电集团、独立运营商
单套规模	5-10kWh（功率 3-10kW）	50kWh-10MWh（功率 10-1000kW）	50kWh-10MWh（功率 10-1000kW）
核心需求	降电费、应急备电、光伏自用	峰谷套利、需量管理、备电、DR 响应	调峰调频、新能源消纳、容量支撑
电池类型	磷酸铁锂（LFP）为主	磷酸铁锂（LFP）为主	磷酸铁锂（LFP）为主
循环寿命要求	3000-6000 次（8-15 年）	5000-8000 次（10-15 年）	8000-15000 次（20 年+）
商业模式	零售购买、光伏打包、租赁	自建 ROI、ESCO 分成、综合能源服务	容量租赁、辅助服务、电力市场交易
市场驱动	居民电价高、电网不稳、户用光伏普及	峰谷价差、需量电价、企业降本	风光配储政策、电网调峰缺口、新能源消纳

资料来源：新能源时代微信公众号，长江证券研究所

储能系统主要功能较为多元，包括平衡电力系统、促进可再生能源、保障供电可靠、提供辅助功能、优化用户用能等。随着新能源产业的快速发展，光伏配储已成为当前储能最为重要的下游应用场景之一，以提升可再生能源的消纳能力。

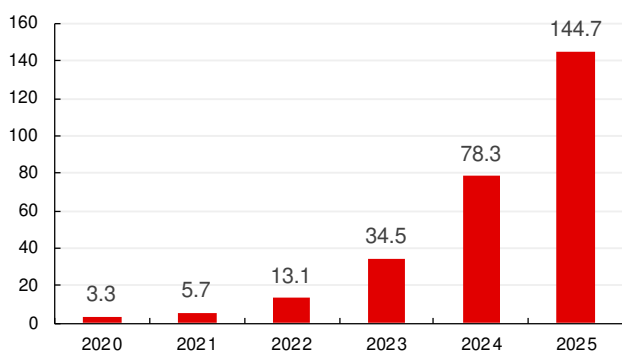
表 7：储能系统核心功能梳理

功能类别	具体功能	主要应用场景	核心价值
平衡电力系统	削峰填谷	电网侧、用户侧	平抑负荷波动，提高电网效率
促进可再生能源	平滑输出	电源侧（风光电站）	抑制波动，提高并网电能质量
	能量时移	电源侧（风光电站）、用户侧（光储系统）	提升可再生能源消纳能力
保障供电可靠	备用电源	用户侧（重要负荷）、微网	供电中断时持续供电
	黑启动	电网侧	电网崩溃后快速恢复
提供辅助功能	频率调节	电网侧、电源侧	维持电网频率稳定（一次/二次调频）
	无功支持	电网侧	稳定电压，减少损耗
	缓解阻塞	电网侧	提升局部电网输送能力
优化用户用能	峰谷价差套利	用户侧（工商业、家庭）	降低用电成本
	需量管理	用户侧（工商业）	降低最高需量，减少容量电费
	提升电能质量	用户侧（精密制造、数据中心）	治理电压暂降、谐波等问题
延缓投资升级	替代输配电升级	电网侧	延缓或减少电网基础设施投资

资料来源：新能源时代微信公众号，长江证券研究所

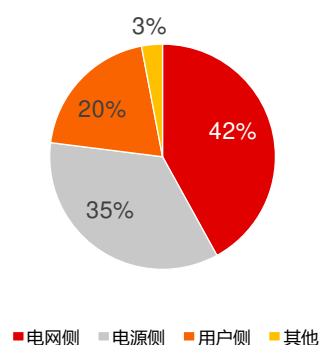
国内新型储能规模快速发展，锂离子电池路径逐步成为主流。据 CNSEA，截至 2025 年 12 月底，国内新型储能累计装机规模为 144.7GW，对应 2020-2025 年 CAGR 高达 113.01%。值得关注的是，国内传统抽水蓄能累计装机占比近年来持续萎缩，2025 年为 31.3%，较 2020 年底下降约 58 个百分点，取而代之的是新型锂离子电池技术路径，其 2025 年累计装机份额已高达近 66%。

图 29：2025 年底，中国新型储能累计装机 144.7GW（单位：GW）



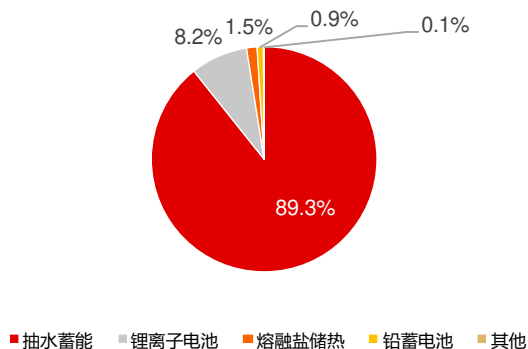
资料来源：CNSEA，长江证券研究所

图 30：2025 年，国内电网侧储能系统应用占比为 42%



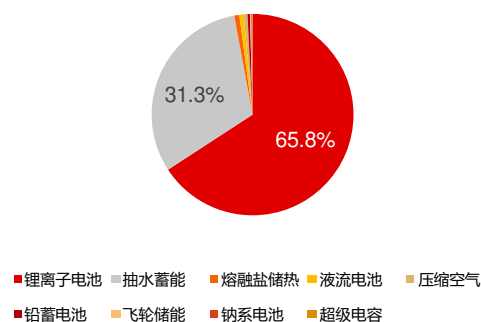
资料来源：CNSEA，长江证券研究所

图 31：截至 2020 年末，国内抽水蓄能技术路线累计装机占比超 89%



资料来源：CNSEA，长江证券研究所

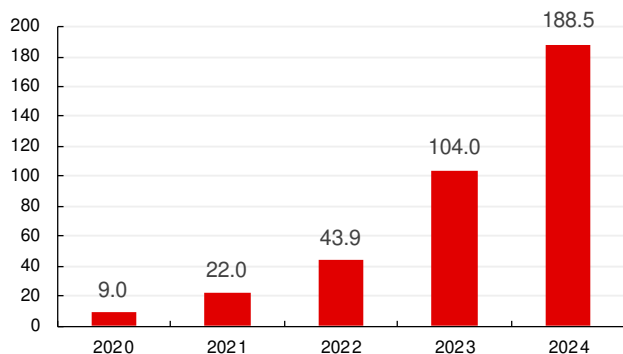
图 32：2025 年末，国内新型储能累计装机占比超 2/3



资料来源：CNSEA，长江证券研究所

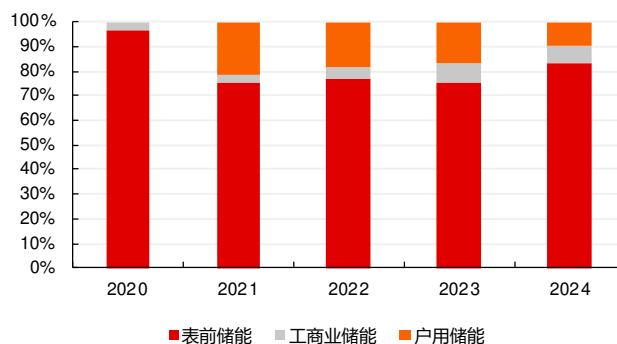
全球市场方面，2024 年，全球新型储能新增装机 188.5GW，对应 2020-2024 年 CAGR 为 113.9%，其中中国、美国与欧洲为主要市场，分别占 2024 年全球新增容量的 59%、16%和 15%。同时，虽然近几年工商业与户用储能装机占比已有一定提升趋势，但截至 2024 年仍以表前储能为主，2024 年表前储能、工商业储能与户用储能新增装机占总装机的比例分别为 83%、7%和 10%。展望后续，根据 market.us，至 2034 年，全球储能市场规模预计将提升至 7379 亿美元，对应 2024-2034 年 CAGR 为 14.9%，若单看新型储能市场，预计增速会显著更高。

图 33：2024 年全球新型储能新增装机 188.5GW（单位：GW）



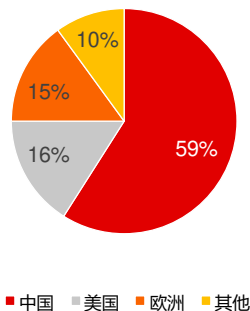
资料来源：思瀚产业研究院，长江证券研究所

图 34：近几年全球新型储能新增装机以表前储能为主



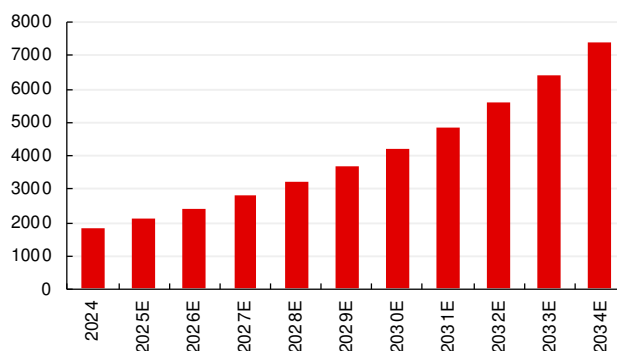
资料来源：思瀚产业研究院，长江证券研究所

图 35：2024 年中国新型储能新增装机占全球整体的 59%



资料来源：思瀚产业研究院，长江证券研究所

图 36：2034 年全球储能市场规模将达 7379 亿美元（单位：亿美元）

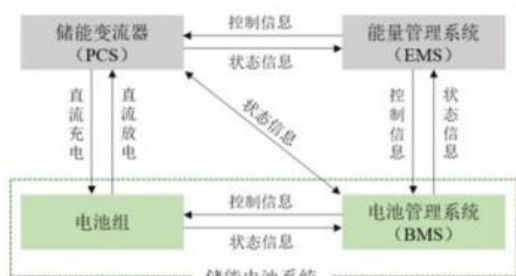


资料来源：market.us，长江证券研究所

科陆电子布局工商业&大型储能，有望凭借交直流一体方案形成差异竞争

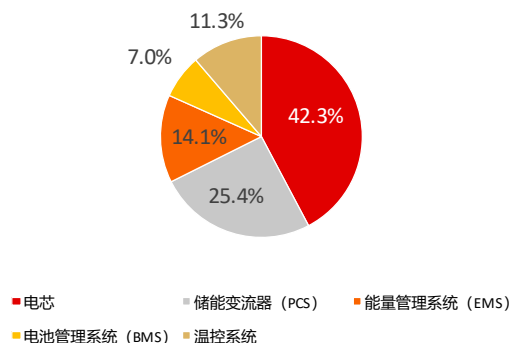
完整的电化学储能系统主要由电池组、电池管理系统（BMS）、能量管理系统（EMS）、储能变流器（PCS）以及其他电气设备构成。根据 2025 年最新行业数据，储能系统总成本大致为 0.56-0.71 元/Wh 区间，其中电芯仍是最大的成本项，其次是 PCS 和 EMS，占比分别约为 42.3%、25.4%和 14.1%。美的集团新能源子公司科陆电子定位于工商业储能与大型储能集成商，虽处储能产业链下游，但已实现 PCS、BMS、EMS、DC/DC（直流-直流变换器）和 O&MS 等储能系统控制核心单元的全面自研自产。

图 37：电化学储能系统结构示意图



资料来源：科陆电子公告，长江证券研究所

图 38：2025 年，电芯是储能系统最大的成本项



资料来源：北极星工商业储能，长江证券研究所

根据出货时是否配套 PCS，储能系统可分为直流侧储能系统（不带 PCS）和交流侧储能系统（带 PCS）。直流侧储能系统主要可安装在如光伏发电等的直流系统中，该设计能够将蓄电池与光伏发电阵列连接到逆变器直流段进行配接调控，实现两者之间的有效协同，减少直流-交流转换损耗，提高发电效率。而交流侧储能系统采用单独的充放电控制器和逆变器来给蓄电池充电或逆变。该方案本质上是给现有光伏发电系统外挂储能装置，可快速响应电网需求，提供调频、削峰填谷等服务，提高电网稳定性，减少新能源并网对电网的影响。

表 8：直流侧与交流侧储能系统对比

	直流耦合储能方案	传统交流耦合方案
工作原理	光伏与电池直连光储一体机直流侧，少环节直接储电	光伏与储能在交流侧连接，需两次变流（DC-AC-DC）
发电效率	光伏利用率 95%+，损耗低	光伏利用率 96%+，但变流环节多，能量损耗更高
度电成本	系统简单，初始成本低，长期损耗少	设备复杂，初始投资与运营成本高，度电成本更高
应用场景	光伏新增项目、白天少用电/夜晚多用电场景（高效触电）	光伏存量/新增项目、白天多用电场景（灵活并网）

资料来源：储能产业网，长江证券研究所

竞争格局方面，2024 年全球储能系统集成商交流侧 TOP5 企业为特斯拉、阳光电源、中车株洲所、Fluence 和海博思创，受益于先发优势以及对电网的理解，PCS 厂商在交流侧储能系统领域暂处领先地位。直流侧系统来看，2024 年出货 TOP5 企业为宁德时代、比亚迪、精控能源、海辰储能与远信控股，其中宁德时代、比亚迪及海辰储能均为储能电芯头部企业，当前电芯厂商正在加速向下游系统集成领域渗透。

图 39：2024 年全球交流侧储能系统集成商排名

排名	公司	排名	公司
1	特斯拉	7	Powin
2	阳光电源	8	Nextera
3	中车株洲所	9	阿特斯
4	Fluence	10	山东电工时代
5	海博思创	11	金风零碳
6	远景能源	12	许继电科

资料来源：储能产业网，长江证券研究所

图 40：2024 年全球直流侧储能系统集成商排名

排名	公司
1	宁德时代
2	比亚迪
3	精控能源
4	海辰储能
5	远信控股

资料来源：储能产业网，长江证券研究所

虽然科陆电子在传统储能板块的份额相对较低，但于交直流一体新技术领域或存在良好发展潜力。传统储能系统通常直流与交流环节分立，导致能量转换层级多、占地面积大，且效率损耗高，而交直流一体储能系统通过架构重构，将电池簇、PCS、BMS 高度集成于单个柜体，带来极简设计、安装简化以及安全升级。2025 年 4 月，科陆电子在储能国际峰会暨展览会上正式推出 Aqua-C 系列液冷集装箱储能系统（交直流一体机）。Aqua-C2.5 系列搭载 314Ah 大容量电芯，采用 20 尺集装箱，标称容量达 5.015MWh，能量密度较一代产品提升 21%，全生命周期可放电量提升 10%。考虑到储能系统正朝高度集成化方向发展，交直流一体系统或成为主流发展趋势之一，且该技术起步时间晚，市场竞争相对平缓，公司有望凭借在该领域较早的布局获得良好发展机会。

表 9：交直流一体储能主要厂商产品布局情况

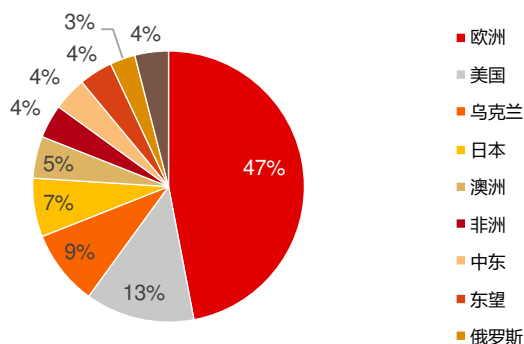
企业	产品	特点
阳光电源	PowerTian 2.0 液冷储能系统	秉持“三电融合，智储一体”理念，配置嵌入式 PCS，实现交直流一体化（AC 存储），标准 20 尺柜容量达 5MWh，占地节省 29%、系统全生命周期放电量提升 8%、辅电能耗降低 45%、RTE 提升 2%。
	工商业 255CS 系列	在光储融合场景具备“交流耦合”和“直流耦合”模式，全天候综合效率≥88%，高于行业 2%-4%，初始投资节省 5%-10%。
远景储能	“交直一体” 5.0/5.6MWh 储能系统	5.6WMh 储能系统搭载远景动力 350Ah 储能专用电芯，循环寿命达 15000 次，3 年零衰减，循环效率 96%；全生命周期放电量提升超 8%，占地面积减少 50%，度电成本降低约 45%。
科陆电子	全新一代 20 尺 Aqua C2.5 交直流一体全液冷 5MWh 储能系统	相较于传统储能系统，该产品场站面积减小 32.7%，空间利用率进一步提升 10.7%；融合 SmartScales 主动均衡 BMS 技术，可用容量额外提升 2%，储能系统的总可用容量共提升 4%。
力神	“交直流一体” 5MWh 储能系统	集成了直流侧力神自主研发的 314Ah 储能专用电芯和标准化的 2P52S 电池模块，以及交流侧组串式 PCS，一簇一管理；体积能量密度提升 17%，系统全生命周期放电量可提升 8%左右。
融和元储	新一代交直流一体液冷储能系统集装箱——“融合·玄武”	可适用全储能场景的 5MWh 储能系统，采用“交直一体”设计，一簇一管理，消除簇间环流，全面提升全生命周期放电量的同时，运维更便利，部署更灵活，交付更迅速。
南都电源	Center L Ultra 6.25MWh 交直流一体液冷储能系统	搭载南都自研自产的 783Ah 超大储能专用电池。该款电池体积能量密度大于 430Wh/L，循环寿命高达 15000 次，单体能量超过 2.5 度电，能量效率超 95%；系统生命周期内放电量增加 8%。

资料来源：储能产业网，长江证券研究所

合康新能切入户储，集团渠道资源加持下或持续放量

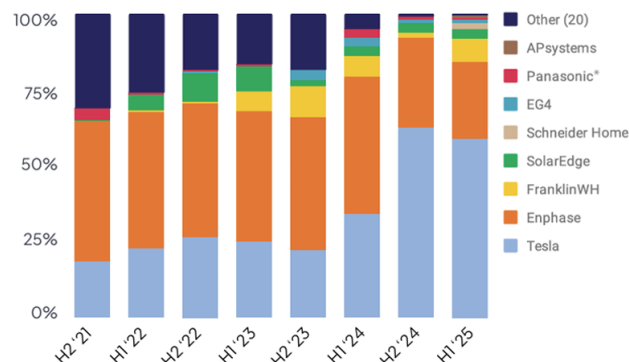
户用储能方面，美国市场呈现 Tesla 与 Enphase 双寡头格局，欧洲与澳大利亚则对于优质非本土厂商并不排斥。根据 EnergySage，美国户储产品的集中度相对较高，Tesla 和 Enphase 龙头地位长期稳固，同时 FranklinWH 等新进入者于 2023H1 也开始崛起。欧洲与澳洲则并不排斥优质的非本土厂商，近几年欧洲户储市场国内企业份额逐步提升，2024 年高达 80%（前三名分别为比亚迪、华为、阳光电源）；2025 年 3 月的澳洲综合容量排行榜来看，思格能源、阳光电源和沃太能源位列前三，份额分别达 17.4%、17.1% 和 15.2%，Tesla 则位居第四。

图 41：2024 年全球户用储能市场区域分布



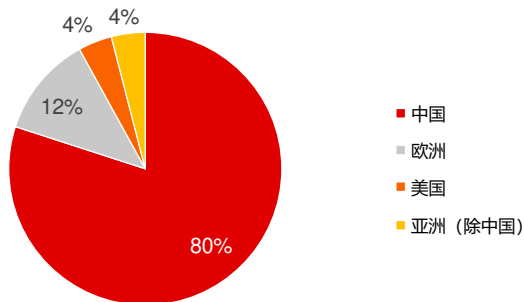
资料来源：起点研究院 SPIR，海外储能研究院，长江证券研究所

图 42：美国户储市场呈特斯拉与 Enphase 双寡头格局



资料来源：EnergySage，长江证券研究所

图 43：2024 年，欧洲户储市场中国企业份额高达 80%



资料来源：Wood Mackenzie，长江证券研究所

图 44：2025 年 3 月，澳大利亚市场中企份额领先

2025年3月澳大利亚电池制造商综合容量排名		
排名	厂商	份额
1	思格能源	17.4%
2	阳光电源	17.1%
3	沃太能源	15.2%
4	特斯拉	-
.....		

资料来源：环球零碳公众号，长江证券研究所

合康新能一代户储产品于 2022 年正式上市并开始对欧洲市场出口，并在 2025 年 6 月的 SNEC 展会期间发布了待上市的第二代产品矩阵，包含户储一体机系列与户储分体机系列（Hybrid+Pack），能够满足欧洲、澳洲、亚洲、非洲等多个国家市场的需求。产品对比来看，以官网当前在售的 HiEnergy 系列为例，其支持模块化使用，单体最大电池容量领先于主要竞对，且在噪音等方面优于 Tesla Powerwall 3。因此，我们认为合康新能虽在户用储能领域布局时间相对较晚，但实际产品力已没有明显落后于国内外竞争对手。

表 10：合康新能户储产品与主要竞对参数对比

	合康新能	Tesla	比亚迪	安克创新
型号	HiEnergy 系列	Powerwall 3	Battery-Box HVB	SOLIX E10
图示				
电池类型	磷酸铁锂 (LFP)	锂镍锰钴 (NMC)	磷酸铁锂 (LFP)	磷酸铁锂 (LFP)
模块化	是	否	是	是
电池容量 (KWh)	19.05~38.08	13.5	5.94~29.69	6.14~30.00
重量 (kg)	最低 234	132	最低 68.7	最低 86.5
运行温度 (°C)	-20~+60	-20~+50	-20~+50	-20~+55
噪音 (dBA)	< 30	< 50	-	-
夜间自消耗能量 (W)	< 25	-	-	-
最大效率	97.2%	97.5%	-	-
保修年限 (年)	10	10	15	5

资料来源：各品牌官网，长江证券研究所

在此基础上，品类特性来看，户储产品安装属性较强，更加强调渠道与售后服务能力，公司有望依托美的集团现有海外渠道进行市场拓展，从而释放长期增长动能。美的集团在欧美等户用储能核心市场已具备较好渠道基础；虽缺乏集团整体数据，但以美的旗下意大利商用空调品牌 Clivet 为例，截至 2022 年 10 月，Clivet 在意大利境内已拥有 35 个销售办事处，260 个零售商渠道以及 160 家服务网点；在英国、德国、东南欧等均设有分公司。当前合康新能正联合美的楼宇科技事业部深耕热泵产品及储能产品专业渠道，有望借助后者成熟的渠道布局快速打开海外市场，释放长期增长势能。

投资建议：把握 C 端&B 端共振，确定性增长的优质白电龙头

2025 年底公司成立新能源事业部，以合康新能及科陆电子为核心运营主体，且预计光伏与储能两大板块将成为公司新能源战略的重点发力对象。需求维度，清洁能源渗透率当前仍处低位，预计光伏装机后续将延续高增，一定程度上带动新型储能行业景气保持高位。份额维度，公司所涉光伏 EPC 与储能集成业务目前市占率均相对较低，有望借助集团客户&供应商资源，以及协同海外渠道体系实现份额端的稳步提升。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 466.92、490.71 和 520.74 亿元，对应 PE 分别为 13.0、12.4 和 11.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动风险。公司各类消费电器、汽车零部件等业务市场需求受经济形势和宏观调控的影响较大，如果全球经济出现重大波动，国内外宏观经济或消费需求增长出现放缓趋势，则公司所处的相关市场增长也将随之减速，进而对于产品销售造成影响。

2、海外业务运营风险。公司业务全球化稳步发展，已在全球多地建立生产基地、研发中心和营销中心。海外市场受当地政治经济局势、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对公司当地运营形成一定风险。

3、原材料价格波动风险。公司原材料占营业成本比重较大，消费电器及核心部件产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、塑料和铝材等，若原材料价格出现较大波动，将对公司成本以及盈利能力造成一定影响。

4、行业竞争加剧风险。一方面公司核心家电业务，所面临全球和中国市场仍存在较激烈竞争，在当前需求形势缺乏弹性情况下，行业竞争存在加剧风险，对企业盈利或带来扰动；另一方面公司所布局的光伏和储能领域，需求前景较好，但参与企业积极性均较高，存在竞争加剧带来盈利兑现度低的潜在可能。

5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。由于市场环境变化相对较快，比如原材料价格、汇率等因素可能存在变化，从而有可能带来对公司毛利率等指标的波动，进而带来整体盈利预测跟最终实际情况存在差异的可能。

若我们的假设不成立或者不及预期，盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若终端需求有所走弱，或原材料价格持续处于高位，公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2026-2028 年营业总收入增速分别降至 5.91%、3.99%和 5.48%，且毛利率分别降至 26.37%、26.36%和 26.49%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降至 5.77%、4.59%和 5.88%。

表 11：公司收入和利润敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4585.02	4870.87	5080.86	5370.63	4585.02	4855.87	5049.67	5326.48
yoy	12.08%	6.23%	4.31%	5.70%	12.08%	5.91%	3.99%	5.48%
毛利率	26.39%	26.39%	26.40%	26.52%	26.39%	26.37%	26.36%	26.49%
归母净利润	439.45	466.92	490.71	520.74	439.45	464.82	486.18	514.77
yoy	14.03%	6.25%	5.10%	6.12%	14.03%	5.77%	4.59%	5.88%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	458502	487087	508086	537063	货币资金	85247	232752	271515	317852
营业成本	335991	356850	372245	392852	交易性金融资产	711	1111	1111	1111
毛利	120462	127940	133544	141815	应收账款	40450	40148	38080	38629
%营业收入	26%	26%	26%	27%	存货	64629	45490	66150	40574
营业税金及附加	2217	2317	2428	2566	预付账款	2987	3568	3722	3928
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	222638	111879	105609	111104
销售费用	42891	45546	47443	50044	流动资产合计	416662	434948	486188	513198
%营业收入	9%	9%	9%	9%	长期股权投资	4775	5075	5375	5675
管理费用	16092	16871	17652	18606	投资性房地产	1142	1142	1142	1142
%营业收入	4%	3%	3%	3%	固定资产合计	44983	44474	42971	41311
研发费用	17788	18713	19574	20585	无形资产	21619	21599	21519	21439
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	34257	34257	34257	34257
财务费用	-5904	-4873	-6643	-5969	递延所得税资产	15118	10000	11000	11000
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%	其他非流动资产	70235	74024	74495	74472
加: 资产减值损失	-1156	-920	-1280	-1280	资产总计	608792	625519	676947	702494
信用减值损失	-356	-200	-250	-270	短期贷款	43905	43905	43905	43905
公允价值变动收益	782	600	500	500	应付款项	103680	78708	107413	99924
投资收益	1695	1988	1517	1871	预收账款	0	0	0	0
营业利润	52979	55888	58909	62515	应付职工薪酬	9645	12846	13028	11785
%营业收入	12%	12%	12%	12%	应交税费	7164	7272	7587	8020
营业外收支	107	270	110	115	其他流动负债	178989	185042	180250	186551
利润总额	53085	56158	59019	62630	流动负债合计	343384	327773	352184	350184
%营业收入	12%	12%	12%	12%	长期借款	12659	20659	20659	20659
所得税费用	8565	9041	9502	10083	应付债券	3195	3195	3195	3195
净利润	44520	47116	49517	52547	递延所得税负债	5892	4500	4500	4500
归属于母公司所有者的净利润	43945	46692	49071	52074	其他非流动负债	7238	6400	6400	6400
少数股东损益	575	424	446	473	负债合计	372368	362526	386937	384938
EPS (元)	5.80	6.14	6.45	6.85	归属于母公司所有者权益	223221	249365	275937	303010
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	13203	13627	14073	14546
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	236424	262992	290009	317556
经营活动现金流净额	53346	59027	66809	76027	负债及股东权益	608792	625519	676947	702494
取得投资收益收回现金	9201	1988	1517	1871	基本指标				
长期股权投资	448	-300	-300	-300		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-10666	-6378	-5441	-4938	每股收益	5.80	6.14	6.45	6.85
其他	26357	112718	500	500	每股经营现金流	7.02	7.76	8.78	10.00
投资活动现金流净额	25340	108027	-3723	-2867	市盈率	13.47	13.01	12.38	11.66
债券融资	-72	0	0	0	市净率	2.66	2.44	2.20	2.00
股权融资	4726	-1617	0	0	EV/EBITDA	10.57	7.90	6.95	5.75
银行贷款增加 (减少)	15063	8000	0	0	总资产收益率	7.2%	7.5%	7.2%	7.4%
筹资成本	-33080	-22242	-24822	-27322	净资产收益率	19.7%	18.7%	17.8%	17.2%
其他	-51595	-3691	500	500	净利率	9.6%	9.6%	9.7%	9.7%
筹资活动现金流净额	-64958	-19550	-24322	-26822	资产负债率	61.2%	58.0%	57.2%	54.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	13728	147504	38763	46337	总资产周转率	0.75	0.79	0.78	0.78

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。