

锦浪科技（300763.SZ）

公司报告 | 首次评级报告

2026年7月6日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	76.24
总市值	303.48亿
PE-TTM	49.78
PB-MRQ	3.36

估值结果

价值	362.91亿
DDM估值	上行空间 20%
状态	合理估值
价值	365.11亿
动态估值	上行空间 20%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

锦浪科技为逆变器头部厂商之一，未来公司将紧抓储能行业发展机遇，加大发展储能逆变器及储能系统业务。

公司成长空间星级较高，受益于新能源渗透率提升，全球储能新增装机需求迎来爆发式增长，公司储能逆变器及储能系统业务有望充分受益。公司盈利趋势星级一般，一方面，国内新能源上网电价进入市场化发展将导致光伏上网电价下降，预计未来公司户用光伏发电系统盈利或将承压；另一方面，储能赛道高成长性或吸引众多企业进入，未来竞争加剧或将导致公司储能业务盈利承压。公司产业格局星级一般，公司户用光伏发电系统行业进入壁垒较低使得市场参与者众多且分散，企业多以性价比竞争为主，使得其户用光伏发电系统产业格局星级较低。公司护城河星级一般，其中公司逆变器护城河星级较高，主要为线下渠道护城河；户用光伏发电系统护城河星级较低，户用光伏发电系统市场参与者众多且分散，且公司市占率较低，不具备差异化竞争优势。

基于未来下游需求增长有望带动公司逆变器销量持续增长，叠加公司有望充分发挥逆变器与储能系统协同优势推动其储能系统大规模放量的假设，目前公司估值合理。

我们区别于市场的观点

相较于市场观点，我们对公司并网逆变器业绩预测更为保守，目前光伏新增装机基数高，叠加国内消纳问题凸显、新能源上网电价进入市场化发展或将挤压光伏电站投资收益率，预计后续光伏新增装机需求增速或将显著放缓，这体现在我们对公司并网逆变器销量的预测更为保守。

风险提示

1) 下游光储装机不及预期或将导致公司产品需求及出货量的放缓，影响公司业绩；2) 光储市场竞争加剧或将导致公司盈利承压，业绩不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 研发强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2026年收入占比	4
图2：预测2026年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	13
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

锦浪科技的主营业务以组串式逆变器（并网与储能）为核心，延伸至户用及工商业分布式光伏电站的开发、投资与运营，形成“逆变器+储能+电站”的全链条布局。未来，公司将以储能业务为核心战略增量，持续扩大储能逆变器及储能系统产能，深化全球光储协同布局，致力于成为全球储能与清洁能源转型的头部系统解决方案服务商。

2. 业务介绍

对于锦浪科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

户用光伏发电系统：

户用光伏发电系统是指在用户场地附近建设，以用户侧自发自用、多余电量上网为运行方式，并以配电系统平衡调节为特征的光伏发电设施，具有就近发电、就近使用、环保节能、降低能源成本等优势。我们对该业务的界定为中国户用光伏发电系统市场。

储能逆变器：

储能逆变器是储能系统中实现电能双向转换的核心部件，可将储能设备（如电池）中的直流电转换为交流电供负载使用，或在需要时将交流电转换为直流电为储能设备充电，广泛应用于太阳能、风能等可再生能源系统及电网调峰、备用电源等领域。我们对该业务的界定为全球储能逆变器市场。

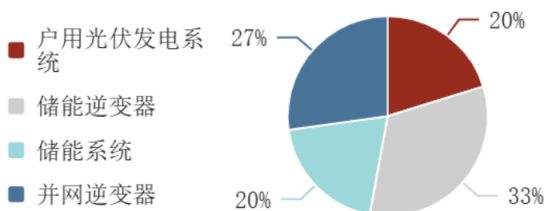
储能系统：

储能系统是电力系统的“超级充电宝”，通过电池等介质将富余的电能储存起来，在需要时释放，实现电力在时间维度上的“搬运”，主要用于削峰填谷、平滑新能源波动、提供应急备用及电网调频调压。我们对该业务的界定为全球储能系统市场。

并网逆变器：

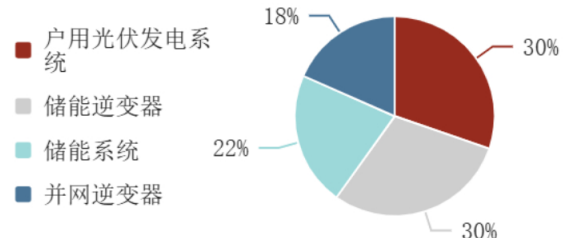
并网逆变器是将可再生能源（如太阳能光伏、风能等）产生的直流电转换为与电网兼容的交流电，并实现与电网安全、稳定连接的关键设备。我们对该业务的界定为全球并网逆变器市场。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

逆变器及储能业务方面，锦浪科技以高研发投入驱动产品技术迭代，打造轻资产、高周转的逆变器及储能核心业务，通过全球化布局分散客户集中度，形成“技术+品牌+渠道”的综合竞争力。分布式光伏电站业务方面，公司通过全资子公司锦浪智慧开展分布式光伏电站的开发、投资、建设及运营，将所发电力销售给终端企业客户和电网公司获取发电收入，或为居民客户提供发电相关服务获取服务收入，同时通过出售已投运的电站资产实现“滚动开发”，优化资产配置并回笼资金用于核心业务发展。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司主营业务包括逆变器、储能系统及分布式光伏电站的开发、投资、建设及运营，其中公司逆变器、储能系统业务采用轻资产模式，主要聚焦于研发、设计与销售环节，通过技术优势和销售渠道获取利润，减少对重资产投入的依赖；分布式光伏电站的开发、投资、建设及运营则属于重资产模式，需大量资金投入用于电站建设、设备购置及长期运营维护，通过长期稳定发电收益实现投资回报。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 较高 高

公司研发高端度中等，2025年公司研发费用与研发人员的比例为49.2万元/人，逆变器行业技术壁垒较高，需要具备高端的研发人员及较高的研发投入才能保持领先的技术优势。

3.3 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发强度较高，近年来公司研发费用率均超5%，公司通过持续投入研发新一代产品、提升转换效率及智能化运维能力，保持其在光伏逆变器及储能领域技术领先，以应对市场竞争并拓展全球市场份额。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度低，近年来公司前五名客户销售额合计占比均低于25%，其业务覆盖全球多个国家和地区，客户群体广泛，涵盖家庭用户、中小企业、建筑开发商等高度分散的客户群体。

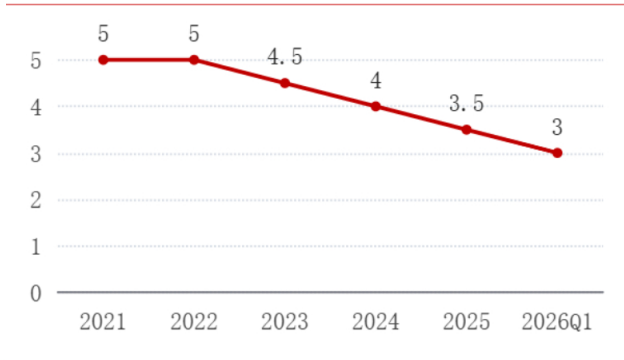
4. 历史经营绩效

受下游光储需求爆发影响，2021-2022年公司业绩表现优秀。受海外市场逆变器累库影响，2023-2024年公司业绩有所承压。光伏新增装机快速增长带动储能需求爆发，公司紧抓储能行业发展机遇，2025年公司储能逆变器收入同比大幅增长带动公司业绩有所改善。2026年一季度，受需求淡季、加大市场开拓、汇率波动等因素影响，公司业绩有所承压。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3: 近年公司盈利能力趋势图



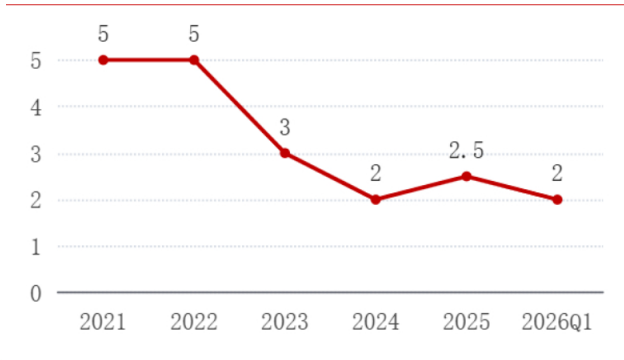
数据来源: 公司财报, 壹评级

2022年公司盈利能力星级维持高位, 受下游光储需求快速增长影响, 公司高毛利储能逆变器收入占比提升, 带动公司盈利能力上行。2023-2024年公司盈利能力星级有所下滑, 受海外市场逆变器累库及逆变器市场竞争加剧影响, 公司逆变器盈利能力有所承压。2025年及2026年一季度公司盈利能力星级有所下滑, 主要系公司加大研发投入及市场拓展, 使得公司销售费用率及研发费用率有所增加, 叠加汇率波动导致公司汇兑损失增加所致。

4.2 历史成长能力

★★★☆☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



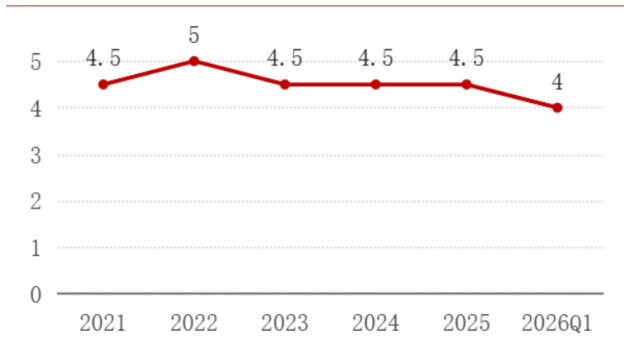
数据来源: 公司财报, 壹评级

2021-2022年公司成长能力星级维持高位, 受全球光伏新增装机需求快速增长影响, 公司逆变器销量快速增长, 使得公司业绩维持高增。2023-2024年公司成长能力星级有所下降, 受到海外逆变器库存处于高位的影响, 公司海外市场逆变器出货量下降, 公司业绩承压下行。2025年公司成长能力星级有所提升, 受下游储能需求爆发带动, 公司储能逆变器收入同比大幅增长。2026年一季度公司成长能力星级有所下降, 主要系需求淡季叠加公司期间费用率同比增长, 使得公司业绩承压所致。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



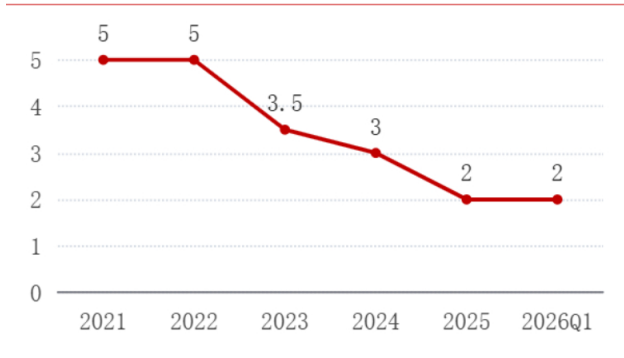
数据来源: 公司财报, 壹评级

近年来公司业务控制力星级维持高位, 作为逆变器头部厂商之一, 公司凭借技术领先性和品牌影响力, 对上下游具备较强的议价能力。上游方面, 公司通过与核心供应商建立长期稳定合作, 实现原材料稳定供应与成本控制, 同时利用规模采购优势争取更有利的付款条件; 下游方面, 储能逆变器需求旺盛, 客户对其产品依赖度较高, 使得公司在订单执行和货款回收方面占据主动权。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6: 近年股东回报能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

2021-2022年公司股东回报能力星级维持高位, 下游需求快速增长带动公司业绩高增, 公司通过分红回报股东, 并传递对公司未来发展的信心。2023年以来公司股东回报能力星级有所下降, 海外市场逆变器累库使得公司业绩承压, 叠加公司紧抓储能行业发展机遇, 扩张储能逆变器及储能系统产能, 公司减少分红以保障资金需求。

5. 四维评级

公司成长空间星级较高, 受益于新能源渗透率提升, 全球储能新增装机需求迎来爆发式增长, 公司储能逆变器及储能系统业务有望充分受益。公司盈利趋势星级一般, 一方面, 国内新能源上网电价进入市场化发展将导致光伏上网电价下降, 预计未来公司户用光伏发电系统盈利或将承压; 另一方面, 储能赛道高成长性或将吸引众多企业进入, 未来竞争加剧或将导致公司储能业务盈利承压。公司产业格局星级一般, 公司户用光伏发电系统行业进入壁垒较低使得市场参与者众多且分散, 企业多以性价比竞争为主, 使得其户用光伏发电系统产业格局星级较低。公司产业格局星级一般, 公司户用光伏发电系统行业进入壁垒较低使得市场参与者众多且分散, 企业多以性价比竞争为主, 使得其户用光伏发电系统产业格局星级较低。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较高, 受益于新能源渗透率提升, 全球储能新增装机需求迎来爆发式增长, 公司储能逆变器及储能系统业务有望充分受益。

户用光伏发电系统(1星):

公司户用光伏发电系统成长空间星级较低, 2025年国内光伏新增装机量创历史新高, 叠加目前国内消纳问题凸显、新能源上网电价市场化发展使得光伏电站投资收益率下降, 预计后续国内户用光伏发电系统新增装机或将承压。

储能逆变器(4.5星):

公司储能逆变器成长空间星级高, 受益于新能源渗透率提升, 全球储能新增装机需求迎来爆发式增长, 未来几年储能新增装机需求有望保持20%-30%的增速, 有望带动公司储能逆变器出货量保持快速增长。

储能系统(5星):

公司储能系统成长空间星级高, 公司储能系统于2025年开始放量, 业绩基数较低, 叠加公司有望发挥储能逆变器及储能系统的协同作用, 充分受益于下游储能需求高增。

并网逆变器(3星):

公司并网逆变器成长空间星级一般，目前全球光伏新增装机量基数较高，叠加国内消纳问题凸显，预计后续全球光伏新增装机需求增速或将显著承压，公司并网逆变器销量增速或将同步承压。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级一般，一方面，国内新能源上网电价进入市场化发展将导致光伏上网电价下降，预计未来公司户用光伏发电系统盈利或将承压；另一方面，储能赛道高成长性或将吸引众多企业进入，未来竞争加剧或将导致公司储能业务盈利承压。

户用光伏发电系统(1星):

公司户用光伏发电系统盈利趋势星级较低，新能源上网电价进入市场化发展，使得光伏上网电价承压下行，预计未来公司户用光伏发电系统盈利或将承压。

储能逆变器(3星):

公司储能逆变器盈利趋势星级一般，储能行业需求爆发吸引众多企业进入，后续或将导致储能逆变器市场竞争加剧，未来公司储能逆变器盈利能力或将有所承压。

储能系统(2.5星):

公司储能系统盈利趋势星级一般，随着公司储能系统大规模放量，预计2026年公司储能系统盈利有所增长，考虑到储能赛道高成长性吸引众多企业进入，未来随着储能行业竞争加剧，公司储能系统盈利或将有所承压。

并网逆变器(3星):

公司并网逆变器盈利趋势星级一般，下游需求增速放缓，叠加海外市场进入者增多或将导致市场竞争加剧，未来公司并网逆变器盈利能力或将有所承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级一般，公司户用光伏发电系统行业进入壁垒较低使得市场参与者众多且分散，企业多以性价比竞争为主，使得其户用光伏发电系统产业格局星级较低。

户用光伏发电系统(2星):

公司户用光伏发电系统产业格局星级较低，户用光伏发电系统行业进入壁垒较低使得市场参与者众多且分散，企业多依赖性价比竞争，难以形成明显的差异化优势。

储能逆变器(4星):

公司储能逆变器产业格局星级较高，逆变器上游与下游行业集中度低，公司对上下游议价能力较强，叠加逆变器作为储能系统及光伏电站的重要组成部分，被替代的风险很小。

储能系统(2.5星):

公司储能系统产业格局星级一般，储能系统产品同质化程度较高，行业进入壁垒较低，叠加上游锂电池行业集中度较高，公司针对上游议价能力一般。

并网逆变器(4星):

公司并网逆变器产业格局星级较高，逆变器上游与下游行业集中度低，公司对上下游议价能力较强，叠加逆变器作为储能系统及光伏电站的重要组成部分，被替代的风险很小。

5.4 护城河



公司护城河星级一般，其中公司逆变器护城河星级较高，主要为线下渠道护城河；户用光伏发电系统护城河星级较低，户用光伏发电系统市场参与者众多且分散，且公司市占率较低，不具备差异化竞争优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
户用光伏发电系统	(1.5星) 公司户用光伏发电系统护城河宽度星级较低，公司户用光伏发电系统市占率较低，叠加户用光伏发电系统市场竞争激烈，使得公司户用光伏发电系统ROIC较低，经壹评级调整，预计2025年公司户用光伏发电系统不具备超额ROIC。	(2.5星) 公司户用光伏发电系统具备资源优势护城河。优质屋顶资源是分布式光伏电站建设的基础，公司于2019年切入户用光伏发电系统领域，已占据一部分屋顶资源。目前国内光伏新增装机基数较高，消纳问题凸显，叠加新能源上网电价进入市场化发展，未来光伏电站投资收益率或将下降，进而或将导致公司减少户用光伏发电系统投资，其护城河存在被削弱的风险。
储能逆变器	(4.5星) 公司储能逆变器护城河宽度星级较高，一方面，逆变器上下游行业集中度较低，公司对上下游议价能力较强，使得公司业务控制力星级高。另一方面，作为逆变器头部厂商之一，叠加下游储能逆变器需求旺盛，公司储能逆变器盈利能力表现优秀，经壹评级调整，预计2025年公司储能逆变器超额ROIC超10%。	(3星) 公司储能逆变器业务具备线下渠道护城河。并网逆变器主要用于光伏电站建设，而搭载储能逆变器的储能系统可通过存储和释放电能，平抑光伏发电的波动，保障电力供应的稳定性和可靠性。公司充分发挥并网逆变器业务与储能逆变器业务的协同作用，其并网逆变器销售渠道可复用至储能逆变器业务，因此公司储能逆变器业务亦具备线下渠道护城河。目前海外逆变器市场布局者增多，未来公司储能逆变器护城河存在被削弱的风险。
储能系统	(3星) 公司储能系统护城河宽度星级一般，公司切入储能系统领域较晚，目前市占率较低，未形成明显的规模优势，其盈利能力亦低于储能行业头部企业。	(3星) 公司储能系统业务具备线下渠道护城河。公司有望充分发挥逆变器业务与储能系统业务的协同作用，其逆变器销售渠道可复用至储能系统业务，因此公司储能系统业务亦具备线下渠道护城河。目前海外储能系统市场布局者增多，未来公司储能系统护城河存在被削弱的风险。
并网逆变器	(4星) 公司并网逆变器护城河宽度星级较高，一方面，逆变器上下游行业集中度较低，公司对上下游议价能力较强，使得公司业务控制力星级高。另一方面，作为逆变器头部厂商之一，公司并网逆变器盈利能力表现尚可，经壹评级调整，预计2025年公司并网逆变器超额ROIC达9%。	(3星) 公司并网逆变器业务具备线下渠道护城河。作为逆变器头部厂商之一，公司积极开拓欧洲、拉美、澳洲、印度等海外市场国家，目前已在国内外市场建立了较为领先的销售渠道，海外经销商数量位于行业前列水平。目前海外逆变器市场布局者增多，未来公司并网逆变器护城河存在被削弱的风险。

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第9页

6. 公司估值

基于未来下游需求增长有望带动公司逆变器销量持续增长，叠加公司有望充分发挥逆变器与储能系统协同优势推动其储能系统大规模放量的假设，目前公司估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

并网逆变器：

收入：

1) 销量：目前全球光伏新增装机基数较高，预计后续增速或将显著放缓，假设2026-2030年全球光伏新增装机量年均复合增长率为3%。公司持续加大海外新兴市场拓展，后续并网逆变器市占率有望整体呈上升趋势，假设2026-2030年公司并网逆变器销量年均复合增长率为13.1%。

2) 单价：光伏行业持续推进降本增效，假设2026-2030年公司并网逆变器单价年均复合增长率为-1.0%。

盈利能力：

毛利率：2025年公司新兴市场收入占比提升，叠加公司加强成本管控，公司并网逆变器毛利率有所提升；后续下游需求增速放缓或将加剧国内逆变器企业对海外市场的竞争，假设2026-2030年公司并网逆变器毛利率呈下降趋势。

储能逆变器：

收入：

1) 销量：受益于新能源渗透率提升，全球储能新增装机需求迎来爆发式增长，假设2026-2030年公司储能逆变器销量年均复合增长率为26.1%。

2) 单价：储能行业高成长性吸引众多企业进入，后续储能逆变器行业竞争或将加剧，假设2026-2030年公司储能逆变器单价年均复合增长率为-1.3%。

盈利能力：

毛利率：2025年公司加强成本管控，2025年公司储能逆变器毛利率有所提升；后续随着储能逆变器进入者增长，假设2026-2030年公司储能逆变器毛利率有所承压。

储能系统：

收入：

1) 销量：公司储能系统于2025年开始放量，有望受益于全球储能新增装机需求爆发式增长，假设2026-2030年公司储能系统销量年均复合增长率为38.7%。

2) 单价：储能需求爆发使得上游锂电池价格上涨，成本支撑下，假设2026年公司储能系统销售单价同比提升。储能行业高成长性吸引众多企业进入，后续储能系统行业竞争或将加剧，假设2027-2030年公司储能系统单价年均复合增长率为-2.0%。

盈利能力：

毛利率：2026年公司储能系统有望迎来大规模放量，假设 2026年公司储能系统毛利率有所提升；后续随着储能系统进入者增长，假设2027-2030年公司储能系统毛利率有所承压。

户用光伏发电系统：

收入：2025年国内光伏新增装机基数高，消纳问题凸显，叠加新能源上网电价进入市场化发展或将使得光伏电站投资收益率下降，后续或将抑制公司在户用光伏发电系统上的投资，预计后续公司户用光伏发电系统收入有所承压，假设2026-2030年公司户用光伏发电系统收入年均复合增长率为-1.8%。

盈利能力：

毛利率：新能源上网电价进入市场化发展或将使得光伏上网电价下降，预计2026-2030年公司户用光伏发电系统毛利率呈下降趋势。

表2：公司整体业绩预测

锦浪科技	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	61.0	65.4	69.5	97.0	126.9	151.9	175.9	201.2
归母净利润(亿)	7.8	6.9	7.4	13.2	18.2	21.6	25.1	30.1
归母净利润增速(%)	-26.5	-11.3	7.6	77.4	38.1	18.7	15.9	20.3
经营性净利润(亿)	8.0	6.9	7.3	13.2	18.2	21.6	25.0	30.1
经营性净利润增速(%)	-24.4	-13.8	6.8	79.3	38.2	18.7	16.0	20.3
经营性归母净利润(亿)	8.0	6.9	7.3	13.2	18.2	21.6	25.0	30.1
经营性归母净利润增速(%)	-24.4	-13.8	6.8	79.3	38.2	18.7	16.0	20.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

户用光伏发电系统	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	16.0	21.8	21.8	19.6	18.6	18.2	17.9	18.2
收入增速(%)	95.1	36.3	-0.1	-10.0	-5.0	-2.0	-2.0	2.0
经营性净利润(亿)	5.6	6.5	5.5	4.6	4.8	4.9	5.0	5.3
经营性净利率(%)	35.3	29.7	25.4	23.7	25.8	26.8	27.9	29.2
经营性净利润增速(%)	60.8	14.9	-14.6	-16.3	3.5	1.8	2.4	6.7
储能逆变器	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	4.4	5.7	16.3	31.7	42.6	54.4	65.1	76.3
收入增速(%)	-58.9	30.4	185.3	94.5	34.3	27.5	19.7	17.3
经营性净利润(亿)	0.7	0.4	1.3	3.9	5.7	7.4	8.9	11.2
经营性净利率(%)	17.1	7.2	8.2	12.1	13.5	13.7	13.6	14.7
经营性净利润增速(%)	-62.3	-45.3	227.3	187.0	49.0	29.4	19.5	26.3
储能系统	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.0	0.0	1.5	19.3	35.6	44.8	54.9	65.3
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	1205.4	84.3	26.1	22.5	18.8
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	-0.1	3.5	6.1	7.4	9.1	10.9
经营性净利率(%)	0.0	0.0	-4.3	17.9	17.3	16.6	16.6	16.7
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	5485.7	77.5	21.3	22.4	19.5
并网逆变器	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	40.6	37.9	30.0	26.4	30.1	34.5	38.1	41.4
收入增速(%)	1.5	-6.7	-21.0	-12.0	14.1	14.6	10.4	8.8
经营性净利润(亿)	1.6	-0.0	0.5	1.2	1.5	1.8	2.0	2.7
经营性净利率(%)	3.9	-0.0	1.8	4.6	5.0	5.3	5.4	6.5
经营性净利润增速(%)	-68.7	-101.1	3097.9	130.7	24.3	20.9	11.6	31.3

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
户用光伏发电系统	2.0%	中低	一般	一般	7.5%	12.15	7.0
储能逆变器	5.0%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	13.3
储能系统	2.0%	中低	一般	较强	8.0%	12.38	9.1
并网逆变器	4.2%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	3.2
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
户用光伏发电系统(亿)	43.6	51.0	94.6	-	-	-	94.6
储能逆变器(亿)	35.3	106.9	142.2	-	-	-	142.2
储能系统(亿)	28.4	66.0	94.4	-	-	-	94.4
并网逆变器(亿)	7.1	26.8	33.9	-	-	-	33.9
公司整体测算(亿)	114.4	250.8	365.1	-	-	-	365.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
户用光伏发电系统(亿)	61.9	41.2	103.1	-	-	-	103.1
储能逆变器(亿)	75.8	89.2	164.9	-	-	-	164.9
储能系统(亿)	44.0	14.8	58.8	-	-	-	58.8
并网逆变器(亿)	15.7	20.4	36.1	-	-	-	36.1
公司整体测算(亿)	197.4	165.6	362.9	-	-	-	362.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，公司海外业务收入占比较高，海外市场涉及区域众多、政策环境与项目节奏差异较大，终端需求、订单进度、价格及盈利等关键数据透明度有限、可跟踪性较低，难以高频验证，进一步加大了盈利预测难度，最终导致公司未来业绩与估值的整体确定性偏弱。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。