

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

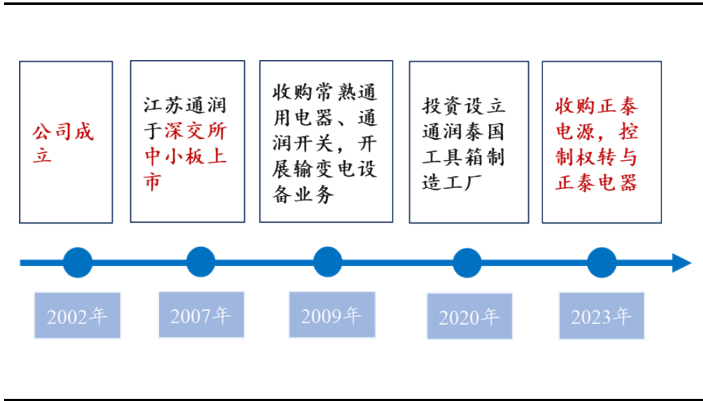
表 6:	美国地面光伏组串式逆变器替代空间测算	16
表 7:	正泰欧洲光伏项目梳理	18
表 8:	公司分业务拆分及预测	19
表 9:	可比公司估值（截至 2024 年 5 月 23 日）	20

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，

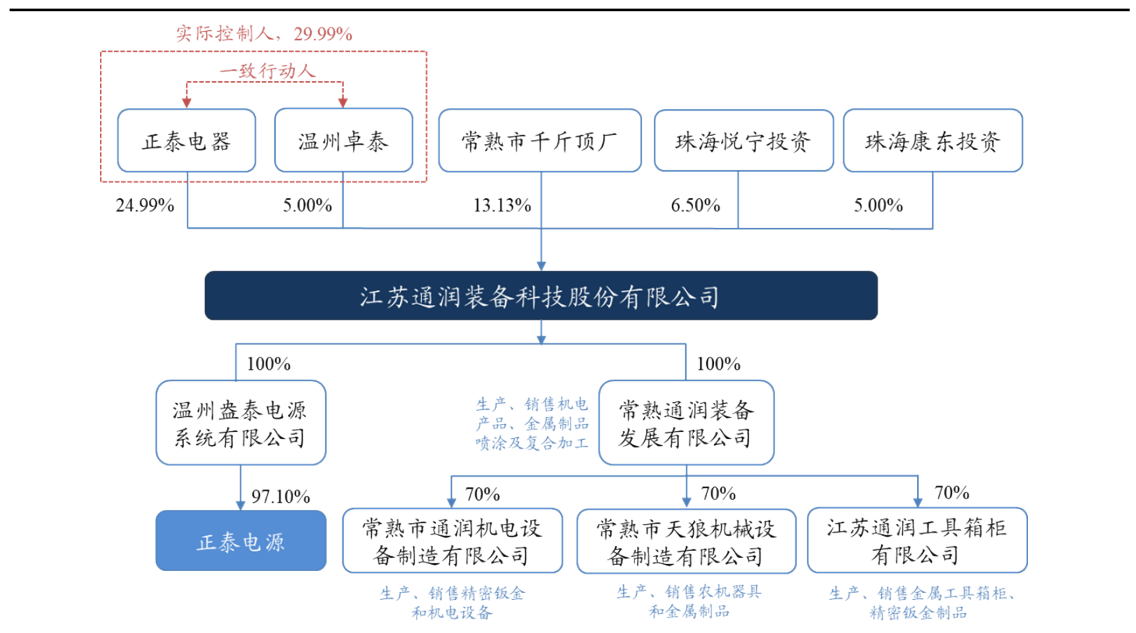
表1：2023 年逆变器产品出货市场对比

企业名称	出货市场分布
通润装备 (2023 年)	美国（40%）、国内（40%）、韩国（10-15%）、欧洲、日本、拉美
阳光电源 (2023 年)	国内（40%）、欧洲（30%）、美洲（20%）、亚太+中东（10%）
固德威 (2023 年)	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 (2023 年)	国内（50%）、欧洲、澳洲、北美、印度

数据来源：公司公告，

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，

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，

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	或	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

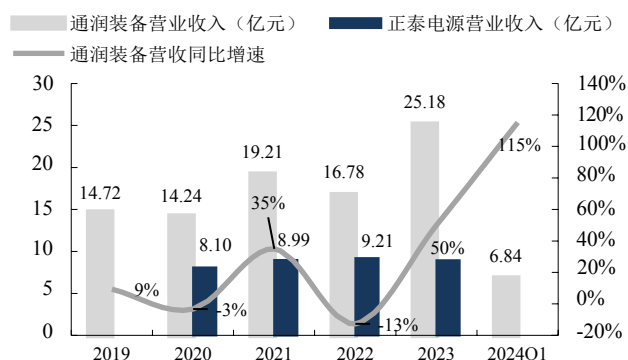
数据来源：公司公告，

1.1. 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。

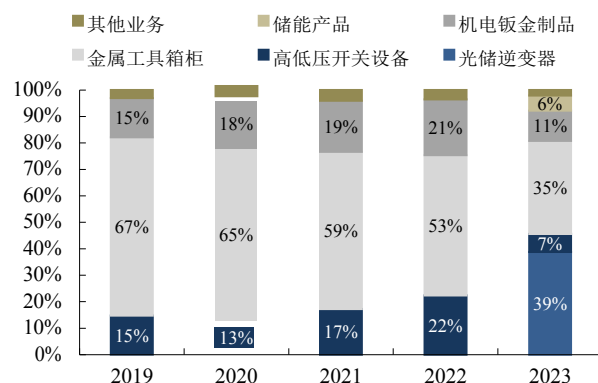
图3：2023 年营收 25.18 亿元，同增 50%（亿元，%）



数据来源：公司公告，

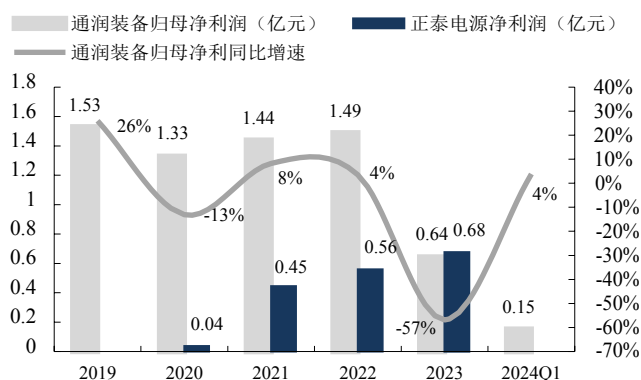
*注：正泰电源 2022 营收为 1-10 月数据

图4：2023 年公司光储业务营收占比达 45%（%）



数据来源：公司公告，

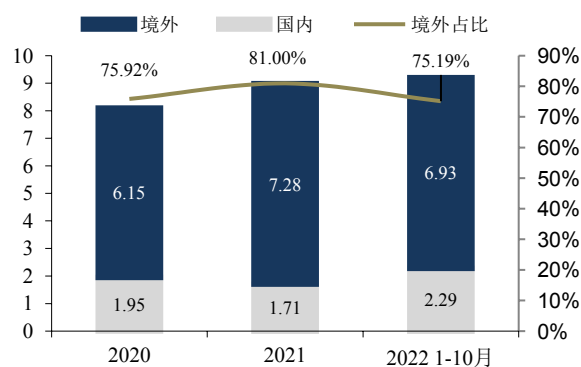
图5：2023 年归母净利 0.64 亿元，同减 57%（亿元，%）



数据来源：公司公告，

*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，%）



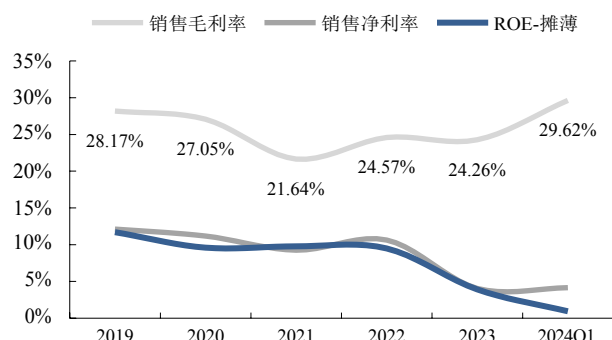
数据来源：公司公告，

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。

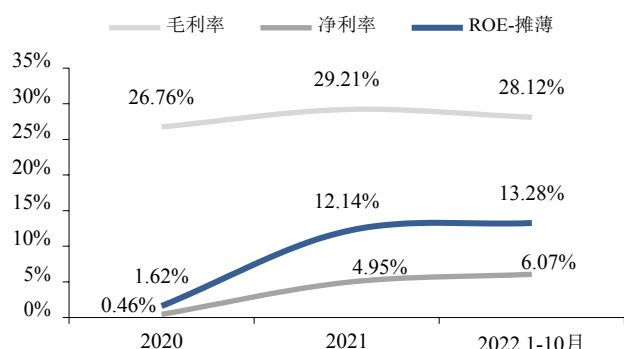
研发持续投入，底层技术积累充足。公司高度重视研发，积极引进国内外高端技术人才，研发和管理团队核心成员均具有十年以上的从业经验。2020/21/22 年 1-10 月正泰电源研发费用分别为 0.39/0.46/0.58 亿元，占营收比例 4.8%/5.1%/6.3%。正泰电源并表后，公司研发投入跨越式提升，2023 年达 0.8 亿元，同比增长 3449%，占营收比例增至 3.17%，同增 3.04pct。

图7：2019-2024Q1 公司利润率及摊薄 ROE (%)



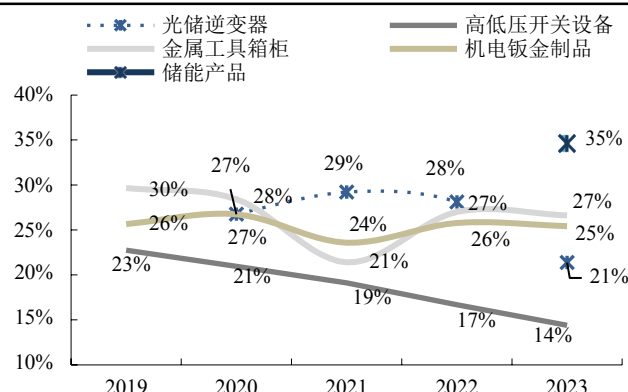
数据来源：公司公告，

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，

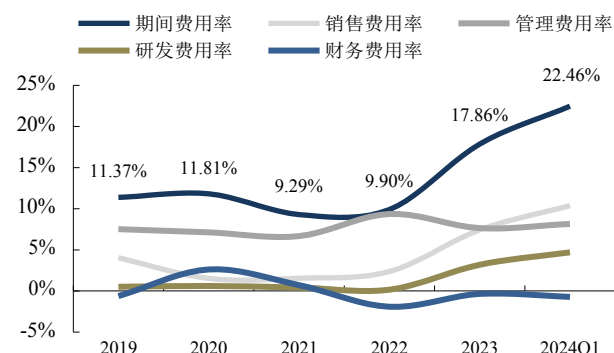
图8：2019-2023 年公司主营业务毛利率 (%)



数据来源：公司公告，

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，

1.1. 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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/258124126032006075>