

东方日升 (300118. SZ)

22 年业绩扭亏为盈，23 年光储业务开局良好

增持

核心观点

公司 2022 年实现净利润 9.4 亿元，扭亏为盈；2023Q1 实现净利润 3.1 亿元，同比+46%，环比+58%。公司 2022 年实现营业收入 293.8 亿元，同比+56%；归母净利润 9.4 亿元，同比+2332%，实现扭亏为盈。2022 年公司净利润大幅上升，主要系自供光伏电池比例上升，硅料价格处于较高水平所致。2023Q1 公司实现营业收入 67.8 亿元，同比+25%，环比-19%；归母净利润 3.1 亿元，同比+46%，环比+58%。

双一力储能迎来大储业务爆发增长期。公司在手订单预计超 4GWh，其中双签在手订单预计 1GWh，主要与 FlexGen、Jupiter 签订，意向在谈订单预计 3GWh，潜在客户为 SUNPIN、WEG 等。公司业务发展迅速，2023 年 1 月，公司与 SMA 集团签订 1GW 全球储能电站的战略合作协议、同期与厦门海辰储能签署三年 15GWh 电芯供应战略合作协议。全球大储市场加速放量下，作为海外大储龙头供应商公司将显著受益于下游需求爆发。

HJT 伏曦电池组件产能落地在即。公司江苏金坛 4GW 异质结电池片产线已于 2023 年 4 月 27 日实现首线全线贯通，首批异质结伏曦电池已成功下线。公司在 HJT 异质结领域技术储备颇丰，今年 2 月，公司异质结组件通过 TUV 南德测试认证，最高功率达到 741.456W，组件转换率达到 23.89%，创下新的世界纪录。公司伏曦产品采用了多项行业领先技术，包括使用 100 μm 厚度的 210 半切硅片、微晶技术和低银含浆料，电池效率突破 25.5%，组件功率突破 700W，将提升客户装机收益至更高水平。

公司合同负债再创新高，产品交付有望迎来爆发。自 2022 年第三季度起，公司合同负债（已签合同产生的预收款）持续提升，已由 2022Q3 的 28.8 亿元增长至 2023Q1 的 39.9 亿元，增幅达 39%。2023Q1 公司合同负债占营业收入比例提升至 59%，同比+28%，环比+18%，位居可比组件企业的榜首。随着公司合同负债再创新高，未来公司产品交付有望迎来爆发期。

风险提示：光储需求不及预期；客户开拓不及预期；投产进度不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级。考虑目前公司合同负债再创新高，海外储能市场爆发在即，公司盈利能力呈改善趋势，我们维持原有盈利预测。预计 2023-2025 年预计 2023-2025 年归母净利润 19.5/27.6/36.6 亿元，同比增速 106%/42%/33%，摊薄 EPS 为 1.71/2.42/3.21 元，对应当前动态 PE 为 14.6/10.3/7.7x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,831	29,385	43,074	62,415	83,742
(+/-%)	17.2%	56.0%	46.6%	44.9%	34.2%
净利润(百万元)	-42	945	1945	2759	3662
(+/-%)	-125.6%	-2332.3%	-105.9%	41.9%	32.7%
每股收益(元)	-0.05	1.06	1.71	2.42	3.21
EBIT Margin	-3.4%	3.3%	5.3%	5.4%	5.2%
净资产收益率(ROE)	-0.5%	10.1%	17.5%	20.4%	22.0%
市盈率(PE)	-509.1	22.6	14.0	9.9	7.4
EV/EBITDA	288.0	25.1	15.3	12.1	10.2
市净率(PB)	2.26	2.05	2.23	1.86	1.52

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·光伏设备

证券分析师：王蔚祺
010-88005313
wangweiqi2@guosen. com. cn证券分析师：李恒源
021-60875174
S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	23.90 元
总市值/流通市值	27246/16553 百万元
52 周最高价/最低价	37.77/21.00 元
近 3 个月日均成交额	791.79 百万元

市场走势



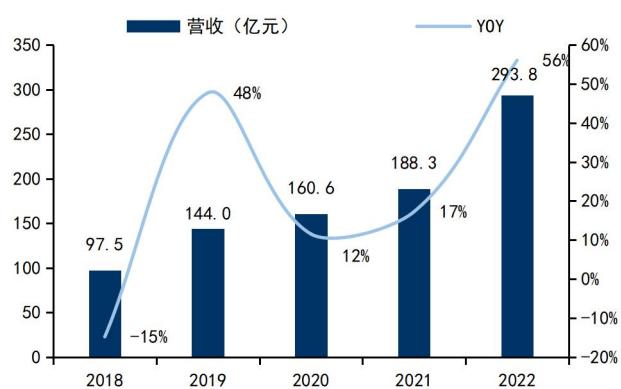
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《东方日升 (300118. SZ) -光伏 HJT 带领者，前瞻性布局美国储能市场》——2023-03-09

2022 年公司扭亏为盈，2023Q1 业绩加速增长。2022 年，公司实现营业收入 293.8 亿元，同比+56%；归母净利润 9.4 亿元，同比+2332%，实现扭亏为盈。2022Q4 公司实现营业收入 83.6 亿元，同比+43%，环比-0.5%；归母净利润 2.0 亿元，同比+150%，环比-19%。2022 年公司净利润大幅上升，主要系自供光伏电池比例上升，硅料价格处于较高水平所致。2023Q1 公司实现营业收入 67.8 亿元，同比+25%，环比-19%；归母净利润 3.1 亿元，同比+46%，环比+58%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



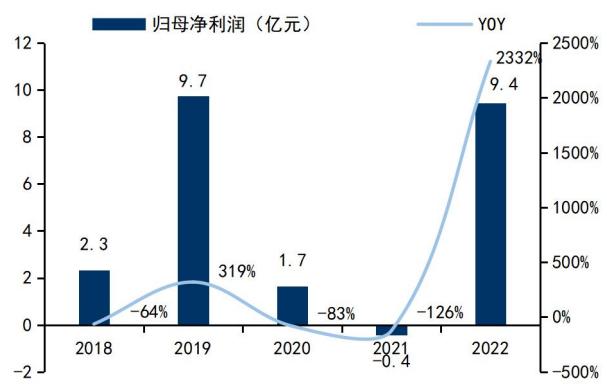
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



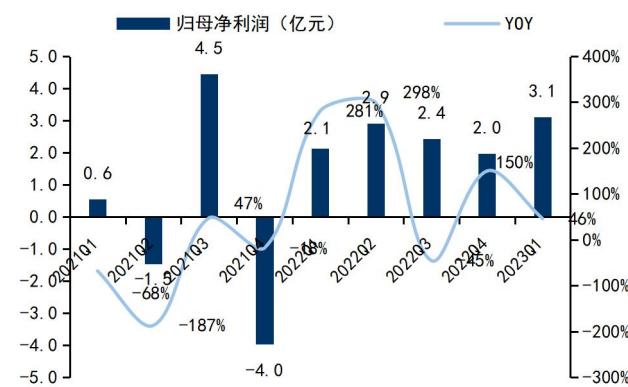
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



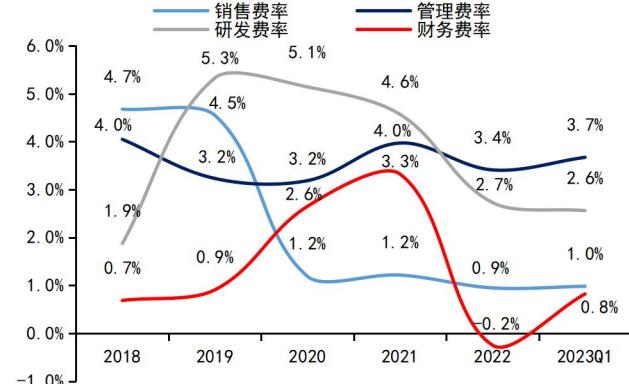
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023Q1 盈利能力呈改善趋势。2022 年，公司实现毛利率 10.7%，同比+4.1pct；净利率 3.3%，同比+3.3pct。2023Q1 公司实现毛利率 12.4%，同比-1.1pct，环比+3.9pct；净利率 4.7%，同比+0.8pct，环比+2.3pct，盈利能力呈加速改善趋势。

期间费用率有望加速摊薄。公司 2022 年期间费用率为 6.83%，同比-6.24pct。其中，销售/管理/研发/财务费率分别为 0.95% (-0.27pct)、3.41% (-0.56pct)、2.73% (-1.84pct)、-0.25% (-3.57pct)。2023Q1 公司期间费用率为 8.03%，同比-1.13pct。其中，销售/管理/研发/财务费率分别为 0.98% (+0.14pct)、3.67% (+0.62pct)、2.56% (-0.89pct)、0.82% (-1.01pct)。2022 年及 2023Q1 公司期间费用率较低，主要系人民币汇率波动产生汇兑收益降低财务费用、营业收入增加较快加速摊薄各项费用率所致。

图5：公司毛利率、净利率变化情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率变化情况


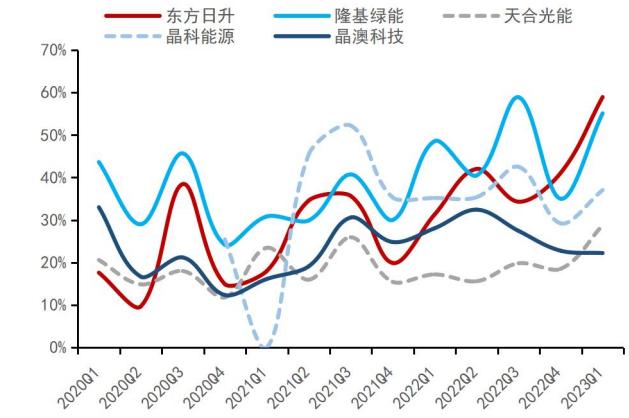
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司存货幅度提升较大，资产和信用减值显著下降。公司2022年底存货为64.0亿元，其中原材料/在产品/库存商品分别为21.4/1.3/30.7亿元。公司2023Q1存货为76.8亿元，较2022年末增长20%。公司2022年计提资产减值损失2.57亿元，计提信用减值损失0.42亿元。公司2023Q1计提资产减值损失0.13亿元，冲回信用减值损失0.02亿元。

公司合同负债再创新高，产品交付有望迎来爆发。自2022年第三季度起，公司合同负债（已签合同产生的预收款）持续提升，已由2022Q3的28.8亿元增长至2023Q1的39.9亿元，增幅达39%。2023Q1公司合同负债占营业收入比例提升至59%，同比+28%，环比+18%，已超越隆基绿能2023Q1的55%，位居可比组件企业的榜首。随着公司合同负债再创新高，未来公司产品交付有望迎来爆发期。

图7：可比公司合同负债变化（单位：亿元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：可比公司合同负债/营业收入变化（单位：%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022年各大业务齐头并进，海外出货取得较大进展：

- (1) 光伏电池组件：2022年，公司实现营业收入241.3亿元(+83%)，毛利率5.0%(+3.9pct)，组件销售13.5GW(+66%)。其中，海外组件销售量达到8.1GW，尤其是巴西、澳洲、智利、波兰、丹麦等新兴市场组件出货实现较大突破。
- (2) 多晶硅料：2022年，公司实现营业收入19.1亿元(+184%)，毛利率63.0%(+39pct)。公司现有多晶硅年产能1.2万吨，预计实现销售量约1万吨。

(3) 储能系统：2022 年，公司储能系统及辅助光伏业务实现营业收入 14.5 亿元 (+257%)，毛利率 20.6% (+4.6pct)，储能系统销售 1GWh 以上，已实现北美、欧洲、国内等全球主要市场多个百兆瓦以上大项目的签单、出货。

(4) 光伏电站发电：2022 年，公司光伏电站装机 236MW，光伏电站发电业务收入 4.0 亿元 (-48%)，毛利率 55.5% (+9.3pct)，发电收入同比下降主要系公司 2021 年度出售的国内存量补贴电站较多所致。

客户方面：1) 光伏组件：公司将增加资产电池占比，在北美洲、欧洲、南美洲等全球主要销售地区持续提升产能和销售规模。2) 储能系统：公司现有在手订单超 4GWh，其中，双签在手订单 1GWh，主要与 FlexGen、Jupiter 签订；意向在谈订单 3GWh，潜在客户为 SUNPIN、WEG 等。2023 年 1 月，公司与 SMA 集团签订 1GW 全球储能电站的战略合作协议。3) 光伏电站：公司在巩固原有欧洲、墨西哥、澳大利亚、越南、哈萨克斯坦等海外电站投建区域外，计划提升了包括西班牙、意大利、孟加拉、菲律宾、尼泊尔等在内的全球范围的光伏电站开发投资规模。

产能方面：1) 光伏电池组件：截至 2022 年底，公司光伏组件年产能 25GW，电池片年产能 15GW，公司浙江宁海 15GW 电池片和 15GW 组件一期、江苏金坛 4GW 电池片和 6GW 组件一期、安徽滁州 10GW 电池片一期等产能均已进入在建状态，预计公司光伏组件产能将达到 41GW，电池片产能 31GW。其中，江苏金坛 4GW 异质结电池片产线已于 2023 年 4 月 27 日实现首线全线贯通，首批异质结伏曦电池已成功下线。2) 储能系统：公司现有储能系统产能 5GWh，未来计划投资扩增至 15GWh。

公司持续加大研发投入，光伏与储能初具成效。公司在高效光伏电池及组件领域积累了丰富的技术储备，具备业内领先的量产技术能力，公司通过开发 HJT 电池的双面微晶掺杂层、低银含浆料等技术，在中试线验证兼容超大和超薄的 HJT 电池“前切半”技术等，目前已掌握转换效率高达 25.50% 的高效 HJT 电池技术，公司伏曦 HJT 组件最高功率已达到 741W，组件转换率达到 23.89%；此外，公司依托双一力电池产业化平台，通过对系统集成技术、BMS 电池管理系统技术、EMS 能量管理系统技术、电力电子技术的研究创新，成功完成对 Golden Sigma 户外储能柜的技术迭代，并被认定为浙江省首台套产品。

我们预计公司 2023-2025 年光伏电池组件出货量分别达到 21.2/35.0/50.0GW，储能系统出货量分别达到 5.0/10.0/15.0GWh，光伏硅料出货量分别为 1.2/1.2/1.2GW，对应 2023-2025 年光伏电池组件营业收入 320/463/625 亿元，储能系统营业收入 68/121/172 亿元，光伏硅料营业收入 15/10/9 亿元。公司 2023-2025 年合计实现营业收入 431/624/837 亿元，同比增速 47%/45%/34%；归母净利润 19.5/27.6/36.6 亿元，同比增速 106%/42%/33%。

表1：公司分部收入及盈利预测

	单位	2021	2022	2023E	2024E	2025E
电池组件						
营业收入	亿元	132	241	320	463	625
毛利率	%	1. 1%	5. 0%	16. 9%	16. 4%	15. 9%
出货量	GW	8. 1	13. 5	21. 2	35. 0	50. 0
储能系统						
营业收入	亿元	4	10	68	121	172
毛利率	%	6. 6%	20. 6%	18. 3%	17. 4%	13. 4%
出货量	GWh	0. 4	0. 7	5. 0	10. 0	15. 0
光伏硅料						
营业收入	亿元		19	15	10	9
毛利率	%		60. 0%	36. 6%	-4. 1%	-18. 5%
出货量	万吨		1. 2	1. 2	1. 2	1. 2
光伏电站等其他						
营业收入	亿元	52	24	28	30	32
毛利率	%	20. 5%	22. 9%	24. 1%	23. 6%	23. 1%
公司营业收入	亿元	188	294	431	624	837
公司综合毛利率	%	6. 6%	10. 7%	18. 3%	16. 6%	15. 3%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理及预测

投资建议：维持原有盈利预测，维持“增持”评级

考虑目前公司合同负债再创新高，盈利能力呈改善趋势，我们维持原有盈利预测。预计 2023-2025 年预计 2023-2025 年归母净利润 19. 5/27. 6/36. 6 亿元，同比增速 106%/42%/33%，摊薄 EPS 为 1. 71/2. 42/3. 21 元，对 应 当 前 动 态 PE 为 14. 6/10. 3/7. 7x，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5202	9846	6461	9362	12561	营业收入	18831	29385	43074	62415	83742
应收款项	2668	4024	4150	6013	8068	营业成本	17586	26242	35211	52027	70935
存货净额	3031	6402	4823	5702	7774	营业税金及附加	50	82	120	174	233
其他流动资产	3945	2497	3351	5203	5675	销售费用	229	278	560	749	963
流动资产合计	15595	23437	20017	28116	36582	管理费用	747	1001	1809	2309	2596
固定资产	10776	10558	13332	17305	18479	研发费用	860	801	3084	3777	4647
无形资产及其他	686	950	941	931	922	财务费用	625	(73)	117	225	207
其他长期资产	1866	2565	3760	5449	7310	投资收益	1596	319	265	230	265
长期股权投资	639	751	863	976	1088	资产减值及公允价值变动	(373)	(298)	(300)	(300)	(300)
资产总计	29561	38262	38914	52777	64381	其他收入	570	324	550	550	550
短期借款及交易性金融负债	4515	5312	5508	6624	5759	营业利润	152	1098	2389	3334	4376
应付款项	10382	13556	9647	14254	19434	营业外净收支	(128)	(25)	(150)	(150)	(150)
其他流动负债	695	2059	2948	4321	5844	利润总额	24	1073	2239	3184	4226
流动负债合计	16759	24372	23153	32517	40855	所得税费用	39	117	245	348	462
长期借款及应付债券	1773	2121	2121	4121	4121	少数股东损益	27	11	49	76	102
其他长期负债	1491	1369	1375	1379	1384	归属于母公司净利润	(42)	945	1945	2759	3662
长期负债合计	3264	3490	3496	5500	5505	现金流量表 (百万元)	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	20023	27862	26649	38017	46360	净利润	(42)	945	1945	2759	3662
少数股东权益	1059	1028	1076	1152	1253	资产减值准备	(115)	(257)	(100)	(100)	(100)
股东权益	8480	9372	11138	13509	16619	折旧摊销	786	977	1236	2036	2836
负债和股东权益总计	29561	38262	38864	52677	64231	公允价值变动损失	(104)	227	(100)	(100)	(100)
						财务费用	625	(73)	117	225	207
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	285	3556	(1279)	3150	4037
每股收益	(0.05)	1.06	1.71	2.42	3.21	其它	(209)	(2412)	157	326	299
每股红利	0.00	0.20	0.34	0.48	0.64	经营活动现金流	601	3036	1858	8071	10634
每股净资产	10.58	11.66	10.71	12.86	15.68	资本开支	(4046)	(2107)	(4000)	(6000)	(4000)
ROIC	-3%	6%	12%	14%	15%	其它投资现金流	3542	1485	(1142)	(1671)	(1809)
ROE	-0%	10%	17%	20%	22%	投资活动现金流	(504)	(622)	(5142)	(7671)	(5809)
毛利率	7%	11%	18%	17%	15%	权益性融资	97	9	0	0	0
EBIT Margin	-3%	3%	5%	5%	5%	负债净变化	110	511	195	3116	(865)
EBITDA Margin	1%	7%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(174)	0	(180)	(390)	(553)
收入增长	17%	56%	47%	45%	34%	其它融资现金流	53	163	195	1116	(865)
净利润增长率	-126%	-2332%	106%	42%	33%	融资活动现金流	(591)	593	(101)	2501	(1625)
资产负债率	68%	73%	69%	72%	72%	现金净变动	(494)	3007	(3385)	2901	3199
息率	0.0%	0.8%	1.4%	2.0%	2.7%	货币资金的期初余额	5168	5202	9846	6461	9362
P/E	(509.1)	22.6	14.0	9.9	7.4	货币资金的期末余额	5202	9846	6461	9362	12561
P/B	2.3	2.0	2.2	1.9	1.5	企业自由现金流	(2582)	3298	(2003)	2195	6764
EV/EBITDA	288.0	25.1	15.3	12.1	10.2	权益自由现金流	(2088)	3874	(1912)	5111	5714

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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