



业绩超预期，光储双布局未来可期

2023 年 08 月 23 日

► **事件：**2023 年 8 月 23 日，公司发布 2023 年半年度报告，23H1 公司实现收入 261.05 亿元，同比+31.71%；实现归母净利 19.23 亿元，同比+321.75%；实现扣非净利 17.25 亿元，同比+284.18%。分季度来看，Q2 公司实现收入 142.74 亿元，同比+17.88%，环比+20.61%；实现归母净利 10.05 亿元，同比+161.41%，环比+9.48%；实现扣非净利 9.42 亿元，同比+172.48%，环比+20.31%。公司业绩超预期主要系光伏组件出货量提升、原材料成本下降所致。

► **光伏一体化程度不断提高，储能放量在即。**光伏方面，H1 组件出货 14.3GW，根据公司预计，公司 Q3 出货将达到 8.5-8.7GW，全年 30-35GW，同比+43%~67%。公司新增产能均采用 N 型 TOPCon 技术，其中宿迁基地 8GW TOPCon 二期项目正在建设中；扬州基地一期 14GW 和泰国基地 8GW TOPCon 电池片产能将于 23 年下半年投产，预计 23 年底公司基于 210/182mm 尺寸硅片的 TOPCon 电池片产能将分别达 12GW/18GW。此外公司正在同步补充前端长晶及硅片产能，预计 24 年底拉棒、硅片、电池和组件产能将达到 50/60/70/80GW，一体化率稳步提升。储能方面，盐城大丰建设 SolBank 大型储能产品生产线在建中，首批产品已成功下线，预计 23 年底将具备 10GWh 以上的量产能力，届时规模效益或将逐步凸显。

► **坚持技术进步推动产业升级，构筑技术壁垒。**光伏方面，公司加大对 N 型光伏技术的研发投入，N 型 TOPCon 电池量产效率达到 25.6%，目标良率 98%，组件功率高达 700W。公司对产品设计和制造工艺进行了多重优化，产品具有领先的抗隐裂能力、抗腐蚀和抗湿热老化能力、抗紫外衰减性能。储能方面，公司多款 SolBank 储能产品获得美标、中国国标及欧标等认证，可在全球所有的储能市场销售和应用，有效倚靠技术优势构筑竞争壁垒。

► **重点布局优质市场，逐步拓展新兴渠道。**公司立足传统优质市场，其中欧洲市场出货规模保持强劲的增长势头，出货量同比增加 57%；拉美市场方面，公司将销售渠道从巴西延伸至秘鲁、智利等国家，连续两季度实现单季 1GW+ 的出货量，同比增长 115%；非洲市场实现高速增长，出货同比提升 340%。储能方面，公司持续提升欧美等成熟市场的销售和服务能力，与英国 PulseCleanEnergy 公司、黑石旗下 AypaPower 公司等多个海外知名机构签署了储能系统供应协议，同时扩展日本、澳洲、南美等市场，并已获得订单，截止 23H1 已签订单金额超 21 亿美元，为 24 年出货规模的提升打下坚实基础。

► **投资建议：**预计公司 23-25 年营收为 613.51/851.15/1081.03 亿元，归母净利润为 47.51/65.11/76.77 亿元，对应 PE 为 11/8/7，公司一体化产能持续扩张，出货量有望持续提升，储能系统业务也有望迎来放量，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	47536	61351	85115	108103
增长率 (%)	69.7	29.1	38.7	27.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2157	4751	6511	7677
增长率 (%)	6065.4	120.3	37.1	17.9
每股收益 (元)	0.58	1.29	1.77	2.08
PE	24	11	8	7
PB	4.4	2.3	1.8	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.77 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.阿特斯 (688472.SH) 深度报告：重整山河，再造乾坤-2023/06/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	47536	61351	85115	108103
营业成本	42114	52333	73025	93709
营业税金及附加	112	215	298	378
销售费用	1136	1227	1660	2054
管理费用	1120	1656	2213	2703
研发费用	467	614	851	1081
EBIT	2858	5902	7919	9259
财务费用	-264	273	229	188
资产减值损失	-475	-36	0	0
投资收益	-179	0	0	0
营业利润	2508	5654	7775	9179
营业外收支	111	70	70	70
利润总额	2619	5724	7845	9249
所得税	469	973	1334	1572
净利润	2150	4751	6511	7677
归属于母公司净利润	2157	4751	6511	7677
EBITDA	4496	7327	9594	11185

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11940	19648	24859	31381
应收账款及票据	7129	7480	10403	13213
预付款项	1570	2093	2921	3748
存货	9137	11894	16550	21020
其他流动资产	2911	3728	4613	5469
流动资产合计	32688	44843	59346	74830
长期股权投资	295	435	485	535
固定资产	10030	12977	15545	17825
无形资产	574	574	574	574
非流动资产合计	15612	19324	22969	26553
资产合计	48300	64167	82315	101383
短期借款	5273	6439	6439	6439
应付账款及票据	16391	18746	26007	33031
其他流动负债	10430	12434	16810	21177
流动负债合计	32095	37619	49256	60647
长期借款	2396	1924	1924	1924
其他长期负债	2072	2408	2408	2408
非流动负债合计	4468	4333	4333	4333
负债合计	36563	41951	53589	64979
股本	3066	3607	3607	3607
少数股东权益	74	74	74	74
股东权益合计	11737	22216	28727	36404
负债和股东权益合计	48300	64167	82315	101383

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	69.71	29.06	38.73	27.01
EBIT 增长率	1050.60	106.50	34.18	16.92
净利润增长率	6065.37	120.26	37.05	17.91
盈利能力 (%)				
毛利率	11.41	14.70	14.20	13.32
净利率	4.54	7.74	7.65	7.10
总资产收益率 ROA	4.47	7.40	7.91	7.57
净资产收益率 ROE	18.49	21.46	22.72	21.13
偿债能力				
流动比率	1.02	1.19	1.20	1.23
速动比率	0.64	0.78	0.78	0.80
现金比率	0.37	0.52	0.50	0.52
资产负债率 (%)	75.70	65.38	65.10	64.09
经营效率				
应收账款周转天数	35.44	35.00	35.00	35.00
存货周转天数	67.59	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	1.15	1.09	1.16	1.18
每股指标 (元)				
每股收益	0.58	1.29	1.77	2.08
每股净资产	3.16	6.00	7.77	9.85
每股经营现金流	1.54	1.73	2.92	3.32
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24	11	8	7
PB	4.4	2.3	1.8	1.4
EV/EBITDA	9.81	6.02	4.59	3.94
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2150	4751	6511	7677
折旧和摊销	1638	1425	1675	1926
营运资金变动	1039	-103	2345	2428
经营活动现金流	5662	6365	10763	12240
资本开支	-4183	-4869	-5045	-5222
投资	-108	-89	-100	-100
投资活动现金流	-4019	-4955	-5165	-5332
股权募资	8	5728	0	0
债务募资	411	939	0	0
筹资活动现金流	-379	6298	-387	-387
现金净流量	1395	7708	5211	6521

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026