

璩升科技 (300051)

证券研究报告

2023年09月13日

规划清晰，强执行力，打造异质结新星

传统主业为 SAAS 模式的互联网服务，跨界光伏异质结电池：

公司传统主业为 SAAS 模式的互联网服务，主要产品包括企业邮箱、网站建设、网络域名和办公自动化系统等，除此之外，公司还开展游戏、房屋租赁等业务。23 年 1 月，公司通过控股子公司天津通讯，设立眉山璩升光伏科技有限公司，跨界光伏异质结电池。

公司股东具备光伏经验，跨界光伏获得公司股东支持：公司股东包括四川星慧酒店管理集团有限公司、四川巨星企业集团有限公司、四川新鸿业集团有限公司。其中，四川巨星曾与通威合作多晶硅项目，四川巨星、四川新鸿业曾参与参与金阳新能源异质结项目。资金方面，四川星慧、四川新鸿业通过参与上市公司子公司天津通讯的增资扩股的方式提供资金支持，另外，上市公司还计划通过向控股股东定增方式募集资金充实上市公司资金实力。

公司执行力强，投产迅速：

公司异质结项目规划 8GW，分两期投产，从规模上来看，在同业中处于较高水平；其中，一期项目 23 年 1 月 28 日破土动工，4 月 14 日封顶，7 月 10 日设备搬入，8 月 22 日首片下线，从动工到投产仅用 7 个月时间，反应公司优秀的执行力。

团队方面，公司核心团队成员来自于行业标杆龙头企业，具备异质结量产的丰富一线经验。

公司规划清晰，目标明确：

公司对异质结项目规划明确：目前公司仅生产电池片，不生产组件，聚焦专业化；选址四川眉山，可充分利用当地较低的电费和人工成本，我们测算上述两项成本可较东部地区合计节约 0.9 分/W，同时还可就近服务于通威等企业在四川地区的组件产能；技术路线上规划明确：公司选择未来降本增效后较有竞争力的异质结路线，浆料上选择银包铜和纯银路线。

通过子公司引入战略投资者的方式快速解决资金问题：成立天津通讯以来，公司多次通过向天津通讯及眉山璩升引入战略投资者的方式，解决异质结项目快速投产所需要的资金问题。

基于公司投产节奏及我们对异质结电池售价和成本的假设，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 -0.2/1.49/2.62 亿元；EPS 分别为 -0.05/0.41/0.72 元/股，给予 24 年内 39 倍 PE，目标价 15.99 元。看好公司跨界进入光伏异质结领域打造新增长点，公司规划明确，执行力强，异质结项目销售及盈利有望超预期释放，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业装机不及预期，市场竞争风险，技术迭代风险，境外经营风险，产能投产不及预期；测算具有一定主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	184.29	177.47	540.00	3,290.00	5,660.00
增长率(%)	(16.87)	(3.70)	204.28	509.26	72.04
EBITDA(百万元)	31.85	21.77	49.31	627.67	995.56
归属母公司净利润(百万元)	(24.64)	(32.21)	(20.03)	149.05	262.07
增长率(%)	(64.19)	30.74	(37.81)	(844.03)	75.83
EPS(元/股)	(0.07)	(0.09)	(0.05)	0.41	0.72
市盈率(P/E)	(185.97)	(142.25)	(228.74)	30.74	17.48
市净率(P/B)	20.35	23.95	26.80	14.28	7.87
市销率(P/S)	24.86	25.82	8.49	1.39	0.81
EV/EBITDA	57.76	162.49	106.33	9.30	5.94

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/游戏 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.53 元
目标价格	15.99 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	365.70
流通 A 股股本(百万股)	365.70
A 股总市值(百万元)	4,582.20
流通 A 股市值(百万元)	4,582.20
每股净资产(元)	0.71
资产负债率(%)	59.62
一年内最高/最低(元)	14.88/5.26

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《三五互联-年报点评报告:业绩基本符合预期，游戏业务稳健发展》
2017-04-03

内容目录

1. 跨界进入光伏领域，异质结项目获股东支持	3
1.1. 传统主业为互联网服务，跨界进入光伏领域	3
1.2. HJT 项目获股东支持，通过引入外部战略投资者快速解决资金问题	3
2. 公司产能和技术路线规划清晰	4
2.1. 产能规划：规划 8GW，其中 3.8GW 预计 23 年底达产	4
2.2. 产地规划	4
2.3. 技术路线选择：专注于 HJT 电池片，浆料上选择银包铜路线	5
3. 强执行力	6
3.1. 通过引入战略投资者快速解决资金问题	6
3.2. 投产速度快：从破土动工到首片下线仅需不到 7 个月	7
3.3. 团队有丰富经验，与通威股份深入合作	7
4. 盈利预测及投资建议	7
4.1. 盈利预测	8
4.2. 投资建议	8
5. 风险提示	9

图表目录

图 1：璩升科技（原三五互联）、四川新鸿兴和海南嘉煜为天津通讯前三大股东（截至 2023 年 8 月 25 日）	3
图 2：璩升科技股权结构（截至 2023 年 8 月 25 日）	3
图 3：HJT 工艺制程较 TOPCon 简化为四步	6
图 4：璩升科技眉山 8GW HJT 项目一期进展迅速	7
图 5：璩升科技 2023-2025 年盈利预测	8
表 1：主要公司 HJT 产能规划情况（不完全统计）	4
表 2：四川地区人工成本低	5
表 3：四川地区电力成本低	5
表 4：璩升科技通过引入大量战略投资募集资金	6
表 5：璩升科技可比公司 PE 估值	8

1. 跨界进入光伏领域，异质结项目获股东支持

1.1. 传统主业为互联网服务，跨界进入光伏领域

出于主业疲软考虑跨界做光伏异质结项目。璩升科技（原三五互联）成立于 2004 年，成立初的主业为互联网应用服务，主要产品包括企业邮箱、网站建设、网络域名和办公自动化系统等，除此之外，公司还开展游戏、房屋租赁等业务。璩升科技于 2010 年在创业板上市。2021 年，璩升科技扣非净亏损 2985.46 万元，出于主业疲软的考量，公司在 2023 年 1 月通过控股子公司天津通讯设立眉山璩升光伏科技有限公司，跨界做光伏异质结（HJT）项目。

通过引入战略投资者筹措资金。眉山璩升一期 5GW 异质结项目需投资 25 亿，其中一阶段 2GW 需要 10 亿投资。为了筹集资金，天津通讯引入 13 名战略投资者，增资 3 亿后，璩升科技所持股权稀释至 54.55%。为了抓住机遇做大做强光伏新能源业务，天津通讯又进行了多轮战略融资业务，截至 2023 年 8 月 25 日，璩升科技持有天津通讯股权 34.65%，为第一大股东，四川新鸿兴和海南嘉煜分别位列第二和第三。

图 1：璩升科技（原三五互联）、四川新鸿兴和海南嘉煜为天津通讯前三大股东（截至 2023 年 8 月 25 日）

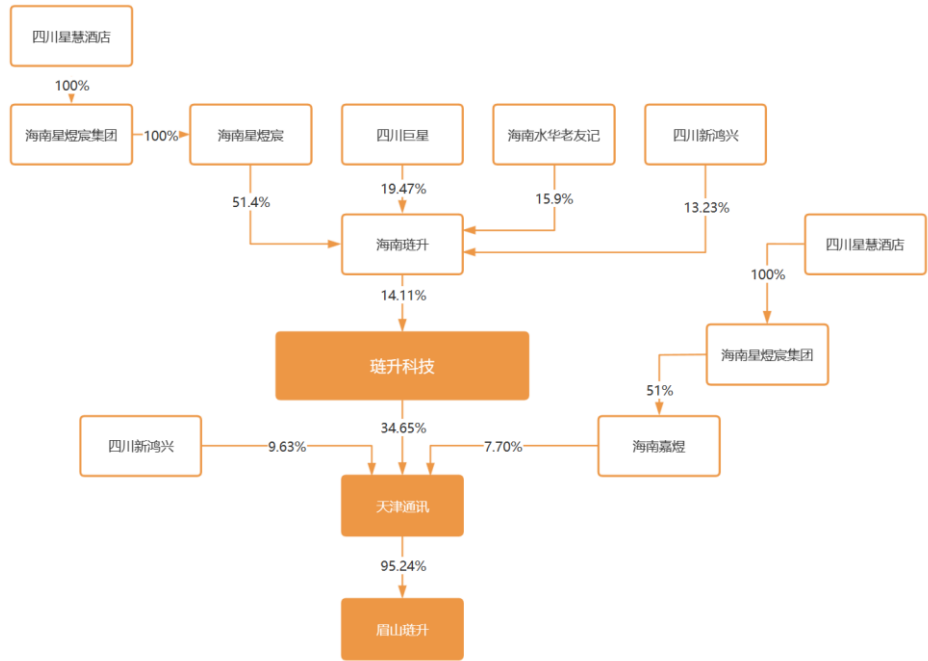
序号	股东名称/姓名	注册资本 (单位：万元)	持股比例
1	厦门三五互联科技股份有限公司	36000.00	34.65%
2	四川新鸿兴集团有限公司	10000.00	9.63%
3	海南嘉煜科技有限公司	8000.00	7.70%
4	成都聚明阳企业管理合伙企业（有限合伙）	6520.00	6.28%
5	甘释良	5000.00	4.81%
6	王柄霖	5000.00	4.81%
7	海南坤天科技有限公司	3870.00	3.73%
8	海南谊盛企业管理合伙企业（有限合伙）	3300.00	3.18%
9	共青城卜元鑫盛创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2150.00	2.07%
10	段利锋	1900.00	1.83%
11	海南新鸿兴投资合伙企业（有限合伙）	1500.00	1.44%

资料来源：璩升科技增资公告，天风证券研究所

1.2. HJT 项目获股东支持，通过引入外部战略投资者快速解决资金问题

通过向子公司引入战略投资快速解决资金问题。截至 8 月 25 日，璩升科技第一大股东为海南璩升，持股 14.11%，海南璩升有四大出资方，海南星煜宸、四川巨星、海南水华老友记和四川新鸿兴，其中海南星煜宸大股东为四川星慧酒店，而天津通讯的第三大持股方海南嘉煜大股东也是四川星慧酒店。也即天津通讯增资得到了关联股东的支持，有助于在短时间内快速解决做异质结需要的资金问题。

图 2：璩升科技股权结构（截至 2023 年 8 月 25 日）



资料来源：企查查，天风证券研究所

璿升科技股东有光伏项目经验。海南璿升四大出资方之一的四川巨星曾在 2007 年投资通威集团旗下涉及硅料业务的永祥股份，并参与投资经营，具有丰富的光伏项目运营经验，并在光伏产业链上下游积累了一定的资源，可为公司进入光伏电池领域提供支持。此外，眉山璿升在 2023 年 2 月引入丹棱县创新产业振兴基金，由其以货币方式向眉山璿升增资人民币 2,500 万元，获得增资后 4.76% 股权。丹棱创新基金由丹棱发展投资控股有限责任公司、四川省丹橙现代果业有限公司和深圳前海恒邦股权投资有限公司共同出资设立，其中深圳前海恒邦股权投资有限公司曾参与成都中建材、祥邦科技等光伏企业投资，光伏项目经验丰富。

2. 公司产能和技术路线规划清晰

作为跨界进入光伏领域的新兴企业，璿升科技在规划上十分清晰，体现在公司的产能规划、产地规划以及技术路线的选择上。

2.1. 产能规划：规划 8GW，其中 3.8GW 预计 23 年底达产

璿升科技 HJT 产能规划规模在同业中较大。公司在异质结产能规划上较为积极，眉山璿升异质结电池片项目总规划 8GW，按照 8GW 厂房一次性设计建设。异质结电池片龙头企业华晟新能源，在产能规划上多以 5GW 为主，最大规模是宣城的 7.5GW，同业其他公司，如金刚光伏等，产能规划大多为 5GW 以下，相较而言，璿升科技的 8GW 异质结项目在同业中处于规模较大的水平。

表 1：主要公司 HJT 产能规划情况（不完全统计）

公司名称	HJT 电池片产能规划
华晟新能源	大理 5GW；宣城 7.5GW；无锡 5GW；合肥 5GW
东方日升	宁海 15GW
爱康科技	长兴 8GW；舟山 12GW
金刚光伏	苏州 1.2GW；甘肃酒泉 4.8GW
璿升科技	眉山 8GW

资料来源：微信公众号华晟新能源 Huasun、东方日升新能源、爱康新能源、金刚光伏，璿升科技公告，天风证券研究所

2.2. 产地规划

璿升科技的异质结项目建设在四川省内，相较于沿海地区，四川地区有着良好的人工和电

费优势。

四川地区人工成本较低。根据公司异质结项目可行性研究报告信息，璩升科技 8GW 的异质结项目共需要 1185 名管理人员、专业人员、技术人员和生产工人，则单 GW 用工人数为 148 人，假设沿海地区同样产能的异质结项目也需要 148 人/GW，年工资四川地区平均较沿海地区低 1.84 万元，则在其他条件一定时，折合单 W 人工成本节约 0.003 元。

表 2：四川地区人工成本低

	单位	沿海（如江苏省）	四川地区
劳动定员	人/GW	148	148
年工资	万元/人	11.51	9.67
年人工成本	亿元/GW	0.17	0.14
单位人工成本	元/W	0.017	0.014
差额	元/W		-0.003

资料来源：璩升科技公告，国家统计局，天风证券研究所

四川地区电力成本较低。璩升科技的异质结项目选址在四川省眉山市丹棱县经开区，眉山市位于四川盆地西部，以亚热带湿润季风气候为主，雨量充沛，年平均降水量 1153.7 毫米。眉山市各类水利工程 27887 处；流经全市流域面积大于 100 平方千米的河流共 15 条，全市水能资源理论蕴藏量 130 万千瓦，可开发 130 万千瓦，已开发 100.3 万千瓦以上，年发电量约 31.3 亿千瓦时，拥有充足的水电资源。在相同用电量，同样产能的情况下，四川地区单位电价相较于沿海地区低 0.1196 元/kwh，折合单 W 电力成本节约 0.006 元。

表 3：四川地区电力成本低

	单位	沿海（如江苏省）	四川地区
单位电价（参考两部制 35kV 平时段用电价格）	元/Kwh	0.6585	0.53887
年耗电量	亿 Kwh/GW	0.47	0.47
年电费成本	亿元/GW	0.31	0.25
单位电费成本	元/W	0.031	0.025
差额	元/W		-0.006

资料来源：璩升科技公告，供电公司公示，CPIA 报告，天风证券研究所

综合来看，项目选址在四川地区可以较沿海在人工和电力成本上节约 0.009 元。

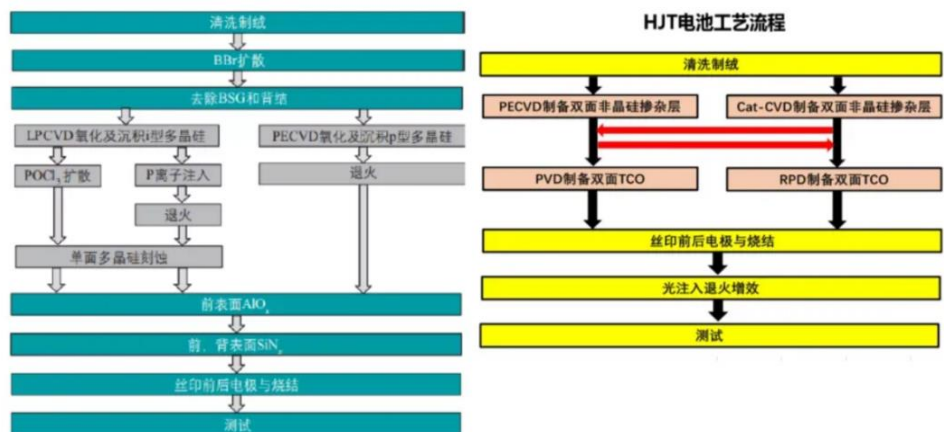
2.3. 技术路线选择：专注于 HJT 电池片，浆料上选择银包铜路线

璩升科技在技术路线的选取上专注于异质结电池片。

N 型电池片是技术迭代的方向。电池片工艺路线的革新本质上是降低度电成本，曾经的主流技术 P 型 PERC 电池经过多年发展已十分成熟，通威目前 PERC 电池量产转换效率可达 23.47%，而 PERC 电池的理论转换效率极限为 24.5%，未来降本空间有限，且理论效率继续提升的难度也很大。去年 12 月底以来，多晶硅引领光伏产业链上下游价格下跌，对中游电池片厂商而言，寻求新的技术路线降本增效尤为重要。相较于 P 型，N 型电池片通过电子导电且温度系数低，可实现更高的转换效率，是下一代技术迭代的方向之一。

HJT 电池片工艺路线较 TOPCon 更短。目前光伏电池片进入 N 型时代，N 型电池片中 TOPCon 和 HJT 均为被业内肯定的具备商业化量产前景的技术。相较于 TOPCon，HJT 所需工艺制程短，主要生产环节只需制绒清洗、非晶硅薄膜沉积、TCO 薄膜沉积和电极金属化四步，理论上可以提高良率，节约成本。根据我们在报告《HJT 行业报告：风物长宜放眼量，降本增效尤可期》（20230307）中的测算，到 24 年底，HJT 成本有望打平或略高于 TOPCon，从而在成本端形成竞争力。

图 3：HJT 工艺制程较 TOPCon 简化为四步



资料来源：华尔街见闻，天风证券研究所

HJT 电池片未来增效空间更大。中长期来看，TOPCon 技术较难与钙钛矿电池形成叠层，而 HJT 可叠加钙钛矿形成叠层太阳能电池，宽带隙钙钛矿材料吸收短/中波段入射光，窄带隙单晶硅材料吸收中/长波段入射光，可最大限度利用太阳光，钙钛矿叠层能增加 3%-5% 的效率增量效益。

通过少银化路线控制 HJT 银耗，实现降本。虽然 HJT 相较于 TOPCon 具备明显优势，但现阶段 TOPCon 无疑是更具性价比的选择。HJT 成本来源中，银耗是主要方面之一，其中，异质结浆料成本整体高于 TOPCon。业内各家企业在少银化路线上也有自己的探索，目前银包铜技术路线主流企业可以在不影响光电转化效率的前提下将银浆比例降至 50%。

因此，璩升科技作为 2023 年初跨界进入光伏的新兴企业，专注于做 HJT 电池片和银包铜这一少银化路线，大大减少了其他技术路线带来的资源分散，可以更高效运用有效资源，与老牌电池片厂商同台竞争。

3. 强执行力

在清晰的战略规划下，璩升科技在推进异质结项目过程中展现较强的执行力，表现在资金筹措、投产进展以及团队成员方面。

3.1. 通过引入战略投资者快速解决资金问题

璩升科技通过向子/孙公司引入战略投资者方式快速解决资金问题。异质结项目需要大量资金，考虑到直接向上市公司增资所需周期长，资金到账慢，璩升科技通过向其控股子公司天津通讯及负责异质结项目的孙公司眉山璩升引入战略投资者的方式募集资金，大大缩短资金到账时间。2022 年末以来，璩升科技通过引入战略投资者的方式向控股子公司天津通讯注资 9.16 亿元，有效解决异质结项目所需的资金问题。

表 4：璩升科技通过引入大量战略投资募集资金

时间	募资金额 (亿元)	增资前估 值(亿元)	注资公 司	投资方
2022.12.26	2.72	-	子公司 天津通 讯	璩升科技
2022.12.26	3	3.6	子公司 天津通 讯	四川新鸿兴集团有限公司、海南嘉煜科技有 限公司、成都聚明阳企业管理合伙企业(有 限合伙)等合计 13 名战略投资者

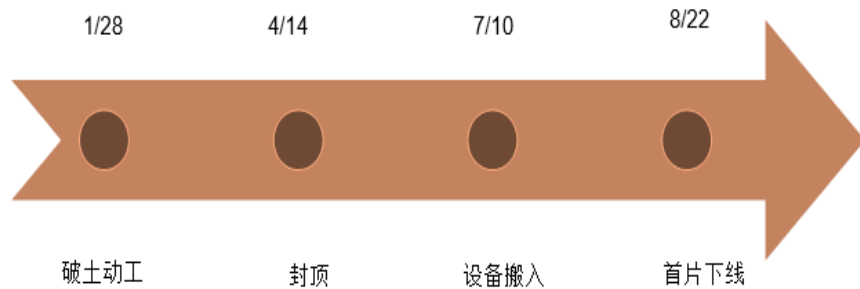
2023.1.30	2	6.6	子公司 天津通讯	甘释良、王柄霖、成都星峰酒店管理有限公司等九位投资人
2023.2.27	0.25	-	孙公司 眉山璉升	丹陵县创新产业振兴基金合伙企业（有限合伙）
2023.7.18	1.951	20	子公司 天津通讯	共青城卜元鑫盛创业投资基金合伙企业（有限合伙）等十位投资人
2023.8.16	1.445	20	子公司 天津通讯	海南坤天科技有限公司等六位投资人
2023.8.25	0.764	20	子公司 天津通讯	杨建华等十六位投资人

资料来源：璉升科技公告，天风证券研究所

3.2. 投产速度快：从破土动工到首片下线仅需不到 7 个月

HJT 项目投产速度快，从破土动工到首片下线仅需不到 7 个月。璉升科技异质结电池片总产能规划 8GW，其中一期 3.8GW 于 2023 年投产，1 月 28 日破土动工，4 月 14 日封顶，7 月 10 日设备搬入，8 月 22 日首片下线，总历时不到 7 个月，公司预计年底完成异质结产线建设。截至 2023 年 8 月 25 日公司首批试样正进入交付阶段，国内于 8 月 25 日、国际将于 8 月 29 日开始陆续发货。公司在规划大规模异质结电池片产能的同时，能够推动产能规划迅速落地，体现了很强的执行力。

图 4：璉升科技眉山 8GW HJT 项目一期进展迅速



资料来源：微信公众号璉升光伏，天风证券研究所

3.3. 团队有丰富经验，与通威股份深度合作

璉升科技 HJT 团队具有丰富经验。公司异质结业务的技术团队主要成员主要来自行业标杆龙头的技术人才和运营人才，均有多年的光伏领域一线生产经验。负责异质结项目的眉山璉升注重研发和技术开发，已建成超百人的团队，其中技术人员近 70 名，全部来自同行、且具备充分的异质结量产生产和管理经验。此外，公司已设立了工艺研发部，从新技术开发和产线工艺改进两方面推动产品降本增效。对团队成员的配置追求专业和经验，并注重研发，体现了璉升科技跨界做光伏的决心和执行力。

璉升科技与通威股份加强合作。通威股份拥有从上游高纯晶硅生产、中游高效太阳能电池片生产、到终端光伏电站建设的垂直一体化光伏企业，是硅料电池龙头企业，光伏经验丰富。璉升科技孙公司眉山璉升在 2023 年 8 月 18 日和通威股份共同开展异质结异质结技术及合作交流，加强两个公司间在异质结项目上的合作。

4. 盈利预测及投资建议

4.1. 盈利预测

基于公司扩产计划，公司目前 8GW 异质结电池片项目一期 3.8GW 产线预计 2023 年年底可建成。考虑到 2023 年公司 3.8GW 产线处于爬产阶段，只有少量出货，2024 年 3.8GW 全部投产，二期 4.2GW 部分投产少量出货，2025 年整个 8GW 项目全部投产，根据以上出货假设，假设公司 2023/2024/2025 年光伏电池片出货 0.5/4.5/8GW。基于我们对异质结电池成本与售价的预期，假设公司 2023/2024/2025 年光伏电池片单瓦盈利分别为 0.05/0.11/0.10 元。光伏电池片项目在 2023/2024/2025 年贡献净利润 0.09/1.78/2.91 亿元。

公司 SAAS 及其他业务预计 2023/2024/2025 年收入为 1.4/1.4/1.4 亿元，其中移动通信转售产品 0.49/0.49/0.49 亿元；邮箱及网站等 0.4/0.4/0.4 亿元；房屋租赁 0.27/0.27/0.27 亿元；网络域名 0.24/0.24/0.24 亿元。

因此，我们预期公司 2023-2025 年营收分别为 5.4/32.9/56.6 亿元；归母净利润分别为 -0.2/1.49/2.62 亿元；EPS 分别为-0.05/0.41/0.72 元/股。2024-2025 年对应的 PE 分别为 30.74x、17.48x。

图 5：瓊升科技 2023-2025 年盈利预测

瓊升科技	300051.SZ	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E
收入	亿元	2.22	1.84	1.77	5.40	32.90	56.60
成本	亿元	1.06	0.93	0.96	4.20	24.70	43.25
毛利率	%	52.16%	49.63%	45.83%	22.22%	24.92%	23.59%
税费率	%	84.53%	64.44%	64.33%	22.96%	10.21%	9.29%
净利润	%				(0.04)	4.84	8.09
归母净利润	亿元	(0.69)	(0.25)	(0.32)	(0.20)	1.49	2.62
光伏电池片							
销量	GW				0.50	4.50	8.00
单价	元/W				0.80	0.70	0.69
单位成本	元/W				0.67	0.53	0.53
收入	亿元				4.00	31.50	55.20
毛利率	%				16.25%	24.29%	23.19%
单位盈利	元/W				0.05	0.11	0.10
SAAS业务及其他							
收入	亿元	2.22	1.84	1.77	1.40	1.40	1.40
成本	亿元	1.06	0.93	0.96	0.85	0.85	0.85
毛利率	%	52.16%	49.63%	45.83%	39.29%	39.29%	39.29%
其中：移动通信转售产品							
收入	亿元	0.56	0.46	0.49	0.49	0.49	0.49
成本	亿元	0.42	0.32	0.32	0.31	0.31	0.31
毛利率	%	25.24%	29.93%	34.84%	36.50%	36.50%	36.50%
邮箱及网站等							
收入	亿元	0.54	0.43	0.42	0.40	0.40	0.40
成本	亿元	0.12	0.09	0.10	0.09	0.09	0.09
毛利率	%	77.94%	78.64%	74.87%	76.50%	76.50%	76.50%
房屋租赁							
收入	亿元	0.18	0.22	0.27	0.27	0.27	0.27
成本	亿元	0.23	0.28	0.27	0.25	0.25	0.25
毛利率	%	-31.51%	-26.31%	1.94%	6.00%	6.00%	6.00%
游戏产品							
收入	亿元	0.53	0.44	0.31	0.00	0.00	0.00
成本	亿元	0.08	0.06	0.06	0.00	0.00	0.00
毛利率	%	84.49%	87.43%	80.48%	0.00%	0.00%	0.00%
网络域名							
收入	亿元	0.22	0.22	0.24	0.24	0.24	0.24
成本	亿元	0.14	0.15	0.19	0.19	0.19	0.19
毛利率	%	34.14%	30.50%	19.10%	21.00%	21.00%	21.00%
其他							
收入	亿元	0.19	0.07	0.04	0.00	0.00	0.00
成本	亿元	0.06	0.03	0.01	0.00	0.00	0.00

资料来源：InfoLink 官网，公司投资者关系活动记录表，天风证券研究所

4.2. 投资建议

采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司是光伏电池片制造企业，与同为跨界做光伏的企业赛福天、永和智控可比，两家可比公司 2024 年预测 PE 分别为 23.94/22.47x，平均值为 23.21x。考虑到公司异质结产品可凭更高效率获得更高盈利溢价，盈利潜力大；公司产能目前处于投产阶段，盈利释放需要时间，且公司投产初期增速较快。基于上述分析，首次覆盖给予其 2024 年 39 倍 PE，目标价 15.99 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：瓊升科技可比公司 PE 估值

行业	公司名称	2023E	2024E	2025E
光伏电池片	赛福天	39.25	23.94	18.07
光伏电池片	永和智控	54.71	22.47	16.25
均值		46.98	23.21	17.16
计算出的 PE	臻升科技	-	30.74	17.48

资料来源：天风证券研究所

备注：估值来自 Wind 一致预测（180 天），截至 2023 年 9 月 13 日

5. 风险提示

行业装机不及预期：如果因政策、不可抗力等各类原因造成行业装机不达预期，则对公司经营业务的市场空间增长有负面影响。

市场竞争风险：异质结产品存在因市场竞争激烈导致生产成本上升或产品价格下降的风险，公司尚处于起步阶段，则公司是否能在激烈的竞争格局下占据一席之地存在不确定性。

技术迭代风险：光伏电池片技术迭代速度快，若公司不能准确判断技术发展趋势，则可能出现技术落后甚至被市场淘汰的风险。

境外经营风险：公司投资者关系活动记录表中提及有海外销售意向，境外经营存在关税、双反、汇率波动、海运费波动、订单无法及时交付而引发诉讼等风险。

产能投产不及预期：光伏电池片投产速度受多种因素影响，若公司产能投产节奏放慢，则可能会对公司业绩产生负面影响。

测算具有一定主观性，仅供参考：本报告测算部分为通过既有假设进行推算，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	70.07	39.87	121.31	739.08	1,271.49
应收票据及应收账款	7.07	2.51	26.64	150.95	154.57
预付账款	11.22	5.50	67.56	362.08	390.22
存货	0.47	1.76	348.24	1,710.09	1,894.07
其他	19.56	15.66	83.34	511.02	510.09
流动资产合计	108.39	65.29	647.09	3,473.23	4,220.44
长期股权投资	2.25	2.18	2.18	2.18	2.18
固定资产	453.54	442.12	447.56	431.12	418.69
在建工程	0.00	0.00	62.87	125.74	188.61
无形资产	30.37	29.41	156.01	275.88	389.00
其他	54.44	45.60	38.02	30.44	27.24
非流动资产合计	540.60	519.31	706.64	865.37	1,025.72
资产总计	649.08	584.80	1,353.73	4,338.59	5,246.16
短期借款	0.00	0.00	317.02	864.16	924.56
应付票据及应付账款	11.52	10.31	85.07	475.86	506.33
其他	102.28	78.18	306.36	1,543.31	1,552.80
流动负债合计	113.80	88.49	708.44	2,883.33	2,983.69
长期借款	273.34	263.68	454.81	780.08	778.84
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.58	14.66	14.66	14.66	14.66
非流动负债合计	288.92	278.34	469.47	794.74	793.50
负债合计	432.53	404.64	1,177.91	3,678.07	3,777.19
少数股东权益	(8.57)	(11.17)	4.86	339.74	886.53
股本	365.70	365.70	365.70	365.70	365.70
资本公积	482.20	482.29	482.29	482.29	482.29
留存收益	(610.92)	(643.14)	(663.17)	(514.12)	(252.05)
其他	(11.86)	(13.53)	(13.86)	(13.08)	(13.49)
股东权益合计	216.56	180.16	175.82	660.52	1,468.97
负债和股东权益总计	649.08	584.80	1,353.73	4,338.59	5,246.16

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(27.30)	(32.82)	(20.03)	149.05	262.07
折旧摊销	25.64	24.05	22.72	29.46	36.31
财务费用	21.51	20.13	30.00	60.00	60.00
投资损失	0.85	(2.45)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	10.42	20.09	(227.46)	(573.04)	(171.65)
其它	(17.28)	8.39	36.03	354.88	566.79
经营活动现金流	13.84	37.40	(159.74)	19.35	752.52
资本支出	2.22	3.66	217.64	195.76	199.87
长期投资	2.25	(0.07)	0.00	0.00	0.00
其他	(32.52)	(9.82)	(454.27)	(410.53)	(418.74)
投资活动现金流	(28.05)	(6.24)	(236.64)	(214.76)	(218.87)
债权融资	(54.65)	(44.40)	478.15	812.41	(0.83)
股权融资	4.97	(1.59)	(0.33)	0.78	(0.41)
其他	23.59	(14.08)	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	(26.09)	(60.06)	477.82	813.19	(1.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(40.29)	(28.90)	81.44	617.77	532.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	184.29	177.47	540.00	3,290.00	5,660.00
营业成本	92.83	96.13	420.00	2,470.00	4,325.00
营业税金及附加	3.92	3.70	4.32	26.32	45.28
销售费用	32.27	24.57	27.00	35.53	56.60
管理费用	38.19	48.94	56.11	65.80	96.79
研发费用	21.78	19.84	27.00	115.15	198.10
财务费用	21.03	20.26	30.00	60.00	60.00
资产/信用减值损失	(5.93)	(1.30)	(1.30)	(1.30)	(1.30)
公允价值变动收益	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
投资净收益	(0.85)	2.45	1.00	1.00	1.00
其他	7.77	(5.60)	0.00	0.00	0.00
营业利润	(26.72)	(31.51)	(4.73)	536.90	897.93
营业外收入	0.91	1.16	1.16	1.16	1.16
营业外支出	0.35	0.36	0.36	0.36	0.36
利润总额	(26.16)	(30.71)	(3.93)	537.70	898.73
所得税	1.14	2.11	0.08	53.77	89.87
净利润	(27.30)	(32.82)	(4.01)	483.93	808.86
少数股东损益	(2.66)	(0.60)	16.03	334.88	546.79
归属于母公司净利润	(24.64)	(32.21)	(20.03)	149.05	262.07
每股收益(元)	(0.07)	(0.09)	(0.05)	0.41	0.72

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-16.87%	-3.70%	204.28%	509.26%	72.04%
营业利润	-62.28%	17.92%	-85.00%	-11461.95%	67.24%
归属于母公司净利润	-64.19%	30.74%	-37.81%	-844.03%	75.83%
获利能力					
毛利率	49.63%	45.83%	22.22%	24.92%	23.59%
净利率	-13.37%	-18.15%	-3.71%	4.53%	4.63%
ROE	-10.94%	-16.84%	-11.72%	46.46%	44.99%
ROIC	-1.33%	-2.84%	6.42%	64.61%	54.62%
偿债能力					
资产负债率	66.64%	69.19%	87.01%	84.78%	72.00%
净负债率	112.64%	138.77%	384.89%	141.00%	31.19%
流动比率	0.76	0.52	0.91	1.20	1.41
速动比率	0.75	0.50	0.42	0.61	0.78
营运能力					
应收账款周转率	22.16	37.05	37.05	37.05	37.05
存货周转率	383.77	159.38	3.09	3.20	3.14
总资产周转率	0.27	0.29	0.56	1.16	1.18
每股指标(元)					
每股收益	-0.07	-0.09	-0.05	0.41	0.72
每股经营现金流	0.04	0.10	-0.44	0.05	2.06
每股净资产	0.62	0.52	0.47	0.88	1.59
估值比率					
市盈率	-185.97	-142.25	-228.74	30.74	17.48
市净率	20.35	23.95	26.80	14.28	7.87
EV/EBITDA	57.76	162.49	106.33	9.30	5.94
EV/EBIT	113.40	536.80	197.21	9.76	6.17

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com