

股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.09
总股本/流通股本(亿股)	11.40 / 9.21
总市值/流通市值(亿元)	206 / 167
52 周内最高/最低价	34.96 / 17.21
资产负债率(%)	72.8%
市盈率	17.07
第一大股东	林海峰

研究所

分析师: 王磊
SAC 登记编号: S1340523010001
Email: wanglei03@cnpsc.com
分析师: 贾佳宇
SAC 登记编号: S1340523070002
Email: jiajiayu@cnpsc.com

东方日升(300118)

组件盈利超预期，异质结持续降本增效

● 投资要点

事件：公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收 280.17 亿元(+33%)，实现归母净利润 12.79 亿元(+71%)，其中 Q3 单季度实现收入 104.10 亿元(+24%)，实现归母净利润 4.18 亿元(+72%)，扣非净利润方面，Q3 实现 7.33 亿元，同比增长 149%，环比增长 29%，伴随新增电池片产能投产，公司盈利能力得到明显改善。

Q3 计提一次性违约支出 5.14 亿元，减少 Q3 净利 3.86 亿元。
2020 年，公司与 FOCUS 签订组件供应协议，约定由公司向 FOCUS 分别提供 400MW、470MW 合计共 870MW 的光伏组件，后双方因协议履行产生争议，FOCUS 于 2021 年 7 月 14 日向 ICC 提交了仲裁申请，2023 年 9 月 26 日，公司收到 ICC 出具的仲裁书，基于审慎性原则，公司在 Q3 根据裁决金额全额计提 7168 万美元（折合 5.14 亿元），导致 Q3 净利润减少 3.86 亿元。

HJT+TOPcon 同步推进，产能加速建设。公司前三季度组件出货确认收入约 14.4GW，单 Q3 实现出货确认规模 6.1GW，实现明显增长，截止 2023 年中，公司电池、组件产能分别为 15、25GW，后伴随金坛 4GW HJT、宁海 5GW HJT 以及滁州 10GW TOPcon 的逐步投产落地，公司电池产能有望接近 35GW，组件配套产能将超 40GW，有望进一步助推公司出货提升。

异质结方向完成多项降本技术攻关，提升量产经济性。在异质结方面，公司有深度布局，通过自有专利布局 OBB 电池技术、210 超薄硅片技术、纯银用量<10mg/W 及异连接无应力串联技术，实现行业内首家量产。展望 24 年，伴随<100 μm 硅片导入量产、低银浆料继续降低含银比例、无铟/去铟方案导入，异质结还有较大降本空间，同时叠加技术进步，预期明年转换效率提升至 26%，异质结量产经济性将持续提升。

● 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 17.66/22.67/29.69 亿元，对应 2023-25 年公司 PE 分别为 11.68x/9.10x/6.95x，维持“增持”评级。

● 风险提示：

光伏装机需求不及预期；技术降本进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	29385	38162	46745	56949
增长率(%)	56.05	29.87	22.49	21.83
EBITDA（百万元）	1937.58	2743.35	3435.26	4254.68
归属母公司净利润（百万元）	944.68	1766.32	2267.41	2969.32
增长率(%)	2332.31	86.98	28.37	30.96
EPS(元/股)	0.83	1.55	1.99	2.60
市盈率（P/E）	21.83	11.68	9.10	6.95
市净率（P/B）	2.20	1.30	1.14	0.98
EV/EBITDA	10.37	4.22	2.42	0.85

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	29385	38162	46745	56949	营业收入	56.0%	29.9%	22.5%	21.8%
营业成本	26242	33367	41072	49783	营业利润	620.8%	89.2%	28.4%	31.0%
税金及附加	82	114	140	171	归属于母公司净利润	2,332.3%	87.0%	28.4%	31.0%
销售费用	278	382	467	569	获利能力				
管理费用	1001	1221	1496	1822	毛利率	10.7%	12.6%	12.1%	12.6%
研发费用	801	1069	1309	1595	净利率	3.2%	4.6%	4.9%	5.2%
财务费用	-73	-134	-89	-154	ROE	10.1%	11.2%	12.5%	14.1%
资产减值损失	-257	-198	0	0	ROIC	4.2%	6.5%	7.9%	9.3%
营业利润	1098	2078	2668	3493	偿债能力				
营业外收入	26	0	0	0	资产负债率	72.8%	66.9%	67.2%	67.2%
营业外支出	51	0	0	0	流动比率	0.96	1.14	1.17	1.22
利润总额	1073	2078	2668	3493	营运能力				
所得税	117	312	400	524	应收账款周转率	10.24	10.65	10.36	10.25
净利润	956	1766	2267	2969	存货周转率	6.23	5.56	5.72	5.70
归母净利润	945	1766	2267	2969	总资产周转率	0.87	0.86	0.85	0.91
每股收益(元)	0.83	1.55	1.99	2.60	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.83	1.55	1.99	2.60
货币资金	9846	17590	20851	25549	每股净资产	8.22	13.89	15.88	18.48
交易性金融资产	76	76	76	76	估值比率				
应收票据及应收账款	4024	5097	6289	7707	PE	21.83	11.68	9.10	6.95
预付款项	591	667	821	996	PB	2.20	1.30	1.14	0.98
存货	6402	7314	9026	10962	现金流量表				
流动资产合计	23437	33762	40573	49382	净利润	956	1766	2267	2969
固定资产	9067	10665	11547	12074	折旧和摊销	1075	800	857	916
在建工程	1495	2097	1858	1415	营运资本变动	658	1510	1637	1813
无形资产	950	950	950	950	其他	347	484	132	160
非流动资产合计	14825	17183	17826	17910	经营活动现金流净额	3036	4560	4893	5858
资产总计	38262	50946	58399	67292	资本开支	-1200	-3008	-1509	-1011
短期借款	4256	4256	4256	4256	其他	578	113	140	114
应付票据及应付账款	13556	17147	21106	25583	投资活动现金流净额	-622	-2895	-1369	-897
其他流动负债	6560	8119	9346	10793	股权融资	0	4886	0	0
流动负债合计	24372	29522	34708	40633	债务融资	2335	1092	0	0
其他	3490	4563	4563	4563	其他	-1741	80	-263	-263
非流动负债合计	3490	4563	4563	4563	筹资活动现金流净额	593	6057	-263	-263
负债合计	27862	34085	39271	45195	现金及现金等价物净增加额	3115	7744	3261	4698
股本	892	1140	1140	1140					
资本公积金	5173	9832	9832	9832					
未分配利润	3098	4490	6418	8942					
少数股东权益	1028	1028	1028	1028					
其他	208	370	710	1155					
所有者权益合计	10400	16860	19128	22097					
负债和所有者权益总计	38262	50946	58399	67292					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048