



业绩表现良好，异质结+储能双翼展开

2023 年 11 月 06 日

► **全球化组件领先企业，业绩持续向好。**公司前身宁海日升成立于 2002 年，2006 年开始投身太阳能电池组件产业，并于 2010 年成功在深圳创业板上市。公司主营业务为太阳能电池组件的研发、生产、销售，亦涵盖光伏电站 EPC、光伏电站运营及储能领域等。近年来公司业绩保持了良好的增长态势，23 年前三季度公司实现营收 280.17 亿元，同比+33.27%；实现归母净利润 12.79 亿元，同比+71.18%；实现扣非净利润 15.71 亿元，同比+104.10%。

► **光伏：异质结领军企业，一体化程度再加深。**公司加快异质结降本增效的步伐，非硅成本方面，公司通过自有专利 OBB（无主栅）技术，搭配低银含浆料，目前已实现电池片纯银用量 <10mg/W，预计纯银用量未来每季度有望下降 1mg/W，24H1 用量将有望降低至 7mg/W；硅成本方面，公司已实现基于 110 μm 的硅片制备 95μm 异质结电池片，通过薄片化持续降低硅成本，另与高测股份在切片领域达成不低于 10GW 的战略合作关系，在加速薄片化进程的同时进一步保障原材料供应。效率方面，作为行业内首家量产 G12 半片、110μm 异质结电池片，公司实现电池片量产平均效率 25.5%，组件转换效率超 23.89%。同时，公司加速扩张高效一体化产能，23 年底公司异质结名义产能有望达到 15GW；上游多晶硅现有产能 1.2 万吨，公司向上游延伸一体化布局，10GW 拉晶项目已通过董事会审议。

► **储能：万事俱备，乘储能之风扶摇直上。**公司 2018 年收购双一力切入储能行业，业务结构以大储为主，拥有全球多个百兆瓦级大储项目交付经验。公司目前已推出 100kW/215kWh 国内版工商业一体机储能柜，采用自主研发的 PCS、BMS、EMS。此外，公司积极探索光储结合创新业务模式，其独立开发的液冷储能电池系统是国内首家同时通过中美两地 UL9540A 认证的系统。订单方面，公司已斩获多个百兆瓦时级别工商业储能销售框架合同。储能业务有望成为公司新的业绩增长点。

► **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 391.20/483.82/583.35 亿元，对应增速分别为 33.1%/23.7%/20.6%，归母净利润分别为 17.91/21.42/26.90 亿元，对应增速分别为 89.6%/19.6%/25.6%，根据 11 月 3 日收盘价计算，对应 PE 为 11X/9X/7X。公司为光伏组件领先企业，异质结产业化加速有望增厚公司盈利，储能系统业务放量在即，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期、产能扩张不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格：

17.54 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 29,385 | 39,120 | 48,382 | 58,335 |
| 增长率 (%) | 56.0 | 33.1 | 23.7 | 20.6 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 945 | 1,791 | 2,142 | 2,690 |
| 增长率 (%) | 2332.3 | 89.6 | 19.6 | 25.6 |
| 每股收益 (元) | 0.83 | 1.57 | 1.88 | 2.36 |
| PE | 21 | 11 | 9 | 7 |
| PB | 2.1 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 11 月 3 日收盘价）

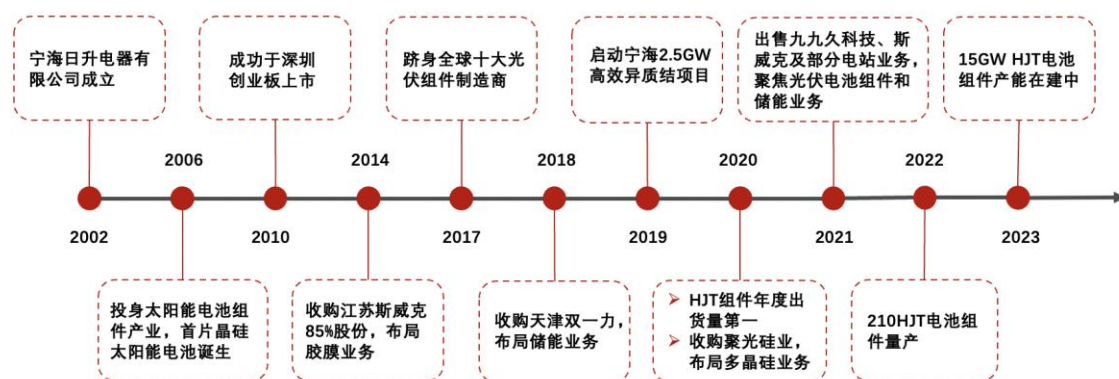
目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1 全球化组件领先企业，业绩持续向好 | 3 |
| 2 光伏：异质结领军企业，一体化程度再加深 | 7 |
| 3 储能：产品与渠道优势显著，储能业务整装待发 | 10 |
| 4 盈利预测与投资建议 | 13 |
| 4.1 盈利预测假设与业务拆分 | 13 |
| 4.2 估值分析 | 14 |
| 4.3 投资建议 | 14 |
| 5 风险提示 | 15 |
| 插图目录 | 17 |
| 表格目录 | 17 |

1 全球化组件领先企业，业绩持续向好

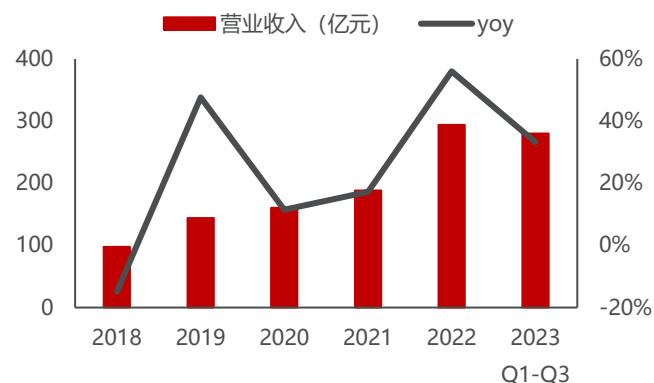
行业领先组件制造商，聚焦光储两大领域。东方日升新能源股份有限公司是行业内技术、规模领先的组件制造商，主营业务为太阳能电池组件的研发、生产、销售，亦涵盖光伏电站 EPC、光伏电站运营，及储能领域等。公司前身宁海日升电器有限公司成立于 2002 年，2006 年开始投身太阳能电池组件产业，并于 2010 年成功在深圳创业板上市，逐步在组件领域做大做强；2018 年公司收购天津双一力，储能业务布局启动；2019 年，公司坚定看好异质结技术作为下一代基底电池技术，提前布局并启动宁海 2.5GW 高效异质结项目，2020 年即达成异质结组件出货量行业第一，目前异质结产能正在快速扩张中；2020 年公司收购聚光硅业，布局多晶硅业务，产业布局逐渐向光伏上游延展；2021 年，公司重新定位业务重心，清晰地将自身主业聚焦于光伏组件制造与储能业务两大领域，出售了包括九九久科技、斯威克等在内的多个子公司，并持续深耕异质结技术路线。

图1：公司发展历程

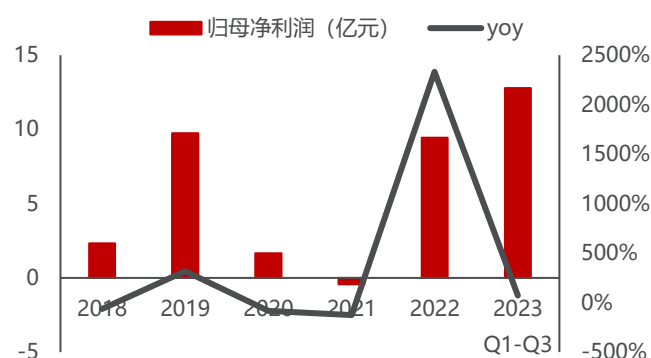


资料来源：公司官网，双一力官网，公司公告，民生证券研究院

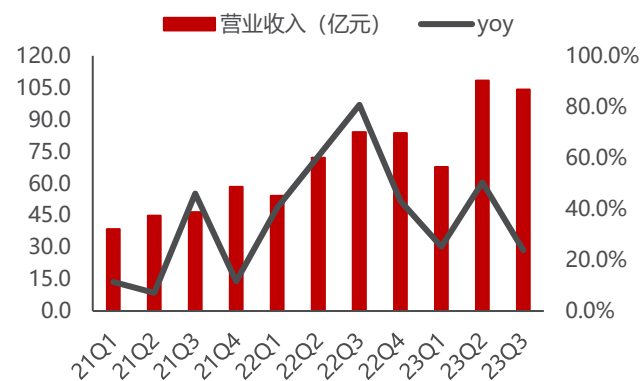
业绩符合预期，23 年营收和净利润大幅增长。23 年前三季度公司实现营收 280.17 亿元，同比+33.27%；实现归母净利润 12.79 亿元，同比+71.18%；实现扣非净利润 15.71 亿元，同比+104.10%。其中 23Q3 公司实现营收 104.10 亿元，同比+23.84%，环比-3.87%；实现归母净利润 4.18 亿元，同比+72.29%，环比-23.99%。23 年前三季度公司业绩基本符合预期，主要受益于光伏行业的发展和公司的市场开拓，光伏组件产品销量提升；归母净利方面，自公司 2022 年启动多晶硅布局，产业链向上游延伸，抵御行业波动风险能力增强，归母净利呈现稳步上升态势，盈利能力修复，预计整体表现将持续向好。

图1：2018-2023Q3 公司营收（亿元）及增速


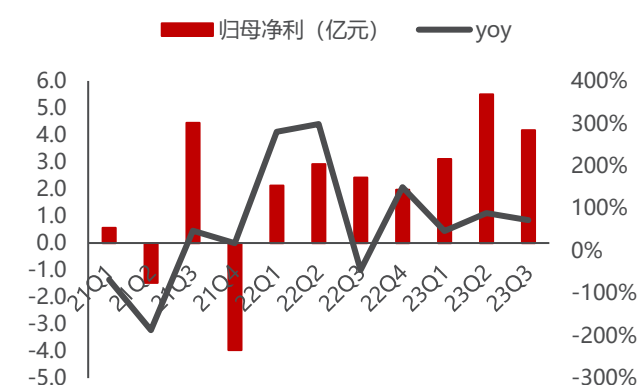
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图2：2018-2023Q3 公司归母净利润（亿元）及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

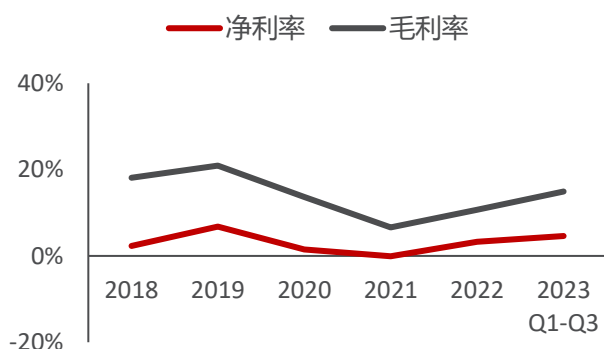
图3：21Q1-23Q3 公司营收（亿元）及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

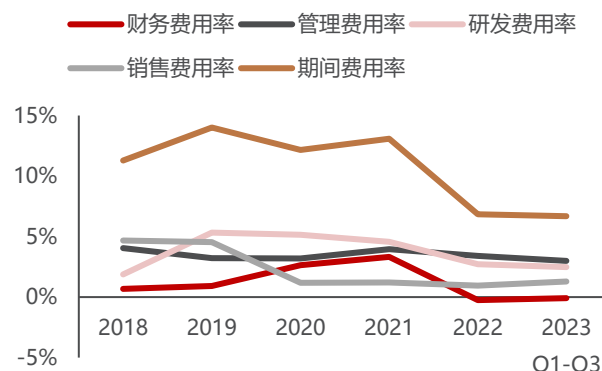
图4：21Q1-23Q3 公司归母净利润（亿元）及增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

盈利能力稳中有升，费用把控持续精进。公司 23 年前三季度的毛利率/净利率分别为 14.93%/4.64%，分别同比+3.36/1.05Pcts，盈利能力稳中有升。23 年前三季度公司销售期间费用率为 6.68%，同比-1.03Pcts，其中财务费用率、管理费用率、研发费用率与销售费用率分别为-0.08%/2.99%/2.48%/1.29%，分别同比-0.38/+0.03/-1.05/+0.37Pcts。期间费用率的下降主要由于公司生产、销售规模扩大摊薄各项费用，规模效应凸显，以及公司良好的财务把控意识，提前布局带来汇兑收益增加。

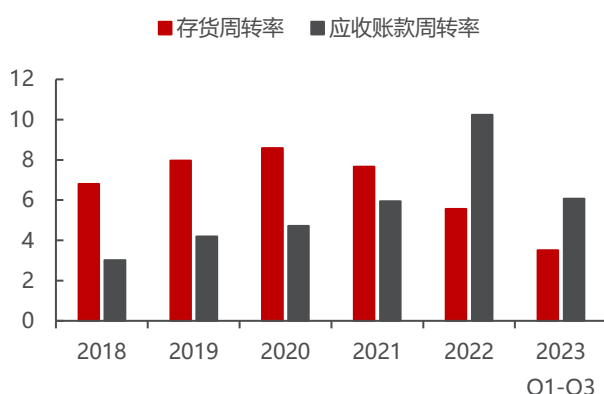
图5：2018-2023Q3 公司毛利率与净利率


资料来源：iFinD，民生证券研究院

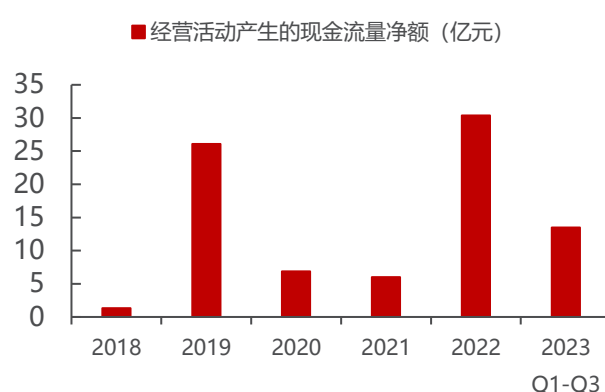
图6：2018-2023Q3 公司费用率情况


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2018 年以来公司应收账款周转率缓步提高，存货周转率近两年有所下降，2023 年前三季度公司应收账款与存货周转率分别为 6.06 和 3.50 次，营运能力仍有提升空间。从经营活动现金流量净额方面看，公司现金流波动较大，2023 年前三季度经营活动现金流量净额为 13.51 亿元，同比-51.86%，降幅较大主要系生产规模扩大后购买材料等支付的现金增加以及税费返还少于上年同期所致。

图7：2018-2023Q3 公司期间费用率


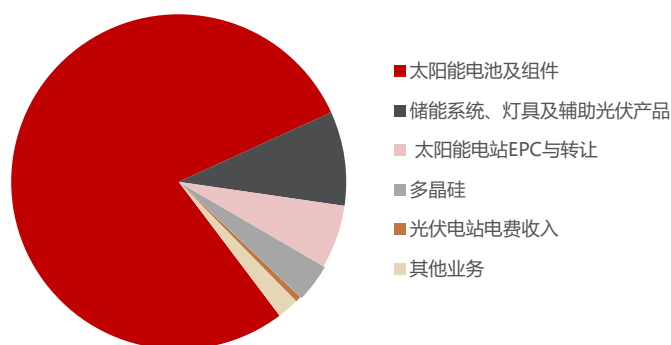
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：2018-2023Q3 经营活动产生的现金流量净额


资料来源：iFinD，民生证券研究院

组件业务核心地位稳固，储能提供业绩新增点。公司以太阳能电池组件的研发、生产、销售为主营业务，2023H1，公司太阳能电池及组件业务共实现收入138.15亿元，同比+40.19%，占比为78.46%，核心地位稳固。同时，公司自2022年起不断加码储能业务，23年上半年储能系统、灯具及辅助光伏产品实现收入16.03亿元，同比+133.35%，占比由22H1的4.93%提升至9.10%，储能业务有望成为公司新的业绩增长点。

图9：公司23年H1营收占比（按产品）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2 光伏：异质结领军企业，一体化程度再加深

公司坚定看好异质结作为下一代基底电池技术，在银耗金属化、硅片成本等制约问题上勤恳钻研，创新开发了多个专利技术，以期推动异质结技术产业化，实现先进龙头优势。

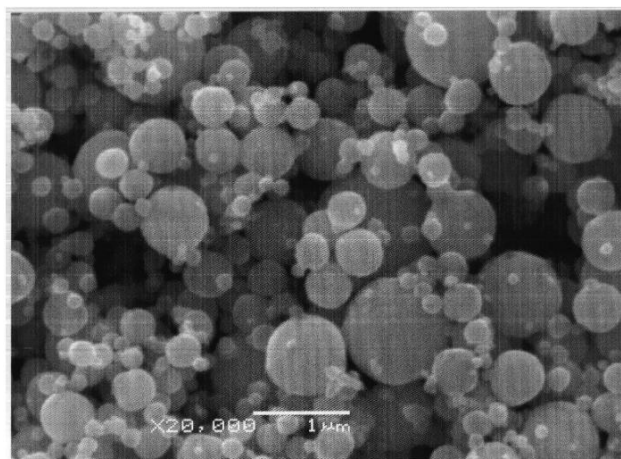
银耗有望进一步下降。银浆是制备太阳能电池金属电极的关键材料，其成本仅次于硅片，约占太阳能电池片非硅成本的 50%-60%，异质结电池金属化成本是一大支出，因此降低纯银耗量势在必行。基于多年技术累积，公司采用自有专利的 0BB(无主栅)技术，搭配低银含浆料，目前已实现电池片纯银用量不超过 10mg/W，随着技术研发的进一步推进，公司预计未来每季度银浆耗量将下降 1mg/W，2024 年上半年有望达到 7mg/W。同时，为应对降银手段对组件端串焊环节带来的挑战，公司针对性开发了配套的异连接无应力低温串联技术，可在室温 25 摄氏度下实现电池片互联，同时解决低银含浆料和 0BB 电池焊接难的问题，避免高温焊接造成的封装损失，减少生产工艺能耗。

图10：无主栅异质结电池及组件



资料来源：《中能创 210 无主栅异质结白皮书》，民生证券研究院

图11：银包铜粉结构示意图

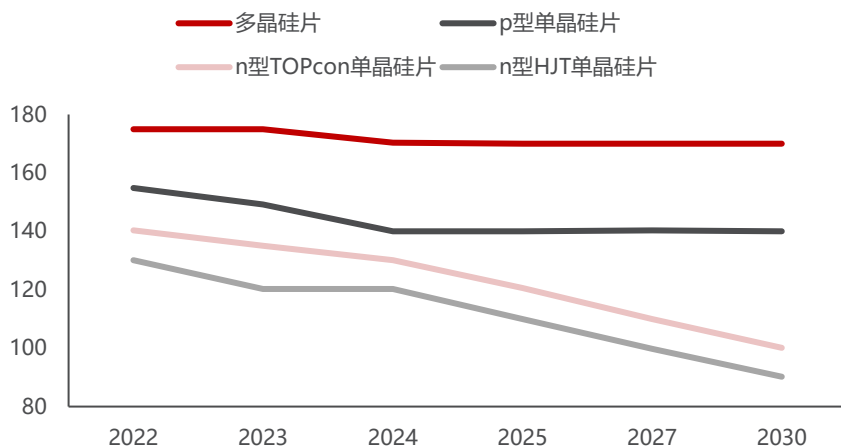


资料来源：《银包铜合金粉》，陈钢强，飞镖网，民生证券研究院

薄片化持续推进，有望进一步降低硅成本。电池片成本约占组件成本中的 65%~70%，而电池片成本中，硅片成本占比可接近甚至超过 50%。公司通过硅片减薄相关技术和工艺优化，大大降低了电池片和组件产品的硅成本。当前市场主流电池片技术中，PERC 薄片化后的硅片厚度可达 150 μ m，TOPCon 在 130~140 μ m 之间，异质结可达 120 μ m 以下，足见异质结仅在硅片薄片化方面就有相当大的降本空间。公司目前已实现了基于 110 μ m 的硅片制备异质结电池片，成型后电池片厚度仅有 95 μ m，未来仍有下降空间。相比于 PERC 电池片，异质结伏曦每瓦可减少 30%碳排放。此外，公司与高测股份在 n 型异质结超薄半片切片领域达成战略合作关系，双方合作方式为直接销售(采购)或委托加工，每年销售(采购)的单晶方棒数量原则上不低于 10GW 体量的 210 半棒，n 型异质结半片超薄硅片厚度为 100 微米及以下，与高测的战略合作在加速薄片化进程的同时，进一步保障了

公司的原材料供应。

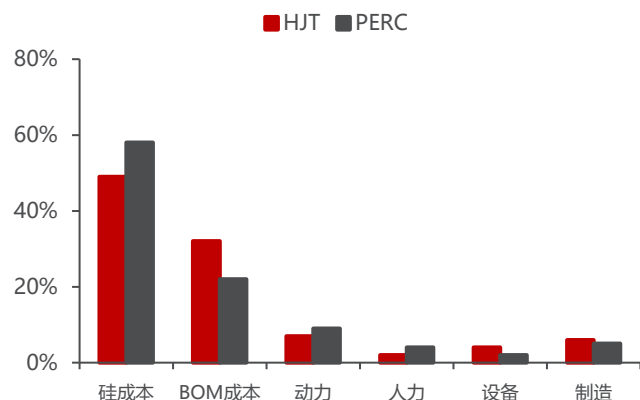
图12：光伏行业 2022-2030 年硅片厚度变化趋势 (μm)



资料来源：CPIA，民生证券研究院

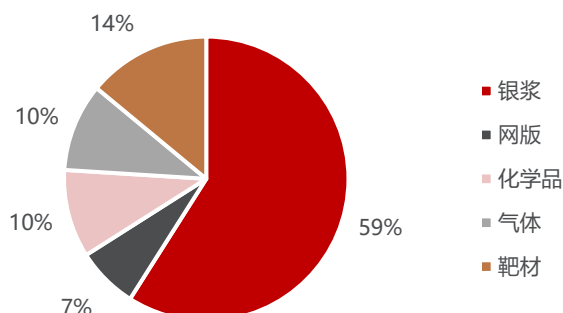
先进技术产业化落地，各项参数行业领先。凭借自有专利 0BB 电池、210 超薄硅片、纯银用量<10mg/W、以及昇连接无应力串联四项技术，公司已实现行业内首家量产 G12 半片、110μm 异质结电池片，吸杂后平均效率 25.5%，冠军电池量产效率 26%，可利用良率 98.5%，单日单线产量达 34 万片，碎片率低于 0.9%；异质结组件转换效率突破 23.89%，首年衰减率不超过 1.00%，次年至第 30 年每年功率衰减不超过 0.3%。

图13：2021 年 HJT 与 PERC 成本构成对比



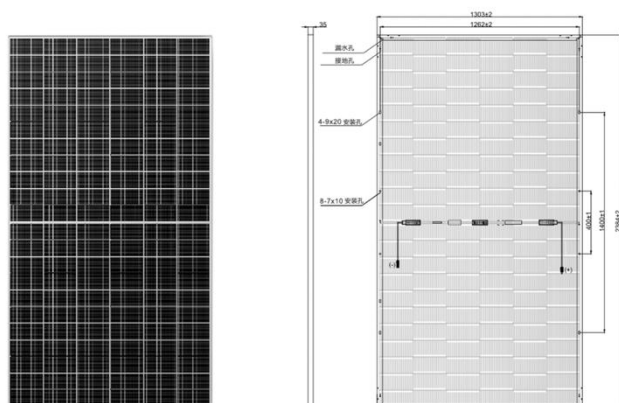
资料来源：CPIA，中科院电工所，民生证券研究院

图14：2021 年 HJT 非硅成本构成



资料来源：CPIA，中科院电工所，民生证券研究院

产品接受度较高，订单储备逐步扩张。据最新公告，公司自 23 年 9 月起将陆续向欧洲知名光伏电站开发商、工程总承包商提供 200MW 异质结伏曦组件，用于西班牙高效光伏项目建设。此前，公司与澳大利亚知名光储集成商 OSW 公司在 IntersolarEurope 进行合作签约，公司将在 2023 年至 2025 年间累计为 OSW 供货 1GW 异质结伏曦组件，用于 OSW 开拓澳大利亚、欧洲及北美的户用分布式市场。下游客户产品接受度较为乐观。

图15：公司 210 高效异质结伏羲系列双面组件


资料来源：公司官网，民生证券研究院

先进产能扩张，规模优势凸显。截止 23 年 6 月末，公司已形成 25GW 组件的有效产能，主要分布在安徽滁州、江苏金坛、浙江义乌、浙江宁波、马来西亚及内蒙古包头。此外，公司在建项目以异质结技术为主，“浙江宁海 5GWN 型超低碳高效异质结电池片与 10GW 高效太阳能组件项目”、“江苏金坛 4GW 高效太阳能电池片和 6GW 高效太阳能组件项目”和“安徽滁州年产 10GW 高效太阳能电池项目”等项目正在有序推进中；其中金坛项目已于 23 年 4 月 27 日下线首片异质结 210 半片电池片，目前已有 3 条电池线陆续进入满产爬产状态；宁海项目于 8 月 13 日下线首片组件，逐步进入投产爬坡及达产状态。预计公司 2023 年底异质结产能将达 15GW。

加速上游布局，一体化程度再加深。在专注光伏电池组件主业的同时，公司向产业链上游延伸，力求保障供应链稳定，巩固利润，提高规避风险的能力。2020 年公司收购聚光硅业，正式启动多晶硅环节布局，生产基地位于内蒙古，相关多晶硅年产能 1.2 万吨，23 年上半年实现产量 0.56 万吨，处于满产状态。同时，公司源网荷储一体化 10GW 拉晶项目已于 23 年 4 月通过董事会审议，预计项目建设期 12 个月。

3 储能：产品与渠道优势显著，储能业务整装待发

储能补强开疆拓土，技术领先经验丰富。2018 年 3 月公司收购双一力(天津)新能源有限公司，同年 7 月成立双一力(宁波)电池有限公司，正式启动储能布局。控股子公司宁波双一力是一家集研发、生产、销售、服务为一体的高新技术企业，致力于成为全球领先的全场景储能系统解决方案服务商。旗下产品涵盖电池、模组、工商业及大型储能系统，客户覆盖中国、美国、英国、德国、捷克、加拿大、澳大利亚、泰国、日本、菲律宾等众多国家。

23 年 7 月，双一力储能独立开发的 SM43K0FM2 液冷电池模组和高压直流储能电池簇 SR43K0FM2n 系列产品通过了严苛的电池储能系统热失控火焰蔓延的测试标准-UL9540A，并得到了德国莱茵 TÜV 大中华区的安全评估报告。双一力储能也成为了全国首家同时通过中美两国相关测试的储能系统集成商，进一步保障并巩固了公司在北美市场甚至全球业务的先发优势。

图16：双一力储能液冷柜式与集装箱式储能系统



资料来源：双一力官网，民生证券研究院

图17：双一力 OEM 工厂 PACK 全自动生产线



资料来源：双一力官网，民生证券研究院

全场景发展，探索光储结合创新业务模式。公司的储能系统集成业务以大型储能系统产品为主，已投运的储能项目遍布国内及欧美、亚太等多个市场，具有全球范围内多个百兆瓦级大型储能项目的交付经验，交付与服务能力得到海内外客户的普遍认可。目前公司已经开始尝试导入系统集成直流侧产品所需要搭配的 BMS 以及 PCS 产品，后续将会根据产品反馈、产能规划等，逐步提升自供比例。工商业储能方面，公司进一步在国内工商业细分领域深耕，推出了 100kW/215kWh 国内版工商业一体机储能柜，采用自主研发的 PCS、BMS、EMS，可适配各种工况需求。同时，公司积极探索光储项目多样化创新业务模式，结合高效光伏系统集成方案和“储能+”智慧能源系统集成方案，推动公司“光储”、“光储充”一体化解决方案、智能微电网解决方案进行商业化应用。

图18：公司部分储能产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图19：长沙 50MW/100MWh 电网侧共享储能案例



资料来源：双一力官网，民生证券研究院

图20：鄂尔多斯 2.5MW/2.5MWh 光储结合案例



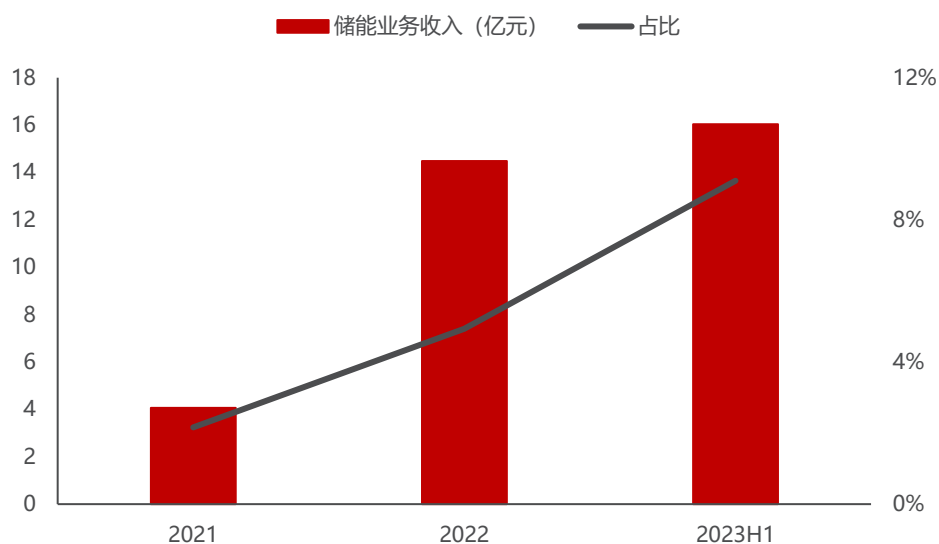
资料来源：双一力官网，民生证券研究院

订单储备丰富，全球化战略稳扎稳打。2023 年 9 月，EESA 第二届中国国际储能展圆满落幕，会上，双一力储能与江苏能川、长风绿能、中鲸能、胜宝新能源签署了战略合作框架协议，囊括多个百兆瓦时级别工商业储能销售框架合同。此前，双一力储能与 SMA Solar Technology AG 正式签署 1GW 全球战略合作协议，双方将在全球范围内的商用及地面型储能电站项目进行广泛合作。SMA 已与合作完成多个储能项目建设与交付，涵盖澳洲、北美、英国等多个市场，其全球经验和技術能力将为双一力储能的全球战略发展提供强有力的支持。凭借产品端的先发优势和此前光伏组件所积累的渠道优势，公司在手及意向订单量充沛，提前为储能业务高增定点。

产能有序扩张，有力托底储能放量。目前双一力储能基地年产能超 8GWh，为应对储能业务持续放量，2023 年 1 月双一力宁波与宁波经济开发区管理委员会签订框架合作协议，拟投资 20 亿元建设 10GWh 高效新型储能系统集成技术研发与制造项目，项目规划分二期建设，各 5GWh，产能有序扩张将为储能业务量

未来的腾飞打好坚实的基础。

图21：2021-2023H1 公司储能业务收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

太阳能电池及组件：根据公司公告，目前公司组件产能达到 25GW，并且宁海、金坛和滁州的电池片与组件产能将持续推进，我们预计公司组件业务规模将持续提升，23-25 年组件业务实现收入 312.16/380.84/458.03 亿元，毛利率为 12%/10%/10%。

储能系统等：公司控股子公司宁波双一力专注于储能系统集成业务，根据公告，公司储能在手订单充足，随着公司产能扩张预计出货量将逐年上升。我们预计 23-25 年公司储能业务实现收入 33.19/57.80/79.87 亿元，毛利率为 18%/18%/18%。

电站 EPC 与转让：公司电站业务在巩固原有欧洲、美洲、澳洲等海外市场的同时，积极开拓西班牙、意大利、孟加拉、菲律宾、尼泊尔、哈萨克斯坦、越南等地区在内的光伏电站建设，户用、工商业分布式光伏电站的相关业务也在积极拓展当中，根据 23 年上半年收入情况，电站业务取得收入规模取得较大增长，综上所述我们预测公司该业务 23-25 年实现收入 22.00/23.10/24.26 亿元，毛利率为 21%/21%/21%。

多晶硅：目前硅料价格处于下行周期，预计公司硅料毛利率相对于 22 年将有所减少，短期内公司硅料无扩产计划，预计 23-25 年公司硅料实现收入 9.73/7.08/6.19 亿元，毛利率为 40%/40%/40%。

表1：公司业务拆分

| 单位：百万元 | | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 合计 | 营业收入 | 29384.72 | 39,120.00 | 48,382.24 | 58,335.11 |
| | 营业成本 | 26242.40 | 33,601.75 | 42,501.37 | 51,063.98 |
| | 毛利率 | 11% | 14.11% | 12.16% | 12.46% |
| 太阳能电池及组件 | 营业收入 | 24126.36 | 31216.46 | 38084.41 | 45803.41 |
| | 成本 | 22915.49 | 27414.27 | 34315.06 | 41030.04 |
| | 毛利率 | 5% | 12% | 10% | 10% |
| 储能系统、灯具及辅助光伏产品 | 营业收入 | 1447.6 | 3318.58 | 5779.87 | 7986.73 |
| | 成本 | 1150.0 | 2721.24 | 4739.49 | 6549.12 |
| | 毛利率 | 21% | 18% | 18% | 18% |
| 电站 EPC 与转让 | 营业收入 | 380.09 | 2200.00 | 2310.00 | 2425.50 |
| | 成本 | 299.80 | 1735.27 | 1822.04 | 1913.14 |
| | 毛利率 | 21% | 21% | 21% | 21% |
| 多晶硅 | 营业收入 | 1906.27 | 973.45 | 707.96 | 619.47 |
| | 成本 | 705.64 | 584.07 | 424.78 | 371.68 |
| | 毛利率 | 63% | 40% | 40% | 40% |
| 其他 | 营业收入 | 2972.00 | 1500.00 | 1500.00 | 1500.00 |
| | 成本 | 2321.47 | 1200.00 | 1200.00 | 1200.00 |
| | 毛利率 | 22% | 20% | 20% | 20% |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司是光伏组件领先企业，储能业务即将迎来放量，故我们选取同属于光伏组件赛道的隆基绿能、天合光能、晶科能源与同样布局储能集成业务的阳光电源作为可比公司，根据 11 月 3 日收盘价计算，可比公司 23-24 年平均 PE 为 11X/10X，公司为光伏组件领先企业，布局异质结技术多年，有望受益于新技术产业化，且储能业务有望迎来放量，考虑到公司估值 23 年与可比公司相当、24 年低于可比公司估值，因此公司估值仍有提升空间。

表2：可比公司估值

| 代码 | 公司 | 现价 | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 300274.SZ | 阳光电源 | 83.61 | 2.42 | 6.77 | 8.11 | 9.57 | 35 | 12 | 10 | 9 |
| 601012.SH | 隆基绿能 | 22.87 | 1.95 | 2.02 | 2.24 | 2.72 | 12 | 11 | 10 | 8 |
| 688223.SH | 晶科能源 | 9.02 | 0.29 | 0.77 | 0.85 | 1.06 | 31 | 12 | 11 | 8 |
| 688599.SH | 天合光能 | 29.06 | 1.69 | 3.04 | 3.25 | 4.04 | 17 | 10 | 9 | 7 |
| 平均值 | | | | | | | 24 | 11 | 10 | 8 |
| 300118.SZ | 东方日升 | 17.54 | 0.83 | 1.57 | 1.88 | 2.36 | 21 | 11 | 9 | 7 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价采用 2023 年 11 月 3 日收盘价）

4.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 391.20/483.82/583.35 亿元，对应增速分别为 33.1%/23.7%/20.6%，归母净利润分别为 17.91/21.42/26.90 亿元，对应增速分别为 89.6%/19.6%/25.6%，根据 11 月 3 日收盘价计算，对应 PE 为 11X/9X/7X。公司为光伏组件领先企业，异质结产业化加速有望增厚公司盈利，储能系统业务放量在即，维持“推荐”评级。

表3：公司盈利预测

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 29,385 | 39,120 | 48,382 | 58,335 |
| 增长率（%） | 56.0 | 33.1 | 23.7 | 20.6 |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 945 | 1,791 | 2,142 | 2,690 |
| 增长率（%） | 2332.3 | 89.6 | 19.6 | 25.6 |
| 每股收益（元） | 0.83 | 1.57 | 1.88 | 2.36 |
| PE | 21 | 11 | 9 | 7 |
| PB | 2.1 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价采用 2023 年 11 月 3 日收盘价）

5 风险提示

下游需求不及预期：全球光伏装机增长的主要驱动力已经转变为经济性需求，全球光伏装机整体呈现稳定增长趋势。然而，在部分新兴市场国家，光伏装机需求增长仍然依靠政策拉动，随着新兴市场国家对全球光伏装机份额贡献度提升，光伏产业政策的波动将会影响全球光伏装机需求。

产能扩张不及预期：公司是光伏行业一体化领军企业，目前在硅片、电池、组件与辅材环节均有扩产计划，若扩产不及预期，将影响公司出货量，进而影响公司营业收入与盈利能力。

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 | 29,385 | 39,120 | 48,382 | 58,335 |
| 营业成本 | 26,242 | 33,602 | 42,501 | 51,064 |
| 营业税金及附加 | 82 | 117 | 145 | 175 |
| 销售费用 | 278 | 391 | 484 | 583 |
| 管理费用 | 1,001 | 1,174 | 1,451 | 1,750 |
| 研发费用 | 801 | 978 | 1,210 | 1,458 |
| EBIT | 862 | 3,046 | 2,930 | 3,713 |
| 财务费用 | -73 | 172 | 238 | 313 |
| 资产减值损失 | -257 | -166 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 319 | -78 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1,098 | 2,631 | 2,692 | 3,400 |
| 营业外收支 | -25 | -480 | -120 | -170 |
| 利润总额 | 1,073 | 2,151 | 2,572 | 3,230 |
| 所得税 | 117 | 323 | 386 | 484 |
| 净利润 | 956 | 1,828 | 2,186 | 2,745 |
| 归属于母公司净利润 | 945 | 1,791 | 2,142 | 2,690 |
| EBITDA | 1,938 | 4,212 | 4,304 | 5,256 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 9,846 | 12,008 | 14,679 | 19,555 |
| 应收账款及票据 | 4,024 | 5,380 | 6,760 | 8,151 |
| 预付款项 | 591 | 672 | 850 | 1,021 |
| 存货 | 6,402 | 8,120 | 10,480 | 12,591 |
| 其他流动资产 | 2,573 | 3,067 | 3,507 | 4,016 |
| 流动资产合计 | 23,437 | 29,247 | 36,276 | 45,334 |
| 长期股权投资 | 751 | 673 | 673 | 673 |
| 固定资产 | 9,067 | 11,529 | 12,827 | 13,667 |
| 无形资产 | 950 | 951 | 951 | 951 |
| 非流动资产合计 | 14,825 | 22,844 | 24,635 | 25,466 |
| 资产合计 | 38,262 | 52,091 | 60,911 | 70,801 |
| 短期借款 | 4,256 | 4,256 | 4,256 | 4,256 |
| 应付账款及票据 | 13,556 | 16,571 | 20,960 | 25,182 |
| 其他流动负债 | 6,560 | 8,554 | 8,231 | 9,670 |
| 流动负债合计 | 24,372 | 29,381 | 33,447 | 39,109 |
| 长期借款 | 2,121 | 3,400 | 6,400 | 8,400 |
| 其他长期负债 | 1,369 | 2,443 | 2,443 | 2,443 |
| 非流动负债合计 | 3,490 | 5,844 | 8,844 | 10,844 |
| 负债合计 | 27,862 | 35,224 | 42,291 | 49,953 |
| 股本 | 892 | 1,140 | 1,140 | 1,140 |
| 少数股东权益 | 1,028 | 1,065 | 1,109 | 1,163 |
| 股东权益合计 | 10,400 | 16,866 | 18,620 | 20,848 |
| 负债和股东权益合计 | 38,262 | 52,091 | 60,911 | 70,801 |

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 | 56.05 | 33.13 | 23.68 | 20.57 |
| EBIT 增长率 | 205.77 | 253.19 | -3.83 | 26.73 |
| 净利润增长率 | 2332.31 | 89.64 | 19.59 | 25.57 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 10.69 | 14.11 | 12.16 | 12.46 |
| 净利润率 | 3.21 | 4.58 | 4.43 | 4.61 |
| 总资产收益率 ROA | 2.47 | 3.44 | 3.52 | 3.80 |
| 净资产收益率 ROE | 10.08 | 11.34 | 12.23 | 13.67 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 0.96 | 1.00 | 1.08 | 1.16 |
| 速动比率 | 0.64 | 0.66 | 0.72 | 0.79 |
| 现金比率 | 0.40 | 0.41 | 0.44 | 0.50 |
| 资产负债率 (%) | 72.82 | 67.62 | 69.43 | 70.55 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 38.87 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 存货周转天数 | 89.05 | 90.00 | 90.00 | 90.00 |
| 总资产周转率 | 0.87 | 0.87 | 0.86 | 0.89 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.83 | 1.57 | 1.88 | 2.36 |
| 每股净资产 | 8.22 | 13.86 | 15.36 | 17.27 |
| 每股经营现金流 | 2.66 | 3.80 | 4.86 | 5.64 |
| 每股股利 | 0.20 | 0.38 | 0.45 | 0.57 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 21 | 11 | 9 | 7 |
| PB | 2.1 | 1.3 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 9.36 | 4.30 | 4.21 | 3.45 |
| 股息收益率 (%) | 1.14 | 2.16 | 2.59 | 3.25 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 956 | 1,828 | 2,186 | 2,745 |
| 折旧和摊销 | 1,075 | 1,166 | 1,375 | 1,543 |
| 营运资金变动 | 658 | 355 | 1,482 | 1,480 |
| 经营活动现金流 | 3,036 | 4,337 | 5,545 | 6,428 |
| 资本开支 | -1,200 | -9,551 | -3,232 | -2,491 |
| 投资 | 503 | 22 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -622 | -9,493 | -3,199 | -2,491 |
| 股权募资 | 0 | 4,948 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 2,335 | 2,371 | 1,193 | 2,000 |
| 筹资活动现金流 | 593 | 7,318 | 325 | 940 |
| 现金净流量 | 3,115 | 2,162 | 2,671 | 4,877 |

插图目录

| | |
|---------------------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 3 |
| 图 1: 2018-2023Q3 公司营收 (亿元) 及增速..... | 4 |
| 图 2: 2018-2023Q3 公司归母净利 (亿元) 及增速 | 4 |
| 图 3: 21Q1-23Q3 公司营收 (亿元) 及增速..... | 4 |
| 图 4: 21Q1-23Q3 公司归母净利 (亿元) 及增速 | 4 |
| 图 5: 2018-2023Q3 公司毛利率与净利率 | 5 |
| 图 6: 2018-2023Q3 公司费用率情况 | 5 |
| 图 7: 2018-2023Q3 公司期间费用率 | 5 |
| 图 8: 2018-2023Q3 经营活动产生的现金流量净额 | 5 |
| 图 9: 公司 23 年 H1 营收占比 (按产品) | 6 |
| 图 10: 无主栅异质结电池及组件..... | 7 |
| 图 11: 银包铜粉结构示意图..... | 7 |
| 图 12: 光伏行业 2022-2030 年硅片厚度变化趋势 (μm) | 8 |
| 图 13: 2021 年 HJT 与 PERC 成本构成对比..... | 8 |
| 图 14: 2021 年 HJT 非硅成本构成 | 8 |
| 图 15: 公司 210 高效异质结伏羲系列双面组件..... | 9 |
| 图 16: 双一力储能液冷柜式与集装箱式储能系统 | 10 |
| 图 17: 双一力 OEM 工厂 PACK 全自动生产线 | 10 |
| 图 18: 公司部分储能产品 | 11 |
| 图 19: 长沙 50MW/100MWh 电网侧共享储能案例 | 11 |
| 图 20: 鄂尔多斯 2.5MW/2.5MWh 光储结合案例..... | 11 |
| 图 21: 2021-2023H1 公司储能业务收入及占比 (亿元, %) | 12 |

表格目录

| | |
|--------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 | 1 |
| 表 1: 公司业务拆分 | 13 |
| 表 2: 可比公司估值 | 14 |
| 表 3: 公司盈利预测 | 14 |
| 公司财务报表数据预测汇总 | 16 |

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