

东方日升 (300118.SZ)

海外组件产能逐步释放，异质结项目产能爬坡顺利

增持

核心观点

公司 2023Q3 实现净利润 4.18 亿元，同比+72%。公司 2023Q3 实现营业收入 104.10 亿元，同比+24%，环比-4%；实现归母净利润 4.18 亿元，同比+72%，环比-24%；扣非归母净利润 7.33 亿元，同比+149%，环比+29%；公司 2023 年前三季度实现营业收入 280.17 亿元，同比+33%；实现归母净利润 12.79 亿元，同比+71%。

组件产品出货量快速增长，异质结组件海外订单进展顺利。2023 年前三季度，公司组件出货确认收入 14.4GW，销售量同比增长约 36%；海外方面，随着马来西亚 3GW 产能实现满产，预计未来公司海外市场销售占比将进一步增加；HJT 组件方面，Q3 以来公司已发往欧洲 60MW、巴西 50MW、东南亚 8MW，合计海外发货超过 100MW。据不完全统计，2023 年前三季度公司海外新签异质结电池组件订单超 2.2GW，涵盖新加坡、澳大利亚、欧洲等地区客户，随着公司 HJT 产品产能逐步释放，预计公司 2024 年公司出货量将有进一步提升。

HJT 电池组件产能顺利爬坡，降本增效规划持续推进。目前公司异质结产线量产平均效率达 25.5%，良率达 99%，公司金坛 4GW 及宁海 5GW 异质结产线投产爬坡顺利，预计年底前将形成 9GW 以上 HJT 电池组件产能。成本方面，金属化成本及非硅成本的降本计划均推进顺利，预计四季度仍将实现成本的进一步下降。展望 2024 年，公司仍有全面降本规划，通过降低银浆耗量、导入无铜靶材、使用超薄硅片等方式，公司 HJT 产品仍有较大降本空间。

仲裁结果产生较高费用，公司归母净利润受计提影响。公司与客户 Focus 的合同纠纷仲裁于三季度由 ICC（国际仲裁法院）作出仲裁结果，根据裁决公司将向 Focus 赔偿总计 7,172 万美元（约合人民币 5.14 亿元）。公司基于谨慎性原则，将该 5.14 亿元全部计入营业外支出，致使单三季度产生非经常损益约 3.15 亿元，对公司归母净利润影响较大。

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：下调盈利预测，维持“增持”评级。考虑到近期电池组件价格大幅下降，光伏行业竞争加剧，以及部分国家储能市场装机不及预期等情况，我们下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 18.2/22.3/28.0 亿元（原预测为 19.5/27.6/36.6 亿元），同比+92%/+23%/+26%，EPS 分别为 1.59/1.95/2.46 元（原预测为 1.71/2.42/3.21 元），对应当前动态 PE 为 12/9/8 倍，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	40,358	49,618	65,457
(+/-%)	17.2%	56.0%	37.3%	22.9%	31.9%
净利润(百万元)	-42	945	1815	2229	2801
(+/-%)	-125.6%	-2332.3%	92.1%	22.8%	25.7%
每股收益(元)	-0.05	1.06	1.59	1.95	2.46
EBIT Margin	-3.4%	3.3%	5.3%	5.6%	5.2%
净资产收益率 (ROE)	-0.5%	10.1%	16.5%	17.3%	18.4%
市盈率 (PE)	-393.0	17.4	11.6	9.4	7.5
EV/EBITDA	253.9	22.7	13.8	11.0	9.5
市净率 (PB)	1.74	1.58	1.74	1.50	1.28

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：李恒源

021-60875174

lihengyuan@guosen.com.cn

S0980520080009

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	18.46 元
总市值/流通市值	21045/16994 百万元
52 周最高价/最低价	35.68/16.79 元
近 3 个月日均成交额	348.09 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

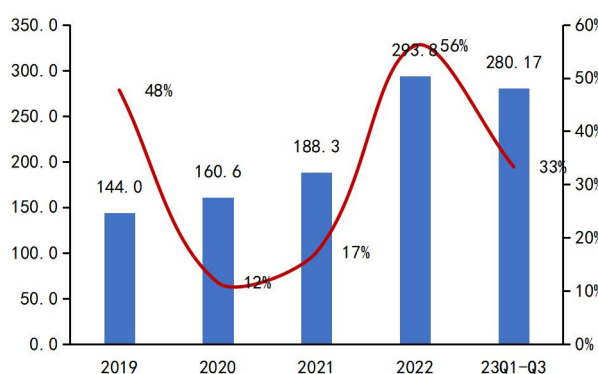
相关研究报告

- 《东方日升 (300118.SZ) -22 年业绩扭亏为盈，23 年光储业务开局良好》——2023-05-06
- 《东方日升 (300118.SZ) -光伏 HJT 倡导者，前瞻性布局美国储能市场》——2023-03-09
- 《东方日升 (300118.SZ) -光伏 HJT 倡导者，前瞻性布局美国储能市场》——2023-03-08

公司 2023Q3 实现营业收入 104.10 亿元，同比+24%，环比-4%；实现归母净利润 4.18 亿元，同比+72%，环比-24%；扣非归母净利润 7.33 亿元，同比+149%，环比+29%。

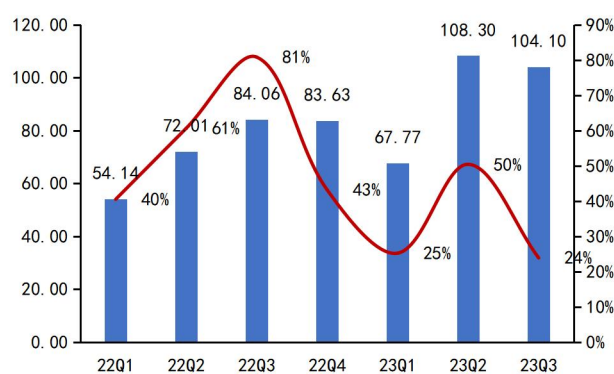
公司 2023 年前三季度实现营业收入 280.17 亿元，同比+33%；实现归母净利润 12.79 亿元，同比+71%；实现扣非归母净利润 15.71 元，同比+104%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



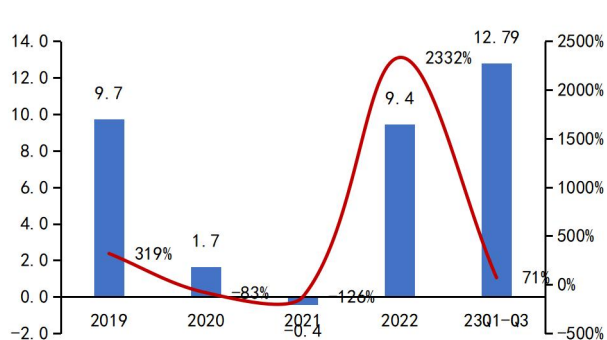
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



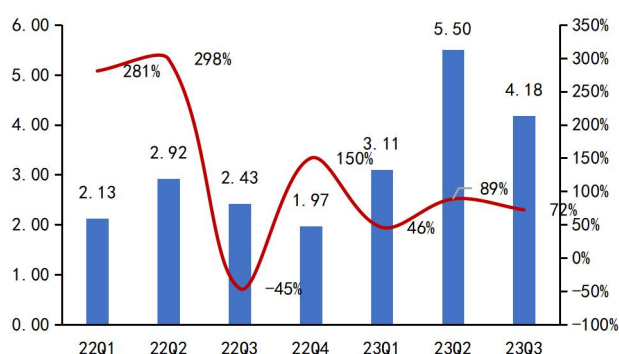
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



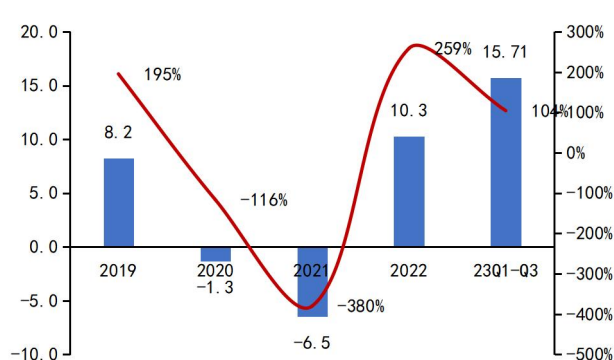
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



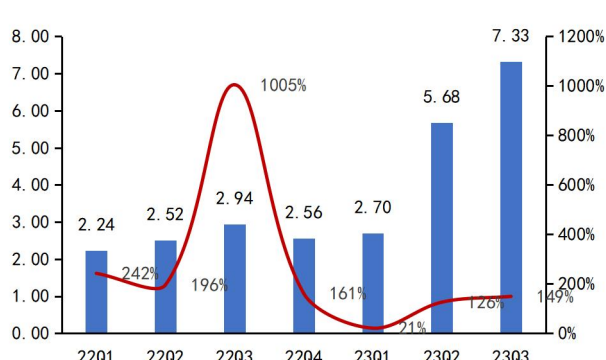
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

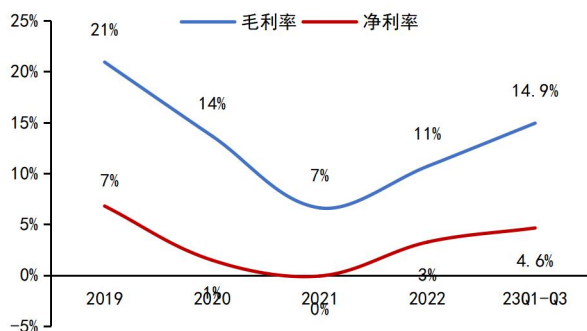
图6：公司单季度扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

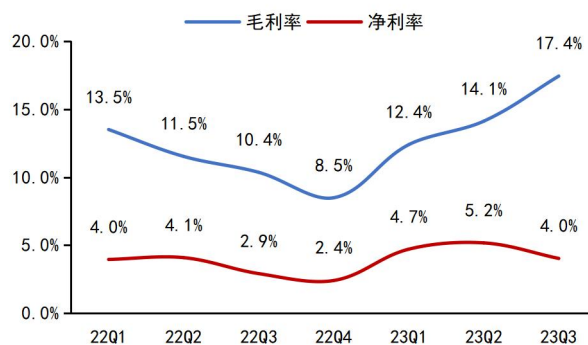
盈利能力方面，2023 年前三季度公司毛利率为 14.9%，同比+3.4pcts；净利率为 4.6%，同比+1.1pcts。23Q3 单季度公司毛利率 17.4%，同比+7.1pcts，环比+3.3pcts；净利率 4.0%，同比+1.1pcts，环比-1.1pcts。

图7：公司毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

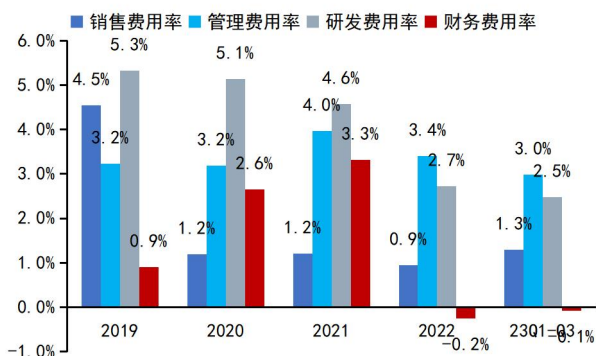
图8：公司单季度毛利率及净利率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

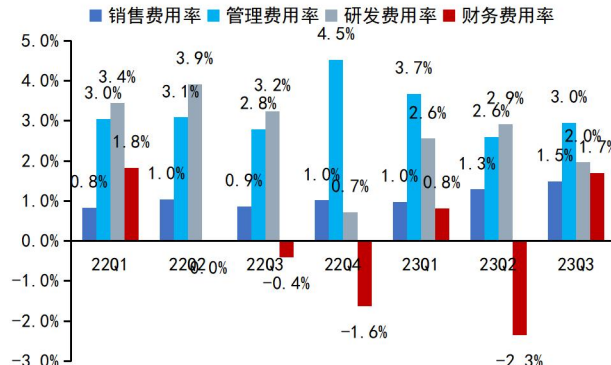
期间费用率方面，公司 2023 年前三季度期间费用率合计 6.7%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/3.0%/2.5%/-0.1%；其中 2023 年第三季度期间费用率合计 8.1%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/3.0%/2.0%/1.7%。

图9：公司期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

组件产品出货量快速增长，异质结组件海外订单进展顺利。2023 年前三季度，公司组件出货确认收入 14.4GW，销售量同比增长约 36%；海外方面，随着马来西亚 3GW 产能满产，公司已开始向美国出货，预计未来公司海外市场销售占比将进一步增加；HJT 组件方面，Q3 以来公司已发往欧洲 60MW、巴西 50MW、东南亚 8MW，合计海外发货超过 100MW。据不完全统计，2023 年前三季度公司海外新签异质结电池组件订单超 2.2GW，涵盖新加坡、澳大利亚、欧洲等地区客户，随着公司 HJT 产品产能逐步释放，预计公司 2024 年公司出货量将有进一步提升。

HJT 电池组件产能顺利爬坡，降本增效规划持续推进。公司金坛 4GW 及宁海 5GW 异质结产线投产爬坡顺利，预计年底前将形成 9GW 以上 HJT 电池组件产能。成本方面，金属化成本及非硅成本的降本计划均推进顺利，预计四季度仍将实现成本的进一步下降。展望 2024 年，公司仍有全面降本规划，通过降低银浆耗量、导入无铜靶材、使用超薄硅片等方式，公司 HJT 产品仍有较大降本空间。目前公司异

质结产线量产平均效率达 25.5%，良率达 99%。公司计划中试线产品光转效率于 2023 年底实现 26%以上，2024 年三季度前实现量产线平均效率 26%以上。

仲裁结果产生较高费用，公司归母净利润受计提影响。公司与客户 Focus 的合同纠纷仲裁于三季度由 ICC(国际仲裁法院)作出仲裁结果，根据裁决公司将向 Focus 赔偿总计 7,172 万美元（约合人民币 5.14 亿元）。公司基于谨慎性原则，将该 5.14 亿元全部计入营业外支出，致使单三季度产生非经常损益约 3.15 亿元，对公司归母净利润影响较大。

投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级

考虑到近期电池组件价格大幅下降，我们下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 18.2/22.3/28.0 亿元（原预测为 19.5/27.6/36.6 亿元），同比+92%/+23%/+26%，EPS 分别为 1.59/1.95/2.46 元（原预测为 1.71/2.42/3.21 元），对应当前动态 PE 为 12/9/8 倍，对应当前动态 PE 为 12/9/6 倍，维持“增持”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5202	9846	6054	7443	9819	营业收入	18831	29385	40358	49618	65457
应收款项	2668	4024	3888	4780	6306	营业成本	17586	26242	32991	41512	55490
存货净额	3031	6402	4519	4549	6081	营业税金及附加	50	82	112	138	182
其他流动资产	3945	2497	3139	4151	4439	销售费用	229	278	525	595	753
流动资产合计	15595	23437	18766	22445	28686	管理费用	747	1001	1695	1737	2029
固定资产	10776	10558	13332	17305	18479	研发费用	860	801	2904	2876	3622
无形资产及其他	686	950	941	931	922	财务费用	625	(73)	120	237	221
其他长期资产	1866	2565	3523	4332	5714	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	37425	45989	54889	其他收入	570	324	550	550	550
短期借款及交易性金融负债	4515	5312	5278	5781	5383	营业利润	152	1098	2226	2703	3375
应付款项	10382	13556	9039	11373	15203	营业外净收支	(128)	(25)	(150)	(150)	(150)
其他流动负债	695	2059	2762	3439	4571	利润总额	24	1073	2076	2553	3225
流动负债合计	16759	24372	21810	26411	32832	所得税费用	39	117	227	279	352
长期借款及应付债券	1773	2121	2121	4121	4121	少数股东损益	27	11	35	46	72
其他长期负债	1491	1369	1374	1376	1380	归属于母公司净利润	(42)	945	1815	2229	2801
长期负债合计	3264	3490	3495	5498	5501	现金流量表（百万元）					
负债合计	20023	27862	25306	31909	38333	净利润	(42)	945	1815	2229	2801
少数股东权益	1059	1028	1062	1107	1177	资产减值准备	(115)	(257)	(100)	(100)	(100)
股东权益	8480	9372	11008	12874	15229	折旧摊销	786	977	1236	2036	2836
负债和股东权益总计	29561	38262	37375	45889	54739	公允价值变动损失	(104)	227	(100)	(100)	(100)
关键财务与估值指标						财务费用	625	(73)	120	237	221
每股收益	(0.05)	1.06	1.59	1.95	2.46	营运资本变动	285	3556	(1548)	1908	3053
每股红利	0.00	0.20	0.32	0.39	0.49	其它	(209)	(2412)	145	305	281
每股净资产	10.58	11.66	10.59	12.26	14.39	经营活动现金流	601	3036	1447	6277	8772
ROIC	-3%	6%	11%	12%	13%	资本开支	(4046)	(2107)	(4000)	(6000)	(4000)
ROE	-0%	10%	16%	17%	18%	其它投资现金流	3542	1485	(905)	(791)	(1330)
毛利率	7%	11%	18%	16%	15%	投资活动现金流	(504)	(622)	(4905)	(6791)	(5330)
EBIT Margin	-3%	3%	5%	6%	5%	权益性融资	97	9	0	0	0
EBITDA Margin	1%	7%	8%	10%	9%	负债净变化	110	511	(35)	2504	(398)
收入增长	17%	56%	37%	23%	32%	支付股利、利息	(174)	0	(180)	(364)	(447)
净利润增长率	-126%	-2332%	92%	23%	26%	其它融资现金流	53	163	(35)	504	(398)
资产负债率	68%	73%	68%	70%	70%	融资活动现金流	(591)	593	(334)	1903	(1066)
息率	0.0%	1.1%	1.7%	2.1%	2.7%	现金净变动	(494)	3007	(3792)	1389	2376
P/E	(393.0)	17.4	11.6	9.4	7.5	货币资金的期初余额	5168	5202	9846	6054	7443
P/B	1.7	1.6	1.7	1.5	1.3	货币资金的期末余额	5202	9846	6054	7443	9819
EV/EBITDA	253.9	22.7	13.8	11.0	9.5	企业自由现金流	(2582)	3298	(2414)	402	4901
						权益自由现金流	(2088)	3874	(2556)	2695	4306

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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。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所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