

# 海泰新能（835985）

## 光储一体化布局持续深化，新业务全面布局拓展新增长

买入（首次）

2024年03月28日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书：S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	4,528	6,387	4,119	5,332	6,453
同比	70.90%	41.05%	-35.52%	29.46%	21.03%
归母净利润（百万元）	146.83	118.40	148.10	210.26	337.56
同比	136.65%	-19.36%	25.09%	41.97%	60.55%
EPS-最新摊薄（元/股）	0.47	0.38	0.48	0.68	1.09
P/E（现价&最新摊薄）	14.02	17.38	13.90	9.79	6.10

### 投资要点

- 光伏组件老牌企业、业绩稳步增长。**公司深耕光伏组件十数载，以组件业务为核心逐步延伸产业链至电站、电池、支架等环节，受光伏行业需求旺盛推动，公司营收/归母净利润由2018年11.36/0.01亿元增至2022年63.87/1.18亿元，四年CAGR达41.25%/159.64%；2023年受组件价格快速下跌影响，根据公司业绩快报，2023年营收为41.20亿元，同降35.5%，同时电池片价格也下跌，利润空间有所增大，2023年归母净利润为1.48亿元，同增25.09%。
- 光伏平价已至，需求持续旺盛，预计2026年全球需求700GW、2023-2026年CAGR达21%。**硅料价格下行叠加行业竞争加剧推动组件价格回落，2024年3月组件价格为0.9-1元/W，较2022年高点接近腰斩，组件价格快速下行推动光伏经济性愈发凸显，光储平价已至，有望进一步刺激需求增长，同时技术方面N型将成为市场主流，TOPCon、HJT、BC电池多点开花，中国光伏协会预计2024年N型占比将超60%，其中TOPCon为市场主流，我们预计2024年全球装机达525GW，2026年全球光伏装机达733GW，2023-2026年CAGR达21%，光伏装机需求持续旺盛。
- 光储一体化布局不断推进，延伸非光伏领域打造新增长极：1）光储一体化布局不断提升。**上游延伸布局电池环节，其中一期5GW TOPCon 电池产能预计2024Q4投产，投产后有望提升公司一体化率进而降本增利；下游电站业务持续开发，我们预计2024年开发超过100MW，同比翻多倍增长，并将进一步增加制造端盈利；配套支架业务亦快速放量，2024年我们预计支架实现营收约2亿元，同比翻倍以上增长，同时后续电站业务有望带动配套储能业务发展实现盈利。**2）非光伏新业务多点布局，打造公司新业绩增长点。**公司积极横向拓展布局，2022-2024年先后公告布局风能、石墨电极、换电、氢能等新业务，实现风光储氢全面一体化布局形成完整产业链生态，有望打造公司新业绩增长点。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023/2024/2025年归母净利润为1.48/2.10/3.38亿元，同比+25%/42%/61%，对应PE为14/10/6倍；考虑公司一体化率不断提升，多业务持续高增长，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**需求增长不及预期，行业竞争加剧、业务拓展不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.54
一年最低/最高价	4.46/9.59
市净率(倍)	1.61
流通A股市值(百万元)	879.43
总市值(百万元)	2,023.97

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.07
资产负债率(%，LF)	62.13
总股本(百万股)	309.48
流通A股(百万股)	134.47

### 相关研究

## 内容目录

1. 光伏领先企业，深耕组件十余载 .....	4
1.1. 深耕组件市场，研发经验丰富 .....	4
1.2. 产品布局全面丰富，同时参与电站建设 .....	5
1.3. 产业链跌价影响营收略有下滑，成本降幅更大下盈利有所改善 .....	6
2. 平价周期已至，全球光伏需求持续稳增长 .....	9
2.1. 碳中和作指引，多政策齐助力 .....	9
2.2. 组件价格快速回落，平价周期已至 .....	10
2.3. N型技术多点开花，TOPCon 为 2024 年主流 .....	10
2.4. 全球光伏装机需求有望持续稳增长，2026 年装机有望突破 700GW .....	11
3. 加大光储一体化布局，新业务多样化发展贡献新增长点 .....	12
3.1. 持续加强研发投入，光储一体化布局不断提升 .....	12
3.2. 新业务多点布局，打造公司新业绩增长点 .....	13
4. 盈利预测与投资建议 .....	14
4.1. 公司盈利拆分 .....	14
4.2. 估值对比及投资建议 .....	15
5. 风险提示 .....	15

## 图表目录

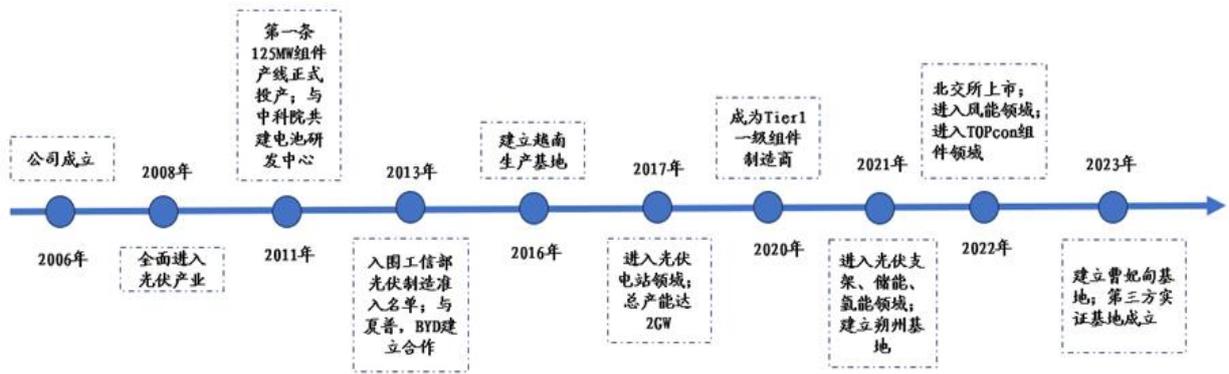
图 1:	海泰新能发展历程.....	4
图 2:	海泰新能股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日) .....	4
图 3:	光伏电池组件产品.....	6
图 4:	公司营收持续增长.....	6
图 5:	归母净利润企稳回升.....	6
图 6:	光伏组件为主要营业收入.....	7
图 7:	组件占主要毛利.....	7
图 8:	销售毛利率及净利率有所回升.....	7
图 9:	光伏组件毛利率有所回升.....	7
图 10:	海泰新能期间费用率逐步下降.....	8
图 11:	硅料价格回落企稳.....	10
图 12:	组件价格持续下降.....	10
图 13:	不同电池技术市场占比.....	11
图 14:	国内光伏装机预测 (GW) .....	11
图 15:	全球光伏装机预测 (GW) .....	11
图 16:	研发投入持续增长 (单位: 万元) .....	12
图 17:	公司逐步拓展业务布局.....	13
图 18:	海泰新能盈利拆分.....	14
图 19:	可比公司估值对比 (截至 2024 年 3 月 24 日) .....	15
表 1:	2023 年海泰新能管理层任职情况.....	5
表 2:	各国家和各地区碳中和目标.....	9
表 3:	海外国家及地区光伏政策.....	9
表 4:	TOPcon、HJT 产能扩张项目 .....	12

## 1. 光伏领先企业，深耕组件十余载

### 1.1. 深耕组件市场，研发经验丰富

深耕光伏组件行业，同时进行一体化布局。公司于 2006 年成立，致力于成为以晶硅太阳能光伏组件的研发、生产、加工和销售为核心，并开展太阳能光伏电站的开发、建设、运营等业务的新能源解决方案供应商。公司于 2011 年正式投产第一条 125MW 组件产线，凭借产品严格的技术标准及过硬的质量水平于 2013 年成为工信部公布的首批符合《光伏制造行业规范条件》的企业并和知名厂商达成合作。公司先后在越南，朔州等地建立生产基地，2020 年成为 Tier1 一级组件制造商，2021 年下半年总产能达到 8GW，2022 年公司于北交所上市。

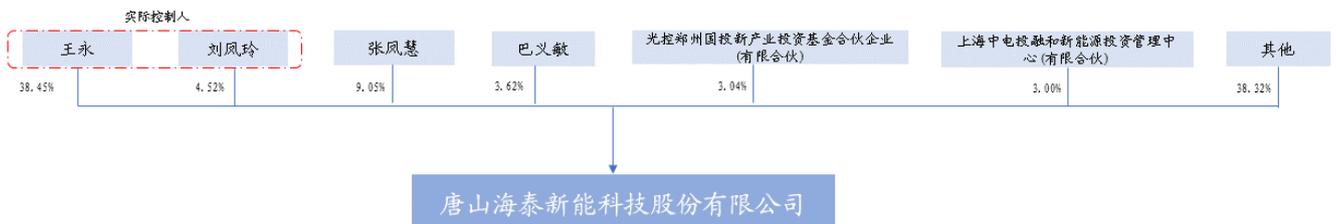
图1：海泰新能发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权集中，结构清晰稳定。截至 2023 年 9 月 30 日，王永与其妻子刘凤玲为共同实际控制人，分别持股 38.45%和 4.52%，直接持股合计约 42.97%，公司股权较为集中。

图2：海泰新能股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司架构稳定，管理层行业经验丰富。董事长王永先后在青岛邦德，唐山邦德任职

执行董事，总经理等职务，2015 年至今担任公司董事长一职，管理及行业经验丰富。公司副总兼首席技术官李纪伟曾任职于山东力诺和 CNPV 中国光伏集团，深耕光伏行业多年，技术造诣颇深，目前担任唐山海泰新能科技股份有限公司副总经理、首席技术官。

表1: 2023 年海泰新能管理层任职情况

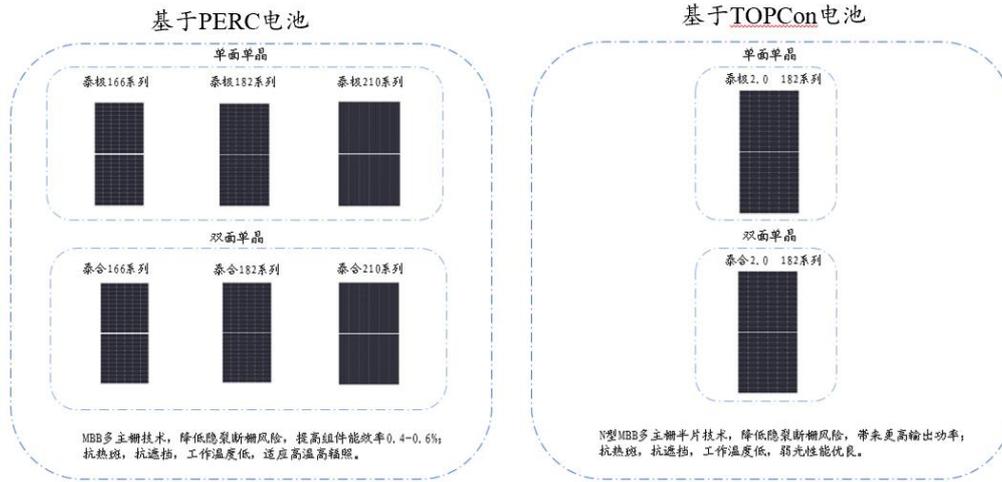
姓名	职务	履历
王永	总经理 董事 董事长	1995 年 7 月至 2001 年 8 月，担任青岛崂山邦德保温材料厂厂长；2001 年 8 月至 2006 年 3 月，担任青岛邦德防腐保温有限公司执行董事；2003 年 7 月至 2007 年 1 月，担任青岛邦德钢管有限公司执行董事、总经理；2006 年 4 月至 2007 年 3 月，担任唐山邦德球墨铸管有限公司执行董事、总经理；2008 年 6 月至 2015 年 9 月，担任海泰有限执行董事、总经理；2012 年 5 月至今，担任唐山海泰园林绿化工程有限公司执行董事、总经理；2014 年 5 月至今，担任唐山海蓝净化科技有限公司执行董事、总经理；2014 年 9 月至 2018 年 10 月，担任唐山海泰太阳能电力开发有限公司执行董事、总经理；2015 年 12 月至 2020 年 7 月，担任山东晶能新能源科技有限公司执行董事；2017 年 10 月至今，担任唐山玉泰电力工程有限公司执行董事、经理；2018 年 9 月至今，担任海泰新能（上海）商贸有限公司执行董事、总经理；2019 年 6 月至 2021 年 12 月，担任玉田县恒泰太阳能电力开发有限公司执行董事、经理。2015 年 10 月至今，担任唐山海泰新能科技股份有限公司董事长。
李纪伟	副总经理 首席技术官	2006 年 7 月至 2007 年 8 月，担任中国轻骑集团技术工程师；2007 年 9 月至 2010 年 2 月，担任山东力诺光伏高科技有限公司生产主管；2010 年 2 月至 2015 年 2 月，先后担任 CNPV 中国光伏集团制造经理、制造总监；2015 年 2 月至 2017 年 3 月，担任山东力诺光伏集团组件事业部品质部长；2017 年 4 月至今，就职于唐山海泰新能科技股份有限公司，先后担任品质总监、品质技术总监，目前担任唐山海泰新能科技股份有限公司副总经理、首席技术官，被认定为核心技术人员。
黄志勋	职工监事 研发副主管	燕山大学应用物理学专业本科学历，助理工程师。2017 年 9 月至今，任职于唐山海泰新能科技股份有限公司，历任技术部技术员，工艺部工艺员。现任唐山海泰新能科技股份有限公司产品研发副主管。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 1.2. 产品布局全面丰富，同时参与电站建设

**光伏组件为基，横纵向拓展布局，业务布局全面丰富。**公司以光伏组件为核心，业务不断横纵向延伸拓展布局，目前公司业务涵盖光伏组件、光伏电池、光伏电站、光伏支架、储能集成、电池 pack、氢能、风能、石墨电极、换电等十大业务，致力于系统化的为全球客户提供更具价值的绿色能源解决方案。

图3: 光伏电池组件产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 1.3. 产业链跌价影响营收略有下滑, 成本降幅更大下盈利有所改善

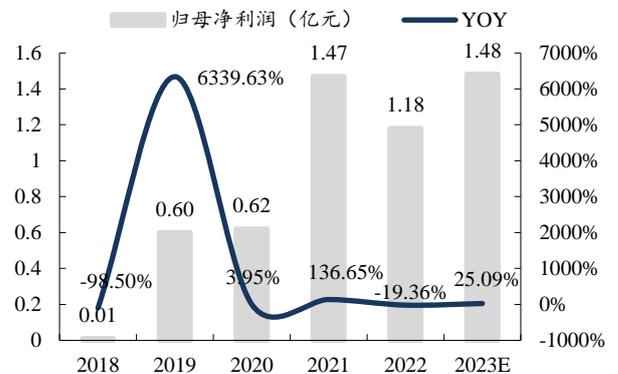
营收受组件价格下跌影响有所下滑, 成本端降幅更大下利润稳步增长。2018-2022 年公司组件出货持续高增带动公司营收持续增长, 2018/2022 年营收分别为 11.36/63.87 亿元, 2018-2022 年 CAGR 达 41.25%, 2023 年公司预计实现营收 41.2 亿元, 同降 35.5%, 主要系光伏组件价格快速下降所致; 盈利方面, 2018 年公司归母净利润仅为 0.01 亿元, 2019 年归母净利润达 0.6 亿元, 同增 6339.63%, 主要系组件出货大幅提升叠加规模效应降低费用率, 2020 年受诉讼及老旧设备计提资产减值影响导致利润增速有所放缓, 2022 年归母净利润为 1.18 亿元, 同降 19.36%, 主要系 2022Q4 开工率不足叠加原材料价格持续上涨所致, 2023 年公司预计实现净利润 1.48 亿元, 同增 25.09%, 主要系电池片价格同步下跌, 成本端降幅更高, 利润增速逐步恢复。

图4: 公司营收持续增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

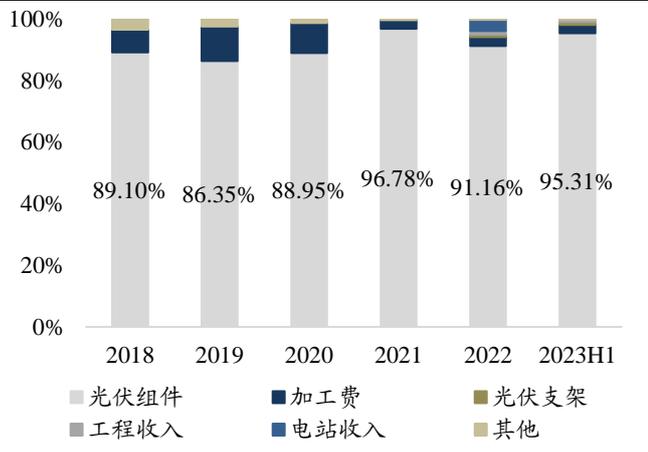
图5: 归母净利润企稳回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

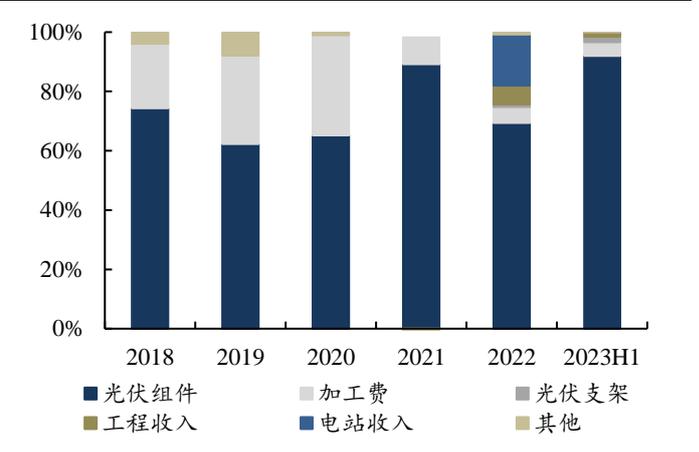
光伏组件为主，其他业务为辅。公司主要销售产品为光伏组件，2018-2022 年组件销售占比均超过 85%，光伏组件加工费，光伏支架等其他收入占比较低；毛利占比中，光伏组件占比均超过 60%。

图6: 光伏组件为主要营业收入



数据来源: ifind, 东吴证券研究所

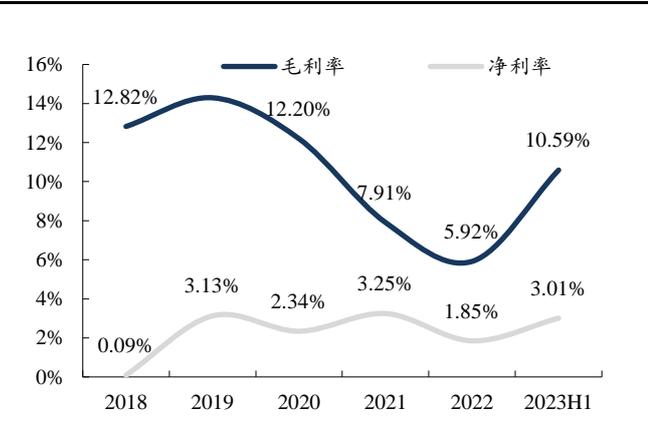
图7: 组件占主要毛利



数据来源: ifind, 东吴证券研究所

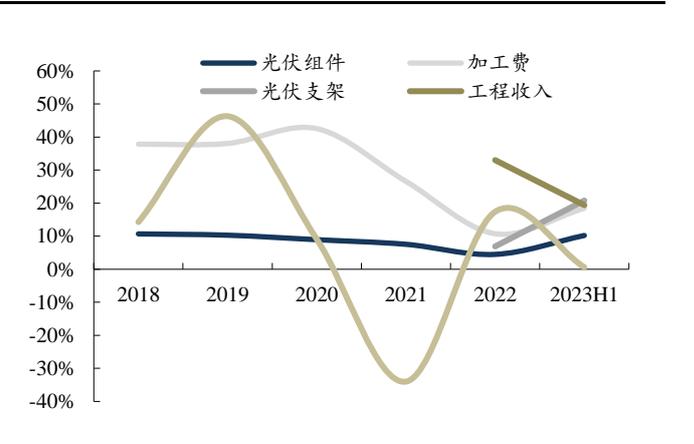
受原材料价格下降影响，2023 年公司毛利率净利率有所上升。2019-2022 年主要原材料电池片成本持续上升叠加疫情影响，光伏组件毛利率持续下降，由 2019 年 10.30% 降至 2022 年 4.50%，因组件在业务占比中持续提升，导致公司整体毛利率降低至 5.92%。2023H1 原材料电池片价格下降，6 月降幅 23.46%，推动组件业务毛利率修复至 10.22%，拉动公司毛利率净利率分别提升至 10.59%/3.01%。

图8: 销售毛利率及净利率有所回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

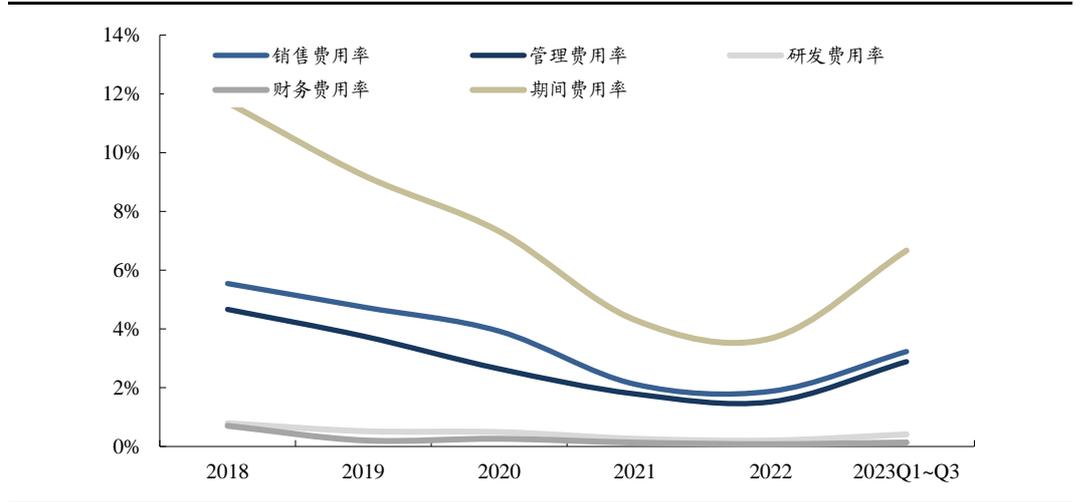
图9: 光伏组件毛利率有所回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

费用控制能力较强，期间费用率逐步下降。2018-2022 年，期间费用率呈现稳步下降的趋势，已从 2018 年 11.71% 降至 2022 年 3.68%，主要系公司逐步加强管控下销售费用率及管理费用率逐步下行所致。2023Q1-Q3 期间费用率有所上升增至 6.67%，主要系组件价格下跌，营收有所下滑导致费用率有所提升。

图10：海泰新能期间费用率逐步下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 平价周期已至，全球光伏需求持续稳增长

### 2.1. 碳中和作指引，多政策齐助力

随着全球气候变暖，各国进行碳中和规划。碳中和指将温室气体排放减至与地球自然系统吸收相等的水平，实现净零排放；它是中国、美国、欧盟等国家和地区提出的长远规划，旨在降低碳排放、解决全球气候变暖问题和自然灾害频发问题。其意义主要在于：应对气候变化和降低极端天气威胁、保持自然生态系统平衡和生物多样性、推动绿色经济产业发展等。《巴黎协定》签署后，世界各国纷纷确立了碳减排、碳中和目标。其中，我国承诺在 2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和。

表2: 各国家和地区碳中和目标

国家/地区	发布时间	碳中和目标
英国	2019	2050 年实现温室气体净零排放
法国	2020.3	2050 年实现碳中和
中国	2020.9	2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和
欧盟	2020.9	2050 年实现碳中和，2030 年减排 55%
日本	2020.1	2050 年实现碳中和
韩国	2020.1	2050 年前实现碳中和
美国	2020.11	2050 年实现温室气体净零排放
俄罗斯	2021.1	2060 年实现温室气体净零排放，2050 年排放比 1990 年减少 80%
加拿大	2021.6	2050 年实现温室气体净零排放
泰国	2022.11	2050 年实现碳中和，2065 年实现温室气体净零排放

数据来源：各国政府官网，东吴证券研究所

多国政府出台政策推动光伏装机。光伏产业作为基于半导体技术和新能源需求而兴起的朝阳产业，是未来全球先进产业竞争的制高点，光伏发电等可再生能源在全球范围内的普及率不断提高。在碳中和目标的指引下，各国纷纷出台了相应的产业政策，推动本国光伏装机成长，支持本国光伏行业的健康持续发展。

表3: 海外国家及地区光伏政策

国家/地区	时间	相关政策	内容
日本	2021	固定（溢价）补贴政策 FIP	光伏发电按照电力市场规则与其他能源发电技术无差别竞价上网，光伏上网电价水平为“溢价补贴+电力市场价格”。
	2022	第六个战略能源计划	发展重点将是可再生能源和核能，到 2030 年可再生能源发电量将占该国总发电量的 36%至 38%。
欧盟	2022	REPowerEU 计划	将欧盟“减碳 55%”政策组合中 2030 年可再生能源的总体目标从 40%提高到 45%；建立专门的欧盟太阳能战略，到 2025 年将太阳能光伏发电能力翻一番，到 2030 年安装 600GW；到 2030 年时的能源消耗，相比 2020 年能减少 13%，这比目前提议的 9%进一步减少。
德国	2023	2023 年光伏战略确	(1) 地面电站方面，目标到 2026 年装机 11GW（占总装机 50%），鼓励农光互

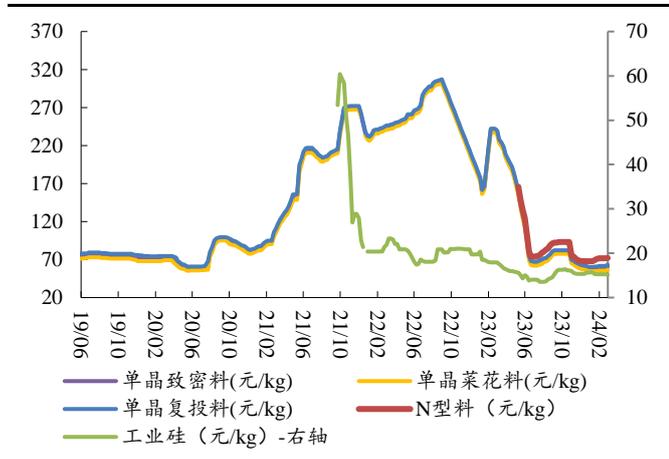
		保《可再生能源法案 (EEG)》实现	补、水面光伏、沼泽光伏等，提升最大投标规模。(2)屋顶光伏方面，目标到2026年装机11GW(占总装机50%)，提高工商业售电收入，优化工商业商业模式，简化申报及审批流程，继续鼓励户用配储。(3)阳台光伏方面，预计目前累计安装100MW(25万户)，后续将简化或取消项目申报，放宽插头标准，规模上限从600W提升到800W。
法国	2021	发布10项政策，促进光伏发电	预计到2025年，法将在公共用地上建设1000个光伏发电项目，政府鼓励在荒地上(而不是需要人为改变土地属性)发展光伏产业，力争今后每年新增光伏发电300万千瓦时，预计到2028年，法国光伏发电量将是目前的三倍。
美国	2022	IRA法案	延长了PTC(可再生能源电力生产税收抵免)、ITC(清洁电力投资税收抵免)政策的适用时间至2032年。另外，IRA法案加大了税收抵免额度和比例。IRA实行之后，PTC最高可享受1.8美分/KWh抵免，ITC最高可享受50%抵免。

数据来源：各国政府官网，东吴证券研究所

## 2.2. 组件价格快速回落，平价周期已至

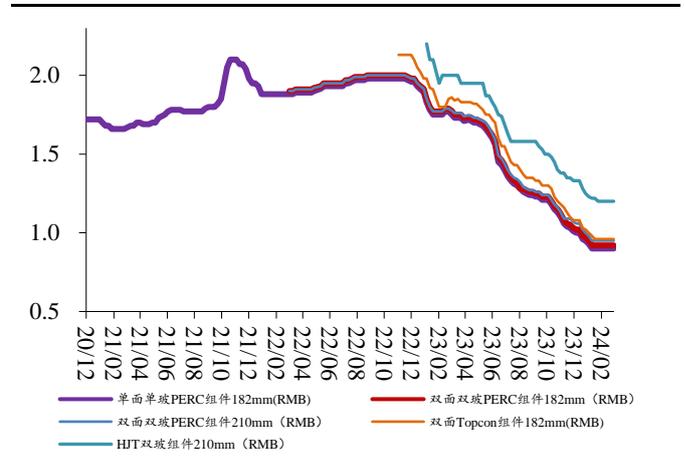
**硅料价格持续下跌，带动成本下降。**2020-2022年在双碳背景下，全球光伏装机量快速增长，硅料供不应求，市场价格不断抬高，2022年8月单晶致密料最高达305.1元/kg。2022年底随着新产能爬坡和新疆囤积硅料释放，硅价逐渐下行并有所企稳，2024年3月硅料价格约6万元/吨。受原材料价格下行以及产业竞争加剧影响，组件价格亦快速下行至0.9-1元/W，价格较2022年高点接近腰斩，组件价格快速回落下，经济性愈发凸显，光储平价已至，有望推动需求持续高增。

图11: 硅料价格回落企稳



数据来源：硅业分会，东吴证券研究所

图12: 组件价格持续下降



数据来源：PVInfoLink，东吴证券研究所

## 2.3. N型技术多点开花，TOPCon为2024年主流

**电池技术不断升级，P型占比不断下滑，N型技术多点开花，TOPCon技术为2024年主流。**光伏电池片的光电转换效率是光伏发电系统最关键的影响因素，也是当前光伏产业技术变革的唯一核心环节，降本增效作为光伏发展主线，其过程伴随着光伏技术的升级和迭代。当前PERC电池已接近极限效率，N型技术不断突破发展，2024年以来N

型占比不断提升，TOPCon、HJT、BC类电池等多种N型技术多点开花，考虑TOPCon经济性更强，2024年将成为市场主流，中国光伏行业协会预计2024年N型占比将超60%，其中TOPCon将成为市场主流。

图13：不同电池技术市场占比



数据来源：中国光伏行业协会，东吴证券研究所

注：2024-2030年数据均为中国光伏行业协会预测

#### 2.4. 全球光伏装机需求有望持续稳增长，2026年装机有望突破700GW

全球光伏装机需求持续高增，预计2026年装机达700GW+。随着碳中和这一全球共同理念的形成以及海内外各国加速不断出台相关政策推动可再生能源发展，全球光伏装机处于高速增长态势，同时随着组件价格的快速下行刺激全球光伏装机需求高增，我们预计2024年中国/全球装机将分别达260/525GW，到2026年中国/全球光伏装机将达290/733GW，全球2023-2026年CAGR达21%。

图14：国内光伏装机预测 (GW)

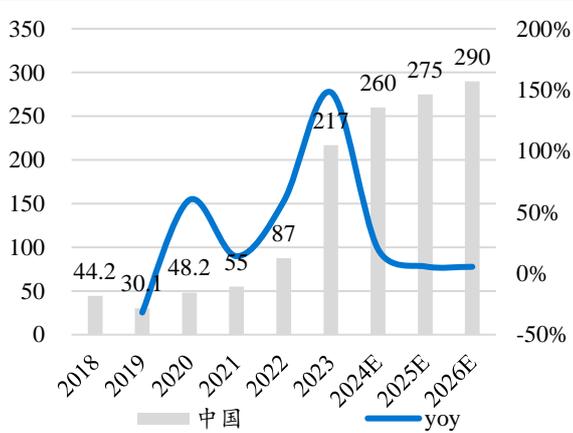
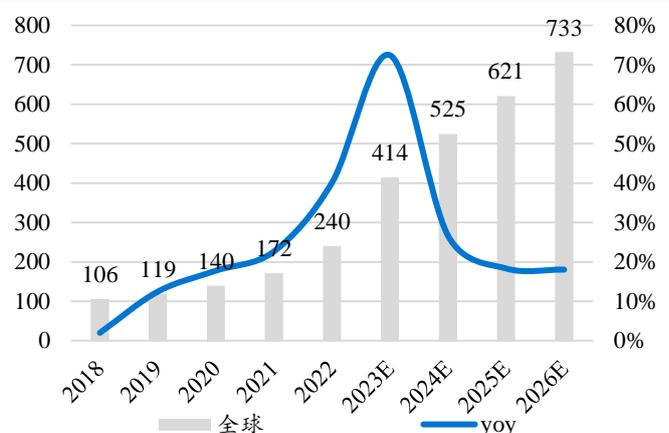


图15：全球光伏装机预测 (GW)



数据来源：国家能源局，东吴证券研究所

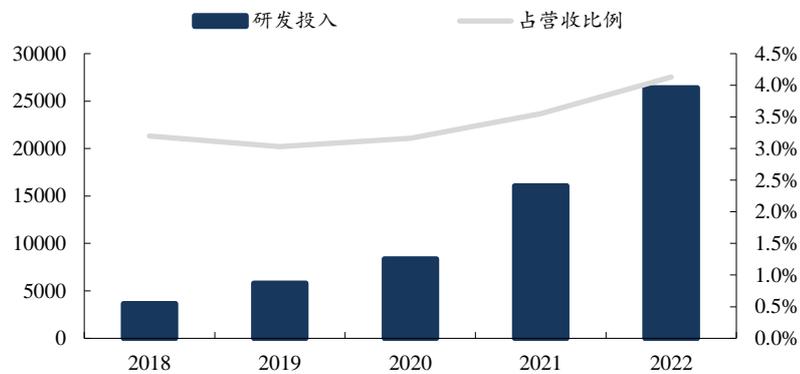
数据来源：IEA，东吴证券研究所

### 3. 加大光储一体化布局，新业务多样化发展贡献新增长点

#### 3.1. 持续加强研发投入，光储一体化布局不断提升

技术迭代下公司研发投入不断增加。公司自成立以来高度重视技术研发工作，不断加大研发投入费用。2018年，公司研发投入费用3645.47万元，至2022年研发投入已达26393.49万元，2018-2022年CAGR达48.58%，2018-2022年研发投入占营收比例均维持在3%以上。

图16: 研发投入持续增长（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

TOPcon、HJT 均有布局，上游拓展至电池环节完善公司一体化布局。为进一步完善公司的产业布局，顺应光伏行业发展趋势，公司于2022年公告投资3亿元HJT组件产能扩张；同时为增强公司在光伏领域的核心竞争力及抗风险能力，助力公司稳健、可持续发展，公司积极推动产业链业务向上游延伸，2023年10月发布公告投资50亿元进行“10GW-TOPcon 高效光伏电池项目”建设，其中一期建设5GW，预计2024年四季度投产，进而公司一体化布局加强公司盈利能力和整体规模效益。

表4: TOPcon、HJT 产能扩张项目

项目名称	时间	投资额
2GW 高效 HJT 光伏组件研发及产业化项目	2022.7	3 亿元
10GW-TOPcon 高效光伏电池项目	2023.6	50 亿元

数据来源：公司招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

**持续加大下游电站开发，推动盈利进一步增厚。**公司通过旗下子公司参与开展光伏电站的开发、建设和运营等业务，包括集中式光伏电站、分布式光伏电站。公司有望通过电站资源开发带动组件出货增长同时提升制造端盈利，2024 年预计电站开发超 100MW，同比翻多倍增长。

**支架与储能业务配套发展，贡献业绩新增量。**公司亦逐步推动光伏支架业务发展，业务有望快速起量，我们预计 2024 年有望实现营收约 2 亿元；储能业务处于起步发展阶段，已推出相关产品，后续有望通过光伏电站项目配套储能实现储能业务盈利。

### 3.2. 新业务多点布局，打造公司新业绩增长点

**横向拓展业务布局，打造公司新增长点。**公司除光储业务外，积极横向拓展布局，2022-2024 年先后公告布局风能、石墨电极、换电、氢能等新业务。公司风光储氢等全面一体化布局形成完整产业链生态，有望打造公司新业绩增长点。

图17：公司逐步拓展业务布局

时间	内容
2022.9	布局风能，成立唐山海泰风能科技有限公司，主要进行风电场站开发
2023.4	布局石墨电极，公司公告在乌兰察布新材料开发区兴和产业园建设 5 万吨大规格超高功率石墨电极项目
2024.1	布局换电业务，公告投资设立全资子公司深圳市海泰换电有限公司，主要从事换电业务，包括二轮电动车换电，三轮电动车换电，轻型四轮电动车换电以及独立能源站。业务模式是部署智能换电柜，投放动力电池，用户通过换电的方式取代充电模式。
2024.3	布局氢能业务，公告公司二级子公司张家口海泰氢能科技有限公司获得河北省发改委签发的《企业投资项目备案证》投资建设康保-曹妃甸氢气长输管道项目。主要盈利模式为输氢赚取输送费+终端销售绿氢

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 公司盈利拆分

**组件业务:** 公司组件业务预计持续增长, 我们预测 2024/2025 年公司组件实现营收增长 25%/20%; 毛利率方面考虑 2024 年行业竞争加剧, 略有下滑, 2025 年随公司电池产能释放, 一体化率提升带动毛利率有所提升, 我们预计 2024/2025 年毛利率为 10%/11%。

**支架业务:** 我们预计支架业务 2024 年快速放量, 2025 年稳定增长, 2024/2025 年分别实现营收 2/2.6 亿元, 毛利率预计略有下降并保持稳定, 我们预计 2024-2025 约 15%。

**工程收入:** 我们预计 2024 年公司电站工程开发达 100MW, 预计实现营收约 3.5 亿元, 2025 年稳定增长 30%至 4.6 亿元, 同时我们预计 2024-2025 年毛利率有所下降并稳定约为 15%。

**其他业务:** 我们预计 2024/2025 年实现营收增长 20%/20%, 毛利率略有下降并保持稳定为 15%。

图18: 海泰新能盈利拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4528	6387	4119	5332	6453
营业总成本 (百万元)	4170	5742	3640	4770	5714
毛利率	7.90%	10.09%	11.62%	10.53%	11.46%
组件					
收入 (百万元)	4383	5822	3811	4763	5716
成本 (百万元)	4052	5560	3392	4287	5087
毛利率	7.54%	4.50%	11.00%	10.00%	11.00%
加工费					
收入 (百万元)	127	188	169	0	0
成本 (百万元)	93	168	137	0	0
毛利率	26.58%	10.75%	19.00%	0.00%	0.00%
支架					
收入 (百万元)		52	62	200	260
成本 (百万元)		48	50	170	221
毛利率		6.90%	20.00%	15.00%	15.00%
工程收入					
收入 (百万元)		72	61	350	455
成本 (百万元)		48	49	298	387
毛利率		33.01%	20.00%	15.00%	15.00%
电站收入					
收入 (百万元)		236	0	0	0
成本 (百万元)		171	0	0	0
毛利率		27.67%	0.00%	0.00%	0.00%
其他					
收入 (百万元)	18.83	17.07	15.36	18.44	22.12
成本 (百万元)	25.24	14.10	12.75	15.67	18.80
毛利率	-34.04%	17.40%	17.00%	15.00%	15.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4.2. 估值对比及投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润为 1.48/2.10/3.38 亿元，同比+25%/42%/61%，对应 PE 为 14/10/6 倍；可比公司选择组件龙头晶科能源、隆基绿能，同时选择支架及储能业务可比龙头公司中信博、阳光电源，可比公司 2023-2025 年对应平均 PE 为 18/16/13，考虑公司一体化率不断提升，多业务持续高增长，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图19：可比公司估值对比（截至 2024 年 3 月 24 日）

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
688223.SH	晶科能源	830	76.25	61.19	76.74	11	14	11
601012.SH	隆基绿能	1,522	140.11	130.36	150.73	11	12	10
688408.SH	中信博	121	3.54	5.23	6.81	34	23	18
300274.SZ	阳光电源	1,529	98.24	104.86	126.02	16	15	12
平均						18	16	13
835985.BJ	海泰新能	21	1.48	2.10	3.38	14	10	6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：各公司盈利预测均为东吴研究所预测

## 5. 风险提示

- 需求增长不及预期：**若全球光伏行业需求增长不及预期，市场增速有所放缓，将降低对光伏组件的需求，进而影响公司组件出货。
- 行业竞争加剧：**行业产能处于过剩阶段，行业竞争或将加剧，一定程度或将影响组件价格及盈利，对公司组件业务盈利或产生不利影响。
- 业务拓展不及预期：**公司支架、储能以及其他新业务或将存在客户拓展不及预期的情况，一定程度会影响公司盈利增长。

## 海泰新能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,026</b>	<b>2,680</b>	<b>3,040</b>	<b>3,519</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,387</b>	<b>4,119</b>	<b>5,332</b>	<b>6,453</b>
货币资金及交易性金融资产	1,322	1,142	1,011	1,072	营业成本(含金融类)	6,009	3,640	4,770	5,714
经营性应收款项	853	890	1,164	1,410	税金及附加	10	19	21	26
存货	758	573	774	929	销售费用	120	119	133	148
合同资产	26	29	37	45	管理费用	97	106	117	129
其他流动资产	67	45	54	63	研发费用	13	16	21	26
<b>非流动资产</b>	<b>801</b>	<b>977</b>	<b>1,081</b>	<b>1,160</b>	财务费用	5	8	8	1
长期股权投资	8	8	8	8	加:其他收益	6	8	11	13
固定资产及使用权资产	613	663	702	731	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	23	89	96	98	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	86	112	134	152	减值损失	5	(41)	(20)	(20)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	14	49	84	114	<b>营业利润</b>	<b>144</b>	<b>178</b>	<b>251</b>	<b>402</b>
其他非流动资产	57	57	57	57	营业外净收支	6	(1)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>3,827</b>	<b>3,657</b>	<b>4,121</b>	<b>4,679</b>	<b>利润总额</b>	<b>149</b>	<b>177</b>	<b>250</b>	<b>402</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,369</b>	<b>2,128</b>	<b>2,411</b>	<b>2,685</b>	减:所得税	30	27	38	60
短期借款及一年内到期的非流动负债	444	602	602	602	<b>净利润</b>	<b>119</b>	<b>150</b>	<b>213</b>	<b>342</b>
经营性应付款项	1,244	848	1,046	1,252	减:少数股东损益	1	2	3	4
合同负债	192	218	286	343	<b>归属母公司净利润</b>	<b>118</b>	<b>148</b>	<b>210</b>	<b>338</b>
其他流动负债	489	459	477	487	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.48	0.68	1.09
非流动负债	179	189	199	209	EBIT	163	219	268	410
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	254	347	415	581
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	5.92	11.62	10.53	11.46
租赁负债	19	29	39	49	归母净利率(%)	1.85	3.60	3.94	5.23
其他非流动负债	160	160	160	160	收入增长率(%)	41.05	(35.52)	29.46	21.03
<b>负债合计</b>	<b>2,548</b>	<b>2,317</b>	<b>2,610</b>	<b>2,894</b>	归母净利润增长率(%)	(19.36)	25.09	41.97	60.55
归属母公司股东权益	1,253	1,313	1,481	1,751					
少数股东权益	25	27	30	34					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,279</b>	<b>1,340</b>	<b>1,511</b>	<b>1,785</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,827</b>	<b>3,657</b>	<b>4,121</b>	<b>4,679</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	70	64	170	388	每股净资产(元)	4.05	4.24	4.79	5.66
投资活动现金流	(213)	(306)	(251)	(251)	最新发行在外股份(百万股)	309	309	309	309
筹资活动现金流	571	63	(51)	(77)	ROIC(%)	9.78	10.01	11.06	15.20
现金净增加额	438	(179)	(132)	61	ROE-摊薄(%)	9.45	11.28	14.20	19.28
折旧和摊销	91	129	147	171	资产负债率(%)	66.59	63.36	63.34	61.85
资本开支	(184)	(256)	(201)	(201)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.38	13.90	9.79	6.10
营运资本变动	(153)	(273)	(229)	(164)	P/B (现价)	1.64	1.57	1.39	1.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>