

ABC 放量在即，加码 TOPCon 优化产品矩阵

2024 年 04 月 28 日

► **事件:** 2024 年 4 月 26 日，公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。根据公司年报，2023 年全年公司实现收入 271.70 亿元，同比-22.54%，归母净利润 7.57 亿元，同比-67.54%，实现扣非归母净利润 3.23 亿元，同比-85.11%；23Q4 公司实现收入 45.53 亿元，同比-50.76%，归母净利润-11.31 亿元，扣非归母净利润-15.13 亿元。

根据公司 2024 年一季报，公司 24Q1 实现收入 25.14 亿元，同比-67.55%，实现归母净利润-0.91 亿元，扣非归母净利润-7.59 亿元。

► **电池片出货稳居行业前列，ABC 实现小批量出货，24 年有望放量。** 2023 年公司电池片业务市占率稳步提升，海外销售增速超过 50%，全年 P 型 PERC 电池实现销量 38.2GW，同比+11%，位居全球电池出货榜单第二位。BC 方面，公司实现收入确认销量 489.24MW，实现国内外 ABC 组件销售不含税收入合计 5.98 亿元，截至 24Q1，公司 ABC 组件已签署超过 10GW 销售协议，已陆续交付至 18 个国家和地区，为公司 24 年 ABC 组件放量打下坚实基础。

► **ABC 技术持续突破，产能持续扩张。** 公司持续进行技术迭代，在效率、功率、温度系数和双面率均取得良好进展，截至 2023 年底 ABC 电池转换效率达到 27%，组件量产交付转换效率达到 24.2%。此外，公司已推出了适用于集中式场景的 ABC 产品，双面率达到 70%，根据公司测算，与 TOPCon 双面组件相比，该产品可实现 5.1%-5.7%的综合功率提升和 7%的发电量增益，进一步拓宽了公司产品的下游应用场景。产能方面，公司 ABC 产能建设持续推进，截至 23 年底，珠海 10GW 项目已经达产，义乌 15GW 处于设备进场阶段，济南 10GW 处于筹划开工建设阶段。

► **加码 TOPCon 产能，有望为业绩提供有力支撑。** 当前 PERC 已接近效率瓶颈，N 型占比持续提升，公司顺应行业发展，计划投资 27.15 亿元将义乌 25GW PERC 产能改造为 TOPCon 产能，预计 24 年下半年投产。此外，公司拟投资 60 亿元在安徽滁州建设 15GW TOPCon 产能，预计年底投产。技改+新投产项目落地后，公司 TOPCon 产能将达到 40GW，有望为公司业绩提供有力支撑。

► **投资建议:** 我们预计公司 24-26 年营收分别为 279.42/365.03/464.43 亿元，归母净利润分别为 11.99/19.39/24.17 亿元，对应 PE 分别为 18x/11x/9x。公司深耕光伏行业多年，ABC、TOPCon 产品放量有望增厚公司盈利，维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 下游需求不及预期、市场竞争加剧、海外市场开拓不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格:

12.00 元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

邮箱: dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书: S0100523050004

邮箱: wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

邮箱: zhubiye@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书: S0100524010003

邮箱: lixiaopeng@mszq.com

分析师 李佳

执业证书: S0100523120002

邮箱: lijia@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书: S0100122060013

邮箱: linyutao@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	27,170	27,942	36,503	46,443
增长率 (%)	-22.5	2.8	30.6	27.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	757	1,199	1,939	2,417
增长率 (%)	-67.5	58.5	61.6	24.7
每股收益 (元)	0.41	0.66	1.06	1.32
PE	29	18	11	9
PB	2.5	2.3	2.0	1.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	27,170	27,942	36,503	46,443
营业成本	22,690	23,104	30,060	38,408
营业税金及附加	112	279	365	464
销售费用	255	559	730	929
管理费用	1,016	1,118	1,387	1,626
研发费用	1,224	1,397	1,752	2,136
EBIT	1,191	2,463	3,487	4,273
财务费用	283	335	382	377
资产减值损失	-1,421	-633	-824	-1,052
投资收益	-59	0	0	0
营业利润	711	1,411	2,281	2,843
营业外收支	-11	0	0	0
利润总额	699	1,411	2,281	2,843
所得税	-57	212	342	427
净利润	757	1,199	1,939	2,417
归属于母公司净利润	757	1,199	1,939	2,417
EBITDA	2,569	4,168	5,611	6,795

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,617	3,569	4,112	7,780
应收账款及票据	649	689	900	1,145
预付款项	709	693	902	1,152
存货	3,135	2,532	3,294	4,209
其他流动资产	1,097	1,598	1,775	2,001
流动资产合计	10,208	9,081	10,983	16,288
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	14,653	21,263	25,445	28,709
无形资产	978	978	978	978
非流动资产合计	23,789	28,141	30,721	32,323
资产合计	33,996	37,222	41,705	48,611
短期借款	855	855	855	855
应付账款及票据	12,618	12,343	16,059	20,519
其他流动负债	1,978	3,207	2,336	2,960
流动负债合计	15,452	16,405	19,250	24,334
长期借款	7,545	9,108	9,108	9,108
其他长期负债	2,319	2,137	2,204	2,204
非流动负债合计	9,865	11,245	11,313	11,313
负债合计	25,316	27,651	30,563	35,647
股本	1,828	1,829	1,829	1,829
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8,680	9,571	11,142	12,964
负债和股东权益合计	33,996	37,222	41,705	48,611

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-22.54	2.84	30.64	27.23
EBIT 增长率	-55.56	106.80	41.56	22.54
净利润增长率	-67.54	58.50	61.65	24.65
盈利能力 (%)				
毛利率	16.49	17.32	17.65	17.30
净利润率	2.79	4.29	5.31	5.20
总资产收益率 ROA	2.23	3.22	4.65	4.97
净资产收益率 ROE	8.72	12.53	17.40	18.64
偿债能力				
流动比率	0.66	0.55	0.57	0.67
速动比率	0.37	0.30	0.30	0.41
现金比率	0.30	0.22	0.21	0.32
资产负债率 (%)	74.47	74.29	73.28	73.33
经营效率				
应收账款周转天数	4.83	5.00	5.00	5.00
存货周转天数	50.43	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.93	0.78	0.93	1.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.41	0.66	1.06	1.32
每股净资产	4.75	5.23	6.09	7.09
每股经营现金流	0.87	2.28	4.02	4.82
每股股利	0.00	0.20	0.33	0.41
估值分析				
PE	29	18	11	9
PB	2.5	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.86	7.31	5.43	4.49
股息收益率 (%)	0.00	1.68	2.71	3.38

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	757	1,199	1,939	2,417
折旧和摊销	1,378	1,705	2,124	2,522
营运资金变动	-1,731	246	2,038	2,395
经营活动现金流	1,586	4,163	7,350	8,813
资本开支	-6,300	-6,666	-4,637	-4,124
投资	-558	-9	0	0
投资活动现金流	-6,839	-6,016	-4,620	-4,124
股权募资	108	-72	0	0
债务募资	5,490	1,645	-1,393	0
筹资活动现金流	4,049	805	-2,186	-1,021
现金净流量	-1,209	-1,049	544	3,668

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。	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