

## ABC 下游市场打开, 轻舟已过万重山

### 投资要点

- **事件:** 公司2023年实现营业收入271.7亿元, 同比下滑22.54%, 归母净利润7.57亿元, 同比下滑67.54%, 扣非归母净利润3.23亿元, 同比下滑85.11%。2024年Q1实现营业收入25.1亿元, 同比下滑67.55%, 归母净利润-0.91亿元, 同比下滑113%, 扣非归母净利润-7.59亿元, 同比下滑215.54%。受行业整体需求下滑影响及公司计提资产及存货的影响, 公司近两季度业绩出现亏损。
- **行业需求下滑, PERC电池亟需升级。** 2023年公司电池出货38.2GW, 同比增长11%。由于Q4开始行业需求迅速下滑, 及TOPCon产能投放, 行业电池片盈利能力开始下滑, 影响了公司下半年及2024年Q1的利润。为保证公司电池片行业地位, 公司Perc产能陆续开始改造升级, 并新建15GW TOPCon产能。预计公司Q3将有TOPCon产能约35GW达产。我们认为, 下游光伏需求恢复后, N型电池片产能将会出现紧张, 需求及盈利能力将会出现反转, 预计2024年全年公司电池出货30GW, 单瓦盈利能够达到0.02元水平。
- **ABC持续领先, 完成0-1过程。** 公司ABC电池量产平均效率进一步达到27%, ABC组件量产交付效率达到24.2%, 持续大幅领跑行业。公司近期新推出的OBB技术, 将进一步提高公司产品效率及稳定性。ABC组件能够在单位面积实现6%-9%的额外功率, 显著帮助客户摊薄了开发和建设成本, ABC组件单瓦价格在分布式场景较TOPCon组件竞品平均溢价10%-40%左右, 在国内市场可以给客户带来0.15-0.20元/W的直接价值。2023年实现收入确认销量489.24MW, 实现国内外ABC组件收入合计5.98亿元, 完成了0-1过程。
- **ABC下游应用场景扩展, 在手订单充足。** 公司陆续开发适应不同下游应用场景的ABC组件产品。ABC双面组件在地面、水面桩基式、水面漂浮式场景中能相较TOPCon双面组件实现5.1%-5.7%的综合功率提升, 并在同等面积生命周期下相较TOPCon双面组件实现7%以上的发电量增益。此外还推出了农村户用组件、轻质组件、BIPV等多种类型组件产品。目前, ABC组件产品已在超过18个国家和地区形成销售, 供不应求, 合计约有10GW订单, 在手订单充足。
- **ABC产能持续投产, 加速1-10过程。** 截至目前, 广东珠海一期10GW ABC电池及组件项目已经达产, 浙江义乌首期15GW ABC电池及组件项目正在加紧搬入设备、安装调试并已实现首批产线试生产, 山东济南首期10GW ABC电池及组件项目已拍得项目用地并筹划开工建设初期工作。公司未来还将新增国内生产基地1-2处, 每个基地规划不低于30GW电池、组件的一体化产能。
- **盈利预测与投资建议:** 公司电池片盈利能力将逐季度恢复, 且公司ABC组件发电效率全球领先, 未来有望顺利转型能源互联网产品提供商, 依据目前电池片盈利水平及未来供需情况的分析, 我们预计公司2024-2026年利润分别为18.35/31.70/50.72亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游装机需求受国际形势变化影响突然下滑的风险; 公司Perc产能升级进度不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27170.11	20450.00	34650.00	43650.00
增长率	-22.54%	-24.73%	69.44%	25.97%
归属母公司净利润(百万元)	756.76	1835.45	3170.29	5072.28
增长率	-67.54%	142.54%	72.73%	59.99%
每股收益EPS(元)	0.41	1.00	1.73	2.77
净资产收益率ROE	8.72%	17.71%	4.08%	28.81%
PE	29	12	7	4
PB	2.52	2.11	1.66	1.24

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	18.29
流通A股(亿股)	15.97
52周内股价区间(元)	11.38-40.39
总市值(亿元)	218.54
总资产(亿元)	340.97
每股净资产(元)	4.68

### 相关研究

1. 爱旭股份(600732): ABC进展顺利, 静待量利双收 (2023-09-02)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

1) 公司 ABC 产品市场推广顺利，需求持续增长，并且继续扩产新产线，2024 年 ABC 系统出货 11GW，2025 年出货 25GW，2026 年出货 35GW。

2) 公司 P 型电池升级 TOPCon 顺利，电池片销量稳定，2024 年 30GW，2025 年 40GW，2026 年 40GW

3) 公司电池单位盈利能力逐步提升，2024-2026 年为 0.015-0.02 元/W。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
电池	收入	26420.5	9300	12000	12000
	增速	-24.7%	-64.8%	29.0%	0.0%
	毛利率	16.8%	8.0%	8.0%	8.0%
ABC 组件	收入	598.39	11000	22500	31500
	增速		1738.3%	104.5%	40.0%
	毛利率	-5.2%	10.0%	18.0%	21.0%
其他	收入	151.0	150	150	150
	增速	99.9%	-0.7%	0.0%	0.0%
	毛利率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	27170.1	20450.0	34650.0	43650.0
	增速	-22.5%	-24.7%	69.4%	26.0%
	毛利率	16.5%	9.2%	14.5%	17.4%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取光伏行业的四家主流公司，2023 年四家公司平均 PE 为 16.41 倍，2024 年平均 PE 为 10.41 倍。公司电池技术行业领先，ABC 已实现量产，未来有望继续在技术上领先。考虑公司电池技术的优势，及未来公司业绩增速，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			23A	24E	25E	23A	24E	25E
600438.SH	通威股份	21.70	3.02	1.99	2.76	7.20	10.89	7.87
601012.SH	隆基绿能	18.20	1.42	1.79	2.17	12.82	10.16	8.41
002865.SZ	钧达股份	51.48	3.83	5.26	6.67	13.44	9.79	7.72
301030.SZ	仕净科技	49.88	1.55	4.63	6.70	32.18	10.77	7.44
平均值						16.41	10.41	7.86

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27170.11	20450.00	34650.00	43650.00	净利润	756.76	1835.45	3170.29	5072.28
营业成本	22690.18	18576.00	29610.00	36045.00	折旧与摊销	1331.08	1440.71	1755.55	1913.05
营业税金及附加	112.36	66.50	122.88	150.51	财务费用	283.17	601.16	604.94	593.11
销售费用	255.06	138.94	265.37	321.72	资产减值损失	-1420.85	-600.00	-200.00	-200.00
管理费用	1015.99	610.18	1121.15	1375.71	经营营运资本变动	3814.11	-2595.83	1758.83	-1930.96
财务费用	283.17	601.16	604.94	593.11	其他	-3178.07	577.22	-1.40	116.10
资产减值损失	-1420.85	-600.00	-200.00	-200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1586.20</b>	<b>1258.70</b>	<b>7088.20</b>	<b>5563.58</b>
投资收益	-58.66	0.00	0.00	0.00	资本支出	-7958.36	-2000.00	-3500.00	-3500.00
公允价值变动损益	119.25	114.58	116.14	115.62	其他	1119.49	132.42	116.14	115.62
其他经营损益	0.00	1000.00	500.00	500.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-6838.87</b>	<b>-1867.58</b>	<b>-3383.86</b>	<b>-3384.38</b>
<b>营业利润</b>	<b>710.66</b>	<b>2171.80</b>	<b>3741.80</b>	<b>5979.57</b>	短期借款	200.73	1053.82	-602.31	397.97
其他非经营损益	-11.26	-12.44	-12.05	-12.18	长期借款	5539.90	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>699.40</b>	<b>2159.36</b>	<b>3729.76</b>	<b>5967.39</b>	股权融资	48.59	0.00	0.00	0.00
所得税	-57.36	323.90	559.46	895.11	支付股利	-714.93	-151.35	-367.09	-634.06
净利润	756.76	1835.45	3170.29	5072.28	其他	-1025.75	-1843.33	-604.94	-593.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>4048.53</b>	<b>-940.86</b>	<b>-1574.34</b>	<b>-829.20</b>
归属母公司股东净利润	756.76	1835.45	3170.29	5072.28	<b>现金流量净额</b>	<b>-1209.19</b>	<b>-1549.74</b>	<b>2130.00</b>	<b>1350.00</b>
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4617.24	3067.50	5197.50	6547.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1398.08	1132.14	1804.17	2266.93	销售收入增长率	-22.54%	-24.73%	69.44%	25.97%
存货	3134.75	2475.17	4088.75	4948.38	营业利润增长率	-71.43%	205.60%	72.29%	59.80%
其他流动资产	1057.54	395.27	669.56	843.42	净利润增长率	-67.50%	142.54%	72.73%	59.99%
长期股权投资	3.49	3.49	3.49	3.49	EBITDA 增长率	-38.01%	81.24%	44.82%	39.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	19647.71	20308.62	22154.69	23843.25	毛利率	16.49%	9.16%	14.55%	17.42%
无形资产和开发支出	977.70	877.24	776.79	676.33	三费率	5.72%	6.60%	5.75%	5.25%
其他非流动资产	3159.68	3158.52	3157.36	3156.21	净利率	2.79%	8.98%	9.15%	11.62%
<b>资产总计</b>	<b>33996.18</b>	<b>31417.95</b>	<b>37852.31</b>	<b>42285.50</b>	ROE	8.72%	17.71%	24.08%	28.81%
短期借款	855.23	1909.05	1306.73	1704.71	ROA	2.23%	5.84%	8.38%	12.00%
应付和预收款项	12966.11	9137.83	13285.49	12832.45	ROIC	9.64%	15.07%	20.80%	26.25%
长期借款	7545.15	7545.15	7545.15	7545.15	EBITDA/销售收入	8.56%	20.60%	17.61%	19.44%
其他负债	3949.77	2463.89	2549.70	2599.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>25316.25</b>	<b>21055.92</b>	<b>24687.07</b>	<b>24682.05</b>	总资产周转率	0.93	0.63	1.00	1.09
股本	1828.01	1828.81	1828.81	1828.81	固定资产周转率	2.19	1.17	1.63	1.97
资本公积	3520.80	3520.00	3520.00	3520.00	应收账款周转率	94.79	69.00	113.71	98.94
留存收益	3822.28	5506.38	8309.59	12747.81	存货周转率	9.22	6.52	8.90	7.95
归属母公司股东权益	8679.93	10362.03	13165.24	17603.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.11%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8679.93</b>	<b>10362.03</b>	<b>13165.24</b>	<b>17603.46</b>	资产负债率	74.47%	67.02%	65.22%	58.37%
负债和股东权益合计	33996.18	31417.95	37852.31	42285.50	带息债务/总负债	33.18%	44.90%	35.86%	37.48%
					流动比率	0.66	0.63	0.79	0.99
					速动比率	0.46	0.41	0.52	0.65
					股利支付率	94.47%	8.25%	11.58%	12.50%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2324.91	4213.66	6102.29	8485.73	每股收益	0.41	1.00	1.73	2.77
PE	28.88	11.91	6.89	4.31	每股净资产	4.75	5.67	7.20	9.63
PB	2.52	2.11	1.66	1.24	每股经营现金	0.87	0.69	3.88	3.04
PS	0.80	1.07	0.63	0.50	每股股利	0.39	0.08	0.20	0.35
EV/EBITDA	10.20	5.96	3.66	2.52					
股息率	3.27%	0.69%	1.68%	2.90%					

数据来源：Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---