



买入（维持）

所属行业：电力设备/光伏设备
当前价格(元)：12.17

证券分析师

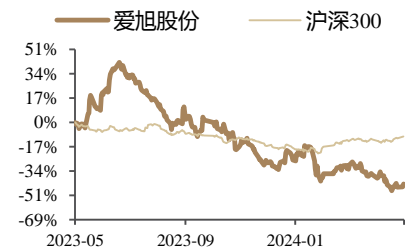
彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.86	-15.37	-7.30
相对涨幅(%)	-12.41	-19.04	-16.73

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《爱旭股份(600732.SH)：长风破浪会有时，百舸争流自当先》，2023.7.19

爱旭股份：业绩承压，静待BC类产品放量

投资要点

- 事件：**2023年公司实现营业收入271.7亿元，同比减少22.54%，实现归属上市公司股东净利润7.57亿元，同比减少67.54%，实现扣非净利润3.23亿元，同比减少85.11%。2024Q1公司实现营业收入25.14亿元，同比下降67.55%，实现归属上市公司股东净利润-0.91亿元，同比减少113%，实现扣非净利润-7.59亿元，同比减少215.54%。
- 产业链价格波动及供需格局变化影响公司盈利能力。**2023年下半年以来，随着行业短期大量产能的投产以及不同质量水平的产品集中进入市场，行业供需格局发生显著恶化，全产业链产能阶段性过剩问题愈发凸显，各环节产品价格波动下行趋势显著加大。电池价格和下游组件价格的快速下跌，给公司现有主营业务盈利带来阶段性经营压力，并且价格的大幅下滑对公司部分原材料、产成品等库存带来减值压力，同时，公司ABC组件海外业务开拓加速，市场推广、销售费用等支出大幅增长，造成公司业绩承压。
- 公司ABC类产品矩阵不断完善。**截止2023年末，公司ABC电池平均量产转换效率已达27%，组件量产交付转换效率最高可达24.2%。在追求正面极致效率的同时，公司克服了过去XBC类别组件因双面率较低而无法广泛应用于集中式等场景的产品痛点，通过深度研发攻克了ABC组件双面率提升的途径，进一步使ABC组件双面率可以达到70%，从而以此为契机向集中式场景推出适用于地面电站的北极星系列、适用于水面场景的天狼星系列ABC双面组件，持续拓宽ABC生态的产品矩阵。
- 不断推进ABC类产能建设和产品销售，有望在N型时代差异化竞争。**得益于ABC组件高转换效率、高可靠性、高美观性、低衰减等特点，公司搭建了海内外的销售团队，并在2023年实现ABC组件收入确认销量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2024年3月，公司ABC组件产品已在超过18个国家和地区形成销售，签署的各类协议涉及到的销售规模已超过10GW，初步建立了ABC高品质的高端产品及品牌形象。
- 投资建议：**公司作为光伏电池片头部企业，业务布局逐步完善，ABC产品有望获得较高受益，预计公司2024-2026年归母净利润为11.33/21.37/32.27亿元，对应PE为20X/11X/7X。维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险、光伏行业需求不及预期。

股票数据

总股本(百万股)：	1,828.81
流通A股(百万股)：	1,597.08
52周内股价区间(元)：	11.38-31.21
总市值(百万元)：	22,256.63
总资产(百万元)：	34,097.00
每股净资产(元)：	4.68

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35,075	27,170	26,783	39,937	50,048
(+/-)YOY(%)	126.7%	-22.5%	-1.4%	49.1%	25.3%
净利润(百万元)	2,332	757	1,133	2,137	3,227
(+/-)YOY(%)	1957.0%	-67.5%	49.7%	88.6%	51.0%
全面摊薄EPS(元)	1.27	0.41	0.62	1.17	1.76
毛利率(%)	13.7%	16.5%	11.6%	12.3%	12.8%
净资产收益率(%)	25.7%	8.7%	8.2%	13.5%	16.9%

资料来源：公司年报(2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.62	1.17	1.76
每股净资产	4.75	7.51	8.68	10.44
每股经营现金流	0.87	-1.06	10.26	-0.75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	42.00	20.09	10.65	7.05
P/B	3.72	1.66	1.43	1.19
P/S	0.84	0.85	0.57	0.45
EV/EBITDA	14.53	8.06	4.03	4.40
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.5%	11.6%	12.3%	12.8%
净利润率	2.8%	4.2%	5.4%	6.4%
净资产收益率	8.7%	8.2%	13.5%	16.9%
资产回报率	2.2%	3.1%	4.2%	6.7%
投资回报率	7.0%	5.7%	10.8%	11.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-22.5%	-1.4%	49.1%	25.3%
EBIT 增长率	-55.6%	36.2%	60.7%	38.7%
净利润增长率	-67.5%	49.7%	88.6%	51.0%
偿债能力指标				
资产负债率	74.5%	63.0%	69.1%	60.3%
流动比率	0.7	1.1	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.8	0.4	0.4
现金比率	0.3	0.6	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.7	3.2	3.4	3.3
存货周转天数	37.0	32.0	33.7	33.1
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	1.0
固定资产周转率	1.9	1.4	1.7	1.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	757	1,133	2,137	3,227
少数股东损益	-0	0	0	0
非现金支出	2,797	2,755	3,517	4,255
非经营收益	-236	406	423	428
营运资金变动	-1,731	-6,228	12,683	-9,282
经营活动现金流	1,586	-1,934	18,759	-1,371
资产	-6,300	-7,696	-8,315	-8,108
投资	-558	0	0	0
其他	19	-48	-77	-94
投资活动现金流	-6,839	-7,745	-8,391	-8,202
债权募资	5,490	5,909	-5,994	4,974
股权募资	108	3,922	0	0
其他	-1,549	-341	-339	-324
融资活动现金流	4,049	9,490	-6,333	4,649
现金净流量	-1,209	-188	4,034	-4,924

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 7 日
资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	27,170	26,783	39,937	50,048
营业成本	22,690	23,664	35,007	43,626
毛利率%	16.5%	11.6%	12.3%	12.8%
营业税金及附加	112	87	142	173
营业税金率%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%
营业费用	255	134	258	299
营业费用率%	0.9%	0.5%	0.6%	0.6%
管理费用	1,016	562	879	1,051
管理费用率%	3.7%	2.1%	2.2%	2.1%
研发费用	1,224	1,071	1,637	2,002
研发费用率%	4.5%	4.0%	4.1%	4.0%
EBIT	1,191	1,622	2,608	3,616
财务费用	283	294	295	239
财务费用率%	1.0%	1.1%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-1,421	-168	-196	-187
投资收益	-59	-48	-77	-94
营业利润	711	1,107	2,034	3,088
营业外收支	-11	-14	-1	-3
利润总额	699	1,094	2,033	3,085
EBITDA	2,569	4,209	5,928	7,684
所得税	-57	-39	-104	-142
有效所得税率%	-8.2%	-3.6%	-5.1%	-4.6%
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	757	1,133	2,137	3,227

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,617	4,429	8,463	3,539
应收账款及应收票据	649	1,118	1,534	1,783
存货	3,135	1,075	5,474	2,554
其它流动资产	1,806	1,799	2,444	2,877
流动资产合计	10,208	8,421	17,916	10,753
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	14,653	19,016	23,169	26,528
在建工程	4,995	5,257	5,598	5,785
无形资产	978	1,298	1,636	1,968
非流动资产合计	23,789	28,712	33,503	37,346
资产总计	33,996	37,133	51,419	48,099
短期借款	855	764	770	743
应付票据及应付账款	12,618	4,785	22,605	10,845
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,978	1,985	2,308	2,547
流动负债合计	15,452	7,534	25,683	14,135
长期借款	7,545	13,545	7,545	12,545
其它长期负债	2,319	2,319	2,319	2,319
非流动负债合计	9,865	15,865	9,865	14,865
负债总计	25,316	23,398	35,547	29,000
实收资本	1,828	1,823	1,823	1,823
普通股股东权益	8,680	13,735	15,871	19,099
少数股东权益	-0	0	0	0
负债和所有者权益合计	33,996	37,133	51,419	48,099

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。