



买入（维持）

所属行业：电力设备/光伏设备
当前价格(元)：7.41

证券分析师

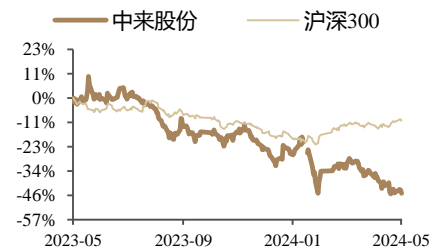
彭广春

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(%)	-14.83	-17.48	-11.79
相对涨幅(%)	-16.58	-20.33	-20.36

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《中来股份(300393.SZ)22年年报及23年一季报点评：背板、电池片建设稳步推进，光伏应用业务快速发展》，2023.5.10

中来股份：24Q1 业绩承压，静待 国资控股赋能

投资要点

- 事件：**2023年公司实现营业收入122.59亿元，同比增长28.01%，实现归属上市公司股东净利润5.27亿元，同比增长31.18%，实现扣非净利润4.90亿元，同比增长75.94%。2024Q1公司实现营业收入12.88亿元，同比下降52.43%，实现归属上市公司股东净利润-1.72亿元，同比减少268.11%，实现扣非净利润-1.93亿元，同比减少253.67%。
- 2023年公司各业务板块稳健运营，扎实推进经营工作。**光伏辅材板块，公司2023年重点推进“年产2.5亿平方米通用型光伏背板项目”投建以及多系列光伏背板研发生产工作，背板产销量勇攀行业高峰，全年背板销售量约2.56亿平方米，创公司背板出货历史新高，进一步稳固了公司背板龙头地位。高效电池板块，2023年公司加快推进“年产16GW高效单晶电池智能工厂项目”，实现了一期8GW项目投产，并完成了二期8GW项目设备安装工作，电池量产转换效率在行业内处于领先地位。高效组件板块，2023年公司加大力度开拓和服务海外销售市场，组件业务规模实现进一步提升。光伏应用事业部负责光伏应用系统业务，2023年公司持续拓宽业务区域范围，增加合作伙伴“朋友圈”，户用分布式电站EPC业务完成并网1.5GW，地面集中式电站EPC业务完成并网253MW。在各业务板块的共同努力下，公司经营效益规模实现稳步增长。
- 加大研发创新，夯实公司核心竞争力。**2023年，光伏辅材方面公司发布陶瓷背板产品，该产品在满足无氟、低碳环保的同时进一步提升产品的可靠性，符合光伏行业未来的发展趋势，同时公司更加关注背板的功能化和客制化，根据不同应用场景需求为客户提供全面的封装解决方案；高效电池方面，公司成功研发了JSIM技术（中来特殊注入金属化技术），可有效提升电池的光电转换效率，并解决了TOPCon组件湿热测试后的功率衰减问题，消除了双面单玻组件封装的障碍。此外，0BB技术研发取得进一步突破，公司182尺寸TOPCon电池实验室效率达到26.7%，在行业中处于领先地位；高效组件方面，公司发布御风组件，具有“三低四抗”的卓越性能，且碳排放量显著降低，另外，公司组件呼吸性模型验证成功，纠正了行业内对组件结构与可靠性的误解，重塑了行业对单玻组件的信心。
- 国资控股，为公司高质量发展赋能。**2023年2月公司控股股东变更为浙能电力，实际控制人变更为浙江省国资委，公司成为浙江省能源集团有限公司旗下浙能电力的子公司。在融资方面，支持公司引入政策性银行、异地银行授信等方式拓宽融资渠道，降低了公司平均融资成本以及短期负债、受限货币资金比例，满足公司资金需求的同时降低公司资金使用成本；在研发创新方面，推动公司与浙江省白马湖实验室的合作，强强联合共同探索光伏科技前沿领域，助力公司形成科技创新生态体系；在业务协同方面，加强浙能体系下企业间业务交流，发挥各自业务领域的能力，不断提升公司市场影响力和竞争力。
- 投资建议：**随着产业链价格逐步触底稳定，公司新产能陆续释放，预计公司2024-2026年归母净利润为3.85/5.14/5.67亿元，对应PE为21X/16X/14X。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):	1,089.63
流通 A 股(百万股):	953.87
52 周内股价区间(元):	7.37-14.74
总市值(百万元):	8,074.14
总资产(百万元):	16,804.68
每股净资产(元):	3.90

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)	9,577	12,259	11,329	13,768	15,281
(+/-)YOY(%)	64.6%	28.0%	-7.6%	21.5%	11.0%
净利润(百万元)	401	527	385	514	567
(+/-)YOY(%)	228.1%	31.2%	-27.0%	33.6%	10.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.37	0.48	0.35	0.47	0.52
毛利率(%)	15.6%	15.4%	14.2%	14.0%	14.0%
净资产收益率(%)	10.3%	11.9%	8.1%	9.8%	9.9%

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	0.48	0.35	0.47	0.52
每股净资产	4.05	4.37	4.79	5.26
每股经营现金流	1.14	3.30	-1.43	3.34
每股股利	0.14	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	21.54	20.99	15.71	14.24
P/B	2.55	1.70	1.55	1.41
P/S	0.66	0.71	0.59	0.53
EV/EBITDA	12.38	9.34	10.63	8.29
股息率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.4%	14.2%	14.0%	14.0%
净利润率	4.8%	4.0%	4.3%	4.3%
净资产收益率	11.9%	8.1%	9.8%	9.9%
资产回报率	3.1%	2.0%	2.5%	2.5%
投资回报率	5.7%	5.2%	5.1%	5.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	28.0%	-7.6%	21.5%	11.0%
EBIT 增长率	56.0%	-17.0%	20.3%	11.8%
净利润增长率	31.2%	-27.0%	33.6%	10.4%
偿债能力指标				
资产负债率	69.4%	70.6%	70.4%	69.7%
流动比率	1.0	0.8	0.9	0.8
速动比率	0.7	0.5	0.6	0.5
现金比率	0.3	0.3	0.1	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	88.5	82.7	84.0	84.3
存货周转天数	78.9	84.8	84.8	83.8
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	3.5	2.5	2.5	2.3

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	527	385	514	567
少数股东损益	68	65	80	88
非现金支出	695	434	435	482
非经营收益	329	110	102	107
营运资金变动	-372	2,605	-2,686	2,392
经营活动现金流	1,246	3,599	-1,556	3,636
资产	-1,791	-1,360	-1,529	-1,555
投资	265	-95	-105	-123
其他	83	23	28	31
投资活动现金流	-1,443	-1,432	-1,607	-1,647
债权募资	1,987	-1,263	1,663	-988
股权募资	50	0	0	0
其他	-911	-172	-183	-198
融资活动现金流	1,126	-1,435	1,480	-1,185
现金净流量	918	731	-1,683	803

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 8 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	12,259	11,329	13,768	15,281
营业成本	10,376	9,722	11,842	13,137
毛利率%	15.4%	14.2%	14.0%	14.0%
营业税金及附加	46	38	47	53
营业税金率%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	208	198	237	264
营业费用率%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	355	378	444	490
管理费用率%	2.9%	3.3%	3.2%	3.2%
研发费用	313	318	381	420
研发费用率%	2.6%	2.8%	2.8%	2.7%
EBIT	853	709	853	954
财务费用	9	103	102	129
财务费用率%	0.1%	0.9%	0.7%	0.8%
资产减值损失	-240	-56	-19	-24
投资收益	74	23	28	31
营业利润	772	570	760	831
营业外收支	-2	-5	3	5
利润总额	771	565	763	837
EBITDA	1,239	1,087	1,269	1,412
所得税	176	115	170	182
有效所得税率%	22.9%	20.4%	22.2%	21.7%
少数股东损益	68	65	80	88
归属母公司所有者净利润	527	385	514	567

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,306	3,037	1,354	2,158
应收账款及应收票据	3,270	2,577	4,593	3,376
存货	1,811	2,772	2,810	3,310
其它流动资产	1,210	1,239	1,371	1,566
流动资产合计	8,597	9,626	10,128	10,409
长期股权投资	369	464	570	693
固定资产	3,477	4,473	5,525	6,538
在建工程	1,839	1,739	1,759	1,803
无形资产	104	104	109	111
非流动资产合计	8,503	9,517	10,720	11,921
资产总计	17,100	19,143	20,848	22,330
短期借款	2,366	2,603	2,765	2,778
应付票据及应付账款	3,758	6,177	5,537	7,311
预收账款	2	2	3	3
其它流动负债	2,328	2,810	2,949	3,045
流动负债合计	8,454	11,592	11,254	13,136
长期借款	2,484	984	2,484	1,484
其它长期负债	935	935	935	935
非流动负债合计	3,419	1,919	3,419	2,419
负债总计	11,873	13,511	14,674	15,556
实收资本	1,090	1,090	1,090	1,090
普通股股东权益	4,417	4,756	5,220	5,732
少数股东权益	810	875	954	1,042
负债和所有者权益合计	17,100	19,143	20,848	22,330

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： 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； 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。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。	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。
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。