

# 东方日升(300118)

## 业绩稳定提升，N型新技术产能有序落地

### 事件：

2024 年 4 月 26 日，公司发布 2023 年报，报告期内公司实现营业收入 353.27 亿元，同比增长 20.22%，实现归母净利润 13.63 亿元，同比增长 45.81%，实现扣非归母净利润 15.83 亿元，同比增长 55.77%，实现经营活动现金净流量-16.43 亿元，同比由正转负。

其中 2023Q4 公司实现营业收入 73.10 亿元，同比/环比分别减少 12.59%/29.78%，实现归母净利润 0.84 亿元，同比/环比分别减少 55.26%/79.93%。2023Q4 行业竞争加剧，组件价格中枢下移，另外公司 2023 年度计提信用及资产减值准备、核销应收账款合计 7.61 亿元，对公司业绩影响较大。

#### ➤ 电池片自供水平提升，组件出货规模稳定增长

2023 年公司整体实现销售毛利率 14.58%，同比提升 3.89pct，其中电池组件业务实现毛利率 13.63%，同比提升 8.62pct，实现组件销量 18.99GW，同比增长约 41%，其中海外出货 8.84GW，同比增长约 9%，占比约 47%，报告期内公司电池片自供比例提升，HJT 电池及配套组件量产产能落地，盈利能力显著改善。欧美等成熟市场对 HJT 产品接受度较高，公司实现对美国市场的重点突破，报告期内对美国组件出货 1.44GW，平均销售单价 2.88 元/W，远高于国内平均价格水平。

#### ➤ HJT 技术水平不断突破，产能布局逐渐完善

截至 2023 年底，公司组件产能达到 35GW，报告期内新增 10GW，对出货增长形成支撑。公司 N 型技术水平优势突出，自有专利 OBB 电池技术、210 超薄硅片技术、纯银用量小于 7mg/W、异连接无应力电池互联技术等，均为行业首家量产，并成功研发双面微晶技术，推动 HJT 量产落地，公司 HJT 组件最高功率可达 741W，组件转换效率可达 23.90%。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 376.6/507.5/638.7 亿元，同比增速分别为 6.6%/34.7%/25.9%，归母净利润分别为 17.5/24.8/30.4 亿元，同比增速分别为 28.5%/41.5%/22.8%，EPS 分别为 1.54/2.17/2.67 元/股，3 年 CAGR 为 30.69%。受行业竞争加剧、供给格局变化影响，公司调整产能投放节奏，对出货规模和单位盈利造成影响。公司是国内 HJT 龙头企业，相对主流技术有溢价，有望受益于其陆续放量，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 12 倍 PE，目标价 18.45 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**新产能落地不及预期；行业竞争加剧；光伏装机不及预期。

行业： 电力设备/光伏设备  
投资评级： 买入  
当前价格： 12.56 元  
目标价格： 18.45 元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,140.01/921.86
流通 A 股市值(百万元)	11,578.60
每股净资产(元)	13.07
资产负债率(%)	70.31
一年内最高/最低(元)	27.20/11.99

### 股价相对走势



### 作者

分析师：贺朝晖  
执业证书编号：S0590521100002  
邮箱：hezha@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	29385	35327	37664	50750	63872
增长率(%)	56.05%	20.22%	6.62%	34.74%	25.86%
EBITDA(百万元)	2020	3100	6267	7588	8399
归母净利润(百万元)	945	1363	1752	2479	3043
增长率(%)	2,332.31%	44.31%	28.55%	41.46%	22.77%
EPS(元/股)	0.83	1.20	1.54	2.17	2.67
市盈率(P/E)	16.4	11.4	8.8	6.3	5.1
市净率(P/B)	1.7	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	11.4	7.8	2.8	1.7	0.8

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 05 月 08 日收盘价

### 相关报告

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9846	10573	14717	22395	30749	营业收入	29385	35327	37664	50750	63872
应收账款+票据	4288	6495	6567	8849	11137	营业成本	26242	30177	32593	43821	55712
预付账款	591	708	755	1018	1281	营业税金及附加	82	112	108	146	183
存货	6402	5568	6014	8086	10280	营业费用	278	619	452	558	671
其他	2309	2839	4445	5960	7480	管理费用	1803	1898	1808	2334	2874
<b>流动资产合计</b>	<b>23437</b>	<b>26183</b>	<b>32498</b>	<b>46307</b>	<b>60926</b>	财务费用	-73	54	328	495	343
长期股权投资	751	808	889	969	1049	资产减值损失	-257	-553	-377	-304	-383
固定资产	9604	18344	19497	17513	16053	公允价值变动收益	-227	-104	0	0	0
在建工程	1495	6481	2660	3660	3660	投资净收益	319	13	236	172	204
无形资产	950	924	853	849	812	其他	211	165	-25	-116	-208
其他非流动资产	2024	1505	1480	1314	1314	<b>营业利润</b>	<b>1098</b>	<b>1987</b>	<b>2210</b>	<b>3146</b>	<b>3702</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>14825</b>	<b>28063</b>	<b>25380</b>	<b>24305</b>	<b>22889</b>	营业外净收益	-25	-524	-276	-407	-342
<b>资产总计</b>	<b>38262</b>	<b>54246</b>	<b>57878</b>	<b>70612</b>	<b>83815</b>	<b>利润总额</b>	<b>1073</b>	<b>1463</b>	<b>1934</b>	<b>2739</b>	<b>3360</b>
短期借款	4256	5612	8979	11673	13827	所得税	117	77	156	221	272
应付账款+票据	13556	18371	18640	25062	31862	<b>净利润</b>	<b>956</b>	<b>1386</b>	<b>1777</b>	<b>2517</b>	<b>3088</b>
其他	6560	6990	6864	9210	11634	少数股东损益	11	23	25	38	45
<b>流动负债合计</b>	<b>24372</b>	<b>30974</b>	<b>34483</b>	<b>45945</b>	<b>57324</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>945</b>	<b>1363</b>	<b>1752</b>	<b>2479</b>	<b>3043</b>
长期带息负债	2485	5671	4016	2772	1507	<b>财务比率</b>					
长期应付款	647	1208	1208	1208	1208		<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
其他	358	1167	1167	1167	1167	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>3490</b>	<b>8046</b>	<b>6391</b>	<b>5147</b>	<b>3882</b>	营业收入	56.05%	20.22%	6.62%	34.74%	25.86%
<b>负债合计</b>	<b>27862</b>	<b>39019</b>	<b>40874</b>	<b>51091</b>	<b>61205</b>	EBIT	53.89%	51.69%	49.12%	42.95%	14.51%
少数股东权益	1028	18	43	81	126	EBITDA	39.70%	53.50%	102.15%	21.09%	10.69%
股本	892	1140	1140	1140	1140	归属于母公司净利润	2,332.31%	44.31%	28.55%	41.46%	22.77%
资本公积	5173	9836	9836	9836	9836	<b>获利能力</b>					
留存收益	3307	4233	5985	8464	11507	毛利率	10.69%	14.58%	13.46%	13.65%	12.78%
<b>股东权益合计</b>	<b>10400</b>	<b>15227</b>	<b>17004</b>	<b>19521</b>	<b>22610</b>	净利率	3.25%	3.92%	4.72%	4.96%	4.84%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38262</b>	<b>54246</b>	<b>57878</b>	<b>70612</b>	<b>83815</b>	ROE	10.08%	8.96%	10.33%	12.75%	13.54%
<b>现金流量表</b>						ROIC	8.45%	20.49%	12.01%	17.67%	22.43%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	<b>偿债能力</b>					
净利润	956	1386	1777	2517	3088	资产负债率	72.82%	71.93%	70.62%	72.35%	73.02%
折旧摊销	1020	1583	4005	4355	4697	流动比率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1
财务费用	-73	54	328	495	343	速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
存货减少(增加为“-”)	-3372	834	-446	-2072	-2194	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	658	-5830	-2029	2637	2959	应收账款周转率	8.7	6.7	7.2	7.2	7.2
其它	3792	244	159	1875	1973	存货周转率	4.1	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>2980</b>	<b>-1729</b>	<b>3795</b>	<b>9808</b>	<b>10866</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
资本支出	-2151	-3227	-1200	-3200	-3200	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-68	-1104	0	0	0	每股收益	0.8	1.2	1.5	2.2	2.7
其他	1597	-1045	165	116	141	每股经营现金流	2.6	-1.5	3.3	8.6	9.5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-622</b>	<b>-5376</b>	<b>-1035</b>	<b>-3084</b>	<b>-3059</b>	每股净资产	8.2	13.3	14.9	17.1	19.7
债权融资	731	4541	1712	1449	890	<b>估值比率</b>					
股权融资	-9	248	0	0	0	市盈率	16.4	11.4	8.8	6.3	5.1
其他	-128	2735	-328	-495	-343	市净率	1.7	1.0	0.9	0.8	0.7
<b>筹资活动现金流</b>	<b>593</b>	<b>7524</b>	<b>1384</b>	<b>954</b>	<b>547</b>	EV/EBITDA	11.4	7.8	2.8	1.7	0.8
<b>现金净增加额</b>	<b>3060</b>	<b>478</b>	<b>4144</b>	<b>7678</b>	<b>8354</b>	EV/EBIT	23.0	16.0	7.7	3.9	1.8

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 05 月 08 日收盘价

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼