

太阳能

爱旭股份（600732.SH）

买入-A(维持)

加速 N 型布局，ABC 销量持续上行

2024 年 5 月 15 日

公司研究/公司快报

## 公司近一年市场表现



数据来源：最闻

## 市场数据：2024 年 5 月 14 日

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 收盘价(元):          | 12.00       |
| 年内最高/最低(元):      | 41.28/11.11 |
| 流通 A 股 / 总股本(亿): | 15.97/18.29 |
| 流通 A 股市值(亿):     | 191.65      |
| 总市值(亿):          | 219.46      |

数据来源：最闻

## 基础数据：2024 年 3 月 31 日

|            |       |
|------------|-------|
| 基本每股收益(元): | -0.05 |
| 摊薄每股收益(元): | -0.05 |
| 每股净资产(元):  | 4.68  |
| 净资产收益率(%): | -1.07 |

## 分析师:

肖索

执业登记编码: S0760522030006

邮箱: xiaosuo@sxzq.com

贾惠淋

执业登记编码: S0760523070001

邮箱: jiahuilin@sxzq.com

➤ **事件：**爱旭股份发布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年全年实现营收 271.7 亿元，同比-22.5%；实现归母净利润 7.6 亿元，同比-67.5%。2023 年 Q4 公司实现营收 45.5 亿元，同比-50.8%；实现归母净利润-11.3 亿元。2024 年 Q1 公司实现营收 25.1 亿元，同比-67.6%；实现归母净利润-0.9 亿元，同比-113.0%。公司 2023 年及 2024Q1 分别计提了减值 14.2 亿元和 4.5 亿元。

➤ **ABC 电池组件效率持续创新高，全球各协议涉及销售规模超 10GW。**截至公司年报发布日，ABC 电池量产转换效率达 27%，组件交付转换效率达 24.2%；根据公司官方公众号 5 月 6 日发布内容，目前公司产线电池效率大多可达 27.2%，预计下半年组件交付功率超 24.8%。此外，公司 ABC 组件在双面率性能上实现突破，推出了能够适用于集中式场景的双面率高达 70% 的产品，在同等面积生命周期下，比 TOPCon 双面组件发电量增加 7%。公司积极布局销售团队和渠道，在海外 16 个国家和地区建立了销售渠道子公司，团队人数达数百人。截至 2024 年 3 月，公司 ABC 组件产品在超过 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超过 10GW。

➤ **PERC 产能升级改造，全面加速 N 型布局。**2023 年公司 PERC 电池出货 38.2GW，同比+11%；ABC 组件确认销量 489.24MW，实现国内外不含税销售收入 5.98 亿元。公司计划于 2024 年上半年对义乌 PERC 电池进行技改，升级为 TOPCon 路线，同时拟在滁州投资首期 15GW 的 TOPCon 电池以满足客户需求。ABC 方面，截至 2023 年底，公司广东珠海一期 10GW ABC 电池及组件项目已经达产，浙江义乌首期 15GW ABC 项目已实现首批产线试生产，山东济南首期 10GW ABC 项目在筹划开工建设初期工作。

➤ **首创 BC 产品 0BB 技术，相关专利数量继续增加。**公司注重产品研发创新，4 月 26 日，公司推出了全球首款带框轻质组件——“星云系列”ABC 组件，开创了 BC 产品 0BB 技术新时代。公司牢牢构筑专利护城河，截至 2023 年底，累计完成专利申请 1970 件，获得授权专利 1111 件，其中授权发明专利 226 件，ABC 技术相关专利 325 件。

## 投资建议

➤ 受产业链降价影响，公司产品价格下滑但前期原材料采购价格较高，对经营性现金流产生影响；此外，公司今年处于 PERC 向 TOPCon 产能升级改造的过渡期，因而预计年内经营性现金流为负。我们预计公司 2024 年-2026 年归母净利润分别为 10.3 亿元、17.3 亿元、32.9 亿元，对应 2024 年 5 月 13 日收盘价，PE 分别为 21.7 倍、12.9 倍、6.8 倍。公司定增融资持续推进，差异化高效 ABC 产品有望在 2024-2025 年持续放量增长带动利润增



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





长，长期来看仍具备较好的投资价值，考虑到公司股价已充分回调，维持“买入-A”的投资评级。

#### 风险提示

➤ ABC 技术产能投产不及预期，PERC 产能升级改造进展不及预期，光伏行业需求不及预期，市场竞争加剧，政策风险等。

#### 财务数据与估值：

| 会计年度      | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 35,075 | 27,170 | 21,067 | 33,845 | 48,618 |
| YoY(%)    | 126.7  | -22.5  | -22.5  | 60.7   | 43.6   |
| 净利润(百万元)  | 2,328  | 757    | 1,029  | 1,734  | 3,293  |
| YoY(%)    | 1954.3 | -67.5  | 35.9   | 68.6   | 89.9   |
| 毛利率(%)    | 13.7   | 16.5   | 15.2   | 16.7   | 16.9   |
| EPS(摊薄/元) | 1.27   | 0.41   | 0.56   | 0.95   | 1.80   |
| ROE(%)    | 25.7   | 8.7    | 10.6   | 15.6   | 23.6   |
| P/E(倍)    | 9.6    | 29.5   | 21.7   | 12.9   | 6.8    |
| P/B(倍)    | 2.5    | 2.6    | 2.3    | 2.0    | 1.6    |
| 净利率(%)    | 6.6    | 2.8    | 4.9    | 5.1    | 6.8    |

数据来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 10238 | 10208 | 10590 | 14657 | 18235 |
| 现金             | 5650  | 4617  | 2107  | 2708  | 2431  |
| 应收票据及应收账款      | 1177  | 649   | 1036  | 2349  | 3053  |
| 预付账款           | 1326  | 709   | 1398  | 2363  | 3039  |
| 存货             | 1527  | 3135  | 4806  | 5640  | 7822  |
| 其他流动资产         | 558   | 1097  | 1244  | 1597  | 1890  |
| <b>非流动资产</b>   | 14452 | 23789 | 26788 | 25921 | 26011 |
| 长期投资           | 3     | 3     | 4     | 4     | 5     |
| 固定资产           | 10121 | 14653 | 16026 | 16891 | 17335 |
| 无形资产           | 605   | 978   | 1135  | 1284  | 1455  |
| 其他非流动资产        | 3723  | 8154  | 9623  | 7742  | 7216  |
| <b>资产总计</b>    | 24690 | 33996 | 37378 | 40577 | 44246 |
| <b>流动负债</b>    | 10870 | 15452 | 16114 | 20242 | 23338 |
| 短期借款           | 654   | 855   | 1868  | 1191  | 1889  |
| 应付票据及应付账款      | 7269  | 12618 | 11204 | 15658 | 17998 |
| 其他流动负债         | 2946  | 1978  | 3042  | 3393  | 3450  |
| <b>非流动负债</b>   | 4761  | 9865  | 11556 | 9247  | 6938  |
| 长期借款           | 2005  | 7545  | 9236  | 6927  | 4618  |
| 其他非流动负债        | 2756  | 2319  | 2319  | 2319  | 2319  |
| <b>负债合计</b>    | 15631 | 25316 | 27669 | 29489 | 30275 |
| 少数股东权益         | 0     | -0    | -0    | -0    | -0    |
| 股本             | 1302  | 1828  | 1828  | 1828  | 1828  |
| 资本公积           | 3998  | 3521  | 3521  | 3521  | 3521  |
| 留存收益           | 3777  | 3822  | 4695  | 6178  | 8974  |
| 归属母公司股东权益      | 9059  | 8680  | 9709  | 11089 | 13971 |
| <b>负债和股东权益</b> | 24690 | 33996 | 37378 | 40577 | 44246 |

**现金流量表(百万元)**

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 5229  | 1586  | -1918 | 4720  | 3616  |
| 净利润            | 2329  | 757   | 1029  | 1734  | 3293  |
| 折旧摊销           | 1008  | 1331  | 1267  | 1461  | 1633  |
| 财务费用           | 255   | 283   | 201   | 223   | 156   |
| 投资损失           | 39    | 59    | -1    | 1     | 24    |
| 营运资金变动         | 2385  | 921   | -4312 | 1339  | -1458 |
| 其他经营现金流        | -786  | -1764 | -102  | -39   | -33   |
| <b>投资活动现金流</b> | -4597 | -6839 | -4164 | -555  | -1715 |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1592  | 4049  | 1703  | -2886 | -2876 |

**每股指标 (元)**

|               |      |      |       |      |      |
|---------------|------|------|-------|------|------|
| 每股收益(最新摊薄)    | 1.27 | 0.41 | 0.56  | 0.95 | 1.80 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.86 | 0.87 | -1.05 | 2.58 | 1.98 |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 4.95 | 4.75 | 5.31  | 6.06 | 7.64 |

**利润表(百万元)**

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 35075 | 27170 | 21067 | 33845 | 48618 |
| 营业成本            | 30260 | 22690 | 17866 | 28205 | 40387 |
| 营业税金及附加         | 52    | 112   | 63    | 34    | 49    |
| 营业费用            | 56    | 255   | 421   | 677   | 972   |
| 管理费用            | 517   | 1016  | 948   | 1354  | 1459  |
| 研发费用            | 1378  | 1224  | 1074  | 1354  | 1702  |
| 财务费用            | 255   | 283   | 201   | 223   | 156   |
| 资产减值损失          | -288  | -1419 | -600  | -400  | -400  |
| 公允价值变动收益        | 105   | 119   | 102   | 39    | 33    |
| 投资净收益           | -39   | -59   | 1     | -1    | -24   |
| <b>营业利润</b>     | 2488  | 711   | 1245  | 2067  | 3902  |
| 营业外收入           | 6     | 6     | 3     | 3     | 2     |
| 营业外支出           | 21    | 17    | 30    | 29    | 30    |
| <b>利润总额</b>     | 2473  | 699   | 1217  | 2040  | 3875  |
| 所得税             | 144   | -57   | 189   | 306   | 581   |
| <b>税后利润</b>     | 2329  | 757   | 1029  | 1734  | 3293  |
| 少数股东损益          | 0     | -0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2328  | 757   | 1029  | 1734  | 3293  |
| EBITDA          | 3476  | 2364  | 2685  | 3725  | 5664  |

**主要财务比率**

| 会计年度         | 2022A  | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>  |        |       |       |       |       |
| 营业收入(%)      | 126.7  | -22.5 | -22.5 | 60.7  | 43.6  |
| 营业利润(%)      | 1301.4 | -71.4 | 75.2  | 66.0  | 88.8  |
| 归属于母公司净利润(%) | 1954.3 | -67.5 | 35.9  | 68.6  | 89.9  |
| <b>获利能力</b>  |        |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 13.7   | 16.5  | 15.2  | 16.7  | 16.9  |
| 净利率(%)       | 6.6    | 2.8   | 4.9   | 5.1   | 6.8   |
| ROE(%)       | 25.7   | 8.7   | 10.6  | 15.6  | 23.6  |
| ROIC(%)      | 14.9   | 5.5   | 4.7   | 8.1   | 13.8  |
| <b>偿债能力</b>  |        |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 63.3   | 74.5  | 74.0  | 72.7  | 68.4  |
| 流动比率         | 0.9    | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.8   |
| 速动比率         | 0.6    | 0.3   | 0.2   | 0.3   | 0.2   |
| <b>营运能力</b>  |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 1.6    | 0.9   | 0.6   | 0.9   | 1.1   |
| 应收账款周转率      | 31.5   | 29.8  | 25.0  | 20.0  | 18.0  |
| 应付账款周转率      | 4.4    | 2.3   | 1.5   | 2.1   | 2.4   |
| <b>估值比率</b>  |        |       |       |       |       |
| P/E          | 9.6    | 29.5  | 21.7  | 12.9  | 6.8   |
| P/B          | 2.5    | 2.6   | 2.3   | 2.0   | 1.6   |
| EV/EBITDA    | 6.6    | 12.5  | 13.3  | 8.6   | 5.4   |

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

