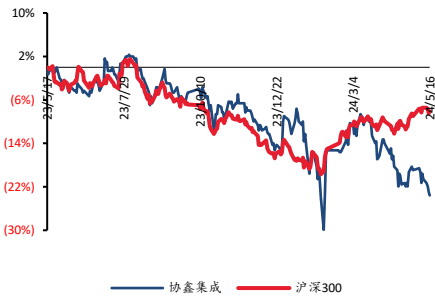


协鑫集成 2023 年年报与 2024 年一季报点评：一体化布局经营韧性凸显，出货排名重归前 10

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	58.5/58.5
总市值/流通(亿元)	134.56/134.56
12个月内最高/最低价(元)	3.14/2.08

相关研究报告

<<布局高效电池，降本提效业绩好转明显—协鑫集成(002506)三季报点评>>—2017-10-28

<<中报业绩扭亏为盈，光伏主业促增长—协鑫集成(002506)中报点评>>—2017-08-27

证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010001

研究助理：钟欣材

电话：

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190122090007

事件一：公司近日发布 2023 年年报，实现营业收入 159.68 亿元，同+91.15%，实现归母净利润 1.58 亿元，同+165.89%，实现扣非归母 0.69 亿元，同+118.81%；2023 年第四季度，实现营业收入 65.56 亿元，同+82.80%，环+72.25%，实现归母净利润 0.15 亿元，同-90.50%，环-50.71%，实现扣非归母-0.55 亿元，同+69.42%，环-308.84%。

事件二：公司近日发布 2024 年一季报，实现营业收入 29.47 亿元，同+89.97%，环-55.05%，实现归母净利 0.24 亿元，同-10.18%，环+60.01%，实现扣非归母 0.16 亿元，同-17.07%，环+128.26%。

公司国内外品牌渠道优质，积极推进一体化布局，出货重回行业前十。公司积极推进一体化产能布局，芜湖投建的一期 10GW TOPCon 产能于 2023 年 10 月投产，于年底全面达产，公司阜宁基地 12GW 高效大尺寸组件产能于 2023 年 11 月全面投产并达产，截止报告，公司形成 10GWN 型高效电池片产能与 30GW 高效组件产能，有效助力公司出货增长。公司凭借优质的产品、品牌渠道，在国内外市场销售实现快速增长。2023 年公司实现全年出货 16.42GW，重回行业前十出货。

产研协同，组件产品生态丰富。电池技术方面，公司紧跟 TOPCon 技术迭代，保持第一梯队，同步开展 GPC 及叠层电池和组件的技术研发和产品开发工作。组件方面，公司开发 182、210 大尺寸的 TOPCon 单双玻组件，采用反光膜带、涂胶网格、反光汇流条、双镀膜玻璃等先进技术提升组件效率。同时针对组件产品的不同使用场景全面创新，“莲花”组件能有效降低光伏组件积灰所导致的发电损失和热斑风险，BIPV 组件“鑫福顶”已完成小批量试产，具备规模化量产能力。

调整储能业务战略，储能项目储备丰富。公司调整储能业务战略，产研与市场并进，国内和海外双线推进。截止 2023 年底，对接国内外客户近千个、海外认证近百项，全年实现储能储备项目超过 1GWh。公司在昆山平谦产业园建设制造基地，配备年产能 2.5GWh 的储能集装箱组装机，预计将于 2024 年上半年投产，市场与产研协同扩张，强化公司经营层面韧性。

投资建议：公司围绕 N 型展开一体化布局，出货与营收实现快速增长，光储协同发展强化公司经营韧性。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 246.92 亿元、274.64 亿元、336.16 亿元；归母净利润分别为 2.81 亿元、4.62 亿元、6.63 亿元，对应 EPS 分别为 0.05 元、0.08 元、0.11 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、下游需求风险、市场竞争加剧风险、政策风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15,968	24,692	27,464	33,616
营业收入增长率(%)	91.15%	54.64%	11.22%	22.40%
归母净利（百万元）	158	281	462	663
净利润增长率(%)	142.24%	78.46%	64.10%	43.51%
摊薄每股收益（元）	0.03	0.05	0.08	0.11
市盈率（PE）	101.48	47.81	29.13	20.30

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,553	6,336	10,539	12,672	16,209
应收和预付款项	890	2,089	3,235	3,595	4,396
存货	1,302	1,484	2,317	2,562	3,120
其他流动资产	1,274	919	999	1,092	1,298
流动资产合计	6,019	10,827	17,090	19,920	25,023
长期股权投资	1,531	1,644	1,644	1,644	1,644
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,770	2,505	2,505	2,505	2,505
在建工程	192	1,950	1,950	1,950	1,950
无形资产开发支出	125	128	128	128	128
长期待摊费用	63	67	67	67	67
其他非流动资产	6,559	12,815	19,108	21,937	27,041
资产总计	10,240	19,109	25,402	28,232	33,335
短期借款	1,309	2,230	2,730	3,330	3,830
应付和预收款项	3,243	6,386	9,972	11,024	13,428
长期借款	71	170	270	380	500
其他负债	3,350	7,901	9,725	10,331	11,748
负债合计	7,973	16,686	22,697	25,065	29,505
股本	5,850	5,850	5,850	5,850	5,850
资本公积	4,397	4,398	4,398	4,398	4,398
留存收益	-7,985	-7,827	-7,544	-7,082	-6,419
归母公司股东权益	2,266	2,424	2,707	3,168	3,831
少数股东权益	0	-1	-1	-1	-1
股东权益合计	2,266	2,423	2,706	3,167	3,830
负债和股东权益	10,240	19,109	25,402	28,232	33,335

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	446	301	3,357	1,460	2,703
投资性现金流	-427	-1,021	-47	0	0
融资性现金流	-117	1,354	892	672	834
现金增加额	-97	612	4,203	2,133	3,537

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,354	15,968	24,692	27,464	33,616
营业成本	7,807	14,517	22,670	25,063	30,526
营业税金及附加	31	43	62	69	84
销售费用	121	394	642	687	840
管理费用	505	456	716	755	924
财务费用	205	168	190	238	286
资产减值损失	-54	-243	0	0	0
投资收益	276	143	0	0	0
公允价值变动	-9	0	0	0	0
营业利润	98	105	296	502	737
其他非经营损益	-16	0	0	0	0
利润总额	82	105	296	502	737
所得税	19	-51	15	40	74
净利润	63	157	281	462	663
少数股东损益	-2	-1	0	0	0
归母股东净利润	65	158	281	462	663

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	6.55%	9.09%	8.19%	8.74%	9.19%
销售净利率	0.78%	0.99%	1.14%	1.68%	1.97%
销售收入增长率	77.68%	91.15%	54.64%	11.22%	22.40%
EBIT 增长率	105.37%	511.22%	111.40%	52.02%	38.19%
净利润增长率	103.28%	142.24%	78.46%	64.10%	43.51%
ROE	2.87%	6.51%	10.40%	14.58%	17.30%
ROA	0.64%	0.83%	1.11%	1.64%	1.99%
ROIC	0.70%	5.18%	5.74%	7.22%	8.20%
EPS (X)	0.01	0.03	0.05	0.08	0.11
PE (X)	264.55	101.48	47.81	29.13	20.30
PB (X)	7.51	6.61	4.97	4.25	3.51
PS (X)	2.04	1.00	0.54	0.49	0.40
EV/EBITDA (X)	75.09	28.05	17.00	9.53	4.53

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。