

股票投资评级

增持|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.36
总股本/流通股本(亿股)	11.40/9.22
总市值/流通市值(亿元)	164/132
52周内最高/最低价	26.03/12.05
资产负债率(%)	71.9%
市盈率	11.77
第一大股东	林海峰

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com

东方日升(300118)

异质结经济性优势提升，有望加速渗透

● 投资要点

东方日升 2023 年实现营收 353.27 亿元 (+20%)、归母净利润 13.63 亿元 (+46%)，其中 23Q4 实现营收 73.10 亿元，归母净利润 0.84 亿元，在全产业链陷入亏损的背景下实现正向盈利。2024Q1 实现营收 49.33 亿 (-27%)，实现归母净利润-2.8 亿元 (-190%)。产能方面，截止 2023 年底公司电池、组件产能分别为 27、35GW，23 年组件出货约为 19GW，其中马来基地对美国销售 1.44GW，是重要的利润贡献点。

异质结产线爬坡顺利，降本节奏符合预期。目前公司在宁海、金坛的异质结工厂陆续投产，电池产能已超过 6GW，产线运行状态良好，可利用良率均达到 99.6%，碎片率控制在 0.3%，同时平均效率达到 26%，冠军效率超 26.5%。在成本方面，异质结电池非硅成本为 0.22 元/w，其中低银浆料约为 5.3 分/w，靶材 3 分/w，降本进度符合预期。此外，公司也在积极推动增效工艺的导入，包括 CVD 的均匀性、微晶层优化再提升，PVD 的材料、掩膜，以及二次制绒，先进网板技术等。

银价上涨，带动异质结经济性提升，业主逐步启动异质结规模化应用。24 年初以来，白银价格大幅上涨，COMEX 白银期货价格超过 30 美元/kg，相较 2 月底的低点上涨幅度达到 35%，银价上涨后，电池生产成本压力陡增，相较主流的 TOPCon 使用高温银浆，异质结所使用的低银浆料纯银用量小于 7mg/w，而 TOPCon 目前约 10mg/w，在经济性对比中，异质结优势在逐步显现。年初以来，包括华能、绿发、中广核、大唐均进行了异质结组件的单独招标，银价保持高位，将是加速异质结渗透的重要催化。

储能业务加速拓展。2023 年公司储能业务贡献营收约为 20 亿，24 年初以来，客户拿货意愿增强，全年有望实现进一步增长。在产能方面，双一力拟投资建设储能系统集成产能，总规划 10GWh，分两期各 5GWh 进行建设，项目总投资为 20.58 亿元。

● 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 11.08/18.79/22.60 亿元，对应 2024-2026 年公司 PE 分别为 14.77x/8.71x/7.24x，维持“增持”评级。

● 风险提示：

光伏装机需求不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	35327	36245	43639	50578
增长率 (%)	20.22	2.60	20.40	15.90
EBITDA (百万元)	4019.34	4027.64	5426.82	6180.92
归属母公司净利润 (百万元)	1363.28	1108.35	1878.77	2259.68
增长率 (%)	45.81	-18.70	69.51	20.27
EPS (元/股)	1.20	0.97	1.65	1.98
市盈率 (P/E)	12.01	14.77	8.71	7.24
市净率 (P/B)	1.08	1.01	0.90	0.80
EV/EBITDA	5.73	4.80	3.10	2.00

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	35327	36245	43639	50578	营业收入	20.2%	2.6%	20.4%	15.9%
营业成本	30177	32470	38283	44370	营业利润	80.9%	-32.3%	67.9%	19.4%
税金及附加	112	109	131	152	归属于母公司净利润	45.8%	-18.7%	69.5%	20.3%
销售费用	619	544	655	759	获利能力				
管理费用	1223	1269	1527	1770	毛利率	14.6%	10.4%	12.3%	12.3%
研发费用	675	689	829	961	净利率	3.9%	3.1%	4.3%	4.5%
财务费用	54	184	176	126	ROE	9.0%	6.8%	10.3%	11.1%
资产减值损失	-553	0	0	0	ROIC	7.8%	4.3%	6.4%	7.0%
营业利润	1987	1344	2257	2694	偿债能力				
营业外收入	50	0	0	0	资产负债率	71.9%	71.8%	71.5%	71.0%
营业外支出	574	100	100	100	流动比率	0.85	0.82	0.87	0.95
利润总额	1463	1244	2157	2594	营运能力				
所得税	77	124	259	311	应收账款周转率	9.36	8.10	8.74	8.59
净利润	1386	1120	1898	2283	存货周转率	5.90	6.34	6.83	6.78
归母净利润	1363	1108	1879	2260	总资产周转率	0.76	0.65	0.72	0.75
每股收益(元)	1.20	0.97	1.65	1.98	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.20	0.97	1.65	1.98
货币资金	10573	10942	13462	17914	每股净资产	13.34	14.28	15.93	17.91
交易性金融资产	83	83	83	83	估值比率				
应收票据及应收账款	5636	5739	6910	8008	PE	12.01	14.77	8.71	7.24
预付款项	708	812	957	1109	PB	1.08	1.01	0.90	0.80
存货	5568	5863	6912	8011	现金流量表				
流动资产合计	26183	27182	32458	39626	净利润	1386	1120	1898	2283
固定资产	16119	19763	21540	21689	折旧和摊销	1668	2600	3094	3461
在建工程	6481	5237	4366	3756	营运资本变动	-5830	1110	1528	1708
无形资产	924	924	924	924	其他	1132	392	495	495
非流动资产合计	28063	30583	31489	31028	经营活动现金流净额	-1643	5221	7015	7947
资产总计	54246	57765	63946	70653	资本开支	-4573	-5100	-4100	-3100
短期借款	5612	5612	5612	5612	其他	-803	14	0	0
应付票据及应付账款	18371	19843	23395	27115	投资活动现金流净额	-5376	-5086	-4100	-3100
其他流动负债	6990	7687	8419	9123	股权融资	4968	-44	0	0
流动负债合计	30974	33141	37425	41850	债务融资	3691	686	0	0
其他	8046	8313	8313	8313	其他	-1136	-403	-395	-395
非流动负债合计	8046	8313	8313	8313	筹资活动现金流净额	7524	239	-395	-395
负债合计	39019	41455	45739	50163	现金及现金等价物净增加额	563	369	2520	4452
股本	1140	1140	1140	1140					
资本公积金	9836	9836	9836	9836					
未分配利润	4147	5084	6681	8601					
少数股东权益	18	29	48	71					
其他	86	221	503	842					
所有者权益合计	15227	16310	18208	20490					
负债和所有者权益总计	54246	57765	63946	70653					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048