

爱旭股份 (600732)

ABC 逐步出货, PERC 改造启动

增持 (下调)

2024年06月02日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	35075	27170	16944	23268	37717
同比 (%)	126.72	(22.54)	(37.64)	37.32	62.10
归母净利润 (百万元)	2,331.61	756.76	1,001.43	1,641.76	2,608.58
同比 (%)	1,957.04	(67.54)	32.33	63.94	58.89
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.27	0.41	0.55	0.90	1.43
P/E (现价&最新摊薄)	9.33	28.73	21.71	13.24	8.34

投资要点

- **光伏行业十年积累, ABC 技术全环节推进。**公司立足光伏行业十年,深耕太阳能晶硅电池研发生产。围绕实现 ABC 生态链进行全环节技术纵深推进,实现 N 型 ABC 组件的全场景覆盖及全环节技术突破。公司 2023 年全年实现营业收入 271.7 亿元,同比下降 22.54%;归母净利润 7.57 亿元,同减 67.5%;2023Q4 收入 45.5 亿元,同减 50.8%,归母净利润-11.3 亿元,同减 220%,扣非归母净利润 15.13 亿元,同减 269%。
- **PERC 逐步收窄, TOPCon 改造启动。**2023 年公司电池销量约 38.2GW,同增 11%,其中 2023Q4 销量约 9.8GW,同增 10%/环比持平;受产业降价影响,盈利亏损。2024Q1 出货约 6-6.5GW,盈利持续承压, TOPCon 改造+新建启动, P 型逐步收窄、2024 年中期完成升级改造。公司原有 PERC 产能约 36GW,义乌 25GW 升级已于 3 月公告,并适度新建 15GW 滁州 TOPCon 电池于 4 月出片,快速贡献产出;考虑义乌 25GW 技改+滁州 15GW 新建,或于 2024Q3 具备 30+GW TPC 产能,贡献全年出货 10-15GW。
- **ABC 稳步推进,市场端持续突破。**公司 2023 年 ABC 组件产量约 2GW、销售约 489MW,测算均价约 1.22 元 (不含税),溢价明显。2024Q1 销售约 700MW+, 3 月上量明显,受规模所限、盈利短期承压。效率端,2024Q1 末公司 ABC 电池量产效率已达 27%、组件效率 24.2%;产能端,截至 2024 年 3 月珠海 10GW ABC 已达产,义乌 15GW 正加紧搬入设备、已实现首批试生产,济南 10GW 筹划建设初期工作。市场端,截至 2024 年 3 月公司 ABC 组件已销售超 18 个国家/地区,在手订单规模超 10GW,有望支撑 24 年放量。
- **人员扩张+下游布局抬升费用率,收入下降影响经营性现金流。**2023 年期间费用 27.8 亿,同增 26%;期间费用率 10.2%,同比+4.71pct;2024Q1 期间费用 6.67 亿,同增 8%/环增 21%,主要系公司 ABC 基地扩产进行人员扩张+下游布局导致费用提升。2024Q1 经营现金净流出 24 亿,主要是收入下降,PERC 销售回款减少所致。
- **盈利预测与投资评级:**基于行业竞争加剧,全产业链盈利承压,我们下调公司 2024-2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测,预计 2024-2026 年归母净利润 10/16/26 亿元 (2024-2025 年前值为 44/60 亿元),同比 32%/64%/59%,对应当前 PE 22/13/8 倍。考虑到行业盈利承压,下调至“增持”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧,政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.65
一年最低/最高价	11.11/41.28
市净率(倍)	2.49
流通 A 股市值(百万元)	18,605.97
总市值(百万元)	21,305.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.68
资产负债率(% ,LF)	74.89
总股本(百万股)	1,828.81
流通 A 股(百万股)	1,597.08

相关研究

- 《爱旭股份(600732): 2023 年中报点评: 电池盈利坚挺, ABC 即将放量!》
2023-08-31
- 《爱旭股份(600732): 2023 年中报业绩快报点评: 电池盈利坚挺, ABC 即将放量》
2023-08-04

内容目录

1. 光伏行业十年积累，ABC 技术全环节推进.....	4
1.1. 公司发展历程	4
1.2. 公司主营业务	4
1.3. 公司 2023 年收入 271.7 亿元，同比下降 22.54%.....	4
2. PERC 逐步收窄，TOPCon 改造启动	6
3. ABC 稳步推进，市场端持续突破.....	6
4. 人员扩张+下游布局抬升费用率，收入下降影响经营性现金流.....	6
5. 盈利预测与投资评级	6
6. 风险提示	7

图表目录

图 1: 2023 年收入 271.7 亿元, 同比-22.54% (亿元, %)	5
图 2: 2023 年归母净利润 7.57 亿元, 同比-67.5% (亿元, %)	5
图 3: 2023Q4 期间费用率 12.13%, 同比+4.71pct (%)	5
图 4: 2023Q4 经营活动现金净流量-9.94 亿元, 同比-149.04% (亿元, %)	5

1. 光伏行业十年积累，ABC 技术全环节推进

1.1. 公司发展历程

公司前身为上海港机股份有限公司，主要从事大型港口设备、工程船舶和大型金属结构及其部件、配件的设计、建造和销售。经过收购重组后，2003 年公司名称由“上海港机股份有限公司”变更为“上海新梅置业股份有限公司”。2019 年经过资产置换，上市公司的主营业务由房地产开发与经营转型进入太阳能光伏行业。置入资产爱旭科技成立于 2009 年，一直从事太阳能晶硅电池的研发、生产和销售，凭借光伏行业十年耕耘的深厚积累，爱旭科技形成了优秀的管理团队和专业的研发团队。

1.2. 公司主营业务

公司是全球光伏电池及高效光伏组件的主要生产商之一。公司基于在高效太阳能电池的研发、生产和销售方面的优势，以客户价值为核心延伸服务范围，将业务领域逐步拓展至为客户提供组件及整体解决方案，推出了以 ABC 技术为核心，融合能源技术和数字技术的场景化光伏能源整体解决方案。更高效率的光伏发电系统在为客户带来更多价值的同时，也持续推动企业商业模式与核心竞争力的长期高质量增长。

依托于浙江义乌、天津北辰、广东佛山三大 PERC 电池制造基地，公司 P 型 PERC 电池业务稳健运营，全球市场份额不断提升，2023 年海外电池销售增长率超过 50%，覆盖全球 30 多个国家及地区，市场销售情况良好。面对四季度以来行业非理性价格博弈，公司对市场变化迅速反应、快速调整产能排产结构、加强与下游客户合作沟通与履约服务，凭借公司电池高效率、高品质、高稳定性等特点，在行业震荡期间保持出货畅通。作为 P 型电池的优秀产品供应商，公司赢得客户的长期认可和信赖，成为行业阶段供应过剩期间内客户的优先采购对象，彰显公司电池业务产品领先、技术先进、质量可靠、客户稳定的经营韧性。公司进一步挖潜现有产能提产潜力与优化产能结构，2023 年全年实现 PERC 电池出货 38.2GW，同比增长 11%，位居全球电池出货榜单第二位。在制造端，公司深挖提质降本各项手段，产品良率与精益制造不断优化，共同助力为公司带来较好盈利贡献。

为迎接光伏 N 型产品时代的到来，公司遵循以极限技术驱动产品创新的初心，前瞻性地布局研究了 ABC 这一最接近于单晶硅电池物理理论转换效率的技术。自 2021 年宣布 ABC 技术达到成熟量产方案、2022 年开始建设首期 ABC 电池产能后，2023 年公司砥砺前行，围绕实现 ABC 生态链进行全环节技术纵深推进，实现了 N 型 ABC 组件的全场景覆盖及全环节技术突破。

1.3. 公司 2023 年收入 271.7 亿元，同比下降 22.54%

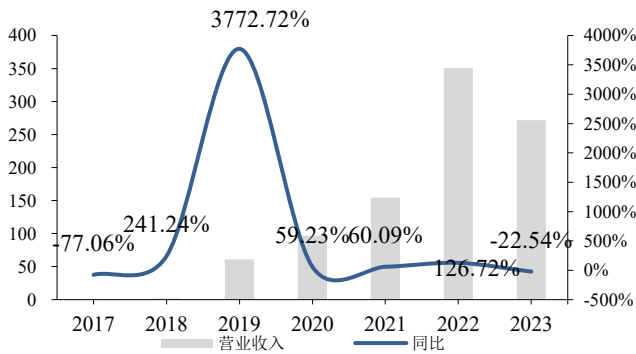
公司发布 2023 年年报，2023 年全年实现营业收入 271.7 亿元，同比下降 22.54%；实现利润总额 6.99 亿元，同比下降 71.72%；实现归属母公司净利润 7.57 亿元，同比下

降 67.5%。其中 2023Q4, 实现营业收入 45.53 亿元, 同比下降 50.76%, 环比下降 28.51%; 实现归属母公司净利润-11.31 亿元, 同比下降 220.09%, 环比下降 295.33%。2023 年毛利率为 16.49%, 同比上升 2.76pct, 2023Q4 毛利率 0.43%, 同比下降 20.36pct, 环比下降 23.89pct; 2023 年归母净利率为 2.79%, 同比下降 3.85pct, 2023Q4 归母净利率-24.83%, 同比下降 34.98pct, 环比下降 33.92pct。

公司 2023 年费用同比增长 25.98%至 27.79 亿元, 期间费用率上升 4.71 个百分点至 10.23%。其中, 销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 352.33%、上升 18.27%、下降 11.14%、上升 11.07%至 2.55 亿元、10.16 亿元、12.24 亿元、2.83 亿元; 费用率分别上升 0.78、上升 2.27、上升 0.58、上升 0.32 个百分点至 0.94%、3.74%、4.51%、1.04%。2023Q4, 销售、管理、研发、财务费用分别同比+434.39%/+82.24%/-80.89%/+30.51%, 费用率分别为 2.49%/5.81%/1.90%/1.94%。

2023 年经营活动现金流量净流入 15.86 亿元, 同比下降 69.67%, 其中 2023Q4 经营活动现金流量净额-9.94 亿元; 销售商品取得现金 195.93 亿元, 同比下降 1.76%。期末合同负债 2.14 亿元, 比年初下降 48.18%。期末应收账款 3.6 亿元, 较期初增长 0.78 亿元, 应收账款周转天数上升 1.55 天至 3.72 天。期末存货 31.35 亿元, 较期初上升 16.08 亿元; 存货周转天数上升 15.17 天至 37.3 天。

图1: 2023 年收入 271.7 亿元, 同比-22.54% (亿元, %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

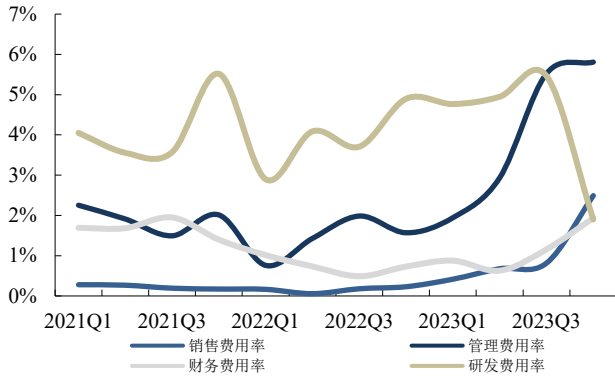
图3: 2023Q4 期间费用率 12.13%, 同比+4.71pct (%)

图2: 2023 年归母净利润 7.57 亿元, 同比-67.5% (亿元, %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图4: 2023Q4 经营活动现金净流量-9.94 亿元, 同比-149.04% (亿元, %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所



数据来源: Wind、东吴证券研究所

2. PERC 逐步收窄, TOPCon 改造启动

2023 年公司电池销量约 38.2GW, 同增 11%, 其中 2023Q4 销量约 9.8GW, 同增 10%/ 环比持平; 受产业降价影响, 盈利亏损。2024Q1 出货约 6-6.5GW, 盈利持续承压, TOPCon 改造+新建启动, P 型逐步收窄、2024 年中期完成升级改造。公司原有 PERC 产能约 36GW, 义乌 25GW 升级已于 3 月公告, 并适度新建 15GW 滁州 TOPCon 电池于 4 月出片, 快速贡献产出; 考虑义乌 25GW 技改+滁州 15GW 新建, 或于 2024Q3 具备 30+GW TPC 产能, 贡献全年出货 10-15GW。

3. ABC 稳步推进, 市场端持续突破

公司 2023 年 ABC 组件产量约 2GW、销售约 489MW, 测算均价约 1.22 元 (不含税), 溢价明显。2024Q1 销售约 700MW+, 3 月上量明显, 受规模所限、盈利短期承压。效率端, 2024Q1 末公司 ABC 电池量产效率已达 27%、组件效率 24.2%; 产能端, 截至 2024 年 3 月珠海 10GW ABC 已达产, 义乌 15GW 正加紧搬入设备、已实现首批试生产, 济南 10GW 筹划建设初期工作。市场端, 截至 2024 年 3 月公司 ABC 组件已销售超 18 个国家/地区, 在手订单规模超 10GW, 有望支撑 24 年放量。

4. 人员扩张+下游布局抬升费用率, 收入下降影响经营性现金流

2023 年期间费用 27.8 亿, 同增 26%; 期间费用率 10.2%, 同比+4.71pct; 2024Q1 期间费用 6.67 亿, 同增 8%/环增 21%, 主要系公司 ABC 基地扩产进行人员扩张+下游布局导致费用提升。2024Q1 经营现金净流出 24 亿, 主要是收入下降, PERC 销售回款减少所致。

5. 盈利预测与投资评级

基于行业竞争加剧, 全产业链盈利承压, 我们下调公司 2024-2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 10/16/26 亿元 (2024-2025 年前值为

44/60 亿元), 同比 32%/64%/59%, 对应当前 PE 22/13/8 倍。考虑到行业盈利承压, 下调至“增持”评级。

6. 风险提示

- (1) 竞争加剧。若行业竞争加剧, 将影响业内公司的盈利能力。
- (2) 政策不及预期。未来政策走向对行业盈利空间和公司业绩有较大影响。

爱旭股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,208	5,772	21,081	27,955	营业总收入	27,170	16,944	23,268	37,717
货币资金及交易性金融资产	4,617	1,214	15,371	19,201	营业成本(含金融类)	22,690	14,551	19,649	32,225
经营性应收款项	1,840	1,351	1,997	3,382	税金及附加	112	38	33	53
存货	3,135	2,632	3,097	4,739	销售费用	255	136	163	226
合同资产	34	3	5	8	管理费用	1,016	373	489	754
其他流动资产	582	571	611	626	研发费用	1,224	678	907	1,396
非流动资产	23,789	25,623	26,176	27,065	财务费用	283	503	728	821
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	484	1,186	698	754
固定资产及使用权资产	14,720	19,902	21,828	22,675	投资净收益	(59)	17	23	75
在建工程	4,995	1,701	1,029	880	公允价值变动	119	0	0	0
无形资产	978	1,057	1,109	1,142	减值损失	(1,419)	(710)	(138)	(130)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(4)	(17)	(23)	(19)
长期待摊费用	12	15	18	21	营业利润	711	1,143	1,859	2,923
其他非流动资产	3,081	2,945	2,190	2,343	营业外净收支	(11)	(30)	(35)	(25)
资产总计	33,996	31,395	47,257	55,020	利润总额	699	1,113	1,824	2,898
流动负债	15,452	8,313	19,730	22,216	减:所得税	(57)	111	182	290
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,095	4,002	5,126	5,971	净利润	757	1,001	1,642	2,609
经营性应付款项	12,618	3,469	13,342	14,228	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	214	211	314	612	归属母公司净利润	757	1,001	1,642	2,609
其他流动负债	525	632	948	1,405	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.41	0.55	0.90	1.43
非流动负债	9,865	13,478	16,282	18,950	EBIT	1,191	2,366	2,743	3,848
长期借款	7,545	11,090	13,590	15,969	EBITDA	2,569	4,954	5,797	7,289
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.49	14.13	15.55	14.56
租赁负债	42	165	477	853	归母净利率(%)	2.79	5.91	7.06	6.92
其他非流动负债	2,277	2,222	2,214	2,128	收入增长率(%)	(22.54)	(37.64)	37.32	62.10
负债合计	25,316	21,791	36,012	41,166	归母净利润增长率(%)	(67.54)	32.33	63.94	58.89
归属母公司股东权益	8,680	9,604	11,245	13,854					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	8,680	9,604	11,245	13,854					
负债和股东权益	33,996	31,395	47,257	55,020					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,586	(3,695)	14,597	5,512	每股净资产(元)	4.75	5.25	6.15	7.58
投资活动现金流	(6,839)	(4,623)	(3,631)	(4,288)	最新发行在外股份(百万股)	1,829	1,829	1,829	1,829
筹资活动现金流	4,049	4,895	3,161	2,565	ROIC(%)	8.12	9.85	8.93	10.32
现金净增加额	(1,209)	(3,423)	14,127	3,790	ROE-摊薄(%)	8.72	10.43	14.60	18.83
折旧和摊销	1,378	2,588	3,054	3,441	资产负债率(%)	74.47	69.41	76.20	74.82
资本开支	(6,300)	(4,602)	(4,417)	(4,218)	P/E(现价&最新股本摊薄)	28.73	21.71	13.24	8.34
营运资本变动	(1,731)	(8,661)	9,013	(1,499)	P/B(现价)	2.50	2.26	1.93	1.57

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>