



买入（维持）

所属行业：电力设备/光伏设备
当前价格(元)：8.35

证券分析师

彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

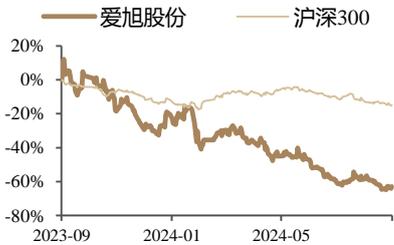
白鑫

资格编号：S0120524080003

邮箱：baixin3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.93	-9.43	-30.73
相对涨幅(%)	-6.65	-3.71	-22.17

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《爱旭股份：业绩承压，静待BC类产品放量》，2024.5.8

爱旭股份：业绩阶段性承压，ABC产品开始放量

投资要点

- 事件：2024年上半年公司实现营业收入51.62亿元，同比减少68.23%，实现归属于上市公司股东的净利润-17.45亿元，同比减少233.30%。分季度看，公司24Q1实现营业收入25.14亿元，实现归母净利润-0.91亿元，24Q2实现营业收入26.48亿元，实现归母净利润-16.53亿元。**
- 公司电池业务保持紧俏出货，P型产能技改取得阶段性成功。**24年上半年公司实现PERC电池销售量12.84GW，总体保持较高开工率和紧俏产销率水平。公司通过义乌基地PERC电池的升级改造和滁州TOPCon电池基地的建设投产，逐步实现电池业务的结构升级转型，于二季度内陆续实现TOPCon电池的批量产出。目前公司已具备规模化N型TOPCon产能以及全尺寸电池产品的生产供应能力，爬坡期后的产品效率、质量、良率达业界一流水平，已通过多家下游主流组件企业的供应商准入流程。同时，公司抓住海外组件产能增长带来的广泛电池需求，在原有电池海外渠道的基础上进一步开拓客户群体，以更优的产品综合品质获得更优的销售订单价格，帮助电池业务获得更佳盈利能力。截至24Q2，公司单季度电池业务海外销售金额占比已超过40%，各类电池产品销往近20个国家的超60家客户，获得了全球范围客户的一致认可。
- 公司N型ABC产品开始放量。**N型ABC组件具有功率高、收益多、防隐裂、抗冲击性能强、优异的高温抑制功能等。2024年上半年，公司加大了N型ABC组件的市场开发力度，基于产品价值定价的商业模式基本成熟，产品销量逐季快速增长。24H1公司实现N型ABC组件销售量1.62GW，较2023年全年大幅增长232%，实现ABC组件不含税营业收入17.01亿元，组件单瓦不含税收入1.05元/W。N型ABC产品作为公司从传统第三方电池片向终端产品解决方案提供商进行战略扩展的重要途径和载体，24H1组件业务销售收入占比快速提升至1/3以上，成为公司新质生产力升级转型的重要支柱及核心竞争力。
- 国内外渠道合作加速纵深推进，全场景产品渠道销量全面打开。**公司积极建立国内外销售网络、开拓销售渠道及客户资源，持续精准进行各项市场推广投入。公司全场景N型ABC组件产品及满屏组件新品纷纷亮相国内外各项知名展会，加速扩大公司品牌与产品市场认知，N型ABC组件产品价值得到客户的深度认同。公司搭建了富有经验的海内外销售团队，初步实现了全球化拓展和渠道体系的建立，完成了中国、欧洲、中东北非、南部非洲、日韩、亚太和拉美7个地区的布局，在这些地区实现渠道突破的同时也建立了本土化团队，更好服务当地渠道与终端客户。
- 投资建议：**公司深耕太阳能电池领域多年，技术实力雄厚，N型ABC组件效率保持领先，产品矩阵不断完善，国内外渠道合作加速推进，预计公司24-26年营收分别为167.14/306.18/395.36亿元，归母净利润分别为-25.47/10.57/18.90亿元，25/26年对应当前收盘价PE为14.45X/8.08X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产业链价格波动风险、终端需求不足风险、海外贸易政策变化风险。

股票数据

总股本(百万股):	1,827.79
流通 A 股(百万股):	1,597.09
52 周内股价区间(元):	7.65-24.36
总市值(百万元):	14,859.93
总资产(百万元):	36,780.95
每股净资产(元):	3.96

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	35,075	27,170	16,714	30,618	39,536
(+/-)YOY(%)	126.7%	-22.5%	-38.5%	83.2%	29.1%
净利润(百万元)	2,332	757	-2,547	1,057	1,890
(+/-)YOY(%)	1957.0%	-67.5%	-436.5%	141.5%	78.9%
全面摊薄 EPS(元)	1.28	0.41	-1.39	0.58	1.03
毛利率(%)	13.7%	16.5%	-0.4%	8.1%	8.8%
净资产收益率(%)	25.7%	8.7%	-25.8%	9.7%	14.7%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	-1.39	0.58	1.03
每股净资产	4.75	5.39	5.97	7.01
每股经营现金流	0.87	0.22	8.69	1.49
每股股利	0.00	0.32	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	42.00	—	14.45	8.08
P/B	3.72	1.55	1.40	1.19
P/S	0.56	0.91	0.50	0.39
EV/EBITDA	14.53	12.58	3.28	3.19
股息率%	0.0%	3.8%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.5%	-0.4%	8.1%	8.8%
净利润率	2.8%	-15.2%	3.5%	4.8%
净资产收益率	8.7%	-25.8%	9.7%	14.7%
资产回报率	2.2%	-6.5%	2.3%	3.9%
投资回报率	7.0%	-2.3%	9.5%	10.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-22.5%	-38.5%	83.2%	29.1%
EBIT 增长率	-55.6%	-147.8%	374.6%	46.7%
净利润增长率	-67.5%	-436.5%	141.5%	78.9%
偿债能力指标				
资产负债率	74.5%	74.7%	75.9%	73.8%
流动比率	0.7	0.8	0.5	0.6
速动比率	0.4	0.5	0.3	0.4
现金比率	0.3	0.4	0.2	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.7	6.0	5.2	5.5
存货周转天数	37.0	65.0	50.0	50.0
总资产周转率	0.8	0.4	0.7	0.8
固定资产周转率	1.9	0.9	1.3	1.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	757	-2,547	1,057	1,890
少数股东损益	-0	-0	0	0
非现金支出	2,797	4,007	3,436	4,085
非经营收益	-236	509	417	348
营运资金变动	-1,731	-1,564	10,971	-3,603
经营活动现金流	1,586	405	15,881	2,720
资产	-6,300	-7,362	-5,936	-6,414
投资	-558	0	0	0
其他	19	-30	-59	-75
投资活动现金流	-6,839	-7,393	-5,995	-6,489
债权募资	5,490	5,909	-9,200	4,787
股权募资	108	3,000	0	0
其他	-1,549	-1,058	-354	-268
融资活动现金流	4,049	7,850	-9,554	4,519
现金净流量	-1,209	863	332	751

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月5日
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	27,170	16,714	30,618	39,536
营业成本	22,690	16,787	28,147	36,049
毛利率%	16.5%	-0.4%	8.1%	8.8%
营业税金及附加	112	60	107	140
营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	255	159	276	356
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	1,016	351	643	830
管理费用率%	3.7%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	1,224	150	337	435
研发费用率%	4.5%	0.9%	1.1%	1.1%
EBIT	1,191	-569	1,564	2,294
财务费用	283	439	322	250
财务费用率%	1.0%	2.6%	1.1%	0.6%
资产减值损失	-1,421	-1,420	-174	-156
投资收益	-59	-30	-59	-75
营业利润	711	-2,461	1,005	1,807
营业外收支	-11	2	0	0
利润总额	699	-2,459	1,005	1,807
EBITDA	2,569	2,018	4,826	6,223
所得税	-57	88	-51	-83
有效所得税率%	-8.2%	-3.6%	-5.1%	-4.6%
少数股东损益	-0	-0	0	0
归属母公司所有者净利润	757	-2,547	1,057	1,890

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,617	5,480	5,812	6,562
应收账款及应收票据	649	714	1,637	1,461
存货	3,135	2,927	4,891	5,122
其它流动资产	1,806	1,400	2,069	2,450
流动资产合计	10,208	10,521	14,409	15,596
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	14,653	19,064	22,695	25,395
在建工程	4,995	5,257	4,170	3,832
无形资产	978	981	984	987
非流动资产合计	23,789	28,443	30,949	33,280
资产总计	33,996	38,964	45,359	48,876
短期借款	855	764	564	364
应付票据及应付账款	12,618	10,697	24,901	21,515
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,978	1,786	2,110	2,328
流动负债合计	15,452	13,247	27,575	24,208
长期借款	7,545	10,545	1,545	6,545
其它长期负债	2,319	5,319	5,319	5,306
非流动负债合计	9,865	15,865	6,865	11,852
负债总计	25,316	29,111	34,439	36,059
实收资本	1,828	1,828	1,828	1,828
普通股股东权益	8,680	9,853	10,920	12,817
少数股东权益	-0	-0	-0	-0
负债和所有者权益合计	33,996	38,964	45,359	48,876

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。