

轻装上阵，N 型大尺寸产能优势凸显

2024 年 09 月 23 日

► **聚焦光储中下游的优质企业。** 2024H1，公司实现营业收入 81.13 亿元，同比增长 44.73%；实现归母净利润 4333.44 万元，同比下降 61.15%。2024H1，光伏产业链各环节存在阶段性、结构性去落后产能过程，产品售价持续波动，行业竞争加剧，公司深耕国内市场，调整接单策略，24H1 实现国内中标规模及组件开工率居行业前列，组件出货量及营业收入同比大幅增长；但受组件产品价格调整影响，公司净利润同比有所下降。

► **光伏行业处于底部区间，N 型迭代加速。** 1) **光伏需求持续向好，供给宽松导致行业价格处于底部。** 光伏需求持续向好，我们预期 2024 年全球新增光伏装机有望达 500GW。供给宽松下行业竞争加剧，产业链价格处于底部，但阶段性供需错配导致的波动不会改变行业发展长期向好的趋势，随着落后产能的逐步出清，及国家相关主管部门、地方政府及各行业主体合力促进光伏行业高质量健康发展，光伏行业各产业链价格有望逐步回归正常水平。2) **电池片 N 型迭代加速，组件行业竞争激烈。** 据 CPIA 统计，23 年 N 型电池片占比约 26.5%；24 年 N 型迭代加速，根据 infolink 预测，24 年 N 型占比或将达到 79%。根据索比光伏网，24Q1 组件出货 CR4 超 55%，CR10 接近 86%，组件集中度有所提升，行业竞争激烈。

► **N 型大尺寸产能优势明显，光储协同发展可期。** 1) **布局 N 型大尺寸产能，产品、品牌、渠道优势显著。** 公司在行业内前瞻性全面淘汰落后产能，大尺寸高效组件产能和 N 型 TOPCon 电池产能稳步扩张，截至 2024 年 8 月，公司拥有 30GW 高效大尺寸组件产能和 14GW 大尺寸 TOPCon 电池产能；2022 年以来，公司组件出货恢复增长，2024H1 公司光伏组件出货量位居全球前八名。公司坚持技术创新，多年沉淀积累，产品、品牌及渠道优势明显；此外，公司推出碳链产品，低碳优势明显。2) **系统集成稳步推进，储能业务重整旗鼓。** 2024H1，公司系统集成业绩翻番，各项业务全面突破；2023 年，公司储能业务实现了销售渠道的建立和业绩的初步积累，全年实现储能储备项目超过 1GWh，国内业务满足电网侧和电源侧大型储能项目的投标资格；海外业务利用 OEM+自研产品的模式，产品通过 26 项国际认证。

► **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 197.72/284.87/380.27 亿元，对应增速分别为 23.8%/44.1%/33.5%，归母净利润分别为 0.77/4.03/6.21 亿元，对应增速分别为 -51.4%/425.9%/54.0%，根据 9 月 20 日收盘价计算，对应 PE 为 136X/26X/17X。公司轻装上阵，N 型大尺寸产能优势明显，光储协同发展可期，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**政策不达预期、行业竞争加剧致价格超预期下降、新增产能/新技术推进不及预期、原材料价格波动超预期、资产减值风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	15,968	19,772	28,487	38,027
增长率 (%)	91.1	23.8	44.1	33.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	158	77	403	621
增长率 (%)	142.2	-51.4	425.9	54.0
每股收益 (元)	0.03	0.01	0.07	0.11
PE	66	136	26	17
PB	4.3	4.2	3.6	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 20 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

1.78 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

目录

1 聚焦光储中下游的优质企业	3
2 光伏行业处于底部区间，N 型迭代加速	6
2.1 光伏需求持续向好，供给宽松导致行业价格处于底部	6
2.2 电池片 N 型迭代加速，组件行业竞争激烈	7
3 N 型大尺寸产能优势明显，光储协同发展可期	9
3.1 布局 N 型大尺寸产能，产品、品牌、渠道优势显著	9
3.2 系统集成稳步推进，储能业务重整旗鼓	10
4 盈利预测与投资建议	12
4.1 盈利预测假设与业务拆分	12
4.2 估值分析	12
4.3 投资建议	13
5 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 聚焦光储中下游的优质企业

公司业务聚焦光储中下游。公司前身为 2003 年成立的上海超日太阳能科技发展有限公司，2015 年破产重整变更为协鑫集成科技股份有限公司。公司致力于打造成为全球领先的绿色能源系统集成商，公司产品覆盖高效电池、大尺寸光伏组件、储能系统等，并为客户提供智慧光储一体化集成方案，包含绿色能源工程相关的产品设计、定制、生产、安装、销售等一揽子服务内容。截至 24 年 8 月中旬，公司已形成 30GW 的高效大尺寸组件产能及 14GW TOPCon 电池产能；2024H1，公司组件出货量位居全球前八名。

图1：公司主要业务和产品



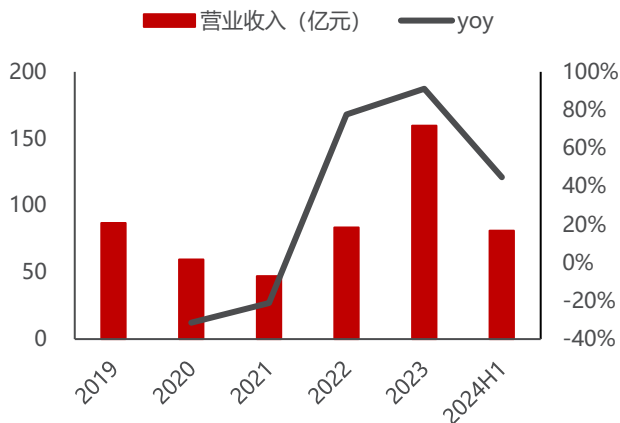
资料来源：公司公告，民生证券研究院

电池组件产品迭代升级，业绩扭亏为盈。2019-2023 年，公司分别实现收入 86.84、59.57、47.01、83.54、159.68 亿元，同比分别-22.41%、-31.40%、-21.07%、+77.68%、+91.15%；分别实现净利润 0.56、-26.38、-19.83、0.59、1.58 亿元，同比分别+23.13%、-4849.18%、-24.85%、-102.99%、+165.89%。2020-2021 年公司业绩大幅下滑主要因为：1) 2020 年下半年至 2021 年，受上游硅料供应紧缺影响，原材料硅片及电池片价格上涨，叠加辅料价格不同程度上涨，公司组件生产成本攀升，毛利率大幅下降；2) 受行业大尺寸变革影响，公司原有 M2、G1 组件产能市场需求下降，影响公司组件出货量。2022 年以来，公司逐步完成 182、210 大尺寸组件产能的系统性升级，并顺应行业 N 型迭代而建设 N 型 TOPCon 电池产能，2022 年底公司合肥基地 15GW 大尺寸组件产能全面达产，2023 年底公司形成近 30GW 高效大尺寸组件产能和 10GW N 型 TOPCon 电池产能，2022-2023 年公司收入实现高增长，利润于 2022 年扭亏为盈并于 2023 年实现高增长。

2024H1，公司实现营业收入 81.13 亿元，同比增长 44.73%；实现归母净利润 4333.44 万元，同比下降 61.15%。2024H1，光伏产业链各环节存在阶段性、结构性去落后产能过程，产品售价持续波动，行业竞争加剧，公司深耕国内市场，调整接单策略，24H1 实现国内中标规模及组件开工率居行业前列，组件出货量及营业收入同比大幅增长；但受组件产品价格调整影响，公司净利润同比有所下降。截至 2024 年 8 月，公司拥有 30GW 高效大尺寸组件产能和 14GW 大尺寸 TOPCon

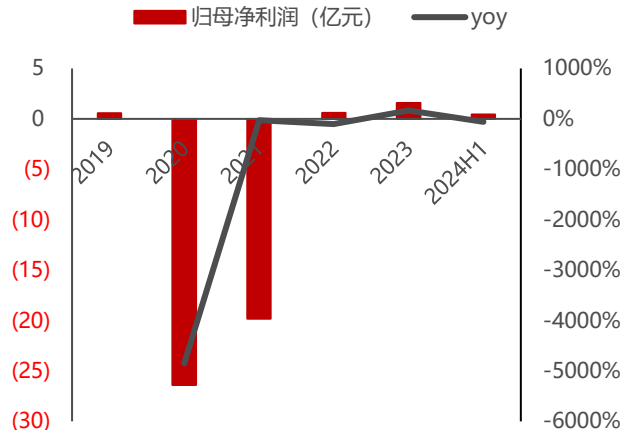
电池产能。

图2：2019-2024H1 公司营业收入及增速



资料来源：IFinD，民生证券研究院

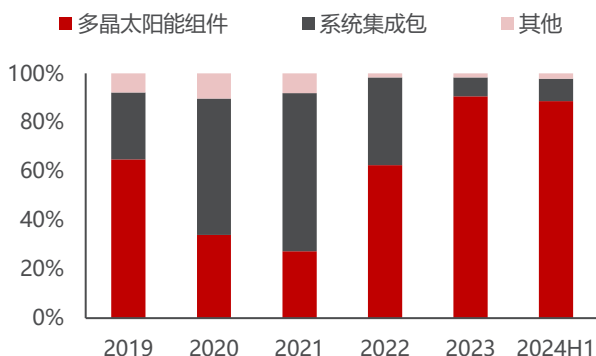
图3：2019-2024H1 公司归母净利润及增速



资料来源：IFinD，民生证券研究院

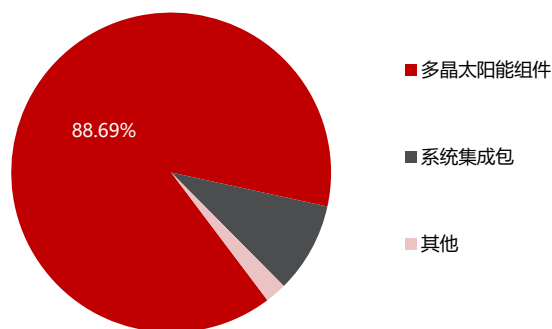
光伏组件业务为公司第一大主营业务。2020-2021年，由于公司逐步对156、158等小尺寸组件产能进行淘汰和升级，导致当年光伏组件产量下降，光伏组件业务收入大幅下降，随着2022年15GW大尺寸组件产能达产，光伏组件业务收入恢复增长，重新成为公司第一大主营业务。2019-2023年，光伏组件分别实现收入56.62、20.21、12.83、52.21、144.71亿元，收入占比分别为64.8%、33.9%、27.3%、62.5%、90.63%；系统集成包业务分别实现收入23.79、33.20、30.38、29.89、12.20亿元，收入占比分别为27.4%、55.7%、64.6%、35.8%、7.64%。2024H1，公司光伏组件实现收入71.95亿元，同比增长40.08%，收入占比为88.69%；系统集成业务实现收入7.43亿元，同比增长133.74%，收入占比为9.15%。

图4：2019-2024H1 公司各业务收入占比



资料来源：IFinD，民生证券研究院

图5：2024H1 公司各业务收入占比

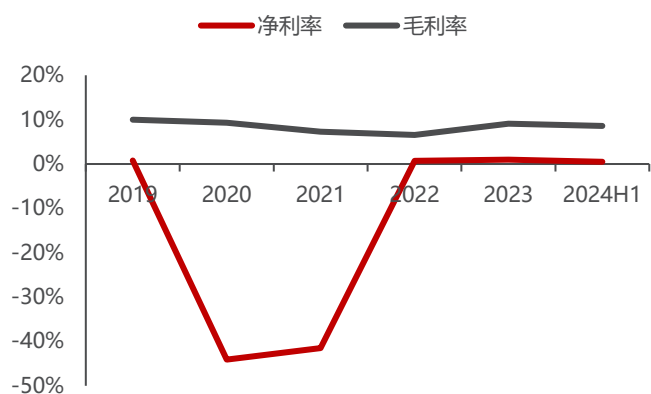


资料来源：IFinD，民生证券研究院

2023年毛利率有所回升，费用率下降。2019-2023年，公司销售毛利率分别为9.99%、9.29%、7.29%、6.55%、9.09%。2020-2022年，受上游硅料供应紧缺影响，原材料硅片及电池片价格上涨，叠加辅料价格不同程度上涨，公司组件生产成本攀升，导致毛利率大幅下降；2023年初以来，硅料价格下降带动硅片及电池片价格下降，叠加部分辅料价格不同程度下降，同时公司大组件产能逐步达产，

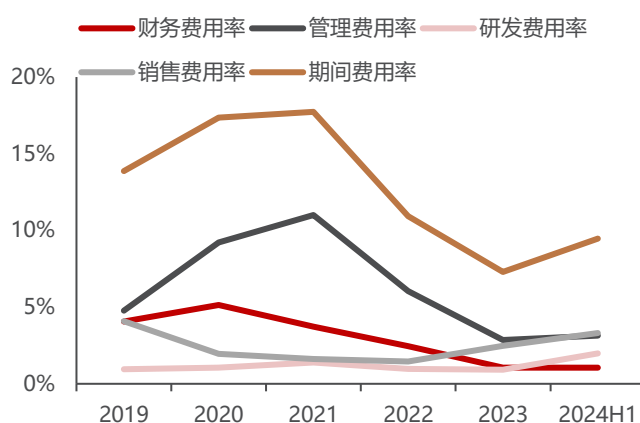
规模效应显现, 公司毛利率于 2023 年有所回升。2019-2023 年, 公司期间费用率分别为 13.87%、17.36%、17.73%、10.92%、7.29%, 2022-2023 年公司期间费用率大幅下降, 主要因为公司大组件产能逐步达产后规模效应显现。2024H1, 公司毛利率为 8.54%, 同比下降 0.97pct; 期间费用率为 9.47%, 同比提升 1.75pct。

图6: 2019-2024H1 公司毛利率和净利率



资料来源: IFinD, 民生证券研究院

图7: 2019-2024H1 公司各项费用率



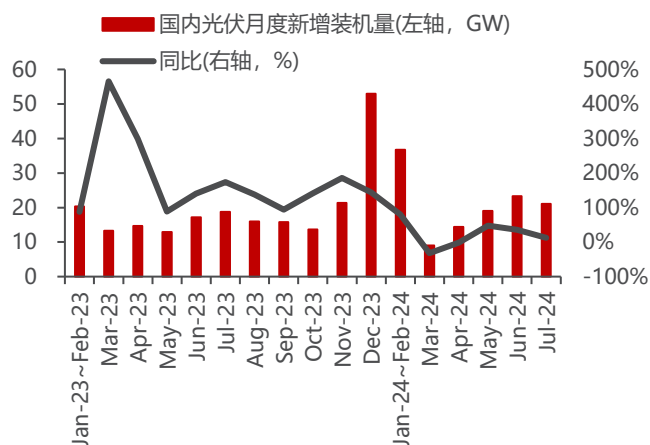
资料来源: IFinD, 民生证券研究院

2 光伏行业处于底部区间，N 型迭代加速

2.1 光伏需求持续向好，供给宽松导致行业价格处于底部

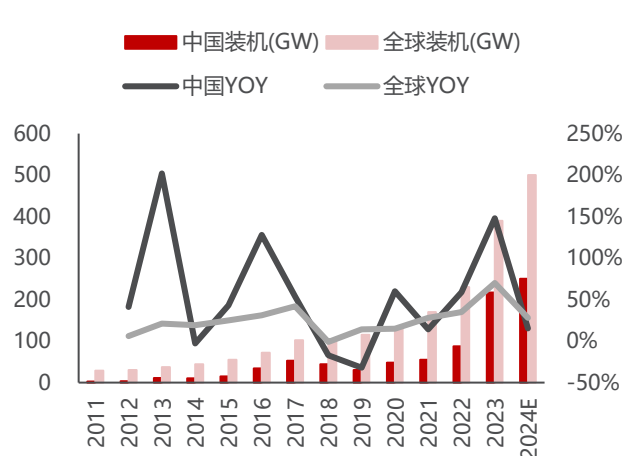
光伏需求持续向好，2024 年全球新增光伏装机有望达 500GW。2024 年 1-7 月，国内新增光伏装机 123.53GW，同比增长 27.14%。考虑到国家对于“以更大力度推动我国新能源高质量发展”的坚定和决心，叠加消纳红线放宽，组件价格处于低位等因素，我们预期 2024 年国内新增光伏装机有望达到 250GW 左右，同比增长 15%。24 年海外市场中，预期中东、东南亚等非欧美市场有望同比高增；降息背景下，欧洲市场装机预期同比增长 20%左右；美国市场受东南亚关税政策变化影响，后续税率或影响美国组件进口进而影响装机。整体而言，我们预期 2024 年全球新增光伏装机有望达 500GW。

图8：国内光伏月度装机情况 (GW)



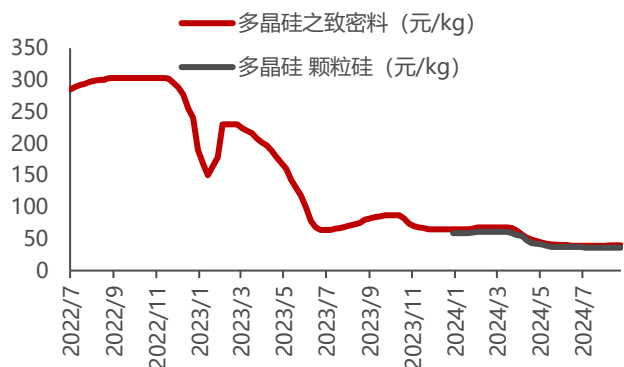
资料来源：国家能源局，民生证券研究院

图9：全球与国内新增光伏装机及预测 (GW)

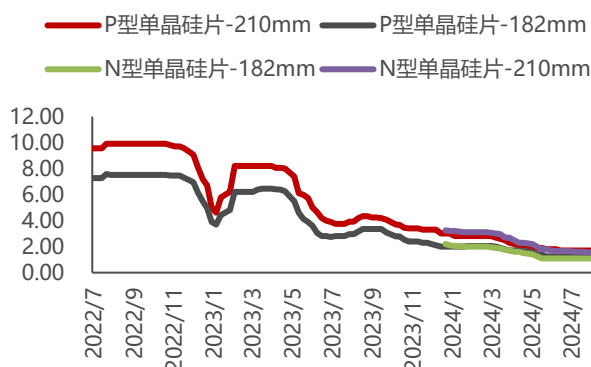


资料来源：CPIA，IEA，索比光伏网，民生证券研究院

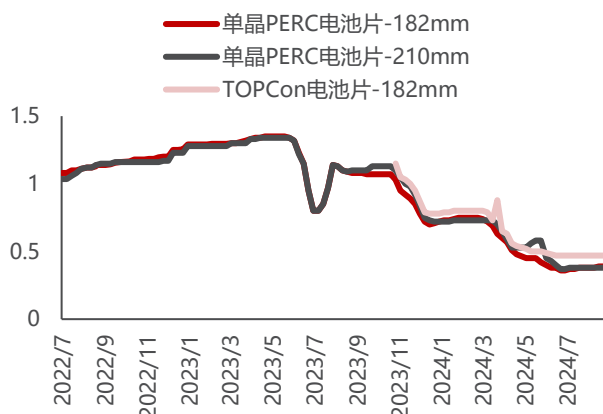
供给宽松下行业竞争加剧，产业链价格处于底部。2022 年底以来，随着上游硅料产能的释放，硅料产能不再成为行业的瓶颈，光伏主产业链各环节大幅扩产，供过于求的背景下，行业竞争加剧，硅料、硅片、电池片和组件价格大幅下降。2024 年主产业链价格处于底部区间，各环节存在阶段性、结构性去落后产能过程，行业盈利承压。但阶段性供需错配导致的波动不会改变行业发展长期向好的趋势，随着落后产能的逐步出清，及国家相关主管部门、地方政府及各行业主体合力促进光伏行业高质量健康发展，光伏行业各产业链价格有望逐步回归正常水平。

图10: 多晶硅价格 (元/kg)


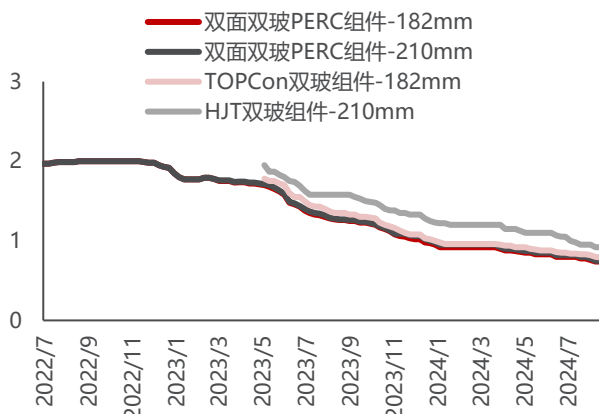
资料来源: infolink, 民生证券研究院

图11: 硅片价格 (元/片)


资料来源: infolink, 民生证券研究院

图12: 电池片价格 (元/W)


资料来源: infolink, 民生证券研究院

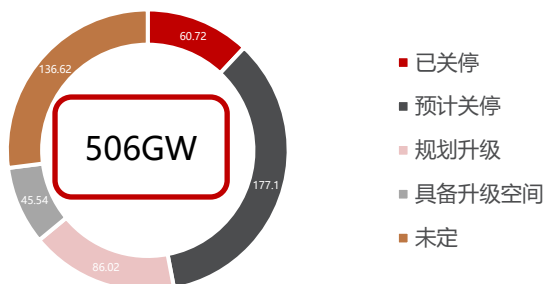
图13: 组件价格 (元/W)


资料来源: infolink, 民生证券研究院

2.2 电池片 N 型迭代加速，组件行业竞争激烈

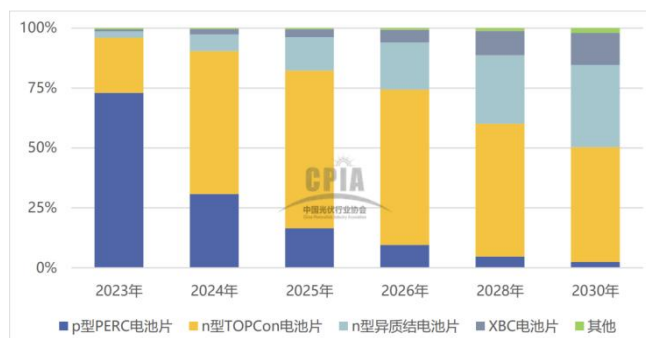
电池片 N 型新技术迭代加速。据 CPIA 统计，22 年 TOPCon 电池出货约 20GW，渗透率约 8.3%；23 年，N 型电池片占比提升至 26.5%，其中 TOPCon 占比达到 23%，HJT 和 XBC 的电池片的占比则分别约 2.6%、0.9%。2024 年以来，随着 PERC 产能持续退出以及改造，N 型占比将进一步提升，根据 infolink 预测，2024 年 N 型占比或将达到 79%，其中 TOPCon 占据绝大多数市场份额，PERC 市占率进一步萎缩，预计 2026-2027 年将全面被 N 型取代。

图14: 2023年H2起PERC产能退坡分布(GW,截至2024年2月统计数据)



资料来源: infolink, 民生证券研究院

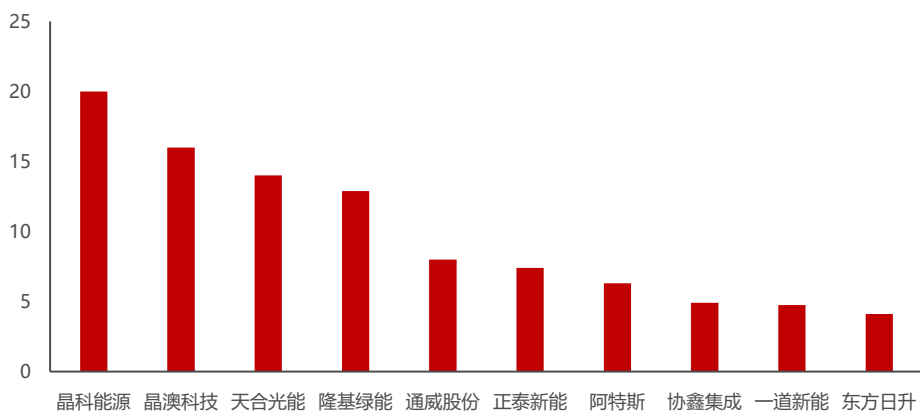
图15: 2023-2030年不同电池技术路线市场占比变化



资料来源: CPIA, 民生证券研究院

组件集中度有所提升, 行业竞争激烈。根据索比光伏网的统计, 24Q1 组件出货量约 114GW, 其中 TOP4 出货合计约 63GW, CR4 超 55%, TOP10 出货合计约 98GW, CR10 接近 86%, CR10 分别为晶科能源、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、通威股份、正泰新能、阿特斯、协鑫集成、一道新能和东方日升。从出货量来看, 行业 TOP4 单季度出货均在 10GW 以上, 后续企业出货量并未出现明显断层, 市场竞争较为激烈。

图16: 2024年Q1组件出货TOP10(GW)



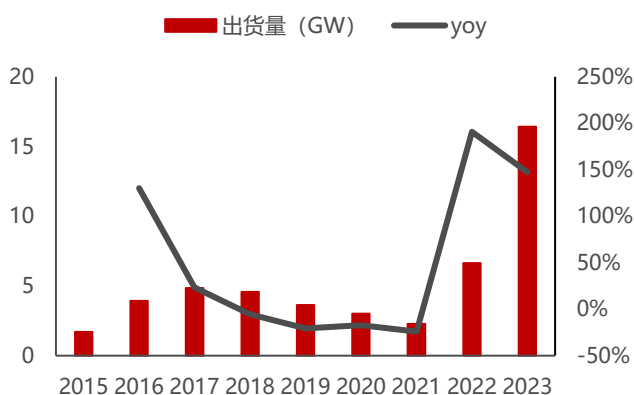
资料来源: 索比光伏, 民生证券研究院

3 N型大尺寸产能优势明显，光储协同发展可期

3.1 布局 N型大尺寸产能，产品、品牌、渠道优势显著

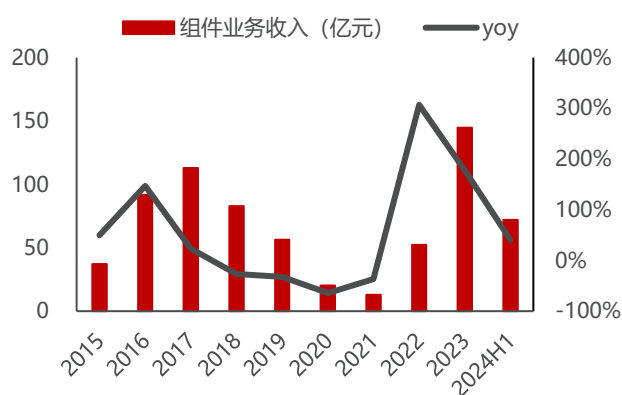
大尺寸高效组件产能稳步扩张，组件出货恢复增长。公司在行业内前瞻性全面淘汰落后产能，近年来逐步完成 156、158 等小尺寸组件产能的淘汰和升级，2022 年合肥基地 15GW 大尺寸高效组件产能全面达产，完成 182、210 大尺寸组件产能的系统性升级；2023 年，阜宁基地 12GW 大尺寸高效组件产能于 2023 年 11 月全面投产并达产，同时合肥基地通过强化设备技改及性能提升，于年底实现 17.5GW 高效产能。截至 2023 年底，公司已形成近 30GW 的高效组件产能规模，先进组件产能以 182mm、210mm 大尺寸高效晶硅组件为主，兼容 TOPCon、BC 电池技术，具有高效化、智能化优势。2022 年以来，公司组件业务出货量和收入恢复增长，2022/2023 年公司光伏组件出货量分别为 6.64、16.42GW，分别同比增长 191%、147%，2023 年公司组件出货量重回行业前十；组件业务分别实现收入 52.21、144.71 亿元，分别同比增长 306.87%、177.20%。2024H1，公司光伏组件出货量位居全球前八名，实现收入 71.95 亿元，同比增长 40.08%。

图17：2015-2023 年公司组件出货量 (GW)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图18：2015-2024H1 公司组件收入 (亿元) 及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

布局 N 型 TOPCon 先进电池产能。公司持续提升产能端的技术先进性以及制造成本竞争力，电池方面目前以 N 型先进产能为主。2023 年，公司顺应电池片行业 N 型迭代趋势，新建并投产芜湖 10GW TOPCon 高效电池片产能；2024 年，通过技改升级，同时新建 2GW 210R 尺寸电池片产线，公司芜湖基地高效 TOPCon 电池片产能已提升至 14GW，产品效率、良率指标保持行业头部水平。公司进行电池产能结构升级，布局 N 型 TOPCon 先进电池产能，为进一步发展奠定良好基础。

坚持技术创新，产品优势明显。公司长期深耕光伏行业，秉承科技引领、创新驱动的理念，拥有雄厚的研发力量及技术研发团队。公司积极开拓和引入各种新型技术，以高效 TOPCon 电池、高分子材料边框、0BB 电池技术、新型封装为代表

的新材料、新技术快速应用于新产品，提升产品性能、降低量产成本。2024H1，公司 N 型 TOPCon 电池全部改造升级为 210R 和 210N 新一代标准尺寸，基于自主研发电池的 2382mm*1134mm 标准组件版型全面实现量产交付；新一代标准版型组件产品可以进一步提升组件功率，最大化利用集装箱，并降低系统成本，组件功率全面开启 600W+时代；同时公司持续推出 210R 48 片组件功率 450W、54 片组件功率 500W 的系列产品，以满足欧洲工商业和户用市场差异化需求。公司深耕细分市场，持续挖掘客户痛点，陆续推出碳链组件、莲花组件 Pro、高载荷组件等，满足不同市场和应用场景的需求。同时，公司围绕 TOPCon、GPC、钙钛矿叠层技术创新驱动循环。

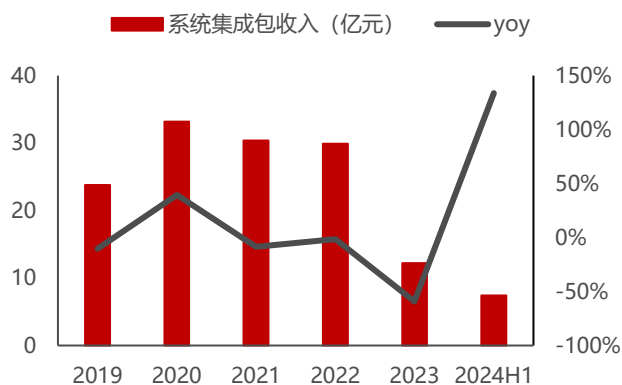
多年沉淀积累，品牌及渠道优势显著。公司经历 34 年沉淀的“协鑫”品牌，连续多年位列中国新能源行业榜首，多年跃居全球新能源企业 500 强首位。公司深入推进全面 ESG 管理提升，打造领先的可持续发展品牌；连续 5 年取得 PVEL 颁布的产品可靠性“最佳表现”厂商荣誉；获得 TÜV 南德目击实验室资质证书；连续通过 CNAS 国家认可委对实验室监督评审。营销和渠道方面，针对国内市场，以北京办事处联动各省公司，重点跟进央国企大型项目招投标，“五大六小两建三油”招标巩固及突破，2024H1 公司央国企中标规模位居行业第四；海外市场重点推进新兴市场开拓，连续取得印度 GW 级大单，海外市场出货同比大幅增长，BNEF Tier 1 排名持续在榜，PV Tech Bankability（组件可融资性）评级进一步提升。公司利用协鑫的全球品牌优势，发挥多年积累的渠道基础，2024H1 实现组件出货量全球前八行业地位。

推出碳链产品，低碳优势明显。2024H1，公司联合协鑫科技、蚂蚁集团推出全球首家基于区块链技术的光伏产业“碳链管理平台”，可实现产品供应链溯源、产品碳足迹管理，以及企业组织碳管理。公司碳链产品是基于区块链的数字底座，将协鑫产品的碳值、产品性能、资质证件逐一披露存证落块，从而实现产品信息可追、可查、可信且不可篡改。基于碳链平台，公司已经推出的“SiRO”碳链数智化组件成功通过德国 TÜV 莱茵的严格审核，荣获 ISO 14067 产品碳足迹证书，公司组件产品的碳足迹与国际化标准接轨互认，为公司增强市场竞争力，取得高溢价低碳组件打下坚实基础。

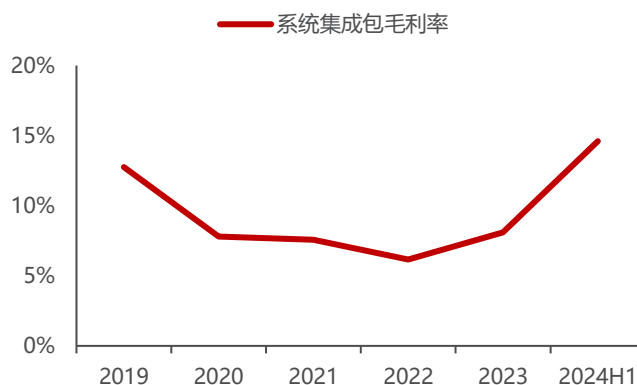
3.2 系统集成稳步推进，储能业务重整旗鼓

2024H1 系统集成业绩翻番，各项业务全面突破。2019-2023 年，公司系统集成包业务分别实现收入 23.79、33.20、30.38、29.89、12.20 亿元，收入占比分别为 27.4%、55.7%、64.6%、35.8%、7.64%。2024H1，公司系统集成业务业绩翻番，各项业务全面突破，实现收入 7.43 亿元，同比增长 133.74%，收入占比为 9.15%，毛利率 14.60%。2024H1，绿能科技完成广西钦州 300MW 项目全容并网、新疆准东 310MW 项目各里程碑节点提前完成、完成拓展广西桂林

120MW“农光互补”乡村振兴重点扶持项目等大型项目；检测业务进一步拓宽，逐步实现内部检测拓展到外部检测，拓展风电检测项目业务，通过自身能力及资质的提升，实现检测业务升级。

图19：2019-2024H1 公司系统集成收入及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：2019-2024H1 公司系统集成业务毛利率


资料来源：公司公告，民生证券研究院

储能业务重整旗鼓，持续推进光储协同发展。2023年，公司重新调整储能业务战略，确定了产品研发和市场开发齐头并举，国内、海外市场双线推进的储能业务经营策略。2023年，公司储能业务实现了销售渠道的建立和业绩的初步积累，全年实现储能储备项目超过1GWh，国内业务满足电网侧和电源侧大型储能项目的投标资格；海外业务利用OEM+自研产品的模式，产品通过26项国际认证，并成功打开了德国、澳大利亚、比利时、爱尔兰、菲律宾、缅甸、塞尔维亚等主流市场。公司在昆山平谦产业园建设制造基地，配备年产能2.5GWh的储能集装箱组装线，计划于2024年投产，未来公司将实现自有大型储能和工商业储能产品的集成，可有效降低生产成本，实现产品质量、交期和成本可控，同时为项目开发提供品牌和平台支撑。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

光伏组件：考虑到公司截至 24 年 8 月中旬已形成 30GW 的高效大尺寸组件产能，结合公司当前的组件开工率以及 25、26 年的新建组件产能规划，我们预测公司 24-26 年光伏组件分别销售 22/32/42GW；考虑到当前行业的供需情况，我们假设组件价格 24-26 年整体维持低位震荡，26 年行业产能逐渐出清后组件价格同比略有回升，我们预测公司 24-26 年光伏组件分别实现收入 175.42/252.22/332.85 亿元，增速分别为 21%/44%/32%；我们假设公司组件开工率在 25-26 年有所提升并进一步降本，同时行业在产能逐渐出清后盈利能力有所回升，我们预测公司 24-26 年光伏组件业务毛利率分别为 6.14%/7.40%/7.93%。

系统集成包：考虑到公司系统集成包业务处于快速发展期，各项业务全面突破，我们预测公司 24-26 年系统集成包业务分别实现收入 18.29/27.44/41.16 亿元，增速分别为 50%/50%/50%；我们假设毛利率处于缓降过程，预测公司 24-26 年系统集成包业务毛利率分别为 14.00%/13.50%/13.00%。

表1：公司业务拆分

单位：百万元		2023	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	15967.61	19772.17	28487.27	38027.49
	YOY	91.15%	23.83%	44.08%	33.49%
	营业成本	14516.80	18350.28	26135.36	34714.93
	毛利率	9.09%	7.19%	8.26%	8.71%
光伏组件	营业收入	14471.34	17541.59	25221.62	33285.45
	YOY	177%	21%	44%	32%
	营业成本	13177.0	16464.1	23354.9	30645.7
	毛利率	8.94%	6.14%	7.40%	7.93%
系统集成包	营业收入	1219.65	1829.48	2744.22	4116.33
	YOY	-59%	50%	50%	50%
	营业成本	1120.9	1573.4	2373.7	3581.2
	毛利率	8.10%	14.00%	13.50%	13.00%
其他	营业收入	276.62	401.10	521.43	625.72
	YOY	91%	45%	30%	20%
	营业成本	218.9	312.9	406.7	488.1
	毛利率	20.87%	22.00%	22.00%	22.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

考虑到 23 年以来光伏组件业务在公司收入占比达 85%以上，故我们选取同属于光伏组件赛道的隆基绿能、晶科能源、晶澳科技、天合光能、东方日升、爱旭股份、横店东磁作为可比公司。根据 9 月 20 日收盘价计算，公司 24/25/26 年 PE 分别为 136X/26X/17X，我们认为公司估值具有合理性，原因包括：1) 24 年光

伏产业链价格同比大幅下滑，行业竞争加剧，因此光伏组件赛道的公司盈利承压，EPS 下滑明显，部分公司甚至出现亏损，相比部分可比公司出现亏损，公司仍能保持盈利，体现公司一定的盈利能力；2) 在行业竞争加剧、盈利承压的时期，部分可比公司 24-26 年的 EPS 较难恢复至 23 年的水平，公司 25-26 年的 EPS 有望超过 23 年，且 24-26 年 EPS 的复合增速较高，体现公司较强的业绩弹性。3) 在 P 型向 N 型迭代的过程中，公司较早完成产能的迭代和升级，相比同行，公司当前没有 PERC 产能的拖累，并且截至 24 年 8 月中旬，公司已形成 30GW 的高效大尺寸组件产能及 14GW TOPCon 电池产能，轻装上阵，有助于发挥 N 型产能优势。

表2：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601012.SH	隆基绿能	12.8	1.42	-0.55	0.59	0.93	9	/	22	14
688223.SH	晶科能源	6.4	0.74	0.17	0.59	0.74	9	39	11	9
002459.SZ	晶澳科技	9.9	2.13	-0.40	0.65	1.05	5	/	15	9
688599.SH	天合光能	16.1	2.54	0.34	1.21	2.39	6	48	13	7
600732.SH	爱旭股份*	7.54	0.41	-0.12	0.96	1.48	18	/	8	5
002056.SZ	横店东磁*	11.23	1.12	1.06	1.29	1.49	10	11	9	8
平均值							10	32	13	9
002506.SZ	协鑫集成	1.78	0.03	0.01	0.07	0.11	66	136	26	17

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：带*公司采用 Wind 一致预测，股价采用 2024 年 9 月 20 日收盘价）

4.3 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 197.72/284.87/380.27 亿元，对应增速分别为 23.8%/44.1%/33.5%，归母净利润分别为 0.77/4.03/6.21 亿元，对应增速分别为-51.4%/425.9%/54.0%，根据 9 月 20 日收盘价计算，对应 PE 为 136X/26X/17X。公司轻装上阵，N 型大尺寸产能优势明显，光储协同发展可期，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表3：公司盈利预测

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	15,968	19,772	28,487	38,027
增长率 (%)	91.1	23.8	44.1	33.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	158	77	403	621
增长率 (%)	142.2	-51.4	425.9	54.0
每股收益 (元)	0.03	0.01	0.07	0.11
PE	66	136	26	17
PB	4.3	4.2	3.6	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价采用 2024 年 9 月 20 日收盘价）

5 风险提示

1) 政策不达预期: 各主要国家对光伏行业的支持力度若不及预期, 则光伏行业增长将放缓;

2) 行业竞争加剧致价格超预期下降: 若光伏行业参与者数量众多, 产能出清不及预期, 竞争加剧下, 价格可能超预期下降;

3) 新增产能/新技术推进不及预期: 如果公司新增产能建设进度, 或者新技术开发及推广进度不及预期, 可能对公司业绩预测产生影响;

4) 原材料价格波动超预期: 光伏系统的经济性与采购成本关系密切, 若上游原材料涨价, 将导致系统成本上涨, 可能会影响下游业主投资的积极性, 从而导致行业需求不及预期。

5) 资产减值风险: 如果光伏产业链价格超预期下降, 将导致存货减值风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	15,968	19,772	28,487	38,027
营业成本	14,517	18,350	26,135	34,715
营业税金及附加	43	40	57	76
销售费用	394	494	684	951
管理费用	456	475	684	951
研发费用	146	336	342	399
EBIT	230	408	862	1,191
财务费用	168	196	213	218
资产减值损失	-243	-113	-161	-214
投资收益	143	-10	28	38
营业利润	105	95	525	809
营业外收支	0	5	1	1
利润总额	105	100	526	810
所得税	-51	23	121	186
净利润	157	77	405	624
归属于母公司净利润	158	77	403	621
EBITDA	495	767	1,340	1,728

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,336	6,546	7,165	7,851
应收账款及票据	1,747	2,210	3,262	4,459
预付款项	342	440	627	833
存货	1,484	2,149	3,061	4,066
其他流动资产	919	1,383	1,872	2,407
流动资产合计	10,827	12,729	15,988	19,616
长期股权投资	1,644	1,635	1,663	1,701
固定资产	2,505	4,832	5,122	5,473
无形资产	128	128	127	127
非流动资产合计	8,282	8,955	9,265	9,645
资产合计	19,109	21,684	25,253	29,261
短期借款	2,230	2,730	2,930	3,030
应付账款及票据	6,386	7,441	8,950	10,747
其他流动负债	3,171	3,958	5,217	6,611
流动负债合计	11,786	14,128	17,098	20,388
长期借款	170	320	520	620
其他长期负债	4,730	4,763	4,757	4,751
非流动负债合计	4,900	5,082	5,277	5,371
负债合计	16,686	19,210	22,375	25,759
股本	5,850	5,850	5,850	5,850
少数股东权益	-1	-1	1	5
股东权益合计	2,423	2,474	2,879	3,502
负债和股东权益合计	19,109	21,684	25,253	29,261

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	91.15	23.83	44.08	33.49
EBIT 增长率	511.22	77.20	111.46	38.12
净利润增长率	142.24	-51.42	425.89	54.00
盈利能力 (%)				
毛利率	9.09	7.19	8.26	8.71
净利润率	0.99	0.39	1.41	1.63
总资产收益率 ROA	0.83	0.35	1.60	2.12
净资产收益率 ROE	6.51	3.10	14.00	17.74
偿债能力				
流动比率	0.92	0.90	0.94	0.96
速动比率	0.75	0.70	0.70	0.71
现金比率	0.54	0.46	0.42	0.39
资产负债率 (%)	87.32	88.59	88.60	88.03
经营效率				
应收账款周转天数	38.06	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	37.31	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	1.09	0.97	1.21	1.40
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	0.01	0.07	0.11
每股净资产	0.41	0.42	0.49	0.60
每股经营现金流	0.05	0.10	0.20	0.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	66	136	26	17
PB	4.3	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA	18.83	12.14	6.95	5.39
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	157	77	405	624
折旧和摊销	265	360	478	537
营运资金变动	-505	-225	-125	-92
经营活动现金流	301	573	1,147	1,541
资本开支	-932	-718	-694	-804
投资	-87	0	0	0
投资活动现金流	-1,021	-1,016	-694	-804
股权募资	0	0	0	0
债务募资	292	979	400	200
筹资活动现金流	1,354	654	167	-51
现金净流量	612	210	619	686

插图目录

图 1: 公司主要业务和产品	3
图 2: 2019-2024H1 公司营业收入及增速	4
图 3: 2019-2024H1 公司归母净利润及增速	4
图 4: 2019-2024H1 公司各业务收入占比	4
图 5: 2024H1 公司各业务收入占比	4
图 6: 2019-2024H1 公司毛利率和净利率	5
图 7: 2019-2024H1 公司各项费用率	5
图 8: 国内光伏月度装机情况 (GW)	6
图 9: 全球与国内新增光伏装机及预测 (GW)	6
图 10: 多晶硅价格 (元/kg)	7
图 11: 硅片价格 (元/片)	7
图 12: 电池片价格 (元/W)	7
图 13: 组件价格 (元/W)	7
图 14: 2023 年 H2 起 PERC 产能退坡分布 (GW, 截至 2024 年 2 月统计数据)	8
图 15: 2023-2030 年不同电池技术路线市场占比变化	8
图 16: 2024 年 Q1 组件出货 TOP10 (GW)	8
图 17: 2015-2023 年公司组件出货量 (GW)	9
图 18: 2015-2024H1 公司组件收入 (亿元) 及增速	9
图 19: 2019-2024H1 公司系统集成收入及增速	11
图 20: 2019-2024H1 公司系统集成业务毛利率	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司业务拆分	12
表 2: 可比公司 PE 数据对比	13
表 3: 公司盈利预测	13
公司财务报表数据预测汇总	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026