

中来股份 (300393)

光伏背板龙头，三大业务驱动发展

增持 (维持)

2024 年 12 月 31 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

证券分析师 徐铖嵘

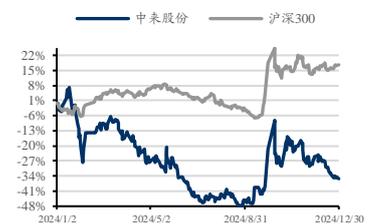
执业证书: S0600524080007
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	9577	12259	6431	9455	10592
同比 (%)	64.56	28.01	(47.54)	47.02	12.03
归母净利润 (百万元)	401.39	526.55	(555.31)	44.43	207.55
同比 (%)	228.09	31.18	(205.46)	108.00	367.13
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.37	0.48	(0.51)	0.04	0.19
P/E (现价&最新摊薄)	17.62	13.43	(12.73)	159.16	34.07

投资要点

- **光伏辅链表现不佳，公司处背板行业领先地位。**公司背板出货量连续三年全球第一，截至 2024 年 6 月 30 日公司背板出货已达 280GW。2024 年来背板市场需求平淡，供应过剩价格走低。2024H1 公司背板业务营收 5.68 亿元，同比减少 55.03%，毛利率 15.30%，同比减少 5.05pct。公司逐步扩大辅材业务范围，开始推广 EVA、EPE 和 POE 等胶膜产品。
- **电池组件效率处行业前列，业绩受行业下行影响。**公司是国内最早涉及 TOPCon 技术的公司之一。目前，公司 182 版型 TOPCon 电池效率最高可达 26.7%，量产效率超 26%。TOPCon 组件平均效率达 23.13%。近期公司推出组件 n 型全钢化一站式封装方案，使用钢边框和透明背板，显著提升抗冰雹、抗暴风能力，并积极推进正面 2.5mm 钢化玻璃方案，较双玻增强阻水性和安全性。2024H1 公司组件业务营收 8.90 亿元，同比减少 56.40%，毛利率-6.09%，同比减少 15.7pct。
- **户用光伏先行者，受行业影响业务显著缩量。**公司进入户用分布式光伏领域多年，依托公司高质量产品、全国代理渠道网络、EPC 全流程服务团队及“Solar Town”电站全生命周期管理服务系统，公司户用分布式业务已覆盖 28 个省。借助户用渠道，公司正加速开展工商业分布式和集中式 EPC 业务。2023 年公司户用开发约为 1.5GW；2024H1 公司光伏应用系统业务营收 11.66 亿元，同比减少 49.08%，毛利率 19.09%，同比增加 1.62pct。
- **国资控股，赋能公司发展。**截至 2024 年 9 月 30 日，公司实控人为浙江省国资委。自 23 年 2 月起，公司成为浙能电力子公司。中来股份在浙能集团产业链内有重要地位，浙能电力是浙能集团旗下浙江省内规模最大的发电国企，为公司发展提供强大支持。
- **光伏产业链竞争加剧，公司前三季度盈利承压。**公司 2024Q1-3 营收 45.44 亿元，同比-53.35%；归母净利润-3.04 亿元，同比-162.81%；毛利率 9.80%，同比-6.95pct；归母净利率-6.68%，同比-11.65pct。2024Q3 营收 14.63 亿元，同环比-63.23%/-18.34%，归母净利润 217.9 万元，同环比-99.12%/+101.63%，毛利率 15.13%，同环比-3.95pct/+0.27pct，归母净利率 0.15%，同环比-6.06pct/+7.59pct。
- **盈利预测与投资评级：**基于竞争加剧、盈利承压，我们下调公司 24/25 年归母净利润预测为-5.55/0.44 亿元（前值 24/25 年 8.06/9.51 亿元），新增 2026 年归母净利润预测 2.08 亿元。24/25/26 预测归母净利润同比-205%/+108%/+367%。考虑公司背板龙头地位，以及当前处于行业底部，未来随供给侧逐步改善，公司盈利预计有望修复，我们维持“增持”评级。
- **风险提示：**贸易壁垒、竞争加剧、原材料价格波动、应收账款收回等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.46
一年最低/最高价	5.01/10.98
市净率(倍)	1.77
流通 A 股市值(百万元)	6,163.28
总市值(百万元)	7,038.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.64
资产负债率(%LF)	72.84
总股本(百万股)	1,089.63
流通 A 股(百万股)	954.07

相关研究

《中来股份(300393): 三大业务驱动发展，背板龙头乘势而上》

2023-10-27

《中来股份(300393): 中来股份: 背板业务快速放量，高效电池开始贡献》

2017-08-27

内容目录

1. 光伏背板龙头，三大业务驱动发展.....	4
1.1. 公司发展历程	4
1.2. 公司主营业务介绍	4
1.3. 受光伏供需失衡影响，公司业绩表现不佳	4
2. 光伏辅链表现不佳，公司处背板行业领先地位	5
3. 电池组件效率处行业前列，业绩受行业下行影响.....	5
4. 户用光伏先行者，受行业影响业务显著缩量	5
5. 国资控股，赋能公司发展.....	6
6. 盈利预测与投资评级.....	6
7. 风险提示	6

图表目录

图 1: 2024Q1-3 营业收入 45.44 亿元, 同比-53.35%.....	5
图 2: 2024Q1-3 归母净利润 217.9 万元, 同比-99.12%.....	5

1. 光伏背板龙头，三大业务驱动发展

1.1. 公司发展历程

2008 年成立以来，公司持续深耕光伏行业，自背板业务起家，研发的 FFC 涂覆型背板打破国外垄断，实现有效降本，目前背板出货连续三年全球第一；2016 年，公司进入光伏电池领域，布局 N 型电池，目前已推出 J-TOPCon 2.0 产品；同时，2016 年以来，公司探索并逐步打通了下游分布式集成服务业务，切入光伏电站，推动分布式光伏项目实施，并逐步推进集中式电站业务进程。

1.2. 公司主营业务介绍

公司主营三大业务：光伏辅材、光伏电池组件、光伏应用系统。2024 年上半年，光伏背板/光伏电池/光伏组件/光伏应用系统分别占营业收入 18.46%/6.86%/28.89%/37.85%。

光伏辅材业务以背板为主，胶膜仍在推广过程中。光伏背板是光伏组件背面最外层的封装材料，起到重要的保护作用。公司背板产品线覆盖广、性能佳。公司的背板产品涵盖了传统双面氟膜背板，也包括更具降本优势的 FFC 涂覆型背板、更能满足组件双面发电需要的透明背板，广受客户认可。且运用低成本涂覆技术，毛利率高于同行。

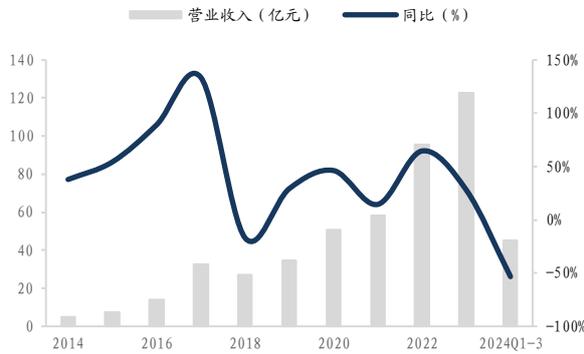
光伏电池组件为 TOPCon。公司是全国最早生产 TOPCon 电池的厂商之一，公司深耕 TOPCon 降本增效技术，从 J-TOPCon1.0 到 J-TOPCon3.0，发展空间不断拓展。目前，公司 182 尺寸 TOPCon 电池片实验室研发转换效率已达到 26.7%，量产效率超 26%。

光伏应用系统以户用为主，公司致力于提供多元户用电站解决方案，为用户定制满意的电站产品和服务。基于公司在户用领域多年积累的资源、能力和经验，公司正积极开展工商业分布式电站、地面集中式电站 EPC 业务。

1.3. 受光伏供需失衡影响，公司业绩表现不佳

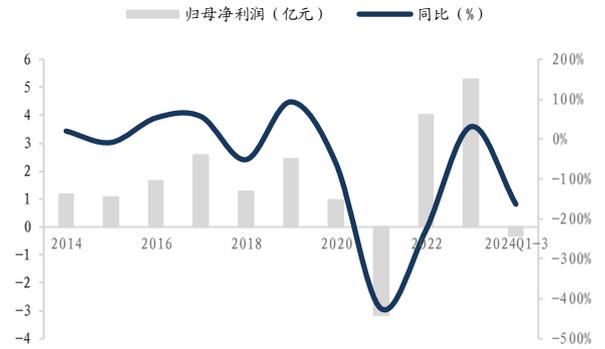
公司 2024Q1-3 营收 45.44 亿元，同比-53.35%；归母净利润-3.04 亿元，同比-162.81%；毛利率 9.80%，同比-6.95 pct；归母净利率-6.68%，同比-11.65pct。2024Q3 营收 14.63 亿元，同环比-63.23%/ -18.34%，归母净利润 217.9 万元，同环比-99.12%/+101.63%，毛利率 15.13%，同环比-3.95pct/+0.27pct，归母净利率 0.15%，同环比-6.06pct/+7.59pct。

图1：2024Q1-3 营业收入 45.44 亿元，同比-53.35%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2024Q1-3 归母净利润 217.9 万元，同比-99.12%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 光伏辅链表现不佳，公司处背板行业领先地位

公司背板出货量连续三年全球第一，截至 2024 年 6 月 30 日公司背板出货已达 280GW。2024 年以来背板市场整体表现惨淡，辅材供应过剩导致价格走低，市场需求有所降低。2024H1 公司背板业务营收 5.68 亿元，同比减少 55.03%，毛利率 15.30%，同比减少 5.05pct。公司近期逐步扩大辅材业务范围，开始推广 EVA、EPE 和 POE 等胶膜产品。

3. 电池组件效率处行业前列，业绩受行业下行影响

公司是国内最早涉及 TOPCon 技术的公司之一。目前，公司 182 版型 TOPCon 电池效率最高可达 26.7%，量产效率超 26%。TOPCon 组件平均效率达 23.13%。近期公司推出组件 n 型全钢化一站式封装方案，使用钢边框和透明背板，显著提升抗冰雹、抗暴风能力，并积极推进正面 2.5mm 钢化玻璃方案，较双玻增强阻水性和安全性。2024H1 公司组件业务营收 8.90 亿元，同比减少 56.40%，毛利率-6.09%，同比减少 15.7pct。业绩不佳系光伏产业链整体下行所致。

4. 户用光伏先行者，受行业影响业务显著缩量

公司进入户用分布式光伏领域多年，依托公司高质量产品、全国代理渠道网络、EPC 全流程服务团队及“Solar Town”电站全生命周期管理服务系统，公司户用分布式业务已覆盖 28 个省。借助户用渠道，公司正加速开展工商业分布式和集中式

EPC 业务。2023 年公司户用开发约为 1.5GW，2024 年预计开发将超过 1GW。2024H1 公司光伏应用系统业务营收 11.66 亿元，同比减少 49.08%，毛利率 19.09%，同比增加 1.62pct。

5. 国资控股，赋能公司发展

截至 2024 年 9 月 30 日，公司实控人为浙江省国资委。自 23 年 2 月起，公司成为浙能电力子公司。中来股份在浙能集团产业链内有重要地位，浙能电力是浙能集团旗下浙江省内规模最大的发电国企，为公司发展提供强大支持。

6. 盈利预测与投资评级

基于竞争加剧、盈利承压，我们下调公司 24/25 年归母净利润预测为-5.55/0.44 亿元（前值 24/25 年 8.06/9.51 亿元），新增 2026 年归母净利润预测 2.08 亿元。24/25/26 预测归母净利润同比-205%/+108%/+367%。考虑公司背板龙头地位，以及当前处于行业底部，未来随供给侧逐步改善，公司盈利预计有望修复，我们维持“增持”评级。

7. 风险提示

(1) 贸易壁垒：全球经济放缓，地缘政治紧张，海外多国加快光伏本土化进程。对公司出海或有不利影响。

(2) 竞争加剧：24 年以来，光伏行业供需失衡。若行业竞争加剧，将影响业内公司的盈利能力。

(3) 原材料价格波动：公司处产业链中下游，易受上游原材料变动影响。

(4) 应收账款回收：公司应收账款规模不断扩大，光伏行业竞争激烈，有难以及时收回账款的风险。

中来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	8,597	8,964	10,365	11,018	营业总收入	12,259	6,431	9,455	10,592
货币资金及交易性金融资产	2,306	4,958	4,491	4,590	营业成本(含金融类)	10,376	5,924	8,298	9,176
经营性应收款项	3,584	2,030	3,032	3,337	税金及附加	46	22	32	36
存货	1,811	1,344	1,992	2,134	销售费用	208	206	180	191
合同资产	560	280	422	471	管理费用	355	469	378	403
其他流动资产	337	352	428	488	研发费用	313	283	284	297
非流动资产	8,503	8,504	8,504	8,505	财务费用	9	217	318	289
长期股权投资	369	369	369	369	加:其他收益	142	50	78	92
固定资产及使用权资产	3,548	3,548	3,548	3,548	投资净收益	74	20	45	47
在建工程	1,839	1,839	1,839	1,839	公允价值变动	(90)	0	0	0
无形资产	104	104	104	104	减值损失	(309)	(210)	(30)	(44)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	(1)	0	0
长期待摊费用	48	48	48	49	营业利润	772	(831)	58	296
其他非流动资产	2,595	2,596	2,596	2,597	营业外净收支	(2)	15	8	11
资产总计	17,100	17,468	18,869	19,523	利润总额	771	(816)	66	306
流动负债	8,454	5,471	6,621	7,036	减:所得税	176	(167)	15	67
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,836	1,470	1,470	1,470	净利润	594	(649)	51	240
经营性应付款项	3,760	3,137	4,077	4,428	减:少数股东损益	68	(94)	7	32
合同负债	145	133	176	188	归属母公司净利润	527	(555)	44	208
其他流动负债	712	731	897	950	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	(0.51)	0.04	0.19
非流动负债	3,419	7,419	7,619	7,619	EBIT	853	(473)	283	490
长期借款	2,484	2,484	2,684	2,684	EBITDA	1,239	(473)	283	490
应付债券	0	4,000	4,000	4,000	毛利率(%)	15.36	7.88	12.24	13.37
租赁负债	60	60	60	60	归母净利率(%)	4.30	(8.63)	0.47	1.96
其他非流动负债	875	875	875	875	收入增长率(%)	28.01	(47.54)	47.02	12.03
负债合计	11,873	12,890	14,240	14,655	归母净利润增长率(%)	31.18	(205.46)	108.00	367.13
归属母公司股东权益	4,417	3,861	3,906	4,113					
少数股东权益	810	716	723	755					
所有者权益合计	5,227	4,577	4,629	4,869					
负债和股东权益	17,100	17,468	18,869	19,523					

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	1,246	1,220	(440)	325	每股净资产(元)	4.05	3.54	3.58	3.78
投资活动现金流	(1,443)	33	52	57	最新发行在外股份(百万股)	1,090	1,090	1,090	1,090
筹资活动现金流	1,126	1,399	(79)	(283)	ROIC(%)	6.34	(3.11)	1.73	2.96
现金净增加额	918	2,652	(467)	99	ROE-摊薄(%)	11.92	(14.38)	1.14	5.05
折旧和摊销	386	0	0	0	资产负债率(%)	69.43	73.79	75.47	75.06
资本开支	(1,791)	14	8	11	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.43	(12.73)	159.16	34.07
营运资本变动	(372)	1,458	(747)	(184)	P/B(现价)	1.60	1.83	1.81	1.72

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>