

# 亿晶光电 (600537.SH)

## 扭亏为盈业绩表现亮眼，TOPCon 投产更上层楼

| 财务指标        | 2021A | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 4,083 | 10,023 | 16,599 | 23,501 | 29,523 |
| 增长率 yoy (%) | -0.4  | 145.5  | 65.6   | 41.6   | 25.6   |
| 归母净利润(百万元)  | -603  | 127    | 309    | 413    | 537    |
| 增长率 yoy (%) | 7.6   | 121.1  | 143.2  | 33.5   | 30.1   |
| ROE (%)     | -26.2 | 5.2    | 10.6   | 12.8   | 14.2   |
| EPS 最新摊薄(元) | -0.51 | 0.11   | 0.26   | 0.35   | 0.45   |
| P/E(倍)      | -12.5 | 59.1   | 24.3   | 18.2   | 14.0   |
| P/B(倍)      | 3.3   | 3.0    | 2.7    | 2.4    | 2.0    |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

**事件:** 4月24日, 公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营收 100.23 亿元, 同比增长 145.47%; 实现归母净利润 1.27 亿元, 上年同期值为 -6.03 亿元, 扭亏为盈; 实现扣非净利润 1.26 亿元, 上年同期值为 -3.74 亿元。2022 年 Q4 公司实现单季度营收 42.31 亿元, 同比增长 207.78%; 实现归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 119.61%, 环比增长 223.73%。

**降本增效成果显著, 电池片组件量利齐升。**2022 年公司太阳能电池组件业务业绩表现亮眼, 营收达 94.84 亿元。组件出货量首次突破 5GW, 达到 5.39GW; 电池片产量达 3.72GW, 对外销售量为 0.15GW。公司降本增效工作落地, 硅片厚度、银浆耗量均有所降低, 电池片转化率和良率均同比上升, 2022Q4 产业链上游硅料、硅片价格回落, 公司组件电池盈利能力显著提升。

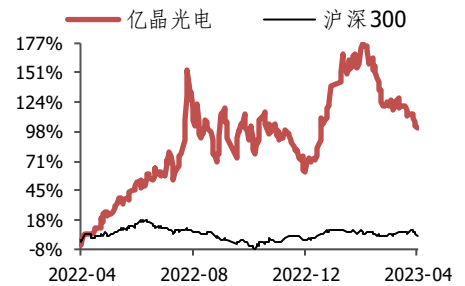
**积极切入 N 型赛道, 产能扩张构筑一体化护城河。**N 型电池放量在即, 公司凭借老牌厂商的技术底蕴, 在 N 型新技术研发方面重点发力, 陆续开展了“新型 TOPCon 电池研究”、“高效电池(PERC、TOPCon、HJT)户外衰减测试及研究”、“高效 HJT 电池研究”等课题研究。同时积极扩张 N 型产能, 常州 5GW 高效太阳能组件项目处于建设中, 滁州 10GW 高效 N 型 TOPCon 电池产线加速推进, 预计于 2023Q2 末投产, 届时将形成“15GW 电池+10GW 组件”的名义产能规模。由于电池片转化效率及功率提升, 电池片和组件的实际产能或分别达到 16GW 和 12GW, 产能大幅提升。公司电池自供程度高, 一体化布局领先, 有望充分发挥产业链各环节协同效应, 体现 N 型电池扩产优势。

**海外市场突飞猛进, 品牌渠道双壁合一。**公司国内国际市场并举, 海外业务全面铺开, 组件销售量大幅增长。2022 年公司出货的 5.39GW 组件中, 国内出货 3.33GW, 同比增长 89.35%, 海外出货 2.06GW, 同比增长 208.66%。伴随产业链价格下行, 国内集中式电站装机回暖, 以大型发电央企客户为核心的国内市场稳中有进; 海外分布式需求持续高涨, 公司品质信誉和品牌渠道优势加持, 海外销售比重有望持续攀升。由于海外分布式组件较国内市场有一定的价格溢价, 组件出海盈利弹性显现。

**投资建议:** 预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 165.99 亿元、235.01 亿元和 295.23 亿元, 实现归母净利润分别为 3.09 亿元、4.13 亿元和 5.37 亿元,

| 买入 (维持评级)             |          |
|-----------------------|----------|
| <b>股票信息</b>           |          |
| 行业                    | 电力设备及新能源 |
| 2023 年 4 月 24 日收盘价(元) | 6.30     |
| 总市值(百万元)              | 7,515.01 |
| 流通市值(百万元)             | 7,411.06 |
| 总股本(百万股)              | 1,192.86 |
| 流通股本(百万股)             | 1,176.36 |
| 近 3 月日均成交额(百万元)       | 313.02   |

### 股价走势



### 作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 于振洋

执业证书编号: S1070122080010

邮箱: yuzhenyang@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

### 相关研究

- 《三年磨一剑, 扭亏为盈, 超预期增长, 盈利能力大幅提高一亿晶光电(600537)2022 年度业绩预告点评》2023-01-16
- 《“壮士断腕”、一体化优势构建护城河一亿晶光电(600537)深度报告》2022-12-23

同比增长 143.2%、33.5%、30.1%。对应 EPS 分别为 0.26、0.35、0.45，当前股价对应的 PE 倍数分别为 24.3X、18.2X、14X，给予“买入”评级。

**风险提示：**产能扩张不及预期；行业竞争加剧；下游需求不及预期；原材料价格波动风险等。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 4944  | 8255  | 12312 | 17638 | 20978 |
| 现金             | 2615  | 4232  | 7008  | 9922  | 12464 |
| 应收票据及应收账款      | 759   | 2007  | 2574  | 3912  | 4236  |
| 其他应收款          | 16    | 98    | 91    | 177   | 159   |
| 预付账款           | 107   | 220   | 322   | 446   | 519   |
| 存货             | 667   | 1380  | 1913  | 2749  | 3096  |
| 其他流动资产         | 780   | 318   | 404   | 432   | 504   |
| <b>非流动资产</b>   | 3016  | 3544  | 7528  | 11059 | 13532 |
| 长期投资           | 0     | 5     | 9     | 14    | 18    |
| 固定资产           | 2631  | 2912  | 6830  | 10308 | 12770 |
| 无形资产           | 128   | 125   | 118   | 110   | 103   |
| 其他非流动资产        | 258   | 503   | 572   | 627   | 640   |
| <b>资产总计</b>    | 7960  | 11799 | 19840 | 28697 | 34511 |
| <b>流动负债</b>    | 3987  | 7707  | 15459 | 23910 | 29210 |
| 短期借款           | 198   | 340   | 3733  | 10047 | 13314 |
| 应付票据及应付账款      | 2852  | 5589  | 10665 | 12588 | 14550 |
| 其他流动负债         | 937   | 1778  | 1061  | 1274  | 1345  |
| <b>非流动负债</b>   | 1302  | 1223  | 1171  | 1104  | 1006  |
| 长期借款           | 60    | 0     | 40    | 73    | 75    |
| 其他非流动负债        | 1242  | 1223  | 1131  | 1031  | 931   |
| <b>负债合计</b>    | 5289  | 8930  | 16630 | 25014 | 30215 |
| 少数股东权益         | 374   | 398   | 430   | 490   | 565   |
| 股本             | 1176  | 1193  | 1193  | 1193  | 1193  |
| 资本公积           | 1512  | 1542  | 1542  | 1542  | 1542  |
| 留存收益           | -390  | -263  | 79    | 551   | 1163  |
| 归属母公司股东权益      | 2298  | 2471  | 2780  | 3193  | 3730  |
| <b>负债和股东权益</b> | 7960  | 11799 | 19840 | 28697 | 34511 |

## 现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -94   | 373   | 4270  | 1424  | 3618  |
| 净利润            | -700  | 149   | 342   | 473   | 612   |
| 折旧摊销           | 270   | 239   | 440   | 809   | 1146  |
| 财务费用           | 76    | -40   | 117   | 324   | 584   |
| 投资损失           | -24   | -27   | -25   | -26   | -26   |
| 营运资金变动         | -72   | -115  | 3330  | -243  | 1282  |
| 其他经营现金流        | 357   | 168   | 66    | 86    | 19    |
| <b>投资活动现金流</b> | -929  | -242  | -4496 | -4443 | -3665 |
| 资本支出           | 734   | 482   | 4420  | 4336  | 3615  |
| 长期投资           | 0     | -5    | -5    | -5    | -5    |
| 其他投资现金流        | -196  | 246   | -71   | -103  | -46   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 978   | -548  | -731  | -381  | -677  |
| 短期借款           | 138   | 142   | 3393  | 6314  | 3267  |
| 长期借款           | 36    | -60   | 40    | 33    | 2     |
| 普通股增加          | 0     | 17    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 229   | 30    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 576   | -677  | -4165 | -6728 | -3946 |
| <b>现金净增加额</b>  | -56   | -393  | -957  | -3400 | -724  |

## 利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 4083  | 10023 | 16599 | 23501 | 29523 |
| 营业成本            | 4073  | 9433  | 15176 | 21488 | 26940 |
| 营业税金及附加         | 15    | 21    | 59    | 73    | 86    |
| 营业费用            | 60    | 132   | 312   | 367   | 466   |
| 管理费用            | 138   | 152   | 308   | 391   | 469   |
| 研发费用            | 86    | 162   | 327   | 410   | 490   |
| 财务费用            | 76    | -40   | 117   | 324   | 584   |
| 资产减值损失          | -68   | -17   | -29   | -41   | -51   |
| 其他收益            | 22    | 11    | 56    | 29    | 32    |
| 公允价值变动收益        | 1     | -49   | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 24    | 27    | 25    | 26    | 26    |
| 资产处置收益          | -297  | 9     | -96   | -128  | -72   |
| <b>营业利润</b>     | -656  | 125   | 343   | 457   | 577   |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 12    | 1     | 11    | 8     | 6     |
| <b>利润总额</b>     | -668  | 125   | 334   | 450   | 571   |
| 所得税             | 33    | -24   | -8    | -22   | -41   |
| <b>净利润</b>      | -700  | 149   | 342   | 473   | 612   |
| 少数股东损益          | -98   | 22    | 33    | 60    | 75    |
| <b>归属母公司净利润</b> | -603  | 127   | 309   | 413   | 537   |
| EBITDA          | -460  | 258   | 750   | 1441  | 2110  |
| EPS (元/股)       | -0.51 | 0.11  | 0.26  | 0.35  | 0.45  |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2021A | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | -0.4  | 145.5  | 65.6  | 41.6  | 25.6  |
| 营业利润 (%)        | -7.8  | 119.1  | 173.6 | 33.5  | 26.1  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 7.6   | 121.1  | 143.2 | 33.5  | 30.1  |
| <b>获利能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 0.3   | 5.9    | 8.6   | 8.6   | 8.7   |
| 净利率 (%)         | -17.2 | 1.5    | 2.1   | 2.0   | 2.1   |
| ROE (%)         | -26.2 | 5.2    | 10.6  | 12.8  | 14.2  |
| ROIC (%)        | -22.5 | 0.6    | 4.4   | 4.8   | 5.9   |
| <b>偿债能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 66.4  | 75.7   | 83.8  | 87.2  | 87.6  |
| 净负债比率 (%)       | -56.5 | -104.6 | -82.8 | 18.6  | 30.7  |
| 流动比率            | 1.2   | 1.1    | 0.8   | 0.7   | 0.7   |
| 速动比率            | 1.0   | 0.8    | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| <b>营运能力</b>     |       |        |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.5   | 1.0    | 1.0   | 1.0   | 0.9   |
| 应收账款周转率         | 5.6   | 8.5    | 8.5   | 8.5   | 8.5   |
| 应付账款周转率         | 3.4   | 5.5    | 4.3   | 4.4   | 4.7   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |        |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | -0.51 | 0.11   | 0.26  | 0.35  | 0.45  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | -0.08 | 0.31   | 3.58  | 1.19  | 3.03  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 1.93  | 2.07   | 2.33  | 2.68  | 3.13  |
| <b>估值比率</b>     |       |        |       |       |       |
| P/E             | -12.5 | 59.1   | 24.3  | 18.2  | 14.0  |
| P/B             | 3.3   | 3.0    | 2.7   | 2.4   | 2.0   |
| EV/EBITDA       | -13.0 | 18.8   | 7.0   | 6.0   | 4.4   |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                              | 行业评级 |                     |
|------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入   | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上      | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间 | 中性   | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上       |      |                     |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686