中来股份(300393)

报告日期：2023 年 05 月 12 日

背板龙头出货再创新高，TOPCon 电池产能逐步释放

——中来股份 2022 年报及 2023 年一季报点评报告

投资要点

- **公司业绩稳步增长，盈利能力大幅提升**
  2022 年，公司实现营业收入 95.77 亿元，同比增长 64.56%；归母净利润 4.01 亿元；销售毛利率 15.63%，同比提升 4.11pct，销售净利率 4.89%，同比提升 11.98pct。2023Q1 公司实现营业收入 27.08 亿元，同比增长 34.79%；归母净利润 1.03 亿元，同比增长 15.68%；综合毛利率 17.12%，同比减少 1.07pct。2022 年公司收业绩著增长，主要系集全球光伏行业快速发展，公司进一步稳步推进业务布局，同时加快推进新产能的爬坡及释放所致。
- **TOPCon 电池效率突破，新产能逐步爬坡释放**
  2022 年，公司组件业务实现营收 30.33 亿元，同比增长 85%。公司电池量产效率进一步提高，N 型 TOPCon 电池量产技术水平以及电池转换效率处于行业前列。TOPCon11BB 主栅量产平均转换效率达到 24.8%，16BB 主栅量产效率达到 25.2%，2023 年 4 月认证的电池片实验室转换效率达 26.7%。产能方面，目前公司山西一期首批 4GW 已经实现量产，正在加快推进山西一期剩余 4GW 及二期 8GW 项目建设。
- **背板出货再创新高，光伏应用系统业务持续推进**
  2022 年，公司背板业务实现营收约 27.15 亿元，同比增长 47%，销售约 2.47 亿平。公司完成年产 5000 万平背板扩产项目，截至 2022 年底公司已具备年产 2.2 亿平方米背板产能，背板产品累计发货超 210GW。公司加大背板方面研发投入，在环境友好涂层型背板、黑色高反射背板、超阻水背板等均有技术突破。此外，公司持续推进光伏应用系统业务，在 EPC 合作业务项下向上海源烨交付 1.52GW 光伏电站，截至 2022 年底累计向上海源烨交付近 2.2GW 电站。
- **盈利预测与估值**
  下调盈利预测，维持“增持”评级。公司是背板及 TOPCon 电池龙头，考虑 2023-2024 年行业 TOPCON 扩产项目较多，TOPCON 电池组件产品溢价存在降低可能，我们维持公司 2023 年盈利预测，下调 2024 年盈利预测，预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 10.53、13.59 亿元（下调之前分别为 10.53 亿元、15.62 亿元），新增 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司归母净利润为 20.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.97、1.25、1.93 元/股，PE 分别为 14、10、7 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**电池与背板扩产不及预期；产业链价格大幅波动；原材料价格上涨；市场竞争加剧风险。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9576.79	18753.52	27244.90	41619.25
(+/-)(%)	64.56%	95.82%	45.28%	52.76%
归母净利润	401.39	1053.00	1358.82	2099.38
(+/-)(%)	-	162.34%	29.04%	54.50%
每股收益(元)	0.37	0.97	1.25	1.93
P/E	35.37	13.48	10.45	6.76
ROE	9.23%	20.25%	20.91%	25.16%

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：增持(维持)

分析师：张雷
执业证书号：S1230521120004
zhanglei02@stocke.com.cn

分析师：陈明雨
执业证书号：S1230522040003
chenmingyu@stocke.com.cn

分析师：谢金翰
执业证书号：S1230523030003
xiejinhan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥13.03
总市值(百万元)	14,197.84
总股本(百万股)	1,089.63

股票走势图

相关报告

1 《【浙商电新】中来股份（300393）2022 半年报点评报告：三大主营业务协同高速增长，TOPCon 产能稳步推进》2022.08.07
2 《【浙商电新】中来股份（300393）2021 年报及 2022 一季报点评：光伏应用系统业务快速上量，加码高效 TOPCon 电池产能》2022.05.08

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10616	15327	22493	32959
现金	2987	3734	4668	5835
交易性金融资产	21	14	18	16
应收账项	3277	5299	8083	12794
其它应收款	81	161	198	338
预付账款	216	353	576	869
存货	2736	4144	6924	10574
其他	1297	1622	2027	2534
非流动资产	6388	7214	8021	8719
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	137	179	190	169
固定资产	2775	3082	3492	3940
无形资产	108	96	82	84
在建工程	553	1035	1357	1571
其他	2815	2822	2901	2956
资产总计	17003	22541	30515	41679
流动负债	10540	15315	21768	30616
短期借款	3253	5168	7284	9128
应付款项	5128	8475	12421	19086
预收账款	2	0	0	0
其他	2157	1672	2064	2403
非流动负债	1832	1459	1516	1603
长期借款	598	598	598	598
其他	1234	861	918	1004
负债合计	12372	16774	23285	32219
少数股东权益	745	829	933	1063
归属母公司股东权益	3886	4939	6298	8397
负债和股东权益	17003	22541	30515	41679

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(1161)	90	35	500
净利润	468	1136	1463	2229
折旧摊销	290	231	290	361
财务费用	(38)	149	186	203
投资损失	(69)	0	0	0
营运资金变动	(807)	(64)	941	1382
其它	(1004)	(1363)	(2846)	(3675)
投资活动现金流	(854)	(1042)	(1023)	(1001)
资本支出	(682)	(1000)	(1000)	(1000)
长期投资	118	(42)	(11)	22
其他	(290)	(0)	(12)	(23)
筹资活动现金流	2112	1699	1922	1668
短期借款	2040	1915	2116	1844
长期借款	182	0	0	0
其他	(110)	(216)	(195)	(176)
现金净增加额	97	747	934	1167

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9577	18754	27245	41619
营业成本	8080	15410	22583	34701
营业税金及附加	27	62	87	129
营业费用	162	469	681	832
管理费用	340	750	1226	1748
研发费用	292	572	817	1457
财务费用	(38)	149	186	203
资产减值损失	(165)	(71)	(15)	(15)
公允价值变动损益	(1)	0	0	0
投资净收益	69	0	0	0
其他经营收益	26	41	36	34
营业利润	642	1311	1686	2568
营业外收支	(7)	(5)	(4)	(5)
利润总额	635	1306	1681	2563
所得税	168	170	219	333
净利润	468	1136	1463	2229
少数股东损益	67	83	104	130
归属母公司净利润	401	1053	1359	2099
EBITDA	1014	1682	2157	3135
EPS（最新摊薄）	0.37	0.97	1.25	1.93

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	64.56%	95.82%	45.28%	52.76%
营业利润	253.80%	104.14%	28.56%	52.34%
归属母公司净利润	-	162.34%	29.04%	54.50%
获利能力				
毛利率	15.63%	17.83%	17.11%	16.62%
净利率	4.89%	6.06%	5.37%	5.36%
ROE	9.23%	20.25%	20.91%	25.16%
ROIC	5.76%	10.67%	10.58%	12.45%
偿债能力				
资产负债率	72.76%	74.41%	76.31%	77.30%
净负债比率	36.17%	37.75%	36.24%	31.99%
流动比率	1.01	1.00	1.03	1.08
速动比率	0.75	0.73	0.72	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.95	1.03	1.15
应收账款周转率	4.55	5.04	4.70	4.59
应付账款周转率	3.15	4.09	3.96	4.04
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.97	1.25	1.93
每股经营现金	(1.07)	0.08	0.03	0.46
每股净资产	3.57	4.53	5.78	7.71
估值比率				
P/E	35.37	13.48	10.45	6.76
P/B	3.65	2.87	2.25	1.69
EV/EBITDA	18.99	10.80	9.04	6.51

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20 % 以上；
2.增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10 % ~ + 20 %；
3.中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 % 之间波动；
4.减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10 % 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621)80108518
上海总部传真：(8621)80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn