

评级： 买入

董海军  
分析师

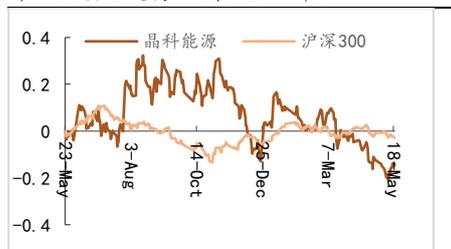
SAC 执证编号：S0110522090001  
donghaijun@sczq.com.cn  
电话：86-10-5651 1712

张星梅

研究助理

zhangxingmei@sczq.com.cn  
电话：010-81152658

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	12.31
一年内最高/最低价 (元)	19.35/11.12
市盈率 (当前)	29.36
市净率 (当前)	4.34
总股本 (亿股)	100.00
总市值 (亿元)	1,231.00

资料来源：聚源数据

相关研究

· 盈利逐步修复，TOPCon 超额收益兑现

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报，2022 年实现营业收入 826.76 亿元，同比增长 103.79%，实现归母净利润 29.36 亿元，同比增长 157.24%。2023 年第一季度公司实现营业收入 231.53 亿元，同比增长 57.70%，实现归母净利润 16.58 亿元，同比增长 313.36%。
- **公司加速一体化进程，持续优化产能结构。**公司发力一体化绿色智造，加速一体化进程，持续优化产能结构，截至 2022 年末，公司硅片、电池片、组件年化有效产能分别为 65GW、55GW、70GW，预计至 2023 年末，硅片、电池片、组件有效产能将达到 75GW、75GW、90GW，一体化率提升至 80%左右，先进产能占比再提升。同时，公司海外产能持续领先，拥有超过 7GW 硅片、电池片、组件垂直一体化产能，并持续推进越南、美国等海外产能建设。
- **N 型 TOPCon 产能及出货量持续领先。**2022 年公司率先量产 TOPCon 电池，公司 N 型高效产品自 2022 年下半年开始大规模出货，2022 年全年，公司光伏组件出货达 44.33GW，其中 N 型组件出货超过 10GW。截至 2022 年底，公司已拥有 N 型 TOPCon 电池产能 35GW，量产平均效率达 25.3%。2023 年 Q1 公司实现组件出货 13.04GW，其中 N 型出货占比的快速提升助力公司实现亮眼的业绩。23 年公司仍将加速 N 型产能建设，将 N 型 TOPCon 产能占比提升至 70%，预计全年组件出货量达到 60-70GW，其中 N 型出货占比达到 60%左右，预期 N 型出货占比的提升将带动收益快速增长。
- **核心技术研发领先，N 型技术护城河深厚。**公司专注于科技创新，持续推动 N 型电池技术迭代提效，截至 2022 年末，公司 TOPCon 电池良率与 PERC 基本持平，同面积组件 N 型功率较 P 型提升 20-25GW。公司对于低氧低同心圆 N 型单晶技术及产业化研究、N 型硅片薄片化切片技术及产业化研究、Tiger Neo 组件量产等技术均处于行业领先地位，技术上的优势提升了公司 N 型组件量产上的盈利性，N 型产品先发优势显著，技术护城河深厚。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 65.4/88.1/112.8 亿元，对应 PE 为 18.8/14.0/10.9 倍。我们维持对公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**光伏需求增长不及预期；产能扩张进度不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	826.8	1023.2	1297.7	1491.2
营收增速 (%)	103.8	23.8	26.8	14.9
净利润 (亿元)	29.4	65.4	88.1	112.8
净利润增速 (%)	157.2	122.9	34.6	28.1
EPS(元/股)	0.29	0.65	0.88	1.13
PE	41.9	18.8	14.0	10.9

资料来源：Wind，首創證券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	67247	87696	109131	124847	经营活动现金流	4084	9756	13144	15202
现金	19985	30446	36628	41763	净利润	2936	6544	8809	11280
应收账款	16594	20512	26015	29894	折旧摊销	2972	3775	3907	4059
其它应收款	862	1066	1352	1554	财务费用	-53	885	769	395
预付账款	3629	4288	5426	6198	投资损失	34	-236	-236	-236
存货	17450	20611	26079	29792	营运资金变动	-1229	-1218	-114	-302
其他	4251	5262	6673	7668	其它	-577	7	10	7
非流动资产	38393	39587	40934	42650	投资活动现金流	-14844	-4734	-5019	-5539
长期投资	1145	1145	1145	1145	资本支出	14905	4918	5203	5723
固定资产	30438	31862	33407	35295	长期投资	348	0	0	0
无形资产	1511	1360	1224	1102	其他	-287	184	184	184
其他	2494	2494	2494	2494	筹资活动现金流	11685	5438	-1944	-4528
资产总计	105639	127283	150065	167497	短期借款	0	0	0	0
流动负债	61789	68379	83747	92541	长期借款	2514	492	642	-1491
短期借款	10131	7963	8109	8109	其他	12135	8000	-1963	-2643
应付账款	15118	17865	22605	25823	现金净增加额	925	10460	6182	5135
其他	3833	4529	5731	6547					
非流动负债	17161	17670	18239	18239	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	3179	3688	4257	4257	成长能力				
其他	531	531	531	531	营业收入	103.8%	23.8%	26.8%	14.9%
负债合计	78949	86049	101986	110779	营业利润	125.9%	121.3%	36.2%	28.1%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	157.2%	122.9%	34.6%	28.1%
归属母公司股东权益	26690	41234	48079	56717	获利能力				
负债和股东权益	105639	127283	150065	167497	毛利率	10.4%	14.5%	14.7%	15.2%
					净利率	3.6%	6.4%	6.8%	7.6%
					ROE	11.0%	15.9%	18.3%	19.9%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROIC	6.5%	13.4%	15.3%	16.8%
营业收入	82676	102323	129773	149123	偿债能力				
营业成本	74037	87486	110700	126459	资产负债率	74.7%	67.6%	68.0%	66.1%
营业税金及附加	218	270	343	394	净负债比率	14.0%	10.3%	9.2%	7.4%
营业费用	2166	2681	3400	3907	流动比率	1.09	1.28	1.30	1.35
研发费用	1199	1484	1883	2163	速动比率	0.81	0.98	0.99	1.03
管理费用	1914	2369	3004	3452	营运能力				
财务费用	-234	885	769	395	总资产周转率	0.78	0.80	0.86	0.89
资产减值损失	-919	-400	-400	-400	应收账款周转率	5.15	4.37	4.42	4.22
公允价值变动收益	56	56	56	56	应付账款周转率	2.52	2.24	2.31	2.21
投资净收益	643	180	180	180	每股指标(元)				
营业利润	3156	6985	9512	12189	每股收益	0.29	0.65	0.88	1.13
营业外收入	14	109	35	35	每股经营现金	0.41	0.98	1.31	1.52
营业外支出	43	20	20	20	每股净资产	2.67	4.12	4.81	5.67
利润总额	3127	7073	9527	12204	估值比率				
所得税	191	530	718	924	P/E	41.9	18.8	14.0	10.9
净利润	2936	6544	8809	11280	P/B	4.61	2.98	2.56	2.17
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	2936	6544	8809	11280					
EBITDA	5649	11644	14188	16642					
EPS (元)	0.29	0.65	0.88	1.13					

## 分析师简介

董海军，分析师，北京大学硕士，2020年8月加入首创证券。

张星梅，复旦大学硕士，对外经济贸易大学学士，2022年11月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现