中来股份（300393.SZ）

增持

背板龙头地位稳固，N型TOPCon电池加速投产

核心观点

营收利润大幅增长。公司2022年实现营业收入95.8亿元，同比+64.6%；实现归母净利润4.0亿元，同比+228.1%。23Q1实现营收27.1亿元，同比+34.8%，环比+38.7%；实现归母净利润1.0亿元，同比+15.7%，环比+76.0%。

盈利能力显著改善。2022年，公司组件和背板产品毛利率同比分别提升16.3/2.8 pct，综合毛利率15.6%，同比+4.1pct；销售净利率4.9%，同比+12.0pct。净利率大幅提升，一方面是公司主业毛利率的拉动作用，另外公司2021年对小尺寸（158.75mm）电池生产线和光伏电站资产计提减值准备，合计约4亿元，2022年该科目同比改善明显。

背板业务保持龙头地位。2022年公司背板销售量2.47亿平，同比提升47.2%，保持行业第一。2022年背板产品单价11.0元/平，同比保持稳定，单平毛利2.6元/平，同比提升12.7%。截至2022年底，公司背板产能为2.2亿平方米。此外，公司规划的年产2.5亿平方米光伏背板项目已完成立项审批，未来背板产能将持续提升。

N型TOPCon电池即将放量。2022年公司组件出货2.5GW（包含内部使用约1GW），同比提升35%。截至22年底，公司电池/组件产能7.6/3.5GW，到2023年底达到19.6/3.5GW。23年公司N型TOPCon产能将快速提升并显著超过组件产能，电池产品外售比例将有所提高。

分布式业务进展顺利。公司与国电投深度合作开展分布式光伏业务，双方优势互补，强化合资公司在分布式领域的竞争力。2022年，公司向双方合资业务子公司上海源烨交付分布式系统1.5GW，同比提升128%。此外，2023年2月浙能电力入主成为公司控股股东，有望为公司在浙江开展光伏电站相关业务提供助力。

风险提示：公司产能投放不及预期，光伏行业各环节竞争加剧，光伏电池技术迭代风险等。

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。我们预计2023-2025年归母净利润9.1/14.6/20.5亿元，同比增速125.8%/61.2%/40.1%，对应5月9日收盘价的动态PE为15.8/9.8/7.0x。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,820	9,577	14,709	19,949	28,487
(+/-%)	14.4%	64.6%	53.6%	35.6%	42.8%
净利润(百万元)	-313	401	906	1461	2047
(+/-%)	-424.2%	-228.1%	125.8%	61.2%	40.1%
每股收益（元）	-0.29	0.37	0.83	1.34	1.88
EBIT Margin	1.9%	7.1%	7.6%	8.8%	8.5%
净资产收益率（ROE）	-9.7%	10.8%	17.0%	22.7%	25.4%
市盈率（PE）	-45.7	35.7	15.8	9.8	7.0
EV/EBITDA	57.9	28.3	19.8	14.5	12.3
市净率（PB）	3.52	3.09	2.63	2.13	1.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺
010-88005313
wangweiqi2@guosen.com.cn
S0980520080003

证券分析师：王昕宇
021-60375422
wangxinyu6@guosen.com.cn
S0980522090002

证券分析师：李恒源
021-60875174
lihengyuan@guosen.com.cn
S0980520080009

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	13.15元
总市值/流通市值	14329/12544百万元
52周最高价/最低价	21.51/13.02元
近3个月日均成交额	448.96百万元

市场走势

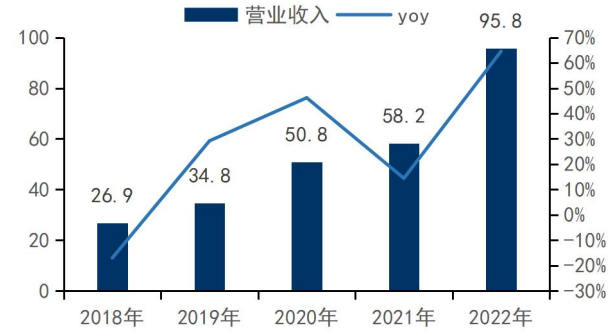
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中来股份（300393.SZ）-领跑光伏背板行业，TOPCon电池技术先驱》——2023-02-27

营收利润大幅增长。公司 2022 年实现营业收入 95.8 亿元，同比+64.6%；实现归母净利润 4.0 亿元，同比+228.1%。23Q1 实现营收 27.1 亿元，同比+34.8%，环比+38.7%；实现归母净利润 1.0 亿元，同比+15.7%，环比+76.0%。

图1：年度营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

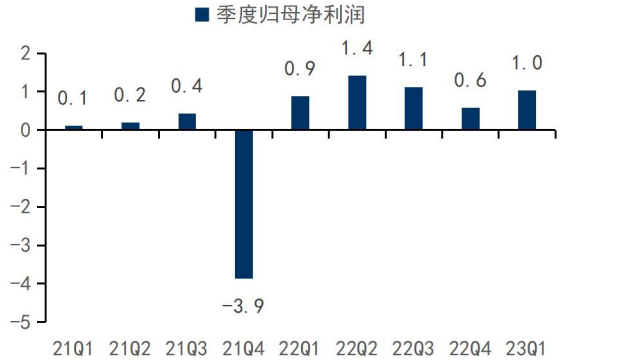
图2：单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

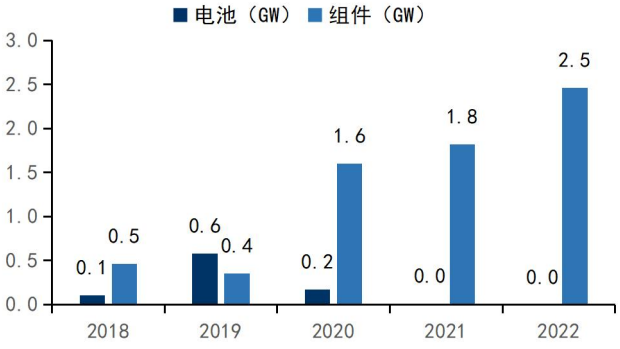
图4：单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

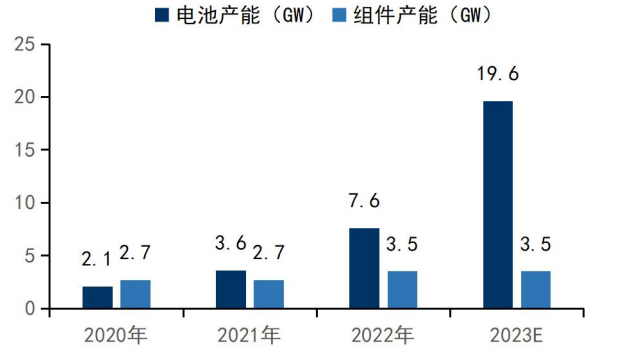
2022 年公司组件出货 2.5GW（包含内部使用约 1GW），同比提升 35%。截至 22 年底，公司电池/组件产能 7.6/3.5GW，到 2023 年底达到 19.6/3.5GW。从 23 年开始，公司 N 型 TOPCon 电池外售比例将有所提升。

图5：公司电池组件销售量（GW，组件数据含自用部分）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

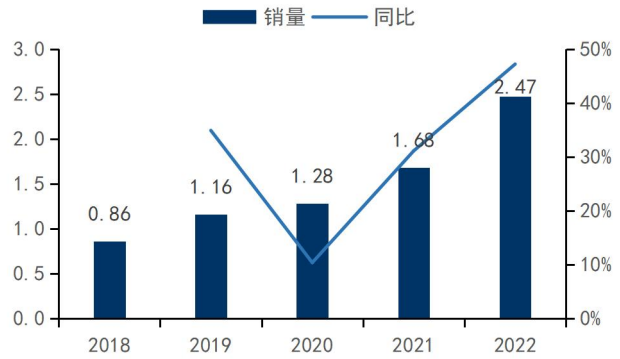
图6：公司电池组件产能（GW）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022 年公司背板销售量 2.47 亿平，同比提升 47.2%，保持全球第一。2022 年背板产品单价 11.0 元/平，同比保持稳定，单平毛利 2.6 元/平，同比提升 12.7%。截至 2022 年底，公司背板产能为 2.2 亿平方米。此外，公司规划的年产 2.5 亿平方米通用型光伏背板项目已完成立项审批，正处于项目环评等报批手续环节，后续产能有望持续提升。

图7：公司背板销售量（亿平）



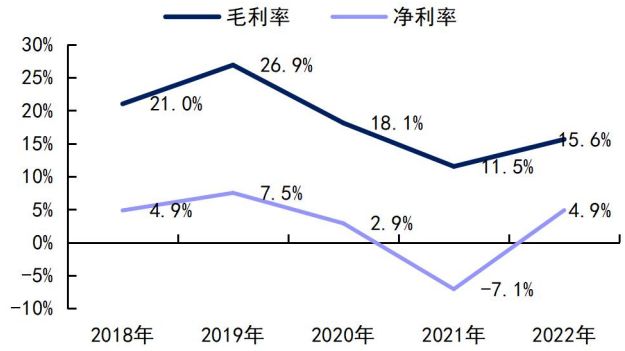
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司背板销售单价和单平毛利（元/平）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

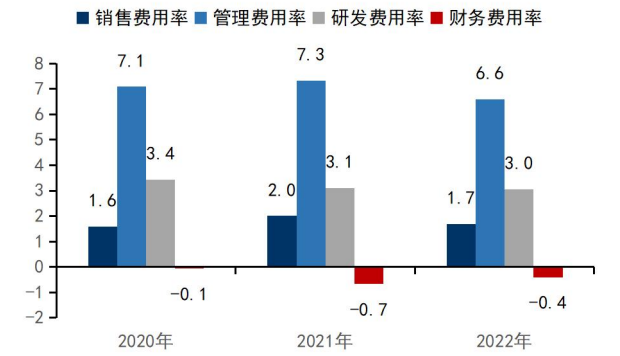
2022 年，公司组件和背板产品毛利率同比分别提升 16.3/2.8 pct，综合毛利率 15.6%，同比+4.1pct；销售净利率 4.9%，同比+12.0pct。净利率大幅提升，一方面是公司主业毛利率的拉动作用，另外公司 2021 年对小尺寸（158.75mm）电池生产线和光伏电站资产计提减值准备，合计约 4 亿元，2022 年该科目同比改善明显。期间费用率稳中有降：销售费用率 1.7%，同比-0.3pct；管理费用率 6.6%，同比-0.7pct；研发费用率 3.0%，同比-0.1pct；财务费用率-0.4%，同比+0.3pct。

图9：公司销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司各项费用率 （%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司背板龙头地位稳固，同时发力 N 型 TOPCon 电池和分布式系统产品，各业务条线积极推进，发展进入快车道。我们预计公司 2023-2025 年实现主营业务收入分别为 144.7/196.3/280.3 亿元，同比增长 53.6%/35.6%/42.8%;实现归母净利润 9.1/14.6/20.5 亿元，同比增速 125.8%/61.2%/40.1%。

表1：公司各业务收入预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
光伏电池					
生产量（GW）	1.3	2.5	6.4	12.0	20.6
销售量（GW）	0.0	0.0	3.8	9.4	18.0
收入（亿元）			35.7	72.7	137.0
增速			/	103.7%	88.5%
毛利（亿元）			6.8	15.9	28.8
毛利率			19.0%	21.9%	21.0%
光伏组件					
生产量（GW）	1.9	2.5	2.6	2.6	2.6
销售量（GW）	1.0	1.5	1.3	1.3	1.3
收入（亿元）	16.6	30.3	20.5	18.3	18.0
增速	-32.1%	82.7%	-32.6%	-10.3%	-1.7%
毛利（亿元）	-0.7	1.6	2.7	2.7	2.4
毛利率	-4.3%	5.3%	13.0%	14.5%	13.3%
光伏系统					
销售量（GW）	0.8	1.5	2.0	2.5	3.0
收入（亿元）	22.1	36.8	59.0	69.7	82.9
增速	88.6%	66.5%	60.5%	18.2%	19.0%
毛利（百万元）	3.4	6.4	8.0	8.8	9.0
毛利率	15.3%	17.4%	13.6%	12.7%	10.9%
光伏背板					
销售量（亿平）	1.7	2.5	2.7	3.3	4.0
收入（亿元）	18.5	27.2	29.6	35.6	42.3
增速	36.6%	46.7%	9.0%	20.1%	19.0%
毛利（亿元）	3.9	6.5	7.0	8.0	9.6
毛利率	21.1%	23.8%	23.7%	22.5%	22.7%
合计					
主营业务收入（亿元）	57.2	94.2	144.7	196.3	280.3
增速	15.1%	64.8%	53.6%	35.6%	42.8%
毛利（亿元）	6.6	14.5	24.5	35.4	49.8
毛利率	11.5%	15.4%	16.9%	18.1%	17.8%

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

投资建议：维持盈利预测，维持“增持”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 9.1/14.6/20.5 亿元，同比增速 125.8%/61.2%/40.1%，对应 5 月 9 日收盘价的动态 PE 为 15.8/9.8/7.0x。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2489	2987	1000	1000	1000
应收款项	1591	3277	5032	6825	9746
存货净额	1608	2736	4022	5363	7702
其他流动资产	219	941	367	490	703
流动资产合计	**6245**	**10616**	**11036**	**14492**	**20310**
固定资产	2646	3328	4433	6546	7315
无形资产及其他	72	108	104	100	95
其他长期资产	2922	2815	4413	3990	4273
长期股权投资	255	137	137	137	137
资产总计	**12139**	**17003**	**20123**	**25264**	**32130**
短期借款及交易性金融负债	1693	3877	2994	3890	4120
应付款项	4222	5128	7539	10052	14437
其他流动负债	931	1274	1914	2215	2446
流动负债合计	**6997**	**10540**	**12847**	**16699**	**21778**
长期借款及应付债券	416	598	598	598	598
其他长期负债	660	1234	1234	1234	1234
长期负债合计	**1076**	**1832**	**1832**	**1832**	**1832**
负债合计	**8072**	**12372**	**14679**	**18531**	**23610**
少数股东权益	679	745	695	614	500
股东权益	3388	3886	4748	6119	8020
负债和股东权益总计	**12139**	**17003**	**20123**	**25264**	**32130**

关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	(0.29)	0.37	0.83	1.34	1.88
每股红利	0.00	0.04	0.08	0.13	0.19
每股净资产	3.73	4.25	5.00	6.18	7.82
ROIC	2%	7%	11%	16%	18%
ROE	-10%	11%	17%	23%	25%
毛利率	12%	16%	17%	18%	18%
EBIT Margin	2%	7%	8%	9%	8%
EBITDA Margin	7%	10%	10%	11%	11%
收入增长	14%	65%	54%	36%	43%
净利润增长率	-424%	-228%	126%	61%	40%
资产负债率	66%	73%	73%	73%	73%
股息率	0.0%	0.3%	0.6%	1.0%	1.4%
P/E	(45.7)	35.7	15.8	9.8	7.0
P/B	3.5	3.1	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	57.9	28.3	19.8	14.5	12.3

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**5820**	**9577**	**14709**	**19949**	**28487**
营业成本	5149	8080	12221	16348	23426
营业税金及附加	20	27	41	56	80
销售费用	117	162	294	399	570
管理费用	245	340	588	798	1139
研发费用	181	292	441	598	855
财务费用	(38)	(38)	116	126	143
投资收益	(82)	69	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(521)	(165)	0	0	0
其他收入	559	190	0	0	0
营业利润	(418)	642	1007	1623	2274
营业外净收支	(0)	(7)	0	0	0
利润总额	**(418)**	**635**	**1007**	**1623**	**2274**
所得税费用	(5)	168	151	243	341
少数股东损益	(99)	67	(50)	(81)	(114)
归属于母公司净利润	**(313)**	**401**	**906**	**1461**	**2047**

现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	(313)	401	906	1461	2047
资产减值准备	(462)	(65)	0	0	0
折旧摊销	279	268	342	510	678
公允价值变动损失	(5)	1	0	0	0
财务费用	(38)	(38)	116	126	143
营运资本变动	1421	(2500)	783	(500)	(970)
其它	(568)	733	66	45	29
经营活动现金流	**351**	**(1161)**	**2096**	**1516**	**1784**
资本开支	(433)	(798)	(1443)	(2618)	(1442)
其它投资现金流	(208)	(56)	(1598)	423	(283)
投资活动现金流	**(641)**	**(854)**	**(3041)**	**(2195)**	**(1725)**
权益性融资	39	94	0	0	0
负债净变化	360	1979	(883)	896	230
支付股利、利息	0	0	(44)	(91)	(146)
其它融资现金流	133	1797	(883)	896	230
融资活动现金流	**438**	**2112**	**(1043)**	**679**	**(59)**
现金净变动	**148**	**97**	**(1987)**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	1470	2489	2987	1000	1000
货币资金的期末余额	2489	2987	1000	1000	1000
企业自由现金流	1373	(2532)	636	(1121)	321
权益自由现金流	1771	(524)	(346)	(332)	429

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032