

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：46.36元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：赵宇鹏

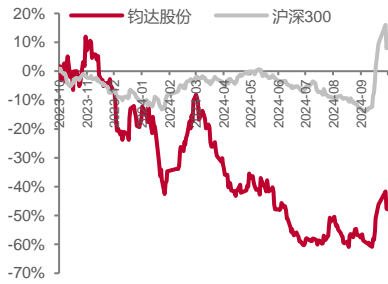
执业证书编号：S0740522100005

Email: zhaoyu02@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	229
流通股本(百万股)	224
市价(元)	46.36
市值(百万元)	10,596
流通市值(百万元)	10,397

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,595	18,657	11,009	17,254	19,497
增长率 yoy%	305%	61%	-41%	57%	13%
净利润(百万元)	717	816	-458	846	1,142
增长率 yoy%	501%	14%	-156%	285%	35%
每股收益(元)	3.14	3.57	-2.00	3.70	5.00
每股现金流量	0.68	8.66	1.17	8.70	12.57
净资产收益率	68%	17%	-11%	17%	19%
P/E	14.8	13.0	-23.1	12.5	9.3
P/B	10.1	2.3	2.5	2.1	1.7

备注：股价取自2024年10月10日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- TOPCon 龙头企业，持续技术迭代引领行业发展。**公司是 TOPCon 龙头企业，是行业中率先大规模扩产的 TOPCon 企业之一，持续引领电池片行业技术进步。公司在 TOPCon 持续开展 TOPCon 电池产品升级迭代，最新产品集成多项尖端技术，全面导入 LP 双插工艺，同时采用第一代和第二代激光改进技术，有望将 TOPCon 电池量产效率从 2023 年初 25% 左右提升至年底 26%，未来将长期保持 TOPCon 领先优势。
- 行业竞争加剧，出清加速龙头受益。**此前 TOPCon 电池产能加速释放，导致行业短期竞争压力较大，电池片环节亏损严重；展望后续，在融资收紧的大背景下，新进入者及小厂商资金压力日益加大，技术实力逐步拉开，较多项目终止、转让、出售，行业洗牌持续进行，预计最晚到 2025 年一季度的光伏淡季有望快速出清，电池片环节有望迎来行业拐点，龙头有望显著受益。
- 轻装上阵，率先完成 PERC 资产计提。**随着行业 N 型产品需求占比快速提升，P 型电池盈利能力显著下行，公司的 P 型电池片资产仅不到 10GW，考虑到产品结构的变化，已在 2023 年对 P 型 PERC 电池相关资产充分减值计提，将公司 P 型 PERC 设备资产出清。因此公司现有产能结构以 N 型为主，产能及资产结构得到进一步优化，有利于未来业绩增长。
- 海外建厂，穿越周期。**当前国内电池片盈利压力大，公司针对持续增长的海外光伏市场需求，持续发掘海外客户，构建海外销售网络，2024 年上半年海外销售占比增长至 13.8%，实现大幅提升。此外，考虑到目前美国对东南亚四国有 AD/CVD 政策调查，公司在行业内率先提出中东建厂布局，搭建海外价格体系，引领行业穿越周期。
- 盈利预测与估值评级：**我们预测公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 110/173/195 亿元，归母净利润分别为 -4.6/8.5/11.4 亿元，EPS 分别为 -2.0/3.7/5.0 元，公司当前股价对应预测 EPS 的 PE 倍数 2025/2026 年分别为 13/9 倍，我们看好公司的技术及成本优势、产品的价格弹性、海外布局及资产优质，给与 2025 年可比公司平均 20.6 倍 PE，对应目标市值为 175 亿，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**产业链价格波动风险；技术进步不达预期风险；产能投放不及预期风险；行业竞争加剧风险；市场规模测算不及预期风险；研报使用的信息数据更新不及时的风险等。

## 内容目录

1. 光伏电池片头部企业，推动行业技术迭代.....	- 4 -
2. P-N 转型弯道超车，轻装上阵穿越周期.....	- 9 -
2.1 N型电池片头部企业，产能扩张实现持续增长.....	- 9 -
2.1 产能包袱已解决，轻装上阵未来可期.....	- 12 -
2.2 海外扩产新技术，领先行业重新起航.....	- 12 -
3. 行业加速出清，盈利拐点到来.....	- 14 -
3.1 行业出清，龙头受益.....	- 14 -
3.2 价格底部反弹，电池片迎盈利弹性.....	- 15 -
4. 盈利预测与估值评级.....	- 16 -
4.1 核心假设.....	- 16 -
4.2 估值与投资评级.....	- 16 -
5. 风险提示.....	- 17 -

## 图表目录

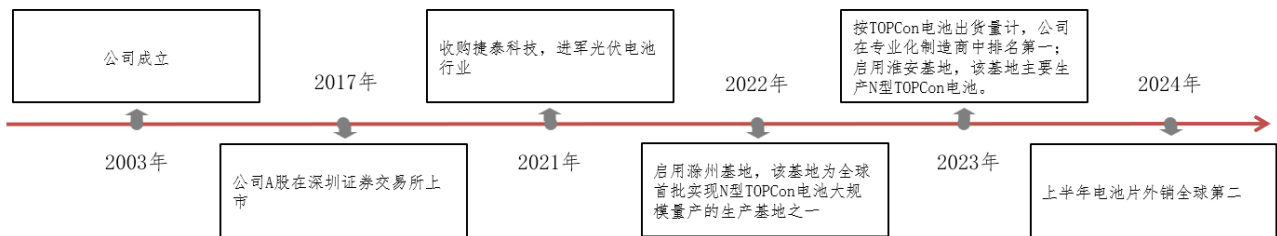
图表 1: 公司历史沿革.....	- 4 -
图表 2: 公司主营产品在产业链中所处的位置.....	- 4 -
图表 3: 公司分主营业务营收（亿元）.....	- 4 -
图表 4: 全球电池片出货量排名.....	- 5 -
图表 5: 2022 年 5GW 以上规模化量产的 TOPCon 项目统计.....	- 5 -
图表 6: 公司电池片出货量及同比增速.....	- 6 -
图表 7: 公司 N 型电池片出货占比.....	- 6 -
图表 8: 公司营业收入及同比增速.....	- 6 -
图表 9: 公司归母净利润及同比增速.....	- 6 -
图表 10: 公司近年期间费用率.....	- 7 -
图表 11: 公司近年毛利率和净利率.....	- 7 -
图表 12: 公司当前股权结构（截至 2024 年 9 月 10 日）.....	- 7 -
图表 13: 公司近年股权激励计划.....	- 8 -
图表 14: 光伏技术对比.....	- 9 -
图表 15: 2022-2028 年电池片产出占比趋势.....	- 10 -
图表 16: TOPCon 电池片产能规划（GW）.....	- 10 -
图表 17: 月度组件招标容量及 P-N 占比.....	- 10 -
图表 18: 2022-2029 年电池技术产出占比趋势.....	- 11 -
图表 19: TOPCon 电池片产能规划（GW）.....	- 11 -
图表 20: TOPCon 电池技术发展路径展望.....	- 11 -
图表 21: 公司 TOPCon 技术发展路径.....	- 12 -

图表 22: 截至 2023 年末 PERC 电池片产能 (GW) .....	- 12 -
图表 23: 2023 年 H2 起 PERC 产能退坡分布 .....	- 12 -
图表 24: 公司海外销售收入及海外营销占比 .....	- 13 -
图表 25: 公司全球业务布局 .....	- 13 -
图表 26: 中国光伏组件出口中东规模及占比 .....	- 13 -
图表 27: 中东光伏新增装机规模及同比增速 .....	- 13 -
图表 28: TOPCon 电池片项目变化 .....	- 14 -
图表 29: 光伏电池片月度产量 .....	- 14 -
图表 30: 产业链价格和成本情况 (2024 年 8 月末数据) .....	- 15 -
图表 31: 近期多晶硅产品价格 .....	- 15 -
图表 32: 近期硅片产品价格 .....	- 15 -
图表 33: 主营业务主要假设 .....	- 16 -
图表 34: 相对估值表 .....	- 16 -

## 1. 光伏电池片头部企业，推动行业技术迭代

- 全面聚焦光伏主业，TOPCon 出货全球领先。**公司原名海南钧达汽车饰件股份有限公司，2021 年 9 月前，上市公司主要经营汽车塑料内外饰件的研发、生产和销售。公司核心资产捷泰科技（原名展宇科技）成立于 2019 年 12 月（2020 年 9 月更名为捷泰科技）。2021 年 9 月，公司收购捷泰科技 51% 股权，取得其控制权，开始涉足光伏行业。2022 年 5 月，公司将原有汽车饰件业务置出，专注于光伏电池研发、生产与销售。2022 年 7 月，公司进一步收购捷泰科技剩余 49% 股权，公司全面聚焦于光伏电池主业。2022 年，捷泰科技率先行业实现 N 型 TOPCon 电池大规模量产，推动行业电池技术由 P 型向 N 型升级迭代。凭借技术领先优势不断扩张新产能，公司 2024 年上半年电池片外销全球第二，是全球光伏电池行业中规模领先、技术领先的龙头企业。

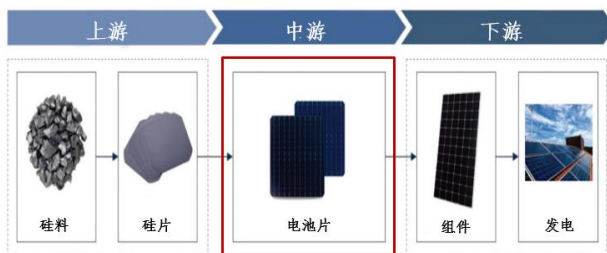
图表1：公司历史沿革



来源：公司公告，中泰证券研究所

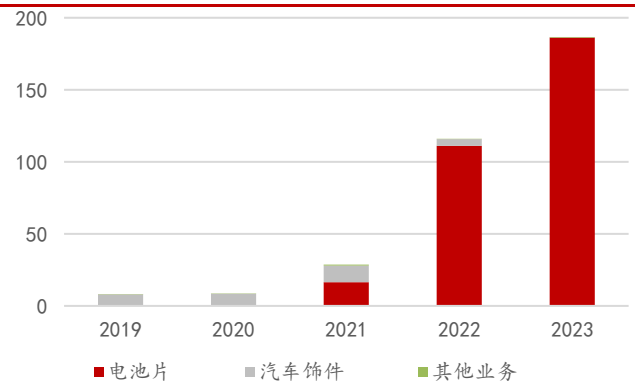
- 公司深度聚焦电池片主业，推动技术进步。**光伏产业链主要包括硅料、硅片、电池片、组件、应用系统等环节。公司主营业务为光伏电池的研发、生产与销售，通过向上游采购硅片加工制成电池片，销售给下游组件企业，由组件企业对电池片拼接、封装制成光伏发电组件，供终端客户使用。光伏电池是光伏产业核心技术环节，通过技术迭代升级，不断提升光电转换效率，降低光伏发电成本。光伏电池的技术迭代升级，是下一步光伏产业发展核心，也是光伏发电成本持续下降的关键。

图表2：公司主营产品在产业链中所处的位置



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表3：公司分主营业务营收（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

夯实全球头部电池片企业地位。捷泰科技原名展宇科技，2018-2019 年全球电池片出货量排行榜中，公司位列前五；但 2020-2021 年掉出前五地位；2024 年上半年，公司实现电池片出货 19.21GW，同比增长 68.51%，其中 N 型电池出货 16.43GW，占比达 85.5%，据 Infolink 统计，公司出货量位列行业第二位，夯实全球电池片龙头地位。

图表4：全球电池片出货量排名

排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
1	通威股份	通威股份	通威股份	通威股份	通威股份	通威股份	中润光能
2	爱旭股份	爱旭股份	爱旭股份	爱旭股份	爱旭股份	爱旭股份	捷泰科技
3	展宇科技	江苏中宇	润阳股份	润阳股份	润阳股份	中润光能	通威股份
4	联合再生能源	展宇科技	潞安太阳能	江苏中宇	中润光能	捷泰科技	爱旭股份/英发
5	茂迪	润阳股份	江苏中宇	潞安太阳能	捷泰科技	润阳股份	睿能

来源：Infolink，中泰证券研究所

- **弯道超车，引领 TOPCon 电池产业化进展。**2022 年，公司率先在行业内规模化扩产 TOPCon 电池片技术，从投产进度来看，公司和晶科能源是在 2022 年上半年即实现 TOPCon 技术 5GW 以上量产的企业，且在持续扩大产能，领先其他光伏企业，技术实力引领行业发展。

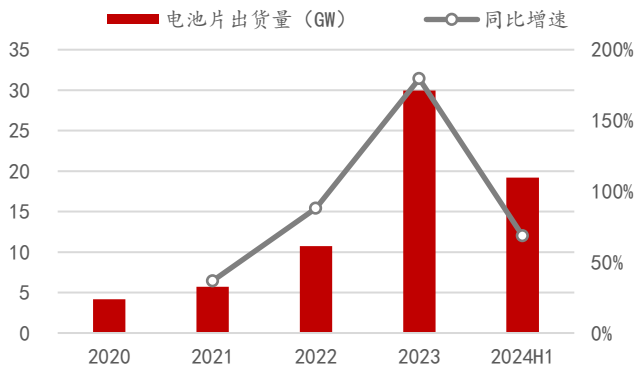
图表5：2022 年 5GW 以上规模化量产的 TOPCon 项目统计

厂家	基地	产能 (GW)	投产时间
晶科能源	合肥晶科 1 期	8.0	2022 年 1 月
晶科能源	尖山晶科 1 期	8.0	2022 年 1 月
晶科能源	尖山晶科 2 期	11.0	2022 年 6 月
捷泰科技	滁州捷泰 1 期	8.0	2022 年 6 月
晶科能源	合肥晶科 2 期	8.0	2022 年 7 月
通威太阳能	眉山 3 期	9.0	2022 年 11 月
天合光能	宿迁基地	8.0	2022 年 12 月

来源：北极星光伏网，滁州市政府，晶科能源官网，索比光伏网，眉山网，江苏省光伏产业协会，中泰证券研究所

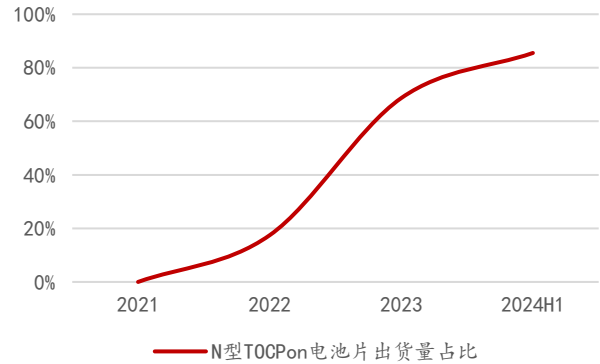
出货量快速提升，TOPCon 占比行业领先。2023 年公司的 PERC 技术产能为 9.5GW 左右，后续扩产的产能均为 TOPCon 电池技术，随着滁州基地和淮安基地逐步投产，公司出货量及 N 型 TOPCon 产品出货占比近年得到快速提升，2021 年及以前公司产品出货全部为 PERC 电池片，出货量从 2020 年的 4.2GW 快速提升至 2023 年的 30.0GW，复合增长率达 93%，N 型 TOPCon 出货比例提升至 68.7%；2024 上半年公司实现电池片出货 19.21GW，同比增加 68.5%，N 型 TOPCon 出货比例已达 85.5%，出货量持续高速增长。

图表6: 公司电池片出货量及同比增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

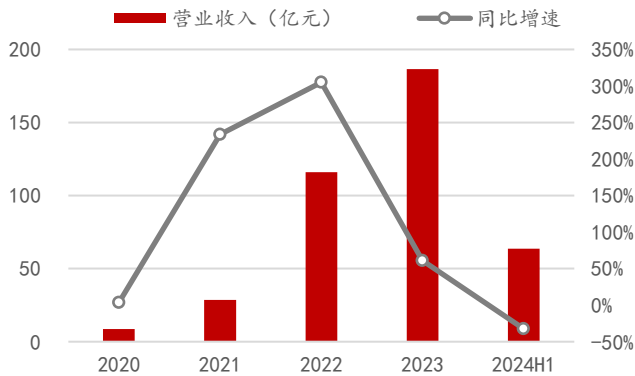
图表7: 公司N型电池片出货占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

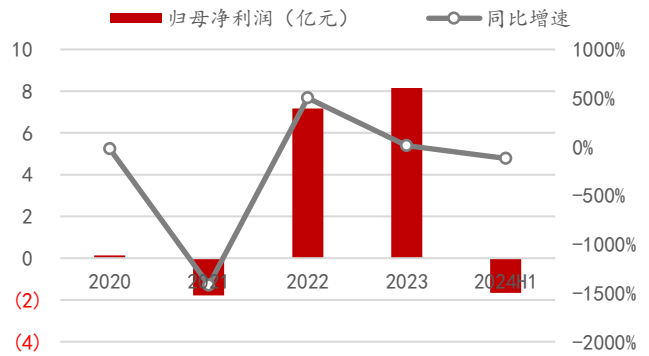
- 营收利润曾高速增长, 短期有所承压。**公司 2021-2022 年因为逐步收购捷泰科技股权, 叠加电池片产品涨价、出货量增长等原因, 2020-2023 年营收从 8.6 亿元增长至 186.6 亿元, 归母净利润从 0.14 亿元增长至 8.2 亿元, 营收利润实现跨越式发展。2024 年上半年, 公司实现营业收入 63.7 亿元, 同比减少 32.4%, 实现归母净利润-1.7 亿元, 同比减少 117.4%, 主要受光伏行业供需不匹配影响, 市场竞争逐步加剧, 产品价格持续下探, 造成营收及利润同比下降, 另外公司计提约 0.7 亿元的资产减值损失(主要为存货跌价损失及合同履行成本减值损失), 对净利润也有较大影响。

图表8: 公司营业收入及同比增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表9: 公司归母净利润及同比增速

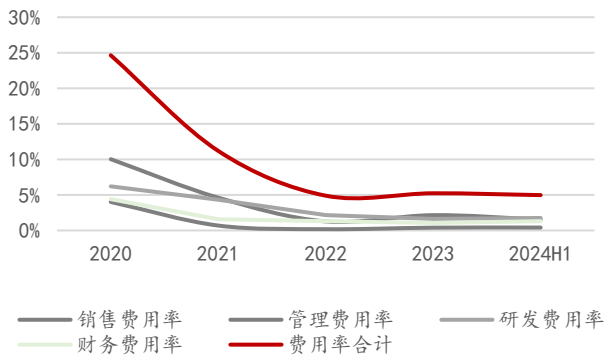


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 费用率显著改善, 后续盈利能力有改善空间。**公司完成重大资产重组后, 随着营收规模的大幅提升期间费用获得优化, 费用率水平大幅下降, 合计费用率从 2020 年的 24.6% 下降至 2024H1 的 5.0%; 公司 2024 年上半年盈利承压, 毛利率已接近盈亏平衡, 净利率已为负值, 公司为电池片行业头部企业仍处于亏损状态, 我们认为当前状态不可持续, 后续随着行业出清进一步加速, 产品价格有望迎来反弹, 公司盈利能力有望改善。

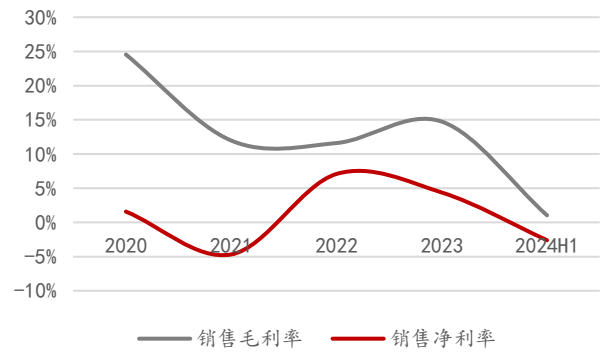


图表10: 公司近年期间费用率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

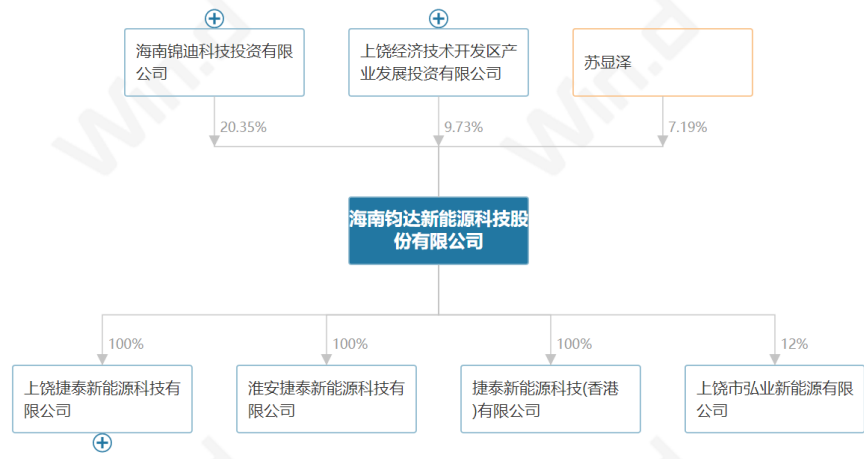
图表11: 公司近年毛利率和净利率



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 股权结构稳定, 管理人员资深。**公司实控人为杨氏家族, 陆小红担任董事长, 上饶经济技术开发区产业发展投资有限公司持股 9.73%; 苏显泽先生持股 7.19% (其为苏泊尔集团实控人并担任执行董事)。2022 年 6 月, 公司聘任捷泰科技总经理张满良先生为公司总经理, 张满良先生在光伏行业有 15 年的从业经验, 曾先后任职于晶澳科技、海润光伏、协鑫集成、东方日升等多家光伏制造厂商, 历任技术、研发、生产管理、经营管理多个岗位。具备光伏行业全面的技术及经营管理经验。

图表12: 公司当前股权结构 (截至 2024 年 9 月 10 日)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 股权激励计划落地, 绑定核心人员利益。**2023 年, 公司制定并推出 2023 年股票期权激励计划、2023 年第二期股票期权激励计划, 进一步将 611 名核心管理、技术、业务等人才纳入激励对象范围, 与员工利益实现深度绑定。公司建立长效激励机制, 通过多期股票期权激励计划的实施, 使得累计四期期权激励计划超过 900 名核心人才成为激励对象, 共享企业发展红利。公司股权激励方案计划的实施, 将充分调动员工积极性,

较好吸引和稳定核心人才，帮助公司不断提升人才竞争力，为持续发展提供动力。

图表13：公司近年股权激励计划

期数	姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总量的比例	占本激励计划公告时公司股本总额的比例	首次授予股票期权的各年度业绩考核目标
2023 年股票期权激励计划 (草案)	张满良	董事、总经理	22.8	6.26%	0.16%	满足以下任一条件，以 2022 年为基数，2023/2024/2025 年各考核年度： 1) 公司营收增长率不低于 50%/100%/150%； 2) 公司净利润增长率不低于 50%/100%/150%；同时个人年度绩效考核评级不低于 B。
	郑洪伟	董事、副总经理	22.5	6.18%	0.16%	
	中层管理人员、核心骨干员工 (214 人)		246.1	67.56%	1.74%	
	首次授予合计		291.4	80.00%	2.06%	
	预留		72.85	20.00%	0.51%	
	总计		364.25	100.00%	2.57%	
2023 年第二期股票期权激励计划 (草案)	刘乐媛 (中国台湾)	高级总监	3.774	0.89%	0.02%	满足以下任一条件，以 2022 年为基数，2023/2024/2025 年各考核年度： 1) 公司营收增长率不低于 50%/100%；2) 公司净利润增长率不低于 150%/200%；同时个人年度绩效考核评级不低于 B。
	吕学翰 (中国台湾)	经理	1.5	0.35%	0.01%	
	中层管理人员、核心骨干员工 (448 人)		333.726	78.90%	1.47%	
	首次授予合计		339	80.14%	1.49%	
	预留		84	19.86%	0.37%	
	总计		423	100.00%	1.86%	

来源：公司公告，中泰证券研究所



## 2. P-N 转型弯道超车，轻装上阵穿越周期

### 2.1 N 型电池片头部企业，产能扩张实现持续增长

- **N 型电池技术优势显著。**N 型电池技术相比较 P 型的优势主要体现在：
  - 转换效率方面：P 型 PERC 电池的理论极限转换效率为 24.5%，而当前已能够实现 23.5% 的量产效率，接近其理论极限；N 型电池相比 P 型电池具备更高的理论转换效率，TOPCon 和 HJT 分别可达 28.7% 和 29.2%，相比 P 型具备更大的发展空间。
  - 组件功率方面：以 M10 硅片 72 版型的组件为例，当前主流的 P 型组件功率约 565W，而 N 型 TOPCon 组件功率约为 590W，N 型异质结组件功率为 600W 左右，同版型组件功率具备更高的功率可降低系统环节的成本。
  - 此外 N 型电池具有双面率高、温度系数低以及薄片化等优点，是未来主要的方向。

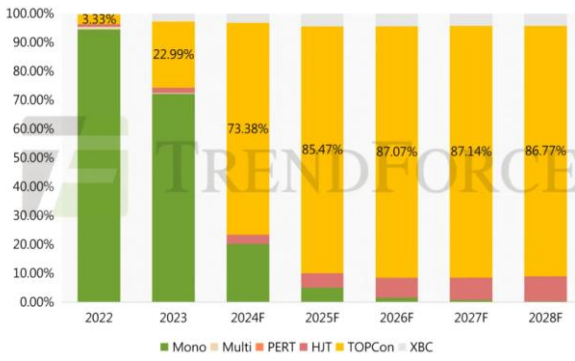
图表 14：光伏技术对比

	PERC	TOPCon	HJT
技术路线	P 型	N 型	N 型
理论极限转换效率	24.50%	28.70%	29.20%
温度系数	-0.35%/°C	-0.30%/°C	-0.24%/°C
组件双面率	70%	85%	90%
组件首年衰减	≤ 2%	≤ 1%	≤ 1%
组件线性衰减	≤ 0.55%	≤ 0.4%	≤ 0.375%

来源：Solarzoom, 通威太阳能, 晶科能源, 中泰证券研究所

- **Topcon 电池市占率将快速提升，是未来的主流技术。**2022 年为 TOPcon 发展元年，据 Trendforce 数据，2022 年 TOPCon 电池市占率仅 3.3%；2023 年，各大企业加大 TOPCon 电池产能布局，TOPCon 电池市占率将快速提升至 23.0% 左右；2024 年，TOPCon 将快速替代 PERC，据 Trendforce 预计，TOPCon 电池片产出占比将达到 73.4%，成为市场主流产品。截至 2024 年 7 月，TOPCon 电池片的产能已超 600GW，还有 600GW 以上在建设中，预计到 2024 年底有望达 940GW 以上，根据各企业的规划产能统计，未来 TOPCon 电池片产能有望超 2000GW。

图表15: 2022-2028年电池片产出占比趋势



来源: Trendforce, 中泰证券研究所

图表16: TOPCon 电池片产能规划 (GW)

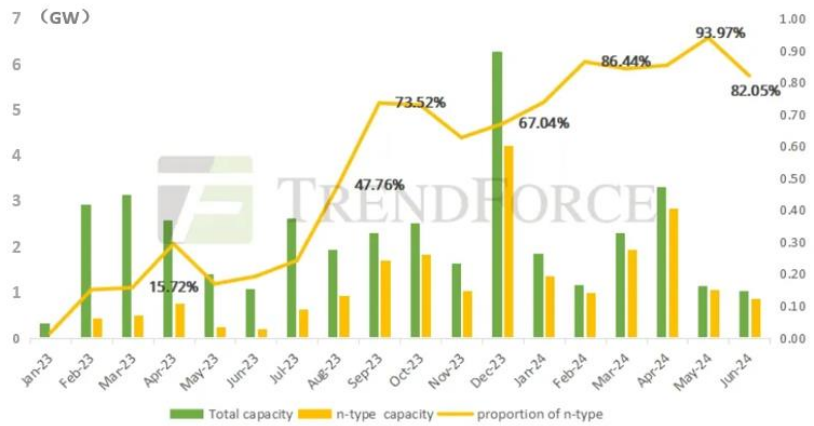


来源: Trendforce, 中泰证券研究所

注: 截至 2024 年 7 月统计

- N 型产品在下游招标认可度快速提升。**根据组件招标情况来看, 据集邦咨询不完全统计, 2024 年上半年国内央企国企组件集采招标容量约 108GW, 其中 N 型组件约 90.3GW, 占比约 84%, 渗透率加速提升。且较 PERC 组件溢价维持在 0.05 元/W 左右, 性价比优势凸显。根据产能推进情况和招标细节来看, TOPCon 在 N 型中已经占据主流, 体现出市场对于 TOPCon 产品的认可。

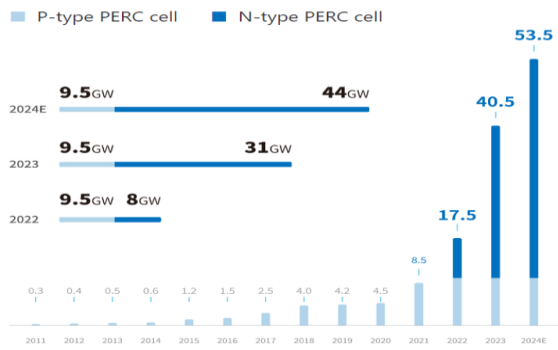
图表17: 月度组件招标容量及 P-N 占比



来源: Trendforce, 中泰证券研究所

- 公司 N 型产能持续推进, 产能规模行业领先。**公司率先行业实现 N 型 TOPCon 电池大规模量产, 凭借技术领先优势不断扩张新产能。2023 年, 随着公司新增产能陆续建成投产, 公司成为光伏电池新龙头企业, 是业内为数不多具备 N 型 TOPCon 电池大规模量产能力的专业化电池厂商, 拥有 P 型 PERC 电池产能 9.5GW, N 型 TOPCon 电池产能 31GW, 在光伏行业由 P 型向 N 型技术升级迭代的周期中, 公司凭借技术领先及产能规模领先优势, 有望引领行业持续发展。

图表18: 2022-2029年电池技术产出占比趋势



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表19: TOPCon 电池片产能规划 (GW)

基地名称	产能 (GW)	电池片类型	状态
上饶产业基地	9.5	P 型 PERC	已投产
滁州产业基地	18	N 型 TOPCon	已投产
淮安产业基地	26	N 型 TOPCon	已投产
阿曼产业基地一期	5	N 型 TOPCon	建设中
阿曼产业基地二期	5	N 型 TOPCon	规划中
合计	63.5		

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 公司引领技术进步, 领先优势长期保持。**TOPCon 电池技术转换效率持续提升, 公司在 TOPCon 电池率先量产基础上不断加大研发投入, 持续开展 TOPCon 电池产品升级迭代。公司推出新一代 TOPCon 电池“MoNo”系列产品, 该产品集成多项尖端技术, 以高效的 LPCVD 技术路线为支撑, 全面导入 LP 双插工艺, 同时采用第一代和第二代激光改进技术, 使电池开路电压提升 12mV, 突破 732mV。此外, “MoNo”系列产品还引入 J-Rpoly、霓虹 poly、J-STF 超密细栅等多项前沿技术, 有效降低光学和电阻损失, 进一步将 TOPCon 电池量产效率从 2023 年初 25%左右提升至年底 26%, 再次实现行业领先。

图表20: TOPCon 电池技术发展路径展望



来源: Trendforce, 中泰证券研究所

图表21: 公司 TOPCon 技术发展路径

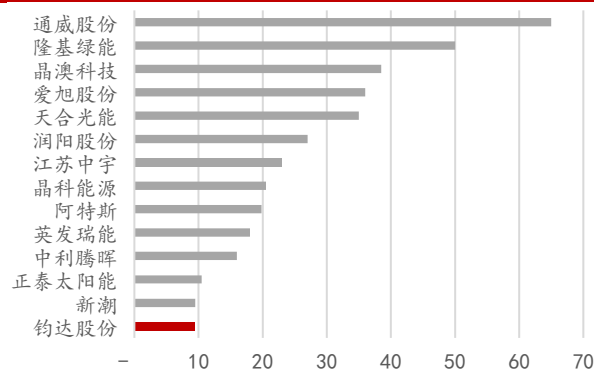
电池技术	说明	状态
LP 双插	降低了低压化学气相沉积成本, 使 TOPCon 电池拥有巨大成本优势	已应用
激光改良	减少了 TOPCon 电池正面金属区域的复合, 提高了短路电流、开路电压及填充系数	已应用
霓虹 Poly	提高了电池的短路电流、开路电压	已应用
渐变膜	减少了前表面复合和反射损耗	已应用
多主栅	缩短了主栅间的电流传输距离, 减少电阻损耗, 可提升转换效率	已应用
超密细栅	减少了横向传输电阻损耗, 通过节省银浆提升了转换效率并提高了成本效率	已应用
超细栅	通过使用更细栅线实现更高的转换效率及减少银浆损耗	研发中
正面金属区域复合优化	通过优化银浆, 正面金属区域的复合损耗进一步降低	研发中
平台技术叠加	探索在 xBC 上整合 TOPCon 技术, 进一步提高开路电压和转换效率。	研发中

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 2.1 产能包袱已解决, 轻装上阵未来可期

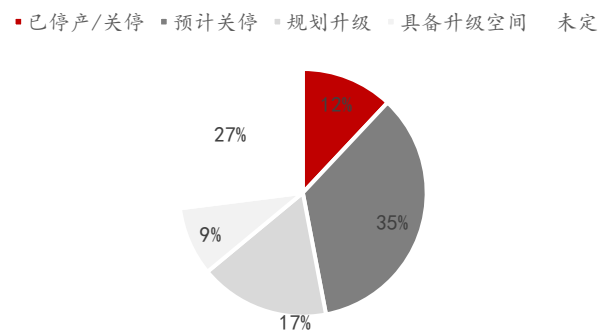
- 大幅计提 P 型固定资产, 解决旧产能包袱。**2023 年四季度以后, 行业内 N 型电池占比快速提升, P 型电池盈利能力显著下行。公司对截止 2023 年 12 月 31 日的 P 型 PERC 电池相关固定资产可收回金额进行充分测试评估, 根据相关会计准则的规定, 公司对 P 型 PERC 电池相关资产计提减值准备 8.94 亿元, 上述减值准备影响公司当期利润总额 8.94 亿元。本次 P 型 PERC 电池相关固定资产减值准备的计提, 将公司 P 型 PERC 设备资产出清, 公司现有产能结构以 N 型为主, N 型产能规模约 40GW。公司产能及资产结构得到进一步优化, 有利于未来业绩增长。

图表22: 截至 2023 年末 PERC 电池片产能 (GW)



来源: Solarzoom, 中泰证券研究所

图表23: 2023 年 H2 起 PERC 产能退坡分布



来源: Infolink, 中泰证券研究所

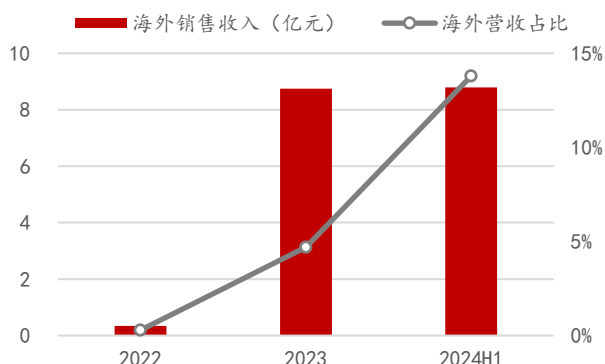
注: 截至 2024 年 2 月统计数据

## 2.2 海外扩产新技术, 领先行业重新起航

- 海外业务逐步拓展, 全球化布局持续推进。**公司持续拓展海外客户, 海外营收占比从 2022 年 0.3% 提升至 2023 年的 4.7%, 2024 年上半年, 公司针对持续增长的海外光伏市场需求, 构建海外销售网络, 实现海外销售 8.8 亿元, 海外销售占比从 2023 年 4.69% 大幅提升至 13.79%。2024

年，公司将着眼全球光伏市场，持续加强欧洲、美洲、中东、东南亚等新兴市场的客户开发，完善全球销售网络，覆盖全球主要市场。

图表24：公司海外销售收入及海外营销占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

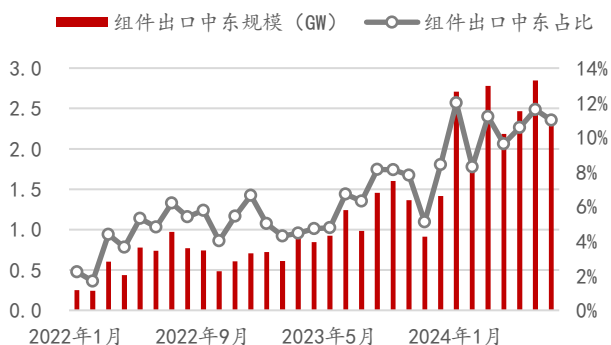
图表25：公司全球业务布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

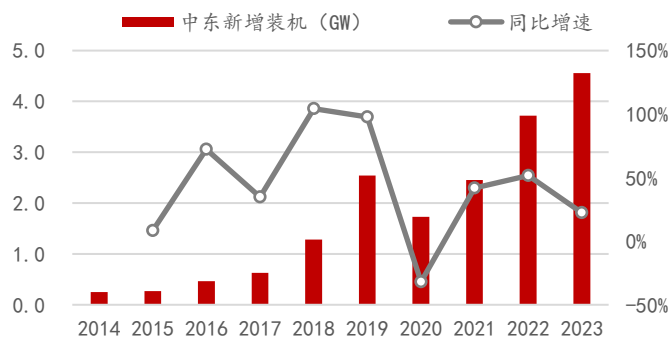
- **中东光伏市场高成长，有望成为全新增长极。**中东地区日照时间长，光照资源充分，发展光伏有先天优势。在沙特《2030 愿景》等政策带动下，2023 年中东地区实现新增光伏装机 4.6GW，同比增加 22.5%；从中国出口中东的组件规模持续增长，2024 年 1-7 月共计 17.1GW，占比超 10%，未来随着中东可再生能源发展加速，有望成为全球全新的光伏增长级。
- **海外产能布局落子，港股融资重新起航。**2024 年 6 月，公司与阿曼投资署共同签署《投资意向协议》，拟在阿曼投资建设年产 10GW 高效光伏电池产能，项目分两期实施，每期 5GW，一期投资额约 2.8 亿美元，预计 2025 年建成投产。公司拟通过发行 H 股股票并在香港联交所上市的方式构建海外资本运作平台，募集资金将用于海外电池产能建设、海外市场拓展及海外销售运营体系建设、全球研发中心建设及补充营运资金，如若顺利完成香港上市，将成为光伏电池片 A+H 第一股。

图表26：中国光伏组件出口中东规模及占比



来源：海光总署，Solarzoom，中泰证券研究所

图表27：中东光伏新增装机规模及同比增速



来源：Energy Institute，中泰证券研究所



### 3. 行业加速出清，盈利拐点到来

#### 3.1 行业出清，龙头受益

- **行业出清正在进行。**在光伏行业竞争不断加剧，产品市场销售价格持续下降的背景下，部分新进入者如华东重机、奥维通信等企业考虑到竞争环境，及时终止项目；部分已建成的项目寻求出售，如海源复材、麦迪科技等，以改善企业现金流；2024年8月，通威股份发布公告拟收购润阳股份51%的股权，润阳股份为2023年全球电池片出货第五的企业，本次收购表明部分行业头部盈利压力显著加大，拉开行业出清及收购整合的大幕。

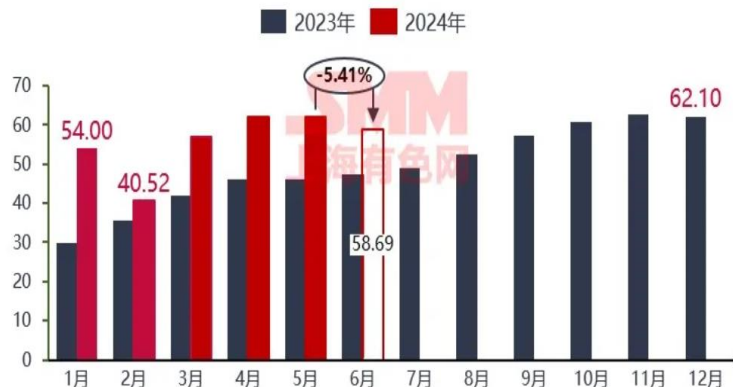
图表28: TOPCon 电池片项目变化

企业名称	项目地	电池产能 (GW)	技术类型	说明
华东重机	安徽亳州	10	TOPCon	项目终止
奥维通信	安徽淮南	5	HJT	项目终止
向日葵	浙江绍兴	10	TOPCon	项目终止
山煤国际	山西晋中	3	HJT	项目终止
棒杰股份	江苏扬州	10	TOPCon	可能破产重整
沐邦高科	江西南昌	8	TOPCon	项目终止
沐邦高科	湖北鄂州	10	TOPCon	项目终止
海源复材	安徽滁州	10	TOPCon	项目出售
皇氏集团	安徽阜阳	20	TOCon	项目拟出售
麦迪科技	四川绵阳	9	TOPCon	项目拟出售
润阳股份	全球多地	57	PERC/TOPCon	项目拟出售
一道新能	全国多地	30	PERC/TOPCon	项目拟出售

来源：各公司公告，中泰证券研究所

- **出清时间窗口已至，需求淡季将成推手。**电池片头部企业和二线企业有一定的成本差异，考虑到每年一季度为需求淡季，叠加春节放假，在行业难以盈利的情况下，各环节开工率大幅下降将提升整体的折旧及费用摊销，企业现金压力及经营压力将显著提升，我们预计2025年的一季度的光伏淡季将成为行业快速出清的时间窗口。

图表29: 光伏电池片月度产量



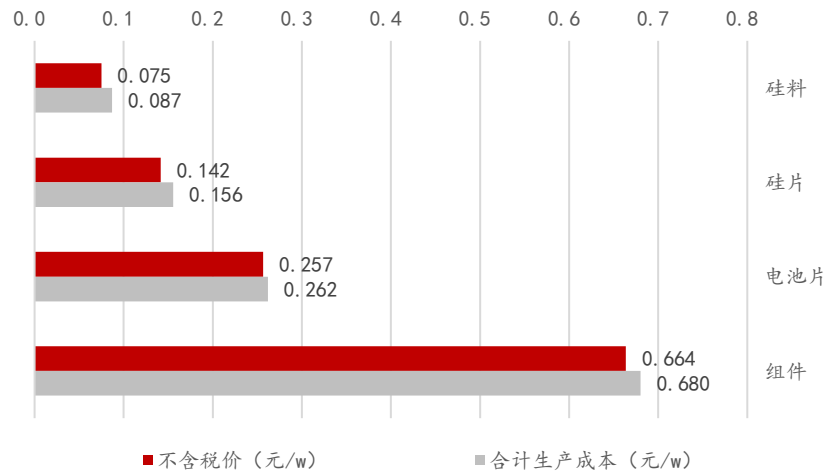
来源：SMM，中泰证券研究所



### 3.2 价格底部反弹，电池片迎盈利弹性

- **光伏产业链亏损严重，价格成本倒挂。**前期光伏产业链价格持续下跌，硅料、硅片、电池片、组件环节均难以盈利，甚至部分环节已开始亏至现金成本，亏损较为严重，一方面长期亏损对各环节的现金流提出严峻考验，不具备现金优势的企业会加速出清，优化市场竞争格局；另一方面，长期亏损不利于行业可持续发展，我们认为当前价格已至底部。

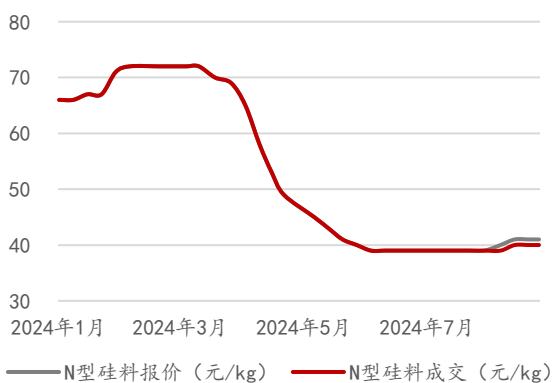
图表30：产业链价格和成本情况（2024年8月末数据）



来源：Solarzoom，中泰证券研究所

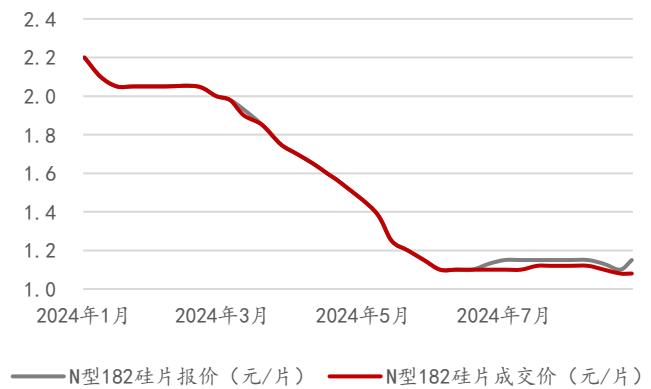
- **上游原材料已涨价，电池片环节拭目以待。**当前产业链价格已有反弹态势，多晶硅已经连续涨价，据硅业分会，9月4日N型料成交价格已涨至41.3元/kg，环比涨幅0.7%，多数硅片企业开始对外报价1.15元/片，涨价情绪较浓。后续随着上游成交均价的调整，涨价情绪有望传导至下游，电池片有望涨价。

图表31：近期多晶硅产品价格



来源：Solarzoom，中泰证券研究所

图表32：近期硅片产品价格



来源：Solarzoom，中泰证券研究所

## 4. 盈利预测与估值评级

### 4.1 核心假设

- 公司主营业务为光伏电池片业务、对公司主营业务的相关假设如下，
  - 产能扩张稳步进行，2025年后增量来自海外基地，预计2024/2025/2026年销量分别40/50/58GW；
  - 当前产品价格与成本倒挂，处于亏损状态，后续随着产能出清逐步进行，产品价格有回升趋势，考虑到降本增效也在同步进行，预计公司2024/2025/2026年电池片销售价格为0.28/0.35/0.34元每瓦；
  - 2024年毛利率承压，后续因价格回升毛利率有改善趋势，叠加海外高盈利地区产能逐步投产，预计2024/2025/2026年毛利率分别为1.7%/10.4%/11.5%。

图表33: 主营业务主要假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销量 (GW)	10.72	29.96	40.00	50.00	58.00
单价 (元/W)	1.03	0.62	0.28	0.35	0.34
营业收入 (亿元)	116.0	186.6	110.1	172.5	195.0
营业成本 (亿元)	102.5	159.1	108.2	154.6	172.6
毛利率	11.6%	14.7%	1.7%	10.4%	11.5%

来源: wind, 中泰证券研究所

### 4.2 估值与投资评级

- 我们预测公司2024/2025/2026年营业收入分别为110/173/195亿元，归母净利润分别为-4.6/8.5/11.4亿元，EPS分别为-2.0/3.7/5.0元，公司当前股价对应预测EPS的PE倍数2025/2026年分别为13/9倍。
- 相对估值方面，我们选择晶科能源、通威股份、爱旭股份为可比公司，晶科能源和公司均为TOPCon技术的行业者，而通威股份、爱旭股份均为电池片环节全球龙头公司，因此具备一定可比性；根据以下相对估值对比，公司的PE相对可比公司偏低，2024年为TOPCon产品大规模替代PERC产品的一年，我们认为具备显著规模优势和成本优势的企业将在这一轮竞争中脱颖而出，光伏板块估值有望重回上行通道。
- 我们看好公司的技术及成本优势、产品的价格弹性、海外布局及资产优质，给与2025年可比公司平均20.6倍PE，对应目标市值为175亿，首次覆盖给予“买入”评级。

图表34: 相对估值表

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688223.SH	晶科能源	685.36	0.74	0.22	0.44	0.56	12.2	41.4	20.7	16.3
600438.SH	通威股份	860.33	3.02	-0.87	0.82	1.42	7.1	-24.7	26.3	15.2

600732.SH	爱旭股份	147.32	0.41	-1.28	0.65	1.14	23.1	-7.5	14.7	8.4
		平均					14.2	3.0	20.6	13.3
002865.SZ	钧达股份	105.96	3.57	-2.00	3.70	5.00	13.0	-23.1	12.5	9.3

来源：wind，中泰证券研究所

注：可比公司 EPS 来自 wind 一致预测，股价为 2024 年 10 月 10 日收盘价

## 5. 风险提示

- **产业链价格波动风险：**产业链价格当前处于低位，若后续没有反弹空间，将对公司营收及利润增长产生不利影响。
- **技术进步不达预期风险：**若 TOPCon 的降本提效进展不及预期，将降低公司的技术优势。
- **产能投放不及预期风险：**若公司扩产计划不达预期，将对公司的营收及利润增长产生不利影响。
- **行业竞争加剧风险：**当前光伏行业供需不匹配，竞争日益剧烈，后续若行业出清不及时，过度竞争局面可能持续。
- **市场规模测算不及预期风险；**
- **研报使用的信息数据更新不及时的风险等。**

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,608	2,721	3,295	4,786	营业收入	18,657	11,009	17,254	19,497
应收票据	146	47	104	101	营业成本	15,906	10,819	15,461	17,260
应收账款	10	23	21	32	税金及附加	62	37	58	65
预付账款	176	115	167	185	销售费用	74	66	207	292
存货	727	425	657	706	管理费用	402	204	345	390
合同资产	0	0	0	0	研发费用	304	220	311	351
其他流动资产	2,333	1,253	2,061	2,273	财务费用	197	63	74	80
流动资产合计	7,000	4,583	6,305	8,082	信用减值损失	-4	-7	-7	-7
其他长期投资	7	4	6	7	资产减值损失	-1,000	-300	-70	-80
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	8,075	8,160	8,688	9,175	投资收益	3	0	0	0
在建工程	1,276	1,476	1,776	2,076	其他收益	35	200	220	300
无形资产	239	268	257	289	营业利润	746	-507	942	1,271
其他非流动资产	1,788	1,786	1,762	1,716	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	11,385	11,694	12,490	13,264	营业外支出	3	3	3	3
资产合计	18,385	16,276	18,795	21,346	利润总额	744	-509	940	1,269
短期借款	450	200	200	200	所得税	-72	-51	94	127
应付票据	744	506	723	1,381	净利润	816	-458	846	1,142
应付账款	3,139	2,135	3,051	3,452	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	816	-458	846	1,142
合同负债	475	280	449	468	NOPLAT	1,031	-402	912	1,215
其他应付款	520	520	520	520	EPS (按最新股本摊薄)	3.57	-2.00	3.70	5.00
一年内到期的非流动负债	864	950	1,046	1,150					
其他流动负债	269	154	240	269	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	6,461	4,746	6,228	7,439	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	2,010	2,210	2,410	2,610	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	60.9%	-41.0%	56.7%	13.0%
其他非流动负债	5,205	5,114	5,150	5,193	EBIT增长率	-9.6%	-147.4%	327%	33.2%
非流动负债合计	7,215	7,325	7,561	7,803	归母公司净利润增长率	13.8%	-156.1%	284.7%	35.1%
负债合计	13,676	12,071	13,789	15,243	获利能力				
归属母公司所有者权益	4,709	4,206	5,006	6,103	毛利率	14.7%	1.7%	10.4%	11.5%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	4.4%	-4.2%	4.9%	5.9%
所有者权益合计	4,709	4,206	5,006	6,103	ROE	17.3%	-10.9%	16.9%	18.7%
负债和股东权益	18,385	16,276	18,795	21,346	ROIC	9.0%	-4.5%	9.2%	10.9%
					偿债能力				
					资产负债率	74.4%	74.2%	73.4%	71.4%
					债务权益比	181.1%	201.5%	175.9%	150.0%
					流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1
					速动比率	1.0	0.9	0.9	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	1.0	0.7	0.9	0.9
					应收账款周转天数	1	1	0	0
					应付账款周转天数	47	88	60	68
					存货周转天数	12	19	13	14
					每股指标(元)				
					每股收益	3.57	-2.00	3.70	5.00
					每股经营现金流	8.66	1.17	8.70	12.57
					每股净资产	20.60	18.40	21.90	26.70
					估值比率				
					P/E	13	-23	13	9
					P/B	2	3	2	2
					EV/EBITDA	81	423	68	56

来源: wind, 中泰证券研究所

## 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。