

爱旭股份（600732）

2023 年中报点评：电池盈利坚挺，ABC 即将放量！

买入（维持）

2023 年 08 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

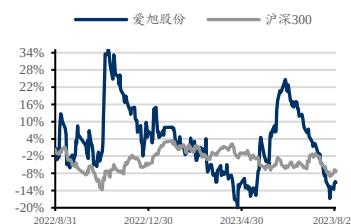
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	35,075	40,835	56,888	85,282
同比	127%	16%	39%	50%
归属母公司净利润（百万元）	2,328	3,028	4,368	5,980
同比	1954%	30%	44%	37%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.27	1.66	2.39	3.27
P/E（现价&最新股本摊薄）	20.11	15.46	10.72	7.83

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，2023H1 实现营收 162.5 亿元，同增 1.7%；归母净利润 13.1 亿元，同增 119.6%；扣非归母净利润 12.7 亿元，同增 128.5%。其中，2023Q2 营收 85.0 亿元，同环比+4.2%/+9.8%；归母净利润 6.1 亿元，同环比+64.7%/-13.5%；扣非归母净利润 6.1 亿元，同环比+65.2%/-7.1%；业绩符合市场预期
- **Q2 电池满产满销，盈利保持坚挺。**2023H1 公司电池组件销量 18.76GW，同增 13.56%，其中 2023Q2 销量约 9.7GW，维持满产满销，同环增 13%/8%；我们测算单瓦净利约 6 分，环比略降，主要受：1）2023H1 产业价格下行，计提存货减值损失 1.76 亿元，影响单瓦 1 分盈利；2）ABC 出货仍少但前期费用计入较大。我们预计 2023 年出货约 35-38GW，电池盈利有望保持坚挺。
- **ABC 批量出货在即，在手订单持续提升。**公司珠海已满产 6.5GW 的 ABC 电池，新增 3.5GW 预计 8 月投产，Q3 末 10GW 电池组件均可满产，同时义乌 15GW 电池+组件预计年底投产。公司在手订单充足，与德国 Memodo 签订 1.3GW、与荷兰 LIBRA 签订 650MW 的 ABC 订单，与中欧日多个经销商达成代理销售协议或分销合作。目前 ABC 电池平均量产转换效率已达到 26.5%，ABC 组件量产交付效率可达 24%，Q2 公司 ABC 组件已实现部分销售，我们预计发货 100MW 左右，平均单价约 2.2 元/W（不含税），我们预计 2023 年 ABC 出货 3-4GW，成为公司第二增长极。
- **费用率有所上升，现金流表现良好。**公司 2023H1 期间费用率为 8.6%，同增 3pct，主要系 ABC 新产品研发投入及销售渠道拓展所致。2023H1 经营活动现金流量净流入 26.6 亿元，同增 14.3%，2023Q2 经营活动现金流量净流入 32.1 亿元，同环增 60.3%/686.2%，现金流表现亮眼。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司 ABC 电池、组件产销稳步推进，我们维持对公司的盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 30.3/43.7/59.8 亿元，同增 30%/44%/37%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格变动，政策不及预期，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.21
一年最低/最高价	20.70/51.22
市净率(倍)	4.26
流通 A 股市值(百万元)	35,500.97
总市值(百万元)	40,598.35

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.21
资产负债率(%，LF)	66.60
总股本(百万股)	1,827.93
流通 A 股(百万股)	1,598.42

相关研究

《爱旭股份(600732)：2023 年中报业绩快报点评：电池盈利坚挺，ABC 即将放量》

2023-08-04

《爱旭股份(600732)：2023 年中报业绩预告点评：电池盈利坚挺，ABC 持续扩产》

2023-07-17

图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 162.49 亿元, 同比+1.65% (亿元, %)	3
图 2:	2023H1 归母净利润 13.09 亿元, 同比+119.60% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q2 营业收入 85.03 亿元, 同比+4.23%, 环比+9.78% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 6.07 亿元, 同比+64.66%, 环比-13.46% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、归母净利率分别为 17.92%、8.05% (%)	4
图 6:	2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 17.74%、7.14% (%)	4
图 7:	2023H1 期间费用 14.01 亿元, 同比+56.89% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q2 期间费用 7.81 亿元, 同比+51.81%, 环比+26.02% (亿元, %)	5
图 9:	2023H1 期间费用率 8.62%, 同比+3.04pct (%)	5
图 10:	2023Q2 期间费用率 9.19%, 同比+2.88pct, 环比+1.18pct (%)	5
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流入 32.07 亿元, 同比+60.32%, 环比+686.19% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q2 期末合同负债 5.77 亿元, 同比-21.05%, 环比-43.96% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q2 期末存货 19.57 亿元, 同比+43.03%, 环比+16.99% (亿元, %)	6
图 14:	2023Q2 期末应收账款 0.9 亿元, 同比-51.95%, 环比-73.01% (亿元, %)	6

表 1:	2023H1 收入 162.49 亿元, 同比增长 1.65%; 归母净利润 13.09 亿元, 同比增长 119.60% (单位: 亿元)	3
------	--	---

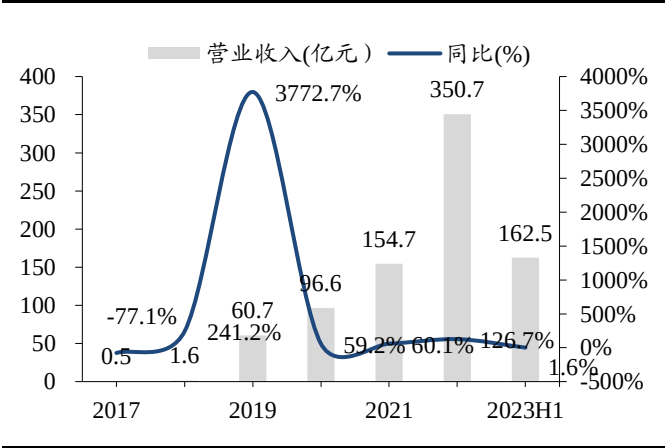
事件: 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 162.49 亿元, 同比增长 1.65%; 实现利润总额 13.41 亿元, 同比增长 120.54%; 实现归属母公司净利润 13.09 亿元, 同比增长 119.60%; 实现扣非归母净利润 12.67 亿元, 同比增长 128.49%。2023H1 毛利率为 17.92%, 同比上升 8.63pct, 2023H1 归母净利率为 8.05%, 同比上升 4.33pct; 2023H1 扣非归母净利率 7.80%, 同比上升 4.33pct。2023Q2 实现营业收入 85.03 亿元, 同比增长 4.23%, 环比增长 9.78%; 实现利润总额 6.05 亿元, 同比增长 60.18%, 环比下降 17.69%; 实现归属母公司净利润 6.07 亿元, 同比增长 64.66%, 环比下降 13.46%; 实现扣非归母净利润 6.1 亿元, 同比增长 65.23%, 环比下降 7.08%。2023Q2 毛利率为 17.74%, 同比上升 6.69pct, 环比下降 0.37pct; 2023Q2 归母净利率为 7.14%, 同比上升 2.62pct, 环比下降 1.92pct; 2023Q2 扣非归母净利率 7.18%, 同比上升 2.65pct, 环比下降 1.30pct; 业绩符合市场预期。

表1: 2023H1 收入 162.49 亿元, 同比增长 1.65%; 归母净利润 13.09 亿元, 同比增长 119.60% (单位: 亿元)

爱旭股份	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	162.49	159.85	1.65%	85.03	81.58	4.23%	77.45	9.78%
营业成本	133.38	145.02	-8.03%	69.95	72.57	-3.61%	63.43	10.28%
毛利率	17.9%	9.3%	+8.63pct	17.7%	11.1%	+6.69pct	18.1%	-0.37pct
营业利润	13.45	6.17	117.91%	6.09	3.87	57.37%	7.36	-17.30%
利润总额	13.41	6.08	120.54%	6.05	3.78	60.18%	7.35	-17.69%
归属母公司净利润	13.09	5.96	119.60%	6.07	3.69	64.66%	7.02	-13.46%
扣非归母净利润	12.67	5.55	128.49%	6.10	3.69	65.23%	6.57	-7.08%
归母净利率	8.1%	3.7%	+4.33pct	7.1%	4.5%	+2.62pct	9.1%	-1.92pct
扣非归母净利率	7.8%	3.5%	+4.33pct	7.2%	4.5%	+2.65pct	8.5%	-1.30pct

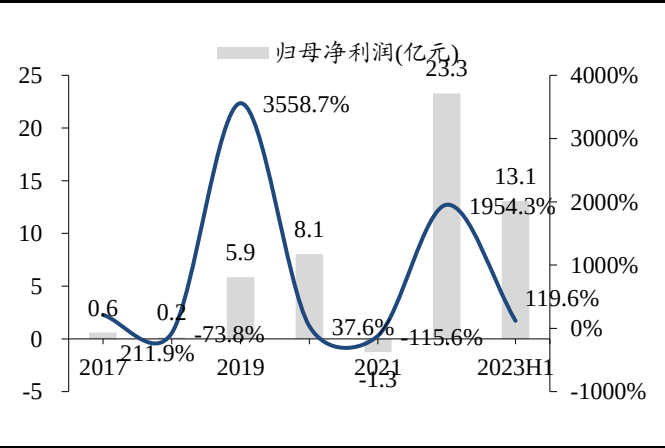
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2023H1 营业收入 162.49 亿元, 同比+1.65% (亿元, %)



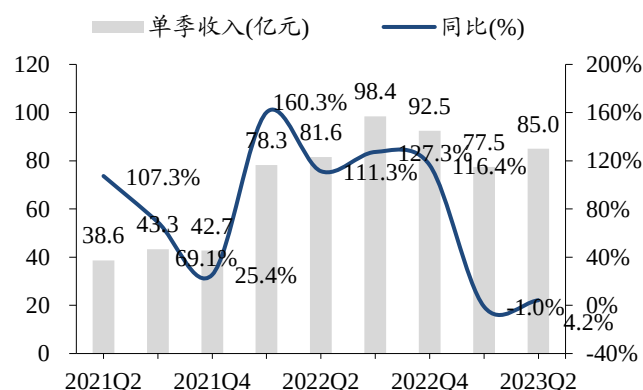
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023H1 归母净利润 13.09 亿元, 同比+119.60% (亿元, %)



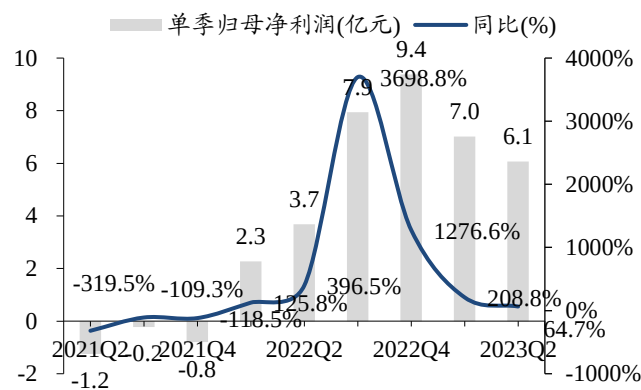
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 85.03 亿元, 同比+4.23%, 环比+9.78% (亿元, %)



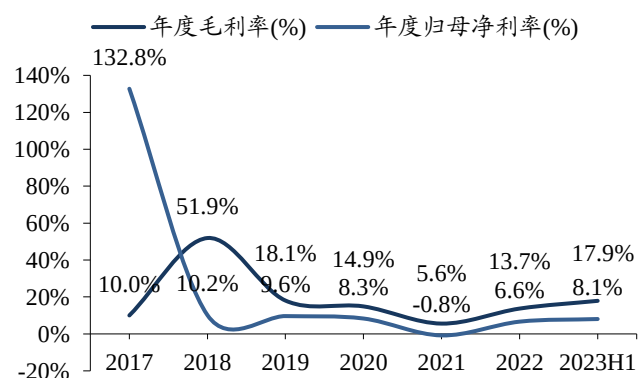
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 6.07 亿元, 同比+64.66%, 环比-13.46% (亿元, %)



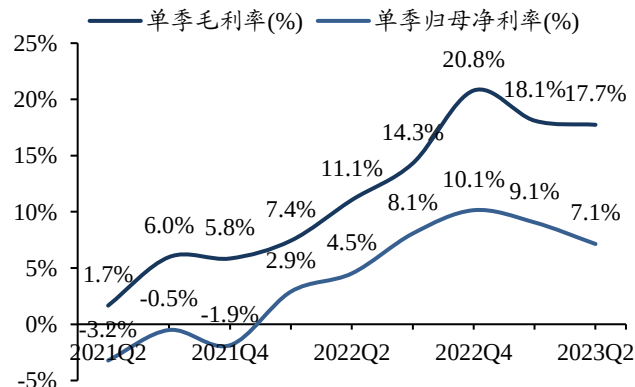
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 17.92%、8.05% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 17.74%、7.14% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

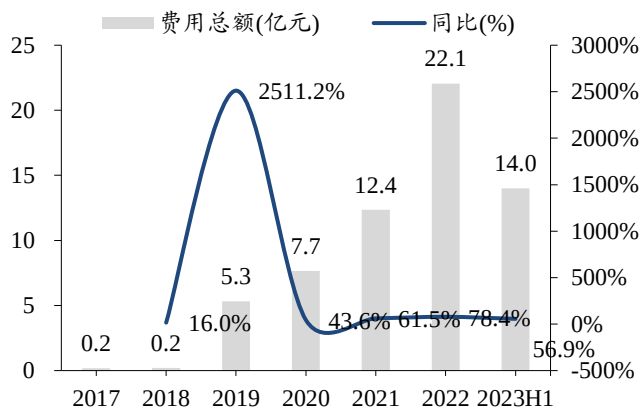
Q2 电池满产满销, 盈利保持坚挺。2023H1 公司电池组件销量 18.76GW, 同增 13.56%, 其中 2023Q2 销量约 9.7GW, 维持满产满销, 同环增 13%/8%; 我们测算单瓦净利约 6 分, 环比略降, 主要受: 1) 2023H1 产业价格下行, 计提存货减值损失 1.76 亿元, 影响单瓦 1 分盈利; 2) ABC 出货仍少但前期费用计入较大。我们预计 2023 年出货约 35-38GW, 电池盈利有望保持坚挺。

ABC 批量出货在即, 在手订单持续提升。公司珠海已满产 6.5GW 的 ABC 电池, 新增 3.5GW 预计 8 月投产, Q3 末 10GW 电池组件均可满产, 同时义乌 15GW 电池+组件预计年底投产。公司在手订单充足, 与德国 Memodo 签订 1.3GW、与荷兰 LIBRA 签订 650MW 的 ABC 订单, 与中欧日多个经销商达成代理销售协议或分销合作。目前 ABC 电池平均量产转换效率已达到 26.5%, ABC 组件量产交付效率可达 24%, Q2 公司 ABC

组件已实现部分销售，我们预计发货 100MW 左右，平均单价约 2.2 元/W（不含税），我们预计 2023 年 ABC 出货 3-4GW，成为公司第二增长极。

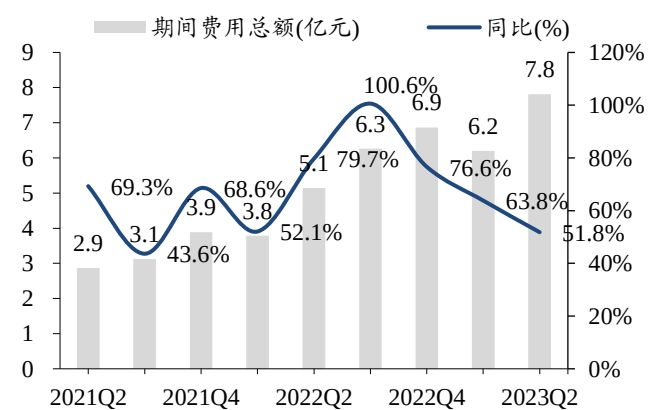
ABC 研发投入增加，Q2 费用率有所上升。公司 2023H1 期间费用合计 14.01 亿元，同比增长 56.89%；期间费用率为 8.62%，同比增长 3.04pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 411.74%、上升 127.17%、上升 41.01%、下降 12.76%至 0.9 亿元、4 亿元、7.9 亿元、1.21 亿元；费用率分别上升 0.44、上升 1.36、上升 1.36、下降 0.12 个百分点至 0.55%、2.46%、4.86%、0.75%。公司 2023Q2 期间费用合计 7.81 亿元，同比增长 51.81%，环比增长 26.02%；期间费用率为 9.19%，同比增长 2.88pct，环比增长 1.18pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 1130.75%、上升 113.93%、上升 26.15%、下降 10.62%至 0.57 亿元、2.49 亿元、4.21 亿元、0.53 亿元；费用率分别同比上升 0.62、上升 1.5、上升 0.86、下降 0.1 个百分点至 0.68%、2.93%、4.95%、0.63%。

图7：2023H1 期间费用 14.01 亿元，同比+56.89%（亿元，%）



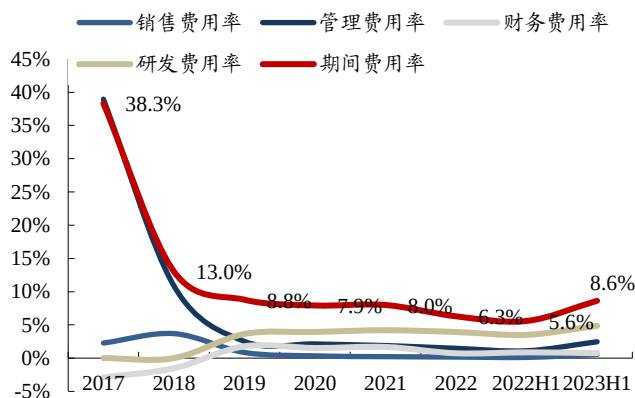
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q2 期间费用 7.81 亿元，同比+51.81%，环比+26.02%（亿元，%）



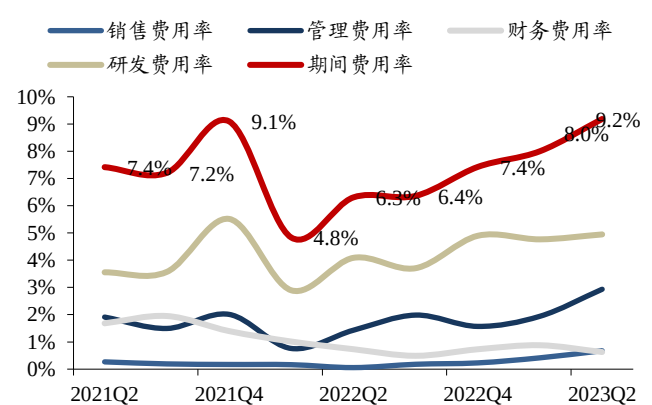
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023H1 期间费用率 8.62%，同比+3.04pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

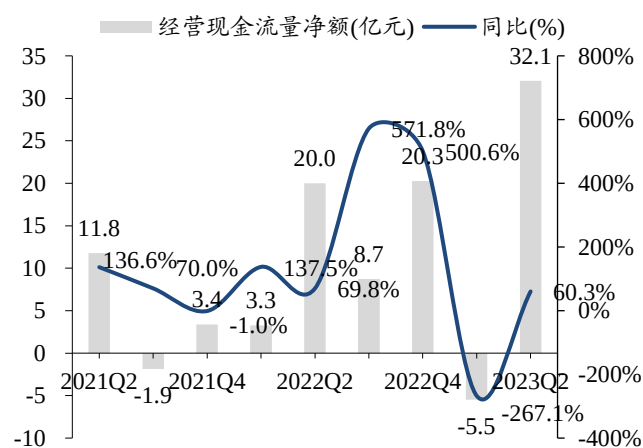
图10：2023Q2 期间费用率 9.19%，同比+2.88pct，环比+1.18pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

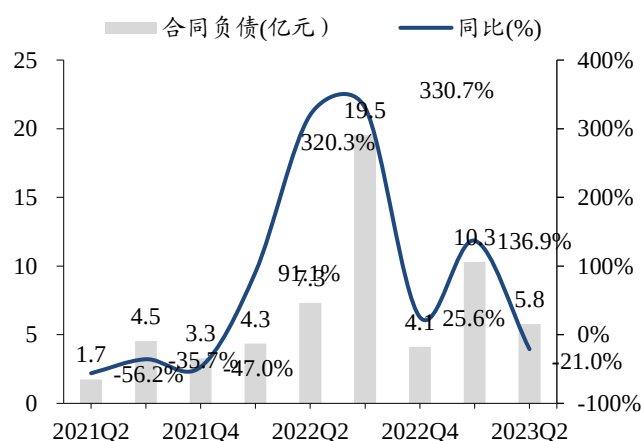
现金净流入同比大幅提升，现金流表现良好。2023H1 经营活动现金流量净流入 26.60 亿元，同比增长 14.27%。销售商品取得现金 116.79 亿元，同比增长 10.60%。期末合同负债 5.77 亿元，同比下降 21.05%。期末应收账款 0.9 亿元，同比下降 51.95%。应收账款周转天数同比下降 0.69 天至 1.62 天。期末存货 19.57 亿元，同比上升 43.03%。存货周转天数同比上升 1.66 天至 23.73 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 32.07 亿元，同比增长 60.32%，环比增长 686.19%。销售商品取得现金 80.71 亿元，同比增长 57.49%，环比增长 123.72%。

图11：2023Q2 经营活动现金净流入 32.07 亿元，同比+60.32%，环比+686.19%（亿元，%）



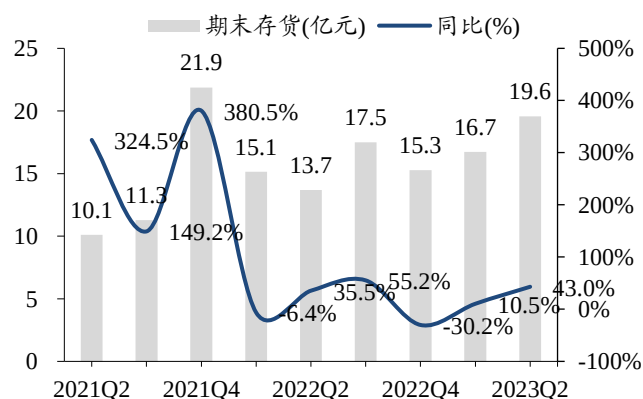
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2023Q2 期末合同负债 5.77 亿元，同比-21.05%，环比-43.96%（亿元，%）



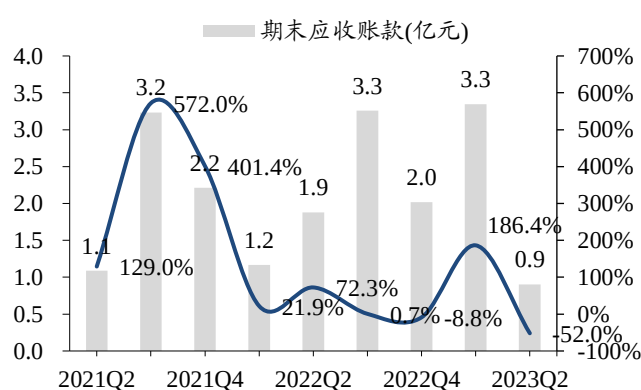
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2023Q2 期末存货 19.57 亿元，同比+43.03%，环比+16.99%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2023Q2 期末应收账款 0.9 亿元，同比-51.95%，环比-73.01%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于公司 ABC 电池、组件产销稳步推进，我们维持对公司的盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 30/44/60 亿元，同增 30%/44%/37%，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格变动，政策不及预期，行业竞争加剧。

爱旭股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,238	11,021	15,378	28,203	营业总收入	35,075	40,835	56,888	85,282
货币资金及交易性金融资产	5,715	5,278	7,647	15,830	营业成本(含金融类)	30,260	34,810	48,389	73,682
经营性应收款项	2,659	3,245	4,737	7,436	税金及附加	52	57	80	119
存货	1,527	2,166	2,647	4,501	销售费用	56	123	159	222
合同资产	7	8	11	17	管理费用	517	653	893	1,313
其他流动资产	330	325	336	418	研发费用	1,378	1,633	2,219	3,155
非流动资产	14,452	24,438	34,026	38,408	财务费用	255	225	435	587
长期股权投资	3	3	3	3	加:其他收益	157	245	313	469
固定资产及使用权资产	10,268	19,419	28,476	33,463	投资净收益	(39)	41	57	171
在建工程	1,802	2,639	2,938	2,164	公允价值变动	105	0	0	0
无形资产	605	684	736	770	减值损失	(288)	(185)	(138)	(130)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(5)	(41)	(57)	(43)
长期待摊费用	14	17	20	23	营业利润	2,488	3,395	4,888	6,669
其他非流动资产	1,760	1,676	1,852	1,986	营业外净收支	(15)	(30)	(35)	(25)
资产总计	24,690	35,459	49,404	66,611	利润总额	2,473	3,364	4,853	6,644
流动负债	10,870	14,318	21,065	29,586	减:所得税	144	336	485	664
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,174	3,801	4,925	5,770	净利润	2,329	3,028	4,368	5,980
经营性应付款项	7,269	8,570	13,474	19,888	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	412	505	774	1,400	归属母公司净利润	2,328	3,028	4,368	5,980
其他流动负债	1,015	1,443	1,892	2,529	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.27	1.66	2.39	3.27
非流动负债	4,761	8,385	11,216	13,922	EBIT	2,680	3,814	5,479	7,289
长期借款	2,005	5,550	8,050	10,429	EBITDA	3,714	6,184	9,040	11,725
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.73	14.76	14.94	13.60
租赁负债	135	258	570	946	归母净利率(%)	6.64	7.41	7.68	7.01
其他非流动负债	2,621	2,577	2,595	2,546	收入增长率(%)	126.72	16.42	39.31	49.91
负债合计	15,631	22,704	32,281	43,508	归母净利润增长率(%)	1,954.33	30.05	44.25	36.91
归属母公司股东权益	9,059	12,756	17,123	23,103					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	9,059	12,756	17,123	23,103					
负债和股东权益	24,690	35,459	49,404	66,611					

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	5,229	6,391	12,108	14,061	每股净资产(元)	7.95	6.98	9.37	12.65
投资活动现金流	(4,597)	(12,472)	(13,194)	(8,738)	最新发行在外股份(百万股)	1,827	1,827	1,827	1,827
筹资活动现金流	1,592	5,624	3,424	2,820	ROIC(%)	22.25	19.21	18.59	18.50
现金净增加额	2,245	(457)	2,338	8,143	ROE-摊薄(%)	25.70	23.74	25.51	25.88
折旧和摊销	1,033	2,370	3,561	4,436	资产负债率(%)	63.31	64.03	65.34	65.32
资本开支	(3,975)	(12,508)	(13,062)	(8,750)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.11	15.46	10.72	7.83
营运资本变动	1,412	427	3,508	2,938	P/B (现价)	3.22	3.67	2.73	2.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>