

东方日升（300118.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



方田
光伏行业研究员

2026年2月9日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	22.43
总市值	255.71亿
PE-TTM	-9.83
PB-MRQ	2.43

估值结果

DDM估值	价值	141.63亿
	上行空间	-45%
	状态	高估
动态估值	价值	150.47亿
	上行空间	-41%
	状态	高估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★☆☆

核心评级结论

东方日升在HJT技术具备先发优势，并布局储能系统领域，后续其储能系统有望贡献新的业绩增长点。

公司成长空间星级较高，目前公司储能系统业绩基数较低，预计未来随着储能行业快速增长，公司储能系统出货量亦有望实现快速增长，进而带动公司业绩增长。公司盈利趋势星级较高，目前光伏组件价格位于历史低位，叠加光伏行业反内卷持续推进中，预计未来公司光伏组件盈利有望迎来改善。公司产业格局星级较低，光伏组件、储能系统产品同质化程度较高，行业进入壁垒较低。公司护城河星级较低，一方面，光伏行业仍处于技术迭代中，若后续公司不能持续引领光伏行业技术变革，其护城河存在被削弱的风险；另一方面，储能系统行业进入壁垒较低，随着布局者增多，公司现有优势存在被削弱的风险。

基于未来下游需求增长将带动公司光伏组件及储能系统出货量增长，叠加光伏行业反内卷及HJT技术产业化推进有望带动其光伏组件盈利改善及市场竞争加剧或将导致公司储能系统盈利承压的假设，目前公司估值处于高估状态。

我们区别于市场的观点

相较于市场观点，我们对公司光伏组件估值预测更为保守，一方面，当前光伏组件行业产能过剩问题严重，叠加后续下游需求增速或将显著放缓，预计行业产能出清进程将推迟至2028年及以后；另一方面，目前多数光伏组件企业仍处于亏损状态，将在一定程度上抑制新技术的发展，或将导致HJT技术产业化进展不及预期。

风险提示

1) 光伏新增装机需求不及预期会对光伏组件需求产生影响，进而将对公司光伏产品出货量及业绩产生较大影响；2) 若后续光伏组件落后产能出清不及预期及HJT技术产业化进展不及预期，或将对公司盈利产生影响；3) 储能行业高成长性吸引众多企业进入，后续行业竞争加剧或将导致公司储能出货及盈利不及预期。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发高端度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

东方日升的主营业务是以太阳能电池组件的研发、生产、销售为核心，同时涵盖光伏电站EPC与转让、储能系统集成等业务。未来公司将持续推进HJT技术降本增效、深化光储一体化解决方案、拓展海外市场，并积极布局太空光伏及钙钛矿叠层技术等新兴领域。

2. 业务介绍

对于东方日升公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

光伏组件：

光伏组件是由若干个太阳能电池通过串并联的方式封装而成的，是光伏发电系统的核心部件，通过光电效应将太阳能转化为电能。我们对该业务的界定为全球光伏组件市场。

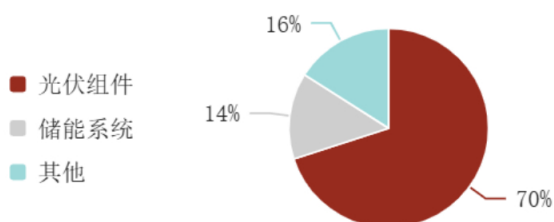
储能系统：

储能系统主要由电池组、电池管理系统（BMS）、能量管理系统（EMS）和储能变流器（PCS）等核心部件组成，其利用电池作为能量储存载体，可在一定时间内存储电能和一定时间内供应电能，提供的电能具有平滑过渡、削峰填谷、调频调压等功能。我们对该业务的界定为全球储能系统市场。

其他：

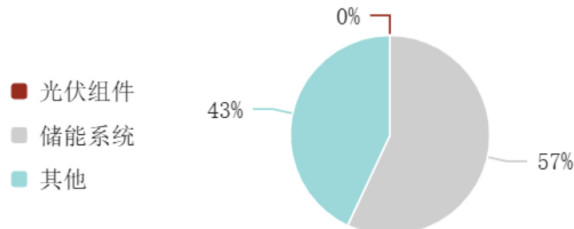
公司其他业务主要包括太阳能电站等。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

东方日升采用重资产运营模式，搭建光伏垂直一体化产能，保障原材料的稳定供应，持续加码研发深耕HJT、钙钛矿叠层等核心技术，并布局储能系统集成打造新的业绩增长极。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司资产强度较高，2025年前三季度公司固定资产周转率仅0.64次，公司打造一体化布局，且光伏硅片、光伏电池、光伏组件均为重资产行业，单GW产线投资额较大。

3.2 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

公司研发高端度较高，2024年公司研发投入与研发人员的比列为38.8万元/人，光伏行业技术迭代仍在不断推进中，公司需技术人才以支持其在光伏和储能领域的技术研发。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度较低，近年来公司前五名客户销售额合计占比均低于25%，公司下游行业集中度较低，涉及大型地面电站、户用分布式等应用场景，叠加公司进行全球化布局。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司供应商集中度较低，近两来公司前五名供应商采购额合计占年度采购额的比例均低于25%，公司通过垂直一体化布局提升自供能力，减少了对外部供应商的依赖。

4. 历史经营绩效

近年来公司经营绩效星级有所下降，受光伏组件产能释放影响，光伏组件行业竞争加剧，公司光伏组件售价大幅下降使得公司业绩亏损。

4.1 历史盈利能力

★☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



2022年、2023年公司盈利能力星级呈上升趋势，随着多晶硅产能释放，原材料多晶硅价格下降使得公司盈利能力有所修复。2024年以来公司盈利能力星级有所承压，受光伏组件产能释放，光伏组件行业竞争加剧，公司光伏组件售价下降，使得其盈利能力承压。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



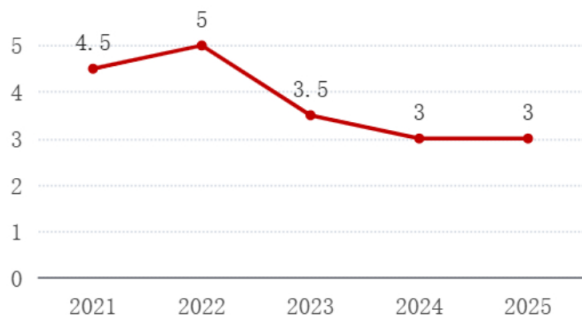
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2023年公司成长能力星级呈上升趋势，下游光伏新增装机快速增长，带动公司光伏组件销量持续增长。2024年以来公司成长能力星级有所下降，光伏组件竞争加剧，公司光伏组件售价大幅下降，使得公司业绩承压下行。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

2021-2022年公司业务控制力星级位于高位，光伏组件行业集中度较高，叠加公司向上游延申布局，提高原材料自供比例，使得公司在产业链具备较高的话语权。2023年以来公司业务控制力星级有所下降，随着光伏组件行业入局者增多，叠加公司专注于异质结技术，近年来公司光伏组件出货量排名有所下滑，使得其在产业链议价能力有所减弱。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2022年公司股东回报能力星级有所提升，受益于下游光伏新增装机需求增长带动，公司收入实现快速增长，公司加大股东回报。2023年以来公司股东回报能力星级有所下降，随着光伏组件产能释放，光伏组件行业竞争加剧，使得公司业绩有所承压，公司需储备资金以度过周期底部。

5. 四维评级

公司盈利趋势星级较高，目前光伏组件价格位于历史低位，叠加光伏行业反内卷持续推进中，预计未来公司光伏组件盈利有望迎来改善。公司护城河星级较低，一方面，光伏行业仍处于技术迭代中，若后续公司不能持续引领光伏行业技术变革，其护城河存在被削弱的风险；另一方面，储能系统行业进入壁垒较低，随着布局者增多，公司现有优势存在被削弱的风险。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较高，目前公司储能系统业绩基数较低，预计未来随着储能行业快速增长，公司储能系统出货量亦有望实现快速增长，进而带动公司业绩增长。

光伏组件(2星):

公司光伏组件成长星级较低，目前光伏新增装机量基数高，叠加国内消纳问题凸显，预计后续光伏新增装机需求增速或将显著下降，公司光伏组件销量增速或将同步下降。

储能系统(5星):

公司储能系统成长空间星级较高，主要受益于新能源渗透率提升，全球储能新增装机需求迎来爆发式增长，未来几年储能新增装机需求有望保持20%-30%的增速，有望带动公司储能系统出货量保持快速增长。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较高，目前光伏组件价格位于历史低位，叠加光伏行业反内卷持续推进中，预计未来公司光伏组件盈利有望迎来改善。

光伏组件(3.5星):

公司光伏组件盈利趋势星级较好，受光伏组件竞争加剧影响，目前光伏组件价格位于历史低位，后续在光伏行业反内卷推动下，光伏组件价格有望触底回升，有望带动公司盈利能力改善。

储能系统(3星):

公司储能系统盈利趋势星级较低，目前储能行业的高成长性吸引了众多企业进入，未来随着入局者增加，储能系统竞争格局恶化或将导致公司储能系统盈利承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级较低，光伏组件、储能系统产品同质化程度较高，行业进入壁垒较低。

光伏组件(2.5星):

公司光伏组件产业格局星级较低，光伏组件同质化程度较高，竞争激烈，且属于重资产行业，产能出清较难。

储能系统(2.5星):

公司储能系统产业格局星级较低，储能系统产品同质化程度较高，行业进入壁垒较低，叠加上游锂电池行业集中度较高，公司针对上游议价能力较弱。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较低，一方面，光伏行业仍处于技术迭代中，若后续公司不能持续引领光伏行业技术变革，其护城河存在被削弱的风险；另一方面，储能系统行业进入壁垒较低，随着布局者增多，公司现有优势存在被削弱的风险。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
光伏组件	(1.5星) 公司光伏组件护城河宽度星级较低，一方面，光伏组件行业竞争激烈，叠加异质结技术处于产业化初期，规模效应还未显现，目前公司业绩仍处于亏损状态，使得其盈利承压。另一方面，随着光伏组件行业入局者增多，公司光伏组件出货量排名有所下降，使得其在产业链议价能力有所减弱，业务控制力星级表现一般。	(3星) 公司光伏组件具备一定的技术优势护城河。公司在异质结技术上具备先发优势，其通过应用自研OBB技术、切片组件封装技术、无损切割和钢边框成型等技术，使其异质结组件效率领先于同行。光伏行业仍处于技术迭代中，若后续公司不能持续引领光伏行业技术变革，其护城河存在被削弱的风险，导致其护城河可持续性一般。
储能系统	(2星) 公司储能系统护城河宽度星级较低。公司切入储能赛道较晚，目前市占率较低，盈利能力亦弱于头部企业。	(3星) 公司储能系统具备管理优势护城河。公司充分发挥光伏组件与储能系统的协同作用，利用原有光伏组件渠道销售储能系统业务。由于储能系统行业进入壁垒较低，叠加多数光伏组件企业亦开始切入储能系统赛道，导致公司储能系统护城河可持续性一般。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来下游需求增长将带动公司光伏组件及储能系统出货量增长，叠加光伏行业反内卷及HJT技术产业化推进有望带动其光伏组件盈利改善及市场竞争加剧或将导致公司储能系统盈利承压的假设，目前公司估值处于高估状态。

6.1 核心假设及逻辑

光伏组件：

收入：

1) 销量：目前全球光伏新增装机基数较高，预计后续下游光伏新增装机需求增速或将显著放缓，假设2025-2029年全球光伏组件需求量年均复合增长率为6.1%。此外，未来随着异质结技术产业化推进，公司光伏组件市占率有望提升，因此假设2025-2029年公司光伏组件销量年均复合增长率为13.7%。

2) 单价：2025年光伏组件行业竞争激烈，假设2025年公司光伏组件单价同比下降15%；后续随着光伏行业反内卷推进及公司产品结构优化，假设2026-2029年公司光伏组件单价有所回升。

盈利能力：

毛利率：假设2025年公司光伏组件毛利率跟随组件价格同比下降8pct；2026-2029年公司光伏组件毛利率随着光伏行业反内卷推进有所回升。

储能系统：

收入：

1) 销量：目前储能系统行业增速较高，叠加公司加大储能系统市场开拓，未来公司储能系统市占率有望提升，假设2025-2029年公司储能系统销量年均复合增长率为34.3%。

2) 单价：储能系统行业高成长性吸引众多企业布局，假设后续随着入局者增长，公司储能系统单价呈下降趋势，假设2025-2029年公司储能系统单价年均复合增长率为-1%。

盈利能力：

毛利率：储能系统行业高成长性吸引众多企业布局，后续市场竞争或将加剧，假设2025-2029年公司储能系统盈利有所承压。

表2：公司整体业绩预测

东方日升	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	293.8	353.3	202.4	173.5	203.7	232.1	297.7	338.2
归母净利润(亿)	9.4	13.6	-34.4	-24.3	-6.8	-0.1	12.8	18.1
归母净利润增速(%)	2351.4	44.4	-352.2	29.3	72.0	98.2	10450.6	41.6
经营性净利润(亿)	9.8	14.6	-34.3	-25.5	-7.8	-1.2	11.8	17.1
经营性净利润增速(%)	181.8	49.2	-334.4	25.6	69.3	84.3	1055.7	45.2
经营性归母净利润(亿)	9.7	14.4	-34.3	-25.5	-7.9	-2.1	11.7	17.0
经营性归母净利润增速(%)	128.0	48.5	-338.6	25.5	69.1	72.9	647.6	45.4

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

光伏组件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	241.3	286.7	155.2	120.9	142.8	160.0	210.8	233.6
收入增速(%)	82.6	18.9	-45.9	-22.1	18.1	12.0	31.8	10.8
经营性净利润(亿)	-3.8	9.6	-35.4	-27.5	-10.8	-4.6	6.9	10.5
经营性净利率(%)	-1.6	3.4	-22.8	-22.7	-7.5	-2.9	3.3	4.5
经营性净利润增速(%)	3.4	350.6	-468.0	22.4	60.8	57.4	250.2	52.3
储能系统	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	14.5	23.4	16.4	24.9	34.5	46.3	60.6	77.8
收入增速(%)	34.4	61.4	-29.6	51.3	38.6	34.2	30.9	28.4
经营性净利润(亿)	1.2	2.0	0.7	1.4	2.3	2.6	3.9	5.5
经营性净利率(%)	8.3	8.4	4.2	5.6	6.8	5.7	6.5	7.1
经营性净利润增速(%)	189.6	64.4	-65.3	103.3	68.4	12.6	48.7	40.9
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	38.1	43.2	30.8	27.7	26.3	25.8	26.3	26.8
收入增速(%)	-16.1	13.3	-28.7	-10.0	-5.0	-2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	12.4	3.0	0.4	0.6	0.6	0.7	1.0	1.1
经营性净利率(%)	32.6	7.0	1.4	2.1	2.2	2.8	3.7	4.1
经营性净利润增速(%)	286.5	-75.6	-85.8	34.6	1.1	21.8	35.8	12.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
光伏组件	3.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	12.9
储能系统	4.2%	中低	一般	较强	8.0%	12.38	9.0
其他	2.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	1.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光伏组件(亿)	-30.2	91.8	61.5	-	-	-	61.5
储能系统(亿)	6.1	60.5	66.6	-	-	-	66.6
其他(亿)	6.6	8.6	15.2	-	0.9	8.0	22.3
公司整体测算(亿)	-17.5	160.9	143.4	-	0.9	8.0	150.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光伏组件(亿)	-4.0	74.9	70.9	-	-	-	70.9
储能系统(亿)	17.4	32.6	50.0	-	-	-	50.0
其他(亿)	8.2	5.5	13.7	-	0.9	8.0	20.8
公司整体测算(亿)	21.6	113.0	134.5	-	0.9	8.0	141.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般，一方面，从业绩预判维度来看，复盘公司过往多年实际经营业绩与同期业绩预测值的匹配度，发现二者存在一定偏差，业绩预测的精准度和兑现率均处于一般水平；另一方面，光伏行业目前仍处于技术快速迭代的阶段，技术路线的升级换代节奏较快，未来行业主流技术方向尚未形成明确且稳定的格局，技术迭代带来的行业竞争格局变化、产品更新换代需求以及成本端的波动等因素，都可能对公司的产品布局、市场份额及盈利水平产生直接且难以预判的影响。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。