

业绩环比小幅下滑，先进产能加速释放

2023 年 11 月 01 日

事件

2023 年 10 月 31 日，公司发布 2023 年三季度报告，23 年 Q1-Q3 公司实现收入 599.81 亿元，同比+21.61%；实现归母净利润 67.65 亿元，同比+105.62%；实现扣非净利 70.29 亿元，同比+116.83%。

分季度来看，Q3 公司实现收入 191.38 亿元，同比-8.23%，环比-6.01%；实现归母净利润 19.51 亿元，同比+22.87%，环比-12.55%；实现扣非净利 18.66 亿元，同比+16.10%，环比-30.19%。总体看公司业绩符合预期。

盈利能力、费用管控能力基本维持稳定

盈利能力方面，23 年 Q3 公司销售毛利率、净利率为 21.03%、10.24%，环比分别+1.44Pcts、-1.16Pcts，净利率环比小幅下降。费用方面，23 年 Q3 公司销售费用率、管理费用率分别为 1.68%、3.12%，环比分别+0.04Pcts、+0.32Pcts；23Q2 由于汇兑损益影响，财务费用率为-2.94%，23Q3 财务费用率为 1.66%，回归正常水平；23Q3 研发费用率为 1.39%，环比-0.02Pcts。总体看，公司盈利能力、费用管控能力基本维持稳定。

出货量稳步提升，先进产能持续释放

出货方面，公司不断加大全球市场布局，充分发挥自身的全球市场营销服务网络优势和品牌优势，组件出货稳步提升。23 年 Q1-Q3，公司电池组件出货量为 37.63GW（含自用 965MW），其中组件海外出货量占比约 52%，其中 23Q3 单季度出货 13.68GW。产能方面，公司持续推进 N 型产能布局，截至 23Q3，扬州 10GW 电池项目、曲靖 10GW 电池及 5GW 组件项目、石家庄 10GW 切片及 10GW 电池项目、东台 10GW 电池及 10GW 组件项目陆续投产，扬州、曲靖第二个各 10GW N 型电池项目按计划推进，其中扬州项目计划于年末投产，截至 2023 年末公司 N 型电池产能将超过 57GW。

投资建议

我们预计公司 23-25 年实现收入 868.74/1228.83/1407.79 亿元，归母净利润 85.31/94.60/119.45 元，对应 PE 为 9x/8x/6x。公司为光伏一体化领先企业，随着全球化布局加速和新技术迭代，市占率有望持续提升，维持“推荐”评级。

风险提示

原材料价格波动风险、下游行业景气度波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	72,989	86,874	122,883	140,779
增长率（%）	76.7	19.0	41.4	14.6
归属母公司股东净利润（百万元）	5,533	8,531	9,460	11,945
增长率（%）	171.4	54.2	10.9	26.3
每股收益（元）	1.67	2.57	2.85	3.60
PE	13	9	8	6
PB	2.7	2.0	1.6	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

22.44 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.晶澳科技 (002459.SZ) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，一体化产能扩张巩固领先地位-2023/09/01

2.晶澳科技 (002459.SZ) 2022 年年报点评：业绩超预期，一体化程度加深增厚盈利-2023/03/23

3.晶澳科技 (002459.SZ) 公司深度报告：光伏组件领军企业，一体化程度再加深-2022/12/05

4.晶澳科技 (002459.SZ) 事件点评：N 型组件新品重磅发布，客户价值显著提升-2022/11/14

5.晶澳科技(002459.SZ)2022 年三季度报点评：业绩同比高增，一体化产能加速扩张-2022/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	72,989	86,874	122,883	140,779
营业成本	62,205	71,945	105,396	119,835
营业税金及附加	242	434	614	704
销售费用	1,050	1,347	1,843	2,041
管理费用	1,708	2,346	3,293	3,745
研发费用	1,007	1,216	1,659	1,830
EBIT	6,825	10,169	10,998	13,680
财务费用	-529	-573	-370	-622
资产减值损失	-1,109	-500	0	0
投资收益	317	0	0	0
营业利润	6,468	10,155	11,245	14,161
营业外收支	-150	-150	-150	-150
利润总额	6,317	10,005	11,095	14,011
所得税	778	1,301	1,442	1,821
净利润	5,540	8,705	9,653	12,189
归属于母公司净利润	5,533	8,531	9,460	11,945
EBITDA	9,884	14,111	15,332	18,501

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,183	24,633	34,694	44,283
应收账款及票据	8,496	9,583	13,654	15,642
预付款项	2,551	2,878	4,216	4,793
存货	11,909	13,489	20,494	23,301
其他流动资产	3,016	5,043	6,125	6,663
流动资产合计	38,156	55,626	79,183	94,683
长期股权投资	774	974	1,174	1,374
固定资产	21,449	32,549	34,813	36,465
无形资产	1,356	1,536	1,606	1,676
非流动资产合计	34,193	44,981	47,268	49,066
资产合计	72,349	100,607	126,450	143,749
短期借款	1,787	1,787	1,787	1,787
应付账款及票据	18,573	21,983	30,741	33,287
其他流动负债	14,637	20,821	29,248	32,905
流动负债合计	34,997	44,591	61,776	67,980
长期借款	1,777	2,077	2,077	2,077
其他长期负债	5,411	13,707	13,707	13,707
非流动负债合计	7,188	15,784	15,784	15,784
负债合计	42,185	60,375	77,560	83,764
股本	2,356	3,316	3,316	3,316
少数股东权益	2,659	2,833	3,026	3,270
股东权益合计	30,164	40,232	48,891	59,985
负债和股东权益合计	72,349	100,607	126,450	143,749

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	76.72	19.02	41.45	14.56
EBIT 增长率	86.23	49.00	8.16	24.38
净利润增长率	171.40	54.18	10.89	26.27
盈利能力 (%)				
毛利率	14.78	17.19	14.23	14.88
净利率	7.58	9.82	7.70	8.49
总资产收益率 ROA	7.65	8.48	7.48	8.31
净资产收益率 ROE	20.12	22.81	20.63	21.06
偿债能力				
流动比率	1.09	1.25	1.28	1.39
速动比率	0.63	0.82	0.84	0.94
现金比率	0.35	0.55	0.56	0.65
资产负债率 (%)	58.31	60.01	61.34	58.27
经营效率				
应收账款周转天数	41.17	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	68.92	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	1.13	1.00	1.08	1.04
每股指标 (元)				
每股收益	1.67	2.57	2.85	3.60
每股净资产	8.29	11.28	13.83	17.10
每股经营现金流	2.47	5.26	5.49	5.38
每股股利	0.24	0.30	0.33	0.35
估值分析				
PE	13	9	8	6
PB	2.7	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	7.07	4.95	4.56	3.78
股息收益率 (%)	1.07	1.34	1.47	1.56

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5,540	8,705	9,653	12,189
折旧和摊销	3,059	3,942	4,333	4,821
营运资金变动	-1,484	3,770	3,690	293
经营活动现金流	8,186	17,454	18,195	17,840
资本开支	-7,660	-13,567	-6,693	-6,711
投资	-51	-200	-200	-200
投资活动现金流	-7,215	-13,767	-6,893	-6,911
股权募资	7,911	960	0	0
债务募资	-5,046	8,829	0	0
筹资活动现金流	-1,476	8,762	-1,241	-1,340
现金净流量	-410	12,450	10,061	9,589

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026