

晶科能源 (688223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

出货快速增长，TOPCon 超额盈利持续兑现

业绩简评

4月28日公司发布2022年报及2023一季报，全年实现营收827亿元，同增104%，实现归母净利润29.4亿元，同增157%；其中Q4实现归母净利润12.6亿元，同增200%、环增63%。1Q23实现营收232亿元，同增58%，实现归母净利16.6亿元，同增313%、环增31.6%，实现扣非归母净利12.2亿元，同增307%、环增8%，非经常损益为政府补助。

经营分析

出货快速增长，TOPCon 龙头地位稳固。2022年公司实现组件出货44.33GW，同比增长99.4%，其中N型出货10.3GW。预计Q4组件出货近16GW，其中TOPCon近7GW。Q1公司组件出货13.04GW，预计其中TOPCon约6GW。二季度光伏装机需求旺盛，公司在手订单饱满，预计Q2组件出货16-18GW，出货量持续快速增长。

TOPCon 盈利维持高位，滞港费有望明显改善。测算Q4/Q1公司TOPCon单瓦盈利约0.15/0.16元/W，PERC约0.06/0.09元/W。目前TOPCon组件产品具有约0.1元/W的销售溢价，Q1硅料价格阶段性快速下跌削弱TOPCon薄片化优势，春节后硅料价格降幅趋缓，预计随TOPCon提效降本推进，TOPCon优势有望持续扩大。预计Q1公司因美国货物扣留产生滞港费3-4亿元，3月公司通关速度明显加快，预计后续滞港费将明显改善。

TOPCon 布局全面领先，超额利润贡献进入收获期。公司在TOPCon技术研发及量产方面全面领先同业，2022年末TOPCon电池大规模量产效率已达25.1%，电池良率已经与PERC电池基本持平，对应N型72片组件单片功率达575W左右，较P型组件单片高出20-25W，提高4.5%以上。2023年产业链降价带动地面电站需求提升，TOPCon组件有望快速渗透，2023年末公司硅片/电池/组件产能将提升至75/75/90，其中TOPCon电池片产能占比超过70%，预计2023年组件出货60-70GW，TOPCon占比约60%，TOPCon出货占比提升有望持续提升公司盈利能力。

盈利预测、估值与评级

公司有望凭借行业领先的TOPCon出货占比持续进行盈利扩张，在降价周期中更易分享超额利润，助力公司实现高于同业的利润增速。微调2023-2025年净利润预测至69.91、91.26、118.95亿元，当前股价对应PE分别为18/14/11倍，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化；新技术进展不及预期；人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

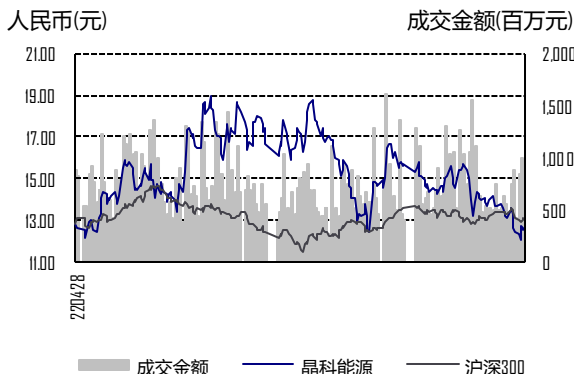
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.52元

相关报告：

- 《晶科能源2022业绩快报点评：业绩贴预告上限，TOPCon超...》，2023.2.28
- 《单瓦盈利持续提升，TOPCon进入放量收获期-晶科能源22Q...》，2022.10.30
- 《单瓦盈利持续提升，N型产品优势明显-晶科能源2022年中报点...》，2022.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	40,570	82,676	97,336	114,637	141,230
营业收入增长率	20.53%	103.79%	17.73%	17.77%	23.20%
归母净利润(百万元)	1,141	2,936	6,991	9,126	11,895
归母净利润增长率	9.59%	157.24%	138.10%	30.54%	30.34%
摊薄每股收益(元)	0.143	0.294	0.699	0.913	1.190
每股经营性现金流净额	0.40	0.41	1.05	1.70	2.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.42%	11.00%	22.64%	25.10%	27.35%
P/E	0.00	49.89	17.91	13.72	10.53
P/B	0.00	5.49	4.05	3.44	2.88

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	33,660	40,570	82,676	97,336	114,637	141,230
增长率		20.5%	103.8%	17.7%	17.8%	23.2%
主营业务成本	-28,629	-35,135	-74,037	-82,633	-96,001	#####
%销售收入	85.1%	86.6%	89.6%	84.9%	83.7%	83.4%
毛利	5,030	5,435	8,639	14,704	18,637	23,438
%销售收入	14.9%	13.4%	10.4%	15.1%	16.3%	16.6%
营业税金及附加	-99	-119	-218	-263	-310	-381
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-895	-891	-2,166	-2,531	-2,958	-3,601
%销售收入	2.7%	2.2%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-841	-1,133	-1,914	-2,239	-2,637	-3,248
%销售收入	2.5%	2.8%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
研发费用	-706	-716	-1,199	-1,460	-1,720	-2,118
%销售收入	2.1%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
息税前利润 (EBIT)	2,489	2,575	3,142	8,211	11,013	14,089
%销售收入	7.4%	6.3%	3.8%	8.4%	9.6%	10.0%
财务费用	-940	-1,062	234	-766	-1,311	-1,544
%销售收入	2.8%	2.6%	-0.3%	0.8%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-279	-460	-919	-548	-509	-373
公允价值变动收益	165	71	56	0	0	0
投资收益	-30	227	-67	50	50	50
%税前利润	n.a	16.7%	n.a	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	1,112	1,397	3,156	7,547	9,843	12,821
营业利润率	3.3%	3.4%	3.8%	7.8%	8.6%	9.1%
营业外收支	69	-37	-29	-30	-30	-30
税前利润	1,182	1,360	3,127	7,517	9,813	12,791
利润率	3.5%	3.4%	3.8%	7.7%	8.6%	9.1%
所得税	-139	-219	-191	-526	-687	-895
所得税率	11.8%	16.1%	6.1%	7.0%	7.0%	7.0%
净利润	1,043	1,141	2,936	6,991	9,126	11,895
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,042	1,141	2,936	6,991	9,126	11,895
净利率	3.1%	2.8%	3.6%	7.2%	8.0%	8.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,043	1,141	2,936	6,991	9,126	11,895
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	1,701	2,314	4,015	4,462	5,830	7,101
非经营收益	1,233	1,320	-255	1,539	2,318	2,615
营运资金变动	-1,469	-1,547	-2,613	-2,539	-301	-207
经营活动现金净流	2,508	3,229	4,084	10,453	16,973	21,404
资本开支	-3,880	-9,145	-14,235	-15,672	-15,410	-15,410
投资	-13	-465	-465	-302	-200	-200
其他	26	479	-144	540	50	50
投资活动现金净流	-3,867	-9,131	-14,844	-15,434	-15,560	-15,560
股权募资	3,875	0	9,770	0	0	0
债权募资	-917	4,532	1,379	19,240	6,977	5,006
其他	-50	1,152	536	-4,062	-5,589	-6,993
筹资活动现金净流	2,908	5,684	11,685	15,178	1,388	-1,988
现金净流量	1,547	-252	1,153	10,197	2,801	3,857

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,029	18,409	19,985	30,024	32,682	36,408
应收款项	7,428	12,273	24,425	25,823	30,084	37,062
存货	8,363	13,250	17,450	18,858	21,909	26,882
其他流动资产	2,684	3,747	5,386	6,452	7,407	8,812
流动资产	34,503	47,679	67,247	81,158	92,082	109,164
%总资产	68.3%	65.4%	63.7%	62.0%	60.7%	61.7%
长期投资	723	1,046	1,748	1,612	1,812	2,012
固定资产	13,193	19,491	31,924	42,610	51,867	59,653
%总资产	26.1%	26.7%	30.2%	32.6%	34.2%	33.7%
无形资产	1,159	1,738	2,161	2,536	2,886	3,232
非流动资产	16,032	25,192	38,393	49,647	59,506	67,889
%总资产	31.7%	34.6%	36.3%	38.0%	39.3%	38.3%
资产总计	50,535	72,871	105,639	130,805	151,588	177,053
短期借款	8,102	13,391	11,567	29,458	36,435	41,441
应付款项	16,716	23,864	35,860	36,557	42,471	52,112
其他流动负债	4,730	9,549	14,361	15,609	17,791	21,078
流动负债	29,548	46,804	61,789	81,624	96,697	114,631
长期贷款	396	399	3,179	4,567	4,567	4,567
其他长期负债	1,101	12,111	13,982	13,728	13,962	14,357
负债	31,045	59,314	78,949	99,920	115,227	133,555
普通股股东权益	12,509	13,552	26,690	30,885	36,361	43,498
其中：股本	8,000	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000
未分配利润	4,013	5,113	7,695	11,889	17,365	24,502
少数股东权益	5	5	0	0	0	0
负债股东权益合计	43,559	72,871	105,639	130,805	151,588	177,053

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.130	0.143	0.294	0.699	0.913	1.190
每股净资产	1.564	1.694	2.669	3.088	3.636	4.350
每股经营现金净流	0.313	0.404	0.408	1.045	1.697	2.140
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.280	0.365	0.476
回报率						
净资产收益率	8.33%	8.42%	11.00%	22.64%	25.10%	27.35%
总资产收益率	2.39%	1.57%	2.78%	5.34%	6.02%	6.72%
投入资本收益率	10.35%	7.85%	7.11%	11.76%	13.24%	14.64%
增长率						
主营业务收入增长率	14.14%	20.53%	103.79%	17.73%	17.77%	23.20%
EBIT 增长率	8.28%	3.45%	22.00%	161.37%	34.12%	27.92%
净利润增长率	-24.57%	9.59%	157.24%	138.10%	30.54%	30.34%
总资产增长率	6.01%	67.29%	44.97%	23.82%	15.89%	16.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.4	53.2	52.5	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	87.4	112.3	75.7	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	90.5	92.4	64.2	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	136.1	153.5	134.4	152.6	157.8	147.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.68%	-35.72%	-20.08%	12.74%	22.70%	21.91%
EBIT 利息保障倍数	2.6	2.4	-13.4	10.7	8.4	9.1
资产负债率	71.27%	81.40%	74.73%	76.39%	76.01%	75.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-25	买入		12.06~12.06
2	2022-04-24	买入	10.69	N/A
3	2022-04-29	买入	12.79	N/A
4	2022-08-28	买入	15.93	N/A
5	2022-10-30	买入	17.17	N/A
6	2023-02-28	买入	15.61	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402