

2023年03月29日

晶澳科技（002459.SZ）

主营业务盈利稳步增长，N型产能布局加速

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 729.89 亿元，比上年同期上升 76.72%；归属于上市公司股东的净利润 55.33 亿元，比上年同期上升 171.4%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 55.57 亿元，比上年同期上升 200.9%。

◆ **组件出货量持续提升，海外份额保持较高水平：**随着光伏发电应用市场在全球“碳减排”政策的大力助推下蓬勃发展，在全球范围内光伏发电“平价上网”基本实现，公司销售服务网络已经遍及全球 135 个国家和地区，在境外主要国家设立销售公司 13 家。报告期内，公司充分发挥自身全球市场营销服务网络及品牌优势，进一步加大市场开拓力度，带动公司电池组件出货量再创历史新高，公司电池组件出货量为 39.75GW（含自持电站 672MW），其中组件海外出货量占比约 58%，分销出货量占比约 35%。

◆ **新建产能如期投产，N型产能持续推进：**截至 2022 年底，公司组件产能近 50GW，硅片和电池产能约为组件产能 80%。报告期内，曲靖 10GW 拉晶及切片（曲靖 20GW 拉晶切片项目第二期）、越南 3.5GW 电池、义乌 5GW 电池、宁晋 1.3GW 电池、合肥 2.5GW 组件等项目顺利投产，各环节产能规模有序增加。按照公司未来产能规划，2023 年底公司组件产能有望超 80GW，硅片和电池产能约为组件产能 90%。公司以自身研发优势为依托，开发了多款受市场欢迎的新产品。DeepBlue 4.0 X 是公司面向全球市场推出的新一代量产 N 型高效组件，采用了高效 N 型倍秀（Bycium）电池技术、自主研发的高密度组件封装技术以及高效封装材料，具有高功率、高效率、高可靠性、高发电能力等突出优势，其中 78 版型最高功率可达 625W，组件转换效率达 22.4%。相比于主流 P 型组件，DeepBlue 4.0 X 组件的 BOS 成本可降低约 2.1%，LCOE 成本可降低约 4.6%，能够为客户创造更高价值。公司积极布局 N 型产品生产能力，按照规划，截至 2023 年末公司 N 型电池产能有望达到近 40GW，公司将有步骤的实现向 N 型路线发展，踏准行业发展节奏。

◆ **投资建议：**光伏平价以来，行业装机量持续攀升，我们认为全球对光伏的需求仍保持高增长，公司产能布局合理，同时具有完备全球渠道，将充分受益行业的大发展，我们预计 2023-2025 年，归母净利润分别为 89.53、110.06 及 132.14 亿元，对应 EPS（基准股本为 2023 年 3 月 29 日总股本）为 3.80、4.67 及 5.61 元/股，对应 PE 为 14.9、12.1 及 10.1 倍，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

◆ **风险提示：**全球产业政策风险、国际贸易保护风险、供应链稳定风险。

公司快报

电力设备及新能源 | 太阳能 III

投资评级

买入-A(首次)

股价(2023-03-29)

56.85 元

交易数据

总市值（百万元）	133,967.85
流通市值（百万元）	133,251.60
总股本（百万股）	2,356.51
流通股本（百万股）	2,343.92
12 个月价格区间	98.51/54.15

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.3	-8.11	1.6
绝对收益	-7.23	-4.63	-1.83

分析师

张文臣

 SAC 执业证书编号：S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

分析师

顾华昊

 SAC 执业证书编号：S0910523020002
 guhuahao@huajinsec.cn

报告联系人

乔春绒

qiaochunrong@huajinsec.cn

相关报告



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,302	72,989	99,099	116,449	136,599
YoY(%)	59.8	76.7	35.8	17.5	17.3
净利润(百万元)	2,039	5,533	8,953	11,006	13,214
YoY(%)	35.3	171.4	61.8	22.9	20.1
毛利率(%)	14.6	14.8	16.3	16.3	16.3
EPS(摊薄/元)	0.87	2.35	3.80	4.67	5.61
ROE(%)	12.5	18.4	23.6	22.7	21.6
P/E(倍)	65.4	24.1	14.9	12.1	10.1
P/B(倍)	8.1	4.8	3.7	2.9	2.3
净利率(%)	4.9	7.6	9.0	9.5	9.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	31629	38156	50767	58060	79270
现金	13219	12183	18559	22729	36193
应收票据及应收账款	5635	8496	10690	11855	14591
预付账款	1783	2551	3334	3581	4530
存货	7957	11909	14592	16546	19977
其他流动资产	3035	3016	3592	3348	3978
非流动资产	25338	34193	39069	44029	47887
长期投资	550	774	1184	1595	2006
固定资产	14224	21445	24996	29177	32255
无形资产	1047	1356	1563	1813	1974
其他非流动资产	9517	10618	11325	11444	11652
资产总计	56967	72349	89837	102088	127157
流动负债	32651	34997	44042	45750	58296
短期借款	7592	1787	1787	1787	1787
应付票据及应付账款	13635	18573	24392	26091	33122
其他流动负债	11424	14637	17864	17872	23387
非流动负债	7599	7188	7068	6893	6601
长期借款	1264	1777	1656	1482	1189
其他非流动负债	6335	5411	5411	5411	5411
负债合计	40250	42185	51110	52643	64897
少数股东权益	223	2659	2835	3034	3242
股本	1599	2356	3299	3299	3299
资本公积	9025	13949	13007	13007	13007
留存收益	6067	11348	19491	29185	41055
归属母公司股东权益	16494	27505	35892	46412	59018
负债和股东权益	56967	72349	89837	102088	127157

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3750	8186	15687	11898	21105
净利润	2088	5540	9128	11206	13422
折旧摊销	2259	2792	2382	2992	3620
财务费用	813	-529	208	-436	-328
投资损失	-425	-317	-359	-433	-426
营运资金变动	-1893	-1484	4301	-1475	4756
其他经营现金流	909	2185	27	44	62
投资活动现金流	-4010	-7215	-6926	-7563	-7114
筹资活动现金流	2171	-1476	-2385	-165	-527

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.87	2.35	3.80	4.67	5.61
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	3.47	6.66	5.05	8.96
每股净资产(最新摊薄)	7.00	11.67	15.23	19.70	25.04

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	41302	72989	99099	116449	136599
营业成本	35260	62205	82979	97498	99099
营业税金及附加	140	242	328	386	453
营业费用	736	1050	1426	1675	1965
管理费用	1126	1708	2319	2724	3196
研发费用	574	1007	1367	1606	1884
财务费用	813	-529	208	-436	-328
资产减值损失	-625	-1144	94	-210	299
公允价值变动收益	24	-199	-27	-44	-62
投资净收益	425	317	359	433	426
营业利润	2600	6468	10898	13174	15733
营业外收入	33	50	35	38	39
营业外支出	207	200	157	176	185
利润总额	2426	6317	10777	13036	15587
所得税	338	778	1648	1830	2165
税后利润	2088	5540	9128	11206	13422
少数股东损益	50	7	176	199	208
归属母公司净利润	2039	5533	8953	11006	13214
EBITDA	4964	9091	13072	15827	18814

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	59.8	76.7	35.8	17.5	17.3
营业利润(%)	35.6	148.7	68.5	20.9	19.4
归属于母公司净利润(%)	35.3	171.4	61.8	22.9	20.1
获利能力					
毛利率(%)	14.6	14.8	16.3	16.3	16.3
净利率(%)	4.9	7.6	9.0	9.5	9.7
ROE(%)	12.5	18.4	23.6	22.7	21.6
ROIC(%)	7.5	15.3	21.2	20.7	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	70.7	58.3	56.9	51.6	51.0
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	9.0	10.3	10.3	10.3	10.3
应付账款周转率	3.1	3.9	3.9	3.9	3.9
估值比率					
P/E	65.4	24.1	14.9	12.1	10.1
P/B	8.1	4.8	3.7	2.9	2.3
EV/EBITDA	37.9	20.4	13.6	11.0	8.5

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、顾华昊声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn