

2023 年 03 月 28 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩超预期，N 型产能助力发展，海外布局稳步推进

## —晶澳科技（002459.SZ）公司事件点评报告 买入（首次）事件

分析师：张涵 S1050521110008

zhanghan3@cfsc.com.cn

联系人：罗笛箫 S1050122110005

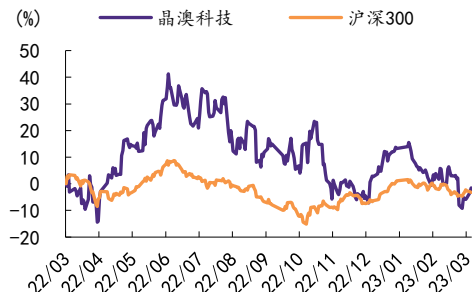
luodx@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-03-28

|             |              |
|-------------|--------------|
| 当前股价（元）     | 56.6         |
| 总市值（亿元）     | 1334         |
| 总股本（百万股）    | 2357         |
| 流通股本（百万股）   | 2344         |
| 52 周价格范围（元） | 52.54-100.54 |
| 日均成交额（百万元）  | 1216.85      |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

晶澳科技发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 729.89 亿元，同比增长 76.72%；实现归母净利润 55.33 亿元，同比增长 171.40%。其中，2022Q4 公司实现营收 236.66 亿元，同比增长 55.65%，环比增长 13.48%；实现归母净利润 22.43 亿元，同比增长 208.89%，环比增长 41.34%。

### 投资要点

#### ■ 2022 业绩超预期，单瓦净利持续提升

2022 年公司实现营业收入 729.89 亿元，同比增长 76.72%，其中光伏组件销售收入 703.45 亿元，同比增长 78.27%；组件出货 39.75GW（含自持电站 672MW），同比增长 56.18%，其中海外出货占比约 58%，分销占比约 35%；组件销售 38.11GW，同比增长 58.31%。

2022 年公司实现归母净利 55.33 亿元，同比增长 171.40%；毛利率为 14.78%，同比提高 0.15pct；净利率为 7.59%，同比提高 2.53pct，且公司盈利能力逐季提升，净利率从 Q1 的 6.28%提升至 Q4 的 9.06%。测算得，2022 年全年公司组件售价（不含税）超 1.8 元/W，单瓦净利约 0.15 元/W，其中 2022Q4 组件售价（不含税）约 1.9 元/W，单瓦净利约 0.18 元/W，2023Q1 有望继续维持高单瓦净利。展望 2023 年，在硅料和海运价格下降、N 型产品和美国市场订单占比提升背景下，公司整体盈利能力有望继续向好。

#### ■ 垂直一体化能力持续提升，N 型产品逐步放量

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的 80%。2022 年，公司曲靖 10GW 拉晶及切片（曲靖 20GW 拉晶切片项目二期）、越南 3.5GW 电池、义乌 5GW 电池、宁晋 1.3GW TOPCon 电池、合肥 2.5GW 组件等项目顺利投产，包头 20GW 拉晶切片等新建项目均按计划推进。按公司产能规划，到 2023 年底公司组件产能将超 80GW，硅片和电池产能约为组件产能的 90%，其中 N 型电池产能将达到近 40GW。公司 N 型产品研发进度位居行业前列，量产 TOPCon 电池转换效率最高达到 25.3%，并将持续优化。目前，N 型 TOPCon 组件较 P 型平均溢价 0.05~0.15 元/W，公司行业领先的 TOPCon 布局有望充分享受新技术红利。

#### ■ 海外布局卓有成效，有望享受高端市场溢价

2022 年公司在境内、欧洲、美洲分别实现营业收入 291.72、229.10、99.44 亿元，分别同比增长 80.54%、118.48%、145.90%。聚焦到美国市场，虽然目前光伏产品通关清关尚存一定压力，但长期来看，美国市场在 IRA 法案刺激等多因素下需求向好。公司除布局越南 4GW 一体化产能外，已开始在美国建设 2GW 组件产能以满足美国当地供应，计划 2023 年在美国市场出货 3.5~4GW，有望充分享受高端市场溢价。

## ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 946.45、1146.45、1356.45 亿元，EPS 分别为 3.75、4.96、6.11 元，当前股价对应 PE 分别为 15.2、11.5、9.3 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

光伏装机不及预期风险；上游原材料供应短缺风险；海外贸易政策风险；汇率波动风险；大盘系统性风险。

| 预测指标       | 2022A  | 2023E  | 2024E   | 2025E   |
|------------|--------|--------|---------|---------|
| 主营收入（百万元）  | 72,989 | 94,645 | 114,645 | 135,645 |
| 增长率（%）     | 76.7%  | 29.7%  | 21.1%   | 18.3%   |
| 归母净利润（百万元） | 5,533  | 8,844  | 11,682  | 14,398  |
| 增长率（%）     | 171.4% | 59.8%  | 32.1%   | 23.3%   |
| 摊薄每股收益（元）  | 2.35   | 3.75   | 4.96    | 6.11    |
| ROE（%）     | 18.3%  | 23.1%  | 23.9%   | 23.2%   |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表              | 2022A         | 2023E         | 2024E          | 2025E          |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产：</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | <b>72,989</b> | <b>94,645</b> | <b>114,645</b> | <b>135,645</b> |
| 现金及现金等价物      | 12,183       | 25,753       | 43,969       | 66,725       | 营业成本             | 62,205        | 78,283        | 93,763         | 110,318        |
| 应收款           | 9,154        | 9,277        | 8,097        | 5,864        | 营业税金及附加          | 242           | 284           | 344            | 407            |
| 存货            | 11,909       | 15,042       | 18,017       | 21,199       | 销售费用             | 1,050         | 1,325         | 1,605          | 1,899          |
| 其他流动资产        | 4,909        | 6,285        | 7,557        | 8,892        | 管理费用             | 1,708         | 2,177         | 2,637          | 3,120          |
| 流动资产合计        | 38,156       | 56,357       | 77,640       | 102,679      | 财务费用             | -529          | 946           | 1,146          | 1,356          |
| <b>非流动资产：</b> |              |              |              |              | 研发费用             | 1,007         | 1,325         | 1,605          | 1,899          |
| 金融类资产         | 268          | 268          | 268          | 268          | 费用合计             | 3,235         | 5,773         | 6,993          | 8,274          |
| 固定资产          | 21,445       | 21,578       | 20,765       | 19,630       | 资产减值损失           | -35           | -26           | -26            | -26            |
| 在建工程          | 2,604        | 1,042        | 417          | 167          | 公允价值变动           | -199          | 0             | 0              | 0              |
| 无形资产          | 1,356        | 1,288        | 1,220        | 1,156        | 投资收益             | 317           | 339           | 339            | 339            |
| 长期股权投资        | 774          | 774          | 774          | 774          | <b>营业利润</b>      | <b>6,468</b>  | <b>10,241</b> | <b>13,481</b>  | <b>16,582</b>  |
| 其他非流动资产       | 8,014        | 8,014        | 8,014        | 8,014        | 加：营业外收入          | 50            | 39            | 39             | 39             |
| 非流动资产合计       | 34,193       | 32,696       | 31,189       | 29,740       | 减：营业外支出          | 200           | 182           | 182            | 182            |
| 资产总计          | 72,349       | 89,053       | 108,829      | 132,419      | <b>利润总额</b>      | <b>6,317</b>  | <b>10,098</b> | <b>13,338</b>  | <b>16,439</b>  |
| <b>流动负债：</b>  |              |              |              |              | 所得税费用            | 778           | 1,243         | 1,642          | 2,023          |
| 短期借款          | 1,787        | 1,787        | 1,787        | 1,787        | <b>净利润</b>       | <b>5,540</b>  | <b>8,855</b>  | <b>11,696</b>  | <b>14,415</b>  |
| 应付账款、票据       | 18,573       | 25,611       | 33,255       | 42,161       | 少数股东损益           | 7             | 11            | 14             | 17             |
| 其他流动负债        | 9,249        | 9,249        | 9,249        | 9,249        | <b>归母净利润</b>     | <b>5,533</b>  | <b>8,844</b>  | <b>11,682</b>  | <b>14,398</b>  |
| 流动负债合计        | 34,997       | 43,634       | 52,754       | 63,210       |                  |               |               |                |                |
| <b>非流动负债：</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>    | <b>2022A</b>  | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>   | <b>2025E</b>   |
| 长期借款          | 1,777        | 1,777        | 1,777        | 1,777        | <b>成长性</b>       |               |               |                |                |
| 其他非流动负债       | 5,411        | 5,411        | 5,411        | 5,411        | 营业收入增长率          | 76.7%         | 29.7%         | 21.1%          | 18.3%          |
| 非流动负债合计       | 7,188        | 7,188        | 7,188        | 7,188        | 归母净利润增长率         | 171.4%        | 59.8%         | 32.1%          | 23.3%          |
| 负债合计          | 42,185       | 50,822       | 59,942       | 70,398       | <b>盈利能力</b>      |               |               |                |                |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率              | 14.8%         | 17.3%         | 18.2%          | 18.7%          |
| 股本            | 2,356        | 2,357        | 2,357        | 2,357        | 四项费用/营收          | 4.4%          | 6.1%          | 6.1%           | 6.1%           |
| 股东权益          | 30,164       | 38,231       | 48,887       | 62,021       | 净利率              | 7.6%          | 9.4%          | 10.2%          | 10.6%          |
| 负债和所有者权益      | 72,349       | 89,053       | 108,829      | 132,419      | ROE              | 18.3%         | 23.1%         | 23.9%          | 23.2%          |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |               |               |                |                |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 资产负债率            | 58.3%         | 57.1%         | 55.1%          | 53.2%          |
| 净利润           | 5540         | 8855         | 11696        | 14415        | <b>营运能力</b>      |               |               |                |                |
| 少数股东权益        | 7            | 11           | 14           | 17           | 总资产周转率           | 1.0           | 1.1           | 1.1            | 1.0            |
| 折旧摊销          | 2280         | 1497         | 1503         | 1445         | 应收账款周转率          | 8.0           | 10.2          | 14.2           | 23.1           |
| 公允价值变动        | -199         | 0            | 0            | 0            | 存货周转率            | 5.2           | 5.2           | 5.2            | 5.2            |
| 营运资金变动        | 559          | 4004         | 6054         | 8173         | <b>每股数据(元/股)</b> |               |               |                |                |
| 经营活动现金净流量     | 8186         | 14367        | 19267        | 24051        | EPS              | 2.35          | 3.75          | 4.96           | 6.11           |
| 投资活动现金净流量     | -7215        | 1430         | 1439         | 1384         | P/E              | 24.3          | 15.2          | 11.5           | 9.3            |
| 筹资活动现金净流量     | 12598        | -787         | -1040        | -1281        | P/S              | 1.8           | 1.4           | 1.2            | 1.0            |
| 现金流量净额        | 13,569       | 15,010       | 19,666       | 24,153       | P/B              | 4.9           | 3.8           | 2.9            | 2.3            |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 电力设备组介绍

**张涵：**电力设备组组长，金融学硕士，中山大学理学学士，4 年证券行业研究经验，重点覆盖光伏、风电、储能等领域。

**臧天律：**金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

**罗笛箫：**欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | >20%                |
| 2 | 增持   | 10%—20%             |
| 3 | 中性   | -10%—10%            |
| 4 | 卖出   | <-10%               |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | >10%                |
| 2 | 中性   | -10%—10%            |
| 3 | 回避   | <-10%               |

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。