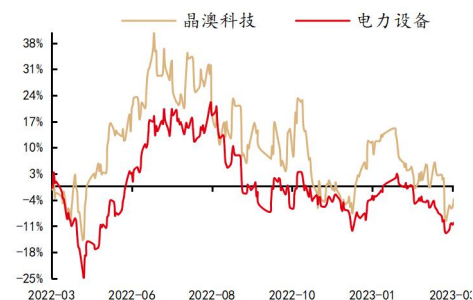


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	55.96
总股本/流通股本(亿股)	23.57 / 23.44
总市值/流通市值(亿元)	1,319 / 1,312
52 周内最高/最低价	100.54 / 52.54
资产负债率(%)	58.3%
市盈率	23.32
第一大股东	东台市晶泰福科技有限 公司
持股比例(%)	47.6%

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
研究助理:贾佳宇
SAC 登记编号:S1340122110010
Email:jiajiayu@cnpsec.com

晶澳科技(002459)

2022 年业绩超预期，持续推动稳健扩张

● 投资要点

公司发布《2022 年年度报告》，2022 年实现营业收入 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%，达到业绩预告上限，单四季度来看，公司实现营业收入 236.66 亿元，同比增长 55.65%，实现归母净利润 22.42 亿元，同比增长 208.89%，持续创下单季度盈利新高。2022 年公司组件销售量 38.105GW，同比增长 58.31%，打包计算单瓦盈利 0.145 元/w，领先其他光伏组件竞争对手。

公司出货分布较为均衡，海外组件出货占比约 58%，从收入占比角度看，欧洲、亚太、美洲分别为 31%、13%、14%，欧洲仍为公司最重要海外市场，美国市场公司出货较为顺利，2023 年计划在美国的出货目标为 3.5-4GW；从销售模式看，分销出货占比约 35%，由于分销方式更加依赖渠道建设与品牌，因而壁垒更高，分销占比高带来更高的盈利能力。

在产能方面，公司稳步推进产能扩张。截至 2022 年底，公司拥有组件产能近 50GW，上游硅片和电池产能约为组件产能的 80%，预计 2023 年底组件产能将超 80GW，硅片和电池产能将达到组件产能的 90% 左右。目前公司在建项目包括拉晶 22.5GW、切片 42.5GW、电池 66GW、组件 35GW，此外根据公司最新公告，将在鄂尔多斯高新区建设年产 20GW 硅片、30GW 电池项目，进一步推动产能扩张。

在电池技术方面，公司魄秀(Percium)系列电池量产转换效率最高达到 23.9%，处于行业领先水平，最新的 n 型倍秀(Bycium)电池产转换效率最高达到 25.3%，未来仍将持续推动生产降本。

● 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 982.40/1204.30/1393.30 亿元，同比增长 34.59%/22.59%/15.69%；预计归母净利润 91.91/114.95/142.42 亿元，同比增长 66.11%/25.07%/23.90%；对应 PE 分别为 14.35/11.47/9.26 倍，给予“增持”评级。

● 风险提示：

光伏装机需求不及预期；全球政治格局变化超预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	72989	98240	120430	139330
增长率(%)	76.72%	34.59%	22.59%	15.69%
EBITDA（百万元）	9884	13714	16266	19094
归属母公司净利润（百万元）	5533	9191	11495	14242
增长率(%)	171.40%	66.11%	25.07%	23.90%
EPS(元/股)	2.35	3.90	4.88	6.04
市盈率(P/E)	23.83	14.35	11.47	9.26
市净率(P/B)	4.79	3.52	2.66	2.05
EV/EBITDA	13.72	8.12	6.19	4.28

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	72989	98240	120430	139330	营业收入	76.7%	34.6%	22.6%	15.7%
营业成本	62205	82357	100780	116050	营业利润	148.7%	65.0%	24.8%	23.7%
税金及附加	242	295	361	418	归属于母公司净利润	171.4%	66.1%	25.1%	23.9%
销售费用	1050	1375	1686	1951	获利能力				
管理费用	1708	2260	2770	3205	毛利率	14.8%	16.2%	16.3%	16.7%
研发费用	1007	1326	1626	1881	净利率	7.6%	9.4%	9.5%	10.2%
财务费用	-529	-26	-386	-674	ROE	20.1%	24.5%	23.2%	22.2%
资产减值损失	-1109	-1500	-1000	-800	ROIC	16.5%	19.9%	18.6%	17.9%
营业利润	6468	10675	13325	16486	偿债能力				
营业外收入	50	50	50	50	资产负债率	58.3%	59.2%	56.6%	53.9%
营业外支出	200	150	150	150	流动比率	1.09	1.32	1.51	1.70
利润总额	6317	10575	13225	16386	营运能力				
所得税	778	1375	1719	2130	应收账款周转率	10.44	10.31	10.33	10.32
净利润	5540	9200	11506	14256	存货周转率	7.35	7.26	6.84	6.51
归母净利润	5533	9191	11495	14242	总资产周转率	1.13	1.15	1.10	1.05
每股收益(元)	2.35	3.90	4.88	6.04	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.35	3.90	4.88	6.04
货币资金	12183	30344	43722	63984	每股净资产	11.67	15.91	21.04	27.26
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	8496	10938	12914	14852	PE	23.83	14.35	11.47	9.26
预付款项	2551	2882	3225	3714	PB	4.79	3.52	2.66	2.05
存货	11909	15143	20090	22707	现金流量表				
流动资产合计	38156	62942	83893	109678	净利润	5540	9200	11506	14256
固定资产	21449	20649	20189	19292	折旧和摊销	3059	2251	2407	2521
在建工程	2604	3923	4846	4092	营运资本变动	-1484	5260	-585	3035
无形资产	1356	1606	1856	2006	其他	1071	1204	1494	1448
非流动资产合计	34193	35442	36535	35414	经营活动现金流净额	8186	17915	14822	21260
资产总计	72349	98384	120428	145092	资本开支	-7660	-3796	-3781	-1709
短期借款	1787	2287	2787	2787	其他	445	682	161	148
应付票据及应付账款	18573	26266	29723	35394	投资活动现金流净额	-7215	-3114	-3619	-1561
其他流动负债	14637	19280	23060	26197	股权融资	7911	0	0	0
流动负债合计	34997	47832	55571	64378	债务融资	-5046	3700	2700	1200
其他	7188	10388	12588	13788	其他	-4340	-340	-525	-637
非流动负债合计	7188	10388	12588	13788	筹资活动现金流净额	-1476	3360	2175	563
负债合计	42185	58220	68159	78166	现金及现金等价物净增加额	-410	18161	13378	20262
股本	2356	2356	2356	2356					
资本公积金	13949	13949	13949	13949					
未分配利润	10816	19428	29798	42304					
少数股东权益	2659	2668	2680	2694					
其他	383	1762	3486	5622					
所有者权益合计	30164	40164	52270	66926					
负债和所有者权益总计	72349	98384	120428	145092					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048