

晶澳科技 (002459.SZ)

组件盈利能力快速提升，新型电池投产加速

买入

核心观点

营收利润显著提升，组件出货规模大幅增长。公司 2022 年实现营业收入 730 亿元，同比+77%；其中 22Q4 营收 237 亿元，同比+56%，环比+13%。2022 年实现归母净利润 55.3 亿元，同比+171%；其中 22Q4 为 22.4 亿元，同比+209%，环比+41%。2022 年公司电池组件出货量 39.8GW，同比+56%，其中组件对外销售约 38.1GW，电站业务自用组件约 0.7GW，电池销售约 1.0GW。组件海外出货量占比约 58%，分销出货量占比约 35%。2023 年公司电池组件出货目标为 60-65GW，同比增长 40%-63%。

组件单瓦盈利逐季度持续改善。2022 年单瓦净利（归母净利润/电池组件出货量）约为 0.14 元/W，同比+0.06 元/W。分季度来看，2022 年 Q1-Q4 单瓦净利分别为 0.11/0.11/0.14/0.18 元/W，环比持续改善。我们认为公司季度单瓦净利的持续提升有三方面主要原因：1) 公司在成本控制、订单选择方面的经营性竞争力持续增强；2) 22Q4 海运运费显著下降；3) 利息费用显著减少。

一体化产能将加速扩张，N 型 TOPCon 开始量产。公司 2022 年底硅片/电池/组件产能约 40/40/50GW，预计到 2023 年底 70/70/80GW。产能方面呈现两个发展趋势：1) 一体化率进一步提升，硅片、电池自供比例从此前的 80%左右提升至 90%左右；2) N 型占比快速提高，2023 年底 N 型电池产能有望达到 40GW，占比超过 50%。

光伏行业高景气，看好一体化组件商环节。我们预计 2022-2025 年，全球光伏新增装机分别为 230/335/438/547GW，同比增速 35.3%/45.7%/30.7%/24.9%。组件产品由于签单周期较长，有望在硅料放量降价周期充分受益，迎来量利齐升的基本面趋势。头部一体化组件商在新技术研发和一体化协调生产方面具备更强的竞争优势，有望获取更多技术红利和市场份额。

风险提示：原材料价格下降不及预期，公司产能投放不及预期，组件环节竞争加剧，技术迭代风险等。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 89.2/111.9/138.5 亿元（原预测为 69.5/83.8/96.5 亿元），同比增速 61%/26%/24%，对应 3 月 23 日收盘价的动态 PE 为 14.5/11.5/9.3x。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,302	72,989	107,884	126,180	138,284
(+/-%)	59.8%	76.7%	47.8%	17.0%	9.6%
净利润(百万元)	2039	5533	8919	11194	13849
(+/-%)	35.3%	171.4%	61.2%	25.5%	23.7%
每股收益(元)	1.27	2.35	3.78	4.75	5.88
EBIT Margin	8.4%	9.3%	9.9%	10.6%	12.1%
净资产收益率 (ROE)	13.2%	23.6%	25.2%	24.1%	24.0%
市盈率 (PE)	43.0	23.3	14.5	11.5	9.3
EV/EBITDA	23.9	18.9	15.5	12.9	10.5
市净率 (PB)	5.24	4.28	3.05	2.44	1.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cnwangxinyu6@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王昕宇

021-60375422

S0980522090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	54.78 元
总市值/流通市值	129090/128400 百万元
52 周最高价/最低价	102.80/50.73 元
近 3 个月日均成交额	1035.80 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

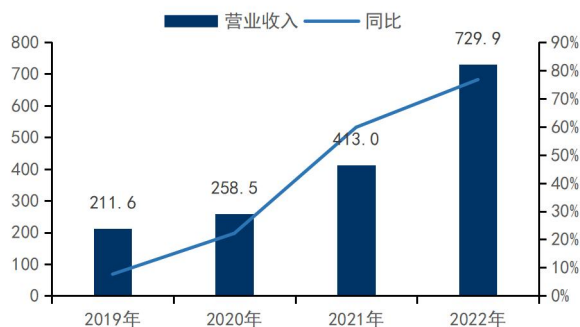
《晶澳科技 (002459.SZ) - 组件出货稳步增长，单瓦盈利大幅提升》——2022-11-01

《晶澳科技 (002459.SZ) - 盈利能力保持稳定，发行可转债加速产能扩张》——2022-08-30

《晶澳科技 (002459.SZ) - 垂直一体化稳健发展，组件盈利性行业领先》——2022-06-15

2022 年度收入利润显著提升。公司 2022 年实现营业收入 730 亿元，同比+77%；其中 22Q4 营收 237 亿元，同比+56%，环比+13%。2022 年实现归母净利润 55.3 亿元，同比+171%；其中 22Q4 为 22.4 亿元，同比+209%，环比+41%。

图1：年度营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



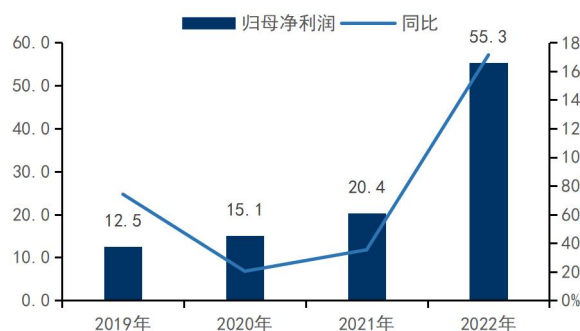
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



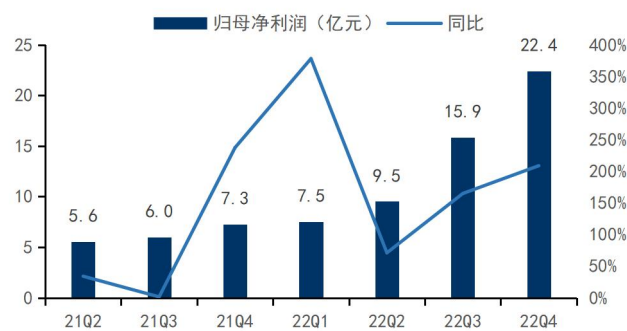
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

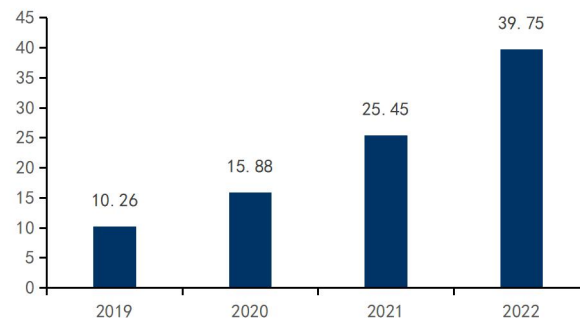
图4：单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

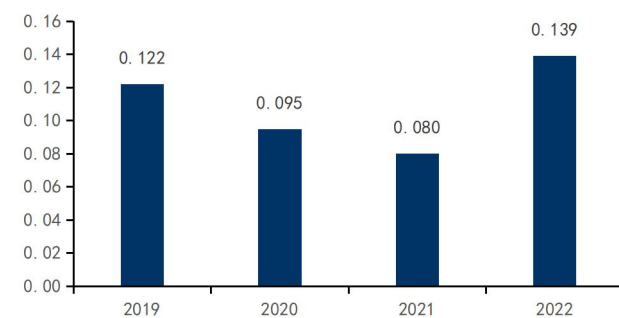
2022 年公司电池组件出货量 39.8GW，其中组件对外销售约 38.1GW，电站业务自用组件约 0.7GW，电池销售约 1.0GW。组件海外出货量占比约 58%，分销出货量占比约 35%。2023 年公司电池组件出货目标为 60-65GW，同比增长 40%-63%。2022 年单瓦净利（归母净利润/电池组件出货量）约为 0.14 元/W，同比+0.06 元/W。

图5：公司电池组件出货（GW）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

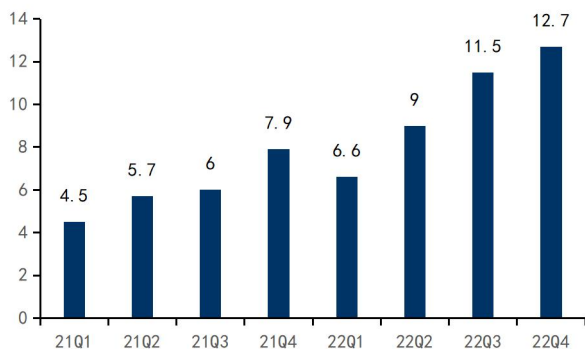
图6：公司电池组件单瓦净利（元/W，归母净利润/出货量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

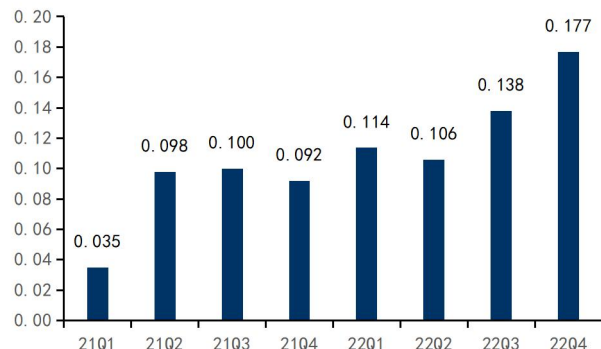
从季度情况来看，公司 22Q4 单瓦净利约 0.18 元/W，环比+0.04 元/W。公司 22Q4 毛利率/净利率分别为 17.6%/9.1%，环比+3.8/1.2pct。我们认为公司季度单瓦净利的持续提升有三方面原因：1) 公司在成本控制、订单选择方面的经营性竞争力持续增强；2) 22Q4 海运运费显著下降；3) 财务费用方面持续显著改善。

图7：公司组件季度出货量（GW）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司组件季度单瓦净利（元/W，归母净利润/出货量）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

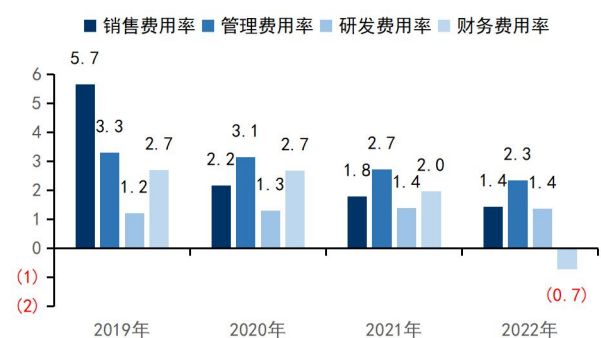
2022 年公司综合毛利率 14.8%，同比+0.2pct；销售净利率 7.6%，同比+2.5pct。各项费用率均呈下降趋势，2022 年销售费用率 1.4%，同比-0.2pct；管理费用率 2.3%，同比-0.4pct；研发费用率 1.4%，同比持平；财务费用率-0.7%，同比-2.7pct。

图9：公司销售毛利率和销售净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

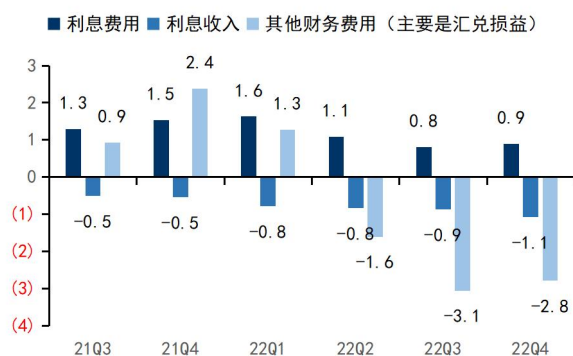
图10：公司各项费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

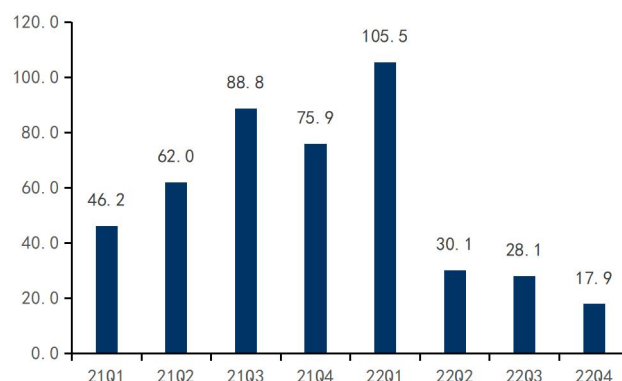
公司财务费用率降低的原因是汇兑收益和再融资。2022 年第二季度人民币贬值，公司以外币计价的出口业务贡献汇兑收益，Q2/Q3/Q4 分别约为 1.6/3.1/2.8 亿元，2022 年 4 月份公司非公开发行募集 50 亿元资金，短期借款从 3 月底的 105 亿元下降到年底的 18 亿元，利息费用明显减少。

图 11：公司财务费用下各科目季度数据(亿元，负数为收益)



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

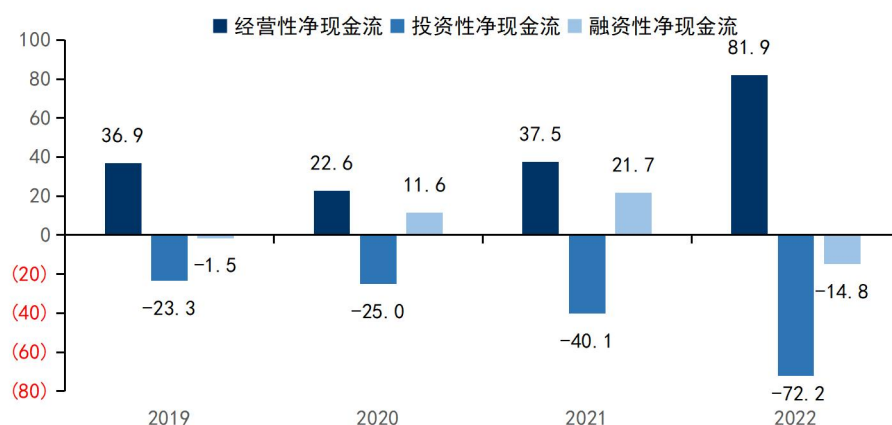
图 12：公司短期借款期末余额（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2022 年度公司经营性现金净流入 81.9 亿元，同比增加 118%，与净利润高增速趋势一致，体现出公司良好的经营性现金状况。投资性现金净流出 72.2 亿元，同比增加 80%，体现出公司加速扩产的趋势。融资性现金流方面，2022 年在完成 50 亿定增的情况下，公司融资性现金净流出 14.8 亿，体现出公司偿还了更多有息负债，提高了财务稳健性，降低了财务成本。总体来看，公司经营性现金流充裕，为投资性和融资性的现金支出提供了较强的支撑，公司现金流保持稳健。

图 13：公司现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司 2023 年产能扩张速度加快，叠加领先行业的平均单瓦盈利能力，以及 N 型组件出货占比的提升，业绩有望呈现高增长。预计 2023-2025 年出货量为 63/79/92GW，同比增速 58%/26%/16%。实现归母净利润 89.2/111.9/138.5 亿元。

表 1：主营业务拆分

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
组件业务					
出货量 (GW)	39.8	63.0	79.2	91.8	98.8
增速	65.4%	58.3%	25.7%	15.9%	7.7%
收入 (亿元)	703.4	1038.6	1214.6	1330.8	1405.8
增速	78.3%	47.6%	16.9%	9.6%	5.6%
毛利 (亿元)	100.7	162.9	197.3	235.5	246.1
增速	80.3%	61.8%	21.1%	19.4%	4.5%
毛利率	14.3%	15.7%	16.2%	17.7%	17.5%
单瓦毛利 (元)	0.25	0.26	0.25	0.26	0.25
电站业务					
收入 (亿元)	4.2	7.4	8.8	9.9	10.9
增速	-3.0%	74.9%	18.2%	13.1%	9.6%
毛利 (亿元)	2.5	4.1	4.7	5.1	5.4
增速	-6.3%	68.9%	14.0%	9.0%	5.4%
毛利率	58.0%	56.0%	54.0%	52.0%	50.0%
合计					
主营业务收入 (亿元)	707.7	1046.0	1223.4	1340.7	1416.7
增速	77.4%	47.8%	17.0%	9.6%	5.7%
毛利 (亿元)	103.1	167.0	202.0	240.7	251.5
增速	76.4%	62.0%	20.9%	19.1%	4.5%
毛利率	14.6%	16.0%	16.5%	17.9%	17.8%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。我们预计 2023-2025 年归母净利润 89.2/111.9/138.5 亿元（原预测为 69.5/83.8/96.5 亿元），同比增速 61%/26%/24%，对应 3 月 23 日收盘价的动态 PE 为 14.5/11.5/9.3x。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	13219	12183	34866	35140	43124	营业收入	41302	72989	107884	126180	138284
应收款项	5635	8496	14779	17285	18943	营业成本	35260	62205	90655	105345	113463
存货净额	7957	11909	23646	27656	30309	营业税金及附加	140	242	365	427	468
其他流动资产	2880	2927	7252	8428	9077	销售费用	736	1050	1942	2271	2489
流动资产合计	31629	38156	84926	93584	106887	管理费用	1126	1708	2697	3028	3181
固定资产	18410	24050	27378	37793	41653	研发费用	574	1007	1510	1767	1936
无形资产及其他	1047	1356	1332	1307	1283	财务费用	813	(529)	69	416	462
其他长期资产	5331	8014	10788	11356	11063	投资收益	425	317	200	560	300
长期股权投资	550	774	824	874	924	资产减值及公允价值变动	(625)	(1144)	(300)	(200)	(100)
资产总计	56967	72349	125248	144914	161809	其他收入	773	1131	500	400	300
短期借款及交易性金融负债	8883	3692	15000	16000	17000	营业利润	2600	6468	10745	13486	16686
应付款项	13635	18573	33625	38934	41686	营业外净收支	(174)	(150)	0	0	0
其他流动负债	6361	7344	15692	17089	17153	利润总额	2426	6317	10745	13486	16686
流动负债合计	32651	34997	74026	82117	85518	所得税费用	338	778	1612	2023	2503
长期借款及应付债券	1264	1777	3474	4492	5496	少数股东损益	50	7	215	270	334
其他长期负债	6335	5411	5411	5411	5411	归属于母公司净利润	2039	5533	8919	11194	13849
长期负债合计	7599	7188	8885	9903	10907	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	40250	42185	82911	92020	96425	净利润	2039	5533	8919	11194	13849
少数股东权益	223	2659	2860	3116	3437	资产减值准备	(606)	(1109)	(300)	(200)	(100)
股东权益	16494	27505	39476	49778	61948	折旧摊销	1892	2280	2990	3839	4783
负债和股东权益总计	56967	72349	125248	144914	161809	公允价值变动损失	(24)	199	0	0	0
						财务费用	813	(529)	69	416	462
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	3842	(110)	3634	(1293)	(2918)
每股收益	1.27	2.35	3.78	4.75	5.88	其它	(3393)	1394	384	325	596
每股红利	0.16	0.23	0.38	0.71	1.18	经营活动现金流	3750	8186	15626	13865	16209
每股净资产	10.45	12.80	17.97	22.45	27.75	资本开支	(5421)	(7753)	(6294)	(14230)	(8618)
ROIC	13%	19%	23%	23%	24%	其它投资现金流	1411	538	(2625)	(58)	543
ROE	13%	24%	25%	24%	24%	投资活动现金流	(4010)	(7215)	(8919)	(14288)	(8075)
毛利率	15%	15%	16%	17%	18%	权益性融资	119	5729	3606	0	0
EBIT Margin	8%	9%	10%	11%	12%	负债净变化	4893	(6870)	13005	2018	2004
EBITDA Margin	13%	12%	13%	14%	16%	支付股利、利息	(2029)	(864)	(567)	(905)	(1693)
收入增长	60%	77%	48%	17%	10%	其它融资现金流	4407	(7383)	11308	1000	1000
净利润增长率	35%	171%	61%	26%	24%	融资活动现金流	2171	(1476)	15975	697	(150)
资产负债率	71%	58%	66%	63%	60%	现金净变动	1911	(505)	22682	274	7984
息率	0.3%	0.4%	0.7%	1.3%	2.1%	货币资金的期初余额	9493	13219	12183	34866	35140
P/E	43.0	23.3	14.5	11.5	9.3	货币资金的期末余额	13219	12183	34866	35140	43124
P/B	5.2	4.3	3.0	2.4	2.0	企业自由现金流	3297	361	9437	(343)	7482
EV/EBITDA	23.9	18.9	15.5	12.9	10.5	权益自由现金流	7490	(6045)	22383	1322	9093

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032