

业绩超预期，一体化程度加深增厚盈利

2023 年 03 月 23 日

➤ **事件：**2023 年 3 月 22 日，公司发布 2022 年年度报告，公司全年实现营业收入 729.89 亿元，同比+76.72%；归母净利润为 55.33 亿元，同比+171.40%；扣非归母净利润为 55.57，同比+200.90%。分季度来看，公司四季度实现营业收入 236.66 亿元，同比+55.65%，环比+13.48%；归母净利润 22.43 亿元，同比+208.89%，环比+41.34%。公司业绩同比高增得益于产能建设的顺利推进、供应链管理的持续优化和研发工艺水平的快速提升等因素。

➤ **全球化布局加速，品牌优势尽显。**2022 年，公司电池组件出货量达到 39.75GW，创历史新高，其中海外出货量占比约为 58%，分销渠道出货量占比约为 35%。分季度来看，公司 22Q4 出货量达到 12.65GW。渠道方面，公司的销售网络遍及全球 135 个国家和地区，在主要的海外市场建立了 13 家销售公司，针对欧美两个光伏主要市场，设置了专门的区域运营中心。此外，公司已宣布在美国设立工厂，迈出了在欧美市场布局供应链的第一步，根据财联社报道，该工厂耗资 6000 万美元，计划于 23 年 Q4 投入使用，年产能达到 2GW。品牌方面，公司多次获得 EuPDResearch “顶级光伏品牌” 认可，且被 BNEF 评为一流可融资品牌，蝉联 PVModuleTech 可融资性 AAA 评级，这一系列荣誉体现了公司强大的品牌影响力。

➤ **先进产能扩张加速，一体化程度加深有望增厚盈利。**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%。22 年内公司曲靖 10GW 拉晶及切片、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。此外，包头 20GW 拉晶及切片、扬州 20GW 电池、曲靖 20GW 电池和 5GW 组件等项目均在按计划推进，按照公司未来产能规划，2023 年底公司组件产能超 80GW，硅片和电池产能约为组件产能的 90%，其中 N 型电池产能达到 40GW，我们认为在公司一体化程度加深的背景下，公司盈利能力有望持续提升。

➤ **研发不停，坚持技术进步推动产业升级。**2022 年公司研发投入为 46.08 亿元，占营收的 6.31%。公司量产的魄秀与 N 型倍秀电池转换效率分别达到 23.9%/25.3%，基于自身研发的 N 型技术电池，公司推出了 N 型高效组件 DeepBlue4.0X，其中 78 版型最高功率达 625W，组件转换效率达 22.4%，为客户提高了更高的性价比。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 1008/1172/1324 亿元，归母净利润分别为 95/115/151 亿元，3 月 22 日收盘价对应 PE 为 14x/11x/8x。公司是光伏一体化领先企业，随着垂直一体化加速布局，有望受益于光伏行业的高景气，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**光伏装机不及预期、原材料价格波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	72989	100808	117185	132424
增长率 (%)	76.7	38.1	16.2	13.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	5533	9509	11466	15132
增长率 (%)	171.4	71.9	20.6	32.0
每股收益 (元)	2.35	4.04	4.87	6.42
PE	23	14	11	8
PB	4.7	3.4	2.7	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价）

推荐

当前价格：

维持评级

54.48 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：15601863256

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.晶澳科技 (002459.SZ) 公司深度报告：光伏组件领军企业，一体化程度再加深-2022/12/05

2.晶澳科技 (002459.SZ) 事件点评：N 型组件新品重磅发布，客户价值显著提升-2022/11/14

3.晶澳科技(002459.SZ)2022 年三季报点评：业绩同比高增，一体化产能加速扩张-2022/10/28

4.晶澳科技(002459.SZ)2022 年半年报点评：业绩符合预期，垂直一体化加速布局-2022/08/29

5.晶澳科技 (002459.SZ) 2021 年年报及 2022Q1 季报点评：垂直一体化加速布局，一体两翼战略深入推进-2022/05/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	72989	100808	117185	132424
营业成本	62205	83608	97179	107667
营业税金及附加	242	353	410	463
销售费用	1050	1563	1699	1854
管理费用	1708	2722	3105	3443
研发费用	1007	1462	1641	1854
EBIT	6825	11590	13721	17790
财务费用	-529	-143	-275	-548
资产减值损失	-1109	-300	-300	-300
投资收益	317	202	293	331
营业利润	6468	11433	13755	18104
营业外收支	-150	-150	-150	-150
利润总额	6317	11283	13605	17954
所得税	778	1580	1905	2514
净利润	5540	9703	11700	15441
归属于母公司净利润	5533	9509	11466	15132
EBITDA	9884	14962	17574	22131

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	12183	16820	25925	38573
应收账款及票据	8496	13986	16261	18377
预付款项	2551	3344	3887	4307
存货	11909	18280	21295	23626
其他流动资产	3016	4557	5049	5507
流动资产合计	38156	56987	72417	90390
长期股权投资	774	974	1174	1374
固定资产	21449	27119	29863	31995
无形资产	1356	1536	1606	1676
非流动资产合计	34193	39551	42318	44596
资产合计	72349	96538	114735	134986
短期借款	1787	1787	1787	1787
应付账款及票据	18573	23224	26994	29907
其他流动负债	14637	23537	26971	29646
流动负债合计	34997	48549	55752	61340
长期借款	1777	2077	2077	2077
其他长期负债	5411	5411	5411	5411
非流动负债合计	7188	7488	7488	7488
负债合计	42185	56036	63240	68828
股本	2356	2356	2356	2356
少数股东权益	2659	2853	3087	3396
股东权益合计	30164	40501	51495	66158
负债和股东权益合计	72349	96538	114735	134986

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	76.72	38.11	16.25	13.00
EBIT 增长率	86.23	69.82	18.39	29.65
净利润增长率	171.40	71.87	20.58	31.97
盈利能力 (%)				
毛利率	14.78	17.06	17.07	18.70
净利率	7.58	9.43	9.78	11.43
总资产收益率 ROA	7.65	9.85	9.99	11.21
净资产收益率 ROE	20.12	25.26	23.69	24.11
偿债能力				
流动比率	1.09	1.17	1.30	1.47
速动比率	0.63	0.69	0.82	0.99
现金比率	0.35	0.35	0.46	0.63
资产负债率 (%)	58.31	58.05	55.12	50.99
经营效率				
应收账款周转天数	41.17	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	68.92	80.00	80.00	80.00
总资产周转率	1.13	1.19	1.11	1.06
每股指标 (元)				
每股收益	2.35	4.04	4.87	6.42
每股净资产	11.67	15.98	20.54	26.63
每股经营现金流	3.47	5.43	7.11	8.64
每股股利	0.24	0.30	0.33	0.35
估值分析				
PE	23	14	11	8
PB	4.7	3.4	2.7	2.0
EV/EBITDA	11.76	7.46	5.83	4.06
股息收益率 (%)	0.44	0.55	0.61	0.64

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5540	9703	11700	15441
折旧和摊销	3059	3372	3853	4341
营运资金变动	-1484	-958	563	-51
经营活动现金流	8186	12805	16752	20359
资本开支	-7660	-7682	-6804	-6835
投资	-51	-200	-200	-200
投资活动现金流	-7215	-7680	-6711	-6704
股权募资	7911	0	0	0
债务募资	-5046	300	0	0
筹资活动现金流	-1476	-488	-936	-1007
现金净流量	-410	4636	9105	12648

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026