

晶科能源 (688223.SH)

产能扩张提速，盈利能力提升

增持

核心观点

全年业绩稳步提升，四季度增长显著。2021 全年实现营收 405.7 亿元 (+20.5%)，归母净利润 11.4 亿元 (+9.6%)，其中单四季度营收 163.0 亿元 (同比+70.3%)，归母净利润 4.2 亿元 (同比+46.3%)。全年组件出货 22.2GW，其中单四季度 9GW。全年单位扣非净利 0.024 元/W，四个季度依次为 0.017/0.031/0.02/0.026 元/W，21Q4 环比提升。

一季度出货高增，单瓦盈利继续修复。22Q1 实现营业收入 146.8 亿元 (同比+86.4%)；归母净利润 4.0 亿元 (同比+66.4%)。2022Q1 公司组件销售量为 8GW，同比增长 76%；单瓦扣非净利 0.037 元，环比继续提升 0.011 元。

销售区域结构更加均衡。2021 年公司实现中国境内营业收入 88 亿元，占主营业务收入比例 22.3%，同比提高 4.8 pct；北美收入 67 亿元，占主营业务收入比例 16.9%，同比下降 13.6 pct。国内占比的提升符合公司的区域市场策略，推动公司收入的区域结构更加均衡合理。

产能扩张提速，结构有所优化。公司上调 2022 年底硅片/电池片/组件环节产能预期至 55/55/60GW (此前预期为 50/40/60GW，截至一季报披露日的产能为 40/40/50GW)，产能加速扩张提高未来成长性。产能结构优化体现在三个方面，一是补齐了电池片产能缺口，电池片占组件产能的比例从年初的 54% 提升至目前的 80%，年底将达到 90% 以上，可降低公司由于外采电池片带来的成本提升；二是在东南亚形成了 7.0/6.3/7.1GW 的垂直一体化布局，帮助公司更好地应对国际贸易形势的不确定性；三是 N 型占比提升。

N 型 TOPCon 稳步推进，继续扩产巩固先发优势。公司目前 16GW 的 N 型 TOPCon 量产线仍处在爬坡阶段，量产转换效率达到 24.6%。根据 4 月 23 日公告，公司将投建合肥二期 8GW 的 N 型 TOPCon 产能，且未来新投电池产能将以 N 型 TOPCon 为主，彰显公司对 N 型 TOPCon 路线的信心。

风险提示：光伏需求不达预期；市场竞争加剧；原材料成本下降不达预期；新技术推广进度不达预期；新产能投产不达预期；疫情与贸易摩擦风险

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。考虑到公司扩产提速，年底预期产能提升，N 型量产进展顺利，上调对 2023 年盈利预期，预计 2022-2024 年归母净利润 27.6/48.5/58.5 亿元 (原 2022/2023 年为 27.6/44.1 亿元，上调幅度 0%/9.9%)，同比增速 141.6%/75.9%/20.7%，当前股价对应 PE 为 45.9/26.1/21.6x。维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,660	40,570	61,799	79,998	96,116
(+/-%)	14.1%	20.5%	52.3%	29.5%	20.1%
净利润(百万元)	1042	1141	2757	4849	5852
(+/-%)	-24.6%	9.6%	141.6%	75.9%	20.7%
每股收益(元)	0.13	0.14	0.28	0.48	0.59
EBIT Margin	7.4%	6.3%	7.3%	8.5%	8.4%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	8.4%	10.8%	16.5%	17.2%
市盈率 (PE)	97.3	88.8	45.9	26.1	21.6
EV/EBITDA	36.7	38.4	27.5	19.6	17.2
市净率 (PB)	8.10	7.48	4.97	4.32	3.72

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.cn
 证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn
 S0980520080003 S0980520080009

联系人：王昕宇

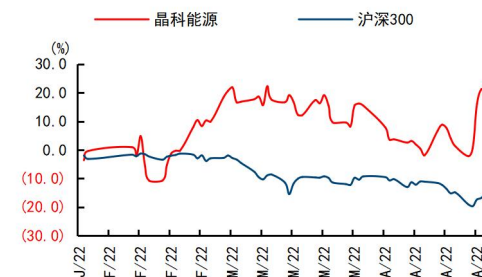
021-60375422

wangxinyu6@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	12.67 元
总市值/流通市值	126700/16750 百万元
52 周最高价/最低价	13.79/8.50 元
近 3 个月日均成交额	1052.02 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

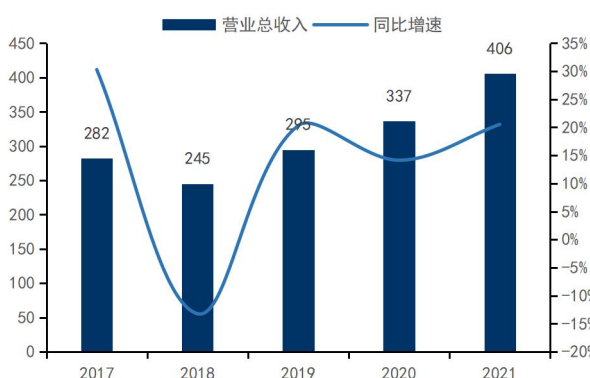
相关研究报告

《晶科能源 (688223.SH) - 全球领先的光伏组件商，N 型量产加强竞争优势》——2022-03-07

全年收入稳步提升。2021 全年实现营收 405.7 亿元（+20.5%），归母净利润 11.4 亿元（+9.6%），扣非归母净利润 5.3 亿元（-41.7%）。其中四季度单季营收 163.0 亿元（同比+70.3%），归母净利润 4.2 亿元（同比+46.3%），扣非归母净利润 2.4 亿元（同比-32.9%），公司业绩平稳增长，非经常性收益金额和占比大幅提升。公司非经常性损益主要科目为：资产处置损益-3.6 亿元（2020 年-5.1 亿元），计入当期损益的政府补助 7.6 亿元（2020 年为 2.5 亿元），汇率套期保值业务收益 3.1 亿元（2020 年为 1.6 亿元）。

一季度营收利润显著增长。2022 年一季度公司实现营业收入 146.8 亿元，同比增加 86.4%；归母净利润 4.0 亿元，同比增加 66.4%；扣非净利润 3.0 亿元，同比增长 287.8%。

图1：晶科能源营业收入（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：晶科能源单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）



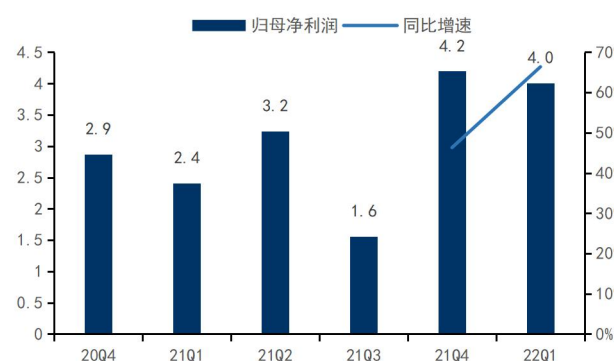
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：晶科能源归母净利润（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：晶科能源单季归母净利润（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

2021 年组件出货 22GW，22Q1 销售 8GW。2021 年公司实现组件出货 22.2GW，同比增长 18.4%。从季度出货同比增速来看，从 2021Q2 开始增速持续提升，2022Q1 实现组件出货 8.0GW，同比提高 76.0%。随着新产能持续落地和海外市场需求旺盛，公司出货将呈现快速增长。2022Q2 预计实现组件出货 8.5-9.5GW，同比增长 114%-138%。

图5: 晶科能源历年组件销售量 (GW)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

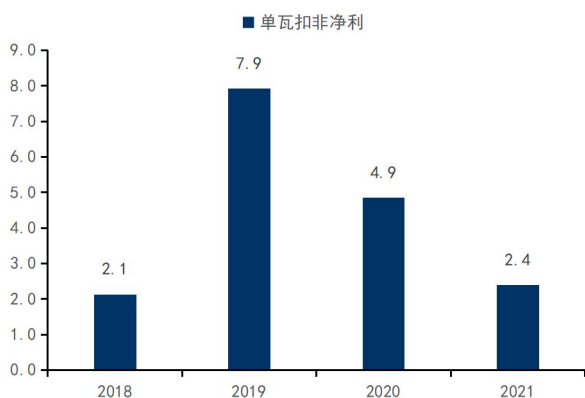
图6: 晶科能源季度组件销售量 (GW)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

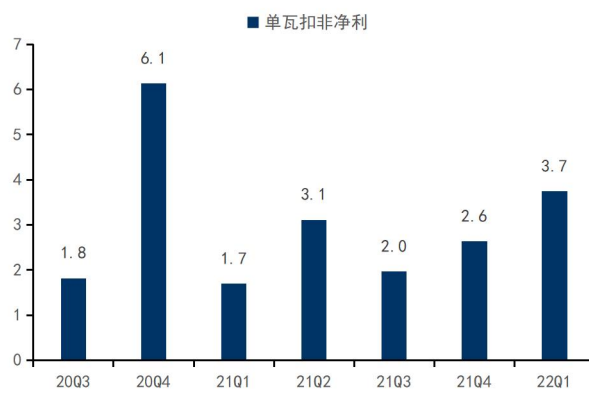
盈利能力逐季回升。受到原材料大幅上涨、美元贬值、海运紧张、海外疫情等因素影响, 2021 全年公司单瓦扣非净利 (扣非净利润/组件出货量) 为 0.024 元, 同比下降了 0.025 元。2022 年随着需求增长以及汇率和运费的积极变化, 公司盈利能力开始回升。从季度数据来看, 从 2021Q3 开始, 公司单瓦扣非净利逐季度回升, 2022Q1 修复至 0.037 元。预计下半年, 随着公司自身 N 型 TOPCon 电池达产放量, 单瓦盈利能力会得到进一步的提升。

图7: 晶科能源单瓦扣非净利 (分人民币)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

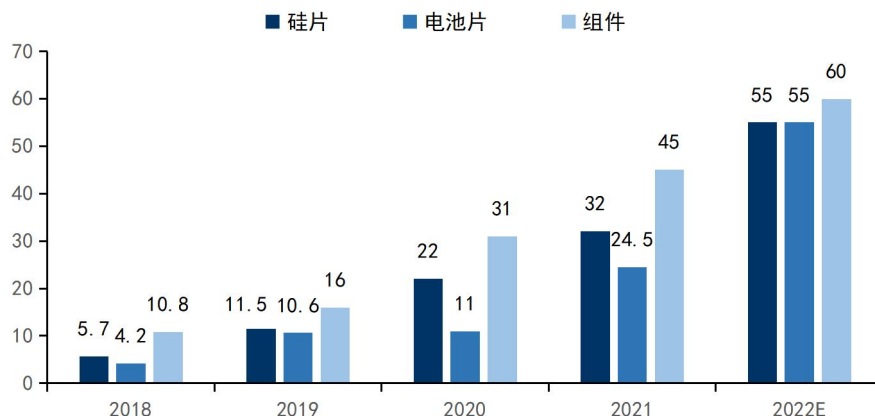
图8: 晶科能源季度单瓦扣非净利 (分人民币)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上调年底产能预期, 以 N 型产能补齐电池片环节缺口。截至 2021 年底, 公司硅片、电池片、组件三个环节的设计产能分别为 32/24.5/45GW, 截至一季报披露日为 40/40/50GW, 预计到年底达到 55/55/60GW, 高于公司此前 50/40/60GW 的预期。公司产能方面呈现出四个变化: 一是规模快速扩张, 三个环节年底产能的同比增速分别为 72%/124%/33%。二是电池片产能缺口补齐, 电池片占组件产能的配比从年初的 54%提升至目前的 80%, 年底将达到 90%以上。三是全面推进 N 型 TOPCon 技术路线, 公司未来新增电池片产能绝大部分为 N 型 TOPCon 产能, 进一步巩固公司在 N 型技术方面的先发优势。四是在东南亚完成了硅片到组件的垂直一体化布局, 其中越南硅片为 7GW, 马来西亚电池片/组件产能为 6.3/7.1GW。

图9：晶科能源各环节年底产能（GW）



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

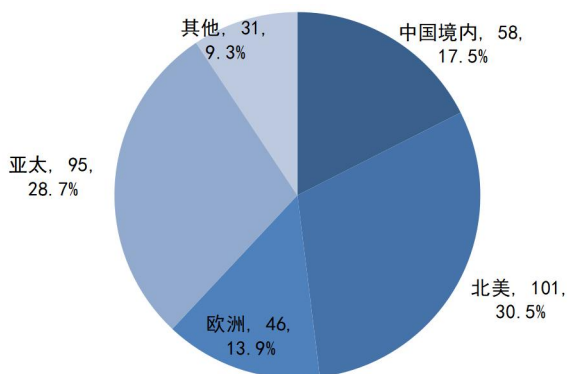
表1：晶科能源近期公告投资项目信息汇总

项目	规模	地点	总投资额
N 型 TOPCon 电池片项目二期	8GW	安徽省合肥市	34.5 亿元
拉棒切方建设项目	20GW	青海省西宁市	42.9 亿元
组件及电池片生产线项目	8GW/8GW	越南	7.9 亿美元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

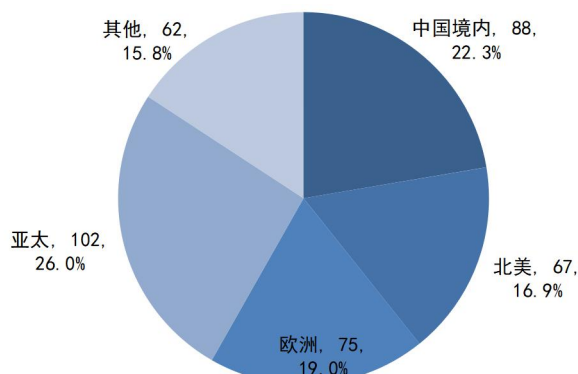
境内收入占比提升，北美占比显著下降，区域结构更加均衡。2021 年公司实现中国境内营业收入 88 亿元，占主营业务收入比例 22.3%，同比提高 4.8pct；北美收入 67 亿元，占主营业务收入比例 16.9%，同比下降 13.6pct。公司以往海外业务占比相对较高，随着国内光伏进入全面平价时代，提高国内业务的占比符合公司的区域发展策略。其中北美业务占比从去年下半年开始，显著降低，2021H1 为 28.6%，2021H2 为 9.1%。今年 3 月底，美国商务部开始对东南亚四国进口的光伏产品进行反规避调查，为中国组件企业对美出口业务增加了不确定性。

图10：2020 年主营业务收入区域结构（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：2021 年主营业务收入区域结构（亿元）

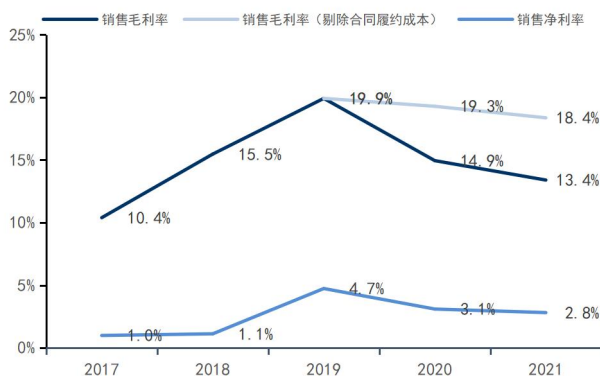


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年公司销售毛利率 13.4%，剔除合同履约成本（2020 年会计准则变化后，从销售费用剔除，加入到营业成本中）后为 18.4%，近两年略有下滑，但仍高于 2019 年之前的年份。销售净利率变化趋势与毛利率接近。期间费用率整体下降，销售

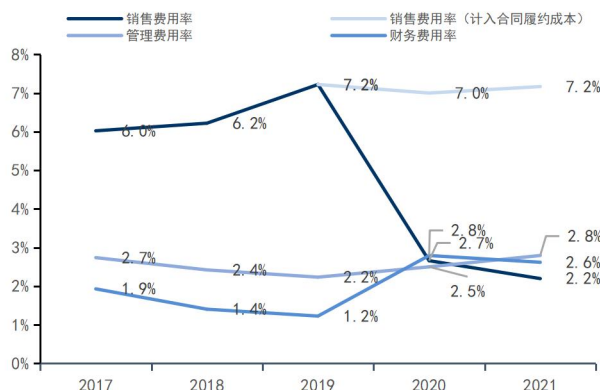
费用率 2.2% (-0.5pct)，若计入合同履约成本，为 7.2% (+0.2pct)；管理费用率 2.8% (+0.3pct)，财务费用率 2.6% (-0.2pct)。管理费用的提升主要是职工薪酬，2021 年 6.1 亿元，同比增加 66%，主要是公司规模扩张，员工数量增加所致，2019/2020/2021 年底公司员工总人数分别为 1.5/2.4/3.1 万人。2021 年 6 月底员工人数为 2.5 万人，下半年增加了 0.6 万人，处在扩张周期，随着新产能的逐步投产、满产，人均效能的提升，管理费用率有望呈现下降。

图 12：晶科能源毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：晶科能源期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年公司经营性净现金流稳中有升，2021 年 32.3 亿元 (+28.7%)，融资性流入和投资性支出均有所加大，公司进入扩张期。营运能力方面，公司 2021 年存货周转率 3.3，同比下降 0.9；固定资产周转率 2.7，同比下降 0.2；应收账款周转率 6.9，同比上升 0.3；应付账款周转率 4.0，同比基本持平。存货周转率下降明显，主要是 2021 年底存货余额增加约 50 亿元（其中原材料增加 11 亿，在产品 4 亿，库存商品 14 亿，半成品 15 亿，发出商品 5 亿），主要是公司产能规模扩张和原材料价格上涨导致。

图 14：晶科能源现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15：晶科能源周转率指标



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

光伏行业高景气，未来 3-5 年复合增速有望达到 20% 以上。晶科能源自身拥有 N 型 TOPCon 技术卡位优势，叠加回 A 上市之后产能扩张提速，有望取得高于行业的增长。预计 2022/2023/2024 年出货量为 36.4/52.0/64.9GW，同比增速 64.1%/42.8%/24.8%。

表2：晶科能源主营业务拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
组件业务						
出货量 (GW)	14.2	18.8	22.2	36.4	52.0	64.9
增速	30.0%	32.1%	18.3%	64.1%	42.8%	24.8%
收入 (百万元)	28284	32525	37663	58455	75969	91916
增速	20.4%	15.0%	15.8%	55.2%	30.0%	20.5%
毛利 (百万元)	5655	4874	5047	8624	11902	14664
增速	55.3%	-13.8%	3.5%	70.9%	38.0%	20.1%
毛利率	20.0%	15.0%	13.4%	14.8%	15.7%	16.0%
单瓦毛利 (元)	0.40	0.26	0.23	0.24	0.23	0.23
电池片业务						
收入 (百万元)	219	213	537	500	480	480
增速	-13.4%	-2.9%	152.4%	-6.9%	-4.0%	0.0%
毛利 (百万元)	8	18	14	50	40	40
增速	-45.6%	131.5%	-19.5%	253.7%	-20.0%	0.0%
毛利率	3.5%	8.3%	2.6%	10.0%	8.3%	8.3%
硅片业务						
收入 (百万元)	792	452	1152	880	836	836
增速	55.3%	-42.9%	154.8%	-23.6%	-5.0%	0.0%
毛利 (百万元)	165	70	240	198	176	176
增速	101.2%	-57.4%	242.0%	-17.5%	-11.1%	0.0%
毛利率	20.8%	15.5%	20.8%	22.5%	21.1%	21.1%
合计						
主营业务收入 (百万元)	29294	33190	39352	59835	77285	93232
增速	20.8%	13.3%	18.6%	52.0%	29.2%	20.1%
毛利 (亿元)	5827	4962	5301	8872	12118	14880
增速	55.9%	-14.8%	6.8%	67.4%	36.6%	19.7%
毛利率	19.9%	14.9%	13.5%	14.8%	15.7%	16.0%

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“增持”评级。考虑到公司扩产提速，年底预期产能提升，N型量产进展顺利，上调对2023年盈利预期，预计2022-2024年归母净利润27.6/48.5/58.5亿元（原2022/2023年为27.6/44.1亿元，上调幅度0%/9.9%），同比增速141.6%/75.9%/20.7%，当前股价对应PE为45.9/26.1/21.6x。维持“增持”评级。

表3：同类公司估值比较（4月29日）

代码	简称	收盘价	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
002459	晶澳科技	81.43	2.49	3.39	-	32.7	24.0	-	8.3	1,303
688599	天合光能	50.80	1.74	2.34	2.79	29.3	21.7	18.2	5.2	1,101
601012	隆基股份	67.96	2.63	3.38	4.16	25.8	20.1	16.4	7.3	3,679
688223	晶科能源	12.67	0.28	0.48	0.59	45.6	26.2	21.6	5.3	1,267

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测（可比公司预期EPS数据来自Wind一致预期，其中晶澳科技截至本报告发布日暂无2024年预期数据，晶科能源预期EPS为国信证券经济研究所预测）

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	16029	18409	20000	21000	22000	营业收入	33660	40570	61799	79998	96116
应收款项	6959	11803	16931	21917	26333	营业成本	28629	35135	52539	67183	80776
存货净额	8363	13250	13758	17499	21068	营业税金及附加	99	119	204	256	316
其他流动资产	2839	3994	3090	4000	4806	销售费用	895	891	1607	2080	2499
流动资产合计	34503	47679	53809	64416	74207	管理费用	841	1133	1653	2126	2545
固定资产	13193	19491	34486	35604	40044	研发费用	706	716	1277	1590	1876
无形资产及其他	796	1146	1100	1054	1008	财务费用	940	1062	899	856	1017
其他长期资产	2033	4240	4240	4240	4240	投资收益	(30)	227	(27)	0	0
长期股权投资	9	315	515	615	615	资产减值及公允价值变动	(129)	(551)	(345)	(200)	(200)
资产总计	50535	72871	94150	105930	120114	其他收入	(984)	(508)	(1277)	(1590)	(1876)
短期借款及交易性金融负债	8102	13391	19586	23448	30952	营业利润	1112	1397	3247	5707	6888
应付款项	16183	22922	27515	31498	33709	营业外净收支	69	(37)	(40)	0	0
其他流动负债	5263	10491	8549	8504	8190	利润总额	1182	1360	3207	5707	6888
流动负债合计	29548	46804	55650	63450	72851	所得税费用	139	219	449	856	1033
长期借款及应付债券	396	399	899	999	1099	少数股东损益	1	(0)	1	2	2
其他长期负债	8076	12111	12111	12111	12111	归属于母公司净利润	1042	1141	2757	4849	5852
长期负债合计	8473	12510	13010	13110	13210	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	38021	59314	68661	76560	86061	净利润	1042	1141	2757	4849	5852
少数股东权益	5	5	6	7	9	资产减值准备	(76)	181	372	64	107
股东权益	12509	13552	25483	29362	34044	折旧摊销	1307	1606	2574	3613	4239
负债和股东权益总计	50535	72871	94150	105930	120114	公允价值变动损失	129	551	345	200	200
						财务费用	940	1062	899	856	1017
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1820	3089	(1709)	(5635)	(6787)
每股收益	0.13	0.14	0.28	0.48	0.59	其它	76	(181)	(371)	(63)	(106)
每股红利	0.04	0.05	0.06	0.10	0.12	经营活动现金流	4298	6387	3968	3029	3506
每股净资产	1.56	1.69	2.55	2.94	3.40	资本开支	0	(7505)	(18240)	(4950)	(8940)
ROIC	15%	12%	14%	14%	14%	其它投资现金流	(296)	90	194	30	0
ROE	8%	8%	11%	17%	17%	投资活动现金流	(293)	(7721)	(18246)	(5020)	(8940)
毛利率	15%	13%	15%	16%	16%	权益性融资	(3)	0	9725	0	0
EBIT Margin	7%	6%	7%	8%	8%	负债净变化	13	3	500	100	100
EBITDA Margin	11%	10%	11%	13%	13%	支付股利、利息	(282)	(388)	(551)	(970)	(1170)
收入增长	14%	21%	52%	29%	20%	其它融资现金流	(976)	4483	6196	3861	7505
净利润增长率	-25%	10%	142%	76%	21%	融资活动现金流	(1517)	3714	15870	2991	6434
资产负债率	75%	81%	73%	72%	72%	现金净变动	2487	2380	1591	1000	1000
息率	0.3%	0.4%	0.5%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	13542	16029	18409	20000	21000
P/E	97.3	88.8	45.9	26.1	21.6	货币资金的期末余额	16029	18409	20000	21000	22000
P/B	8.1	7.5	5.0	4.3	3.7	企业自由现金流	5323	(649)	(13489)	(1223)	(4599)
EV/EBITDA	36.7	38.4	27.5	19.6	17.2	权益自由现金流	4360	3837	(7566)	2010	2141

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所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