

# 晶澳科技 (002459.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 4Q22 单位盈利超预期，渠道、成本、技术优势保障盈利高位

### 业绩简评

3月22日公司披露2022年年报，全年实现营收730亿元，同比+76.7%，实现归母净利润55.3亿元，同比+171.4%。其中Q4实现归母净利润22.4亿元，同比+208.9%，环比+41.3%，贴业绩预告上限，超预期，主要由于单位盈利提升超市场预期。

### 经营分析

**海外渠道及产能优势凸显，美国高溢价市场出货增长推动Q4单位盈利超预期。**2022年公司电池组件出货39.75GW，其中组件海外出货占比约58%、分销占比约35%。Q4电池组件出货约12.5GW，环比提升约11%；测算Q4组件单位盈利约0.17元/W，剔除硅料投资收益、资产减值影响后单位盈利达0.23元/W，环比提升约8-9分/W，超市场预期，预计主要因Q4美国高溢价市场出货量提升。公司越南4GW一体化产能可豁免美国双反关税，预计2023年美国出口量达4GW，完善的全球化产能及渠道布局有望确保公司在行业需求持续增长的背景下实现出货、市占率及盈利规模的持续提升。

**N型产品逐步放量，高效产品提供超额利润。**公司TOPCon研发位居行业前列，宁晋1.3GW TOPCon 电池项目已投产，宁晋6GW、扬州10GW、曲靖10GW TOPCon 电池产能将于Q2-Q3陆续投产，随规划电池产能投产，预计2023年末公司N型电池产能将达40GW，2023年N型产品出货约20GW。近期TOPCon高效组件产品供不应求，凭借效率优势较P型产品溢价0.05-0.1元/W，公司领先的TOPCon布局有望充分享受新技术红利期带来的超额利润。

**垂直一体化优势稳固，一体两翼保障盈利竞争力。**公司新建项目按计划推进，2022年底组件产能50GW，预计2023年底组件产能将超过80GW，组件出货60-65GW，同比增幅超50%；公司同时规划将硅片/电池片产能配比提升至90%，持续完善垂直一体化优势，提升成本竞争力。此外，公司践行“一体两翼”战略，布局组件辅材、储能等领域，协同主业的基础上拓展新产品及服务，保障公司盈利能力始终处于行业前列。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司的渠道、成本、技术优势，上调2023-2024年净利润至98(+31%)、124(+27%)亿元，新增2025年净利润预测156亿元，对应EPS为4.15、5.26、6.63元，当前股价对应PE分别为13/10/8倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

国际贸易环境恶化，新技术进展不及预期，人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

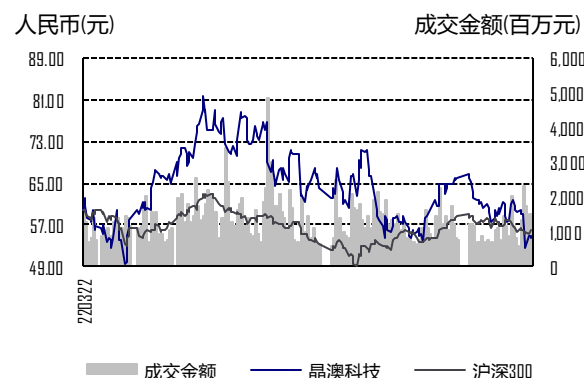
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：54.48 元

相关报告：

- 《Q3 盈利能力超预期，N 型放量将持续提升盈利-晶澳科技 22Q3...》，2022.10.28
- 《N 型产能布局加速，盈利有望持续提升-晶澳科技 2022 中报点评》，2022.8.26
- 《领先一体化布局，新品放量驱动盈利能力提升-晶澳科技首次覆盖报...》，2022.8.15



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,302	72,989	96,920	111,333	139,205
营业收入增长率	59.80%	76.72%	32.79%	14.87%	25.03%
归母净利润(百万元)	2,039	5,533	9,781	12,402	15,623
归母净利润增长率	35.31%	171.40%	76.77%	26.80%	25.98%
摊薄每股收益(元)	1.275	2.348	4.150	5.263	6.630
每股经营性现金流净额	2.34	3.47	7.74	7.83	10.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.36%	20.12%	26.94%	26.13%	25.39%
P/E	72.73	25.59	13.13	10.35	8.22
P/B	8.99	5.15	3.54	2.70	2.09

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	25,847	41,302	72,989	96,920	111,333	139,205
增长率		59.8%	76.7%	32.8%	14.9%	25.0%
主营业务成本	-21,617	-35,260	-62,205	-80,544	-91,376	-114,181
%销售收入	83.6%	85.4%	85.2%	83.1%	82.1%	82.0%
毛利	4,229	6,042	10,785	16,377	19,957	25,023
%销售收入	16.4%	14.6%	14.8%	16.9%	17.9%	18.0%
营业税金及附加	-130	-140	-242	-300	-345	-432
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-560	-736	-1,050	-1,376	-1,559	-1,949
%销售收入	2.2%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-812	-1,126	-1,708	-2,229	-2,505	-3,063
%销售收入	3.1%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
研发费用	-339	-574	-1,007	-1,337	-1,536	-1,921
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	2,389	3,466	6,778	11,133	14,011	17,660
%销售收入	9.2%	8.4%	9.3%	11.5%	12.6%	12.7%
财务费用	-691	-813	529	47	286	558
%销售收入	2.7%	2.0%	-0.7%	0.0%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-169	-625	-1,144	-274	-37	-77
公允价值变动收益	25	24	-199	0	0	0
投资收益	273	425	317	550	280	190
%税前利润	15.1%	17.5%	5.0%	4.8%	1.9%	1.0%
营业利润	1,918	2,600	6,468	11,657	14,740	18,530
营业利润率	7.4%	6.3%	8.9%	12.0%	13.2%	13.3%
营业外收支	-104	-174	-150	-150	-150	-150
税前利润	1,814	2,426	6,317	11,507	14,590	18,380
利润率	7.0%	5.9%	8.7%	11.9%	13.1%	13.2%
所得税	-265	-338	-778	-1,726	-2,189	-2,757
所得税率	14.6%	13.9%	12.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,548	2,088	5,540	9,781	12,402	15,623
少数股东损益	42	50	7	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,507	2,039	5,533	9,781	12,402	15,623
净利率	5.8%	4.9%	7.6%	10.1%	11.1%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,548	2,088	5,540	9,781	12,402	15,623
少数股东损益	42	50	7	0	0	0
非现金支出	2,022	3,198	4,203	3,736	4,418	5,238
非经营收益	506	357	-73	-109	131	215
营运资金变动	-1,812	-1,893	-1,484	4,842	1,492	3,545
经营活动现金净流	2,265	3,750	8,186	18,249	18,442	24,622
资本开支	-3,100	-5,336	-7,660	-8,783	-7,210	-7,210
投资	378	-256	-51	0	0	0
其他	227	1,582	495	550	280	190
投资活动现金净流	-2,495	-4,010	-7,215	-8,233	-6,930	-7,020
股权募资	5,240	66	7,911	0	0	0
债权募资	-2,804	4,054	-5,046	-1,935	0	0
其他	-1,273	-1,950	-4,340	-1,204	-1,401	-1,718
筹资活动现金净流	1,163	2,171	-1,476	-3,139	-1,401	-1,718
现金净流量	869	1,800	-410	6,878	10,111	15,885

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,493	13,219	12,183	18,959	28,983	44,792
应收款项	4,320	6,793	9,895	11,948	13,725	17,161
存货	4,988	7,957	11,909	13,408	15,211	19,007
其他流动资产	2,672	3,660	4,168	4,425	5,060	5,886
流动资产	21,473	31,629	38,156	48,740	62,978	86,846
%总资产	57.6%	55.5%	52.7%	55.4%	60.1%	66.5%
长期投资	561	577	806	806	806	806
固定资产	13,232	18,411	24,053	29,172	31,416	32,910
%总资产	35.5%	32.3%	33.2%	33.1%	30.0%	25.2%
无形资产	1,336	1,635	1,732	2,177	2,575	2,940
非流动资产	15,825	25,338	34,193	39,316	41,895	43,694
%总资产	42.4%	44.5%	47.3%	44.6%	39.9%	33.5%
资产总计	37,297	56,967	72,349	88,056	104,873	130,540
短期借款	5,050	8,883	3,692	1,900	1,900	1,900
应付款项	11,747	18,908	24,175	31,526	35,765	44,685
其他流动负债	1,768	4,859	7,130	8,498	9,786	12,129
流动负债	18,565	32,651	34,997	41,924	47,451	58,714
长期贷款	778	1,264	1,777	1,777	1,777	1,777
其他长期负债	3,115	6,335	5,411	5,389	5,518	5,861
负债	22,458	40,250	42,185	49,090	54,746	66,351
普通股股东权益	14,656	16,494	27,505	36,307	47,469	61,530
其中：股本	1,595	1,599	2,356	2,356	2,356	2,356
未分配利润	3,916	5,581	10,816	19,618	30,780	44,841
少数股东权益	184	223	2,659	2,659	2,659	2,659
负债股东权益合计	37,297	56,967	72,349	88,056	104,873	130,540

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.944	1.275	2.348	4.150	5.263	6.630
每股净资产	9.187	10.313	11.673	15.407	20.144	26.110
每股经营现金净流	1.420	2.345	3.474	7.745	7.826	10.449
每股股利	0.000	0.200	0.240	0.415	0.526	0.663
回报率						
净资产收益率	10.28%	12.36%	20.12%	26.94%	26.13%	25.39%
总资产收益率	4.04%	3.58%	7.65%	11.11%	11.83%	11.97%
投入资本收益率	9.80%	10.94%	16.49%	21.98%	21.97%	21.99%
增长率						
主营业务收入增长率	22.17%	59.80%	76.72%	32.79%	14.87%	25.03%
EBIT 增长率	8.19%	45.12%	95.54%	64.25%	25.85%	26.04%
净利润增长率	20.34%	35.31%	171.40%	76.77%	26.80%	25.98%
总资产增长率	30.74%	52.74%	27.00%	21.71%	19.10%	24.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.3	40.4	35.0	37.0	37.0	37.0
存货周转天数	65.6	67.0	58.3	62.0	62.0	62.0
应付账款周转天数	65.1	54.3	31.5	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	164.3	125.7	107.3	98.9	92.5	77.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.14%	-18.89%	-22.26%	-39.22%	-50.48%	-64.05%
EBIT 利息保障倍数	3.5	4.3	-12.8	-237.6	-49.1	-31.6
资产负债率	60.21%	70.65%	58.31%	55.75%	52.20%	50.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-15	买入	73.40	105.00~105.00
2	2022-08-26	买入	65.03	105.00
3	2022-10-28	买入	66.47	N/A

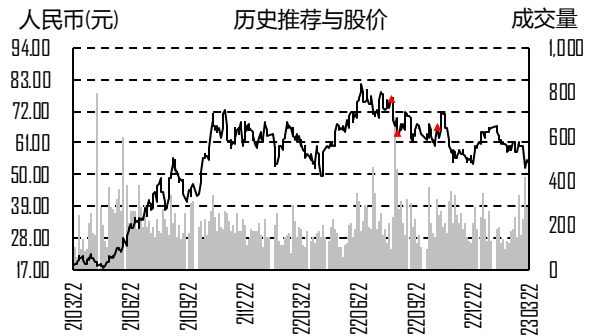
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402