

晶澳科技 (002459)

2022 年年报点评: 盈利能力持续超预期, 2023 年迎量利双升!

买入 (维持)

2023 年 03 月 23 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	72,989	91,590	115,127	145,916
同比	77%	25%	26%	27%
归属母公司净利润 (百万元)	5,533	9,229	12,484	15,624
同比	171%	67%	35%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.35	3.92	5.30	6.63
P/E (现价&最新股本摊薄)	23.20	13.91	10.28	8.22

关键词: #业绩超预期

投资要点

■ **事件:** 公司 2022 年年报显示 2022 年公司实现营收 729.89 亿元, 同比+77%; 归母净利润 55.33 亿元, 同比+171%; 扣非归母净利润 55.57 亿元, 同比+201%, 其中 2022Q4 营收 237 亿元, 同比+56%, 环比+13%; 归母净利润 22.43 亿元, 同比+209%, 环比+41%; 扣非归母净利润 23.16 亿元, 同比+201%, 环比+44%, 业绩接近预告上限、且 2022Q4 计提资产减值 7.7 亿元, 整体业绩大超市场预期。

■ **单瓦净利持续创新高, 2023 年迎量利双升。** 公司 2022 年组件产量约 40GW, 销量 38.1GW, 同增约 58%。公司单瓦净利持续提升, 我们测算 2022Q4 一体化净利约 0.18 元, 环增约 3 分, 主要在于 1) 美国 2022Q4 出货约 800MW, 享超额收益; 2) 2022Q4 运费下降, 我们预计降本 2-3 分; 3) 2022Q4 后期硅料快速降价, 带动盈利提升。展望 2023Q1, 我们预计公司组件出货 11-12GW, 组件订单期货锁价, 盈利有望受益。2023 年组件有望量利双升, 我们预计全年出货 60-65GW, 同增 50%+; 受益于①硅料价格下行+在手高价订单; ②N 型占比提升, 我们预计出货 20GW 享超额收益; ③美国规划出货 4GW, 享高端市场溢价。

■ **N 型产能逐渐落地, 推进美国产能布局。** 公司已规划 70GW N 型电池产能, 我们预计 2023 年落地 40GW, 其中宁晋 6GW 预计 2023 年 5 月投产, 扬州 20GW+曲靖 10GW 预计 2023H2 投产。我们预计 2023Q2 N 型组件开始明显起量交付, 全年出货约 20GW, 新技术占比 30%, 带动组件盈利持续改善。针对美国市场, 公司已建立东南亚 4GW 一体化产能。同时公司投资 6000 万美元建设美国首座工厂, 规划组件产能 2GW。

■ **推进一体化布局、横向拓展降本。** 2023 年 1 月公司公告拟在鄂尔多斯建设全产业链项目, 包括 15 万吨/10 万吨光伏原材料、20GW 硅片、30GW 电池、10GW 组件及配套辅材项目, 保障供应链安全。2023 年 2 月公告惠山年产 500 台单晶炉/100 吨浆料项目, 持续横向拓展布局。纵向一体化保障供应、横向拓展推动降本, 奠定盈利能力持续坚挺。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于公司 N 型产能落地及一体化率提升, 推动降本盈利超市场预期, 我们维持公司 2023-2024 年归母净利润为 92.3/124.8 亿元, 预计 2025 年归母净利润 156.2 亿元, 同比增长 67%/35%/25%, 给予公司 23 年 22 倍 PE, 对应目标价 86 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.48
一年最低/最高价	50.73/102.80
市净率(倍)	4.67
流通 A 股市值(百万元)	127,696.52
总市值(百万元)	128,382.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.67
资产负债率(% ,LF)	58.31
总股本(百万股)	2,356.51
流通 A 股(百万股)	2,343.92

相关研究

《晶澳科技(002459): 深修内功的一体化龙头, N 型时代再度加码》

2023-03-05

《晶澳科技(002459): 2022 年业绩预告点评: 22 Q4 单瓦盈利超预期, 23 年有望量利双升!》

2023-01-15

图表目录

表 1: 2022 年收入 729.89 亿元, 同比增长 76.72, 盈利 55.33 亿元, 同比增长 171.40% (亿元, %)	3
图 1: 2022 年收入 729.89 亿元, 同比+76.72% (亿元, %)	3
图 2: 2022 年归母净利润 55.33 亿元, 同比+171.40% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q4 收入 236.66 亿元, 同比+55.65% (亿元, %)	4
图 4: 2022Q4 归母净利润 22.43 亿元, 同比+208.89% (亿元, %)	4
图 5: 2022 年毛利率为 14.8%, 同比+0.2pct	4
图 6: 2022Q4 毛利率 17.6%, 同比+1.9pct	4
图 7: 2022Q4 现金净流入 56.62 亿元, 同比+8.31% (亿元, %)	5
图 8: 2022Q4 期末合同负债 53.88 亿元, 同比+42.85% (亿元)	5
图 9: Q4 期末存货 119.09 亿元, 同比+49.67% (亿元)	6
图 10: Q4 期末应收账款 83.47 亿元, 同比+48.13% (亿元)	6

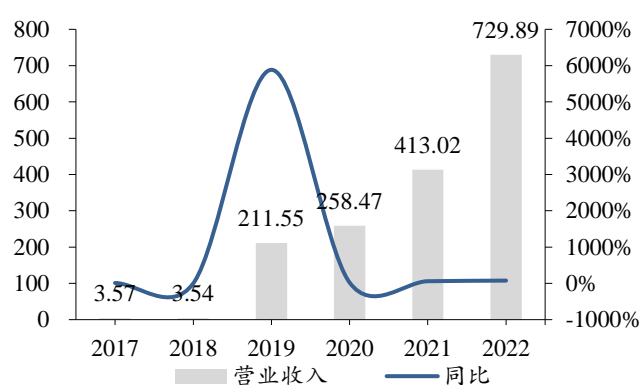
事件: 公司 2022 年年报显示 2022 年公司实现营收 729.89 亿元, 同比+77%; 归母净利润 55.33 亿元, 同比+171%; 扣非归母净利润 55.57 亿元, 同比+201%, 其中 2022Q4 营收 237 亿元, 同比+56%, 环比+13%; 归母净利润 22.43 亿元, 同比+209%, 环比+41%; 扣非归母净利润 23.16 亿元, 同比+201%, 环比+44%, 业绩接近预告上限、且 2022Q4 计提资产减值 7.7 亿元, 整体业绩大超市场预期。

表1: 2022 年收入 729.89 亿元, 同比增长 76.72, 盈利 55.33 亿元, 同比增长 171.40% (亿元, %)

晶澳科技	2022	2021	同比	2022Q4	2021Q4	同比	2022Q3	环比
营业收入	729.89	413.02	76.7%	236.66	152.05	55.6%	208.55	13.5%
毛利率	14.8%	14.6%	0.1pct	17.6%	15.7%	1.8pct	13.7%	3.8pct
营业利润	64.68	26.00	148.7%	24.48	9.72	151.8%	19.01	28.8%
利润总额	63.17	24.26	160.4%	24.03	8.41	185.7%	18.81	27.8%
归属母公司净利润	55.33	20.39	171.4%	22.43	7.26	208.9%	15.87	41.3%
扣非归母净利润	55.57	18.47	200.9%	23.16	7.70	200.9%	16.08	44.0%
归母净利率	7.6%	4.9%	2.6pct	9.5%	4.8%	4.7pct	7.6%	1.9pct
股本	23.56	15.99	-	23.56	15.99	-	23.55	-
EPS	2.35	1.27	84.2%	0.95	0.45	109.7%	0.67	41.3%

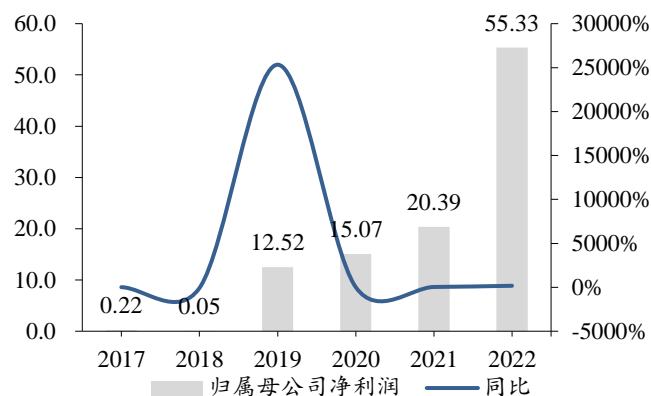
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022 年收入 729.89 亿元, 同比+76.72% (亿元, %)



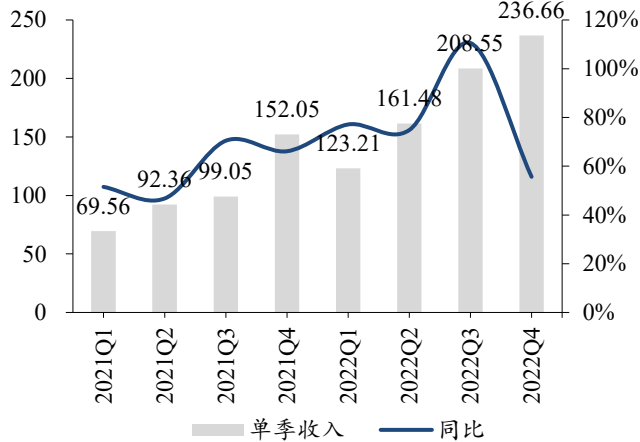
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年归母净利润 55.33 亿元, 同比+171.40% (亿元, %)



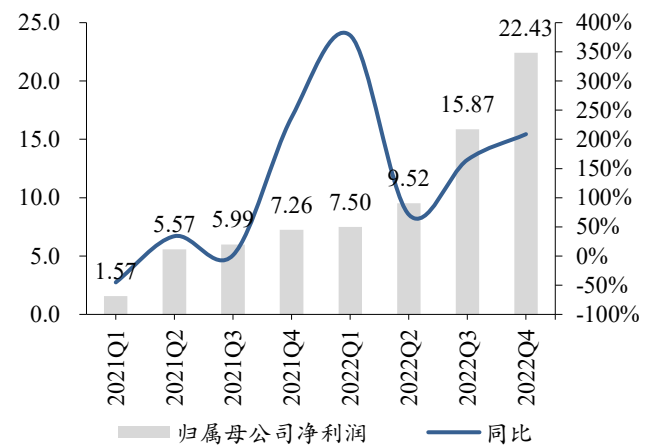
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q4收入 236.66 亿元, 同比+55.65%(亿元, %)



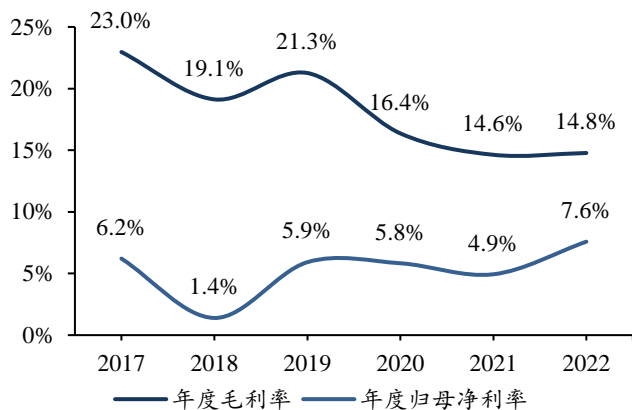
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q4归母净利润 22.43 亿元, 同比+208.89%(亿元, %)



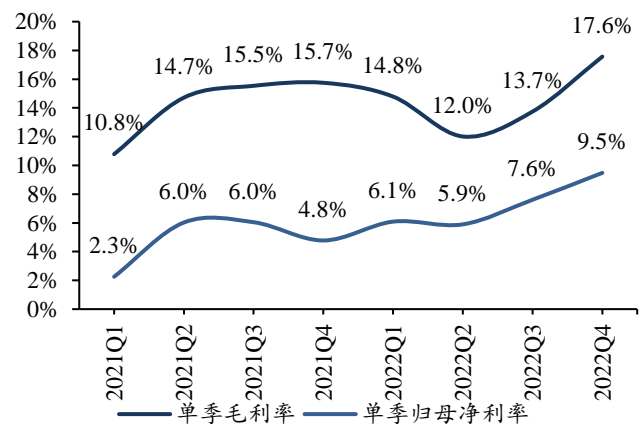
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率为 14.8%, 同比+0.2pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q4 毛利率 17.6%, 同比+1.9pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

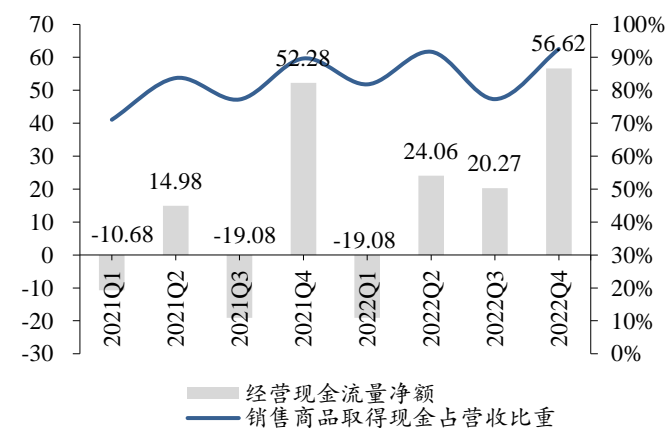
单瓦净利持续创新高, 2023 年迎量利双升。公司 2022 年组件产量约 40GW, 销量 38.1GW, 同增约 58%, 外销占比约 58%、分销占比约 35%; 2022Q4 组件销量 12.3GW, 同增 50%/环增 6%。公司单瓦净利持续提升, 我们测算 2022Q4 一体化净利约 0.18 元, 环增约 3 分, 主要在于 1) 美国 Q4 出货约 800MW, 享超额收益; 2) Q4 运费下降, 我们预计降本 2-3 分; 3) Q4 后期硅料快速降价, 带动盈利提升; 若考虑减值冲回, 测算单瓦净利达 0.24 元, 大超市场预期。展望 2023Q1, 我们预计公司组件出货 11-12GW, 组件订单期货锁价, 盈利有望受益。2023 年组件有望量利双升, 我们预计全年出货 60-65GW, 同增 50%+; 受益于①硅料价格下行+在手高价订单; ②N 型占比提升, 我们预计出货 20GW 享超额收益; ③美国规划出货 4GW, 享高端市场溢价; 组件盈利持续提升, 2023 年业绩高增。

N型产能逐渐落地，推进美国产能布局。公司已规划70GW N型电池产能，我们预计2023年落地40GW，其中宁晋6GW预计2023年5月投产，扬州20GW+曲靖10GW预计2023H2投产。我们预计N型组件2023Q2开始明显起量交付，全年出货约20GW，新技术占比30%，带动组件盈利持续改善。针对美国市场，公司已建立东南亚4GW一体化产能。同时公司投资6000万美元建设美国首座工厂，规划组件产能2GW，我们预计2023Q4投产。在美建厂有利于对冲贸易风险，享受美国高溢价市场。

推进一体化布局，横向拓展降本。2023年1月公司公告拟在鄂尔多斯建设全产业链项目，包括15万吨/10万吨光伏原材料、20GW硅片、30GW电池、10GW组件及配套辅材项目，加码上游原材料及辅材产能，保障供应链安全。2023年2月公告惠山年产500台单晶炉/100吨浆料项目，持续横向拓展布局。纵向一体化保障供应、横向拓展推动降本，奠定盈利能力持续坚挺。

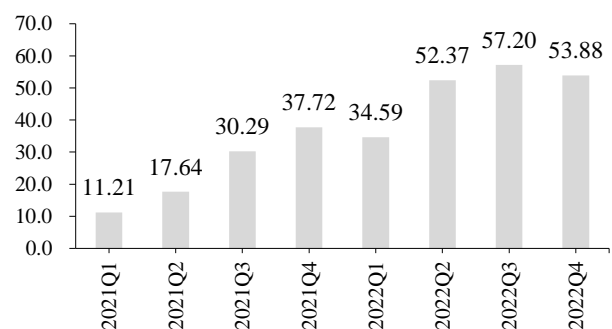
经营活动现金大幅流入，存货周转天数有所下降。2022年经营活动现金流量净流入81.86亿元，同比增长118.29%，其中2022Q4经营活动现金流量净额56.62亿元；销售商品取得现金218.97亿元，同比增长60.61%。期末合同负债53.88亿元，比年初增长42.85%。期末应收账款83.47亿元，较期初增长0.48亿元，应收账款周转天数下降5.38天至34.48天。期末存货119.09亿元，较期初上升39.52亿元；存货周转天数下降11.33天至57.95天。

图7：2022Q4 现金净流入 56.62 亿元，同比+8.31%（亿元，%）



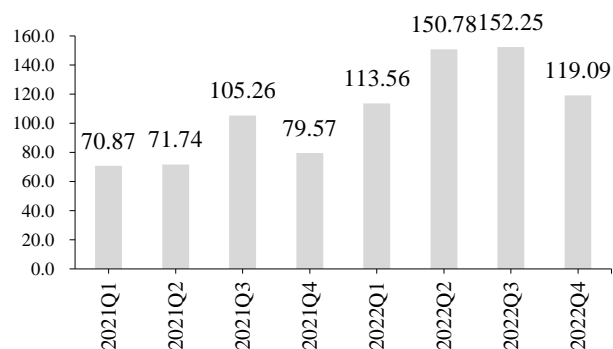
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2022Q4 期末合同负债 53.88 亿元，同比+42.85%（亿元）



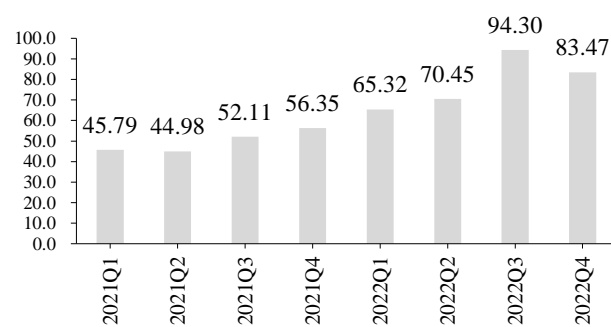
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: Q4 期末存货 119.09 亿元, 同比+49.67% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: Q4 期末应收账款 83.47 亿元, 同比+48.13% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司 N 型产能落地及一体化率提升, 推动降本盈利超市市场预期, 我们维持公司 2023-2024 年归母净利润为 92.3/124.8 亿元, 预计 2025 年归母净利润 156.2 亿元, 同比增长 67%/35%/25%, 给予公司 23 年 22 倍 PE, 对应目标价 86 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

晶澳科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	38,156	73,465	93,453	127,348	营业总收入	72,989	91,590	115,127	145,916
货币资金及交易性金融资产	12,183	27,506	45,936	71,980	营业成本(含金融类)	62,205	75,927	93,335	118,856
经营性应收款项	11,786	22,116	22,548	27,009	税金及附加	242	275	334	409
存货	11,909	18,722	19,179	21,166	销售费用	1,050	1,310	1,613	2,014
合同资产	90	641	576	584	管理费用	1,708	2,107	2,533	3,064
其他流动资产	2,188	4,481	5,215	6,609	研发费用	1,007	1,236	1,497	1,751
非流动资产	34,193	39,188	42,790	46,900	财务费用	-529	-373	785	662
长期股权投资	774	914	1,096	1,257	加:其他收益	343	275	576	730
固定资产及使用权资产	22,776	26,649	30,018	33,290	投资净收益	317	540	345	292
在建工程	2,604	3,328	2,838	2,961	公允价值变动	-199	25	20	20
无形资产	1,356	1,563	1,821	2,047	减值损失	-1,144	-609	-730	-874
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-158	-237	-288	-365
长期待摊费用	376	569	727	902	营业利润	6,468	11,102	14,953	18,963
其他非流动资产	6,307	6,166	6,291	6,444	营业外净收支	-150	-178	-286	-607
资产总计	72,349	112,653	136,244	174,247	利润总额	6,317	10,924	14,667	18,356
流动负债	34,997	63,882	74,712	96,746	减:所得税	778	1,507	1,907	2,386
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,692	10,692	12,692	15,692	净利润	5,540	9,416	12,761	15,970
经营性应付款项	18,573	35,176	41,122	53,715	减:少数股东损益	7	187	277	346
合同负债	5,388	6,454	6,405	9,130	归属母公司净利润	5,533	9,229	12,484	15,624
其他流动负债	7,344	11,560	14,493	18,209	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.35	3.92	5.30	6.63
非流动负债	7,188	9,188	9,188	9,188	EBIT	6,825	10,735	15,816	19,822
长期借款	1,777	3,100	3,100	3,100	EBITDA	9,884	14,725	20,662	25,601
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.78	17.10	18.93	18.54
租赁负债	727	1,404	1,404	1,404	归母净利率(%)	7.58	10.08	10.84	10.71
其他非流动负债	4,684	4,684	4,684	4,684	收入增长率(%)	76.72	25.48	25.70	26.74
负债合计	42,185	73,070	83,900	105,934	归母净利润增长率(%)	171.40	66.81	35.26	25.15
归属母公司股东权益	27,505	36,738	49,221	64,845					
少数股东权益	2,659	2,846	3,122	3,468					
所有者权益合计	30,164	39,583	52,344	68,314					
负债和股东权益	72,349	112,653	136,244	174,247					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,186	16,261	26,626	35,424	每股净资产(元)	11.67	15.57	20.86	27.48
投资活动现金流	-7,215	-9,467	-9,406	-11,440	最新发行在外股份(百万股)	2,357	2,357	2,357	2,357
筹资活动现金流	-1,476	8,529	1,210	2,060	ROIC(%)	18.71	20.31	22.14	21.82
现金净增加额	-410	15,322	18,430	26,044	ROE-摊薄(%)	20.12	25.12	25.36	24.09
折旧和摊销	3,059	3,990	4,847	5,779	资产负债率(%)	58.31	64.86	61.58	60.80
资本开支	-7,660	-9,816	-9,286	-11,243	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.20	13.91	10.28	8.22
营运资本变动	-1,484	-27	5,071	8,860	P/B(现价)	4.67	3.50	2.61	1.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

