

晶澳科技 (002459.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

单位盈利维持高位，龙头优势渐显

业绩简评

4月26日公司披露2023年一季报，一季度实现营收204.8亿元，同比+66.2%、环比-13.5%，实现归母净利润25.8亿元，同比+244.2%、环比+15.1%，实现扣非归母净利润24.9亿元，同比+254.6%、环比+7.5%，非经常损益主要为政府补助。

经营分析

单位毛利持续提升，海外渠道及成本优势凸显。一季度公司电池组件出货11.7GW(含自用152MW)，其中组件海外出货占比约58%、分销占比约30%。受益于海外渠道及成本管控优势，公司组件盈利持续维持高位，测算Q1组件单位盈利约0.2元/W，单位毛利环比提升约2分/W，毛利率环比提升1.54PCT至19.11%，高基数下持续增长，盈利能力持续行业领先，龙头优势凸显。

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，一季度邢台5GW组件项目顺利投产，按照公司产能规划，2023年底公司组件产能超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。

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，较P型产品溢价提升至约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。

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2023-2025年净利润至105.5(+8%)、135.1(+9%)、169.6(+9%)亿元，对应EPS为3.20、4.09、5.14元，当前股价对应PE分别为12/10/8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

分析师：宇文甸 (执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

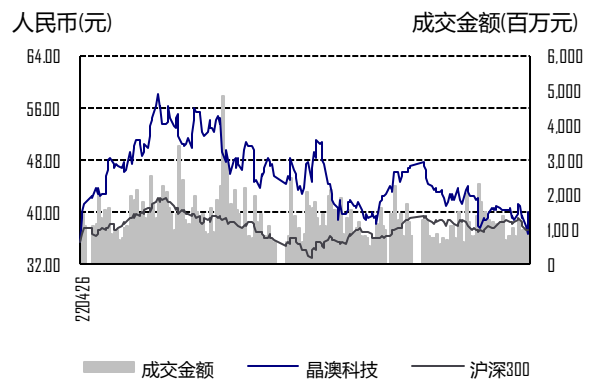
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：39.87元

相关报告：

- 《晶澳科技公司点评：4Q22单位盈利超预期，渠道、成本、技术优...》，2023.3.23
- 《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



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	98,934	119,006	148,939
营业收入增长率	59.80%	76.72%	35.55%	20.29%	25.15%
归母净利润(百万元)	2,039	5,533	10,548	13,509	16,961
归母净利润增长率	35.31%	171.40%	90.65%	28.07%	25.56%
摊薄每股收益(元)	1.275	2.348	3.197	4.094	5.141
每股经营性现金流净额	2.34	3.47	7.57	8.56	11.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.36%	20.12%	28.51%	27.48%	26.33%
P/E	72.73	25.59	12.47	9.74	7.76
P/B	8.99	5.15	3.56	2.68	2.04

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	25,847	41,302	72,989	98,934	119,006	148,939	货币资金	9,493	13,219	12,183	18,096	29,730	46,652
增长率		59.8%	76.7%	35.5%	20.3%	25.2%	应收款项	4,320	6,793	9,895	12,197	14,671	18,361
主营业务成本	-21,617	-35,260	-62,205	-81,484	-97,461	-122,012	存货	4,988	7,957	11,909	13,564	16,224	20,311
%销售收入	83.6%	85.4%	85.2%	82.4%	81.9%	81.9%	其他流动资产	2,672	3,660	4,168	4,460	5,280	6,169
毛利	4,229	6,042	10,785	17,450	21,544	26,927	流动资产	21,473	31,629	38,156	48,316	65,906	91,494
%销售收入	16.4%	14.6%	14.8%	17.6%	18.1%	18.1%	%总资产	57.6%	55.5%	52.7%	54.9%	60.9%	67.4%
营业税金及附加	-130	-140	-242	-326	-393	-491	长期投资	561	577	806	1,036	1,036	1,036
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	13,232	18,411	24,053	29,172	31,416	32,910
销售费用	-560	-736	-1,050	-1,425	-1,714	-2,145	%总资产	35.5%	32.3%	33.2%	33.1%	29.0%	24.2%
%销售收入	2.2%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	1,336	1,635	1,732	2,316	2,850	3,348
管理费用	-812	-1,126	-1,708	-2,275	-2,678	-3,277	非流动资产	15,825	25,338	34,193	39,685	42,399	44,332
%销售收入	3.1%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	%总资产	42.4%	44.5%	47.3%	45.1%	39.1%	32.6%
研发费用	-339	-574	-1,007	-1,365	-1,642	-2,055	资产总计	37,297	56,967	72,349	88,001	108,305	135,826
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	短期借款	5,050	8,883	3,692	1,900	1,900	1,900
息税前利润 (EBIT)	2,389	3,466	6,778	12,058	15,118	18,959	应付款项	11,747	18,908	24,175	30,270	36,203	45,316
%销售收入	9.2%	8.4%	9.3%	12.2%	12.7%	12.7%	其他流动负债	1,768	4,859	7,130	8,586	10,286	12,754
财务费用	-691	-813	529	88	334	635	流动负债	18,565	32,651	34,997	40,756	48,389	59,970
%销售收入	2.7%	2.0%	-0.7%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	778	1,264	1,777	1,777	1,777	1,777
资产减值损失	-169	-625	-1,144	-277	-54	-83	其他长期负债	3,115	6,335	5,411	5,510	5,723	6,097
公允价值变动收益	25	24	-199	0	0	0	负债	22,458	40,250	42,185	48,042	55,889	67,844
投资收益	273	425	317	550	424	280	普通股股东权益	14,656	16,494	27,505	37,000	49,158	64,423
%税前利润	15.1%	17.5%	5.0%	4.4%	2.7%	1.4%	其中：股本	1,595	1,599	2,356	2,356	2,356	2,356
营业利润	1,918	2,600	6,468	12,619	16,022	19,991	未分配利润	3,916	5,581	10,816	20,309	32,467	47,732
营业利润率	7.4%	6.3%	8.9%	12.8%	13.5%	13.4%	少数股东权益	184	223	2,659	2,959	3,259	3,559
营业外收支	-104	-174	-150	-150	-150	-150	负债股东权益合计	37,297	56,967	72,349	88,001	108,305	135,826
税前利润	1,814	2,426	6,317	12,469	15,872	19,841	比率分析						
利润率	7.0%	5.9%	8.7%	12.6%	13.3%	13.3%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-265	-338	-778	-1,621	-2,063	-2,579	每股指标						
所得税率	14.6%	13.9%	12.3%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.944	1.275	2.348	3.197	4.094	5.141
净利润	1,548	2,088	5,540	10,848	13,809	17,261	每股净资产	9.187	10.313	11.673	11.214	14.898	19.525
少数股东损益	42	50	7	300	300	300	每股经营现金净流	1.420	2.345	3.474	7.567	8.556	11.000
归属于母公司的净利润	1,507	2,039	5,533	10,548	13,509	16,961	每股股利	0.000	0.200	0.240	0.448	0.573	0.720
净利率	5.8%	4.9%	7.6%	10.7%	11.4%	11.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.28%	12.36%	20.12%	28.51%	27.48%	26.33%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	4.04%	3.58%	7.65%	11.99%	12.47%	12.49%
净利润	1,548	2,088	5,540	10,848	13,809	17,261	投入资本收益率	9.80%	10.94%	16.49%	23.77%	23.24%	22.86%
少数股东损益	42	50	7	300	300	300	增长率						
非现金支出	2,022	3,198	4,203	3,741	4,440	5,251	主营业务收入增长率	22.17%	59.80%	76.72%	35.55%	20.29%	25.15%
非经营收益	506	357	-73	-19	-13	125	EBIT增长率	8.19%	45.12%	95.54%	77.89%	25.38%	25.41%
营运资金变动	-1,812	-1,893	-1,484	3,261	1,925	3,281	净利润增长率	20.34%	35.31%	171.40%	90.65%	28.07%	25.56%
经营活动现金净流	2,265	3,750	8,186	17,831	20,160	25,919	总资产增长率	30.74%	52.74%	27.00%	21.63%	23.07%	25.41%
资本开支	-3,100	-5,336	-7,660	-8,923	-7,350	-7,350	资产管理能力						
投资	378	-256	-51	-230	0	0	应收账款周转天数	52.3	40.4	35.0	37.0	37.0	37.0
其他	227	1,582	495	550	424	280	存货周转天数	65.6	67.0	58.3	62.0	62.0	62.0
投资活动现金净流	-2,495	-4,010	-7,215	-8,603	-6,926	-7,070	应付账款周转天数	65.1	54.3	31.5	35.0	35.0	35.0
股权募资	5,240	66	7,911	0	0	0	固定资产周转天数	164.3	125.7	107.3	96.9	86.5	72.1
债权募资	-2,804	4,054	-5,046	-1,935	0	0	偿债能力						
其他	-1,273	-1,950	-4,340	-1,279	-1,512	-1,852	净负债/股东权益	-25.14%	-18.89%	-22.26%	-36.08%	-49.71%	-63.22%
筹资活动现金净流	1,163	2,171	-1,476	-3,214	-1,512	-1,852	EBIT利息保障倍数	3.5	4.3	-12.8	-137.2	-45.2	-29.8
现金净流量	869	1,800	-410	6,014	11,723	16,997	资产负债率	60.21%	70.65%	58.31%	54.59%	51.60%	49.95%

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
4	2023-03-23	买入	54.48	N/A

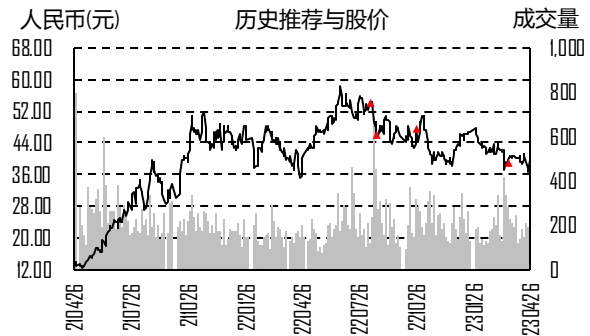
来源：国金证券研究所

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。

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