

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晶科能源 (688223)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

联系电话: 18301759216

邮箱: huangkai@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

N型出货领跑行业，超额收益逐步兑现

2023年4月30日

事件：

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年实现营业收入 826.76 亿元，同比增长 103.79%；实现归母净利润 29.36 亿元，同比增长 157.24%，实现扣非后归母净利润为 26.46 亿元，同比增长 398.60%；拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 0.89 元。2023Q1 实现营业收入 231.53 亿元，同比增长 57.70%；实现归母净利润 16.58 亿元，同比增长 313.36%，实现扣非后归母净利润为 12.21 亿元，同比增长 306.59%；

点评：

- **组件出货大幅增长，一体化率持续提升。**2022 年公司光伏组件出货 44.33GW，同比增长 99.42%，N 型组件出货 10.7GW，成为全球首家 N 型组件出货量超过 10GW 的组件制造商。2023Q1 组件出货约 13GW，公司预计 2023 年组件出货量将达 60-70GW，N 型出货量占比 60%左右。此外，公司不断优化一体化产能结构，截至 2022 年末硅片、电池片和组件年化有效产能分别为 65GW、55GW 和 70GW；公司预计至 2023 年末，公司硅片、电池片和组件年化有效产能将分别达到 75GW、75GW、90GW。
- **推进全球化战略，完善海外供应链。**公司持续构建完善的生产、销售网络，并实现全球主要光伏市场份额领先。截至 2022 年底，公司已在中国、马来西亚、越南及美国设立了共 14 个生产基地，在全球拥有超过 4.6 万名员工，在海外已拥有行业领先的超过 7GW 硅片、电池片、组件垂直一体化产能，此外公司正在推进越南 8GW 电池及 8GW 组件、美国 1GW 组件等扩产计划。
- **持续加强技术创新，N 型产品技术及量产规模领先。**凭借持续的研发投入及工艺创新，公司在电池片转换效率和组件功率方面过去三年内先后 22 次突破行业量产或实验室测试纪录，截至 2023Q1，公司已投产 N 型 TOPCon 电池量产效率已达 25.3%，预计 2023 年底可达 25.8%，同时电池良率已经与 PERC 电池基本持平。此外，公司在 N 型产能规模上行业领先，2022 年，公司共计投产大尺寸 N 型 TOPCon 电池产能 35GW，占总产能比例为 63.63%，公司预计至 2023 年末公司 N 型电池产能将超过 52.5GW，占总产能比例超过 70%。
- **加速布局储能+BIPV 赛道，打造业绩新增长极。**储能方面，基于应用场景不同，公司推出了户用储能、工商业储能以及大型电站储能三种储能产品解决方案，实现了光储协同的多元化智慧能源应用。目前，公司已经与全球多家电力开发商、分销商等签订储能框架协议和分销协议，涉及区域包括中国、中东非、东南亚、北美、澳洲与日本等。BIPV 方面，目前公司的 BIPV 产品包括全黑/彩色幕墙、透光幕墙、彩钢瓦组件，并在开发轻质柔性组件及光伏瓦系列组件。2022 年公司 BIPV 中标项目总量已达百兆瓦级。同时，公司自有 BIPV 产线已于 2022 年

下半年正式投产。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 972.7、1111.0、1253.9 亿元，同比增长 17.7%、14.2%、12.9%；归母净利润分别是 70.5、96.3、118.7 亿元，同比增长 140.1%、38.6%和 23.3%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 17.76、13.01、10.55 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**光伏新增装机不及预期风险；N 型技术进展不及预期风险；公司产能扩张不及预期风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	40,570	82,676	97,274	111,097	125,385
增长率 YoY %	20.5%	103.8%	17.7%	14.2%	12.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,141	2,936	7,049	9,626	11,870
增长率 YoY%	9.6%	157.2%	140.1%	36.6%	23.3%
毛利率%	13.4%	10.4%	15.1%	16.5%	17.8%
净资产收益率ROE%	8.4%	11.0%	21.2%	22.8%	22.3%
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.29	0.70	0.96	1.19
市盈率 P/E(倍)	109.69	42.64	17.76	13.01	10.55
市净率 P/B(倍)	9.24	4.69	3.76	2.96	2.35

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	47,679	67,247	84,996	106,396	133,585	
货币资金	18,409	19,985	27,363	31,011	39,713	
应收票据	3,944	4,356	5,371	6,356	7,576	
应收账款	7,193	16,594	21,215	28,121	38,014	
预付账款	2,006	3,629	4,127	4,637	5,152	
存货	13,250	17,450	21,070	29,789	35,647	
其他	2,877	5,233	5,849	6,483	7,482	
非流动资产	25,192	38,393	49,200	54,387	53,936	
长期股权投资	315	1,145	1,145	1,145	1,145	
固定资产	17,062	30,438	40,991	45,650	44,830	
无形资产	1,146	1,511	1,511	1,511	1,511	
其他	6,670	5,299	5,553	6,081	6,451	
资产总计	72,871	105,639	134,196	160,783	187,521	
流动负债	46,804	61,789	80,760	97,391	112,110	
短期借款	11,690	10,131	12,131	14,131	16,131	
应付票据	11,989	20,624	29,821	37,154	42,995	
应付账款	10,933	15,118	21,569	27,374	32,738	
其他	12,192	15,915	17,239	18,732	20,246	
非流动负债	12,510	17,161	20,161	21,161	22,161	
长期借款	399	3,179	6,179	7,179	8,179	
其他	12,111	13,982	13,982	13,982	13,982	
负债合计	59,314	78,949	100,921	118,552	134,271	
少数股东权益	5	0	0	0	0	
归母股东权益	13,552	26,690	33,275	42,231	53,251	
负债和股东权益	72,871	105,639	134,196	160,783	187,521	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	40,570	82,676	97,274	111,097	125,385	
同比 (%)	20.5%	103.8%	17.7%	14.2%	12.9%	
归属母公司净利润	1,141	2,936	7,049	9,626	11,870	
同比 (%)	9.6%	157.2%	140.1%	36.6%	23.3%	
毛利率 (%)	13.4%	10.4%	15.1%	16.5%	17.8%	
ROE%	8.4%	11.0%	21.2%	22.8%	22.3%	
EPS (摊薄)(元)	0.11	0.29	0.70	0.96	1.19	
P/E	109.69	42.64	17.76	13.01	10.55	
P/B	9.24	4.69	3.76	2.96	2.35	
EV/EBITDA	-0.89	21.37	8.19	6.57	5.19	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	40,57	82,676	97,274	111,097	125,385	
营业成本	35,13	74,037	82,546	92,734	103,049	
营业税金及附加	119	218	243	322	364	
销售费用	891	2,166	2,432	2,777	3,135	
管理费用	1,133	1,914	2,335	2,666	3,009	
研发费用	716	1,199	1,362	1,555	1,755	
财务费用	1,062	-234	608	707	817	
减值损失合计	-621	-857	-560	-300	-300	
投资净收益	227	-51	492	802	487	
其他	279	689	451	258	229	
营业利润	1,397	3,156	8,131	11,093	13,672	
营业外收支	-37	-29	-29	-29	-29	
利润总额	1,360	3,127	8,102	11,064	13,643	
所得税	219	191	1,053	1,438	1,774	
净利润	1,141	2,936	7,049	9,626	11,870	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1,141	2,936	7,049	9,626	11,870	
EBITDA	4,518	6,634	14,429	17,874	21,544	
EPS (当年) (元)	0.14	0.30	0.70	0.96	1.19	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3,229	4,084	19,776	13,485	14,227	
净利润	1,141	2,936	7,049	9,626	11,870	
折旧摊销	1,854	3,097	5,192	6,313	6,951	
财务费用	1,249	-53	908	1,118	1,283	
投资损失	-238	34	-492	-802	-487	
营运资金变动	-1,547	-2,613	6,120	-3,342	-5,989	
其它	768	682	998	571	600	
投资活动现金流	-9,131	-14,84	-15,927	-10,950	-6,293	
资本支出	-9,145	-14,235	-16,418	-11,751	-6,780	
长期投资	-465	-465	0	0	0	
其他	479	-144	492	802	487	
筹资活动现金流	5,684	11,685	3,528	1,112	768	
吸收投资	0	9,770	0	0	0	
借款	27,08	24,430	5,000	3,000	3,000	
支付利息或股息	-388	-656	-1,472	-1,888	-2,232	
现金流净增加额	-252	1,153	7,377	3,648	8,702	

研究团队简介

武浩：电力设备新能源首席分析师，中央财经大学金融硕士，6年新能源行业研究经验，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。研究聚焦细分行业及个股挖掘，公众号：电新之瞻。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2年行业研究经验，2022年7月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

陈玟洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。