

晶科能源 (688223)

2022年&2023Q1 业绩点评：组件出货高增，N型收益持续兑现

买入 (维持)

2023年05月03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)	82,676	105,863	130,545	167,143
同比	104%	28%	23%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	2,936	7,172	9,671	12,604
同比	157%	144%	35%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.29	0.72	0.97	1.26
P/E (现价&最新股本摊薄)	42.64	17.46	12.95	9.93

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布2022年及2023年一季报，2022年公司实现营826.8亿元，同增103.8%，归母净利润29.4亿元，同增157.2%，扣非归母净利润26.5亿元，同增399%；2022Q4实现营收299亿元，同增84%，环增54%，归母净利润12.6亿元，同增200%，环增64%，扣非归母净利润11.3亿元，同增375%，环增59%；2023Q1实现营收231.5亿元，同增58%，环减23%，归母净利润16.6亿元，同增313%，环增32%，扣非归母净利润12.2亿元，同增307%，环增8%。业绩符合预期。
- **2023Q1 出货再回龙一，N型超额收益持续兑现。**公司2022年组件出货44.33GW，同增99.4%，其中N型出货超10GW。2023Q1出货13GW，同增63%，再回组件出货第一。我们测算组件单瓦净利约1.2毛，环增2分，美国滞港费3-4亿影响盈利；其中PERC/TOPCon出货7GW/6GW，单瓦盈利9分/1毛6，N型超额持续兑现。展望2023Q2，我们预计组件出货达16-18GW，同增60%+，环增23%+，TOPCon成本继续下降，力争持平PERC，超额收益或达1毛，滞港费有望下降至1-1.5亿，盈利能力进一步改善。我们预计全年出货60-70GW，同增50%+，截至4月订单饱和度60%，全年TOPCon占比60%+，N型出货行业领先；同时美国市场已开始批量通关，滞港费逐渐下行，我们预计全年美国占比5-10%，带动盈利向上提升。
- **深化一体化布局，N型技术领先。**公司一体化布局持续深化，我们预计2023年底硅片/电池/组件产能75/75/90GW，其中N型占比70%+；2022年合肥+尖山已投产35GW；2023年楚雄6.5GW（2023Q3投产）+海宁袁花6.5GW电池改造（2023Q2出片）+越南4GW电池陆续落地，我们预计年底N型电池达50GW+。同时，公司启动美国1GW组件扩产，后续支撑本土化出货。公司N型技术处于行业领先地位，2023Q1量产效率达25.3%，我们预计年底量产达25.8%；2024年将推出HOT3.0（全域钝化）。成本上，推进硅片减薄+银浆、胶膜优化持续降本，新技术不断领跑，TOPCon龙一地位稳固。
- **盈利预测与投资评级：**基于公司新技术占比逐步提高，组件出货持续高增，我们维持公司2023-2024年归母净利润为71.7/96.7亿元，我们预计2025年归母净利润为126亿元，同增144%/35%/30%，基于公司TOPCon龙头地位，我们给予2023年25xPE，对应目标价17.9元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.52
一年最低/最高价	11.87/19.35
市净率(倍)	4.41
流通A股市值(百万元)	24,539.20
总市值(百万元)	125,200.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.84
资产负债率(% ,LF)	74.33
总股本(百万股)	10,000.00
流通A股(百万股)	1,960.00

相关研究

《晶科能源(688223): 2023Q1 业绩预告点评: 23Q1 组件量利双升, N型超额收益兑现》

2023-04-24

《晶科能源(688223): 2022年业绩快报点评: N型超额收益兑现, 龙头再迎高增长》

2023-02-28

图表目录

图 1:	2022 年营业收入 826.76 亿元, 同比+103.79% (亿元, %)	.....
图 2:	2022 年归母净利润 29.36 亿元, 同比+157.24% (亿元, %)	.....
图 3:	2023Q1 营业收入 231.53 亿元, 同比+57.70%, 环比-22.58% (亿元, %)	.....
图 4:	2023Q1 归母净利润 16.58 亿元, 同比+313.36%, 环比+31.57% (亿元, %)	.....
图 5:	2022 年毛利率、净利率分别为 10.45%、3.55%	.....
图 6:	2023Q1 毛利率、净利率分别为 13.79%、7.16%	.....
图 7:	2022 年期间费用 50.46 亿元, 同比+32.69% (亿元, %)	.....
图 8:	2023Q1 期间费用 17.04 亿元, 同比+39.08%, 环比-12.18% (亿元, %)	.....
图 9:	2022 年期间费用率 6.10%, 同比-3.27pct	.....
图 10:	2023Q1 期间费用率 7.36%, 同比-0.99pct, 环比+0.87pct	.....
图 11:	2022 年经营活动现金净流入 40.84 亿元, 同比+26.49% (亿元, %)	.....
图 12:	2023Q1 经营活动现金净流出-2.9 亿元, 同比-198.04%, 环比-115.89% (亿元, %)	.....
图 13:	2022 年期末合同负债 87.4 亿元, 同比+51.87% (亿元, %)	.....
图 14:	2023Q1 期末合同负债 85.76 亿元, 同比+66.00%, 环比-1.88% (亿元, %)	.....
图 15:	2022 年期末应收账款 165.94 亿元, 同比+130.69% (亿元, %)	.....
图 16:	2023Q1 期末应收账款 181.31 亿元, 同比+120.01%, 环比+9.27% (亿元, %)	.....

表 1: 2022 年收入 826.76 亿元, 同比增长 103.79%; 归母净利润 29.36 亿元, 同比增长 157.24% (单位: 亿元)

事件：公司发布 2022 年及 2023 年一季报，2022 年公司实现营 826.8 亿元，同增 103.8%，归母净利润 29.4 亿元，同增 157.2%，扣非归母净利润 26.5 亿元，同增 399%；2022Q4 实现营收 299 亿元，同增 84%，环增 54%，归母净利润 12.6 亿元，同增 200%，环增 64%，扣非归母净利润 11.3 亿元，同增 375%，环增 59%；2023Q1 实现营收 231.5 亿元，同增 58%，环减 23%，归母净利润 16.6 亿元，同增 313%，环增 32%，扣非归母净利润 12.2 亿元，同增 307%，环增 8%。业绩符合预期。

表1：2022 年收入 826.76 亿元，同比增长 103.79%；归母净利润 29.36 亿元，同比增长 157.24%（单位：亿元）

晶科能源	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	826.76	405.70	103.79%	231.53	146.81	57.70%	299.04	-22.58%
营业成本	740.37	351.35	110.72%	199.59	133.54	49.46%	266.69	-25.16%
毛利率	10.4%	13.4%	-2.95pct	13.8%	9.0%	+4.75pct	10.8%	+2.97pct
营业利润	31.56	13.97	125.90%	20.48	4.36	369.94%	11.75	74.34%
利润总额	31.27	13.60	129.94%	20.57	4.37	370.33%	11.75	75.11%
归属母公司净利润	29.36	11.41	157.24%	16.58	4.01	313.36%	12.60	31.57%
扣非归母净利润	26.46	5.31	398.60%	12.21	3.00	306.59%	11.30	8.11%
归母净利率	3.6%	2.8%	+0.74pct	7.2%	2.7%	+4.43pct	4.2%	+2.95pct
扣非归母净利率	3.2%	1.3%	+1.89pct	5.3%	2.0%	+3.23pct	3.8%	+1.50pct

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2022 年营业收入 826.76 亿元，同比+103.79%（亿元，%）

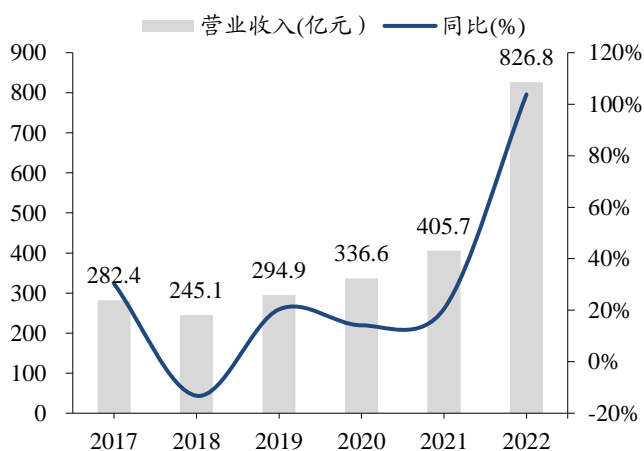
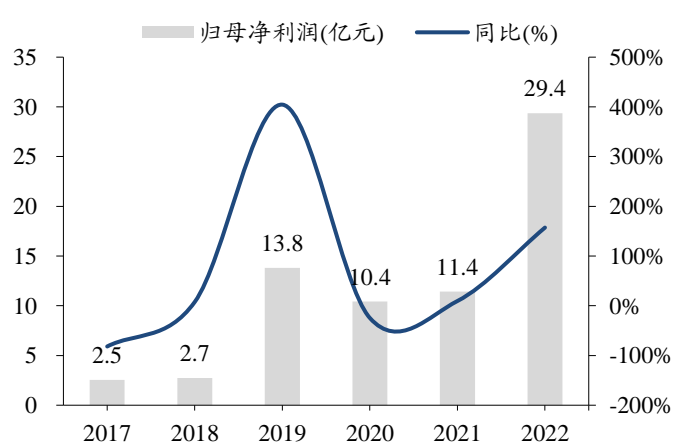


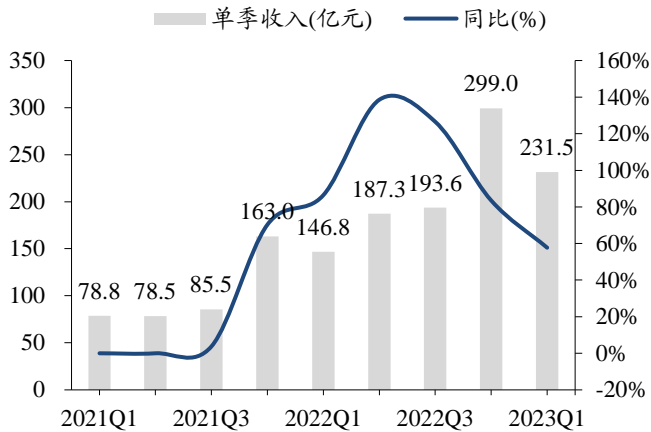
图2：2022 年归母净利润 29.36 亿元，同比+157.24%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

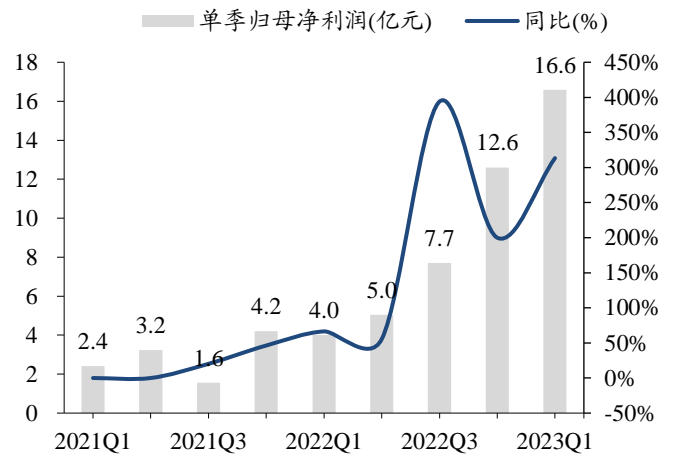
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2023Q1 营业收入 231.53 亿元, 同比+57.70%, 环比-22.58% (亿元, %)



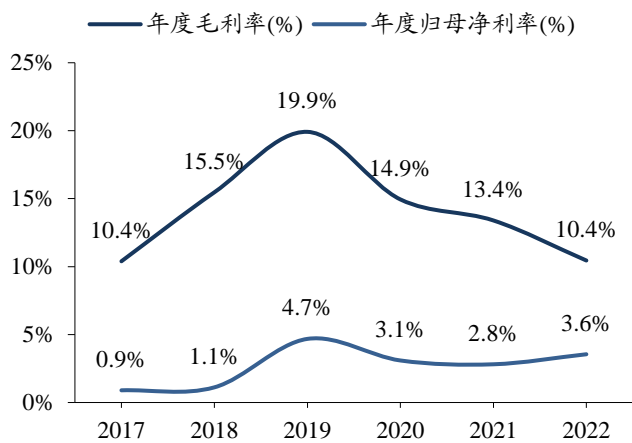
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q1 归母净利润 16.58 亿元, 同比+313.36%, 环比+31.57% (亿元, %)



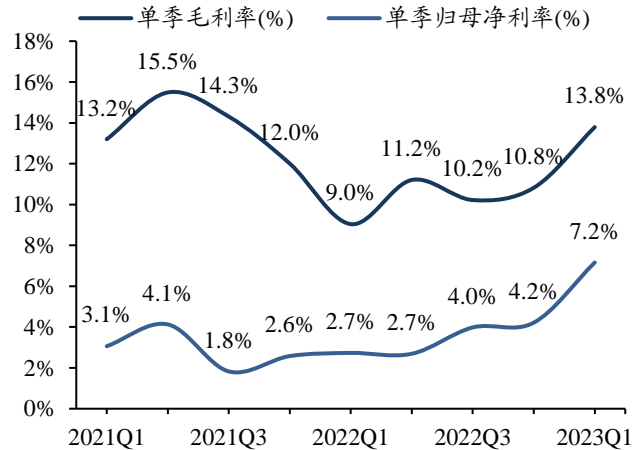
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022 年毛利率、净利率分别为 10.45%、3.55%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q1 毛利率、净利率分别为 13.79%、7.16%



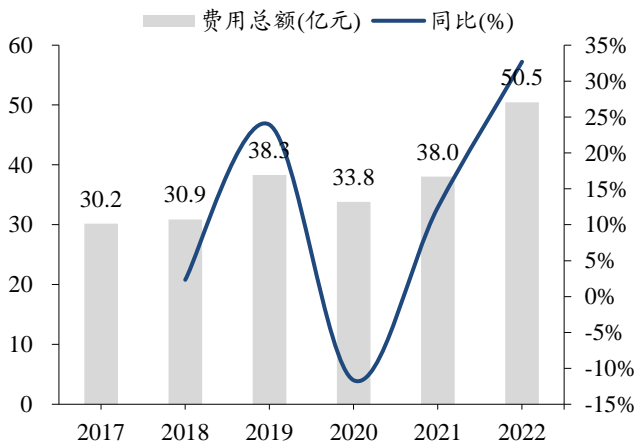
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2023Q1 出货再回龙一, N 型超额收益持续兑现。公司 2022 年组件出货 44.33GW, 同增 99.4%, 其中 N 型出货超 10GW。2023Q1 出货 13GW, 同增 63%, 再回组件出货第一。我们测算组件单瓦净利约 1.2 毛, 环增 2 分, 美国滞港费 3-4 亿影响盈利; 其中 PERC/TOPCon 出货 7GW/6GW, 单瓦盈利 9 分/1 毛 6, N 型超额持续兑现。展望 2023Q2, 我们预计组件出货达 16-18GW, 同增 60%+, 环增 23%+, TOPCon 成本继续下降, 力争持平 PERC, 超额收益或达 1 毛, 滞港费有望下降至 1-1.5 亿, 盈利能力进一步改善。我们预计全年出货 60-70GW, 同增 50%+, 截至 4 月订单饱和度 60%, 全年 TOPCon 占比 60%+, N 型出货行业领先; 同时美国市场已开始批量通关, 滞港费逐渐下行, 我们预计全年美国占比 5-10%, 带动盈利向上提升。

深化一体化布局，N型技术领先。公司一体化布局持续深化，我们预计2023年底硅片/电池/组件产能75/75/90GW，其中N型占比70%+；2022年合肥+尖山已投产35GW；2023年楚雄6.5GW（2023Q3投产）+海宁袁花6.5GW电池改造（2023Q2出片）+越南4GW电池陆续落地，我们预计年底N型电池达50GW+。同时，公司启动美国1GW组件扩产，后续支撑本土化出货。公司N型技术处于行业领先地位，2023Q1量产效率达25.3%，我们预计年底量产达25.8%；2024年将推出H0T3.0（全域钝化），2025年结合其他技术预期效率破26%。成本上，推进硅片减薄+银浆、胶膜优化持续降本，新技术不断领跑，TOPCon龙一地位稳固。

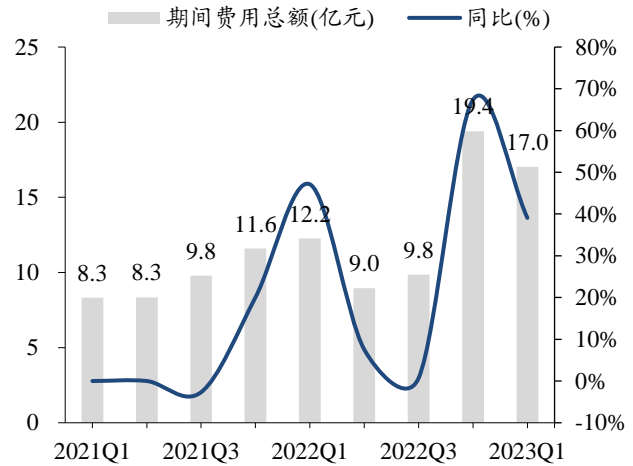
控费能力提升，期间费用率同比下降。公司2022年期间费用合计50.46亿元，同比增长32.69%；期间费用率为6.10%，同比下降3.27pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别上升0.42、下降0.48、下降0.31、下降2.9个百分点至2.62%、2.32%、1.45%、-0.28%。2023Q1公司期间费用合计17.04亿元，同比增长39.08%，环比下降12.18%；期间费用率为7.36%，同比下降0.99pct，环比增长0.87pct。

图7: 2022年期间费用50.46亿元，同比+32.69%（亿元，%）



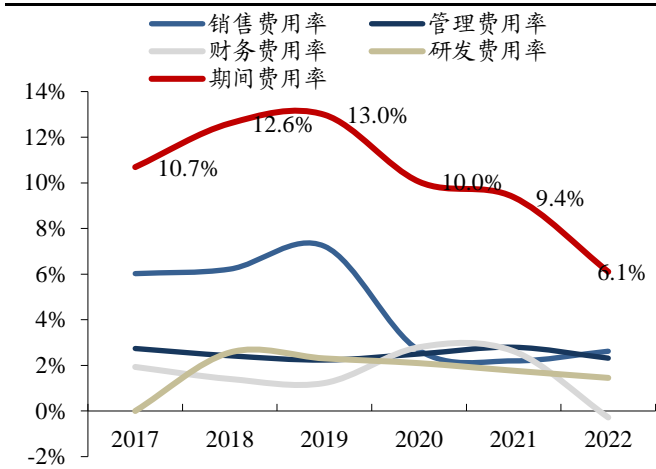
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q1期间费用17.04亿元，同比+39.08%，环比-12.18%（亿元，%）



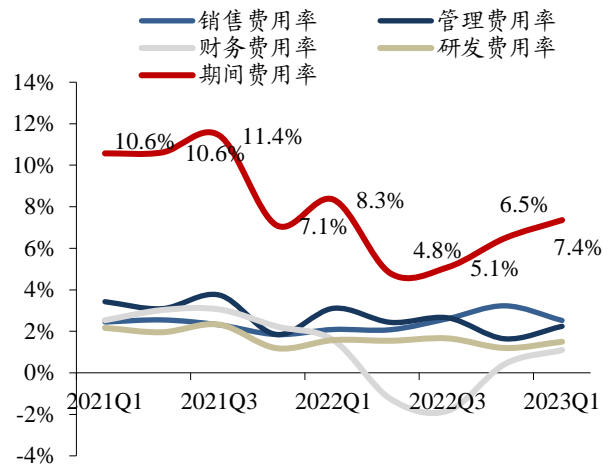
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2022 年期间费用率 6.10%，同比-3.27pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

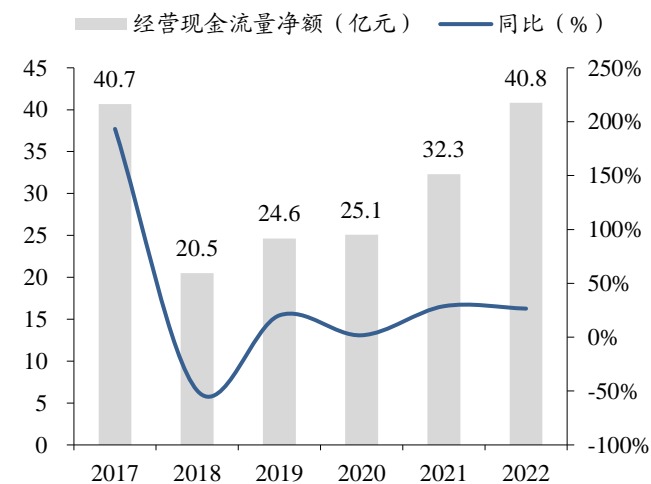
图10: 2023Q1 期间费用率 7.36%，同比-0.99pct，环比+0.87pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

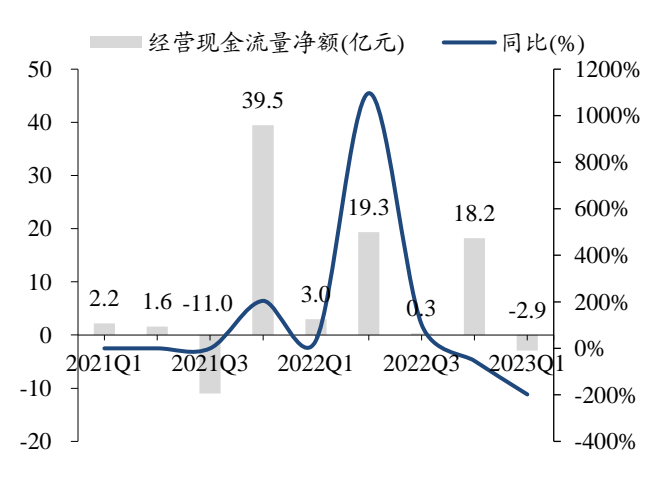
2023Q1 经营现金流出增加，合同负债同比高增。2022 年公司经营活动现金流量净流入 40.84 亿元，同比增长 26.49%；期末合同负债 87.4 亿元，同比增长 51.87%。2023Q1 经营活动现金净流入-2.9 亿元，同降 198.04%，环降 115.89%，主要系采购原材料支付的现金增加。期末合同负债 85.76 亿元，同增 66.00%，环降 1.88%，在手订单充足，随硅料降价组件持续受益。

图11: 2022 年经营活动现金净流入 40.84 亿元，同比 +26.49% (亿元，%)



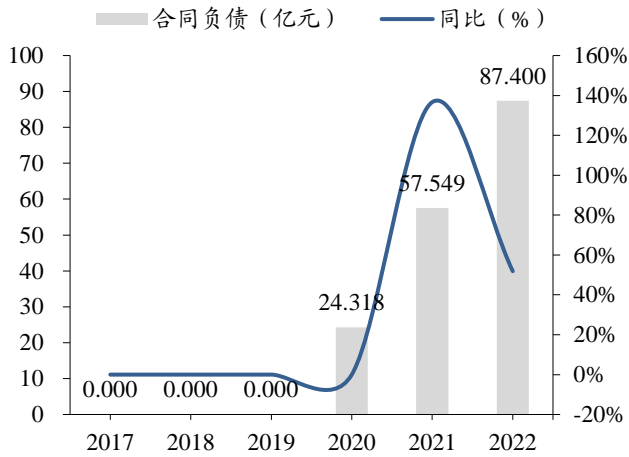
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q1 经营活动现金净流出-2.9 亿元，同比 -198.04%，环比-115.89% (亿元，%)



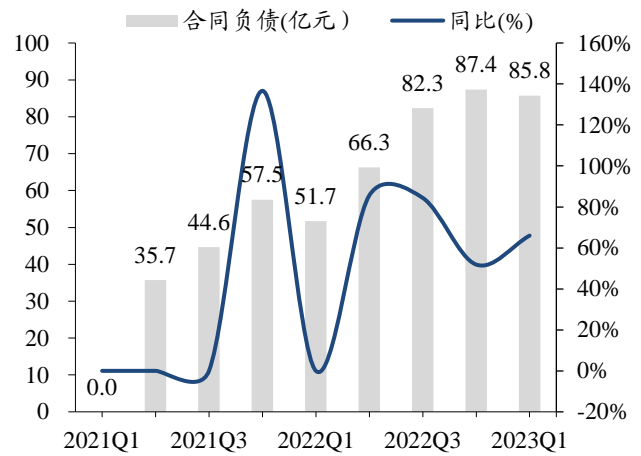
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2022 年期末合同负债 87.4 亿元, 同比+51.87% (亿元, %)



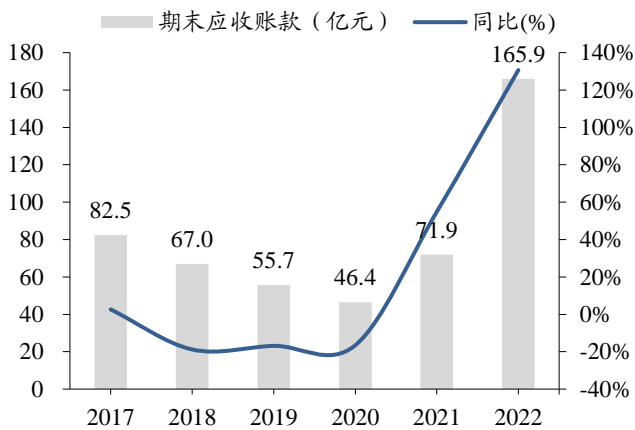
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q1 期末合同负债 85.76 亿元, 同比+66.00%, 环比-1.88% (亿元, %)



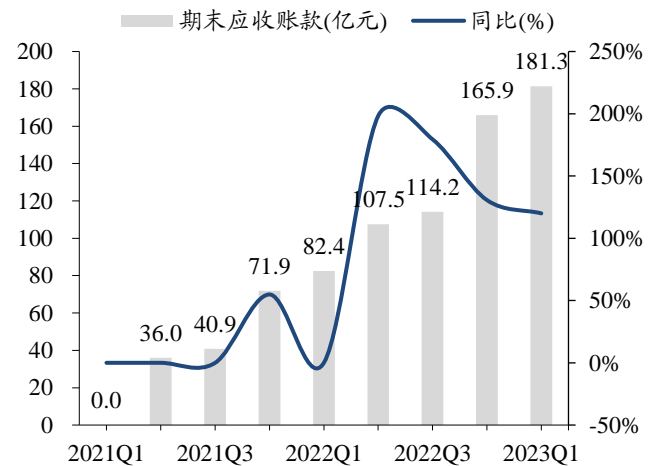
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 2022 年期末应收账款 165.94 亿元, 同比+130.69% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 2023Q1 期末应收账款 181.31 亿元, 同比+120.01%, 环比+9.27% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资评级: 基于公司新技术占比逐步提高, 组件出货持续高增, 我们维持公司 2023-2024 年归母净利润为 71.7/96.7 亿元, 我们预计 2025 年归母净利润为 126 亿元, 同增 144%/35%/30%, 基于公司 TOPCon 龙头地位, 我们给予 2023 年 25xPE, 对应目标价 17.9 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等

晶科能源三大财务预测表

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	67,247	87,496	115,440	154,819	营业总收入	82,676	105,863	130,545	167,143
货币资金及交易性金融资产	20,105	27,832	40,625	61,266	营业成本(含金融类)	74,037	91,103	112,323	144,013
经营性应收款项	27,192	28,730	34,297	43,500	税金及附加	218	243	261	334
存货	17,450	27,695	36,628	45,357	销售费用	2,166	2,541	2,872	3,510
合同资产	418	449	607	743	管理费用	1,914	2,329	2,741	3,426
其他流动资产	2,081	2,790	3,283	3,954	研发费用	1,199	1,591	1,842	2,256
非流动资产	38,393	38,144	37,817	37,697	财务费用	-234	68	-16	-311
长期股权投资	1,145	1,712	2,411	3,044	加:其他收益	1,089	1,376	1,697	2,173
固定资产及使用权资产	31,270	30,442	29,450	28,372	投资净收益	-51	656	326	284
在建工程	1,486	1,622	1,157	1,052	公允价值变动	56	-60	80	80
无形资产	1,511	1,868	2,230	2,589	减值损失	-919	-978	-539	-629
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-395	-476	-587	-836
长期待摊费用	650	150	200	250	营业利润	3,156	8,506	11,499	14,986
其他非流动资产	2,330	2,350	2,370	2,390	营业外净收支	-29	32	14	19
资产总计	105,639	125,640	153,257	192,516	利润总额	3,127	8,538	11,513	15,005
流动负债	61,789	73,757	91,444	117,839	减:所得税	191	1,366	1,842	2,401
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,567	4,435	4,435	3,935	净利润	2,936	7,172	9,671	12,604
经营性应付款项	35,742	48,854	62,868	82,532	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	8,740	12,838	16,848	23,042	归属母公司净利润	2,936	7,172	9,671	12,604
其他流动负债	5,740	7,630	7,292	8,330	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.72	0.97	1.26
非流动负债	17,161	17,371	17,481	17,591	EBIT	3,537	8,056	10,506	13,603
长期借款	3,179	3,189	3,199	3,209	EBITDA	6,634	11,500	13,783	17,171
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.45	13.94	13.96	13.84
租赁负债	531	731	831	931	归母净利率(%)	3.55	6.77	7.41	7.54
其他非流动负债	13,451	13,451	13,451	13,451	收入增长率(%)	103.79	28.05	23.32	28.03
负债合计	78,949	91,128	108,925	135,430	归母净利润增长率(%)	157.24	144.26	34.84	30.33
归属母公司股东权益	26,690	34,512	44,333	57,086					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	26,690	34,512	44,333	57,086					
负债和股东权益	105,639	125,640	153,257	192,516					

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	4,084	18,156	16,135	25,270	每股净资产(元)	2.67	3.45	4.43	5.71
投资活动现金流	-14,844	-3,052	-3,286	-4,080	最新发行在外股份(百万股)	10,000	10,000	10,000	10,000
筹资活动现金流	11,685	-7,277	-115	-610	ROIC(%)	9.50	15.95	18.45	19.37
现金净增加额	1,153	7,827	12,733	20,581	ROE-摊薄(%)	11.00	20.78	21.81	22.08
折旧和摊销	3,097	3,444	3,276	3,568	资产负债率(%)	74.73	72.53	71.07	70.35
资本开支	-14,235	-2,661	-2,044	-2,661	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.64	17.46	12.95	9.93
营运资本变动	-3,028	5,177	3,067	7,409	P/B(现价)	4.69	3.63	2.82	2.19

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>

