



买入 (维持)

所属行业: 电气设备
当前价格(元): 12.31

证券分析师

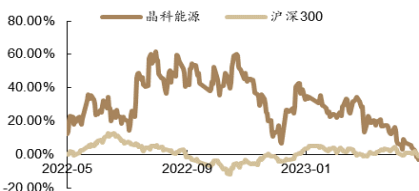
彭广春

资格编号: S0120522070001

邮箱: penggc@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15	-28	-21
相对涨幅(%)	-11.2	-27	-17

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《晶科能源 (688223.SH): 光伏一体化全球头部企业, N 型先发优势释放》, 2022.09.23
- 《晶科能源 (688223.SH): 前三季度业绩预告点评, N 型占比提升, 业绩高增长》, 2022.10.24
- 《晶科能源 (688223.SH): N 型领先者, 182TOPCon 电池转换效率再创新高》, 2022.12.09

晶科能源 (688223.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评: N 型产能顺利爬坡, 组件加速放量

投资要点

- 事件:** 公司披露 2022 年年报与 2023 年一季报, 2022 年实现归属于母公司所有者的净利润为 29.36 亿元, 与上年同期相比, 同比增加 157.24%。2022 年实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 26.46 亿元, 与上年同期相比, 同比上升 398.60%。2023 年第一季度实现归属于母公司所有者的净利润为 16.58 亿元, 与上年同期相比, 同比增加 313.36%。2023 年第一季度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 12.21 亿元, 与上年同期相比, 同比上升 306.59%。
- N 型产能顺利爬坡。** 2023 年以来, 光伏全球市场需求旺盛, 公司继续发挥全球化和 N 型技术的优势, 新建 N 型产能顺利爬坡, 并努力克服国际贸易环境带来的短期挑战, 光伏组件出货量上升的同时经营持续优化, 使得收入和盈利较上年同期大幅增长。2023 年 1-3 月, 公司实现总出货量为 14,490MW, 其中组件出货量为 13,038MW, 硅片和电池片出货量为 1,452MW, 总出货量较去年同期增长 72.71%。截至报告期末, 公司光伏组件全球累计出货量已超过 150GW。同期, 公司持续致力于以技术升级推进成本优化, 已投产的 35GW N 型 TOPCon 电池量产平均效率达 25.3%。目前光伏装机需求旺盛和在手订单饱满的背景下, 公司第二季度预计组件出货量为 16GW 至 18GW。
- 组件加速放量。** 太阳能光伏组件是公司生产环节的终端产品, 也是公司面向市场的主要产品, 客户群体为全球范围内光伏电站投资商、开发商、承包商以及分布式光伏系统的经销商。公司光伏组件产品目前以单晶组件为主, 结合全球范围内多样化的市场需求, 公司应用了 PERC、TOPCon、双面 (含双玻和透明背板技术)、半片、叠焊、多主栅、大尺寸等电池及组件工艺技术, 结合当下市场需求, 差异化地开发并推出了多个系列光伏组件产品。在早期产品的基础上, 公司 2020 年推出搭载 182mm 大尺寸电池片的 Tiger Pro 系列产品, 又在 2021 年 11 月推出应用了 N 型 TOPCon 电池技术的 Tiger Neo 系列高端组件产品。截至 2022 年底, Tiger Neo 78 片组件功率最高突破 620 瓦。N 型组件兼具高功率、高效率、高可靠性和低衰减等特点, 在户用分布式市场和大型地面电站的高功率应用场景中具有广泛受众。
- 投资建议:** 未来公司持续扩张产能, 享受龙头红利, 强者恒强。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 58.15/84.40/103.91 亿元, 对应 2023 年 5 月 12 日收盘价 PE 为 21.17X/14.59X/11.85X, 维持公司“买入”评级。
- 风险提示:** 技术更迭风险, 原材料价格波动风险, 境外经营风险, 行业竞争加剧风险, 终端需求不足的风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	10000.0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1960.00	营业收入(百万元)	40,570	82,676	105,492	123,498	147,848
52 周内股价区间(元):	11.1-19.4	(+/-)YOY(%)	20.5%	103.8%	27.6%	17.1%	19.7%
总市值(百万元):	113100.0	净利润(百万元)	1,141	2,936	5,815	8,440	10,391
总资产(百万元):	110604.9	(+/-)YOY(%)	9.6%	157.2%	98.0%	45.1%	23.1%
每股净资产(元):	2.7	全面摊薄 EPS(元)	0.11	0.29	0.58	0.84	1.04
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	13.4%	10.4%	14.0%	15.0%	15.1%
		净资产收益率(%)	8.4%	11.0%	17.9%	20.9%	20.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.58	0.84	1.04
每股净资产	2.67	3.25	4.04	5.02
每股经营现金流	0.41	1.22	0.73	1.47
每股股利	0.09	0.00	0.05	0.06
价值评估(倍)				
P/E	48.83	21.17	14.59	11.85
P/B	5.49	3.79	3.05	2.45
P/S	1.49	1.17	1.00	0.83
EV/EBITDA	21.37	12.73	9.30	7.13
股息率%	0.6%	0.0%	0.4%	0.5%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	10.4%	14.0%	15.0%	15.1%
净利润率	3.6%	5.5%	6.8%	7.0%
净资产收益率	11.0%	17.9%	20.9%	20.7%
资产回报率	2.8%	4.8%	6.2%	6.8%
投资回报率	7.9%	15.8%	18.2%	18.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	103.8%	27.6%	17.1%	19.7%
EBIT 增长率	32.8%	142.2%	34.3%	20.0%
净利润增长率	157.2%	98.0%	45.1%	23.1%
偿债能力指标				
资产负债率	74.7%	74.9%	74.3%	73.4%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	51.8	47.5	49.8	49.4
存货周转天数	74.6	83.0	84.8	82.5
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
固定资产周转率	2.7	3.4	4.0	4.7

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E
净利润	2,936	5,815	8,440	10,391
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	4,015	122	102	44
非经营收益	-255	1,199	1,262	1,439
营运资金变动	-2,613	5,023	-2,503	2,857
经营活动现金流	4,084	12,160	7,300	14,732
资产				
投资	-465	0	0	0
其他	-144	149	177	160
投资活动现金流	-14,844	-2,852	-3,835	-4,928
债权募资	1,379	692	562	252
股权募资	9,770	0	0	0
其他	536	-547	-1,095	-1,191
融资活动现金流	11,685	144	-533	-939
现金净流量	1,153	9,451	2,932	8,865

利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	82,676	105,492	123,498	147,848
营业成本	74,037	90,720	104,915	125,588
毛利率%	10.4%	14.0%	15.0%	15.1%
营业税金及附加	218	294	341	407
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	2,166	2,622	3,065	3,705
营业费用率%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	1,914	2,643	3,075	3,646
管理费用率%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	1,199	1,755	1,988	2,367
研发费用率%	1.5%	1.7%	1.6%	1.6%
EBIT	3,537	8,567	11,507	13,811
财务费用	-234	1,348	1,372	1,455
财务费用率%	-0.3%	1.3%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-857	-80	-72	-23
投资收益	-51	149	177	160
营业利润	3,156	6,509	9,409	11,514
营业外收支	-29	-22	-42	-43
利润总额	3,127	6,488	9,367	11,472
EBITDA	6,634	8,609	11,536	13,832
所得税	191	673	927	1,081
有效所得税率%	6.1%	10.4%	9.9%	9.4%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	2,936	5,815	8,440	10,391

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19,985	29,437	32,369	41,234
应收账款及应收票据	20,950	18,166	29,641	26,812
存货	17,450	24,377	25,067	32,508
其它流动资产	8,861	10,721	11,109	14,579
流动资产合计	67,247	82,701	98,185	115,133
长期股权投资	1,145	1,145	1,145	1,145
固定资产	30,438	30,761	30,972	31,146
在建工程	1,486	1,040	728	510
无形资产	1,511	1,511	1,511	1,511
非流动资产合计	38,393	38,270	38,168	38,124
资产总计	105,639	120,972	136,354	153,257
短期借款	10,131	10,823	11,385	11,637
应付票据及应付账款	35,742	42,402	49,955	57,968
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	15,915	20,282	22,777	25,704
流动负债合计	61,789	73,507	84,117	95,309
长期借款	3,179	3,179	3,179	3,179
其它长期负债	13,982	13,982	13,982	13,982
非流动负债合计	17,161	17,161	17,161	17,161
负债总计	78,949	90,668	101,278	112,470
实收资本	10,000	10,000	10,000	10,000
普通股股东权益	26,690	32,505	40,417	50,196
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	105,639	123,173	141,694	162,665

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 21 日，资料来源：公司年报（2019-2022），德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。