

组件出货延续高增，盈利能力持续提升

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年一季度实现营业收入204.8亿元,同比增长66.2%;实现归母净利润25.8亿元,同比增长244.5%,业绩超市场预期。
- **组件出货延续高增,盈利能力持续提升。** 23Q1,公司电池组件出货量11.70GW(含自用152MW),同比增长71.3%。其中组件海外出货量占比约58%,分销出货量占比约30%。预计23Q1组件交付均价仍处高位,公司通过垂直一体化业务布局成本控制良好,加上运输费用下降等原因,23Q1盈利能力持续提升。23Q1公司综合毛利率19.11%,同比提升4.3pp,环比提升1.5pp。23Q1组件单位盈利测算在0.22~0.23元/W,环比22Q4提升约0.05~0.06元/W。受利息收入增加、融资费用减少及汇兑损失减少等因素影响,报告期财务费用6165万元,同比减少70.9%。公司确认投资收益1.7亿元,同比增长68.3%,主要系参股硅料投资收益增加和锁汇交割收益减少综合所致。此外,本期存货跌价准备转回,资产减值损失冲回1.4亿元。
- **一体化率提升, N型电池、海外产能持续加码。** 截至2022年底,硅片、电池、组件产能分别达40GW、40GW、50GW。公司持续推进产能布局,在鄂尔多斯高新区投资新建年产20GW硅片、30GW电池项目,提升公司新产品生产能力。2023Q1邢台5GW组件项目顺利投产,此外各在建项目按计划推进,按照公司未来产能规划,2023年底公司组件产能超80GW,硅片和电池产能约为组件产能的90%,一体化率进一步提升。目前公司N型电池规划产能近100GW,预计2023年末N型电池产能将达到近40GW。海外产能方面,越南已形成4GW硅片、电池、组件一体化产能,预计2023年底一体化产能提升至5GW,美国亦有2GW组件产能在建。
- **一体两翼布局: 保供降本,拓展业务场景。** 公司以主产业链光伏产品事业群为依托,不断完善组织架构。设立智慧能源事业部,加大下游光伏应用的投入,不断扩大光伏电站开发建设规模,同步探索多种光伏发电应用场景的开发,包括BIPV、储能等业务。设立光伏新材事业部,加强光伏辅材和设备的研发力量,包括光伏拉晶设备、光伏热场系统、光伏导电材料、光伏封装材料等业务,为主产业链快速发展保障供应的同时,持续降低成本贡献力量。
- **盈利预测与投资建议。** 公司2023年一季度业绩超预期,上调2023~2025年归母净利润预测为99.0亿元、121.1亿元、142.4亿元,对应PE分别为13倍、11倍、9倍。公司作为组件龙头,深耕一体化战略, N型电池产能持续加码,美国高盈利市场出货顺利,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 全球光伏装机波动风险;海外贸易政策风险;汇率波动风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	72989.40	98706.19	113042.48	131803.54
增长率	76.72%	35.23%	14.52%	16.60%
归属母公司净利润(百万元)	5532.87	9903.33	12110.12	14236.43
增长率	171.40%	78.99%	22.28%	17.56%
每股收益EPS(元)	1.68	3.00	3.67	4.31
净资产收益率ROE	18.36%	24.99%	23.84%	22.51%
PE	24	13	11	9
PB	4.85	3.59	2.76	2.20

数据来源: Wind, 西南证券

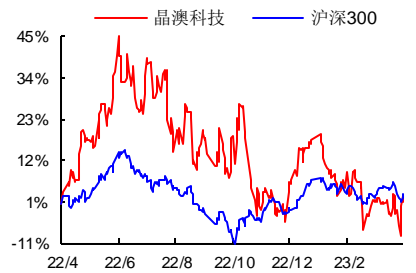
西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨
执业证号: S1250521080001
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师
电话: 021-58351679
邮箱: xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	33.00
流通A股(亿股)	32.82
52周内股价区间(元)	36.7-100.54
总市值(亿元)	1,332.67
总资产(亿元)	640.06
每股净资产(元)	10.84

相关研究

1. 晶澳科技(002459): 业绩超预期, 一体化率提升 (2023-03-24)
2. 晶澳科技(002459): 盈利超预期, N型产品量产加速 (2022-10-29)
3. 晶澳科技(002459): 出货量大幅增长, 加码N型电池产业化 (2022-08-28)
4. 晶澳科技(002459): 市占率持续提升, 推进一体化战略 (2022-05-05)

盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司产能稳步扩张, 出货量稳步提升, 2023~2025 年组件出货量分别为 60GW、80GW 和 100GW;

假设 2: 随着硅料价格下降, 电池组件毛利率持续回升, 预计 2023~2025 年毛利率分别为 16.85%、17.89%、18.29%;

假设 3: 电站及其他业务收入及毛利率水平保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2023~2025 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
太阳能电池组件	收入	70,344.58	96,106.19	110,442.48	129,203.54
	增速	78.27%	36.62%	14.92%	16.99%
	成本	60,277.55	79,911.50	90,683.19	105,575.22
	毛利率	14.31%	16.85%	17.89%	18.29%
光伏电站运营	收入	423.04	600.00	600.00	600.00
	增速	-3.03%	41.83%	0.00%	0.00%
	成本	199.33	210.00	210.00	210.00
	毛利率	52.88%	65.00%	65.00%	65.00%
其他	收入	2,221.78	2,000.00	2,000.00	2,000.00
	增速	58.13%	-9.98%	0.00%	0.00%
	成本	1,727.82	1,625.00	1,625.00	1,625.00
	毛利率	22.23%	18.75%	18.75%	18.75%
合计	收入	72,989.40	98,706.19	113,042.48	131,803.54
	增速	76.72%	35.23%	14.52%	16.60%
	成本	62,204.70	81,746.50	92,518.19	107,410.22
	毛利率	14.78%	17.18%	18.16%	18.51%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	72989.40	98706.19	113042.48	131803.54	净利润	5539.53	9953.33	12160.12	14286.43
营业成本	62204.70	81746.50	92518.19	107410.22	折旧与摊销	2791.90	3206.60	3948.55	4742.94
营业税金及附加	241.85	296.12	339.13	395.41	财务费用	-529.34	378.75	365.24	428.46
销售费用	1050.01	1332.53	1582.59	1977.05	资产减值损失	-1108.83	-500.00	-500.00	-500.00
管理费用	2714.42	3553.42	4069.53	4876.73	经营营运资本变动	-195.10	-2971.46	-1083.33	41.83
财务费用	-529.34	378.75	365.24	428.46	其他	1688.33	-264.87	161.25	270.80
资产减值损失	-1108.83	-500.00	-500.00	-500.00	经营活动现金流净额	8186.49	9802.35	15051.84	19270.46
投资收益	317.22	441.74	359.48	241.69	资本支出	-5797.42	-7000.00	-8000.00	-9000.00
公允价值变动损益	-198.90	20.00	20.00	20.00	其他	-1417.78	730.21	379.48	261.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-7215.19	-6269.79	-7620.52	-8738.31
营业利润	6467.58	11360.60	14047.28	16477.35	短期借款	-5805.15	-87.14	0.00	0.00
其他非经营损益	-150.50	-50.00	-150.00	-150.00	长期借款	512.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	6317.09	11310.60	13897.28	16327.35	股权融资	5681.16	0.00	0.00	0.00
所得税	777.56	1357.27	1737.16	2040.92	支付股利	-251.57	-276.64	-990.33	-1816.52
净利润	5539.53	9953.33	12160.12	14286.43	其他	-1613.38	-2289.55	-365.24	-428.46
少数股东损益	6.66	50.00	50.00	50.00	筹资活动现金流净额	-1476.21	-2653.33	-1355.57	-2244.98
归属母公司股东净利润	5532.87	9903.33	12110.12	14236.43	现金流量净额	-410.17	879.23	6075.75	8287.17
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	12183.40	13062.63	19138.37	27425.54	成长能力				
应收和预付款项	11705.34	14498.59	17701.04	20620.28	销售收入增长率	76.72%	35.23%	14.52%	16.60%
存货	11909.31	15990.83	18125.85	21093.35	营业利润增长率	148.74%	75.65%	23.65%	17.30%
其他流动资产	2357.60	2961.19	3391.27	3954.11	净利润增长率	165.28%	79.68%	22.17%	17.49%
长期股权投资	773.75	773.75	773.75	773.75	EBITDA 增长率	53.91%	71.20%	22.85%	17.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	24049.40	28032.56	32273.78	36720.60	毛利率	14.78%	17.18%	18.16%	18.51%
无形资产和开发支出	1355.79	1203.65	1051.51	899.38	三费率	4.43%	5.33%	5.32%	5.53%
其他非流动资产	8014.04	7976.42	7938.79	7901.16	净利率	7.59%	10.08%	10.76%	10.84%
资产总计	72348.63	84499.61	100394.37	119388.16	ROE	18.36%	24.99%	23.84%	22.51%
短期借款	1787.14	1700.00	1700.00	1700.00	ROA	7.66%	11.78%	12.11%	11.97%
应付和预收款项	19836.03	27602.50	31250.30	36284.98	ROIC	32.65%	41.01%	38.32%	38.02%
长期借款	1776.59	1776.59	1776.59	1776.59	EBITDA/销售收入	11.96%	15.14%	16.24%	16.43%
其他负债	18785.19	13585.92	14663.09	16152.29	营运能力				
负债合计	42184.95	44665.01	49389.98	55913.86	总资产周转率	1.13	1.26	1.22	1.20
股本	2356.35	3299.50	3299.50	3299.50	固定资产周转率	4.09	4.15	4.01	4.07
资本公积	13949.29	13006.13	13006.13	13006.13	应收账款周转率	10.05	10.13	9.48	9.36
留存收益	11347.81	20974.50	32094.29	44514.20	存货周转率	6.05	5.69	5.31	5.37
归属母公司股东权益	27504.71	37125.64	48245.43	60665.34	销售商品提供劳务收到现金营业收入	86.19%	—	—	—
少数股东权益	2658.96	2708.96	2758.96	2808.96	资本结构				
股东权益合计	30163.67	39834.60	51004.39	63474.30	资产负债率	58.31%	52.86%	49.20%	46.83%
负债和股东权益合计	72348.63	84499.61	100394.37	119388.16	带息债务/总负债	8.45%	7.78%	7.04%	6.22%
					流动比率	1.09	1.24	1.38	1.50
					速动比率	0.75	0.81	0.95	1.07
					股利支付率	4.55%	2.79%	8.18%	12.76%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	8730.14	14945.95	18361.07	21648.75	每股收益	1.68	3.00	3.67	4.31
PE	24.09	13.46	11.00	9.36	每股净资产	8.34	11.25	14.62	18.39
PB	4.85	3.59	2.76	2.20	每股经营现金	2.48	2.97	4.56	5.84
PS	1.83	1.35	1.18	1.01	每股股利	0.08	0.08	0.30	0.55
EV/EBITDA	9.26	7.76	5.99	4.70					
股息率	0.19%	0.21%	0.74%	1.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn