

晶科能源 (688223)

晶科能源 23 年中报点评：N 型盈利持续兑现，上修组件出货目标 买入（维持）

2023 年 08 月 15 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

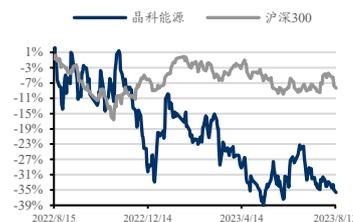
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	82,676	107,350	130,545	167,143
同比	104%	30%	22%	28%
归属母公司净利润（百万元）	2,936	7,375	9,612	12,043
同比	157%	151%	30%	25%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.29	0.74	0.96	1.20
P/E（现价&最新股本摊薄）	40.32	16.05	12.32	9.83

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年中报，2023H1 实现归母净利 38.4 亿元，同增 324.6%；扣非净利 35.4 亿元，同增 340.3%。其中 2023Q2 实现营收 304.7 亿元，同/环增 62.7%/31.6%；归母净利 21.8 亿元，同/环增 333.5%/31.8%；扣非净利 23.1 亿元，同/环增 360.5%/89.5%；业绩符合预期。
- **23H1 出货位居龙一，N 型盈利持续兑现。**公司 2023H1 组件出货约 30GW+，同增约 67%；其中 2023Q2 出货约 17GW+，同/环增 70%/+35%，TOPCon 出货 10GW+，占比 57%，环增 67%，组件出货位居第一。受益于：1) 美国滞港费下降，2) N 型占比提升，我们测算组件盈利环比提升。展望 2023Q3，公司预计组件出货 19-21GW，同增约 90%+，TOPCon 占比持续提升。公司上调全年组件出货目标，公司预计 2023 全年出货 70-75GW，同增约 70%，TOPCon 占比 60%+，N 型出货行业领先；美国滞港费已逐渐下行，公司预计 2023 年美国占比 5-10%，2024 年占比 10%，带动盈利向上提升。
- **N 型持续扩产，山西一体化按期推进。**截至 2023 年 7 月，公司 N 型电池已投产 55GW，公司预计 2023 年底硅片/电池/组件产能 85/90/110GW，N 型占比 75%+，海外一体化产能 12GW+。同时布局山西 56GW 一体化大基地，包括拉棒/切片/电池/组件产能，公司预计一二期各 14GW 2024Q1/Q2 投产，三四期 2025 年建成投产；一体化协同优势明显，可有效缩短组件生产周期、降低产能人耗。海外布局上，公司预计美国 1GW 组件 9 月投产，支撑高溢价市场出货；N 型技术行业领先，量产效率已达 25.5%，公司预计年底达 25.8%，NP 一体化成本持平；2024 年搭建双面 Poly 中试线。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。
- **现金流充沛，ROE 持续提升。**公司 2023Q2 经营活动现金净额 58.6 亿元，环比扭负为正，同增 203%，创历史最优水平，在手现金充沛；ROE 水平不断提升，2023Q2 ROE 约 7.4%，同环增 1.3pct/5.3pct；2023Q2 存货 200.9 亿，环减 6.3%，期间费用率 1.4%，同环降 3.4pct/6.0pct，盈利质量持续提升。同时公司拟定增募资不超过 97 亿，用于山西 28GW 一体化项目。
- **投资评级：**基于公司 N 型一体化布局持续深化，我们维持公司盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 74/96/120 亿元，同增 151%/30%/25%，基于公司 TOPCon 龙头地位，我们给予公司 2023 年 25 倍 PE，对应目标价 18.4 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.84
一年最低/最高价	11.12/19.35
市净率(倍)	3.96
流通 A 股市值(百万元)	23,206.40
总市值(百万元)	118,400.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.99
资产负债率(% ,LF)	74.40
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)：2023 年中报业绩预告点评：出货持续领先，N 型超额坚挺》
2023-07-17
- 《晶科能源(688223)：出售资产优化产能区位，再推 56GW 一体化扩产》
2023-05-26

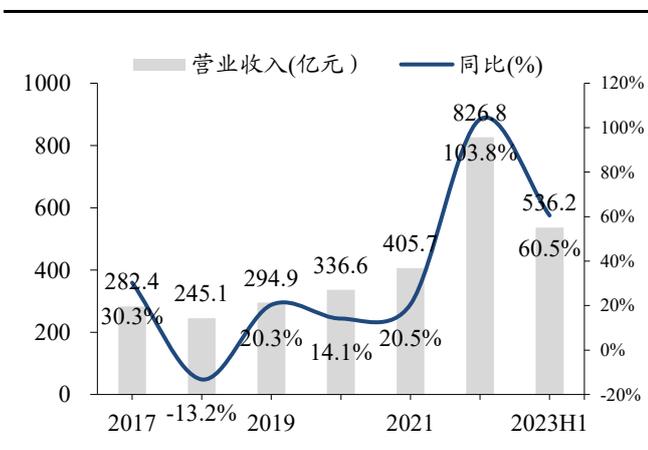
事件：公司发布 2023 年半年报，2023H1 实现营业收入 536.24 亿元，同比增长 60.52%；实现利润总额 49.06 亿元，同比增长 346.40%；实现归属母公司净利润 38.43 亿元，同比增长 324.58%；实现扣非归母净利润 35.36 亿元，同比增长 340.34%。2023H1 毛利率为 15.18%，同比上升 4.92pct，2023H1 归母净利率为 7.17%，同比上升 4.46pct；2023H1 扣非归母净利率 6.59%，同比上升 4.19pct。2023Q2 实现营业收入 304.72 亿元，同比增长 62.72%，环比增长 31.61%；实现利润总额 28.49 亿元，同比增长 330.58%，环比增长 38.48%；实现归属母公司净利润 21.85 亿元，同比增长 333.52%，环比增长 31.77%；实现扣非归母净利润 23.15 亿元，同比增长 360.52%，环比增长 89.51%。2023Q2 毛利率为 16.23%，同比上升 5.03pct，环比增长 2.44pct；2023Q2 归母净利率为 7.17%，同比上升 4.48pct，环比增长 0.01pct；2023Q2 扣非归母净利率 7.60%，同比上升 4.91pct，环比上升 2.32pct。

表1：2023H1 收入 536.24 亿元，同比增长 60.52%；归母净利润 38.43 亿元，同比增长 324.58%（单位：亿元）

晶科能源	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	536.24	334.07	60.52%	304.72	187.26	62.72%	231.53	31.61%
营业成本	454.86	299.82	51.71%	255.26	166.28	53.51%	199.59	27.89%
毛利率	15.2%	10.3%	+4.92pct	16.2%	11.2%	+5.03pct	13.8%	+2.44pct
营业利润	49.35	10.98	349.31%	28.86	6.62	335.73%	20.48	40.90%
利润总额	49.06	10.99	346.40%	28.49	6.62	330.58%	20.57	38.48%
归属母公司净利润	38.43	9.05	324.58%	21.85	5.04	333.52%	16.58	31.77%
扣非归母净利润	35.36	8.03	340.34%	23.15	5.03	360.52%	12.21	89.51%
归母净利率	7.2%	2.7%	+4.46pct	7.2%	2.7%	+4.48pct	7.2%	+0.01pct
扣非归母净利率	6.6%	2.4%	+4.19pct	7.6%	2.7%	+4.91pct	5.3%	+2.32pct
股本	100.00	100.00	-	100.00	100.00	-	100.00	-

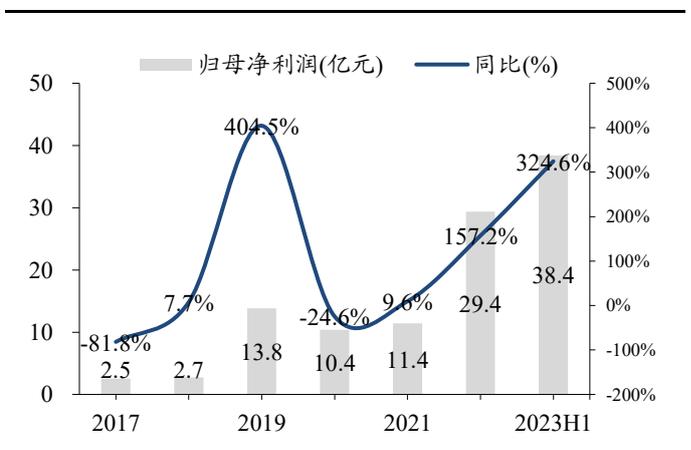
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图1：2023H1 营业收入 536.24 亿元，同比+60.52%（亿元，%）



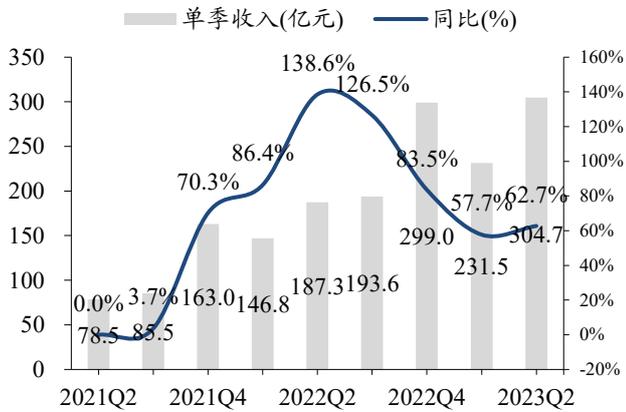
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023H1 归母净利 38.43 亿元，同比+324.58%（亿元，%）



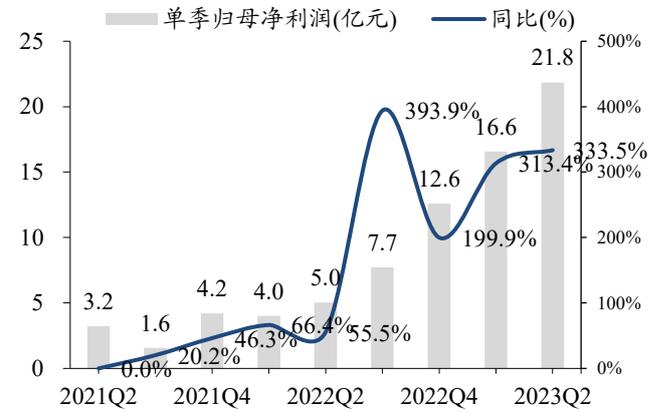
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 304.72 亿元, 同比+62.72%, 环比+31.61% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 21.85 亿元, 同比+333.52%, 环比+31.77% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、净利率分别为 15.18%、7.17% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

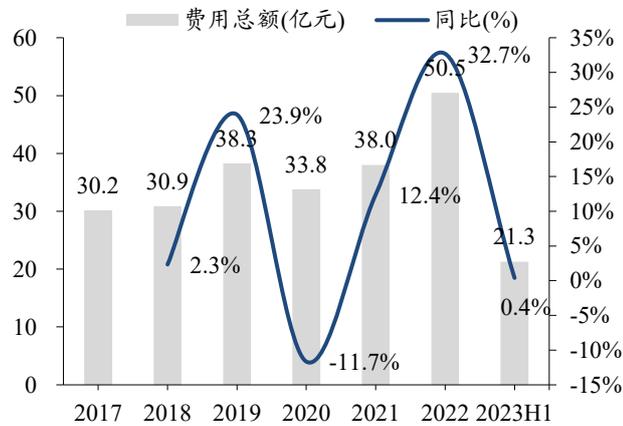
图6: 2023Q2 毛利率、净利率分别为 16.23%、7.17% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

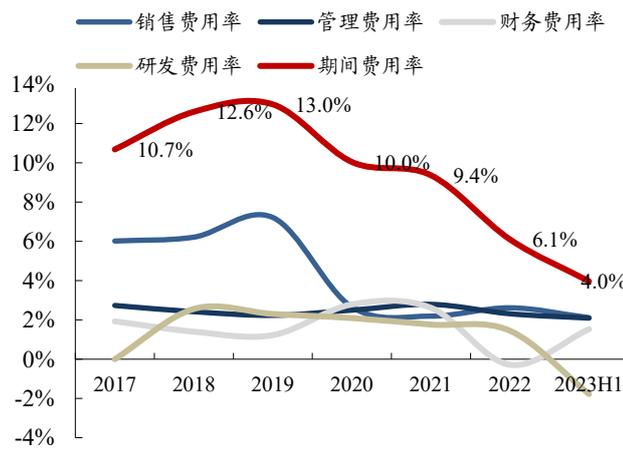
财务费用大幅改善, 期间费用率下降明显。公司 2023H1 期间费用合计 21.30 亿元, 同比增长 0.40%; 期间费用率为 3.97%, 同比下降 2.38pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 63.25%、上升 23.19%、上升 57.74%、下降 15107.75%至 11.35 亿元、11.23 亿元、8.21 亿元、-9.5 亿元; 费用率分别上升 0.04、下降 0.63、下降 1.75、下降 0.03 个百分点至 2.12%、2.09%、-1.77%、1.53%。公司 2023Q2 期间费用合计 4.26 亿元, 同比下降 52.46%, 环比下降 74.99%; 期间费用率为 1.40%, 同比下降 3.39pct, 环比下降 5.96pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 41.72%、上升 32.70%、上升 64.19%、下降 408.18%至 5.51 亿元、6.04 亿元、4.75 亿元、-12.04 亿元; 费用率分别同比下降 0.27、下降 0.45、上升 0.01、下降 2.69 个百分点至 1.81%、1.98%、1.56%、-3.95%。

图7: 2023H1 期间费用 21.3 亿元, 同比+0.40% (亿元, %)



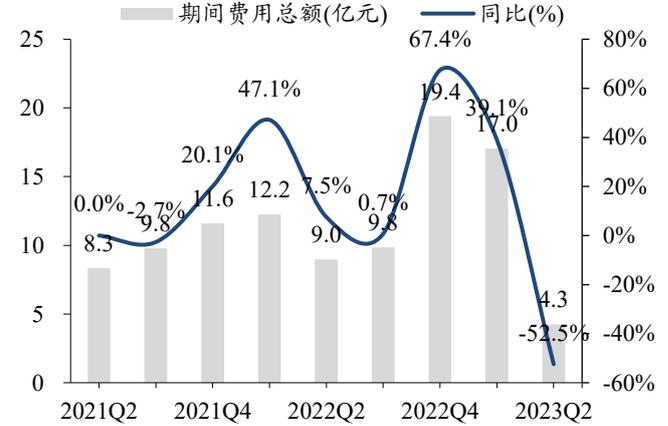
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 3.97%, 同比-2.38pct (%)



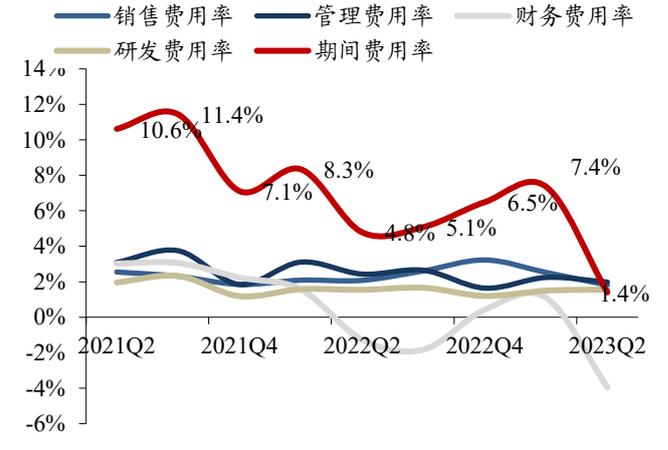
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2023Q2 期间费用 4.26 亿元, 同比-52.46% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

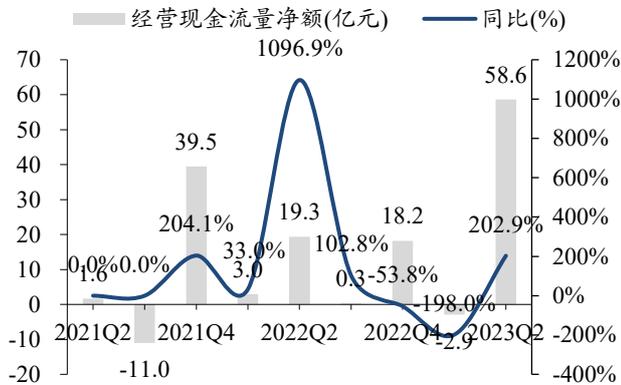
图10: 2023Q2 期间费用率 1.40%, 同比-3.39pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

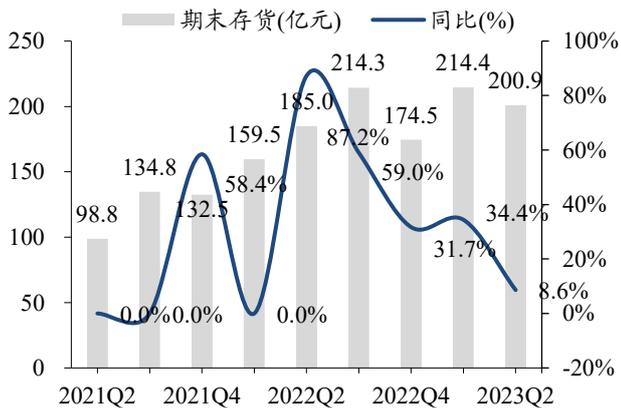
现金流充沛、ROE 持续提升。2023Q2 经营活动现金流量净流入 58.61 亿元, 同比增长 202.93%, 环比增长 2123.36%。ROE 水平不断提升, 2023Q2 ROE 约 7.4%, 同环增 1.3pct/5.3pct。销售商品取得现金 178.2 亿元, 同比增长 16.67%, 环比下降 32.47%。期末合同负债 73.31 亿元, 同比增长 10.65%, 环比下降 14.52%。期末应收账款 214.61 亿元, 同比增长 99.66%, 环比增长 18.36%。应收账款周转天数同比上升 15.53 天至 63.87 天。期末存货 200.86 亿元, 同比上升 8.60%, 环比下降 6.32%。存货周转天数同比下降 20.29 天至 75.94 天。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入 58.61 亿元, 同比+202.93%, 环比+2123.36% (亿元, %)



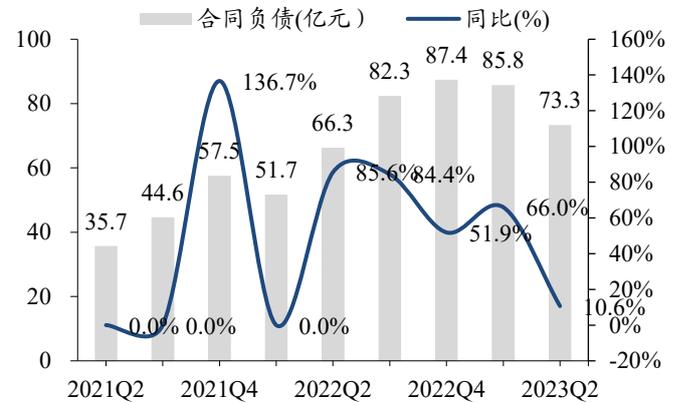
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 200.9 亿元, 同增 8.6% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 73.31 亿元, 同比+10.65%, 环比-14.52% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 214.61 亿元, 同比+99.66% (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 N 型一体化布局持续深化, 我们维持公司盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 74/96/120 亿元, 同增 151%/30%/25%, 基于公司 TOPCon 龙头地位, 我们给予公司 2023 年 25 倍 PE, 对应目标价 18.4 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧。

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	88,345	116,039	155,693	营业总收入	82,676	107,350	130,545	167,143
货币资金及交易性金融资产	20,105	28,072	43,976	64,260	营业成本(含金融类)	74,037	91,858	112,398	144,687
经营性应收款项	27,192	29,112	34,300	43,528	税金及附加	218	247	261	334
存货	17,450	27,896	33,873	43,208	销售费用	2,166	2,576	2,908	3,578
合同资产	418	455	607	743	管理费用	1,914	2,362	2,741	3,426
其他流动资产	2,081	2,810	3,283	3,954	研发费用	1,199	1,613	1,828	2,256
非流动资产	38,393	38,144	37,817	37,697	财务费用	(234)	39	(12)	(422)
长期股权投资	1,145	1,712	2,411	3,044	加:其他收益	1,089	1,396	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)	376	326	242
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)	(1,108)	(539)	(629)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(395)	(483)	(587)	(836)
长期待摊费用	650	150	200	250	营业利润	3,156	8,774	11,398	14,314
其他非流动资产	2,330	2,350	2,370	2,390	营业外净收支	(29)	5	45	22
资产总计	105,639	126,489	153,856	193,389	利润总额	3,127	8,779	11,443	14,336
流动负债	61,789	74,304	91,499	118,350	减:所得税	191	1,405	1,831	2,294
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	7,375	9,612	12,042
经营性应付款项	35,742	49,259	62,910	82,918	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	8,740	12,945	16,860	23,150	归属母公司净利润	2,936	7,375	9,612	12,043
其他流动负债	5,740	7,665	7,294	8,347	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.74	0.96	1.20
非流动负债	17,161	17,371	17,481	17,591	EBIT	3,537	8,693	10,409	12,861
长期借款	3,179	3,189	3,199	3,209	EBITDA	6,634	12,137	13,686	16,429
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.45	14.43	13.90	13.44
租赁负债	531	731	831	931	归母净利率(%)	3.55	6.87	7.36	7.20
其他非流动负债	13,451	13,451	13,451	13,451	收入增长率(%)	103.79	29.84	21.61	28.03
负债合计	78,949	91,675	108,980	135,941	归母净利润增长率(%)	157.24	151.16	30.34	25.29
归属母公司股东权益	26,690	34,815	44,877	57,449					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	26,690	34,815	44,876	57,449					
负债和股东权益	105,639	126,489	153,856	193,389					

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	18,710	19,214	24,952	每股净资产(元)	2.67	3.48	4.49	5.74
投资活动现金流	(14,844)	(3,367)	(3,255)	(4,118)	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	17.15	18.12	18.18
现金净增加额	1,153	8,067	15,844	20,224	ROE-摊薄(%)	11.00	21.18	21.42	20.96
折旧和摊销	3,097	3,444	3,276	3,568	资产负债率(%)	74.73	72.48	70.83	70.29
资本开支	(14,235)	(2,695)	(2,013)	(2,657)	P/E(现价&最新股本摊薄)	40.32	16.05	12.32	9.83
营运资本变动	(3,028)	5,069	6,249	7,599	P/B(现价)	4.44	3.40	2.64	2.06

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>