

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

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

TOPCON 量利齐升，N 型时代持续领跑

2023 年 8 月 15 日

事件:

公司发布 2023 年半年报, 2023H1 公司实现营业收入 536.24 亿元, 同比增长 60.52%; 实现归母净利润 38.43 亿元, 同比增长 324.58%, 实现扣非后归母净利润为 35.36 亿元, 同比增长 340.34%。2023Q2 公司实现营业收入 304.72 亿元, 同比增长 62.72%, 环比增长 31.61%; 实现归母净利润 21.85 亿元, 同比增长 333.52%, 环比增长 31.79%; 实现扣非后归母净利润为 23.15 亿元, 同比增长 360.52%, 环比增长 89.60%。

公司发布公告, 拟定增募资不超过 97 亿元, 主要用于山西晶科一体化大基地年产 28GW 硅片、电池片、组件垂直一体化项目。

点评:

- **公司 N 型产品性能卓越, 2023H1 实现量利齐升。**公司目前已投产 N 型 TOPCon 电池产能约 55GW, 量产效率达到 25.5%, 良率与 PERC 电池基本持平, 182mm72 版型 TOPCon 组件产品功率已达 575-580W。公司上半年业绩增长主要源自于公司 N 型 TOPCon 电池凭借性价比优势在全球市场供不应求, 并享有一定溢价, 实现出货量的领先和利润快速增长。2023H1 公司组件出货量约 30.8GW, 其中 N 型组件约 16.4GW, 销售规模处于全球领先水平。公司预计 2023Q3 组件出货 19-21GW, 2023 年全年出货可达 70-75GW, 其中 N 型组件占比将达 60%。
- **全球化战略持续推进, 海外产能加速落地。**2023H1 公司组件产品海外销售占比超过 60%, 至 2023 年底公司预计将在东南亚拥有超过 12GW 的硅片、电池片、组件垂直一体化产能。同时公司还积极关注包括美国佛罗里达 1GW N 型组件在内的海外扩产机会。此外, 公司在国内、欧美、日韩等地工商业屋顶和户用市场的份额逐年递增, 渠道和客户粘性逐年增强。公司预计全年分销市场占比 35-40%。
- **产能规模持续扩大, 加快山西一体化基地建设。**公司 N 型产能持续提升, 公司预计至 2023 年末, 其硅片、电池片和组件产能将分别达到 85GW、90GW、110GW, 其中电池产能中 N 型占比预计将超过 75%。2023 年 5 月, 公司拟在山西综改区规划建设年产 56GW 垂直一体化大基地项目, 项目共分为四期, 建设周期约二年, 每期建设规模为拉棒、切片、电池片、组件各 14GW 一体化项目, 我们预计山西基地将在未来持续提升公司全球市占率, 保持公司行业龙头地位。
- **加速布局储能+BIPV 赛道, 打造业绩新增长极。**储能方面, 公司发布新一代液冷工商业储能解决方案, 产品亮相全球多场峰会, 中亚储能项目实现首次交付。此外, 公司积极投入产品创新, 在光伏建筑一体化 (BIPV) 领域不断开拓, 为医疗、教育、食品等各行业客户提供多种定制化方案, 兼顾了发电性能和美观设计, 助力国家级项目示范工程光伏并网发电。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 994.2、1064.5、1274.7 亿元, 同比增长 20.3%、7.1%、19.7%; 归母净利润分别是 79.5、100.5、119.1 亿元, 同比增长 170.8%、26.3%和 18.5%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 13.10、10.37、8.75 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	99,421	106,450	127,474
增长率 YoY %	20.5%	103.8%	20.3%	7.1%	19.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,141	2,936	7,951	10,046	11,906
增长率 YoY%	9.6%	157.2%	170.8%	26.3%	18.5%
毛利率%	13.4%	10.4%	15.8%	17.2%	16.9%
净资产收益率ROE%	8.4%	11.0%	23.3%	23.1%	21.8%
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.29	0.80	1.00	1.19
市盈率 P/E(倍)	91.29	35.49	13.10	10.37	8.75
市净率 P/B(倍)	7.69	3.90	3.06	2.40	1.91

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 15 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	78,626	84,125	110,511	
货币资金	18,409	19,985	25,690	21,734	33,237	
应收票据	3,944	4,356	5,034	5,611	7,136	
应收账款	7,193	16,594	19,289	22,069	27,464	
预付账款	2,006	3,629	4,186	4,410	5,296	
存货	13,250	17,450	18,460	24,136	29,604	
其他	2,877	5,233	5,968	6,165	7,773	
非流动资产	25,192	38,393	50,864	58,422	60,837	
长期股权投资	315	1,145	1,145	1,145	1,145	
固定资产	17,062	30,438	42,655	49,685	51,731	
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	129,490	142,548	171,348	
流动负债	46,804	61,789	69,595	73,310	91,058	
短期借款	11,690	10,131	8,383	8,383	8,383	
应付票据	11,989	20,624	24,029	24,967	33,881	
应付账款	10,933	15,118	19,767	21,880	28,141	
其他	12,192	15,915	17,416	18,079	20,652	
非流动负债	12,510	17,161	25,790	25,790	25,790	
长期借款	399	3,179	2,823	2,823	2,823	
其他	12,111	13,982	22,966	22,966	22,966	
负债合计	59,314	78,949	95,384	99,100	116,847	
少数股东权益	5	0	0	0	0	
归母股东权益	13,552	26,690	34,105	43,448	54,501	
负债和股东权益	72,871	105,639	129,490	142,548	171,348	

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	99,421	106,450	127,474	
同比(%)	20.5%	103.8%	20.3%	7.1%	19.7%	
归属母公司净利润	1,141	2,936	7,951	10,046	11,906	
同比(%)	9.6%	157.2%	170.8%	26.3%	18.5%	
毛利率(%)	13.4%	10.4%	15.8%	17.2%	16.9%	
ROE%	8.4%	11.0%	23.3%	23.1%	21.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.11	0.29	0.80	1.00	1.19	
P/E	91.29	35.49	13.10	10.37	8.75	
P/B	7.69	3.90	3.06	2.40	1.91	
EV/EBITDA	-0.89	21.37	6.86	6.51	5.03	

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	99,421	106,450	127,474	
营业成本	35,13	74,037	83,724	88,193	105,927	
营业税金及附加	119	218	249	266	319	
销售费用	891	2,166	2,486	2,555	2,932	
管理费用	1,133	1,914	2,386	2,448	2,804	
研发费用	716	1,199	1,392	1,384	1,593	
财务费用	1,062	-234	429	310	387	
减值损失合计	-621	-857	-1,400	-300	-300	
投资净收益	227	-51	379	315	278	
其他	279	689	1,433	267	225	
营业利润	1,397	3,156	9,168	11,576	13,714	
营业外收支	-37	-29	-29	-29	-29	
利润总额	1,360	3,127	9,139	11,547	13,685	
所得税	219	191	1,188	1,501	1,779	
净利润	1,141	2,936	7,951	10,046	11,906	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1,141	2,936	7,951	10,046	11,906	
EBITDA	4,518	6,634	14,684	16,065	18,503	
EPS(当年)	0.14	0.30	0.80	1.00	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	16,335	8,970	19,675	
净利润	1,141	2,936	7,951	10,046	11,906	
折旧摊销	1,854	3,097	3,529	3,941	4,085	
财务费用	1,249	-53	729	695	713	
投资损失	-238	34	-379	-315	-278	
营运资金变动	-1,547	-2,613	2,559	-5,960	2,645	
其它	768	682	1,946	562	604	
投资活动现金流	-9,131	-	-16,147	-11,427	-6,506	
资本支出	-9,145	-	-16,526	-11,742	-6,784	
长期投资	-465	-465	0	0	0	
其他	479	-144	379	315	278	
筹资活动现金流	5,684	11,685	5,516	-1,499	-1,666	
吸收投资	0	9,770	0	0	0	
借款	27,08	24,430	-2,104	0	0	
支付利息或股息	-388	-656	-1,365	-1,499	-1,666	
现金流净增加额	-252	1,153	5,704	-3,956	11,503	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，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。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，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，负责电力设备及储能行业研究。

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。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，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。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

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。

评级说明

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。	

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。