

晶澳科技 (002459.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

单位盈利维持高位， 下半年出货量望显著提速

业绩简评

8月30日公司披露2023年中报，上半年实现营收408亿元，同比+44%，实现归母净利润48.1亿元，同比+183%。其中Q2实现营收204亿元，同比+26%、环比-1%，实现归母净利22.3亿元，同比+134%、环比-14%，实现扣非归母净利26.7亿元，同比+187%、环比+7%。业绩靠近预告上限，略好于预期。

公司同时发布2023年股权激励计划草案，业绩考核目标为2023-2025年净利润不低于95/125/160亿元或营收不低于1000/1200/1500亿元。

经营分析

价格快速下跌影响出货节奏，单位盈利维持高位。上半年公司电池组件出货23.95GW(含自用4.97GW)，Q2组件出货12.3GW，环比+5%，二季度末产业链价格快速下跌、下游需求观望影响公司出货节奏，随硅料价格企稳，公司下半年出货有望快速提升，组件出货指引维持60-65GW，同比增幅超50%。上半年公司组件海外出货占比约55%、分销占比约34%，受益于海外渠道及成本管控优势，公司组件盈利持续维持高位。因价格快速波动，二季度公司计提存货减值2.55亿元，上半年公司汇兑收益6.02亿元、套保等衍生金融工具产生公允价值变动及投资损失4.75亿元，剔除以上因素影响，测算Q2组件经营端单位盈利环比略下降，主要因电池外采比例提高，后续TOPCon电池产能放量有望对一体化盈利形成支撑。

N型产品逐步放量，有望支撑一体化盈利高位。公司TOPCon进展位居行业前列，宁晋6GW、扬州10GW、曲靖10GW TOPCon电池产能已投产，扬州二期、石家庄、东台共30GW产能预计年底前投产，预计2023年末公司N型电池产能将超过57GW。考虑到TOPCon组件效率及功率优势，随后续TOPCon出货占比提升，公司有望在组件降价周期中凭借产品及技术优势维持较高的盈利能力。

垂直一体化推进稳固成本优势。公司新建项目按计划推进，预计2023年底公司组件产能达到95W，同时规划将硅片/电池片产能配比提升至90%，持续完善垂直一体化优势，提升成本竞争力。

盈利预测、估值与评级

根据我们最新的产业链价格预测，下调2023-2025年净利润至97(-8%)、126(-7%)、161(-5%)亿元，当前股价对应PE分别为10/8/6倍，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化，新技术进展不及预期，人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

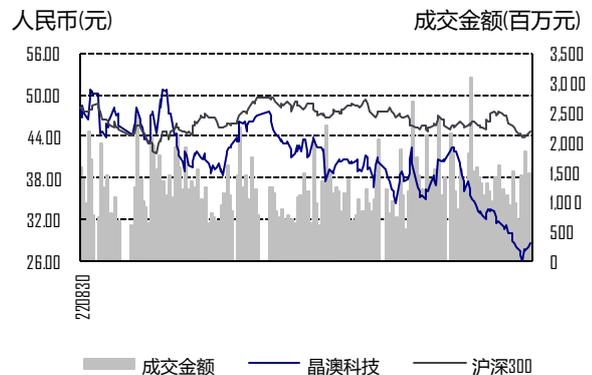
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：28.55元

相关报告：

- 《晶澳科技公司点评：单位盈利维持高位，龙头优势渐显》，2023.4.27
- 《晶澳科技公司点评：4Q22单位盈利超预期，渠道、成本、技术优...》，2023.3.23
- 《Q3盈利能力超预期，N型放量将持续提升盈利-晶澳科技22Q3...》，2022.10.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,302	72,989	95,619	116,660	146,771
营业收入增长率	59.80%	76.72%	31.00%	22.01%	25.81%
归母净利润(百万元)	2,039	5,533	9,721	12,598	16,090
归母净利润增长率	35.31%	171.40%	75.69%	29.60%	27.72%
摊薄每股收益(元)	1.275	2.348	2.935	3.804	4.858
每股经营性现金流净额	2.34	3.47	5.25	6.08	7.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.36%	20.12%	26.79%	26.45%	25.91%
P/E	72.73	25.59	9.73	7.51	5.88
P/B	8.99	5.15	2.61	1.99	1.52

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	25,847	41,302	72,989	95,619	116,660	146,771	货币资金	9,493	13,219	12,183	15,672	25,192	41,580	
增长率		59.8%	76.7%	31.0%	22.0%	25.8%	应收款项	4,320	6,793	9,895	11,788	14,382	18,094	
主营业务成本	-21,617	-35,260	-62,205	-78,993	-95,897	-120,652	存货	4,988	7,957	11,909	13,150	15,964	20,084	
%销售收入	83.6%	85.4%	85.2%	82.6%	82.2%	82.2%	其他流动资产	2,672	3,660	4,168	5,119	5,473	6,370	
毛利	4,229	6,042	10,785	16,626	20,764	26,119	流动资产	21,473	31,629	38,156	45,728	61,010	86,128	
%销售收入	16.4%	14.6%	14.8%	17.4%	17.8%	17.8%	%总资产	57.6%	55.5%	52.7%	52.1%	56.6%	64.0%	
营业税金及附加	-130	-140	-242	-430	-525	-660	长期投资	561	577	806	1,084	1,084	1,084	
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	13,232	18,411	24,053	31,047	34,916	35,910	
销售费用	-560	-736	-1,050	-1,377	-1,680	-2,114	%总资产	35.5%	32.3%	33.2%	35.3%	32.4%	26.7%	
%销售收入	2.2%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	1,336	1,635	1,732	2,811	3,632	4,411	
管理费用	-812	-1,126	-1,708	-2,199	-2,625	-3,229	非流动资产	15,825	25,338	34,193	42,103	46,729	48,443	
%销售收入	3.1%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	%总资产	42.4%	44.5%	47.3%	47.9%	43.4%	36.0%	
研发费用	-339	-574	-1,007	-1,320	-1,610	-2,025	资产总计	37,297	56,967	72,349	87,831	107,740	134,571	
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	短期借款	5,050	8,883	3,692	1,500	1,500	1,500	
息税前利润 (EBIT)	2,389	3,466	6,778	11,300	14,324	18,091	应付款项	11,747	18,908	24,175	29,343	35,620	44,808	
%销售收入	9.2%	8.4%	9.3%	11.8%	12.3%	12.3%	其他流动负债	1,768	4,859	7,130	8,231	9,997	12,482	
财务费用	-691	-813	529	336	209	482	流动负债	18,565	32,651	34,997	39,074	47,117	58,791	
%销售收入	2.7%	2.0%	-0.7%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	长期贷款	778	1,264	1,777	2,552	2,552	2,552	
资产减值损失	-169	-625	-1,144	-268	-57	-84	其他长期负债	3,115	6,335	5,411	6,960	7,188	7,564	
公允价值变动收益	25	24	-199	-300	0	0	负债	22,458	40,250	42,185	48,586	56,857	68,907	
投资收益	273	425	317	200	100	100	普通股股东权益	14,656	16,494	27,505	36,286	47,624	62,105	
%税前利润	15.1%	17.5%	5.0%	1.7%	0.7%	0.5%	其中：股本	1,595	1,599	2,356	3,310	3,310	3,310	
营业利润	1,918	2,600	6,468	11,668	14,975	18,989	未分配利润	3,916	5,581	10,816	19,564	30,903	45,383	
营业利润率	7.4%	6.3%	8.9%	12.2%	12.8%	12.9%	少数股东权益	184	223	2,659	2,959	3,259	3,559	
营业外收支	-104	-174	-150	-150	-150	-150	负债股东权益合计	37,297	56,967	72,349	87,831	107,740	134,571	
税前利润	1,814	2,426	6,317	11,518	14,825	18,839	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	7.0%	5.9%	8.7%	12.0%	12.7%	12.8%	每股指标							
所得税	-265	-338	-778	-1,497	-1,927	-2,449	每股收益	0.944	1.275	2.348	2.935	3.804	4.858	
所得税率	14.6%	13.9%	12.3%	13.0%	13.0%	13.0%	每股净资产	9.187	10.313	11.673	10.957	14.381	18.753	
净利润	1,548	2,088	5,540	10,021	12,898	16,390	每股经营现金净流	1.420	2.345	3.474	5.254	6.082	7.804	
少数股东损益	42	50	7	300	300	300	每股股利	0.000	0.200	0.240	0.294	0.381	0.486	
归属于母公司的净利润	1,507	2,039	5,533	9,721	12,598	16,090	回报率							
净利率	5.8%	4.9%	7.6%	10.2%	10.8%	11.0%	净资产收益率	10.28%	12.36%	20.12%	26.79%	26.45%	25.91%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.04%	3.58%	7.65%	11.07%	11.69%	11.96%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	9.80%	10.94%	16.49%	22.45%	22.48%	22.42%	
净利润	1,548	2,088	5,540	10,021	12,898	16,390	增长率							
少数股东损益	42	50	7	300	300	300	主营业务收入增长率	22.17%	59.80%	76.72%	31.00%	22.01%	25.81%	
非现金支出	2,022	3,198	4,203	3,862	4,831	5,770	EBIT增长率	8.19%	45.12%	95.54%	66.71%	26.76%	26.30%	
非经营收益	506	357	-73	658	364	359	净利润增长率	20.34%	35.31%	171.40%	75.69%	29.60%	27.72%	
营运资金变动	-1,812	-1,893	-1,484	2,852	2,039	3,312	总资产增长率	30.74%	52.74%	27.00%	21.40%	22.67%	24.90%	
经营活动现金净流	2,265	3,750	8,186	17,393	20,132	25,831	资产管理能力							
资本开支	-3,100	-5,336	-7,660	-12,173	-9,150	-7,650	应收账款周转天数	52.3	40.4	35.0	37.0	37.0	37.0	
投资	378	-256	-51	-578	0	0	存货周转天数	65.6	67.0	58.3	62.0	62.0	62.0	
其他	227	1,582	495	200	100	100	应付账款周转天数	65.1	54.3	31.5	35.0	35.0	35.0	
投资活动现金净流	-2,495	-4,010	-7,215	-12,551	-9,050	-7,550	固定资产周转天数	164.3	125.7	107.3	107.4	99.2	80.6	
股权募资	5,240	66	7,911	31	0	0	偿债能力							
债权募资	-2,804	4,054	-5,046	-60	0	0	净负债/股东权益	-25.14%	-18.89%	-22.26%	-29.61%	-41.55%	-57.15%	
其他	-1,273	-1,950	-4,340	-1,223	-1,474	-1,818	EBIT利息保障倍数	3.5	4.3	-12.8	-33.6	-68.7	-37.5	
筹资活动现金净流	1,163	2,171	-1,476	-1,252	-1,474	-1,818	资产负债率	60.21%	70.65%	58.31%	55.32%	52.77%	51.20%	
现金净流量	869	1,800	-410	3,590	9,608	16,463								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-15	买入	73.40	105.00~105.00
2	2022-08-26	买入	65.03	105.00
3	2022-10-28	买入	66.47	N/A
4	2023-03-23	买入	54.48	N/A
5	2023-04-27	买入	39.87	N/A

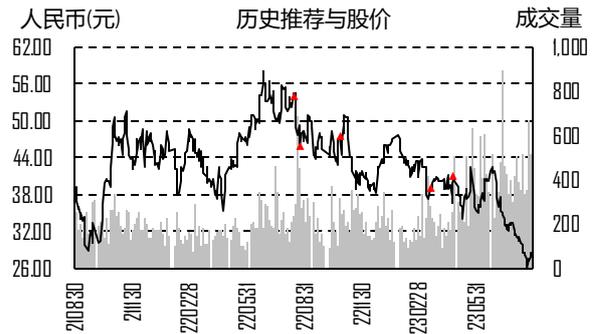
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806