

# 晶澳科技 (002459)

## 2023 年中报点评: Q2 单瓦盈利稍有下降, 股权激励彰显信心!

买入 (维持)

2023 年 08 月 31 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

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyan@dwzq.com.cn

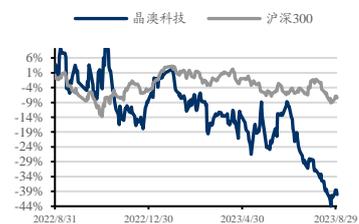
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	72,989	100,471	124,224	160,227
同比	77%	38%	24%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	5,533	10,036	12,861	16,089
同比	171%	81%	28%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.67	3.03	3.88	4.86
P/E (现价&最新股本摊薄)	16.66	9.18	7.17	5.73

关键词: #业绩符合预期 #股权激励

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年中报, 2023H1 实现营收 408.4 亿元, 同增 43.5%; 归母净利润 48.1 亿元, 同增 182.7%; 扣非归母净利润 51.6 亿元, 同增 216.1%。其中 2023Q2 营收 203.6 亿元, 同环比+26.1%/-0.6%; 归母净利润 22.3 亿元, 同环比+134.3%/-13.6%; 扣非归母净利润 26.7 亿, 同环比+187.1%/+7.4%; 业绩达到预告上限。
- **2023Q2 单瓦盈利略微下降, 下半年出货高增。** 2023H1 公司电池组件业务实现营收 392 亿元, 同增 43%, 毛利率 19.2%, 同比提升 6.6pct, 2023H1 出货量 23.95GW (含自用 497MW), 其中组件海外出货占比约 55%, 分销占比约 34%。2023Q2 出货约 12.4GW, 同增 41%, 环增 7.5%, 测算 2023Q2 单瓦利润 0.17 元, 环比下降 2 分, 主要原因: 1) 2023Q2 锁汇产生公允价值变动损失 2.3 亿元、价格下跌产生资产减值 2.55 亿元, 测算扣非单瓦净利 0.2 元; 2) 硅片电池新增产能少, 2023Q2 电池外采比例环比上升, 组件盈利稀释。公司预计 2023Q3 出货 17GW+, 订单已覆盖 80%+, 2023Q4 出货 20GW+, 订单已覆盖 50%+, 预计全年出货 60-65GW, 同增 50%+, 下半年有望放量高增!
- **发布股权激励彰显信心, 加速越南扩产落实美国出货。** 公司面向高管及技术人员拟定股权激励计划, 2023-2025 年业绩考核目标分别为净利润不低于 95/125/160 亿元或营收不低于 1000/1200/1500 亿元。另外, 公司当前已建立东南亚 4GW 一体化产能 (2023 年出货 3.5-4GW), 并计划投资 27 亿元建设越南 5GW 的 TOPCon 电池产能, 投资 6000 万美元建设美国 2GW 组件产能, 建成后面向美国市场将形成 4GW 硅片+9GW 电池+6GW 组件产能, 利于对冲贸易风险, 享受美国高溢价高盈利。
- **新增产能逐步释放, 加速布局 N 型产能。** 2023 年底公司组件产能将达 95GW, 硅片和电池产能约为组件的 90%, 提升自供率以进一步降本。2023 年末公司 N 型电池产能将超过 57GW: 其中宁晋 6GW 已于 2023 年 5 月投产, 扬州一期 10GW+曲靖 10GW 计划 2023 年 7 月投产; 扬州二期 10GW+石家庄 10GW+东台 10GW 预计 2023Q3 末 Q4 初投产; N 型产能加速投放, 预计 2023 年出货约 20GW, 新技术占比 30%, 支撑组件盈利。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司在手订单充足、股权激励机制完善, 我们维持对公司的盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 100.4/128.6/160.9 亿元, 同增 81%/28%/25%, 基于公司光伏组件龙头地位, 给予公司 2023 年 15 倍 PE, 对应目标价 45.5 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格变动, 政策不及预期, 行业竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	27.83
一年最低/最高价	25.97/73.00
市净率(倍)	2.83
流通 A 股市值(百万元)	91,949.89
总市值(百万元)	92,165.17

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.83
资产负债率(% ,LF)	59.14
总股本(百万股)	3,311.72
流通 A 股(百万股)	3,303.98

### 相关研究

《晶澳科技(002459): 2023 年中报业绩预告点评: 23Q2 出货保守, 23H2 有望明显提升》

2023-07-12

《晶澳科技(002459): 2023 年一季报点评: 美国高溢价进一步体现, 盈利能力持续超预期!》

2023-04-27

## 图表目录

图 1:	2023H1 营业收入 408.43 亿元, 同比+43.47% (亿元, %)	3
图 2:	2023H1 归母净利润 48.13 亿元, 同比+182.74% (亿元, %)	3
图 3:	2023Q2 营业收入 203.62 亿元, 同比+26.10%, 环比-0.58% (亿元, %)	4
图 4:	2023Q2 归母净利润 22.31 亿元, 同比+134.31%, 环比-13.58% (亿元, %)	4
图 5:	2023H1 毛利率、归母净利率分别为 19.35%、11.79% (%)	4
图 6:	2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 19.59%、10.96% (%)	4
图 7:	2023H1 期间费用 17.05 亿元, 同比+9.75% (亿元, %)	5
图 8:	2023Q2 期间费用 5.91 亿元, 同比-12.30%, 环比-46.93% (亿元, %)	5
图 9:	2023H1 期间费用率 4.17%, 同比-1.28pct (%)	6
图 10:	2023Q2 期间费用率 2.90%, 同比-1.27pct, 环比-2.54pct (%)	6
图 11:	2023Q2 经营活动现金净流入 29.35 亿元, 同比+22.02%, 环比+54.75% (亿元, %)	6
图 12:	2023Q2 期末合同负债 45.61 亿元, 同比-12.91%, 环比+0.25% (亿元, %)	6
图 13:	2023Q2 期末存货 141.42 亿元, 同比-6.21%, 环比+20.69% (亿元, %)	7
图 14:	2023Q2 期末应收账款 103.79 亿元, 同比+47.32%, 环比+11.46% (亿元, %)	7
表 1:	2023H1 收入 408.43 亿元, 同比增长 43.47%; 归母净利润 48.13 亿元, 同比增长 182.74% (单位: 亿元)	3

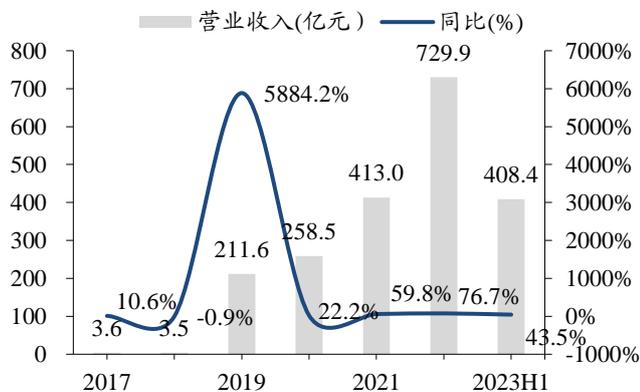
**事件:** 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 实现营业收入 408.43 亿元, 同比增长 43.47%; 实现利润总额 57.72 亿元, 同比增长 183.85%; 实现归属母公司净利润 48.13 亿元, 同比增长 182.74%; 实现扣非归母净利润 51.63 亿元, 同比增长 216.12%。2023H1 毛利率为 19.35%, 同比上升 6.14pct, 2023H1 归母净利率为 11.79%, 同比上升 5.81pct; 2023H1 扣非归母净利率 12.64%, 同比上升 6.90pct。2023Q2 实现营业收入 203.62 亿元, 同比增长 26.10%, 环比下降 0.58%; 实现利润总额 26.56 亿元, 同比增长 135.80%, 环比下降 14.78%; 实现归属母公司净利润 22.31 亿元, 同比增长 134.31%, 环比下降 13.58%; 实现扣非归母净利润 26.73 亿元, 同比增长 187.11%, 环比增长 7.37%。2023Q2 毛利率为 19.59%, 同比上升 7.58pct, 环比增长 0.48pct; 2023Q2 归母净利率为 10.96%, 同比上升 5.06pct, 环比下降 1.65pct; 2023Q2 扣非归母净利率 13.13%, 同比上升 7.36pct, 环比上升 0.97pct。

**表1: 2023H1 收入 408.43 亿元, 同比增长 43.47%; 归母净利润 48.13 亿元, 同比增长 182.74% (单位: 亿元)**

晶澳科技	2023H1	2022H1	同比	2023Q2	2022Q2	同比	2023Q1	环比
营业收入	408.43	284.69	43.47%	203.62	161.48	26.10%	204.80	-0.58%
营业成本	329.39	247.08	33.32%	163.73	142.09	15.23%	165.67	-1.17%
毛利率	19.4%	13.2%	+6.14pct	19.6%	12.0%	+7.58pct	19.1%	+0.48pct
营业利润	58.39	21.19	175.56%	27.20	11.83	129.82%	31.19	-12.81%
利润总额	57.72	20.33	183.85%	26.56	11.26	135.80%	31.16	-14.78%
归属母公司净利润	48.13	17.02	182.74%	22.31	9.52	134.31%	25.82	-13.58%
扣非归母净利润	51.63	16.33	216.12%	26.73	9.31	187.11%	24.90	7.37%
归母净利率	11.8%	6.0%	+5.81pct	11.0%	5.9%	+5.06pct	12.6%	-1.65pct
扣非归母净利率	12.6%	5.7%	+6.90pct	13.1%	5.8%	+7.36pct	12.2%	+0.97pct

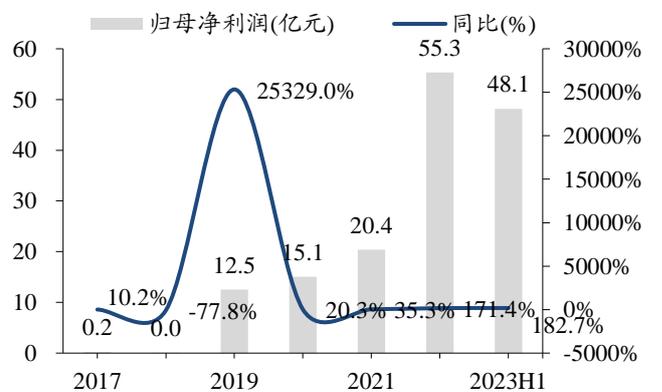
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2023H1 营业收入 408.43 亿元, 同比+43.47% (亿元, %)**



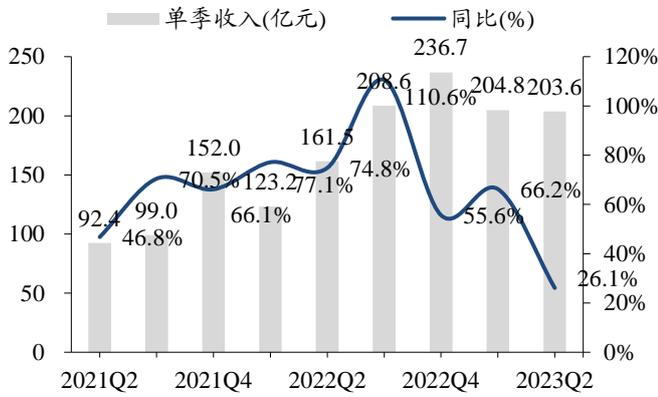
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2023H1 归母净利润 48.13 亿元, 同比+182.74% (亿元, %)**



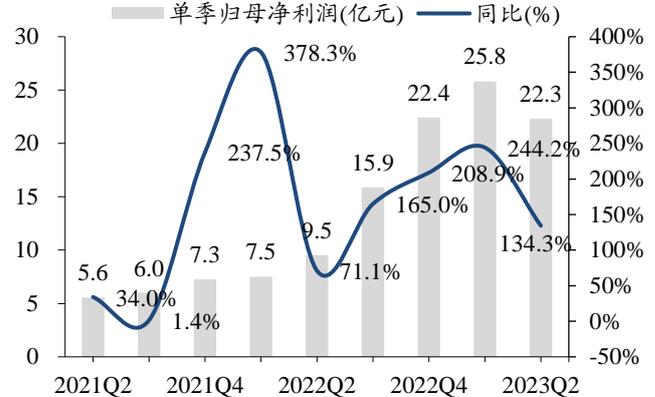
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023Q2 营业收入 203.62 亿元, 同比+26.10%, 环比-0.58% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023Q2 归母净利润 22.31 亿元, 同比+134.31%, 环比-13.58% (亿元, %)



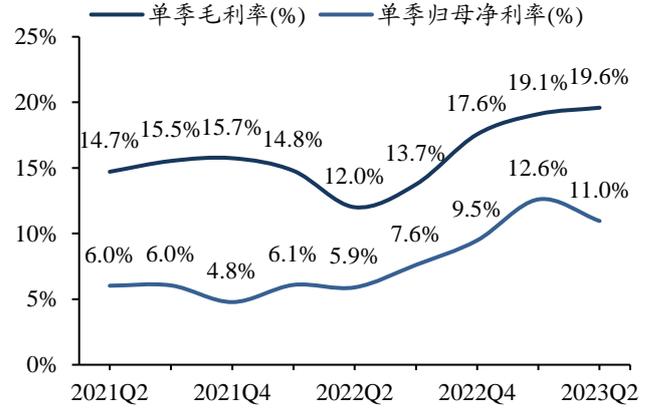
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023H1 毛利率、归母净利率分别为 19.35%、11.79% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2023Q2 毛利率、归母净利率分别为 19.59%、10.96% (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**2023Q2 单瓦盈利略微下降, 下半年出货高增。**2023H1 公司电池组件业务实现营收 392 亿元, 同增 43%, 毛利率 19.2%, 同比提升 6.6pct, 2023H1 出货量 23.95GW (含自用 497MW), 其中组件海外出货占比约 55%, 分销占比约 34%。2023Q2 出货约 12.4GW, 同增 41%, 环增 7.5%, 测算 2023Q2 单瓦利润 0.17 元, 环比下降 2 分, 主要原因: 1) 2023Q2 锁汇产生公允价值变动损失 2.3 亿元、价格下跌产生资产减值 2.55 亿元, 测算扣非单瓦净利 0.2 元; 2) 硅片电池新增产能少, 2023Q2 电池外采比例环比上升, 组件盈利稀释。公司预计 2023Q3 出货 17GW+, 签单已覆盖 80%+, 2023Q4 出货 20GW+, 签单已覆盖 50%+, 预计全年出货 60-65GW, 同增 50%+, 下半年有望放量高增!

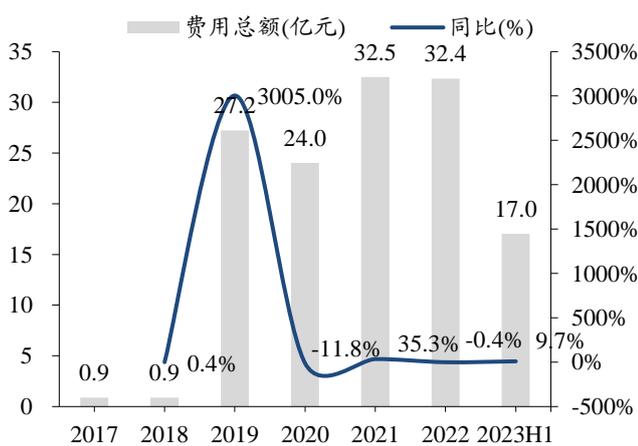
**发布股权激励彰显信心, 加速越南扩产落实美国出货。**公司面向高管及技术人员拟

定股权激励计划，2023-2025 年业绩考核目标分别为净利润不低于 95/125/160 亿元或营收不低于 1000/1200/1500 亿元。另外，公司当前已建立东南亚 4GW 一体化产能（2023 年出货 3.5-4GW），并计划投资 27 亿元建设越南 5GW 的 TOPCon 电池产能，投资 6000 万美元建设美国 2GW 组件产能，建成后面向美国市场将形成 4GW 硅片+9GW 电池+6GW 组件产能，利于对冲贸易风险，享受美国高溢价高盈利。

**新增产能逐步释放，加速布局 N 型产能。**2023 年底公司组件产能将达 95GW，硅片和电池产能约为组件的 90%，提升自供率以进一步降本。2023 年末公司 N 型电池产能将超过 57GW：其中宁晋 6GW 已于 2023 年 5 月投产，扬州一期 10GW+曲靖 10GW 计划 2023 年 7 月投产；扬州二期 10GW+石家庄 10GW+东台 10GW 预计 2023Q3 末 Q4 初投产；N 型产能加速投放，预计 2023 年出货约 20GW，新技术占比 30%，支撑组件盈利。

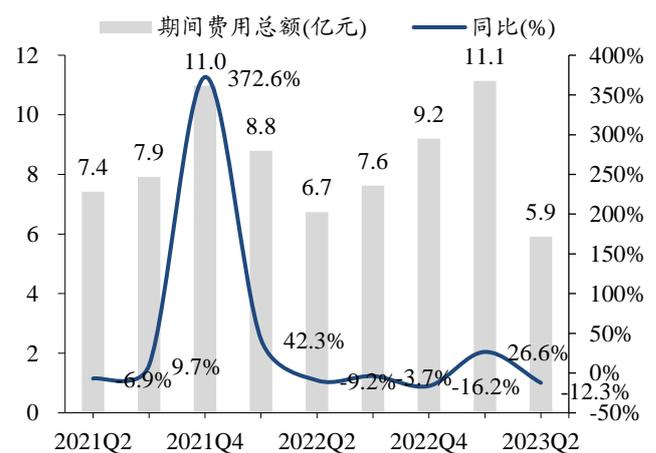
**费用管理能力提升，Q2 期间费用率下降。**公司 2023H1 期间费用合计 17.05 亿元，同比增长 9.75%；期间费用率为 4.17%，同比下降 1.28pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 26.26%、上升 74.51%、上升 48.40%、下降 789.26%至 6.1 亿元、10.68 亿元、5.65 亿元、-5.38 亿元；费用率分别下降 0.2、上升 0.46、上升 0.05、下降 1.59 个百分点至 1.49%、2.61%、1.38%、-1.32%。公司 2023Q2 期间费用合计 5.91 亿元，同比下降 12.30%，环比下降 46.93%；期间费用率为 2.90%，同比下降 1.27pct，环比下降 2.54pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 32.85%、上升 67.58%、上升 32.17%、下降 346.48%至 3.34 亿元、5.7 亿元、2.87 亿元、-5.99 亿元；费用率分别同比上升 0.08、上升 0.69、上升 0.06、下降 2.11 个百分点至 1.64%、2.80%、1.41%、-2.94%。

图7：2023H1 期间费用 17.05 亿元，同比+9.75%（亿元，%）



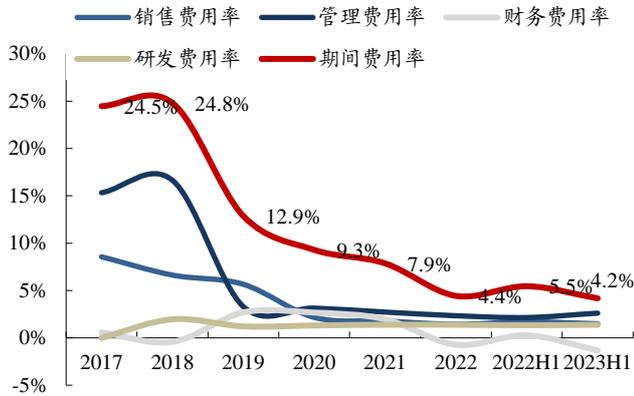
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q2 期间费用 5.91 亿元，同比-12.30%，环比-46.93%（亿元，%）



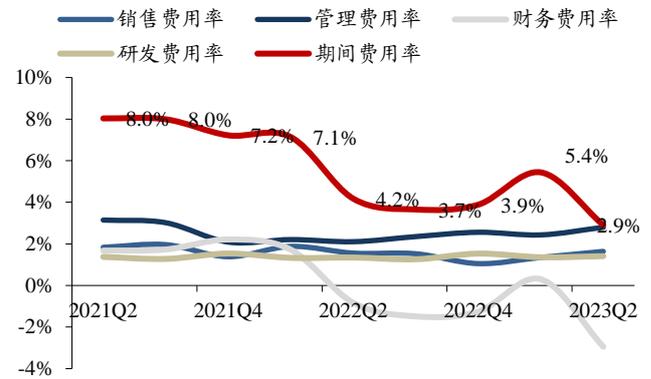
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 2023H1 期间费用率 4.17%，同比-1.28pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

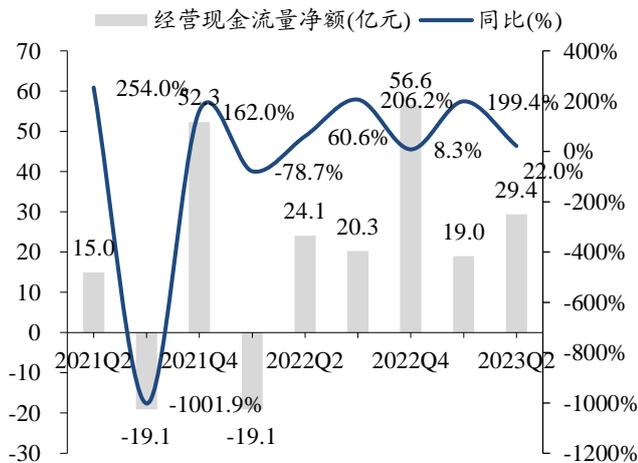
图10: 2023Q2 期间费用率 2.90%，同比-1.27pct，环比-2.54pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

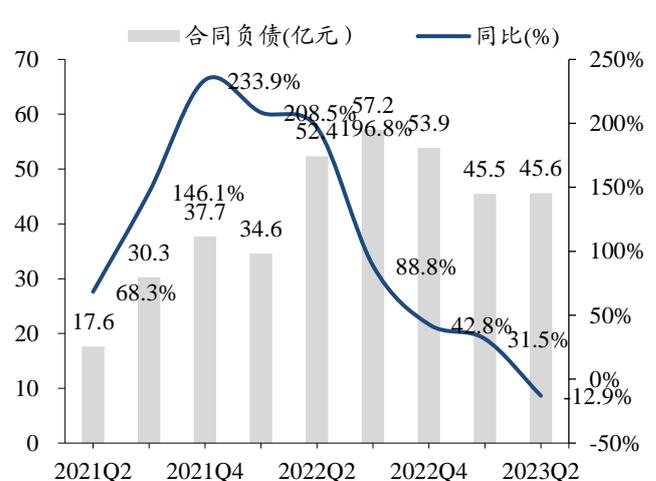
**现金流保持稳定，订单推动应收账款增加。**2023H1 经营活动现金流量净流入 48.32 亿元，同比增长 871.26%。销售商品取得现金 338.86 亿元，同比增长 36.16%。期末合同负债 45.61 亿元，同比下降 12.91%。期末应收账款 103.79 亿元，同比增长 47.32%。应收账款周转天数同比上升 1.18 天至 41.26 天。期末存货 141.42 亿元，同比下降 6.21%。存货周转天数同比下降 12.86 天至 71.59 天。2023Q2 经营活动现金流量净流入 29.35 亿元，同比增长 22.02%，环比增长 54.75%。销售商品取得现金 176.43 亿元，同比增长 19.15%，环比增长 8.62%。

图11: 2023Q2 经营活动现金净流入 29.35 亿元，同比+22.02%，环比+54.75% (亿元，%)



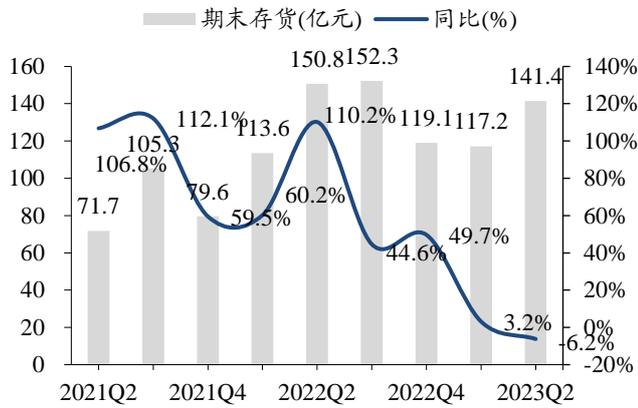
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 2023Q2 期末合同负债 45.61 亿元，同比-12.91%，环比+0.25% (亿元，%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023Q2 期末存货 141.42 亿元, 同比-6.21%, 环比+20.69% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 2023Q2 期末应收账款 103.79 亿元, 同比+47.32%, 环比+11.46% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于公司在手订单充足、股权激励机制完善, 我们维持对公司的盈利预测, 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 100.4/128.6/160.9 亿元, 同增 81%/28%/25%, 基于公司光伏组件龙头地位, 给予公司 2023 年 15 倍 PE, 对应目标价 45.5 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 原材料价格变动, 政策不及预期, 行业竞争加剧。

## 晶澳科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>38,156</b>	<b>79,514</b>	<b>100,255</b>	<b>138,157</b>	<b>营业总收入</b>	<b>72,989</b>	<b>100,471</b>	<b>124,224</b>	<b>160,227</b>
货币资金及交易性金融资产	12,183	29,243	48,889	77,245	营业成本(含金融类)	62,205	83,500	101,907	132,461
经营性应收款项	11,786	24,278	24,408	29,778	税金及附加	242	301	360	449
存货	11,909	20,589	20,940	23,589	销售费用	1,050	1,407	1,714	2,179
合同资产	90	703	621	641	管理费用	1,708	2,311	2,733	3,205
其他流动资产	2,188	4,700	5,397	6,904	研发费用	1,007	1,356	1,615	1,923
<b>非流动资产</b>	<b>34,193</b>	<b>39,188</b>	<b>42,790</b>	<b>46,900</b>	财务费用	(529)	(422)	660	417
长期股权投资	774	914	1,096	1,257	加:其他收益	343	502	621	801
固定资产及使用权资产	22,776	26,649	30,018	33,290	投资净收益	317	623	621	609
在建工程	2,604	3,328	2,838	2,961	公允价值变动	(199)	25	20	20
无形资产	1,356	1,563	1,821	2,047	减值损失	(1,144)	(609)	(730)	(874)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(158)	(502)	(311)	(481)
长期待摊费用	376	569	727	902	<b>营业利润</b>	<b>6,468</b>	<b>12,057</b>	<b>15,456</b>	<b>19,669</b>
其他非流动资产	6,307	6,166	6,291	6,444	营业外净收支	(150)	(197)	(355)	(778)
<b>资产总计</b>	<b>72,349</b>	<b>118,702</b>	<b>143,045</b>	<b>185,057</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,317</b>	<b>11,860</b>	<b>15,101</b>	<b>18,891</b>
<b>流动负债</b>	<b>34,997</b>	<b>69,124</b>	<b>80,329</b>	<b>105,905</b>	减:所得税	778	1,637	1,963	2,456
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,692	10,692	12,692	15,692	<b>净利润</b>	<b>5,540</b>	<b>10,223</b>	<b>13,138</b>	<b>16,436</b>
经营性应付款项	18,573	38,685	44,898	59,864	减:少数股东损益	7	187	277	346
合同负债	5,388	7,098	6,994	10,175	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,533</b>	<b>10,036</b>	<b>12,861</b>	<b>16,089</b>
其他流动负债	7,344	12,649	15,745	20,175	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.67	3.03	3.88	4.86
非流动负债	7,188	9,188	9,188	9,188	EBIT	6,825	11,596	15,895	20,011
长期借款	1,777	3,100	3,100	3,100	EBITDA	9,884	15,586	20,741	25,790
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.78	16.89	17.97	17.33
租赁负债	727	1,404	1,404	1,404	归母净利率(%)	7.58	9.99	10.35	10.04
其他非流动负债	4,684	4,684	4,684	4,684	收入增长率(%)	76.72	37.65	23.64	28.98
<b>负债合计</b>	<b>42,185</b>	<b>78,312</b>	<b>89,517</b>	<b>115,093</b>	归母净利润增长率(%)	171.40	81.39	28.15	25.10
归属母公司股东权益	27,505	37,544	50,406	66,495					
少数股东权益	2,659	2,846	3,122	3,468					
<b>所有者权益合计</b>	<b>30,164</b>	<b>40,390</b>	<b>53,528</b>	<b>69,964</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>72,349</b>	<b>118,702</b>	<b>143,045</b>	<b>185,057</b>					

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	8,186	18,200	27,658	37,705	每股净资产(元)	11.67	15.91	21.36	28.18
投资活动现金流	(7,215)	(9,669)	(9,222)	(11,410)	最新发行在外股份(百万股)	3,312	3,312	3,312	3,312
筹资活动现金流	(1,476)	8,529	1,210	2,060	ROIC(%)	18.71	21.74	21.90	21.64
现金净增加额	(410)	17,060	19,646	28,356	ROE-摊薄(%)	20.12	26.73	25.52	24.20
折旧和摊销	3,059	3,990	4,847	5,779	资产负债率(%)	58.31	65.97	62.58	62.19
资本开支	(7,660)	(10,100)	(9,378)	(11,530)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.66	9.18	7.17	5.73
营运资本变动	(1,484)	33	5,710	10,105	P/B(现价)	2.38	1.75	1.30	0.99

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>