

# 晶科能源 (688223.SH)

## 组件出货高速增长，盈利能力稳中有升

**增持**

### 核心观点

**营收利润大幅增长。**2022上半年公司实现营收334.1亿元(+112.4%)，归母净利润9.1亿元(+60.1%)，扣非归母净利润8.0亿元(+299.2%)。其中单二季度营收187.3亿元(同比+138.8%，环比增27.5%)，归母净利润5.0亿元(同比+55.5%，环比+25.6%)，扣非归母净利润5.03亿元(环比+67.3%)。

**组件出货高增，单瓦净利持续修复。**2022上半年公司实现组件出货18.21GW(同比+55%)，全球排名第一。其中22Q1实现组件出货8.0GW(同比+76.0%)，22Q2出货10.18GW(同比+154%)。22Q2单瓦归母净利接近0.05元/W，环比基本持平。22Q2单瓦扣非净利0.049元/W，环比提升0.012元/W。

**欧洲出货占比显著提高。**22H1公司国内收入占总销售收入比例为26%，比2021全年提升3.7pct。今年欧洲光伏市场需求大幅增加，公司在欧洲市场销售收入的占比从21年19%大幅提升至22H1的27%。北美业务占比持续下降，2021H1为29%，2021H2为9%，2022H1为8%，下半年开始有望回升。

**N型产线陆续建设，电池片产能缺口补齐。**公司是目前N型电池产能规模最大的企业，合肥8GW和海宁8GW的N型TOPCon电池产能于二季度末接近满产。目前仍有在建的电池产能共19GW。公司预计到年底硅片/电池/组件产能分别达到60/55/65GW，较年初分别提高85%/129%/44%。

**财务费用大幅下降。**22H1公司财务费用-624万元，其中22Q1为2.3亿元，22Q2为-2.3亿元，主要原因：1)二季度美元升值，带来汇兑收益3.9亿元；2)公司6月底货币资金比年初增加近100亿元，利息收入相应增加。

**风险提示：**光伏需求不达预期；市场竞争加剧；原材料成本下降不达预期；技术迭代风险；新产能投产不达预期；疫情与贸易摩擦风险。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“增持”评级。考虑到公司扩产提速，年底预期产能提升，N型产品的量产和市场导入进展顺利，我们上调公司盈利预期，预计2022-2024年归母净利润28.4/52.9/61.5亿元(原预测为27.6/48.5/58.5亿元)，同比增速149.0%/86.3%/16.2%，当前股价对应PE为56.1/30.1/25.9x。维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,660	40,570	72,415	92,249	101,725
(+/-%)	14.1%	20.5%	78.5%	27.4%	10.3%
净利润(百万元)	1042	1141	2842	5296	6153
(+/-%)	-24.6%	9.6%	149.0%	86.3%	16.2%
每股收益(元)	0.13	0.14	0.28	0.53	0.62
EBIT Margin	7.4%	6.3%	6.3%	7.9%	8.4%
净资产收益率(ROE)	8.3%	8.4%	11.1%	17.8%	17.7%
市盈率(PE)	122.4	111.7	56.1	30.1	25.9
EV/EBITDA	43.6	44.7	32.7	22.0	19.2
市净率(PB)	10.19	9.40	6.23	5.35	4.59

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电力设备·光伏设备

**证券分析师：王蔚祺**      **证券分析师：李恒源**  
 010-88005313                  021-60875174  
 wangweiqi2@guosen.com.cn    lihengyuan@guosen.com.cn  
 S0980520080003                  S0980520080009

**联系人：王昕宇**

021-60375422

wangxinyu6@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	15.93元
总市值/流通市值	159300/22302百万元
52周最高价/最低价	19.35/8.50元
近3个月日均成交额	789.66百万元

#### 市场走势

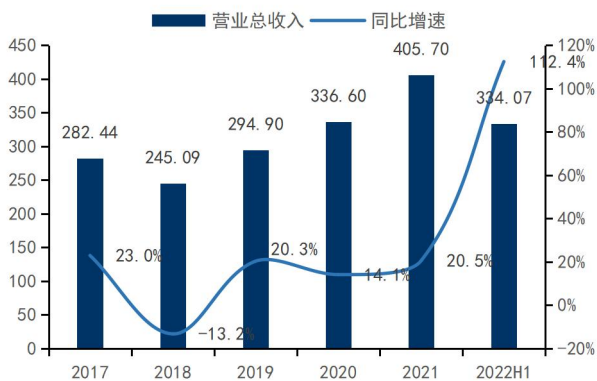


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《晶科能源(688223.SH)-产能扩张提速，盈利能力提升》——2022-04-30  
 《晶科能源(688223.SH)-全球领先的光伏组件商，N型量产加强竞争优势》——2022-03-07

**营收利润大幅提升。**2022 上半年公司实现营收 334.1 亿元 (+112.4%)，归母净利润 9.1 亿元 (+60.1%)，扣非归母净利润 8.0 亿元 (+299.2%)。其中单二季度营收 187.3 亿元(同比+138.8%，环比增 27.5%)，归母净利润 5.0 亿元(同比+55.5%，环比+25.6)，扣非归母净利润 5.03 亿元(环比+67.3%)。

**图1：晶科能源营业收入（亿元）及同比增速（右轴）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：晶科能源单季营业收入（亿元）及同比增速（右轴）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：晶科能源归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4：晶科能源单季归母净利润（亿元）及同比增速（右轴）**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**组件出货量显著增长。**2022 上半年公司实现组件出货 18.21GW，同比增长 55%。从季度出货同比增速来看，从 21Q2 开始增速持续提升，22Q1 实现组件出货 8.0GW，同比提高 76.0%，22Q2 出货 10.18GW，同比增长 154%，环比增长 27%。2022Q2 预计实现组件出货 9-10GW，预计同比增长 91%-113%。上半年出货中，分销出货占比约 50%，大尺寸产品出货占比超 80%。

图5: 晶科能源历年组件销售量 (GW)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

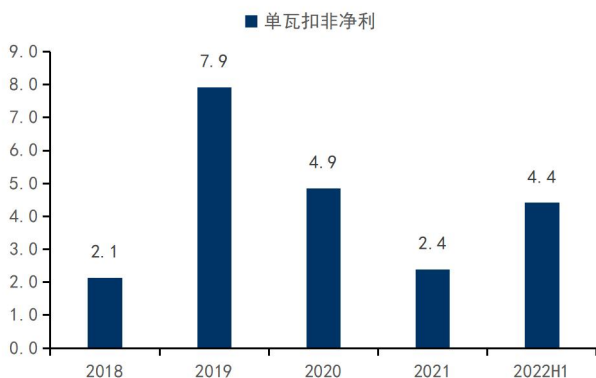
图6: 晶科能源季度组件销售量 (GW)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

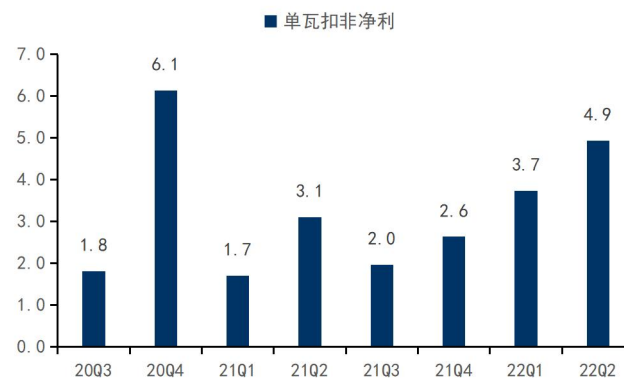
**盈利能力逐季回升。**2022 年上半年随着需求增长以及汇率和运费的积极变化，公司盈利能力显著回升，22H1 单瓦盈利在 0.044 元。从季度数据来看，22Q1 修复至 0.037 元，22Q2 进一步提升至 0.049 元。预计下半年，随着公司自身 N 型 TOPCon 电池达产放量，一方面减少电池片外采需求，另一方面 N 型 TOPCon 产品盈利性更高，预计公司下半年单瓦盈利能力会得到显著提升。

图7: 晶科能源单瓦扣非净利 (分人民币)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

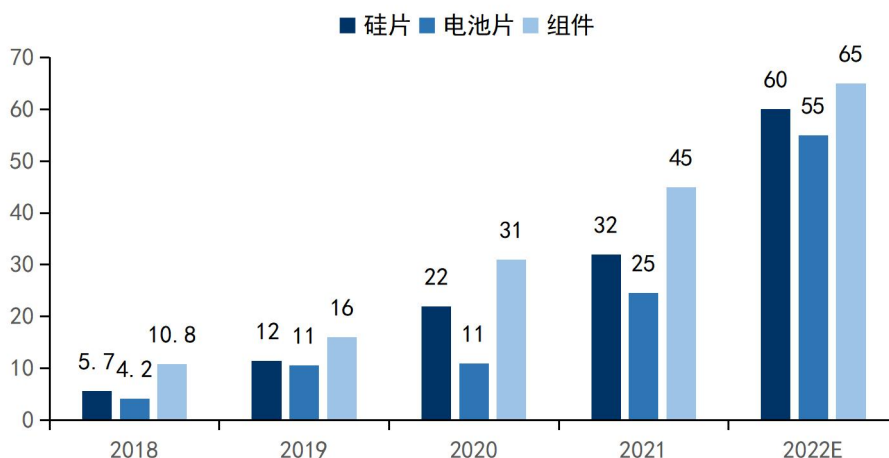
图8: 晶科能源季度单瓦扣非净利 (分人民币)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**N 型产线陆续建设，电池片产能缺口补齐。**上半年公司青海 20GW 的 N 型硅片产能、合肥 8GW 的 N 型 TOPCon 电池产能、海宁 8GW 的 N 型 TOPCon 电池产能投产，是目前 N 型电池产能规模最大的企业。目前仍有在建的电池产能共 19GW，其中合肥二期 8GW 预计年底投产，尖山二期 11GW 预计明年一季度投产。公司预计到年底硅片/电池/组件产能分别达到 60/55/65GW，较年初分别提高 85%/129%/44%，与公司一季报中的产能预计相比，分别提升了 5/0/5GW。目前公司 N 型 TOPCon 电池实验室最高转换效率 25.7%，量产平均转换效率超过 24.8%。

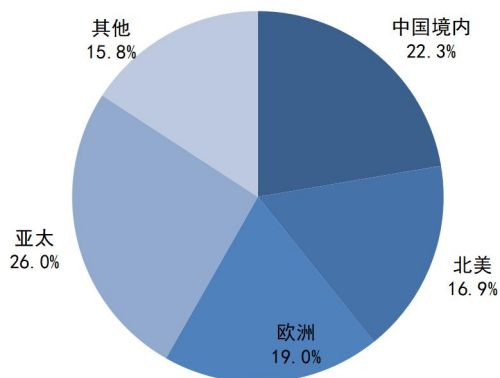
图9：晶科能源各环节年底产能（GW）



资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

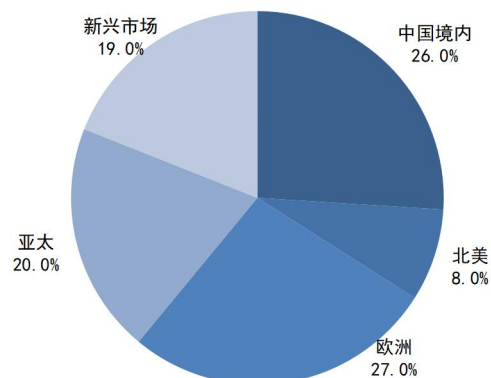
**中国和欧洲收入占比提升，北美占比下降。**公司以往海外业务占比相对较高，随着国内光伏进入全面平价时代，中国市场增速显著高于海外，公司国内业务的占比也相应提升，从21年全年的22.3%提升至22H1的26%。今年欧洲市场由于能源价格上涨和各类政策支持，光伏需求增长明显，公司欧洲市场销售收入占比从21年19%大幅提升至22H1的27%。北美业务占比从去年下半年开始降低，2021H1为29%，2021H2为9%，2022H1为8%，随着美国贸易政策日趋缓和明确，公司对美国出口组件占比有望提升。

图10：2021年主营业务收入区域结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

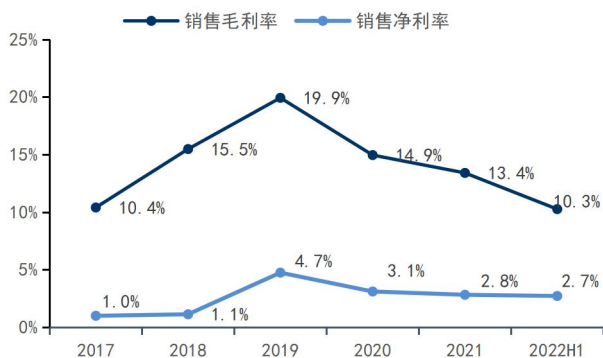
图11：2022上半年主营业务收入区域结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

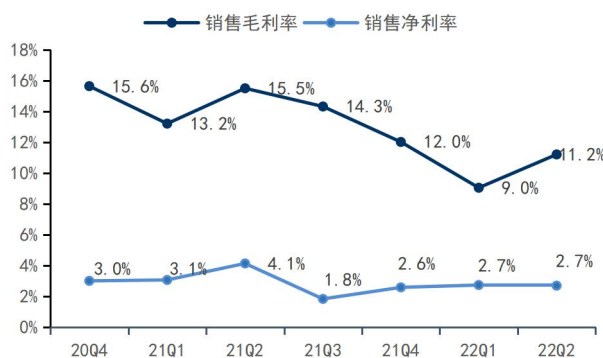
**销售毛利率有望显著改善。**2021H1，公司销售毛利率为10.3%，同比下降4.1pct。主要是上游硅料价格持续上升所致，一方面单位盈利能力收到上游挤压，另一方面原材料价格和产品价格同步上升，毛利率亦会呈现下降趋势。分季度来看，22Q1毛利率9.0%，22Q2毛利率11.2%，环比提升2.2pct。随着下半年新建产能陆续满产，以及N型TOPCon放量出货，以及未来硅料、组件价格下降公司毛利率有望持续改善。

图12: 晶科能源 2017-2022H1 毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 晶科能源 20Q4-22Q2 季度毛利率和净利率

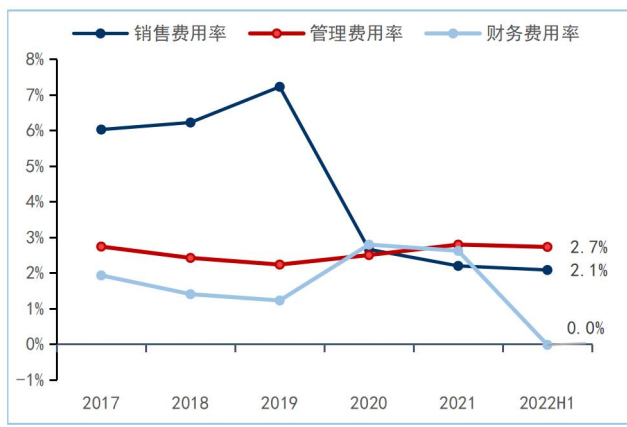


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

期间费用率方面, 上半年公司销售费用率和管理费用率分别为 2.1%和 2.7%, 与 21 年全年水平基本接近。22H1 公司财务费用-624 万元, 其中 22Q1 为 2.3 亿元, 22Q2 为-2.3 亿元, 主要两方面原因: 1) 二季度美元升值, 带来汇兑收益 3.9 亿元; 2) 公司回 A 上市后资产负债表货币资金大幅提升, 从 2021 年底的 184 亿, 提升至 2022 年 6 月底的 294 亿, 利息收入相应增加, 减少财务费用。

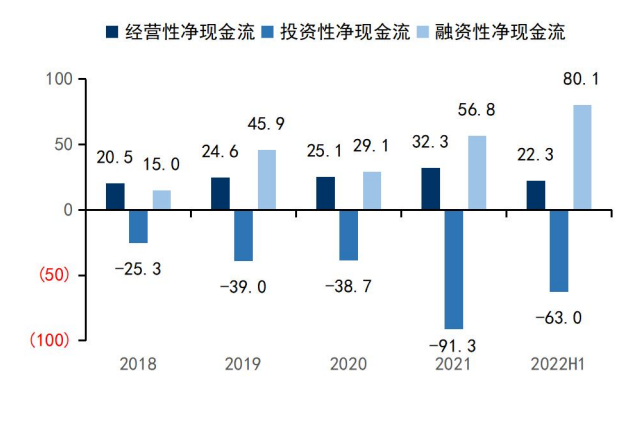
现金流方面, 2022H1 公司经营性净现金 22.3 亿元, 同比提升 487%; 投资性净现金流-63.0 亿元, 同比扩大 68%; 融资性净现金流 80.1 亿元, 同比提升 351%。经营性流入、融资性流入和投资性支出均明显加大, 显示公司处在快速扩张阶段。

图14: 晶科能源期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 晶科能源现金流情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

光伏行业高景气, 未来 4 年复合增速有望达到 25%以上。我们预计 2022-2025 年, 全球光伏新增装机有望达到 240/311/371/443GW, 同比增长 43%/30%/19%/19%, 叠加公司在 N 型 TOPCon 方面的领先优势, 有望取得高于行业的增长。预计 2022/2023/2024 年出货量为 38.6/55.9/68.9GW, 同比增速 73.7%/44.9%/21.1%。

**表1：晶科能源主营业务拆分**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
<b>组件业务</b>						
出货量 (GW)	14.2	18.8	22.2	38.6	55.9	68.9
增速	30.0%	32.1%	18.3%	73.7%	44.9%	23.3%
收入 (百万元)	28284	32525	37663	68862	88165	97356
增速	20.4%	15.0%	15.8%	82.8%	28.0%	10.4%
毛利 (百万元)	5655	4874	5047	9554	13656	15480
增速	55.3%	-13.8%	3.5%	89.3%	42.9%	13.4%
毛利率	20.0%	15.0%	13.4%	13.9%	15.5%	15.9%
单瓦毛利 (元)	0.40	0.26	0.23	0.25	0.24	0.22
<b>电池片业务</b>						
收入 (百万元)	219	213	537	500	480	480
增速	-13.4%	-2.9%	152.4%	-6.9%	-4.0%	0.0%
毛利 (百万元)	8	18	14	50	40	40
增速	-45.6%	131.5%	-19.5%	253.7%	-20.0%	0.0%
毛利率	3.5%	8.3%	2.6%	10.0%	8.3%	8.3%
<b>硅片业务</b>						
收入 (百万元)	792	452	1152	880	836	836
增速	55.3%	-42.9%	154.8%	-23.6%	-5.0%	0.0%
毛利 (百万元)	165	70	240	198	176	176
增速	101.2%	-57.4%	242.0%	-17.5%	-11.1%	0.0%
毛利率	20.8%	15.5%	20.8%	22.5%	21.1%	21.1%
<b>合计</b>						
主营业务收入 (百万元)	29294	33190	39352	70242	89481	98672
增速	20.8%	13.3%	18.6%	78.5%	27.4%	10.3%
毛利 (亿元)	5827	4962	5301	9802	13872	15696
增速	55.9%	-14.8%	6.8%	84.9%	41.5%	13.1%
毛利率	19.9%	14.9%	13.5%	14.0%	15.5%	15.9%

资料来源:公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

**投资建议：**上调盈利预测，维持“增持”评级。考虑到公司扩产提速，年底预期产能提升，N型产品的量产和市场导入进展顺利，我们上调公司盈利预期，预计2022-2024年归母净利润28.4/52.9/61.5亿元(原预测为27.6/48.5/58.5亿元)，同比增速149.0%/86.3%/16.2%，当前股价对应PE为56.1/30.1/25.9x。维持“增持”评级。

**表2：同类公司估值比较 (8月26日)**

代码	简称	收盘价	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
601012.SH	隆基绿能	53.06	1.89	2.47	3.08	28.1	21.5	17.2	7.6	4,023
688599.SH	天合光能	70.55	1.65	2.36	3.20	42.8	29.9	22.0	6.6	1,529
002459.SZ	晶澳科技	64.38	2.57	3.44	4.35	25.1	18.7	14.8	6.5	1,515
688223.SH	晶科能源	15.93	0.28	0.53	0.61	57.2	30.1	25.9	6.5	1,593

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测 (其中隆基绿能预期EPS数据来自Wind一致预期, 其他公司预期EPS为国信证券经济研究所预测)

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	16029	18409	20000	21000	22000	营业收入	33660	40570	72415	92249	101725
应收款项	6959	11803	19840	25274	27870	营业成本	28629	35135	62310	77947	85543
存货净额	8363	13250	16428	20410	22313	营业税金及附加	99	119	239	295	334
其他流动资产	2839	3994	3621	4612	5086	销售费用	895	891	1883	2398	2645
<b>流动资产合计</b>	<b>34503</b>	<b>47679</b>	<b>59918</b>	<b>71296</b>	<b>77269</b>	管理费用	841	1133	1929	2444	2691
固定资产	13193	19491	35841	38131	42331	研发费用	706	716	1497	1834	1985
无形资产及其他	796	1146	1100	1054	1008	财务费用	940	1062	685	898	1086
投资性房地产	2033	4240	4240	4240	4240	投资收益	(30)	227	(27)	0	0
长期股权投资	9	315	515	615	615	资产减值及公允价值变动	(129)	(551)	(500)	(200)	(200)
<b>资产总计</b>	<b>50535</b>	<b>72871</b>	<b>101613</b>	<b>115336</b>	<b>125463</b>	其他收入	(984)	(508)	(1497)	(1834)	(1985)
短期借款及交易性金融负债	8102	13391	19995	25781	33161	营业利润	1112	1397	3346	6233	7241
应付款项	16183	22922	32855	36738	35701	营业外净收支	69	(37)	(40)	0	0
其他流动负债	5263	10491	10196	9912	8673	<b>利润总额</b>	<b>1182</b>	<b>1360</b>	<b>3306</b>	<b>6233</b>	<b>7241</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>29548</b>	<b>46804</b>	<b>63047</b>	<b>72431</b>	<b>77535</b>	所得税费用	139	219	463	935	1086
长期借款及应付债券	396	399	899	999	1099	少数股东损益	1	(0)	1	2	2
其他长期负债	8076	12111	12111	12111	12111	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1042</b>	<b>1141</b>	<b>2842</b>	<b>5296</b>	<b>6153</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>8473</b>	<b>12510</b>	<b>13010</b>	<b>13110</b>	<b>13210</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>38021</b>	<b>59314</b>	<b>76057</b>	<b>85541</b>	<b>90745</b>	净利润	1042	1141	2842	5296	6153
少数股东权益	5	5	6	8	9	资产减值准备	(76)	181	403	94	105
股东权益	12509	13552	25551	29787	34709	折旧摊销	1307	1606	2634	3791	4481
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50535</b>	<b>72871</b>	<b>101613</b>	<b>115336</b>	<b>125463</b>	公允价值变动损失	129	551	500	200	200
						财务费用	940	1062	685	898	1086
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	1820	3089	(800)	(6715)	(7144)
每股收益	0.13	0.14	0.28	0.53	0.62	其它	76	(181)	(402)	(93)	(103)
每股红利	0.04	0.05	0.06	0.11	0.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>4298</b>	<b>6387</b>	<b>5176</b>	<b>2573</b>	<b>3691</b>
每股净资产	1.56	1.69	2.56	2.98	3.47	资本开支	0	(7505)	(19840)	(6330)	(8940)
ROIC	15%	12%	14%	15%	14%	其它投资现金流	(296)	90	194	30	0
ROE	8%	8%	11%	18%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(293)</b>	<b>(7721)</b>	<b>(19846)</b>	<b>(6400)</b>	<b>(8940)</b>
毛利率	15%	13%	14%	16%	16%	权益性融资	(3)	0	9725	0	0
EBIT Margin	7%	6%	6%	8%	8%	负债净变化	13	3	500	100	100
EBITDA Margin	11%	10%	10%	12%	13%	支付股利、利息	(282)	(388)	(568)	(1059)	(1231)
收入增长	14%	21%	78%	27%	10%	其它融资现金流	(976)	4483	6604	5786	7380
净利润增长率	-25%	10%	149%	86%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1517)</b>	<b>3714</b>	<b>16261</b>	<b>4827</b>	<b>6249</b>
资产负债率	75%	81%	75%	74%	72%	<b>现金净变动</b>	<b>2487</b>	<b>2380</b>	<b>1591</b>	<b>1000</b>	<b>1000</b>
股息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	13542	16029	18409	20000	21000
P/E	122.4	111.7	56.1	30.1	25.9	货币资金的期末余额	16029	18409	20000	21000	22000
P/B	10.2	9.4	6.2	5.3	4.6	企业自由现金流	5323	(649)	(14087)	(3023)	(4356)
EV/EBITDA	43.6	44.7	32.7	22.0	19.2	权益自由现金流	4360	3837	(7571)	2100	2201

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032