

晶科能源 (688223.SH)

在 N 型领域继续引领，经营将上新台阶

2022 年上半年公司实现营业收入、归上净利润、扣非归上净利润分别为 334.07、9.05、8.03 亿元，同比增长 112.4%、60.1%、299.2%。Q2 实现收入、归上净利润 187.26、5.04 亿元，同比增长 138.6%、55.5%。中报业绩符合预期，调升公司盈利预测，维持强烈推荐，调整目标价 20-21 元。

□ 业绩符合预期，组件份额重回第一，盈利逐季改善。上半年公司组件销售 18.21GW，组件收入 323 亿，同比增长 126%，其中分布式占比超过 50%，分区域看欧洲、国内、亚太、新兴市场各占 27%、26%、20%、19%，北美受贸易政策影响降至 8%。Q2 公司电池新产能开始有贡献，且费用率大幅降低，在硅料价格上行的情况下，估算 Q2 单 W 扣非净利润为 0.049 元，环比提升超过 1 分。下半年 TOPCon 产品批量出货有望获取溢价，硅片、电池自供率提升进一步降本，单 W 盈利有望继续改善。此外报告期内公司完成 A 股首发，资产增至 1019 亿，在手现金 294 亿，负债率降至 76%。

□ N 型 TOPCon 继续引领，2023 年溢价会更充分。Q1 晶科安徽、浙江 8+8GW TOPCon 电池项目先后投产调试，Q2 末顺利满产，量产效率 24.8%（较年初提升 0.3pct），成为 TOPCon 量产时间最早、规模最大的 N 型电池/组件企业。参考招标数据，现阶段 N 型组件溢价在 0.1 元/W 上下，未来随电池降本增效、组件封装工艺优化，其理论溢价会进一步放大。考虑 TOPCon 发电量增益需要时间验证，以及硅料产能释放后产业链价格的整体下调，2023 年 TOPCon 组件实际溢价会更充分。下半年公司安徽、浙江二期项目将继续建设爬坡，年底前后 TOPCon 产能有望突破 30GW，在 N 型红利期公司将充分受益。

□ 加快产能扩张与结构优化。A 股更优的融资条件支撑公司扩张，上半年公司青海 20GW 拉晶产能点火，16GW N 型电池实现满产，并启动二期合计 19GW 扩产（其中安徽二期 8GW 已投产），7 月公告 100 亿转债方案继续扩张，预计到年底硅片/电池/组件产能达到 60/55/65GW，深化一体化、全球化优势，而新产能基于大尺寸 N 型路线，成本、效率都更会领先。

□ 投资建议：公司 N 型产业化顺利，回 A 加快产能扩张与结构优化，经营表现可能上台阶，调升公司盈利预测，维持强烈推荐，调整目标价至 20-21 元。

□ 风险提示：光伏装机不及预期；N 型产业化进度不及预期；政策调整风险。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	33660	40570	70354	90655	109522
同比增长	14%	21%	73%	29%	21%
营业利润(百万元)	1112	1397	3329	5896	7521
同比增长	-29%	26%	138%	77%	28%
归母净利润(百万元)	1042	1141	2805	5001	6387
同比增长	-25%	10%	146%	78%	28%
每股收益(元)	0.13	0.14	0.28	0.50	0.64
PE	128.3	117.0	59.5	33.4	26.1
PB	10.7	9.9	6.4	5.5	4.7

资料来源：公司数据、招商证券

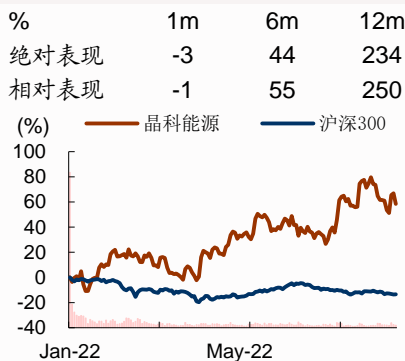
强烈推荐 (维持)

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：20.00 - 21.00 元
当前股价：16.7 元

基础数据

总股本(万股)	1000000
已上市流通股(万股)	140000
总市值(亿元)	1670
流通市值(亿元)	234
每股净资产(MRQ)	2.4
ROE(TTM)	6.1
资产负债率	76.1%
主要股东	晶科能源投资有限公司
主要股东持股比例	58.62%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《晶科能源 (688223) — 引领 TOPCon 发展，进一步加强全球化与一体化布局》2022-04-25
- 《晶科能源 (688223) — 回归 A 股开启新发展，N 型布局即将开始收获 (更新)》2022-03-21
- 《晶科能源 (688223) — 回归 A 股开启新发展，N 型布局即将开始收获》2022-03-18

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

正文目录

一、业绩符合预期，单瓦盈利改善	4
二、在 N 型领域继续引领	6
1、TOPCon 持续优化，最大化受益新技术红利	6
2、持续投入研发	7
三、产能和市场结构优化，盈利有望持续改善	9
1、加快产能扩张与结构优化	9
2、分布式比例提升，全球化领先	9
3、盈利表现有望持续改善	10
投资建议	11

图表目录

图 1 晶科能源数次打破 TOPCon 最高实验室效率	6
图 2 TOPCon/PERC 累计发电量及溢价估算	7
图 3: 晶科各环节产能变化	9
图 4: 晶科硅片、电池相对组件产能配套比例	9
图 5: 组件企业海外营收比例	10
图 6: 公司主营业务主要市场分布	10
图 7: 组件企业海外营收比例	10
图 8: 大尺寸、分布式比例提升	10
图 9: 晶科能源历史 PE Band	11
图 10: 晶科能源历史 PB Band	11
表 1: 业绩摘要	4
表 2: 负债情况	5
表 3: 现金流情况	5
表 4: 盈利情况	5
表 5: 固定资产和在建工程情况	5
表 6: 同版型 TOPCon 组件功率更高	6
表 7: TOPCon 组件溢价测算 (元/W)	7

表 8: 公司研发人员及研发支出情况	8
表 9: 核心技术及其先进性以及报告期内的变化情况	8
表 10: 转债募投项目 (万元)	9
附: 财务预测表	12

一、业绩符合预期，单瓦盈利改善

2022 年上半年公司实现营业收入、归上净利润、扣非归上净利润分别为 334.07、9.05、8.03 亿元，同比增长 112.4%、60.1%、299.2%。Q2 实现收入、归上净利润 187.26、5.04 亿元，同比增长 138.6%、55.5%。中报业绩符合预期。

上半年公司组件销售 18.21GW，市场份额重回第一，组件收入 323 亿，同比增长 126%，其中分布式占比超过 50%，分区域看欧洲、国内、亚太、新兴市场各占 27%、26%、20%、19%，北美受贸易政策影响降至 8%。

Q2 公司电池新产能开始有贡献，费用率大幅降低（主要系汇兑收益冲减财务费用，此外随产出规模扩张及经营效率优化，平摊至单 W 的销售、管理费用等也实现了小幅下降），在硅料价格上行的情况下，估算 Q2 单 W 扣非净利润为 0.049 元，环比提升超过 1 分。下半年 TOPCon 产品批量出货有望获取溢价，硅片、电池自供率提升进一步降本，单 W 盈利有望继续改善。

报告期内公司完成 A 股首发，加速扩张，期末资产增至 1019 亿，较 2021 年末增加 40%，在手现金 294 亿，负债率降至 76%，较上市前下降约 5pcts。7 月末公司公告 2022 年转债预案，融资便利对公司的赋能会逐步体现。

表 1：业绩摘要

(人民币, 百万)	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化	2021H1	2022H1	同比变化
营业收入	29489.58	33659.55	40569.62	20.53	15725.53	33407.49	112.44
营业成本	23616.41	28629.34	35134.99	22.72	13470.39	29982.48	122.58
毛利润	5873.16	5030.22	5434.63	8.04	2255.15	3425.01	51.88
销售税金	106.95	98.73	119.11	20.64	40.76	79.21	94.34
毛利润 (扣除销售税金)	5766.21	4931.49	5315.53	7.79	2214.39	3345.80	51.09
销售费用	2129.19	895.16	890.82	-0.49	392.75	695.35	77.04
管理费用	658.51	841.47	1133.38	34.69	512.37	911.33	77.87
研发费用	679.59	705.65	716.23	1.50	324.02	520.77	60.72
经营利润	2298.92	2489.21	2575.09	3.45	985.24	1218.35	23.66
资产和信用减值损失	-354.71	-279.06	-459.60	64.70	-138.98	-556.30	300.28
财务费用	361.46	940.15	1062.21	12.98	436.80	-6.24	-101.43
投资收益	-18.19	-29.97	226.84	-856.87	99.50	-37.33	-137.52
资产处置收益	-68.45	-423.44	-352.00	-16.87	-62.08	-222.46	258.33
公允价值变动净收益	17.74	165.28	70.87	-57.12	47.38	-79.76	-268.36
其他收益	49.92	130.29	398.27	205.69	230.98	769.55	233.17
营业外收入	22.17	108.69	11.94	-89.02	9.02	6.30	-30.17
营业外支出	12.29	39.20	49.27	25.69	30.81	5.62	-81.77
利润总额	1573.66	1181.64	1359.92	15.09	703.45	1098.97	56.22
所得税	177.14	139.12	218.56	57.10	138.32	193.88	40.17
税后净利润	1396.52	1042.53	1141.36	9.48	565.13	905.09	60.16
少数股东损益	15.71	0.96	-0.05	-105.15	-0.05	0.00	-100.00
归母净利润	1380.81	1041.56	1141.41	9.59	565.18	905.09	60.14
非经常性损益	248.46	130.89	610.82	366.68	364.03	102.09	-71.96
扣非归母净利润	1132.35	910.67	530.59	-41.74	201.15	803.00	299.20
主要比率				百分点变			百分点变化
毛利率	19.92	14.94	13.40	-1.55	14.34	10.25	-4.09
销售费用率	7.22	2.66	2.20	-0.46	2.50	2.08	-0.42
管理费用率	2.23	2.50	2.79	0.29	3.26	2.73	-0.53
研发费用率	2.30	2.10	1.77	-0.33	2.06	1.56	-0.50
财务费用率	1.23	2.79	2.62	-0.17	2.78	-0.02	-2.80
经营利润率	7.80	7.40	6.35	-1.05	6.27	3.65	-2.62
所得税率	11.13	11.48	19.29	7.81	22.90	17.06	-5.84
净利率	4.74	3.10	2.81	-0.28	3.59	2.71	-0.88
扣非净利率	3.84	2.71	1.31	-1.40	1.28	2.40	1.12

资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 负债情况

负债情况	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比变化
负债率%	79.94	75.24	81.40	76.65	76.06	-0.77
短期借款(百万元)	8,107.31	7,277.04	11,689.97	8,876.20	9,786.26	10.25
一年内到期的非流动负债(百万)	815.24	825.14	1,700.71	1,016.89	1,520.37	49.51
长期借款(百万元)	383.50	396.16	399.33	270.31	1,835.96	579.21
应付债券(百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款(百万元)	0.00	0.00	10,259.71	0.00	10,793.17	
在手现金(百万元)	13,541.54	16,028.73	18,408.78	15,060.26	29,373.14	95.04

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 现金流情况

公司经营情况	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	百分点变化
赊销比	27.07	19.23	27.45	38.01	43.23	5.22
存货营收比	18.15	24.85	32.66	62.82	55.36	-7.45
销售商品、劳务获现金(百万元)	29376.59	30570.05	33652.06	15695.57	27149.84	72.98
销售商品、劳务获现金/营收	99.62	90.82	82.95	99.81	81.27	-18.54
经营性现金流净额(百万元)	2464.23	2507.87	3228.75	383.74	2230.36	481.22
经营现金流净额/税后净利润	178.46	240.78	282.87	67.90	246.42	178.53

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 盈利情况

杜邦分析	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	百分点变化
归上净利率(%)	4.68	3.09	2.81	3.59	2.71	-0.88
总资产周转率(%)	0.75	0.70	0.66	0.30	0.38	0.09
权益乘数	4.89	4.49	4.74	4.16	4.61	0.44
ROE(%)	17.21	9.77	8.76	4.42	4.77	0.35
ROA(%)	3.56	2.18	1.85	1.06	1.04	-0.03
ROIC(%)	10.13	7.60	7.00	3.45	3.61	0.16

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 固定资产和在建工程情况

百万元	2019	2020	2021	2021H1	2022H1	同比变化
固定资产	10,933.60	12,550.15	17,061.61	15,396.32	22,510.45	46.21
在建工程	653.71	643.11	2,429.72	972.59	3,424.84	252.14

资料来源: 公司公告、招商证券

二、在 N 型领域继续引领

1、TOPCon 持续优化，最大化受益新技术红利

首批 16GW TOPCon 产线已经率先实现满产出货。晶科在 N 型 TOPCon 领域长期投入，2019 年底即建立 0.9GW 中试线。2022 年一季度，公司安徽、浙江两个 8GW TOPCon 电池项目先后投产调试，Q2 末公司 16GW TOPCon 实现满产，成为全球量产规模最大的 N 型电池/组件公司。公司继续在安徽、浙江一期项目基础上分别扩建二期 8GW、11GW TOPCon 产线，其中安徽二期 8GW 已投产，年底前后公司 TOPCon 产能有望达到 30GW+。

效率、成本持续优化。效率端，上半年晶科 TOPCon 实验室效率达到 25.7%，再次刷新世界纪录，量产线电池效率由去年年末 24.5% 提升至 24.8%。成本端，持续推进 N 型硅片薄片化，降低银浆用量，同时实现良率趋近 PERC，降本进程顺利。目前电池端 TOPCon 成本较 PERC 略高，组件端已经接近，预计年末有望打平，或进一步实现成本优势。

图 1 晶科能源数次打破 TOPCon 最高实验室效率



资料来源：企业官网、招商证券

TOPCon 已经具有经济性，未来将进一步加强和放大。TOPCon 当前量产效率在 24.8% 左右，在衰减率、双面率、温度系数方面也有明显优势。基于当前的成本、效率估算，其理论溢价在 0.1-0.2 元/W（包括高功率成本摊薄及发电量增益等），目前 TOPCon 组件招标溢价在 0.1 元/W 上下。

我们预计随电池进一步降本增效、组件封装工艺优化以及下游对 TOPCon 单 W 多发发电量的验证认可，其较 PERC 的溢价空间会进一步拉开。

今明年电池市场的参考基准仍是 PERC，考虑 TOPCon 溢价及需求优先级，在接下来 1-2 年的推广期，晶科将在盈利、出货量上享受先发红利。

表 6：同版型 TOPCon 组件功率更高

系列	PERC	TOPCon	PERC	TOPCon
型号	Tiger Pro 72HC-BDVP	Tiger Neo N-type 72HL4-BDV	Tiger Pro 72HC	Tiger Neo N-type 72HL4-(V)
单双面	双面	双面	单面	单面
尺寸	1134mm × 2278mm	1134mm × 2278mm	1134mm × 2278mm	1134mm × 2278mm
Voc	49.48-50.11	50.27-51.07	49.34-49.72	50.34-50.88
Isc	13.73-14.01	14.01-14.25	13.79-14.12	14.07-14.39
Pmax	530-550	550-570	535-555	555-575

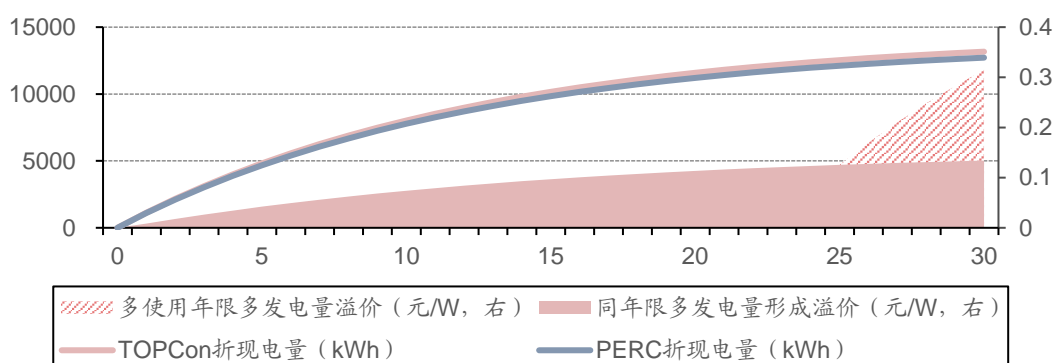
资料来源：Jinko、招商证券

表 7: TOPCon 组件溢价测算 (元/W)

电池效率假设		TOPCon	24.0%	24.5%	25.0%	25.5%	26.0%
PERC			23.0%	23.2%	23.3%	23.5%	23.7%
单面	组件效率	TOPCon	22.3%	22.8%	23.3%	23.7%	24.2%
		PERC	21.4%	21.5%	21.7%	21.9%	22.0%
		效率差	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%
	BOS 成本假设 (元/W)	1.5	0.06	0.08	0.10	0.12	0.13
		1.6	0.07	0.09	0.11	0.12	0.14
		1.7	0.07	0.09	0.11	0.13	0.15
1.8		0.08	0.10	0.12	0.14	0.16	
1.9		0.08	0.10	0.13	0.15	0.17	
2	0.08	0.11	0.13	0.16	0.18		
双面	双面综合效率折算 (BSI 取 13.5%)	TOPCon (Bifi85%)	24.9%	25.4%	25.9%	26.4%	27.0%
		PERC (Bifi70%)	23.4%	23.6%	23.8%	23.9%	24.1%
		效率差	1.5%	1.8%	2.2%	2.5%	2.9%
	BOS 成本假设 (元/W)	1.5	0.09	0.11	0.13	0.14	0.16
		1.6	0.09	0.11	0.13	0.15	0.17
		1.7	0.10	0.12	0.14	0.16	0.18
1.8		0.11	0.13	0.15	0.17	0.19	
1.9		0.11	0.14	0.16	0.18	0.20	
2	0.12	0.14	0.17	0.19	0.21		

资料来源: 企业官网、招商证券

图 2 TOPCon/PERC 累计发电量及溢价估算



资料来源: 企业官网、招商证券

2、持续高强度投入研发维持领先地位

上半年研发人员数目继续扩张, 期末达到 1661 人, 研发支出 22.1 亿, 同比增加 97%, 营收占比 6.6%。申请专利 167 项, 通过 103 项, 持续高比例研发投入维持公司在光伏理论及技术研发的领先。

具体而言公司研发领域完整覆盖硅片、电池、组件、下游应用等各环节, N 型及配套技术是当前的侧重点。TOPCon 距离极限效率还有空间, 同时也能兼容背接触、叠层等方案, 将有望在相当长的时间占主流。公司 TOPCon 产业化节奏更快, 先发的技术、经验积累可能转化为持续性的竞争优势。

- TOPCon 技术优化: 目前 N 型 TOPCon 尚处在量产初期, 距离 28% 的极限效率还有相当大的提效空间, 硅片、电池、组件环节都可以优化升级。
- 配套/衍生技术储备: 技术兼容性看, TOPCon 可以采用背接触方案形成 TBC, 针对单面场景进一步提升效率, 同时可以与钙钛矿叠层, 未来有望在 TOPCon 的基础上, 进一步突破晶硅效率极限。

表 8: 公司研发人员及研发支出情况

	本期数	上期数	变化幅度
研发人员数量 (人)	1,661	1,153	44%
研发人员占比 (%)	4.05%	4.66%	
研发投入合计 (亿元)	22.1	11.2	98%
研发投入/营业收入 (%)	6.62%	7.10%	

资料来源: 公司公告、招商证券

表 9: 核心技术及其先进性以及报告期内的变化情况

序号	环节	技术研发	进展
1	硅片	低氧低同心圆 N 型单晶技术及产业化研究	建立直拉单晶数值模拟及同心圆机理模型, 开发同心圆缺陷对应控氧技术, 确保大尺寸硅棒氧含量控制在标准范围内, 显著降低同心圆缺陷比例, 处于行业领先水平
2	硅片	N 型硅片薄片化切片技术及产业化研究	开发薄片化切片工艺技术, 改善切片品质, 提升单位出片数, 匹配电池、组件适配技术开发, 确保电池效率、组件功率、可靠性、良率在标准范围内
3	电池	N 型 HOT2.0 电池技术及产业化研究	通过提升硅片品质, 优化界面形貌以及先进金属化等多项技术, 显著提升电池转化效率和发电表现, 并于 2022 年 4 月创造了大面积 N 型单晶钝化接触电池转换效率 25.70% 的世界记录
4	电池	N 型 BC 钝化接触全背电极电池技术	开发低复合金属化技术, 匹配 TOPCon 电池钝化接触技术、电池背面图案化技术, 形成全钝化接触 BC 电池成套工艺
5	组件	Tiger Neo 组件量产技术研究	开发基于大尺寸硅片电池的 Tiger Neo 组件量产技术, 采用多主栅、半片、新型焊带等技术, 全面增强组件性能、功率、能量密度和可靠性, 输出功率最高可达 620W (182-78P)
6	场景	建筑光伏一体化技术及产业化研究	设计开发光伏幕墙及彩钢瓦等一系列产品, 为不同应用场景提供多样化解决方案, 相关产品已成功应用在工业厂房、商业大楼、车棚顶、阳光房等地方, 助力建筑、交通、工商业等脱碳进程

资料来源: 公司公告、招商证券

三、产能和市场结构优化，盈利有望持续改善

1、加快产能扩张与结构优化

上半年公司 16GW N 型电池实现满产，青海 20GW 拉晶产能点火，预计年底硅片、电池、组件产能分别达到 60、55、65GW，硅片、电池配套比例提升至 92%、85%，最大化实现一体化优势。新产能基于大尺寸 N 型路线，公司产能结构更加合理，成本、效率都更有优势。

7 月公司公告转债预案，拟募集资金 100 亿进一步扩张产能，回 A 后的融资便利更好的支撑公司扩张，也将进一步优化公司在财务费用端的表现。

图 3: 晶科各环节产能变化

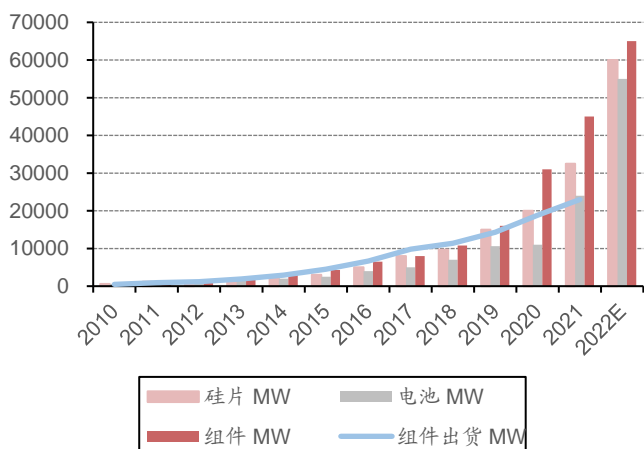
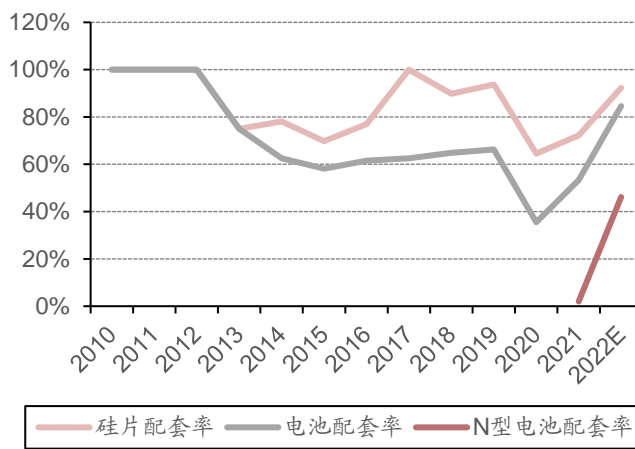


图 4: 晶科硅片、电池相对组件产能配套比例



资料来源: 企业官网、公司公告、招商证券

资料来源: 企业官网、公司公告、招商证券

表 10: 转债募投项目 (万元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
1	年产 11GW 高效电池生产线项目	436,659.02	410,000.00
2	晶科光伏制造有限公司年产 8 吉瓦高自动化光伏组件生产线项目	91,027.40	70,000.00
3	上饶市晶科光伏制造有限公司新倍增一期 8GW 高自动化组件项目	78,746.13	60,000.00
4	二期 20GW 拉棒切方项目一阶段 10GW 工程建设项目	202,748.09	160,000.00
5	补充流动资金及偿还银行借款	300,000.00	300,000.00
合计		1,109,180.64	1,000,000.00

资料来源: 公司公告、招商证券

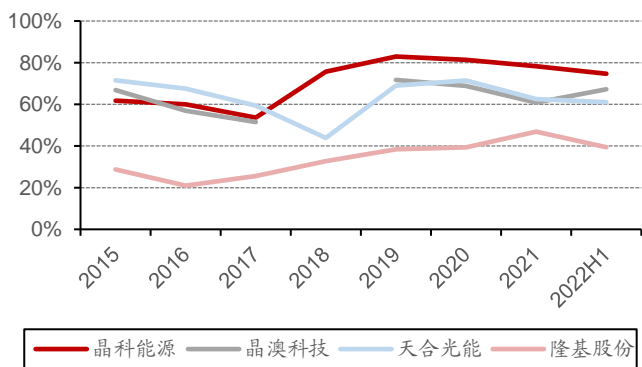
2、海外营收占比维持高位

出口占比维持高位。公司在海外建立了完整的营销渠道，形成本土化服务能力，品牌影响力、认可度领先。上半年海外业务占比达到 75%，其中欧洲、亚太、新兴市场分别占 27%、20%、19%，北美则受贸易政策影响份额降至 8%。

3 月以来欧洲分布式需求爆发，传统能源价格暴涨，客户对组件价格宽容度高，盈利好于国内。同时上半年 Tiger Neo 系列在欧洲、南美取得批量订单，溢价更好，也有望增厚公司业绩。

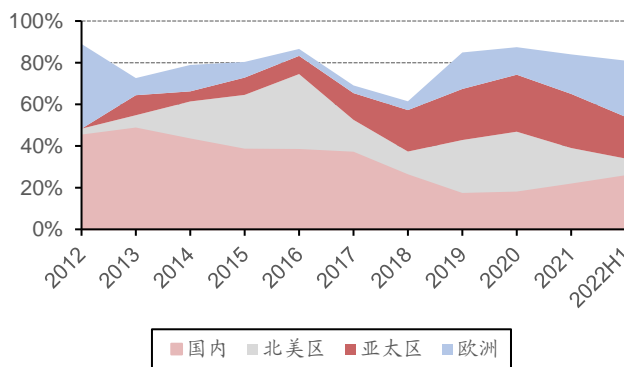
形成海外一体化生产能力。2021 年公司与 Wacker 签署 7 万吨硅料长单，2022 年初公司越南硅片产能投产，在东南亚形成约 7GW 硅片-电池-组件一体化产能，具备完整的海外生产能力，在应对潜在的贸易政策调整上或更具优势，考虑地区关税差异后，盈利也可能更好。

图 5: 组件企业海外营收比例



资料来源: 企业官网、公司公告、招商证券

图 6: 公司主营业务主要市场分布



资料来源: 企业官网、公司公告、招商证券

图 7: 组件企业海外营收比例



资料来源: 企业官网、公司公告、招商证券

图 8: 大尺寸、分布式比例提升



资料来源: 企业官网、公司公告、招商证券

3、盈利表现有望持续改善

过去几年, 公司盈利水平相对一体化公司而言偏低, 造成公司盈利能力差异的原因主要有: 一体化程度不够、研发投入大、财务费用较高等因素。我们分析, 公司未来几年盈利情况有可能出现显著改善。

- 其一, 公司负债率过高, 财务费用率高, 未来随着财务状况的好转, 公司财务费用率有望降低。
- 其二, 回 A 股后公司融资能力更强, 在 TOPCon 等技术路线逐步成熟的情况下, 公司开始加速电池环节的产能扩充, 一体化程度强化有助于提升公司盈利水平。
- 其三, 电池新技术路线的可能带来更好的资产回报: 公司 N 型 TOPCon 逐渐成熟, 相对 PERC 已经有一定比较优势且优势有望继续放大, 未来公司有望在出货量、单 W 盈利上享受新技术红利。

从上半年看, 公司 Q2 单 W 扣非净利率约 5 分, 较 Q1 已经有约 1 分上下的提升, 考虑下半年公司 N 型电池批量出货、电池自供比例提升以及硅料产能的逐步释放, 公司盈利仍将持续修复。

投资建议

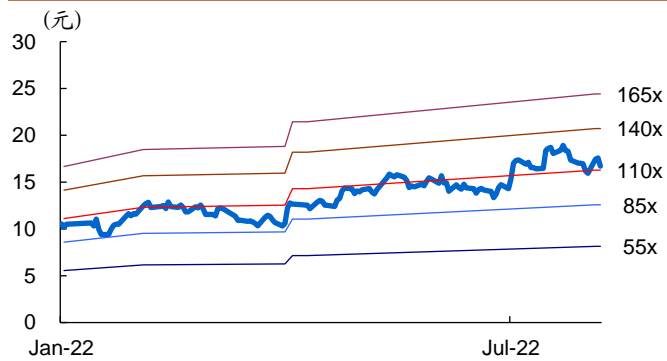
晶科是全球领先的一体化组件企业，此前对公司发展形成制约融资渠道问题在回 A 后得到有效解决，而在 N 型 TOPCon 领域的长期研发积累有望在今明两年逐步体现并迎来收获。

目前公司 N 型产业化顺利，回 A 加快产能扩张与结构优化，经营表现可能上台阶，调升公司盈利预测，维持强烈推荐，调整目标价至 20-21 元。

风险提示

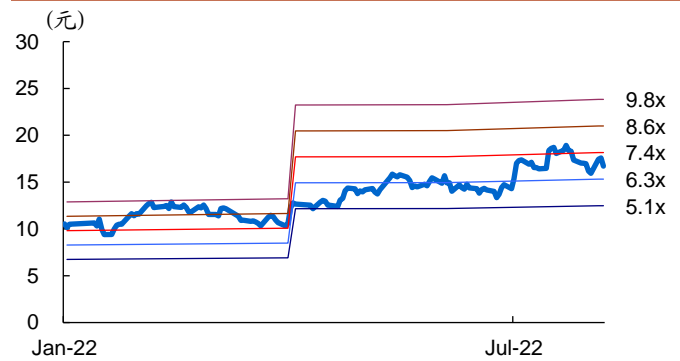
- 1) 光伏装机不及预期。
- 2) N 型产业化进度不及预期。
- 3) 政策调整风险。

图 9: 晶科能源历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 10: 晶科能源历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、晶科能源：引领 TOPCon 发展，进一步加强全球化与一体化布局》，2022.4.25
- 2、晶科能源：回归 A 股开启新发展，N 型布局即将开始收获（更新），2022.3.18
- 3、光伏系列报告（44）：TOPCon 开始规模应用，优势企业可能提前开始收获，2022.3.8
- 4、光伏系列报告（48）：TOPCon 溢价未充分反应，规模化应用进度可能显著超预期，2022.4.6

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	34503	47679	73586	88005	104086
现金	16029	18409	22321	24192	29030
交易性投资	314	224	224	224	224
应收票据	1829	3944	6840	8813	10647
应收款项	4644	7193	14242	18352	22172
其它应收款	486	670	1162	1497	1809
存货	8363	13250	21860	26076	29529
其他	2839	3990	6937	8852	10675
非流动资产	16032	25192	30472	35171	39380
长期股权投资	9	315	350	350	350
固定资产	12550	17062	22239	26866	31001
无形资产商誉	796	1146	1331	1498	1648
其他	2676	6670	6551	6456	6381
资产总计	50535	72871	104058	123176	143466
流动负债	29548	46804	65599	80558	95491
短期借款	7277	11690	8525	8753	9244
应付账款	16183	22922	39958	50492	60786
预收账款	2432	5755	10032	12677	15261
其他	3657	6437	7083	8636	10200
长期负债	8473	12510	12510	12510	12510
长期借款	396	399	399	399	399
其他	8076	12111	12111	12111	12111
负债合计	38021	59314	78109	93068	108001
股本	8000	8000	10000	10000	10000
资本公积金	594	595	8595	8595	8595
留存收益	3914	4957	7348	11508	16865
少数股东权益	5	5	5	5	5
归属于母公司所有者权益	12509	13552	25943	30103	35459
负债及权益合计	50535	72871	104058	123176	143466

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2508	3229	7311	10452	13554
净利润	1042	1141	2805	5001	6387
折旧摊销	1422	1742	2050	2596	3087
财务费用	1007	1249	1123	1150	1430
投资收益	30	(238)	(339)	(482)	(553)
营运资金变动	(928)	(693)	1642	2168	3187
其它	(65)	27	30	18	17
投资活动现金流	(3867)	(9131)	(6996)	(6818)	(6747)
资本支出	(4004)	(9168)	(7300)	(7300)	(7300)
其他投资	137	37	304	482	553
筹资活动现金流	2908	5684	3597	(1764)	(1969)
借款变动	(3259)	4634	(4866)	228	491
普通股增加	3794	0	2000	0	0
资本公积增加	245	0	8000	0	0
股利分配	0	(1928)	(414)	(842)	(1030)
其他	2128	2978	(1123)	(1150)	(1430)
现金净增加额	1549	(218)	3912	1870	4838

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	33660	40570	70354	90655	109522
营业成本	28629	35135	61249	77395	93174
营业税金及附加	99	119	181	233	281
营业费用	895	891	1421	1904	2300
管理费用	841	1133	1688	2266	2738
研发费用	706	716	1302	1722	2081
财务费用	940	1062	1123	1150	1430
资产减值损失	(279)	(460)	(400)	(570)	(550)
公允价值变动收益	165	71	71	80	93
其他收益	130	398	160	200	230
投资收益	(453)	(125)	108	202	230
营业利润	1112	1397	3329	5896	7521
营业外收入	109	12	12	12	12
营业外支出	39	49	60	60	60
利润总额	1182	1360	3281	5848	7473
所得税	139	219	476	847	1086
少数股东损益	1	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	1042	1141	2805	5001	6387

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	14%	21%	73%	29%	21%
营业利润	-29%	26%	138%	77%	28%
归母净利润	-25%	10%	146%	78%	28%
获利能力					
毛利率	14.9%	13.4%	12.9%	14.6%	14.9%
净利率	3.1%	2.8%	4.0%	5.5%	5.8%
ROE	8.3%	8.4%	10.8%	16.6%	18.0%
ROIC	8.9%	7.7%	10.9%	15.3%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	75.2%	81.4%	75.1%	75.6%	75.3%
净负债比率	16.8%	18.9%	8.6%	7.4%	6.7%
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	4.2	3.3	3.5	3.2	3.4
应收账款周转率	4.7	4.6	4.4	3.8	3.7
应付账款周转率	1.9	1.8	1.9	1.7	1.7
每股资料(元)					
EPS	0.13	0.14	0.28	0.50	0.64
每股经营净现金	0.31	0.40	0.73	1.05	1.36
每股净资产	1.56	1.69	2.59	3.01	3.55
每股股利	0.24	0.02	0.08	0.10	0.19
估值比率					
PE	128.3	117.0	59.5	33.4	26.1
PB	10.7	9.9	6.4	5.5	4.7
EV/EBITDA	37.9	31.3	19.4	13.1	10.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。