

# 晶澳科技 (002459)

## 2022 年三季报点评: Q3 组件单瓦盈利超市场预期, 继续看好明年量利双升

买入 (维持)

2022 年 10 月 28 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

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058  
guoyn@dwzq.com.cn

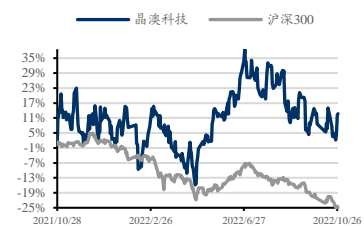
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	41,302	69,212	105,140	132,447
同比	60%	68%	52%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	2,039	4,854	7,808	10,596
同比	35%	138%	61%	36%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.87	2.06	3.32	4.50
P/E (现价&最新股本摊薄)	75.09	31.54	19.60	14.45

#产品结构变动带来利润率上升 #成本下降 #业绩超预期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-Q3 实现营收 493.24 亿元, 同增 89.00%; 实现归母净利润 32.9 亿元, 同增 150.66%。其中 2022Q3 实现营收 208.55 亿元, 同增 110.55%, 环增 29.15%; 实现归母净利润 15.87 亿元, 同增 164.97%, 环增 66.67%。Q1-3 毛利率为 13.44%, 同减 0.54pct, Q3 毛利率 13.74%, 同减 1.79pct, 环增 1.74pct; Q1-3 归母净利率为 6.67%, 同增 1.64pct, Q3 归母净利率 7.61%, 同增 1.56pct, 环增 1.71pct。业绩超市场预期。
- **2022Q3 组件量利双升, 单瓦盈利创新高。** 公司 2022Q3 组件出货约 11.2GW, 同增 86.5%/环增 27.6%, 我们测算一体化单瓦净利 0.15 元左右, 环比提升 4 分左右, 在硅料价格稳定高位的情况下, 单瓦利润超市场预期, 主要在于 1) 公司一体化产能提升, 组件开工接近满产, 成本持续降低; 2) N 型组件开始交付, 溢价 1 毛左右, 盈利结构改善; 3) 东南亚产能逐步释放, 对美出货顺利, 享受高价格和美元升值带来的收益。2022Q4 出货预计 13GW+, 环增 16%+, 全年出货 40GW 左右, 同增 60%+, 预计 2023 年出货 60-65GW, 硅料降价, 叠加 N 型出货占比提升, 全年盈利确定性较强。
- **N 型产能有序落地, 2023 年出货占比提升。** 截至 2022Q3, 国内规划的 6.5GW TOPCon 产能, 其中宁晋 1.3GW N 型电池项目已经满产, N 型组件也开始陆续交付, 我们预计 2022 年出货 300MW 左右; 剩余产能于 2023 年春节前后投产。公司 N 型产能不断提升, 预计 2023 年 N 型出货占比将占总体出货 1/3, 带动平均单瓦盈利继续提升。
- **盈利预测与投资评级:** 基于公司一体化产能提升, 叠加出货结构改善, 带来毛利率提升, 我们上调公司盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 48.5/78.1/106.0 亿元 (前值为 45.3/70.1/94.9 亿元), 同比 +138%/61%/36%, 给予公司 2023 年 30 倍 PE, 对应目标价 99.6 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	66.47
一年最低/最高价	58.81/103.00
市净率(倍)	6.22
流通 A 股市值(百万元)	71,409.66
总市值(百万元)	156,545.86

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.68
资产负债率(% ,LF)	63.37
总股本(百万股)	2,355.14
流通 A 股(百万股)	1,074.31

### 相关研究

《晶澳科技(002459): 2022 年中报点评: 22Q2 盈利略微承压, Q3 向好, N 型产能逐步落地》

2022-08-26

《晶澳科技(002459): 2022H1 业绩预告点评: Q2 盈利持续修复, N 型产能逐渐落地》

2022-07-15

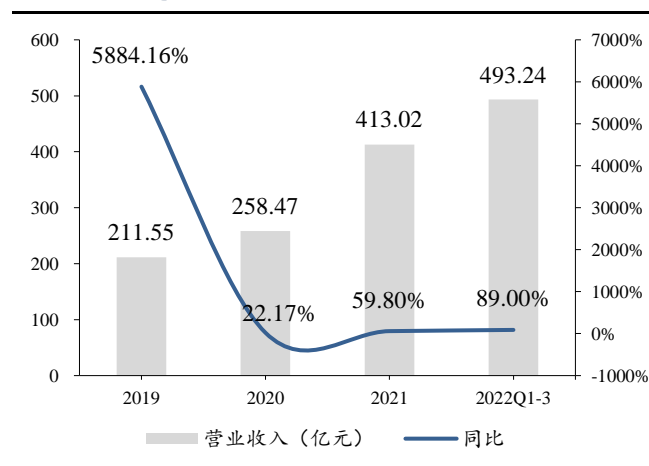
**事件:** 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-Q3 实现营收 493.24 亿元, 同增 89.00%; 实现归母净利润 32.9 亿元, 同增 150.66%。其中 2022Q3 实现营收 208.55 亿元, 同增 110.55%, 环增 29.15%; 实现归母净利润 15.87 亿元, 同增 164.97%, 环增 66.67%。Q1-3 毛利率为 13.44%, 同减 0.54pct, Q3 毛利率 13.74%, 同减 1.79pct, 环增 1.74pct; Q1-3 归母净利率为 6.67%, 同增 1.64pct, Q3 归母净利率 7.61%, 同增 1.56pct, 环增 1.71pct。业绩超市场预期。

**表1: 2022Q1-3 收入 493.24 亿元, 同比增长 89.00%; 盈利 32.9 亿元, 同比增长 150.66% (单位: 亿元)**

晶澳科技	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	493.24	260.97	89.0%	208.55	99.05	110.6%	161.48	29.2%
毛利率	13.4%	14.0%	-0.5pct	13.7%	15.5%	-1.8pct	12.0%	1.7pct
营业利润	40.19	16.28	146.9%	19.01	7.47	154.5%	11.83	60.6%
利润总额	39.14	15.85	147.0%	18.81	7.17	162.1%	11.26	67.0%
归属母公司净利润	32.90	13.12	150.7%	15.87	5.99	165.0%	9.52	66.7%
扣非归母净利润	32.41	10.77	200.9%	16.08	5.36	199.7%	9.31	72.7%
归母净利率	6.7%	5.0%	1.6pct	7.6%	6.0%	1.6pct	5.9%	1.7pct
股本 (元/股)	23.55	15.99	-	23.55	15.99	-	23.48	-
EPS	1.40	0.82	70.2%	0.67	0.37	79.9%	0.41	66.2%

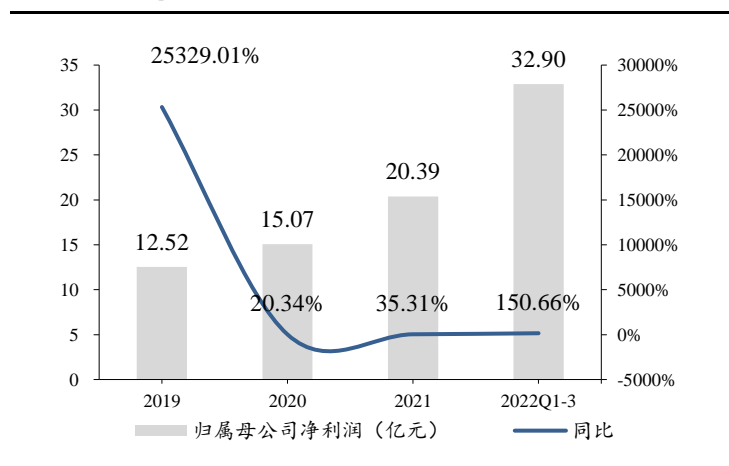
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2022Q1-3 收入 493.24 亿元, 同比+89.00%**



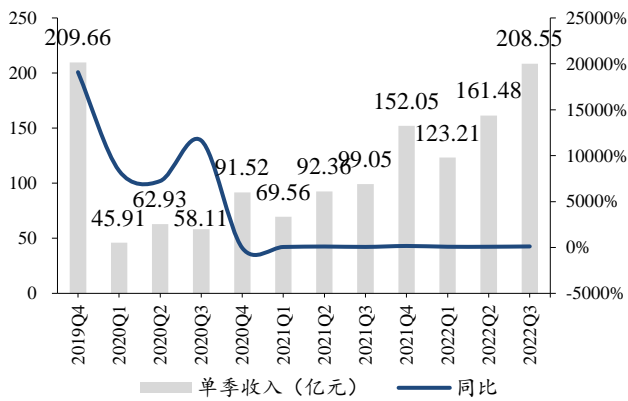
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2022Q1-3 归母净利润 32.9 亿元, 同比+150.66%**



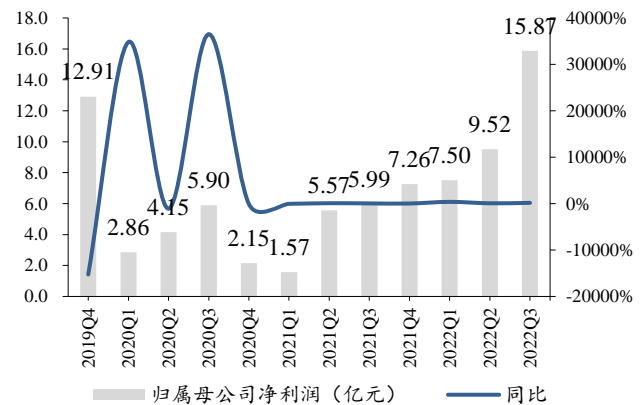
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 208.55 亿元, 同比+110.55%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q3 归母净利润 15.87 亿元, 同比+164.97%



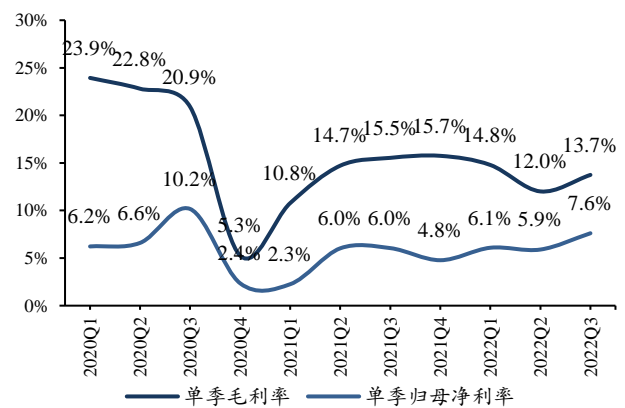
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-0.54、+1.64pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

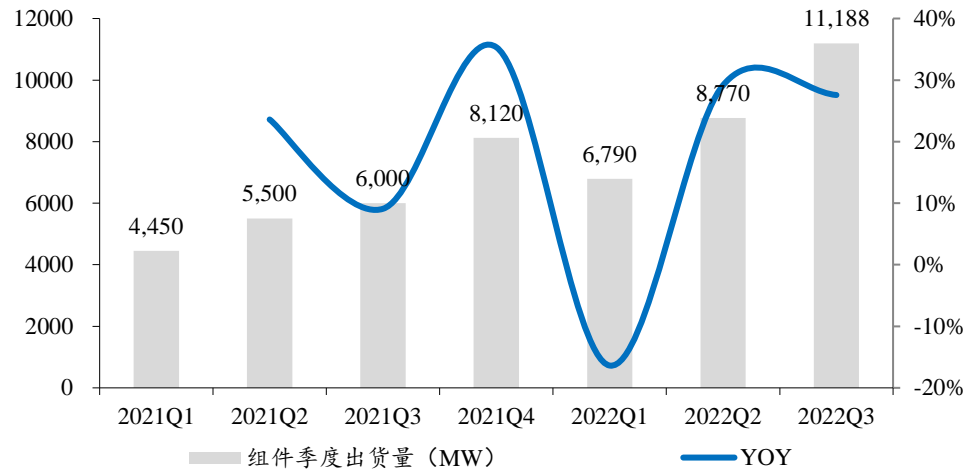
图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-1.79、+1.56pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**2022Q3 组件量利双升, 单瓦盈利创新高。**公司 2022Q3 组件出货约 11.2GW, 同增 86.5%/环增 27.6%, 我们测算一体化单瓦净利 0.15 元左右, 环比提升 4 分左右, 在硅料价格稳定高位的情况下, 单瓦利润超市场预期, 主要在于 1) 公司一体化产能提升, 组件开工接近满产, 成本持续降低; 2) N 型组件开始交付, 溢价 1 毛左右, 盈利结构改善; 3) 东南亚产能逐步释放, 对美出货顺利, 享受高价格和美元升值带来的收益。2022Q4 出货预计 13GW+, 环增 16%+, 全年出货 40GW 左右, 同增 60%+, 预计 2023 年出货 60-65GW, 硅料降价, 叠加 N 型出货占比提升, 全年盈利确定性较强。

图7: 公司组件季度出货量 (GW)

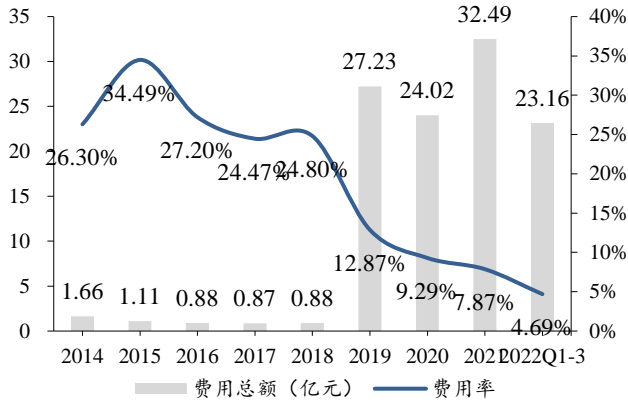


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**N型产能有序落地, 2023年出货占比提升。**截至2022Q3, 国内规划的6.5GW TOPCon产能, 其中宁晋1.3GW N型电池项目已经满产, N型组件也开始陆续交付, 我们预计2022年出货300MW左右; 剩余产能于2023年春节前后投产。公司N型产能不断提升, 预计2023年N型出货占比将占总体出货1/3, 带动平均单瓦盈利继续提升。

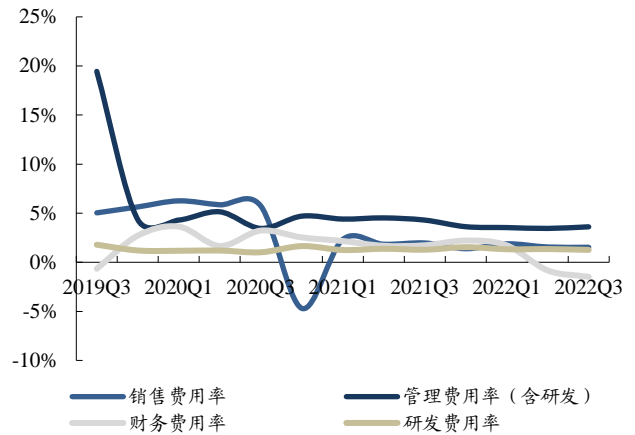
**费用控制能力优秀, 2022Q1-3期间费用率继续下降。**公司2022Q1-3期间费用同比增长51.02%至23.16亿元, 期间费用率下降3.55个百分点至4.69%。其中, 销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比上升52.46%、上升51.94%、上升89.10%、下降148.60%至8.01亿元、17.46亿元、6.44亿元、-2.32亿元; 费用率分别下降0.39、下降0.86、上升0、下降2.3个百分点至1.62%、3.54%、1.31%、-0.47%。2022Q3销售、管理(含研发)、研发、财务费用分别同比+63.57%/+64.02%/+107.92%/-280.67%, 费用率分别为1.53%/3.61%/1.26%/-1.49%。

图7: 2022Q1-3 期间费用 23.16 亿元, 同比+51.02%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

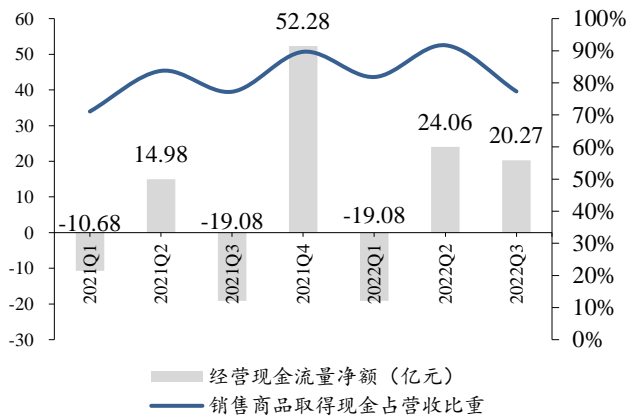
图8: 2022Q3 期间费用率 3.23%, 同比-4.26pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

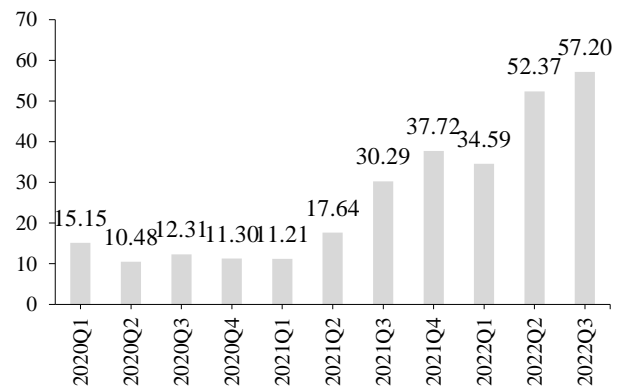
**现金流大幅增长, 盈利能力提升。**公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 25.24 亿元, 同比增长 270.82%, 其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 20.27 亿元; 2022Q1-3 销售商品取得现金 410.11 亿元, 同比增长 101.77%。期末合同负债 57.2 亿元, 同比+88.81%。期末应收账款 94.3 亿元, 较期初增长 37.95 亿元, 应收账款周转天数上升 1.37 天至 41.23 天。期末存货 152.25 亿元, 较期初上升 72.68 亿元; 存货周转天数上升 7.22 天至 73.3 天。

图9: 2022Q3 现金净流入 20.27 亿元, 同比+206.22%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2022Q3 期末合同负债 57.2 亿元, 同比+88.81%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于公司一体化产能提升, 叠加出货结构改善, 带来毛利率提升, 我们上调公司盈利预测, 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 48.5/78.1/106.0 亿元 (前值为 45.3/70.1/94.9 亿元), 同比+138%/61%/36%, 给予公司 2023 年 30 倍 PE, 对

应目标价 99.6 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。



## 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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>31,629</b>	<b>58,490</b>	<b>77,763</b>	<b>97,893</b>	<b>营业总收入</b>	<b>41,302</b>	<b>69,212</b>	<b>105,140</b>	<b>132,447</b>
货币资金及交易性金融资产	13,219	22,402	32,996	46,332	营业成本(含金融类)	35,260	59,419	89,125	111,891
经营性应收款项	7,839	16,743	20,633	24,494	税金及附加	140	208	315	371
存货	7,957	14,651	18,313	19,926	销售费用	736	1,211	1,840	2,185
合同资产	69	484	526	530	管理费用	1,126	1,592	2,523	3,046
其他流动资产	2,544	4,209	5,295	6,611	研发费用	574	934	1,367	1,589
<b>非流动资产</b>	<b>25,338</b>	<b>30,251</b>	<b>38,537</b>	<b>49,438</b>	财务费用	813	21	1,282	1,279
长期股权投资	550	753	1,019	1,254	加:其他收益	216	208	526	662
固定资产及使用权资产	15,418	19,224	25,389	34,609	投资净收益	425	208	631	530
在建工程	4,186	4,831	6,245	7,188	公允价值变动	24	25	20	20
无形资产	1,047	1,254	1,412	1,586	减值损失	-625	-107	-127	-151
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-92	-179	-263	-331
长期待摊费用	588	781	938	1,113	<b>营业利润</b>	<b>2,600</b>	<b>5,982</b>	<b>9,474</b>	<b>12,815</b>
其他非流动资产	3,550	3,409	3,534	3,687	营业外净收支	-174	-153	-194	-245
<b>资产总计</b>	<b>56,967</b>	<b>88,741</b>	<b>116,300</b>	<b>147,331</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,426</b>	<b>5,829</b>	<b>9,280</b>	<b>12,569</b>
<b>流动负债</b>	<b>32,651</b>	<b>57,396</b>	<b>76,882</b>	<b>96,978</b>	减:所得税	338	804	1,206	1,634
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,883	15,883	17,883	20,883	<b>净利润</b>	<b>2,088</b>	<b>5,024</b>	<b>8,074</b>	<b>10,935</b>
经营性应付款项	13,635	27,528	39,267	50,567	减:少数股东损益	50	171	266	339
合同负债	3,772	5,051	6,116	8,595	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,039</b>	<b>4,854</b>	<b>7,808</b>	<b>10,596</b>
其他流动负债	6,361	8,934	13,616	16,932	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.87	2.06	3.32	4.50
非流动负债	7,599	9,599	9,599	9,599	EBIT	3,665	5,848	9,969	13,364
长期借款	1,264	2,587	2,587	2,587	EBITDA	6,238	8,835	13,960	18,686
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.63	14.15	15.23	15.52
租赁负债	754	1,431	1,431	1,431	归母净利率(%)	4.94	7.01	7.43	8.00
其他非流动负债	5,581	5,581	5,581	5,581	收入增长率(%)	59.80	67.58	51.91	25.97
<b>负债合计</b>	<b>40,250</b>	<b>66,995</b>	<b>86,481</b>	<b>106,577</b>	归母净利润增长率(%)	35.31	138.08	60.87	35.71
归属母公司股东权益	16,494	21,351	29,159	39,756					
少数股东权益	223	394	660	999					
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,718</b>	<b>21,745</b>	<b>29,819</b>	<b>40,754</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>56,967</b>	<b>88,741</b>	<b>116,300</b>	<b>147,331</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,750	9,110	21,937	28,021	每股净资产(元)	10.31	13.32	18.19	24.80
投资活动现金流	-4,010	-8,129	-12,227	-16,418	最新发行在外股份(百万股)	2,354	2,354	2,354	2,354
筹资活动现金流	2,171	8,202	884	1,734	ROIC(%)	13.07	14.56	18.58	19.81
现金净增加额	1,800	9,183	10,593	13,336	ROE-摊薄(%)	12.36	22.73	26.78	26.65
折旧和摊销	2,573	2,987	3,990	5,322	资产负债率(%)	70.65	75.50	74.36	72.34
资本开支	-5,336	-8,082	-12,309	-16,385	P/E(现价&最新股本摊薄)	75.09	31.54	19.60	14.45
营运资本变动	-1,893	-844	5,209	8,300	P/B(现价)	6.31	4.88	3.57	2.62

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

