

## 出货量创历史新高，业绩实现高增长

## ——晶澳科技（002459.SZ）2022年三季度报点评

## 事件

2022年10月28日，公司发布2022年三季度报告，2022年Q1-Q3公司实现营收493.24亿元，同比+89.00%；实现归母净利润32.90亿元，同比+150.66%；实现扣非归母净利润32.41亿元，同比+200.93%。单季度来看，2022年Q3实现营收208.55亿元，同比+110.55%，环比+29.15%；实现归母净利润15.87亿元，同比+164.97%，环比+66.67%；实现扣非归母净利润16.08亿元，同比+199.65%，环比+72.67%。

## 点评

2022年Q1-Q3业绩增速亮眼，2022年Q3盈利能力环比提升。1、2022年Q1-Q3，公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+89.00%/+150.66%/+200.93%。从盈利能力来看，2022年Q1-Q3，公司实现毛利率13.44%，同比-0.54pct。公司实现净利率6.88%，同比+1.68pct。从期间费用来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.62%/2.23%/1.31%/-0.47%，分别同比-0.39pct/-0.86pct/+0.00pct/-2.30pct，其中财务费用率同比大幅下行，主要原因系汇兑收益及利息收入增加，公司整体费用管控大幅趋好。2、单季度来看，2022年Q3，公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+110.55%/+164.97%/+199.65%，分别环比+29.15%/+66.67%/+72.67%。从盈利能力看，2022年Q3，公司实现毛利率13.74%，同比-1.79pct，环比+1.74pct；实现净利率7.82%，同比+1.58pct，环比+1.67pct。从期间费用来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.53%/2.35%/1.26%/-1.49%，分别同比-0.44pct/-0.67pct/-0.02pct/-3.22pct，分别环比-0.03pct/+0.25pct/-0.08pct/-0.65pct，公司费用管控趋好，2022年Q3期间费用率为3.65%，同比-4.34pct，环比-0.52pct。

出货量创历史新高，单瓦净利不断提升。从出货量来看，2022年Q1-Q3，公司共计出货电池组件27.10GW（含自用352.20MW），同比+67.80%，其中组件海外出货量占比约64%，分销出货量占比约37%。单季度来看，2022年Q3，公司出货电池组件11.43GW（含自用244.20MW），同比+89.24%，环比+29.30%，公司出货量再创历史新高。从盈利能力来看，我们测算公司2022年Q3组件单瓦净利约0.14元，环比提升0.03元，主要得益于1）产能持续爬坡释放使得各环节非硅成本均实现下降；2）公司盈利能力较好的N型组件产品开始交付；3）海外产能爬坡，向盈利能力较强的美国市场出货较顺利；4）公司费用控制持续向好，尤其是财务费用由于汇兑收益而大幅下降，但值得注意的是，即使剔除汇兑收益，公司Q3单瓦净利仍实现环比增长。

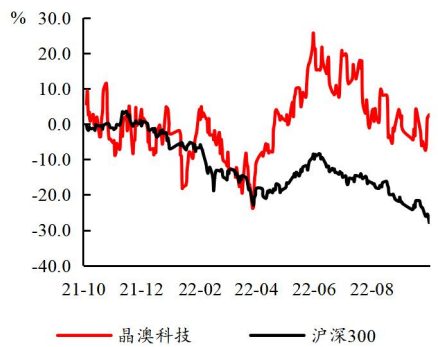
一体化产能持续扩张，N型产品陆续交付。公司持续扩张一体化产能，公司包头20GW拉晶及切片、越南2.5GW拉晶及切片、宁晋5GW切片和6GW电池、扬州10GW电池、曲靖10GW电池和5GW组件、邢台5GW组件、合肥11GW组件等新建项目均按计划推进。10月27日，公司发布公告拟对公司一体化产能进行扩建，投资建设项目包括邢台一车间5GW组件改造项目和合肥5GW组件项目，总投资额15.65亿元。公司不断完善一体化产能建设，预计到2022年底，公司硅片/电池片/组件产能将分别达到40/40/50GW；预计到2023年底，公司组件产能将达到75GW，一体化率维持在80%左右。从N型产能建设及进度来看，截至目前，宁晋1.3GW N型电池项目已投产，N型高效组件陆续开始交付。预计到2023年底，N型产能将超过27GW，N型产品出货占比约30%，N型产品出货占比提升有助于公司盈利能力进一步提升。

评级 推荐（维持）

## 报告作者

作者姓名	段小虎
资格证书	S1710521080001
电子邮箱	duanxh@easec.com.cn
联系人	柴梦婷
电子邮箱	chaimt@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	2355.14
流通A股/B股(百万股)	2355.14/0.00
资产负债率(%)	63.37
每股净资产(元)	10.68
市净率(倍)	6.25
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	101.70/60.25

## 相关研究

《【电新】晶澳科技（002459.SZ）：全球垂直一体化组件龙头，盈利能力业内领先\_20221021》2022.10.21

## 投资建议

考虑到公司领先的垂直一体化布局助力降本+技术+品牌+渠道优势，我们给予公司 2022/23/24 年 EPS 预测分别为 1.79/2.92/3.50 元/股，基于 10 月 29 日股价 66.78 元，对应 PE 为 37/23/19X，维持“推荐”评级。

## 风险提示

上游原材料价格波动；政策落地不及预期；新技术研发不及预期。

## 盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	41301.75	68501.54	91179.07	103802.70
增长率 (%)	59.80	65.86	33.11	13.84
归母净利润	2038.63	4207.04	6872.84	8246.37
增长率 (%)	35.31	106.37	63.37	19.98
EPS (元/股)	1.28	1.79	2.92	3.50
市盈率 (P/E)	72.42	37.38	22.88	19.07
市净率 (P/B)	13.24	7.33	5.55	4.30

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测（参考 10 月 29 日收盘价 66.78 元）

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>41301.75</b>	<b>68501.54</b>	<b>91179.07</b>	<b>103802.70</b>
%同比增速	59.80%	65.86%	33.11%	13.84%
营业成本	35259.77	58638.99	77429.10	87639.77
毛利	6041.99	9862.55	13749.97	16162.93
%营业收入	14.63%	14.40%	15.08%	15.57%
税金及附加	139.71	339.52	405.99	442.61
%营业收入	0.34%	0.50%	0.45%	0.43%
销售费用	735.67	1750.52	2035.40	2350.97
%营业收入	1.78%	2.56%	2.23%	2.26%
管理费用	1125.78	2028.70	2656.26	3008.29
%营业收入	2.73%	2.96%	2.91%	2.90%
研发费用	574.37	914.52	1230.64	1403.04
%营业收入	1.39%	1.34%	1.35%	1.35%
财务费用	813.47	116.32	77.27	23.09
%营业收入	1.97%	0.17%	0.08%	0.02%
资产减值损失	-605.99	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-19.49	0.00	0.00	0.00
其他收益	215.54	374.00	528.25	569.94
投资收益	425.28	351.39	789.96	833.55
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	23.71	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-91.85	-151.08	-230.72	-240.81
<b>营业利润</b>	<b>2600.18</b>	<b>5287.27</b>	<b>8431.89</b>	<b>10097.61</b>
%营业收入	6.30%	7.72%	9.25%	9.73%
营业外收支	-174.28	-131.51	-141.25	-143.51
<b>利润总额</b>	<b>2425.90</b>	<b>5155.76</b>	<b>8290.64</b>	<b>9954.10</b>
%营业收入	5.87%	7.53%	9.09%	9.59%
所得税费用	337.74	839.79	1239.34	1498.40
净利润	2088.16	4315.98	7051.30	8455.70
%营业收入	5.06%	6.30%	7.73%	8.15%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2038.63</b>	<b>4207.04</b>	<b>6872.84</b>	<b>8246.37</b>
%同比增速	35.31%	106.37%	63.37%	19.98%
少数股东损益	49.53	108.94	178.47	209.34
EPS (元/股)	1.28	1.79	2.92	3.50

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.28	1.79	2.92	3.50
BVPS	7.00	9.11	12.03	15.53
PE	72.42	37.38	22.88	19.07
PEG	2.05	0.35	0.36	0.95
PB	13.24	7.33	5.55	4.30
EV/EBITDA	23.40	26.36	16.24	13.06
ROE	12%	20%	24%	23%
ROIC	11%	14%	19%	19%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	13219	15216	20128	25747
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	5635	9874	12783	14624
存货	7957	12758	17225	19400
预付账款	1783	2469	3419	3904
其他流动资产	3035	4734	5690	6095
流动资产合计	31629	45050	59245	69771
长期股权投资	550	550	550	550
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	14225	16129	18091	20037
无形资产	1047	1283	1469	1662
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	962	962	962	962
其他非流动资产	8553	10055	11764	13551
<b>资产总计</b>	<b>56967</b>	<b>74029</b>	<b>92082</b>	<b>106533</b>
短期借款	7592	5690	4497	4478
应付票据及应付账款	13635	22120	29977	33633
预收账款	0	974	648	861
应付职工薪酬	489	964	1229	1379
应交税费	345	534	688	805
其他流动负债	10590	13542	18377	20849
流动负债合计	32651	43823	55416	62004
长期借款	1264	1690	1098	505
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	411	411	411	411
其他非流动负债	5924	6316	6316	6316
<b>负债合计</b>	<b>40250</b>	<b>52240</b>	<b>63241</b>	<b>69237</b>
归属于母公司的所有者权益	16494	21457	28330	36576
少数股东权益	223	332	511	720
<b>股东权益</b>	<b>16718</b>	<b>21789</b>	<b>28841</b>	<b>37296</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>56967</b>	<b>74029</b>	<b>92082</b>	<b>106533</b>

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3750</b>	<b>6663</b>	<b>11026</b>	<b>10685</b>
投资	-256	0	0	0
资本性支出	-5336	-4523	-4980	-5185
其他	1582	351	790	834
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4010</b>	<b>-4171</b>	<b>-4190</b>	<b>-4351</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	66	756	0	0
银行贷款增加(减少)	12342	-1477	-1785	-611
筹资成本	-665	-166	-139	-103
其他	-9572	392	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2171</b>	<b>-495</b>	<b>-1924</b>	<b>-715</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1800</b>	<b>1996</b>	<b>4912</b>	<b>5619</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**段小虎**，东亚前海证券新兴产业组首席与电新组首席，兼任海外首席。研究所助理总经理/执行董事。复旦大学与巴黎第一大学硕士。曾获2017年新财富第2名，水晶球奖第4名，中国证券业金牛分析师第4名；2018年新财富第4名，2018年Wind金牌分析师第3名。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>