

# 晶科能源 (688223.SH)

增持

N型 TOPCon 规模化出货，技术红利开始显现

## 核心观点

**营收利润大幅提升。**公司前三季度实现营业收入 527.72 亿元，同比+117%；实现归母净利润 16.76 亿元，同比+132%；实现扣非归母净利润 15.16 亿元，同比+417.6%。2022Q3 单季度实现营业收入 193.64 亿元，同比+127%，环比+3.4%；实现归母净利润 7.71 亿元，同比+394%，环比+53%；实现扣非归母净利润 7.13 亿元，同比+41.8%，环比+677.3%。

**出货量提升，盈利性改善。**公司 2022 前三季度组件出货量 28.5GW，已远超去年全年规模。Q3 公司组件出货量 10.3GW，其中 N 型 TOPCon 组件近 3GW。公司预计全年出货量在 41.5-43.5GW 之间，其中 Q4 出货预计为 13-15GW，预计其中 TOPCon 组件出货量约 6GW。2022 前三季度组件单瓦净利（归母净利润/出货量）约为 0.059 元/W，比去年全年提升 0.008 元/W，盈利能力有所改善。分季度来看，Q3 单瓦净利 0.075 元/W，环比大幅改善 0.025 元/W。单瓦盈利的提升，一方面得益于公司 topcon 电池开始放量出货，另一方面亦有 Q3 汇兑收益的贡献。

**产能规模增长，结构持续优化。**公司预计 2022 年底硅片/电池/组件产能分别为 65/55/70GW，较年初分别提升 97%/129%/56%。2022 年底 N 型 TOPCon 电池产能有望达到 35GW，占电池片总产能规模的比重超过 60%，且未来投产均为 N 型电池产能，后续 N 型占比仍会持续提升。产能规模的扩张和结构的优化，为公司后续出货和盈利增长奠定坚实基础。

**N 型 TOPCon 技术领军企业。**今年 10 月，公司再次刷新 TOPCon 电池实验室转换效率世界记录至 26.1%，此前纪录是晶科能源今年 4 月创造的 25.7%。截至 9 月底，公司的 N 型 TOPCon 电池的量产转换效率已经达到 25%，未来还会继续提升。产能投放方面，公司目前已有合肥一期 8GW 和海宁一期的 8GW 产能满产，合肥二期 8GW 目前在爬产中，海宁二期 11GW 预计在年底前投产。

**风险提示：**原材料价格下降不及预期；原材料供应紧缺对产能利用率的影响；光伏硅片行业竞争加剧的风险；局部地区疫情影响企业生产经营的风险。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“增持”评级。我们上调公司 2023、2024 年的盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 28.4/54.7/70.8 亿元（原预测为 28.4/52.9/61.5 亿元），同比增速 149.0%/92.4%/29.4%，当前股价对应 PE 为 57.3/29.8/23.0x。

## 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	82,843	99,222	107,635
(+/-%)	14.1%	20.5%	104.2%	19.8%	8.5%
净利润(百万元)	1042	1141	2842	5468	7075
(+/-%)	-24.6%	9.6%	149.0%	92.4%	29.4%
每股收益(元)	0.10	0.11	0.28	0.55	0.71
EBIT Margin	7.4%	6.3%	3.3%	6.3%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	8.3%	8.4%	11.1%	18.3%	19.9%
市盈率 (PE)	164.8	150.4	60.4	31.4	24.3
EV/EBITDA	55.3	55.3	37.3	21.0	16.8
市净率 (PB)	13.73	12.67	6.72	5.74	4.82

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：王昕宇

010-88005313

021-60375422

wangweiqi2@guosen.com.cn wangxinyu6@guosen.com.cn

S0980520080003

S0980522090002

### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	16.30 元
总市值/流通市值	163000/22820 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	692.79 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) - 组件出货高速增长，盈利能力稳中有升》——2022-08-28

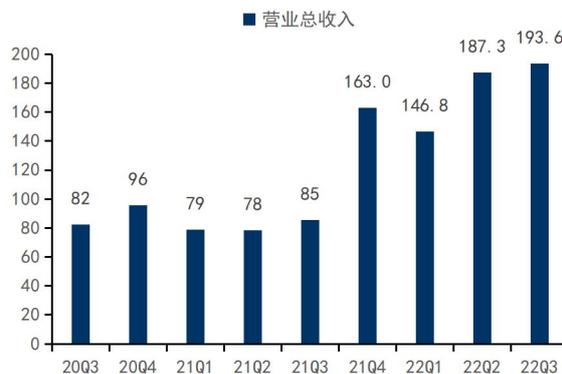
《晶科能源 (688223.SH) - 产能扩张提速，盈利能力提升》——2022-04-30

《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

**前三季度收入利润显著提升。**公司前三季度实现营业收入 527.72 亿元，同比+117%；实现归母净利润 16.76 亿元，同比+132%；实现扣非归母净利润 15.16 亿元，同比+417.6%。2022Q3 单季度实现营业收入 193.64 亿元，同比+127%，环比+3.4%；实现归母净利润 7.71 亿元，同比+394%，环比+53%；实现扣非归母净利润 7.13 亿元，同比+41.8%，环比+677.3%。

**图1：营业收入（亿元）及同比增速（右轴）**

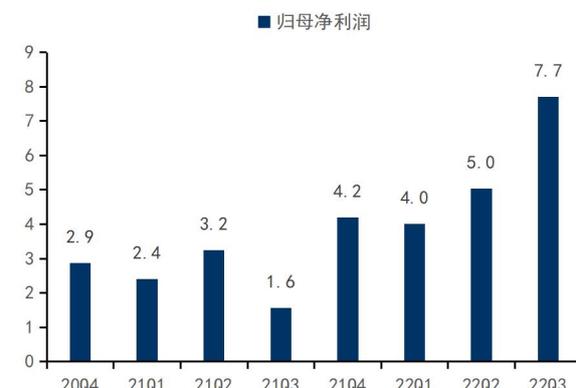

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：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：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：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

公司预计2022年底硅片/电池/组件产能分别为65/55/70GW,较年初的33/24/45GW大幅提升。2022年底N型TOPCon电池产能有望达到32GW,其中24GW处于满产状态,在N型TOPCon领域处于绝对领先地位。

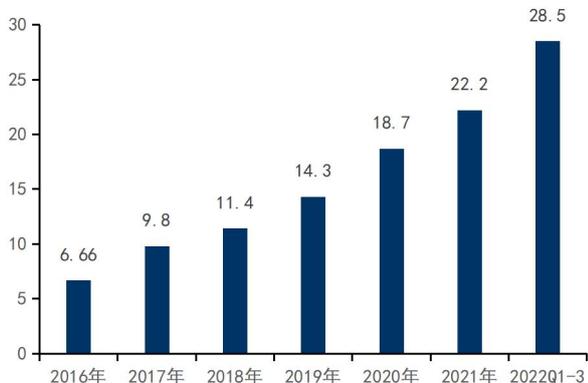
图5: 公司一体化产能情况 (GW)



资料来源: 公司公告、公司观望, 国信证券经济研究所整理

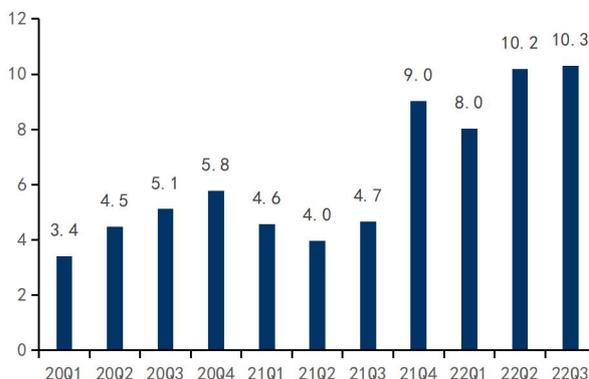
公司 2022 前三季度组件出货量 28.5GW, 已远超去年全年规模。Q3 公司组件出货量 10.3GW, 其中 N 型 TOPCon 组件近 3GW。公司预计全年出货量在 41.5-43.5GW 之间, 分解到 Q4 为 13-15GW, 预计其中 TOPCon 组件出货量约 6GW。

图6: 公司组件出货量 (GW)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司组件季度出货量 (GW)

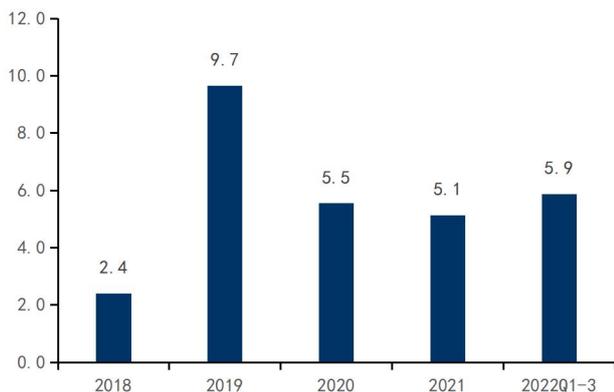


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 前三季度组件单瓦净利 (归母净利润/出货量) 约为 0.059 元/W, 比去年全年提升 0.008 元/W, 盈利能力有所改善。分季度来看, Q3 单瓦净利 0.075 元/W, 环比大幅改善 0.025 元/W。单瓦净利的提升, 一方面体现出 TOPCon 占比结构的提升, 另一方面也体现公司在财务费用方面的显著改善 (主要为汇兑收益, 年初上市后财务成本亦有边际改善)。

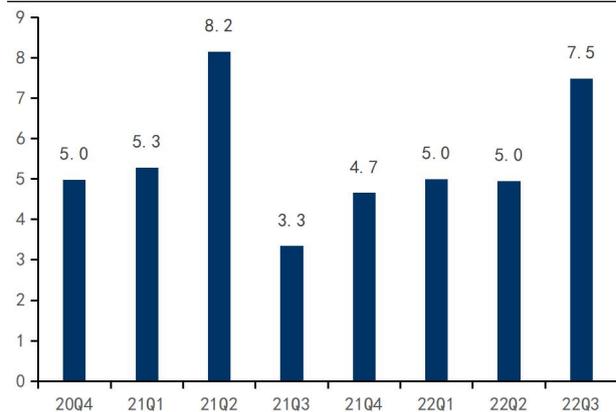
公司 Q3 汇兑收益约 5.3 亿元, Q3 单季度锁汇损失约 1.2 亿元, 由汇率产生的净损益约 4.1 亿元, 折合为单瓦 0.04 元/W; Q2 计入财务费用的汇兑收益约 3.9 亿元, Q2 单季度锁汇损失约 1.1 亿元, 由汇率产生的收益约 2.8 亿元, 折合为单瓦 0.028 元/W。因此由汇率变动带来的单瓦盈利 Q3 环比 Q2 提升 0.012 元/W。

图8: 公司单瓦净利 (元/W, 归母净利润/出货量)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司组件季度单瓦净利 (元/W, 归母净利润/出货量)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022Q1-3 公司综合毛利率 10.2%，比 2021 全年下降 1.0pct；销售净利率 4.0%，比 2021 全年提升 1.3pct。期间费用方面，2022 年前三季度销售费用率 2.7%，比 2022 年全年下降 0.1pct；管理费用率 2.3%，较 2021 全年提高 0.1pct；财务费用率 -0.7%，较 2021 全年降低 3.3pct。

图10: 公司销售毛利率和销售净利率



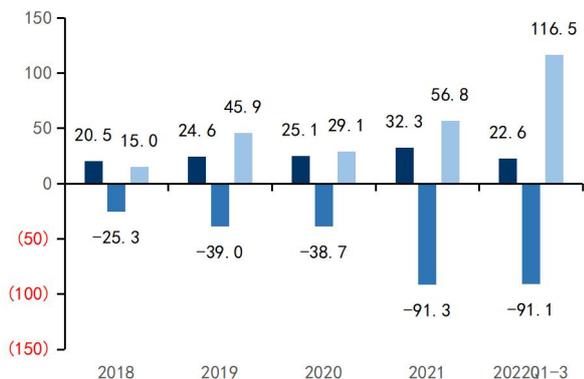
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司各项期间费用率 (%)

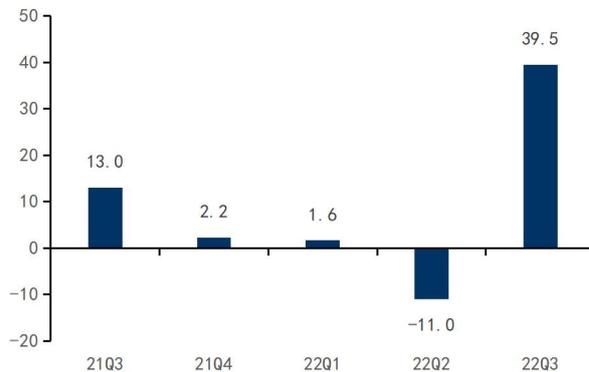


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年前三季度，公司经营净现金流 22.6 亿元，投资性净现金流 -91.1 亿元，融资性净现金流 116.5 亿元。大幅度的融资性净流入和投资性净流出体现出公司处在产能和业务规模快速扩张阶段。从季度经营性现金流情况来看，Q3 大幅改善，部分体现出上半年公司多个 topcon 产能处于投产、爬产状态，到 Q3 开始出货销售有所提升，经营性现金流相应改善。

**图12: 公司现金流情况 (亿元)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图13: 公司季度经营性现金流(亿元)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2022 年初上市后产能、出货快速扩张, 盈利能力逐步改善。公司在 N 型 TOPCon 方面的领先优势显著, 未来 topcon 组件的占比和盈利能力仍将继续提升, 推动公司整体单瓦盈利的增长。我们预计 2022/2023/2024 年出货量为 42.3/59.7/72.8GW, 同比增速 90.3%/41.3%/21.9%。

**表1: 晶科能源主营业务拆分**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>组件业务</b>						
出货量 (GW)	14.2	18.8	22.2	42.3	59.7	72.8
增速	30.0%	32.1%	18.3%	90.3%	41.3%	21.9%
收入 (百万元)	28284	32525	37663	79457	95385	103546
增速	20.4%	15.0%	15.8%	111.0%	20.0%	8.6%
毛利 (百万元)	5655	4874	5047	8666	13171	15590
增速	55.3%	-13.8%	3.5%	71.7%	52.0%	18.4%
毛利率	20.0%	15.0%	13.4%	10.9%	13.8%	15.1%
单瓦毛利 (元)	0.40	0.26	0.23	0.21	0.22	0.21
<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	400	380	380
增速	55.3%	-42.9%	154.8%	-65.3%	-5.0%	0.0%
毛利 (百万元)	165	70	240	90	80	80
增速	101.2%	-57.4%	242.0%	-62.5%	-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	80357	96245	104406
增速	20.8%	13.3%	18.6%	104.2%	19.8%	8.5%
毛利 (亿元)	5827	4962	5301	8806	13291	15710
增速	55.9%	-14.8%	6.8%	66.1%	50.9%	18.2%
毛利率	19.9%	14.9%	13.5%	11.0%	13.8%	15.0%

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。我们上调公司 2023、2024 年的盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润为 28.4/54.7/70.8 亿元 (原预测为 28.4/52.9/61.5 亿元), 同比增速 149.0%/92.4%/29.4%, 当前股价对应 PE 为 57.3/29.8/23.0x。

表2: 同类公司估值比较 (10月31日)

代码	简称	收盘价	EPS (元)			PE			PB	总市值 (亿元)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
688223.SH	晶科能源	16.30	0.28	0.55	0.71	57.3	29.8	23.0	6.4	1,630
601012.SH	隆基绿能	47.98	1.90	2.50	3.10	25.3	19.2	15.5	6.3	3,638
688599.SH	天合光能	66.43	1.65	2.81	3.53	40.3	23.6	18.8	5.9	1,440

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	25000	26000	27000	营业收入	33660	40570	82843	99222	107635
应收款项	6959	11803	22697	21747	23591	营业成本	28629	35135	73765	85520	91440
存货净额	8363	13250	19176	17556	18632	营业税金及附加	99	119	274	317	353
其他流动资产	2839	3994	4142	4961	5382	销售费用	895	891	2154	2580	2799
<b>流动资产合计</b>	<b>34503</b>	<b>47679</b>	<b>71044</b>	<b>70265</b>	<b>74606</b>	管理费用	841	1133	2200	2626	2844
固定资产	13193	19491	31731	33579	34219	研发费用	706	716	1712	1972	2101
无形资产及其他	796	1146	1100	1054	1008	财务费用	940	1062	(267)	672	522
投资性房地产	2033	4240	4240	4240	4240	投资收益	(30)	227	140	700	450
长期股权投资	9	315	715	1015	1015	资产减值及公允价值变动	(129)	(551)	(1000)	(300)	(200)
<b>资产总计</b>	<b>50535</b>	<b>72871</b>	<b>108830</b>	<b>110153</b>	<b>115087</b>	其他收入	(984)	(508)	(1712)	(1972)	(2101)
短期借款及交易性金融负债	8102	13391	20024	12561	10640	营业利润	1112	1397	2145	5935	7826
应付款项	16183	22922	38351	43891	46581	营业外净收支	69	(37)	1200	500	500
其他流动负债	5263	10491	11888	10658	9061	<b>利润总额</b>	<b>1182</b>	<b>1360</b>	<b>3345</b>	<b>6435</b>	<b>8326</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>29548</b>	<b>46804</b>	<b>70262</b>	<b>67109</b>	<b>66282</b>	所得税费用	139	219	502	965	1249
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>5468</b>	<b>7075</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>83273</b>	<b>80219</b>	<b>79492</b>	净利润	1042	1141	2842	5468	7075
少数股东权益	5	5	6	8	9	资产减值准备	(76)	181	303	74	20
股东权益	12509	13552	25551	29926	35586	折旧摊销	1307	1606	4093	5782	6829
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>50535</b>	<b>72871</b>	<b>108830</b>	<b>110153</b>	<b>115087</b>	公允价值变动损失	129	551	1000	300	200
						财务费用	940	1062	(267)	672	522
<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	162	6133	(2228)
每股收益	0.10	0.11	0.28	0.55	0.71	其它	76	(181)	(302)	(72)	(18)
每股红利	0.03	0.04	0.06	0.11	0.14	<b>经营活动现金流</b>	<b>4298</b>	<b>6387</b>	<b>8098</b>	<b>17684</b>	<b>11878</b>
每股净资产	1.25	1.36	2.56	2.99	3.56	资本开支	0	(7505)	(17590)	(7958)	(7642)
ROIC	15%	12%	11%	18%	22%	其它投资现金流	(296)	90	194	30	0
ROE	8%	8%	11%	18%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(293)</b>	<b>(7721)</b>	<b>(17796)</b>	<b>(8228)</b>	<b>(7642)</b>
毛利率	15%	13%	11%	14%	15%	权益性融资	(3)	0	9725	0	0
EBIT Margin	7%	6%	3%	6%	8%	负债净变化	13	3	500	100	100
EBITDA Margin	11%	10%	8%	12%	14%	支付股利、利息	(282)	(388)	(568)	(1094)	(1415)
收入增长	14%	21%	104%	20%	8%	其它融资现金流	(976)	4483	6633	(7463)	(1921)
净利润增长率	-25%	10%	149%	92%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1517)</b>	<b>3714</b>	<b>16290</b>	<b>(8457)</b>	<b>(3236)</b>
资产负债率	75%	81%	77%	73%	69%	<b>现金净变动</b>	<b>2487</b>	<b>2380</b>	<b>6591</b>	<b>1000</b>	<b>1000</b>
股息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	13542	16029	18409	25000	26000
P/E	164.8	150.4	60.4	31.4	24.3	货币资金的期末余额	16029	18409	25000	26000	27000
P/B	13.7	12.7	6.7	5.7	4.8	企业自由现金流	5323	(649)	(11008)	9233	3842
EV/EBITDA	55.3	55.3	37.3	21.0	16.8	权益自由现金流	4360	3837	(3648)	1299	1578

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。本报告仅供我公司客户使用，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