

# 晶科能源 (688223)

## 2022 年三季报点评：全年出货上调预期，TOPCon 持续领跑

买入 (维持)

2022 年 10 月 30 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

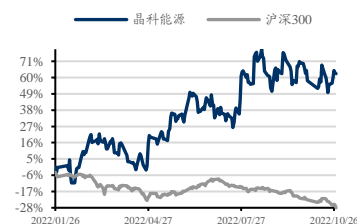
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	40,570	75,752	110,768	132,074
同比	21%	87%	46%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	1,141	2,725	5,490	7,528
同比	10%	139%	101%	37%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.11	0.27	0.55	0.75
P/E (现价&最新股本摊薄)	150.43	63.01	31.27	22.81

#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 2022Q1-3 实现营业收入 527.72 亿元，同增 117.40%；实现归属母公司净利润 16.76 亿元，同增 132.37%。其中 2022Q3，实现营业收入 193.64 亿元，同增 126.53%，环增 3.41%；实现归属母公司净利润 7.71 亿元，同增 393.93%，环增 52.96%。Q1-3 毛利率为 10.24%，同减 4.09pct，Q3 毛利率 10.22%，同减 4.09pct，环减 0.98pct；Q1-3 归母净利率为 3.18%，同增 0.20pct，Q3 归母净利率 3.98%，同增 2.16pct，环增 1.29pct；Q3 含汇兑收益 3 亿+及减值 1.6 亿，业绩超市场预期。
- **单瓦盈利持续改善，全年出货上调预期。**公司 2022Q1-3 组件出货 28.5GW，同增 92%；其中 Q3 出货 10.3GW，环比持平，国内占比提升至 45%，TOPCon 出货近 3GW。公司盈利能力持续改善，测算 Q3 单瓦净利约 7 分/w，环比提升 2 分；其中 PERC 单瓦盈利约 5-6 分，TOPCon 单瓦盈利约 9 分-1 毛，N 型溢价逐步显现。2022Q3 硅料价格坚挺，公司一体化率提升+加速薄片化提升单瓦盈利，制造端能力优异。展望 Q4，公司预计组件出货 13-15GW，其中 TOPCon 出货 5-6GW，受益于规模效应+实现一体化 P/N 同价，超额收益将进一步提升。因此上调公司全年出货至 41.5-43.5GW，其中 TOPCon 出货 10GW；23 年持续高增，我们预计组件出货增长 50%以上，N 型占比超 60%！
- **TOPCon 领跑者，一体化率不断提升。**公司 N 型一期 16GW 已实现满产，量产效率达 25%，良率达 98%（持平 PERC），研发效率再创记录达 26.1%。TOPCon 电池合肥二期 8GW 已投产爬坡，海宁二期 11GW 将于年底投产，我们预计 2023 年底量产效率达 25.7%（结合 SE 及技术优化）。西宁 20GW N 型拉棒产能于 Q4 投产，我们预计 2023 年初完成爬坡，N 型自供能力增强。参股新特内蒙古 10 万吨硅料我们预计 10 月满产，硅料保供并逐步贡献投资收益。我们预计 2022 年底硅片/电池/组件产能 65/55/70GW，一体化率持续提升，其中 N 型电池 30GW+，TOPCon 龙一地位稳固。
- **盈利预测与投资评级：**基于单瓦盈利持续改善，一体化率持续提升，我们上调盈利预测，我们预计公司 2022-2024 年归母净利至 27.25/54.90/75.28 亿元（前值为 27.25/51.58/75.15 亿元），同增 139%/101%/37%。基于公司 TOPCon 新技术领先地位，给予 2023 年 40xPE，对应目标价 22 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、政策不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.17
一年最低/最高价	8.50/19.35
市净率(倍)	6.75
流通 A 股市值(百万元)	24,038.00
总市值(百万元)	171,700.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.54
资产负债率(% ,LF)	77.05
总股本(百万股)	10,000.00
流通 A 股(百万股)	1,400.00

### 相关研究

《晶科能源(688223)：2022Q3 预告点评：TOPCon 渗透率快速提升，单瓦盈利持续改善》

2022-10-21

《晶科能源(688223)：2022 中报点评：组件出货重回第一，N 型放量在即》

2022-08-28

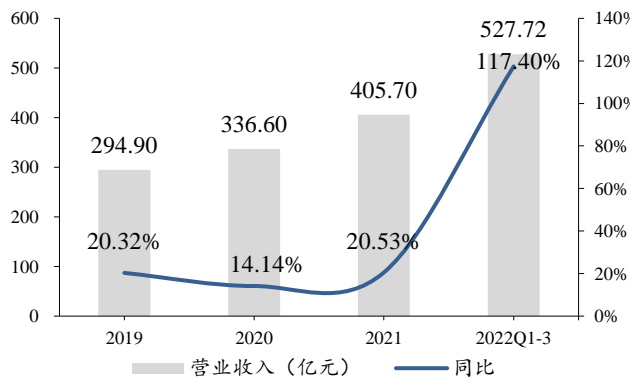
**事件:** 公司发布 2022 年三季度报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 527.72 亿元, 同增 117.40%; 实现归属母公司净利润 16.76 亿元, 同增 132.37%。其中 2022Q3, 实现营业收入 193.64 亿元, 同增 126.53%, 环增 3.41%; 实现归属母公司净利润 7.71 亿元, 同增 393.93%, 环增 52.96%。Q1-3 毛利率为 10.24%, 同减 4.09pct, Q3 毛利率 10.22%, 同减 4.09pct, 环减 0.98pct; Q1-3 归母净利率为 3.18%, 同增 0.20pct, Q3 归母净利率 3.98%, 同增 2.16pct, 环增 1.29pct; Q3 含汇兑收益 3 亿+及减值 1.6 亿, 业绩超市场预期。

**表1: 2022Q1-3 收入 527.72 亿元, 同比增长 117.40%; 盈利 16.76 亿元, 同比增长 132.37% (单位: 亿元)**

晶科能源	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	同比	2022Q2	环比
营业收入	527.72	242.74	117.4%	193.64	85.48	126.5%	187.26	3.4%
毛利率	10.2%	14.3%	-4.1%	10.2%	14.3%	-4.1%	11.2%	-1.0%
营业利润	19.81	9.24	114.4%	8.83	1.99	343.7%	6.62	33.3%
利润总额	19.52	9.03	116.1%	8.53	2.00	327.1%	6.62	29.0%
归属母公司净利润	16.76	7.21	132.4%	7.71	1.56	393.9%	5.04	53.0%
扣非归母净利润	15.16	0.92	1552.9%	7.13	0.92	677.3%	5.03	41.8%
归母净利率	3.2%	3.0%	0.2%	4.0%	1.8%	2.2%	2.7%	1.3%
股本	100.00	80.00	-	100.00	80.00	-	100.00	-
EPS	0.17	0.09	85.9%	0.08	0.02	295.1%	0.05	53.0%

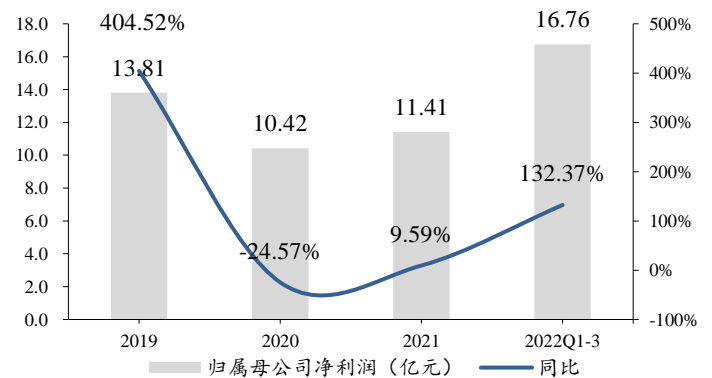
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2022Q1-3 收入 527.72 亿元, 同比+117.40%**



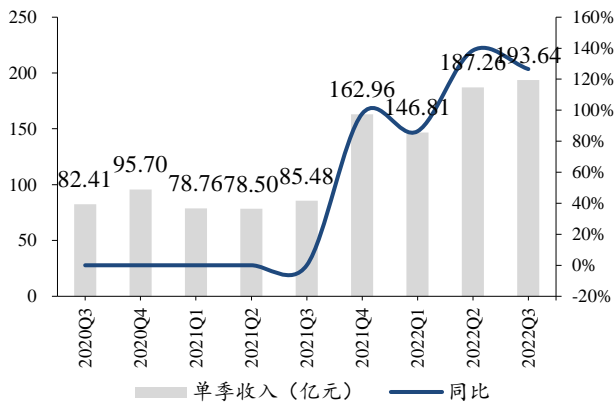
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2022Q1-3 归母净利润 16.76 亿元, 同比+132.37%**



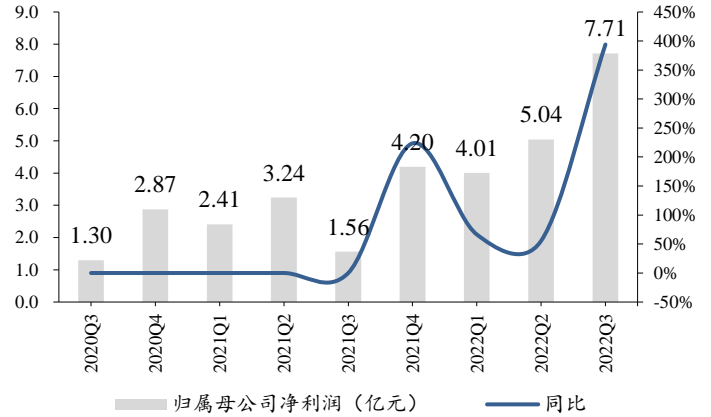
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 193.64 亿元, 同比+126.53%



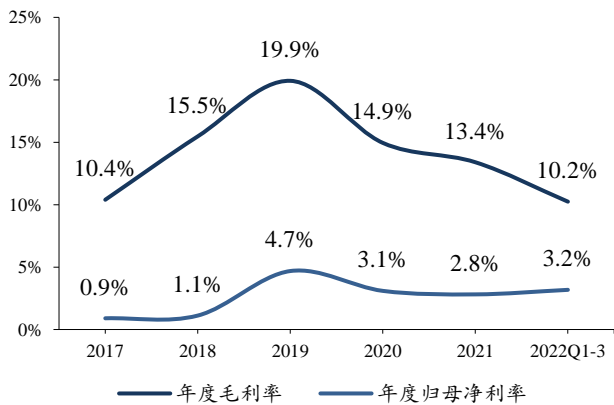
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q3 归母净利润 7.71 亿元, 同比+393.93%



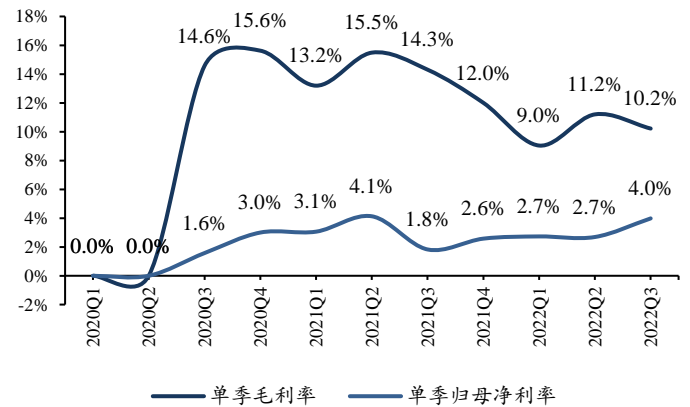
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-4.09、+0.2pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-4.09、+2.16pct



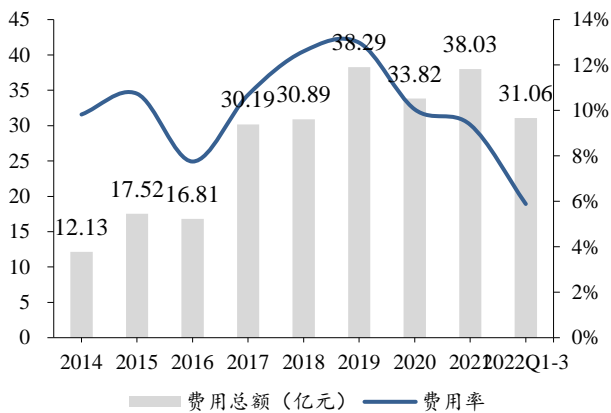
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**单瓦盈利持续改善、全年出货上调预期。**公司 2022Q1-3 组件出货 28.5GW, 同增 92%; 其中 Q3 出货 10.3GW, 环比持平, 国内占比提升至 45%, TOPCon 出货近 3GW。公司盈利能力持续改善, 测算 Q3 单瓦净利约 7 分/w, 环比提升 2 分; 其中 PERC 单瓦盈利约 5-6 分, TOPCon 单瓦盈利约 9 分-1 毛, N 型溢价逐步显现。2022Q3 硅料价格坚挺, 公司一体化率提升+加速薄片化提升单瓦盈利, 制造端能力优异。展望 Q4, 公司预计组件出货 13-15GW, 其中 TOPCon 出货 5-6GW, 受益于规模效应+实现一体化 P/N 同价, 超额收益将进一步提升。因此上调公司全年出货至 41.5-43.5GW, 其中 TOPCon 出货 10GW; 2023 年持续高增, 我们预计组件出货增长 50%以上, N 型占比超 60%!

**TOPCon 领跑者、一体化率不断提升。**公司 N 型一期 16GW 已实现满产，量产效率达 25%，良率达 98%（持平 PERC），研发效率再创记录达 26.1%。TOPCon 电池合肥二期 8GW 已投产爬坡，海宁二期 11GW 将于年底投产，我们预计 2023 年底量产效率达 25.7%（结合 SE 及技术优化）。西宁 20GW N 型拉棒产能于 Q4 投产，我们预计 2023 年初完成爬坡，N 型自供能力增强。参股新特内蒙古 10 万吨硅料我们预计 10 月满产，硅料保供并逐步贡献投资收益。我们预计 2022 年底硅片/电池/组件产能 65/55/70GW，一体化率持续提升，其中 N 型电池 30GW+，TOPCon 龙一地位稳固。

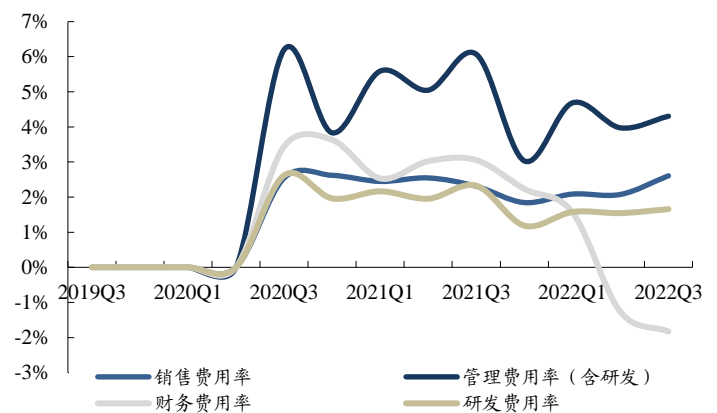
**期间费用率呈下降趋势，费用控制能力优秀。**公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 43.84% 至 31.06 亿元，期间费用率下降 5.01 个百分点至 5.89%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 103.40%、上升 67.16%、上升 61.04%、下降 151.66% 至 12.01 亿元、22.66 亿元、8.42 亿元、-3.61 亿元；费用率分别下降 0.16、1.29、0.56、3.56 个百分点至 2.27%、4.29%、1.60%、-0.68%。Q3，销售、管理、研发、财务费用分别同比+155.81%/+60.05%/+61.55%/-235.66%，费用率分别为 2.61%/4.31%/1.66%/-1.83%。

图7：2022Q1-3 期间费用 31.06 亿元，同比+43.84%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

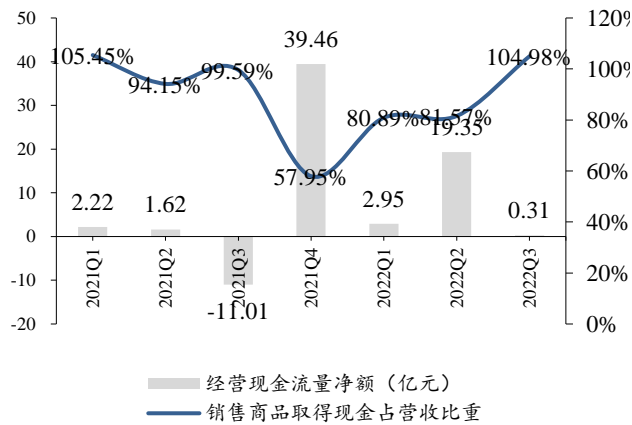
图8：2022Q3 期间费用率 4.63%，同比-5.12pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

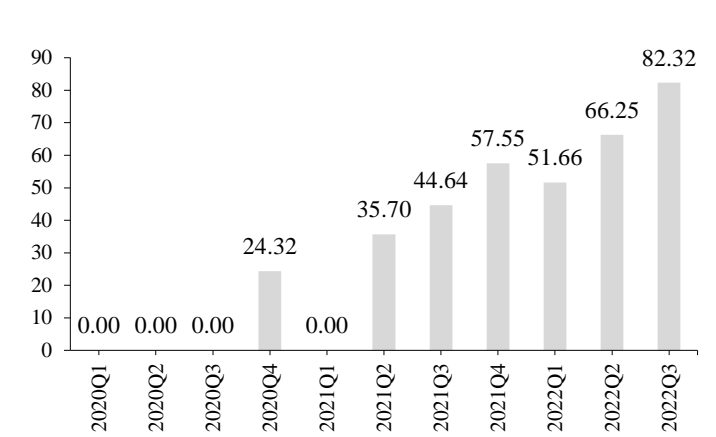
**经营性现金流大幅上升，销售所得现金增长明显。**公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流入 22.61 亿元，同比增长 415.14%，其中 2022Q3 经营活动现金流量净额 0.31 亿元；2022Q1-3 销售商品取得现金 474.78 亿元，同比增长 96.12%。期末合同负债 82.32 亿元，同比+84.41%。期末应收账款 114.19 亿元，较期初增长 42.26 亿元，应收账款周转天数下降 4.91 天至 47.61 天。期末存货 214.33 亿元，较期初上升 81.83 亿元；存货周转天数下降 11.87 天至 98.85 天。

图9: 2022Q3 现金净流入 0.31 亿元, 同比+102.82%



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:** 基于单瓦盈利持续改善, 一体化率持续提升, 我们上调盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润至 27.25/54.90/75.28 亿元 (前值为 27.25/51.58/75.15 亿元), 同增 139%/101%/37%。基于公司 TOPCon 新技术领先地位, 给予 2023 年 40xPE, 对应目标价 22 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 竞争加剧、政策不及预期等

## 晶科能源三大财务预测表

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>47,679</b>	<b>68,888</b>	<b>90,765</b>	<b>107,571</b>	<b>营业总收入</b>	<b>40,570</b>	<b>75,752</b>	<b>110,768</b>	<b>132,074</b>
货币资金及交易性金融资产	18,632	23,889	30,041	37,359	营业成本(含金融类)	35,135	66,883	96,145	114,417
经营性应收款项	13,609	19,960	23,536	27,506	税金及附加	119	197	277	264
存货	13,250	22,180	33,915	39,121	销售费用	891	1,667	2,382	2,813
合同资产	139	323	425	535	管理费用	1,133	2,121	3,046	3,566
其他流动资产	2,049	2,536	2,848	3,050	研发费用	716	1,288	1,883	2,377
<b>非流动资产</b>	<b>25,192</b>	<b>27,214</b>	<b>29,660</b>	<b>31,830</b>	财务费用	1,062	629	823	526
长期股权投资	315	466	695	885	加:其他收益	398	909	1,329	1,585
固定资产及使用权资产	18,005	18,993	20,036	21,083	投资净收益	227	161	332	330
在建工程	2,430	2,820	3,534	3,949	公允价值变动	71	-60	-120	-30
无形资产	1,146	1,718	2,179	2,696	减值损失	-460	-385	-265	-280
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-352	-341	-886	-660
长期待摊费用	592	492	542	592	<b>营业利润</b>	<b>1,397</b>	<b>3,253</b>	<b>6,602</b>	<b>9,055</b>
其他非流动资产	2,704	2,724	2,674	2,624	营业外净收支	-37	32	14	19
<b>资产总计</b>	<b>72,871</b>	<b>96,102</b>	<b>120,425</b>	<b>139,401</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,360</b>	<b>3,285</b>	<b>6,616</b>	<b>9,073</b>
<b>流动负债</b>	<b>46,804</b>	<b>66,999</b>	<b>85,870</b>	<b>97,405</b>	减:所得税	219	558	1,125	1,542
短期借款及一年内到期的非流动负债	13,391	11,091	9,791	8,791	<b>净利润</b>	<b>1,141</b>	<b>2,726</b>	<b>5,491</b>	<b>7,531</b>
经营性应付款项	22,922	41,227	53,213	61,356	减:少数股东损益	0	1	1	2
合同负债	5,755	8,318	15,383	19,451	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,141</b>	<b>2,725</b>	<b>5,490</b>	<b>7,528</b>
其他流动负债	4,736	6,363	7,484	7,808	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.11	0.27	0.55	0.75
非流动负债	12,510	12,720	12,830	12,940	EBIT	2,664	3,597	7,035	8,636
长期借款	399	409	419	429	EBITDA	4,518	5,569	9,260	10,939
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	13.40	11.71	13.20	13.37
租赁负债	615	815	915	1,015	归母净利率(%)	2.81	3.60	4.96	5.70
其他非流动负债	11,496	11,496	11,496	11,496	收入增长率(%)	20.53	86.72	46.23	19.23
<b>负债合计</b>	<b>59,314</b>	<b>79,719</b>	<b>98,700</b>	<b>110,346</b>	归母净利润增长率(%)	9.59	138.75	101.46	37.13
归属母公司股东权益	13,552	16,377	21,717	29,045					
少数股东权益	5	6	8	10					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,557</b>	<b>16,383</b>	<b>21,725</b>	<b>29,055</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>72,871</b>	<b>96,102</b>	<b>120,425</b>	<b>139,401</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	3,229	12,025	13,138	13,442	每股净资产(元)	1.69	2.05	2.71	3.63
投资活动现金流	-9,131	-4,187	-5,406	-4,864	最新发行在外股份(百万股)	10,000	10,000	10,000	10,000
筹资活动现金流	5,684	-2,483	-1,540	-1,210	ROIC(%)	9.13	10.54	18.97	19.87
现金净增加额	-252	5,356	6,192	7,368	ROE-摊薄(%)	8.42	16.64	25.28	25.92
折旧和摊销	1,854	1,972	2,225	2,303	资产负债率(%)	81.40	82.95	81.96	79.16
资本开支	-9,145	-3,316	-4,630	-4,025	P/E(现价&最新股本摊薄)	150.43	63.01	31.27	22.81
营运资本变动	-1,547	5,204	3,337	2,545	P/B(现价)	10.14	8.39	6.32	4.73

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>

