



买入（维持）

所属行业：电气设备
当前价格(元)：14.58

证券分析师

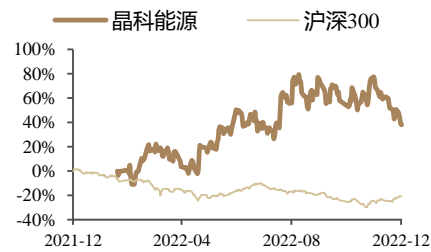
彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-22.20	-12.54	-21.57
相对涨幅(%)	-27.07	-16.59	-19.21

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《晶科能源（688223）前三季度业绩预告点评：N型占比提升，业绩高速增长》，2022.10.24
- 《晶科能源(688223.SH)：光伏一体化全球头部企业，N型先发优势释放》，2022.9.23

晶科能源：N型领先者，182TOPCon 电池转换效率再创新高

投资要点

- 事件：**晶科能源官微宣布，其研究院自主研发的182N型高效单晶硅电池技术取得重大突破，经权威第三方测试认证机构中国计量科学院检测实验室认证，全面积电池转化效率达到26.4%，又一次创造了182及以上尺寸大面积N型单晶钝化接触（TOPCon）电池转化效率的新高。
- 作为N型技术领军企业，晶科能源已累计22次打破电池效率和组件功率的世界记录。**截止到目前，晶科能源已累计22次打破电池效率和组件功率的世界记录。凭借公司在N型TOPCon领域的领先积累，在过去2年里，已连续7次打破N型TOPCon电池的世界记录。作为“N型时代”领跑者，晶科能源凭借行业领先的垂直一体化产业链布局，投产了行业最大N型TOPCon电池产能35GW，以及全球最大的N型拉晶产能20GW，随着未来产能的陆续释放，将有力支撑公司实现产品出货目标，加速行业N型商业化步伐。
- 公司N型组件性能优势明显，预计2023年公司出货产品中N型组件将成为主力，占比达到一半以上。**公司自主研发的基于N型TOPCon技术的Tiger Neo系列组件，目前最高功率已突破600W+，TOPCon电池量产效率已全线达到25%以上，优势明显，未来提效降本路径清晰，将持续保持领先水平。公司N型TOPCon技术相较于传统的PERC及同时期其他N型技术，实现了更高的量产效率和更优的量产成本。自产品发布以来，晶科能源N型TOPCon技术的Tiger Neo系列组件在海外及国内市场获得了广泛认可，订单不断。从目前N型市场需求旺盛的情况而言，2023出货N型组件将成为主力，占比达一半以上，有望成为助力中国“双碳目标”和全球能源转型的利器。
- 投资建议：**公司三季报中出货目标上调至41.5GW-43.5GW，产业链上游价格下降，并且公司采用瓦克多晶硅作为原料生产的组件已经获准进入美国市场。我们上调公司盈利预测，预计公司2022-2024年营业总收入为772.48/1138.98/1234.98亿元，同比增长90.4%/47.4%/8.4%，2022-2024年归母净利润为26.68/55.71/67.64亿元，同比增长133.8%/108.8%/21.4%，对应PE为54.64X/26.17X/21.56X，公司作为N型TOPCon的先行者，成本、规模、市场方面具有先发优势，维持“买入”评级。
- 风险提示：**行业政策变化风险；终端需求不足风险；行业技术路线变化风险。

股票数据

总股本(百万股)：	10,000.00
流通A股(百万股)：	1,400.00
52周内股价区间(元)：	9.41-18.92
总市值(百万元)：	145,800.00
总资产(百万元)：	110,836.95
每股净资产(元)：	2.54

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,660	40,570	77,248	113,898	123,498
(+/-)YOY(%)	14.1%	20.5%	90.4%	47.4%	8.4%
净利润(百万元)	1,042	1,141	2,668	5,571	6,764
(+/-)YOY(%)	-24.6%	9.6%	133.8%	108.8%	21.4%
全面摊薄EPS(元)	0.10	0.11	0.27	0.56	0.68
毛利率(%)	14.9%	13.4%	13.7%	14.4%	15.0%
净资产收益率(%)	8.3%	8.4%	10.4%	18.1%	18.3%

资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.27	0.56	0.68
每股净资产	1.69	2.57	3.08	3.69
每股经营现金流	0.40	0.80	0.68	1.22
每股股利	0.02	0.02	0.05	0.06
价值评估(倍)				
P/E	0.00	54.64	26.17	21.56
P/B	0.00	5.67	4.74	3.95
P/S	2.88	1.89	1.28	1.18
EV/EBITDA	-0.89	25.24	14.03	10.94
股息率%	—	0.2%	0.4%	0.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	13.4%	13.7%	14.4%	15.0%
净利润率	2.8%	3.5%	4.9%	5.5%
净资产收益率	8.4%	10.4%	18.1%	18.3%
资产回报率	1.6%	2.3%	4.1%	4.5%
投资回报率	8.0%	10.0%	14.8%	14.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.5%	90.4%	47.4%	8.4%
EBIT 增长率	12.9%	83.6%	74.2%	17.5%
净利润增长率	9.6%	133.8%	108.8%	21.4%
偿债能力指标				
资产负债率	81.4%	78.2%	77.6%	75.4%
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
现金比率	0.4	0.5	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	52.5	56.9	55.1	55.3
存货周转天数	110.7	97.1	99.8	100.7
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
固定资产周转率	2.4	4.4	6.3	6.7

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,141	2,668	5,571	6,764
少数股东损益	-0	0	0	0
非现金支出	2,314	118	105	83
非经营收益	1,320	930	1,236	1,300
营运资金变动	-1,547	4,302	-114	4,048
经营活动现金流	3,229	8,018	6,799	12,194
资产	-9,145	-662	-1,052	-1,105
投资	-465	0	0	0
其他	479	185	332	394
投资活动现金流	-9,131	-477	-720	-711
债权募资	4,532	1,930	2,297	2,527
股权募资	0	9,723	0	0
其他	1,152	-683	-1,045	-1,201
融资活动现金流	5,684	10,970	1,253	1,327
现金净流量	-252	18,511	7,331	12,810

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2022 年 12 月 8 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	40,570	77,248	113,898	123,498
营业成本	35,135	66,630	97,494	104,915
毛利率%	13.4%	13.7%	14.4%	15.0%
营业税金及附加	119	236	341	371
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	891	2,462	3,154	3,474
营业费用率%	2.2%	3.2%	2.8%	2.8%
管理费用	1,133	2,010	3,017	3,282
管理费用率%	2.8%	2.6%	2.6%	2.7%
研发费用	716	1,518	2,188	2,359
研发费用率%	1.8%	2.0%	1.9%	1.9%
EBIT	2,664	4,891	8,520	10,008
财务费用	1,062	1,269	1,247	1,346
财务费用率%	2.6%	1.6%	1.1%	1.1%
资产减值损失	-621	-49	-57	-49
投资收益	227	185	332	394
营业利润	1,397	3,070	6,472	7,878
营业外收支	-37	27	24	24
利润总额	1,360	3,097	6,496	7,902
EBITDA	4,518	4,961	8,568	10,042
所得税	219	428	925	1,139
有效所得税率%	16.1%	13.8%	14.2%	14.4%
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,141	2,668	5,571	6,764

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	18,409	36,920	44,251	57,061
应收账款及应收票据	11,137	23,939	26,552	28,448
存货	13,250	22,686	31,379	27,328
其它流动资产	4,883	9,357	10,391	12,522
流动资产合计	47,679	92,901	112,573	125,358
长期股权投资	315	315	315	315
固定资产	17,062	17,672	18,077	18,352
在建工程	2,430	1,701	1,191	833
无形资产	1,146	1,146	1,146	1,146
非流动资产合计	25,192	25,074	24,969	24,886
资产总计	72,871	117,975	137,541	150,244
短期借款	11,690	13,620	15,917	18,445
应付票据及应付账款	22,922	50,874	56,844	59,308
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	12,192	15,253	21,509	23,068
流动负债合计	46,804	79,746	94,270	100,821
长期借款	399	399	399	399
其它长期负债	12,111	12,111	12,111	12,111
非流动负债合计	12,510	12,510	12,510	12,510
负债总计	59,314	92,256	106,780	113,332
实收资本	8,000	10,000	10,000	10,000
普通股股东权益	13,552	25,713	30,756	36,907
少数股东权益	5	5	5	5
负债和所有者权益合计	72,871	117,975	137,541	150,244

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。