

晶科能源 (688223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

TOPCon 出货快速增长，技术领先保障盈利

高位

业绩简评

8月14日公司发布2023年中报，上半年实现营收536亿元，同增61%，实现归母净利润38.43亿元，同增325%；其中Q2实现归母净利润21.85亿元，同增334%、环增32%；实现扣非归母净利23.15亿元，同增361%、环增90%，非经常损益为政府补助及锁汇损失。公司同时发布定增计划，拟募资不超过97亿元用于山西晶科一体化大基地年产28GW拉晶/切片/高效电池/组件项目。

经营分析

TOPCon 出货快速增长，龙头地位稳固。上半年公司实现出货33.1GW（组件出货30.8GW），产业链价格大幅波动、终端需求观望背景下凭借产品优势出货持续高增。上半年公司N型组件出货16.4GW，Q2出货10.4GW，环比大幅增长73%，出货占比提升至58%。随着上游原材料价格稳定带动终端需求启动，预计下半年公司TOPCon出货继续快速增长，支撑公司实现出货量及份额的持续提升，公司上调2023年出货预期至70-75GW，其中N型占比60%，预计Q3出货19-21GW，龙头地位稳固。

TOPCon 占比提升拉动盈利增长，一体化组件盈利有望维持高位。二季度公司毛利率环比提升2.44PCT至16.23%，剔除正向的汇兑及负向的减值影响，同时考虑Q2公司美国组件通关顺畅带来滞港费改善，测算公司组件盈利能力环比显著提升，主要因高盈利TOPCon组件占比提升。考虑到TOPCon组件效率及功率优势，后续TOPCon出货占比提升，公司有望在组件降价周期中凭借产品及技术优势维持较高的盈利能力。

TOPCon 超额利润贡献进入收获期，加码 N 型一体化产能巩固竞争优势。公司在TOPCon技术研发及量产方面全面领先同业，截至报告期末已投产TOPCon电池产能55GW，公司上调2023年末硅片/电池/组件产能指引至85/90/110，其中TOPCon电池片产能占比超过75%，充分把握高效TOPCon产品红利期。公司同时积极建设山西年产28GW一体化组件项目，进一步巩固N型竞争优势。

盈利预测、估值与评级

公司有望凭借行业领先的TOPCon布局持续进行盈利扩张，在降价周期中更易分享超额利润，助力公司实现高于同业的利润增速。上调23-25年净利润预测至81(+15%)、98(+8%)、121(+2%)亿元，当前股价对应PE分别为15/12/10倍，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化；新技术进展不及预期；人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaooy@gjzq.com.cn

联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价(人民币)：11.84元

相关报告：

- 《晶科能源公司点评：出货快速增长，TOPCon 超额盈利持续兑现》，2023.4.29
- 《晶科能源2022业绩快报点评：业绩贴预告上限，TOPCon超...》，2023.2.28
- 《单瓦盈利持续提升，TOPCon 进入放量收获期-晶科能源 22Q...》，2022.10.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	40,570	82,676	106,366	126,430	161,200
营业收入增长率	20.53%	103.79%	28.65%	18.86%	27.50%
归母净利润(百万元)	1,141	2,936	8,053	9,836	12,101
归母净利润增长率	9.59%	157.24%	174.25%	22.15%	23.02%
摊薄每股收益(元)	0.143	0.294	0.805	0.984	1.210
每股经营性现金流净额	0.40	0.41	0.91	1.68	2.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.42%	11.00%	24.71%	26.28%	27.08%
P/E	0.00	49.89	14.70	12.04	9.78
P/B	0.00	5.49	3.63	3.16	2.65

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	33,660	40,570	82,676	106,366	126,430	161,200		货币资金	16,029	18,409	19,985	14,075	16,668	21,303
增长率	20.5%	103.8%	28.7%	18.9%	27.5%		应收账款	7,428	12,273	24,425	26,529	31,169	39,741	
主营业务成本	-28,629	-35,135	-74,037	-89,562	#####	#####	存货	8,363	13,250	17,450	20,231	24,347	31,131	
%销售收入	85.1%	86.6%	89.6%	84.2%	84.4%	84.6%	其他流动资产	2,684	3,747	5,386	8,032	8,797	10,126	
毛利	5,030	5,435	8,639	16,805	19,749	24,790	流动资产	34,503	47,679	67,247	68,868	80,981	102,301	
%销售收入	14.9%	13.4%	10.4%	15.8%	15.6%	15.4%	%总资产	68.3%	65.4%	63.7%	58.2%	57.7%	60.2%	
营业税金及附加	-99	-119	-218	-340	-392	-484	长期投资	723	1,046	1,748	1,583	1,783	1,983	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	13,193	19,491	31,924	42,080	51,137	58,793	
销售费用	-895	-891	-2,166	-2,446	-2,908	-3,708	%总资产	26.1%	26.7%	30.2%	35.6%	36.5%	34.6%	
%销售收入	2.7%	2.2%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	无形资产	1,159	1,738	2,161	2,716	3,263	3,804	
管理费用	-841	-1,133	-1,914	-2,340	-2,781	-3,546	非流动资产	16,032	25,192	38,393	49,421	59,286	67,740	
%销售收入	2.5%	2.8%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	%总资产	31.7%	34.6%	36.3%	41.8%	42.3%	39.8%	
研发费用	-706	-716	-1,199	-1,595	-1,896	-2,418	资产总计	50,535	72,871	105,639	118,289	140,267	170,041	
%销售收入	2.1%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	短期借款	8,102	13,391	11,567	6,978	14,208	19,662	
息税前利润(EBIT)	2,489	2,575	3,142	10,082	11,771	14,634	应付款项	16,716	23,864	35,860	40,334	48,044	61,432	
%销售收入	7.4%	6.3%	3.8%	9.5%	9.3%	9.1%	其他流动负债	4,730	9,549	14,361	14,026	15,910	19,029	
财务费用	-940	-1,062	234	-390	-666	-846	流动负债	29,548	46,804	61,789	61,338	78,161	100,124	
%销售收入	2.8%	2.6%	-0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	长期贷款	396	399	3,179	2,823	2,823	2,823	
资产减值损失	-279	-460	-919	-1,328	-554	-572	其他长期负债	1,101	12,111	13,982	21,546	21,859	22,410	
公允价值变动收益	165	71	56	39	0	0	负债	31,045	59,314	78,949	85,707	102,844	125,357	
投资收益	-30	227	-67	200	150	150	普通股股东权益	12,509	13,552	26,690	32,583	37,423	44,684	
%税前利润	n.a	16.7%	n.a	2.1%	1.3%	1.1%	其中：股本	8,000	8,000	10,000	10,000	10,000	10,000	
营业利润	1,112	1,397	3,156	9,504	11,602	14,266	未分配利润	4,013	5,113	7,695	12,526	18,428	25,688	
营业利润率	3.3%	3.4%	3.8%	8.9%	9.2%	8.8%	少数股东权益	5	5	0	0	0	0	
营业外收支	69	-37	-29	-30	-30	-30	负债股东权益合计	43,559	72,871	105,639	118,289	140,267	170,041	
税前利润	1,182	1,360	3,127	9,474	11,572	14,236								
利润率	3.5%	3.4%	3.8%	8.9%	9.2%	8.8%								
所得税	-139	-219	-191	-1,421	-1,736	-2,135								
所得税率	11.8%	16.1%	6.1%	15.0%	15.0%	15.0%								
净利润	1,043	1,141	2,936	8,053	9,836	12,101								
少数股东损益	1	0	0	0	0	0								
归属母公司净利润	1,042	1,141	2,936	8,053	9,836	12,101								
净利率	3.1%	2.8%	3.6%	7.6%	7.8%	7.5%								
现金流量表（人民币百万元）							比率分析							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
净利润	1,043	1,141	2,936	8,053	9,836	12,101	每股指标							
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	每股收益	0.130	0.143	0.294	0.805	0.984	1.210	
非现金支出	1,701	2,314	4,015	5,238	5,870	7,298	每股净资产	1.564	1.694	2.669	3.258	3.742	4.468	
非经营收益	1,233	1,320	-255	245	953	1,206	每股经营现金净流	0.313	0.404	0.408	0.911	1.680	2.071	
营运资金变动	-1,469	-1,547	-2,613	-4,424	140	108	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.322	0.393	0.484	
经营活动现金净流	2,508	3,229	4,084	9,111	16,799	20,712								
资本开支	-3,880	-9,145	-14,235	-15,552	-15,310	-15,310	回报率							
投资	-13	-465	-465	-185	-200	-200	净资产收益率	8.33%	8.42%	11.00%	24.71%	26.28%	27.08%	
其他	26	479	-144	685	150	150	总资产收益率	2.39%	1.57%	2.78%	6.81%	7.01%	7.12%	
投资活动现金净流	-3,867	-9,131	-14,844	-15,053	-15,360	-15,360	投入资本收益率	10.35%	7.85%	7.11%	16.67%	15.76%	16.33%	
股权筹资	3,875	0	9,770	1,061	-1,061	0	增长率							
债权筹资	-917	4,532	1,379	3,060	7,230	5,455	主营业务收入增长率	14.14%	20.53%	103.79%	28.65%	18.86%	27.50%	
其他	-50	1,152	536	-3,952	-4,907	-6,066	EBIT增长率	8.28%	3.45%	22.00%	220.92%	16.75%	24.32%	
筹资活动现金净流	2,908	5,684	11,685	170	1,261	-612	净利润增长率	-24.57%	9.59%	157.24%	174.25%	22.15%	23.02%	
现金净流量	1,547	-252	1,153	-5,772	2,700	4,740	总资产增长率	6.01%	67.29%	44.97%	11.97%	18.58%	21.23%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

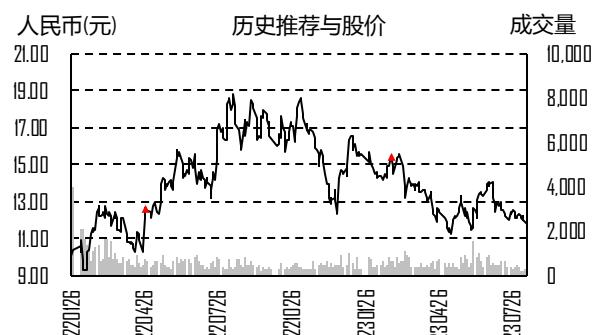
3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-25	买入	12.06~12.06	
2	2022-04-24	买入	10.69	N/A
3	2022-04-29	买入	12.79	N/A
4	2022-08-28	买入	15.93	N/A
5	2022-10-30	买入	17.17	N/A
6	2023-02-28	买入	15.61	N/A
7	2023-04-29	买入	12.52	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806