

N 型占比提升增厚盈利，一体化产能持续扩张

➤ **事件：**2023 年 8 月 14 日，公司发布 23 年半年报。23 年上半年公司实现营收 536.24 亿元，同比+60.52%；实现归母净利 38.43 亿元，同比+324.58%；实现扣非归母净利 35.36 亿元，同比+340.34%。

分季度来看，23Q2 公司实现营收 304.72 亿元，同比+62.72%，环比+31.61%；实现归母净利 21.85 亿元，同比+333.52%，环比 31.79%；实现扣非归母净利 23.15 亿元，同比+360.52%，环比 89.60%。公司上半年业绩超预期的原因主要是 N 型 TOPCon 出货占比和一体化率的提升带来的利润增长。

➤ **出货量行业领先，N 型占比稳步提升。**23 年上半年公司光伏产品出货 33.1GW，组件出货量达到 30.8GW，销售规模维持行业领先地位，其中，N 型组件出货量达到 16.4GW，占比达到 53%，与 22 年全年相比提升 29Pcts。根据公司公告，预计 23Q3 组件出货量将达到 19-21GW，全年将实现 70-75GW 的组件出货，N 型组件出货占比将进一步提升至 60%，N 型产品相对 P 型享有溢价，占比的提升将有望增厚公司盈利。

➤ **一体化产能扩张促进降本增效，巩固 N 型领先地位。**根据公司公告，预计 23 年底硅片、电池片的产能将达到 85/90/110GW，其中 N 型产能占比将突破 75%。此外，公司计划在山西建立 56GW 的垂直一体化大基地项目，建成后将成为全球最大的 N 型一体化生产基地，该项目将分四期进行，每期 14GW，公司预计一、二期将在 24 年 Q1-Q2 投产，三、四期将于 25 年投产，该项目有望通过智能化管理，进一步优化公司生产效率，降低生产和运输成本，扩大公司 N 型产品先进产能优势。

➤ **全球化布局持续推进，规避贸易风险。**公司坚持全球化布局，在保持中国、美国和欧洲等主流市场领先地位的同时，积极布局东南亚、拉美和中东等新兴市场。产能方面，公司进一步扩张东南亚工厂的一体化产能，根据公司公告，预计 23 年底在东南亚的垂直一体化产能将超过 12GW，此外，公司在佛罗里达的 1GW N 型组件产能也处于布局阶段，产能的全球化有助于公司进一步规避贸易风险，为公司的海外市场扩张提供保障。

➤ **投资建议：**我们预计公司 23-25 年实现营收 1164/1239/1435 亿元；归母净利润分别为 73.28/88.67/110.15 亿元；对应 8 月 15 日收盘价，PE 为 14x/12x/9x。公司为 TOPCon 领先企业，N 型出货占比提升与一体化产能持续扩张有望增厚盈利，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**公司产能扩张不及预期、下游装机需求不及预期、行业竞争超预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	82676	116441	123895	143504
增长率（%）	103.8	40.8	6.4	15.8
归属母公司股东净利润（百万元）	2936	7328	8867	11015
增长率（%）	157.2	149.6	21.0	24.2
每股收益（元）	0.29	0.73	0.89	1.10
PE	35	14	12	9
PB	3.9	3.1	2.5	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.84 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1. 晶科能源 (688223.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评：业绩维持高增速，N 型占比有望持续提升-2023/05/02

2. 晶科能源 (688223.SH) 2022 年三季报点评：Q3 业绩亮眼，N 型组件量产红利逐步释放-2022/10/31

3. 晶科能源 (688223.SH) 2022 年半年报点评：业绩稳步提升，N 型 TOPCon 加速进击-2022/08/29

4. 晶科能源 (688223.SH) 2021 年年报及 2022Q1 业绩预告点评：盈利能力加速提升，N 型 TOPCon 进展顺利-2022/04/23

5. 晶科能源 (688223.SH) 点评报告：一体化组件领先企业，N 型引领行业技术变革-2022/02/13

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	82676	116441	123895	143504
营业成本	74037	98645	104673	121112
营业税金及附加	218	384	409	474
销售费用	2166	2678	2788	3157
管理费用	1914	2562	2701	3100
研发费用	1199	1805	1920	2224
EBIT	3537	11532	12644	14873
财务费用	-234	556	591	523
资产减值损失	-857	-1300	-300	-100
投资收益	-51	0	0	0
营业利润	3156	9210	11133	13819
营业外收支	-29	-50	-50	-50
利润总额	3127	9160	11083	13769
所得税	191	1832	2217	2754
净利润	2936	7328	8867	11015
归属于母公司净利润	2936	7328	8867	11015
EBITDA	6634	14830	15985	18480

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19985	29627	40214	50607
应收账款及票据	20950	23612	25123	29099
预付款项	3629	4932	4187	4844
存货	17450	22959	25511	29797
其他流动资产	5233	7230	7564	8441
流动资产合计	67247	88359	102599	122789
长期股权投资	1145	1285	1335	1385
固定资产	30438	38511	39813	40712
无形资产	1511	1811	2011	2211
非流动资产合计	38393	46034	47312	48315
资产合计	105639	134393	149911	171104
短期借款	10131	12631	12631	12631
应付账款及票据	35742	48517	51623	59793
其他流动负债	15915	20956	24002	25709
流动负债合计	61789	82104	88256	98134
长期借款	3179	5179	5679	5979
其他长期负债	13982	13982	13982	13982
非流动负债合计	17161	19161	19661	19961
负债合计	78949	101265	107917	118094
股本	10000	10000	10000	10000
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	26690	33128	41994	53010
负债和股东权益合计	105639	134393	149911	171104

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	103.79	40.84	6.40	15.83
EBIT 增长率	32.78	225.99	9.64	17.63
净利润增长率	157.24	149.57	21.00	24.23
盈利能力 (%)				
毛利率	10.45	15.28	15.52	15.60
净利润率	3.55	6.29	7.16	7.68
总资产收益率 ROA	2.78	5.45	5.91	6.44
净资产收益率 ROE	11.00	22.12	21.11	20.78
偿债能力				
流动比率	1.09	1.08	1.16	1.25
速动比率	0.72	0.71	0.80	0.87
现金比率	0.32	0.36	0.46	0.52
资产负债率 (%)	74.73	75.35	71.99	69.02
经营效率				
应收账款周转天数	51.79	55.00	55.00	55.00
存货周转天数	74.64	75.00	75.00	75.00
总资产周转率	0.93	0.97	0.87	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.73	0.89	1.10
每股净资产	2.67	3.31	4.20	5.30
每股经营现金流	0.41	1.82	1.62	1.60
每股股利	0.09	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	35	14	12	9
PB	3.9	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	15.38	6.88	6.38	5.52
股息收益率 (%)	0.85	2.40	2.40	2.40
现金流量表 (百万元)				
净利润	2936	7328	8867	11015
折旧和摊销	3097	3298	3341	3607
营运资金变动	-2613	5001	2199	-18
经营活动现金流	4084	18159	16205	16029
资本开支	-14235	-11816	-5169	-4981
投资	-465	394	-100	-100
投资活动现金流	-14844	-11412	-5289	-5091
股权募资	9770	0	0	0
债务募资	1379	4500	500	300
筹资活动现金流	11685	2894	-328	-545
现金净流量	1153	9641	10587	10394

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026