

2023年08月17日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# TOPCon 盈利水平坚挺，一体化产能规模再扩张

## —晶科能源 (688223.SH) 公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：张涵 S1050521110008

zhanghan3@cfsc.com.cn

联系人：罗笛箫 S1050122110005

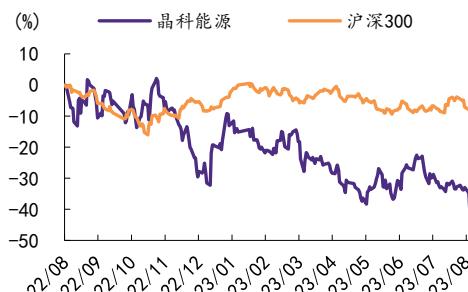
luodx@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-08-16

当前股价 (元)	10.45
总市值 (亿元)	1045
总股本 (百万股)	10000
流通股本 (百万股)	1960
52周价格范围 (元)	10.42-18.74
日均成交额 (百万元)	665.16

### 市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

### 相关研究

1. 《华鑫证券\*公司报告\*晶科能源 (688223)：一季度单瓦盈利能力提升，电池产能扩张提速 \*20220503\*张涵》2022-05-03

晶科能源发布 2023 年半年度报告：2023H1 公司实现营业收入 536.24 亿元，同比增长 60.52%；实现归母净利润 38.43 亿元，同比增长 324.58%。

### 投资要点

#### ■ 2023H1 业绩强势增长

2023H1，公司实现营收 536.24 亿元，同比增长 60.52%，实现归母净利润 38.43 亿元，同比增长 324.58%；毛利率为 15.18%，同比提高 4.93pct；净利率为 7.17%，同比提高 4.46pct；销售费用率同比提高 0.04pct，管理/财务/研发费用率分别同比下降 0.64/1.75/0.03pct；实现汇兑收益 13.20 亿元；计提资产减值 12.46 亿元（其中库存减值 6.37 亿元），计提的设备减值主要为小尺寸产能减值，同时由于 Q2 硅料价格下行带动组件价格回落，对库存计提减值。总体来看，公司 H1 业绩大幅增长主要由于组件出货放量，N 型产品占比提升+溢价坚挺，同时受益于人民币贬值带来的汇兑收益增长。

2022Q2，公司实现营收 304.72 亿元，同比增长 62.72%，环比增长 31.61%；实现归母净利润 21.85 亿元，同比增长 333.52%，环比增长 31.77%；毛利率为 16.23%，环比 Q1 提高 2.44pct；净利率为 7.17%，环比 Q1 持平。

#### ■ 出货行业领先，上调全年目标，TOPCon 盈利坚挺

出货方面，公司上半年销售光伏产品 33.1GW，其中组件约 30.8GW，N 型占比在一半以上（约 16.4GW）；Q2 销售光伏产品 18.6GW，其中组件约 17.8GW。公司预期下半年产业链价格企稳、终端需求持续释放、新建 N 型产能顺利投产，将全年组件出货目标上修至 70~75GW（预计 N 型占比将达 6 成），其中 Q3 组件出货 19~21GW，目前公司在手订单对出货目标的覆盖度已超 80%。

价格方面，公司上半年组件均价约 1.67 元/W（不含税），N 型产品较 P 型保持较高溢价。产品结构升级和 TOPCon 的坚挺溢价保障了公司的盈利水平。

#### ■ 坚定 N 型 TOPCon 路线不动摇，一体化产能再扩张

截至 2023H1 末，公司已投产约 55GW 的 N 型 TOPCon 电池产能，TOPCon 电池大规模量产效率已达 25.5%，良率与 PERC 电池基本持平，182mm 72 版型 TOPCon 组件主流出货功率已达

575~580W。目前公司 P 型产能占比相对较小，资产结构行业领先，同时公司进一步上修 2023 年末硅片、电池片和组件产能目标至 85GW、90GW、110GW，其中电池产能中的 N 型占比预计将超过 75%。

公司与山西转型综合改革示范区管理委员会签订投资协议，规划建设年产 56GW 垂直一体化大基地项目。项目具有区域辐射广、港口运输便捷、电力成本低、数字化增效快、人力成本少、碳足迹溯源明确等优势，分 4 期，建设周期约 2 年，每期建设拉棒、切片、电池片、组件各 14GW。公司已公布定增预案，拟定增募资不超过 97 亿元用于建设山西大基地一、二期的各 28GW 拉棒、组件、切片、电池片项目及补充流动资金或偿还银行借款。

## ■ 维持高水平出口占比，海外产能同步扩张

出货方面，公司在紧盯中美欧等主要光伏市场的同时，也积极布局东南亚、拉美及中东地区等新兴市场，上半年公司组件产品海外销售占比超过 60%；聚焦美国市场来看，公司 Q2 对美出货环比 Q1 上升，公司预计全年美国出货占比维持在 5%~10%，出货量维持季度环比提升趋势。

产能方面，公司预计至 2023 年年底在东南亚拥有超 12GW 的硅片、电池片、组件一体化产能，同时积极关注包括美国佛罗里达 1GW N 型组件在内的海外扩产机会。

## ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 1095.14、1266.14、1553.94 亿元，EPS 分别为 0.74、0.95、1.17 元（未考虑增发影响），当前股价对应 PE 分别为 14.1、11.1、8.9 倍，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

需求不及预期风险；毛利率下降风险；原材料价格上涨风险；产能扩张不及预期风险；海外市场开拓不及预期风险；增发进展不及预期风险；大盘系统性风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	82,676	109,514	126,614	155,394
增长率（%）	103.8%	32.5%	15.6%	22.7%
归母净利润（百万元）	2,936	7,421	9,450	11,710
增长率（%）	157.2%	152.7%	27.3%	23.9%
摊薄每股收益（元）	0.29	0.74	0.95	1.17
ROE（%）	11.0%	22.9%	23.7%	24.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究（未考虑增发影响）

## 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>									
现金及现金等价物	19,985	31,483	47,624	68,569	营业收入	82,676	109,514	126,614	155,394
应收款项	21,807	25,885	26,458	28,215	营业成本	74,037	93,428	108,623	134,074
存货	17,450	22,089	25,681	31,698	营业税金及附加	218	289	334	410
其他流动资产	8,004	10,564	12,195	14,939	销售费用	2,166	2,869	3,317	3,729
流动资产合计	67,247	90,021	111,958	143,421	管理费用	1,914	2,535	2,931	3,263
<b>非流动资产:</b>									
金融类资产	120	120	120	120	财务费用	-234	-310	-358	-439
固定资产	30,438	29,300	27,704	26,000	研发费用	1,199	1,589	1,837	2,020
在建工程	1,486	595	238	95	费用合计	5,046	6,684	7,727	8,574
无形资产	1,511	1,435	1,360	1,288	资产减值损失	-857	-1,800	-591	-591
长期股权投资	1,145	1,145	1,145	1,145	公允价值变动	56	-400	98	98
其他非流动资产	3,813	3,813	3,813	3,813	投资收益	-51	200	49	49
非流动资产合计	38,393	36,288	34,259	32,340	营业利润	3,156	7,902	10,063	12,470
资产总计	105,639	126,309	146,217	175,761	加: 营业外收入	14	45	45	45
<b>流动负债:</b>									
短期借款	10,131	10,131	10,131	10,131	减: 营业外支出	43	44	44	44
应付账款、票据	35,742	47,810	58,570	75,977	利润总额	3,127	7,903	10,064	12,470
其他流动负债	7,175	7,175	7,175	7,175	所得税费用	191	482	614	761
流动负债合计	61,789	76,694	89,262	109,711	净利润	2,936	7,421	9,450	11,710
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	3,179	3,179	3,179	3,179	少数股东损益	0	0	0	0
其他非流动负债	13,982	13,982	13,982	13,982	归母净利润	2,936	7,421	9,450	11,710
非流动负债合计	17,161	17,161	17,161	17,161					
负债合计	78,949	93,855	106,422	126,872					
<b>所有者权益</b>									
股本	10,000	10,000	10,000	10,000					
股东权益	26,690	32,454	39,795	48,890					
负债和所有者权益	105,639	126,309	146,217	175,761					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	2936	7421	9450	11710					
少数股东权益	0	0	0	0					
折旧摊销	2770	2105	2025	1915					
公允价值变动	56	-400	98	98					
营运资金变动	-1679	3629	6772	9931					
经营活动现金净流量	4084	12755	18345	23653					
投资活动现金净流量	-14844	2029	1953	1847					
筹资活动现金净流量	22257	-1657	-2110	-2614					
现金流量净额	11,498	13,127	18,188	22,886					

资料来源: Wind、华鑫证券研究 (未考虑增发影响)

## ■ 电力设备组介绍

**张涵**：电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5年证券行业研究经验，曾获得2022年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

**臧天律**：金融工程硕士，CFA、FRM持证人。上海交通大学金融本科，4年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

**罗笛箫**：欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

投资建议		预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

投资建议		行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

请阅读最后一页重要免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。