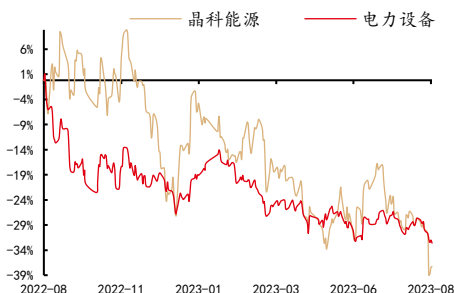


股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.71
总股本/流通股本(亿股)	100.00 / 19.77
总市值/流通市值(亿元)	1,071 / 212
52周内最高/最低价	18.74 / 10.42
资产负债率(%)	74.7%
市盈率	35.70
第一大股东	晶科能源投资有限公司

研究所

分析师:王磊
SAC 登记编号:S1340523010001
Email:wanglei03@cnpsec.com
分析师:贾佳宇
SAC 登记编号:S1340523070002
Email:jiajiayu@cnpsec.com

晶科能源(688223)

盈利持续高增，上调出货/产能目标

● 投资要点

2023 年上半年组件出货领先，盈利持续提升。根据公司发布的 2023 年半年度报告，公司上半年实现营业收入 536.23 亿元(+60.52%)，归母净利润 38.43 亿元(+324.58%)，扣非归母净利润 35.36 亿元(+340.34%)。出货方面，上半年实现光伏产品(含硅片、电池)出货 33.1GW，其中组件出货 30.8GW，实现行业领先。

受益 N 型转型趋势，上调出货目标，加快产能建设节奏。23Q2 公司组件出货 17.76GW，其中 N 型出货 10.4GW，季度出货首次突破 10GW，占比提升至 59%。考虑到光伏电站建设节奏，组件下半年出货普遍高于上半年，公司也将 23 年出货预期上调至 70-75GW，其中预计 N 型占比 60%，三季度出货预期进一步提升至 19-21GW。在产能方面，公司也上调产能目标，预计到年底形成 85GW 硅片、90GW 电池和 110GW 组件产能，其中 N 型占比预计提升至 75%，到年底海外一体化产能达到 12GW，更好地服务美国市场。

推出定增计划，建设山西一体化基地，巩固龙头优势。在发布半年报的同时，公司发布定增预案，拟募集 97 亿元用于山西一体化基地(28GW)建设，公司拟将山西基地打造成从拉晶到组件一体化制造的基地，创新现有生产模式，工厂集中化布置+数字化赋能，有望带来山西基地生产效率的显著提升，同时依托山西“区域辐射广、港口运输便捷、电力成本低”等优势，有望进一步降低生产成本，巩固公司在 N 型时代的先发优势。

● 盈利预测

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 71.90/91.26/110.80 亿元，对应 2023-25 年公司 PE 分别为 14.90x/11.74x/9.67x，首次覆盖，予以“增持”评级。

● 风险提示：

光伏装机需求不及预期；竞争格局超预期恶化。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	82676	105575	128000	143000
增长率(%)	103.79	27.70	21.24	11.72
EBITDA（百万元）	6634.06	11921.23	14568.32	17337.07
归属母公司净利润（百万元）	2936.20	7190.01	9126.50	11079.66
增长率(%)	157.24	144.87	26.93	21.40
EPS(元/股)	0.29	0.72	0.91	1.11
市盈率(P/E)	36.48	14.90	11.74	9.67
市净率(P/B)	4.01	3.11	2.46	1.96
EV/EBITDA	21.37	8.83	7.07	5.68

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	82676	105575	128000	143000	营业收入	103.8%	27.7%	21.2%	11.7%
营业成本	74037	90260	108690	120500	营业利润	125.9%	168.0%	26.9%	21.4%
税金及附加	218	279	338	377	归属于母公司净利润	157.2%	144.9%	26.9%	21.4%
销售费用	2166	2766	3353	3746	获利能力				
管理费用	1914	2444	2963	3311	毛利率	10.4%	14.5%	15.1%	15.7%
研发费用	1199	1532	1857	2075	净利率	3.6%	6.8%	7.1%	7.7%
财务费用	-234	118	168	92	ROE	11.0%	20.9%	20.9%	20.3%
资产减值损失	-857	-140	-150	-150	ROIC	7.9%	13.4%	14.5%	14.9%
营业利润	3156	8459	10737	13035	偿债能力				
营业外收入	14	0	0	0	资产负债率	74.7%	73.6%	71.3%	67.9%
营业外支出	43	0	0	0	流动比率	1.09	1.00	1.02	1.06
利润总额	3127	8459	10737	13035	营运能力				
所得税	191	1269	1611	1955	应收账款周转率	6.95	5.69	5.64	5.43
净利润	2936	7190	9126	11080	存货周转率	5.39	5.63	5.79	5.62
归母净利润	2936	7190	9126	11080	总资产周转率	0.93	0.89	0.91	0.89
每股收益(元)	0.29	0.72	0.91	1.11	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.29	0.72	0.91	1.11
货币资金	19985	21841	24683	28602	每股净资产	2.67	3.45	4.36	5.47
交易性金融资产	120	120	120	120	估值比率				
应收票据及应收账款	20950	26394	32000	35750	PE	36.48	14.90	11.74	9.67
预付款项	3629	4513	5435	6025	PB	4.01	3.11	2.46	1.96
存货	17450	20058	24153	26778	现金流量表				
流动资产合计	67247	78238	92064	103190	净利润	2936	7190	9126	11080
固定资产	30438	42700	49708	56224	折旧和摊销	3097	3344	3664	4210
在建工程	1486	1740	1918	2043	营运资本变动	-2613	3820	902	480
无形资产	1511	2011	2511	3011	其他	664	749	1357	1412
非流动资产合计	38393	52078	59764	66905	经营活动现金流净额	4084	15103	15049	17181
资产总计	105639	130316	151829	170095	资本开支	-14235	-16817	-11884	-11929
短期借款	10131	13131	13131	12131	其他	-609	-291	0	0
应付票据及应付账款	35742	43876	52835	58576	投资活动现金流净额	-14844	-17108	-11884	-11929
其他流动负债	15915	21501	24428	26374	股权融资	9770	140	0	0
流动负债合计	61789	78509	90395	97082	债务融资	1379	3553	500	-500
其他	17161	17342	17842	18342	其他	536	16	-823	-833
非流动负债合计	17161	17342	17842	18342	筹资活动现金流净额	11685	3709	-323	-1333
负债合计	78949	95851	108238	115424	现金及现金等价物净增加额	1153	1856	2842	3919
股本	10000	10000	10000	10000					
资本公积金	8734	8874	8874	8874					
未分配利润	7695	13067	20825	30242					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	261	2523	3892	5554					
所有者权益合计	26690	34465	43591	54671					
负债和所有者权益总计	105639	130316	151829	170095					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048