

# 晶科能源 (688223. SH) -2023 年中报点评

## 二季度 TOPCon 电池量利齐升，产能建设加速推进

增持

### 核心观点

**公司 2023H1 实现净利润 38.4 亿元，同比+325%。**公司 2023H1 实现营收 536.2 亿元，同比+61%；实现归母净利润 38.4 亿元，同比+325%；毛利率为 15.18%，同比+4.93pct。公司 2023Q2 实现营收 304.7 亿元，同比+63%、环比+32%；实现归母净利润 21.8 亿元，同比+334%、环比+32%；毛利率为 16.23%，同比+5.03pct、环比+2.44pct。

**N 型产品占比稳步走高，二季度组件业务量利齐升。**公司 2023H1 光伏组件出货约 30.8GW，同比增长近 70%；Q2 组件出货约 17.8GW，环比增长超 36%。公司 2023H1 N 型组件出货约 16.4GW，占总出货量 53%左右；估计 Q2 N 型组件出货量超 10GW，环比+70%以上，N 型组件占总出货量的 58%左右，环比+12.2pct。2023Q2 N 型产品占比提升推动组件盈利能力增长，我们估计公司 2023Q2 组件单瓦扣非净利近 0.13 元，环比增长 0.03 元。展望下半年，我们预计在原材料价格趋稳和终端需求释放的推动下，2023Q3 公司组件出货量有望达到 19-21GW，环比增长超 7%。同时，公司上调 2023 年组件出货目标，预计出货达到 70-75GW，同比增长超 60%，其中 N 型组件出货占比达到近 6 成。

**公司产能建设持续加速。**截止 2023 年 6 月末，公司已经投产 55GW N 型电池产能。公司预计 2023 年末硅片/电池/组件产能分别达到 85/90/110GW，其中 N 型电池产能占比预计超 75%，产能建设明显加速。此外，公司 2023 年底还将在东南亚拥有超 12GW 的硅片、电池片及组件垂直一体化产能，并且积极关注美国佛罗里达 1GW N 型组件在内的海外扩产机会。

**公司发布股份回购方案，彰显长期发展信心。**8 月 15 日，公司公告拟以集中竞价交易方式回购公司股份，回购股份未来将用于员工持股计划或股权激励。公司此次回购拟使用资金总额在 3-6 亿元之间（回购数量约占总股本的 0.16-0.32%），回购价格不超过 18.85 元（8 月 15 日收盘价为 10.42 元）。

**风险提示：**原材料价格剧烈波动；行业竞争加剧风险；需求不及预期。

**投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。**基于公司 N 型产品持续放量以及产能建设加速推进，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 77.80/90.68/110.45 亿元（原预测 2023-2024 年净利润为 54.7/70.8 亿元），同比+165/+17/+22%，EPS 分别为 0.78/0.91/1.10 元，当前 PE 为 13/12/9 倍，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	40570	82676	106614	106930	122275
(+/-%)	20.5%	103.8%	29.0%	0.3%	14.4%
净利润(百万元)	1141	2936	7780	9068	11045
(+/-%)	9.6%	157.2%	165.0%	16.6%	21.8%
每股收益(元)	0.11	0.29	0.78	0.91	1.10
EBIT Margin	6.3%	3.8%	9.5%	10.9%	11.7%
净资产收益率(ROE)	8.8%	14.6%	25.8%	24.5%	24.8%
市盈率(PE)	91.6	35.6	13.4	11.5	9.5
EV/EBITDA	39.2	31.0	14.1	11.2	9.0
市净率(PB)	7.7	3.9	3.1	2.6	2.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：李恒源

010-88005313

021-60875174

wangweiqi2@guosen. com. cn

lihengyuan@guosen. com. cn

S0980520080003

S0980520080009

联系人：李全

021-60375434

liquan2@guosen. com. cn

#### 基础数据

投资评级

增持(维持)

合理估值

收盘价

10.45 元

总市值/流通市值

104500/20482 百万元

52 周最高价/最低价

19.35/10.32 元

近 3 个月日均成交额

650.22 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《晶科能源 (688223. SH) -N 型 TOPCon 规模化出货，技术红利开始显现》——2022-11-01

《晶科能源 (688223. SH) -组件出货高速增长，盈利能力稳中有升》——2022-08-28

《晶科能源 (688223. SH) -产能扩张提速，盈利能力提升》——2022-04-30

《晶科能源 (688223. SH) -全球领先的光伏组件商，N 型量产加

强竞争优势》——2022-03-07

公司 2023H1 实现营收 536.2 亿元，同比+61%；实现归母净利润 38.4 亿元，同比+325%；毛利率为 15.18%，同比+4.93pct。公司 2023Q2 实现营收 304.7 亿元，同比+63%、环比+32%；实现归母净利润 21.8 亿元，同比+334%、环比+32%；毛利率为 16.23%，同比+5.03pct、环比+2.44pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



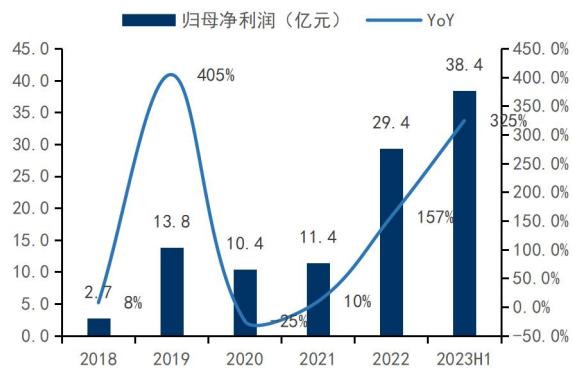
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



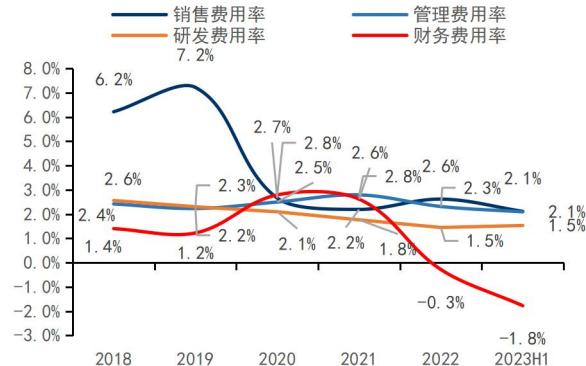
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**公司期间费用率同比明显下降。**公司 2023H1 期间费用率为 3.97%，同比-2.38pct，对应销售/管理/研发/财务费率分别为 2.12% (+0.04pct)、2.09% (-0.63pct)、1.53% (-0.03pct)、-1.77% (-1.75pct)，财务费用率下降主要系汇兑收益增加所致。

公司 2023H1 末存货为 200.86 亿元，较 2022 年末增加 26.36 亿元。公司 2023H1 计提资产减值损失 12.46 亿元（Q2 计提 13.79 亿元），其中针对存货跌价损失等计提 6.82 亿元、针对小尺寸光伏产品设备计提减值 5.53 亿元。公司 2023H1 计提信用减值损失 0.20 亿元。

**图5: 公司毛利率、净利率变化情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图6: 公司费用率变化情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**组件出货量持续提升，N型产品占比稳步走高。**公司2023H1光伏组件出货约30.8GW，同比增长近70%；Q2组件出货约17.8GW，环比增长超36%。公司2023H1 N型组件出货约16.4GW，占总出货量53%左右；估计Q2 N型组件出货量超10GW，环比+70%以上，N型组件占总出货量的58%左右，环比+12pct以上。展望下半年，我们预计在原材料价格趋稳和终端需求释放的推动下，2023Q3公司组件出货量有望达到19-21GW，环比增长超7%。公司上调2023年组件出货目标，预计出货达到70-75GW，同比增长超60%，其中N型组件出货占比达到近6成。

**图7: 公司组件出货量情况 (GW)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**公司二季度盈利能力环比持续提升。**2023Q2 N型产品出货占比提升推动组件盈利能力持续增长，我们估计公司2023Q2单瓦扣非净利润近0.13元，环比增长0.03元。在N型组件占比稳步走高的状态下，下半年公司盈利能力有望保持相对稳定。

**公司产能建设持续加速。**截止2023年6月末，公司已经投产55GW N型电池产能。公司预计2023年末硅片/电池/组件产能分别达到85/90/110GW，其中N型电池产能占比预计超75%，产能建设明显加速。此外，公司到2023年底还将在东南亚拥有超12GW的硅片、电池片及组件垂直一体化产能，并且积极关注美国佛罗里达1GW N型组件在内的海外扩产机会。

**公司发布定增预案，募集资金加码山西一体化基地建设。**8月14日，公司发布定增预案，拟向不超过35名特定对象，募集约97亿元，用于：

- 1) 山西晶科28GW N型高效组件项目，总投资26.1亿元，拟使用募集资金12亿元，项目建设周期12个月；
- 2) 山西晶科28GW 硅片切片与电池片项目，总投资67.4亿元，拟使用募集资金40亿元，项目建设周期12个月；
- 3) 山西晶科28GW 单晶拉棒切方项目，总投资29.6亿元，拟使用募集资金20亿元，项目建设周期12个月；
- 4) 补充流动资金，拟使用募集资金25亿元。

公司山西一体化基地共规划产能56GW，一二期合计28GW项目有望2024年内建成投产。

**公司发布股份回购方案，彰显长期发展信心。**8月15日，公司公告，拟以集中竞价交易方式回购公司股份，回购股份将在未来用于员工持股计划或股权激励。公司此次回购拟使用资金总额在3-6亿元之间（回购数量约占公司总股本的0.16%-0.32%），回购价格不超过18.85元（8月15日收盘价为10.42元）。

### 投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级

基于公司N型产品持续放量以及产能建设加速推进，我们上调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为77.80/90.68/110.45亿元（原预测2023-2024年净利润为54.7/70.8亿元），同比+165%/+17%/+22%，EPS分别为0.78/0.91/1.10元，当前PE为13/12/9倍，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表（2023年8月16日）

代码	公司简称	股价	总市值		EPS		PE		投资评级
			亿元	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	
688223	晶科能源	10.45	1,045.00	0.78	0.91	1.10	13.43	11.52	9.46
601012	隆基绿能	27.94	2,118.24	2.53	3.15	3.62	11.04	8.87	7.72
688599	天合光能	34.57	751.40	3.43	4.49	5.55	10.08	7.70	6.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	18409	19985	20000	20000	20000	营业收入	40570	82676	106614	106930	122275
应收款项	11137	20950	17526	16992	18425	营业成本	35135	74037	89617	87688	100394
存货净额	13250	17450	18414	15616	17878	营业税金及附加	119	218	357	396	404
其他流动资产	2515	4694	4481	4384	5020	销售费用	891	2166	2235	2352	2262
<b>流动资产合计</b>	<b>47679</b>	<b>67247</b>	<b>62062</b>	<b>58594</b>	<b>63180</b>	管理费用	1133	1914	2407	2673	2690
固定资产	19491	31924	42876	51586	52545	研发费用	716	1199	1881	2139	2201
无形资产及其他	1146	1511	1427	1343	1259	财务费用	1062	(234)	(398)	706	781
其他长期资产	4240	3813	5331	5347	6114	投资收益	227	(51)	138	0	0
长期股权投资	315	1145	1145	1145	1145	资产减值及公允价值变动	(460)	(919)	(1266)	(200)	(200)
<b>资产总计</b>	<b>72871</b>	<b>105639</b>	<b>112840</b>	<b>118015</b>	<b>124242</b>	其他收入	577	1669	1898	1200	1200
短期借款及交易性金融负债	13391	11567	24370	26859	19729	营业利润	1397	3156	10018	11776	14344
应付款项	22922	35742	15551	14414	16503	营业外净收支	(37)	(29)	0	0	0
其他流动负债	4736	5740	10368	7417	8428	<b>利润总额</b>	<b>1360</b>	<b>3127</b>	<b>10018</b>	<b>11776</b>	<b>14344</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>46804</b>	<b>61789</b>	<b>61560</b>	<b>59995</b>	<b>57586</b>	所得税费用	219	191	2239	2709	3299
长期借款及应付债券	399	3179	3179	3179	3179	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	12111	13982	14468	14474	14786	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1141</b>	<b>2936</b>	<b>7780</b>	<b>9068</b>	<b>11045</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>12510</b>	<b>17161</b>	<b>17646</b>	<b>17653</b>	<b>17964</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>59314</b>	<b>78949</b>	<b>79207</b>	<b>77648</b>	<b>75550</b>	<b>净利润</b>	<b>1141</b>	<b>2936</b>	<b>7780</b>	<b>9068</b>	<b>11045</b>
少数股东权益	5	0	0	0	0	资产减值准备	(621)	(857)	(1246)	(200)	(200)
股东权益	13552	26690	33580	40313	48638	折旧摊销	1606	2770	2933	4533	5705
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>72871</b>	<b>105639</b>	<b>112786</b>	<b>117961</b>	<b>124189</b>	公允价值变动损失	(71)	(56)	271	0	0
						财务费用	1062	(234)	(398)	706	781
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	1081	(1286)	(8103)	(587)	136
每股收益	0.11	0.29	0.78	0.91	1.10	其它	93	578	979	912	1292
每股红利	0.02	0.09	0.23	0.27	0.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>3229</b>	<b>4084</b>	<b>2613</b>	<b>13727</b>	<b>17978</b>
每股净资产	1.36	2.67	3.36	4.03	4.86	资本开支	(9168)	(14905)	(13800)	(13160)	(6580)
ROIC	8%	8%	15%	15%	17%	其它投资现金流	37	61	(1109)	(16)	(767)
ROE	9%	15%	26%	25%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(9131)</b>	<b>(14844)</b>	<b>(14909)</b>	<b>(13176)</b>	<b>(7347)</b>
毛利率	13%	10%	16%	18%	18%	权益性融资	(98)	10432	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	9%	11%	12%	负债净变化	6889	1249	12803	2489	(7130)
EBITDA Margin	10%	7%	12%	15%	16%	支付股利、利息	(44)	(230)	(890)	(2334)	(2720)
收入增长	21%	104%	29%	0%	14%	其它融资现金流	6886	(1530)	12803	2489	(7130)
净利润增长率	10%	157%	165%	17%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>5684</b>	<b>11685</b>	<b>12311</b>	<b>(551)</b>	<b>(10631)</b>
资产负债率	81%	75%	70%	66%	61%	<b>现金净变动</b>	<b>(218)</b>	<b>925</b>	<b>15</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	0.2%	0.9%	2.2%	2.6%	3.2%	货币资金的期初余额	16029	18409	19985	20000	20000
P/E	91.6	35.6	13.4	11.5	9.5	货币资金的期末余额	18409	19985	20000	20000	20000
P/B	7.7	3.9	3.1	2.6	2.1	企业自由现金流	(4319)	(10471)	(11114)	(218)	10291
EV/EBITDA	39.2	31.0	14.1	11.2	9.0	权益自由现金流	1678	(9002)	1999	1727	2560

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032