

2023 年 10 月 31 日

业绩超预期，N 型 TOPCon 占比持续提升

➤ 事件

2023 年 10 月 31 日，公司发布 23 年三季报。23 年 Q1-Q3 公司实现营收 850.97 亿元，同比 +61.25%；实现归母净利 63.54 亿元，同比 +279.14%；实现扣非归母净利 60.47 亿元，同比 +298.94%。

分季度来看，23Q3 公司实现营收 314.72 亿元，同比 +62.53%，环比 +3.28%；实现归母净利 25.11 亿元，同比 +225.79%，环比 14.92%；实现扣非归母净利 25.11 亿元，同比 +252.28%，环比 8.47%。公司业绩超预期主要系组件出货大幅增长、N 型 TOPCon 出货占比和一体化率的提升带来的利润增长所致。

➤ 费用管控能力良好，盈利能力持续提升

费用率方面，23 年 Q1-Q3 公司期间费用率降至 5.07%，同比 -0.82Pcts，其中销售费用率为 2.07%，同比 -0.20Pcts，管理费用率为 3.52%，同比 -0.77Pcts，财务费用率为 -0.52%，环比 +0.16%。

盈利能力方面，23 年 Q1-Q3 公司毛利率、净利率分别为 15.77%、7.47%，同比分别提升 5.53Pcts、4.29Pcts，盈利能力显著提升。

➤ N 型占比稳步提升，技术优势显著

出货方面，23 年 Q1-Q3 公司光伏产品出货 55.7GW，出货量同比 +86.91%，组件出货量达到 52.2GW，其中 N 型组件出货量达到 29.8GW，占比达到 57%，且相较于 P 型组件溢价稳定。根据公司预测，预计 23Q4 组件出货量在 23GW 左右，N 型占比仍将环比有所提升，全年将实现 70-75GW 的组件出货。

产能方面，目前公司 TOPCon 电池产能超过 55GW，储能产能 4GWh，预计 23 年底将形成 85/90/110GW 的硅片、电池、组件产能，N 型产比超过 75%。

产品参数方面，目前晶科实验室最高 TOPCon 电池效率达到 26.89%，大规模量产平均效率达到 25.6%（23 年底量产目标 25.8%），量产功率达到 580-585W，比同版型 P 型组件高出 25-30W，产品性能处于行业领先地位。

➤ 投资建议

我们预计公司 23-25 年实现营收 1178/1228/1467 亿元；归母净利润分别为 77.42/84.57/106.35 亿元；对应 10 月 31 日收盘价，PE 为 12x/11x/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夯实竞争力，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）	82,676	117,813	122,840	146,666
增长率（%）	103.8	42.5	4.3	19.4
归属母公司股东净利润（百万元）	2,936	7,742	8,457	10,635
增长率（%）	157.2	163.7	9.2	25.8
每股收益（元）	0.29	0.77	0.85	1.06
PE	32	12	11	9
PB	3.5	2.8	2.2	1.8

，资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

9.48 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

电话：021-60876734

邮箱：wangyiru_yj@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) 2023 年半年报点评：N 型占比提升增厚盈利，一体化产能持续扩张-2023/08/15

2. 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

3. 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

4. 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

5. 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

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	82,676	117,813	122,840	146,666
营业成本	74,037	100,194	105,279	125,696
营业税金及附加	218	389	405	484
销售费用	2,166	2,474	2,518	2,933
管理费用	1,914	2,533	2,580	3,007
研发费用	1,199	1,826	1,904	2,273
EBIT	3,537	11,575	11,382	13,740
财务费用	-234	290	198	9
资产减值损失	-857	-1,300	-300	-100
投资收益	-51	0	0	0
营业利润	3,156	9,867	10,761	13,484
营业外收支	-29	-190	-190	-190
利润总额	3,127	9,677	10,571	13,294
所得税	191	1,935	2,114	2,659
净利润	2,936	7,742	8,457	10,635
归属于母公司净利润	2,936	7,742	8,457	10,635
EBITDA	6,634	14,874	14,723	17,347

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	19,985	29,400	39,076	49,120
应收账款及票据	20,950	23,890	24,909	29,741
预付款项	3,629	5,010	4,211	5,028
存货	17,450	23,244	25,292	30,456
其他流动资产	5,233	7,292	7,516	8,582
流动资产合计	67,247	88,836	101,004	122,926
长期股权投资	1,145	1,285	1,335	1,385
固定资产	30,438	38,511	39,813	40,712
无形资产	1,511	1,811	2,011	2,211
非流动资产合计	38,393	46,034	47,312	48,315
资产合计	105,639	134,870	148,317	171,242
短期借款	10,131	6,116	6,116	6,116
应付账款及票据	35,742	49,089	51,183	61,111
其他流动负债	15,915	21,195	24,091	26,453
流动负债合计	61,789	76,400	81,390	93,680
长期借款	3,179	2,360	2,360	2,360
其他长期负债	13,982	22,868	22,868	22,868
非流动负债合计	17,161	25,228	25,228	25,228
负债合计	78,949	101,628	106,618	118,908
股本	10,000	9,970	9,970	9,970
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	26,690	33,242	41,699	52,334
负债和股东权益合计	105,639	134,870	148,317	171,242

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	42.50	4.27	19.40
EBIT 增长率	32.78	227.22	-1.67	20.72
净利润增长率	157.24	163.67	9.23	25.76
盈利能力 (%)				
毛利率	10.45	14.96	14.30	14.30
净利润率	3.55	6.57	6.88	7.25
总资产收益率 ROA	2.78	5.74	5.70	6.21
净资产收益率 ROE	11.00	23.29	20.28	20.32
偿债能力				
流动比率	1.09	1.16	1.24	1.31
速动比率	0.72	0.76	0.85	0.90
现金比率	0.32	0.38	0.48	0.52
资产负债率 (%)	74.73	75.35	71.89	69.44
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	0.98	0.87	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.77	0.85	1.06
每股净资产	2.67	3.32	4.17	5.23
每股经营现金流	0.41	1.84	1.54	1.58
每股股利	0.09	0.25	0.25	0.25
估值分析				
PE	32	12	11	9
PB	3.5	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA	13.89	6.20	6.26	5.31
股息收益率 (%)	0.95	2.67	2.67	2.67
现金流量表 (百万元)				
净利润	2,936	7,742	8,457	10,635
折旧和摊销	3,097	3,298	3,341	3,607
营运资金变动	-2,613	5,109	2,197	312
经营活动现金流	4,084	18,450	15,379	15,762
资本开支	-14,235	-11,608	-4,813	-4,837
投资	-465	394	-100	-100
投资活动现金流	-14,844	-11,203	-4,933	-4,947
股权募资	9,770	-300	0	0
债务募资	1,379	4,052	0	0
筹资活动现金流	11,685	2,169	-771	-771
现金净流量	1,153	9,415	9,676	10,044

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