



2023年11月01日

## 晶科能源（688223.SH）

## 出货量高于平均水平，N型产能规模行业领先

## 投资要点

- ◆ **事件：**晶科能源发布2023年三季报。2023年前三季度公司实现营业收入850.97亿元，同比增长61.52%；归母净利润63.54亿元，同比增长279.14%。扣非净利润60.47亿元，同比增长298.94%。
- ◆ **出货量高于平均水平，N型占比稳步提升：**根据晶科官微可知，公司2023前三季度组件出货约52.2GW；N型出货29.8GW，占比超50%，预计四季度组件出货达23GW，全年出货有望达70~75GW。
- ◆ **N型性能卓越，产能规模领先：**公司N型TOPCon技术在产品性能及产能规模方面优势稳固。目前，公司已投产N型电池产能在行业内处于领先地位，并形成一定的量产技术壁垒。公司TigerNeo组件主流版型功率较同版型PERC组件高出25-30W。公司上半年发布了TigerNeo组件全球实证电站平台，跟踪多个并网N型项目发电数据，结果显示N型组件单瓦发电增益显著。公司还连续9年斩获PVEL光伏组件可靠性记分卡“表现最佳”荣誉，其中N型TOPCon组件在产品认证计划全部六个大项中均取得了“表现最佳”的结果，包括湿热试验、LID+LETID、机械应力序列、发电量模拟测试、PID以及热循环。由于N型产品相较于P型产品提效降本更快，在上半年产业链价格整体下降过程中，N型组件相较P型溢价仍然较为坚挺。随着公司新建N型产能加速投产，以及现有产能的持续提效提产，预计至2023年末，公司硅片、电池片和组件产能将分别达到85GW、90GW、110GW。其中电池产能N型占比预计将超过75%。
- ◆ **建设全球首个“超级一体化”太阳能工厂，有望降低公司整体生产成本：**公司与山西转型综合改革示范区管理委员会签订项目投资协议，规划建设年产56GW垂直一体化大基地项目，这将是全球首个包含硅片、电池、组件的“超级一体化”太阳能工厂，也是目前已规划行业最大的N型一体化生产基地，有利于公司更好把握光伏全球市场发展机遇，进一步提升公司先进产能规模和垂直一体化的能力，不断提高产品市场竞争力，并有效支持公司的长远发展规划。
- ◆ **投资建议：**公司作为N型TOPCon龙头，出货量持续领先行业，我们维持盈利预测，我们预计公司2023-2025归母净利润分别为71.05、92.26及118.52亿元，对应EPS分别为0.71、0.92及1.19元/股，对应PE分别为12.9、10.0及7.8倍，维持“买入-A”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**原材料价格波动风险、技术迭代风险、汇率波动风险、国际贸易保护政策风险、光伏行业竞争加剧风险

## 公司快报

电力设备及新能源 | 太阳能III

投资评级 买入-A(维持)

股价(2023-11-01) 9.20元

## 交易数据

总市值（百万元）	92,000.00
流通市值（百万元）	28,183.72
总股本（百万股）	10,000.00
流通股本（百万股）	3,063.45
12个月价格区间	18.36/9.17

## 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.7	-14.94	-44.94
绝对收益	-8.91	-25.99	-43.17

## 分析师

张文臣

SAC 执业证书编号: S0910523020004  
zhangwenchen@huajinsc.cn

## 分析师

周涛

SAC 执业证书编号: S0910523050001  
zhoutao@huajinsc.cn

## 报告联系人

申文雯

shenwenwen@huajinsc.cn

## 相关报告

晶科能源：23H1 出货量高于平均水平，N型产能规模行业领先-华金证券-电力设备新能源-公司快报：晶科能源 2023H1 业绩点评  
2023.8.17



## 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	40,570	82,676	104,792	122,984	145,514
YoY(%)	20.5	103.8	26.8	17.4	18.3
归母净利润(百万元)	1,141	2,936	7,105	9,226	11,852
YoY(%)	9.6	157.2	142.0	29.8	28.5
毛利率(%)	13.4	10.4	16.1	16.7	17.6
EPS(摊薄/元)	0.11	0.29	0.71	0.92	1.19
ROE(%)	8.4	11.0	21.6	22.1	22.2
P/E(倍)	80.6	31.3	12.9	10.0	7.8
P/B(倍)	6.8	3.4	2.8	2.2	1.7
净利率(%)	2.8	3.6	6.8	7.5	8.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	47679	67247	64397	83546	90502	营业收入	40570	82676	104792	122984	145514
现金	18409	19985	16703	21638	24844	营业成本	35135	74037	87927	102417	119942
应收票据及应收账款	11137	20950	19720	28010	28464	营业税金及附加	119	218	318	355	418
预付账款	2006	3629	3514	4869	5049	营业费用	891	2166	2226	2583	3056
存货	13250	17450	19010	23459	26276	管理费用	1133	1914	2305	2583	3085
其他流动资产	2877	5233	5451	5570	5868	研发费用	716	1199	1572	1783	2197
<b>非流动资产</b>	<b>25192</b>	<b>38393</b>	<b>45238</b>	<b>50104</b>	<b>56147</b>	财务费用	1062	-234	1402	1715	1997
长期投资	315	1145	2015	2896	3792	资产减值损失	-460	-919	-1120	-1274	-1582
固定资产	17062	30438	36038	39840	44687	公允价值变动收益	71	56	78	93	74
无形资产	1146	1511	1671	1838	2037	投资净收益	227	-51	32	45	63
其他非流动资产	6670	5299	5514	5530	5631	<b>营业利润</b>	1397	3156	8031	10411	13375
<b>资产总计</b>	<b>72871</b>	<b>105639</b>	<b>109635</b>	<b>133650</b>	<b>146649</b>	营业外收入	12	14	39	43	27
流动负债	46804	61789	59982	75598	77626	营业外支出	49	43	36	42	43
短期借款	11690	10131	10131	10131	10131	<b>利润总额</b>	1360	3127	8035	10413	13360
应付票据及应付账款	22922	35742	33928	47224	47813	所得税	219	191	908	1178	1496
其他流动负债	12192	15915	15923	18243	19681	<b>税后利润</b>	1141	2936	7127	9235	11864
<b>非流动负债</b>	<b>12510</b>	<b>17161</b>	<b>16726</b>	<b>16170</b>	<b>15628</b>	少数股东损益	-0	0	22	9	12
长期借款	399	3179	2744	2188	1646	归属母公司净利润	1141	2936	7105	9226	11852
其他非流动负债	12111	13982	13982	13982	13982	EBITDA	3284	6323	11344	14377	17910
<b>负债合计</b>	<b>59314</b>	<b>78949</b>	<b>76708</b>	<b>91768</b>	<b>93253</b>						
少数股东权益	5	0	22	31	42						
股本	8000	10000	10000	10000	10000						
资本公积	595	8734	8734	8734	8734						
留存收益	5174	7880	14180	22074	31787						
归属母公司股东权益	13552	26690	32905	41851	53353						
<b>负债和股东权益</b>	<b>72871</b>	<b>105639</b>	<b>109635</b>	<b>133650</b>	<b>146649</b>						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
<b>经营活动现金流</b>	<b>3229</b>	<b>4084</b>	<b>10077</b>	<b>16028</b>	<b>16526</b>						
净利润	1141	2936	7127	9235	11864	<b>主要财务比率</b>					
折旧摊销	1742	2972	3148	3844	4570	<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
财务费用	1062	-234	1402	1715	1997	<b>成长能力</b>					
投资损失	-227	51	-32	-45	-63	营业收入(%)	20.5	103.8	26.8	17.4	18.3
营运资金变动	-1547	-3028	-1491	1371	-1767	营业利润(%)	25.6	125.9	154.5	29.6	28.5
其他经营现金流	1057	1387	-78	-93	-74	归属于母公司净利润(%)	9.6	157.2	142.0	29.8	28.5
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9131</b>	<b>-14844</b>	<b>-9883</b>	<b>-8573</b>	<b>-10475</b>	<b>获利能力</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5684</b>	<b>11685</b>	<b>-3476</b>	<b>-2519</b>	<b>-2845</b>	毛利率(%)	13.4	10.4	16.1	16.7	17.6
<b>每股指标(元)</b>						净利率(%)	2.8	3.6	6.8	7.5	8.1
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.29	0.71	0.92	1.19	ROE(%)	8.4	11.0	21.6	22.1	22.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.41	1.01	1.60	1.65	ROIC(%)	3.4	5.9	12.4	13.9	15.2
每股净资产(最新摊薄)	1.36	2.67	3.29	4.19	5.34	<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	81.4	74.7	70.0	68.7	63.6
						流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
						速动比率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
						应收账款周转率	4.6	5.2	5.2	5.2	5.2
						应付账款周转率	1.8	2.5	2.5	2.5	2.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	80.6	31.3	12.9	10.0	7.8
						P/B	6.8	3.4	2.8	2.2	1.7
						EV/EBITDA	29.9	15.6	8.9	6.6	5.1

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张文臣、周涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)