

2023年11月01日

晶科能源 (688223.SH)

公司快报

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绝对领先地位，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

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@huajinsec.cn

分析师

周涛

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

报告联系人

申文雯

shenwenwen@huajinsec.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)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	47679	67247	64397	83546	90502
现金	18409	19985	16703	21638	24844
应收票据及应收账款	11137	20950	19720	28010	28464
预付账款	2006	3629	3514	4869	5049
存货	13250	17450	19010	23459	26276
其他流动资产	2877	5233	5451	5570	5868
非流动资产	25192	38393	45238	50104	56147
长期投资	315	1145	2015	2896	3792
固定资产	17062	30438	36038	39840	44687
无形资产	1146	1511	1671	1838	2037
其他非流动资产	6670	5299	5514	5530	5631
资产总计	72871	105639	109635	133650	146649
流动负债	46804	61789	59982	75598	77626
短期借款	11690	10131	10131	10131	10131
应付票据及应付账款	22922	35742	33928	47224	47813
其他流动负债	12192	15915	15923	18243	19681
非流动负债	12510	17161	16726	16170	15628
长期借款	399	3179	2744	2188	1646
其他非流动负债	12111	13982	13982	13982	13982
负债合计	59314	78949	76708	91768	93253
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
负债和股东权益	72871	105639	109635	133650	146649

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3229	4084	10077	16028	16526
净利润	1141	2936	7127	9235	11864
折旧摊销	1742	2972	3148	3844	4570
财务费用	1062	-234	1402	1715	1997
投资损失	-227	51	-32	-45	-63
营运资金变动	-1547	-3028	-1491	1371	-1767
其他经营现金流	1057	1387	-78	-93	-74
投资活动现金流	-9131	-14844	-9883	-8573	-10475
筹资活动现金流	5684	11685	-3476	-2519	-2845

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.11	0.29	0.71	0.92	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.41	1.01	1.60	1.65
每股净资产(最新摊薄)	1.36	2.67	3.29	4.19	5.34

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	40570	82676	104792	122984	145514
营业成本	35135	74037	87927	102417	119942
营业税金及附加	119	218	318	355	418
营业费用	891	2166	2226	2583	3056
管理费用	1133	1914	2305	2583	3085
研发费用	716	1199	1572	1783	2197
财务费用	1062	-234	1402	1715	1997
资产减值损失	-460	-919	-1120	-1274	-1582
公允价值变动收益	71	56	78	93	74
投资净收益	227	-51	32	45	63
营业利润	1397	3156	8031	10411	13375
营业外收入	12	14	39	43	27
营业外支出	49	43	36	42	43
利润总额	1360	3127	8035	10413	13360
所得税	219	191	908	1178	1496
税后利润	1141	2936	7127	9235	11864
少数股东损益	-0	0	22	9	12
归属母公司净利润	1141	2936	7105	9226	11852
EBITDA	3284	6323	11344	14377	17910

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.5	103.8	26.8	17.4	18.3
营业利润(%)	25.6	125.9	154.5	29.6	28.5
归属于母公司净利润(%)	9.6	157.2	142.0	29.8	28.5
获利能力					
毛利率(%)	13.4	10.4	16.1	16.7	17.6
净利率(%)	2.8	3.6	6.8	7.5	8.1
ROE(%)	8.4	11.0	21.6	22.1	22.2
ROIC(%)	3.4	5.9	12.4	13.9	15.2
偿债能力					
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
营运能力					
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
估值比率					
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