

晶科能源 (688223. SH)

组件出货环比持续提升，TOPCon 电池转化效率再创新高

增持

核心观点

公司 2023Q3 实现净利润 25.1 亿元，同比+226%。公司 2023 年前三季度实现营收 850.97 亿元，同比+61%；实现归母净利润 63.54 亿元，同比+279%。公司 2023Q3 实现营收 314.72 亿元，同比+63%、环比+3%；实现归母净利润 25.11 亿元，同比+226%、环比+15%；毛利率为 16.78%、同比+6.56pct、环比+0.55pct；净利率为 7.98%，同比+4.00pct、环比+0.81pct。

公司 Q3 N 型组件出货环比持续增长，盈利能力表现稳定。我们估计公司 2023Q3 组件出货量超 21GW，环比+20%左右，其中 TOPCon 组件出货量约为 13.5-14GW，环比+30%以上，占比达到 63%以上，环比+5pct。我们估计公司 2023Q3 单瓦扣非净利润 0.12 元，环比微降。公司依托一体化布局以及 N 型产品占比的持续提升，盈利能力维持在较高水平。展望全年，我们预计公司组件出货量有望达到 75GW 左右，同比增长近 70%。

公司 N 型产品性能持续提升。10 月 30 日，公司宣布经测试认证，公司自主研发的 182 尺寸 TOPCon 电池转化效率达到了 26.89%，创造了 182 及以上尺寸 TOPCon 电池片转化效率的新纪录。公司研究院率先开发出先进金属化增强技术、能量粒子体钝化技术以及高效陷光钝化接触技术等多项适用于大尺寸电池的先进技术，持续推动电池性能提升。

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 82.48/95.15/110.51 亿元（原预测为 77.80/90.68/110.45 亿元），同比+181/+15/+16%，EPS 分别为 0.82/0.95/1.11 元，当前 PE 为 11/10/9 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	115200	111615	121645
(+/-%)	20.5%	103.8%	39.3%	-3.1%	9.0%
净利润(百万元)	1141	2936	8248	9515	11051
(+/-%)	9.6%	157.2%	180.9%	15.4%	16.1%
每股收益(元)	0.11	0.29	0.82	0.95	1.11
EBIT Margin	6.3%	3.8%	9.5%	9.9%	10.5%
净资产收益率(ROE)	8.8%	14.6%	27.2%	25.3%	24.5%
市盈率(PE)	82.7	32.2	11.4	9.9	8.5
EV/EBITDA	36.8	29.3	12.8	11.2	9.2
市净率(PB)	7.0	3.5	2.8	2.3	1.9

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

9.44 元

收盘价

94400/28919 百万元

总市值/流通市值

19.00/8.88 元

52 周最高价/最低价

402.10 百万元

近 3 个月日均成交额

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) -2023 年中报点评-二季度 TOPCon 电池量利齐升，产能建设加速推进》——2023-08-18

《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

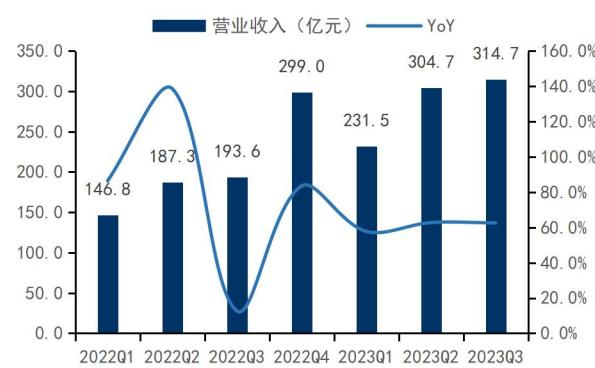
公司2023年前三季度实现营收850.97亿元，同比+61%；实现归母净利润63.54亿元，同比+279%。公司2023Q3实现营收314.72亿元，同比+63%、环比+3%；实现归母净利润25.11亿元，同比+226%、环比+15%；毛利率为16.78%，同比+6.56pct、环比+0.55pct；净利率为7.98%，同比+4.00pct、环比+0.81pct。

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、%）



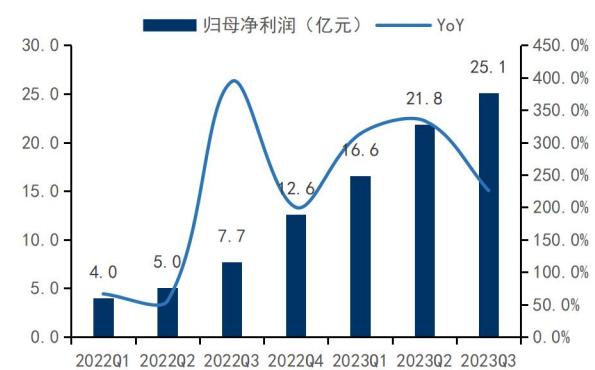
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

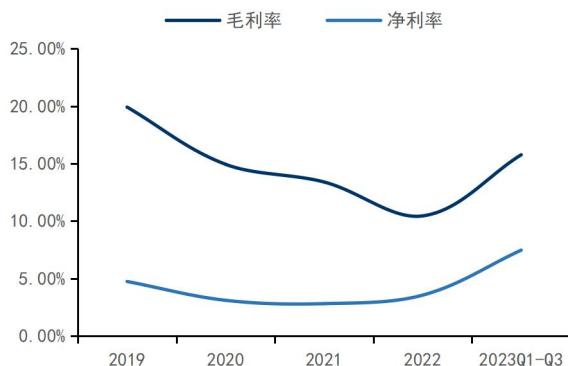
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



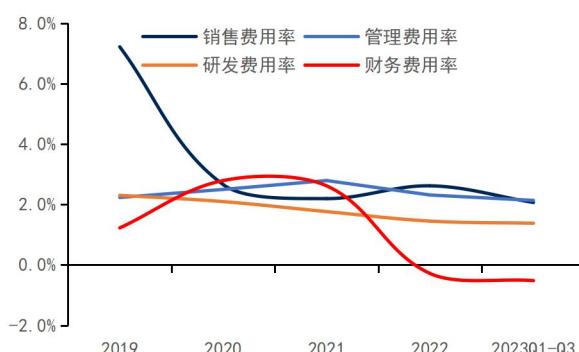
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司2023年前三季度期间费用率为5.07%，同比-0.82pct；2023Q3期间费用率为6.93%，同比+1.85pct、环比+5.53pct。公司2023Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为1.98%/2.21%/1.12%/1.61%，同比-0.63/-0.44/-0.54/+3.44pct，环比+0.17/+0.23/-0.44/+5.57pct。

公司2023Q3计提资产减值损失0.24亿元，计提信用减值损失0.30亿元。公司2023Q3投资净收益为-2.65亿元，其他收益为0.64亿元。

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

公司 Q3 N 型组件出货环比持续增长。我们估计公司 2023Q3 组件出货量超 21GW，环比+20%左右，其中 TOPCon 组件出货量约为 13.5-14GW，环比+30%以上，占比达到 63%以上，环比+5pct。展望全年，我们预计公司组件出货量有望达到 75GW 左右，同比增长近 70%。

公司 Q3 组件盈利能力维持较高水平。我们估计公司 2023Q3 单瓦扣非净利近 0.12 元，环比微降。公司依托一体化布局以及 N 型产品占比的持续提升，盈利能力维持在较高水平。

公司 N 型产品性能持续提升。10 月 30 日，公司宣布经测试认证，公司自主研发的 182 尺寸 TOPCon 电池转化效率达到了 26.89%，创造了 182 及以上尺寸 TOPCon 电池片转化效率的新纪录。公司研究院率先开发出先进金属化增强技术、能量粒子体钝化技术以及高效陷光钝化接触技术等多项适用于大尺寸电池的先进技术，持续推动电池性能提升。

公司产能建设持续加速。截止 2023Q3 末，公司已经投产超 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。

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 82.48/95.15/110.51 亿元（原预测为 77.80/90.68/110.45 亿元），同比+181/+15/+16%，EPS 分别为 0.82/0.95/1.11 元，当前 PE 为 11/10/9 倍，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表（2023年11月6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	9.44	944.00	0.82	0.95	1.11	11.45	9.92	8.54	增持
601012	隆基绿能	23.45	1777.05	2.53	3.15	3.62	9.27	7.44	6.48	增持
688599	天合光能	30.07	653.59	3.20	4.33	4.91	9.39	6.95	6.12	买入

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	115200	111615	121645
应收款项	11137	20950	18937	17736	18330	营业成本	35135	74037	97171	92738	100373
存货净额	13250	17450	19967	16515	17875	营业税金及附加	119	218	370	424	450
其他流动资产	2515	4694	4859	4637	5019	销售费用	891	2166	2437	2679	2859
流动资产合计	47679	67247	65760	60797	63285	管理费用	1133	1914	2571	2790	3041
固定资产	19491	31924	42876	51586	52545	研发费用	716	1199	1686	1953	2190
无形资产及其他	1146	1511	1427	1343	1259	财务费用	1062	(234)	(78)	717	774
其他长期资产	4240	3813	5760	5581	6082	投资收益	227	(51)	(127)	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)	(1521)	(300)	(200)
资产总计	72871	105639	116967	120452	124316	其他收入	577	1669	2061	1100	1000
短期借款及交易性金融负债	13391	11567	24755	26650	19154	营业利润	1397	3156	9936	10813	12558
应付款项	22922	35742	16862	15245	16500	营业外净收支	(37)	(29)	(190)	0	0
其他流动负债	4736	5740	11240	7857	8502	利润总额	1360	3127	9746	10813	12558
流动负债合计	46804	61789	65034	61551	57015	所得税费用	219	191	1498	1298	1507
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	14642	14569	14773	归属于母公司净利润	1141	2936	8248	9515	11051
长期负债合计	12510	17161	17821	17748	17952	现金流量表 (百万元)	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	59314	78949	82855	79299	74967	净利润	1141	2936	8248	9515	11051
少数股东权益	5	0	0	0	0	资产减值准备	(621)	(857)	(1470)	(300)	(200)
股东权益	13552	26690	34048	41089	49285	折旧摊销	1606	2770	2933	4533	5705
负债和股东权益总计	72871	105639	116903	120388	124252	公允价值变动损失	(71)	(56)	65	0	0
						财务费用	1062	(234)	(78)	717	774
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	1081	(1286)	(8506)	(416)	473
每股收益	0.11	0.29	0.82	0.95	1.11	其它	93	578	2177	945	1178
每股红利	0.02	0.09	0.25	0.29	0.33	经营活动现金流	3229	4084	3447	14277	18207
每股净资产	1.36	2.67	3.40	4.11	4.93	资本开支	(9168)	(14905)	(13800)	(13160)	(6580)
ROIC	8%	8%	16%	16%	17%	其它投资现金流	37	61	(2009)	179	(502)
ROE	9%	15%	27%	25%	24%	投资活动现金流	(9131)	(14844)	(15809)	(12981)	(7082)
毛利率	13%	10%	16%	17%	17%	权益性融资	(98)	10432	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	10%	10%	10%	负债净变化	6889	1249	13188	1895	(7496)
EBITDA Margin	10%	7%	12%	14%	15%	支付股利、利息	(44)	(230)	(890)	(2474)	(2855)
收入增长	21%	104%	39%	-3%	9%	其它融资现金流	6886	(1530)	13188	1895	(7496)
净利润增长率	10%	157%	181%	15%	16%	融资活动现金流	5684	11685	12376	(1296)	(11125)
资产负债率	81%	75%	71%	66%	60%	现金净变动	(218)	925	15	0	0
息率	0.2%	0.9%	2.6%	3.0%	3.5%	货币资金的期初余额	16029	18409	19985	20000	20000
P/E	82.7	32.2	11.4	9.9	8.5	货币资金的期末余额	18409	19985	20000	20000	20000
P/B	7.0	3.5	2.8	2.3	1.9	企业自由现金流	(4319)	(10471)	(10094)	664	10802
EV/EBITDA	36.8	29.3	12.8	11.2	9.2	权益自由现金流	1678	(9002)	3160	1928	2625

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