

评级： 买入

董海军  
分析师

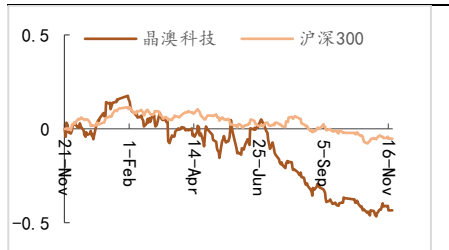
SAC 执证编号：S0110522090001  
donghaijun@sczq.com.cn  
电话：86-10-5651 1712

张星梅

研究助理

zhangxingmei@sczq.com.cn  
电话：010-81152658

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	22.88
一年内最高/最低价（元）	48.10/21.30
市盈率（当前）	12.87
市净率（当前）	2.19
总股本（亿股）	33.16
总市值（亿元）	758.75

资料来源：聚源数据

相关研究

- 一体化稳步推进，股权激励表信心
- 一体化持续布局，N型产能快速建设
- 全球光伏组件领先企业，加大布局 N型高效电池

核心观点

- **事件：**公司发布 2023 年前三季度报告，2023 年前三季度实现营业收入 599.81 亿元，同比增长 21.61%，实现归母净利润 67.65 亿元，同比增长 105.62%。2023 年 Q3 公司实现营业收入 191.38 亿元，同比增长-8.23%，实现归母净利润 19.51 亿元，同比增长 22.87%。
- **单位盈利维持高位。加快全球化布局，全产业链一体化优势体现。**公司 N 型电池产品有 1 美分左右溢价，成本方面预期产能达产后与 P 型基本持平。23 年前三季度公司电池组件出货量为 37.63GW，其中组件海外出货量占比 52%，分销出货量占比约 31%。公司不断加大全球市场布局，充分发挥自身的全球市场营销服务网络优势和品牌优势，进一步加大市场开拓力度带动出货。10 月 30 日，晶澳科技与 Power n Sun 在 2023 年沙特阿拉伯未来能源展期间再次签订战略合作协议，加大中东市场渗透率。此外，公司拟投资建设光伏、风力发电及集中式储能电站项目，预计投资额合计 15.74 亿元，进一步加速全产业链条一体化发展。
- **N 型产能持续投放，一体化增强，产品结构优化。**目前公司扬州 10GW 电池项目、曲靖 10GW 电池及 5GW 组件项目、石家庄 10GW 切片及 10GW 电池项目、东台 10GW 电池及 10GW 组件项目陆续投产，N 型电池产能逐步释放，满足市场对高效产品需求。截至 2023 年末公司 N 型电池产能将超过 57GW。23 年 9 月份有约 40GW N 型电池产能陆续投产爬产，快速释放。同时，异质结电池技术处于中试阶段。研发中心积极研究和储备全背接触电池、钙钛矿及叠层等电池技术，通过研发推广新技术尽快大规模量产，为用户提供更广泛的光伏发电应用。
- **组件厂商分化凸显，龙头组件厂稳定出货。**公司凭借稳定交付能力和高质量产品和二三厂拉开差距。预计 2023 年全球市场需求接近 400GW，明年预计 20%-30% 的增长。市场空间仍有较大潜力。随着公司新产能建设陆续投产爬坡达产，上游环节与组件的匹配度更高，公司产品竞争力得到加强，销售政策积极争取中远期订单，加快签单速度，平衡好出货量和利润。公司目前已经签订了 20% 左右订单，24 年总体出货目标较今年将有 40%-50% 增长，其中 n 型产品占比 65% 以上。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 89.1/92.2/116.9 亿元，对应 PE 为 8.5/8.2/6.5 倍。我们维持对公司“买入”的投资评级。
- **风险提示：**光伏需求增长不及预期；产能扩张进度不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	729.9	872.6	1043.8	1198.3
营收增速（%）	76.7	19.6	19.6	14.8
净利润（亿元）	55.3	89.1	92.2	116.9
净利润增速（%）	171.4	61.0	3.5	26.8
EPS(元/股)	2.35	2.70	2.79	3.54
PE	9.7	8.5	8.2	6.5

资料来源：Wind，首创证券

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	38156	56359	69351	82376	经营活动现金流	8186	11106	12316	14286
现金	12183	25941	32456	40284	净利润	5533	8910	9218	11691
应收账款	8347	9955	11908	13671	折旧摊销	2792	2889	3151	3165
其它应收款	660	790	944	1084	财务费用	-225	281	327	244
预付账款	2551	2944	3612	4100	投资损失	-317	-304	-304	-304
存货	11909	13735	16849	19126	营运资金变动	302	-688	-93	-531
其他	2356	2816	3369	3867	其它	95	7	7	6
非流动资产	34193	36272	36373	36460	投资活动现金流	-7215	-4666	-2948	-2948
长期投资	774	774	774	774	资本支出	7753	4918	3200	3200
固定资产	21445	23683	23925	24136	长期投资	28	0	0	0
无形资产	1356	1220	1098	988	其他	510	252	252	252
其他	6739	6739	6739	6739	筹资活动现金流	-1476	7318	-2854	-3510
资产总计	72349	92631	105724	118836	短期借款	7	11	11	14
流动负债	34997	43531	50068	54240	长期借款	2792	2889	3151	3165
短期借款	1787	7963	8109	8109	其他	4663	2828	-2673	-2765
应付账款	5155	5949	7298	8284	现金净增加额	-505	13758	6515	7828
其他	463	534	655	744					
非流动负债	7188	7188	7188	7188	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	1777	1777	1777	1777	成长能力				
其他	1627	1627	1627	1627	营业收入	76.7%	19.6%	19.6%	14.8%
负债合计	42185	50719	57256	61428	营业利润	148.7%	57.8%	3.5%	27.1%
少数股东权益	2659	2670	2681	2695	归属母公司净利润	171.4%	61.0%	3.5%	26.8%
归属母公司股东权益	27505	39243	45787	54713	获利能力				
负债和股东权益	72349	92631	105724	118836	毛利率	14.8%	17.7%	15.6%	16.6%
					净利率	7.6%	10.2%	8.8%	9.8%
					ROE	20.1%	22.7%	20.1%	21.4%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROIC	14.4%	17.4%	16.0%	17.6%
营业收入	72989	87259	104378	119830	偿债能力				
营业成本	62205	71788	88065	99966	资产负债率	58.3%	54.8%	54.2%	51.7%
营业税金及附加	242	289	346	397	净负债比率	7.6%	11.1%	9.8%	8.3%
营业费用	1050	1255	1253	1438	流动比率	1.09	1.29	1.39	1.52
研发费用	1007	1204	1440	1653	速动比率	0.75	0.98	1.05	1.17
管理费用	1708	2042	2192	2516	营运能力				
财务费用	-529	281	327	244	总资产周转率	1.01	0.94	0.99	1.01
资产减值损失	-1144	-500	-500	-500	应收账款周转率	10.33	9.37	9.38	9.20
公允价值变动收益	-199	-199	-199	-199	应付账款周转率	3.86	3.59	3.69	3.56
投资净收益	503	503	503	503	每股指标(元)				
营业利润	6468	10205	10561	13419	每股收益	2.35	2.70	2.79	3.54
营业外收入	50	35	35	35	每股经营现金	3.47	3.37	3.73	4.33
营业外支出	200	20	20	20	每股净资产	11.67	11.89	13.88	16.58
利润总额	6317	10220	10576	13434	估值比率				
所得税	778	1300	1347	1729	P/E	9.7	8.5	8.2	6.5
净利润	5540	8921	9229	11705	P/B	1.96	1.92	1.65	1.38
少数股东损益	7	11	11	14					
归属母公司净利润	5533	8910	9218	11691					
EBITDA	8166	13375	14038	16829					
EPS (元)	2.35	2.70	2.79	3.54					

## 分析师简介

董海军，分析师，北京大学硕士，2020年8月加入首创证券。

张星梅，复旦大学硕士，对外经济贸易大学学士，2022年11月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准		