

评级：增持（维持）

市场价格：7.53

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：赵宇鹏

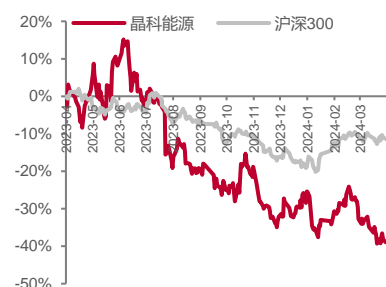
执业证书编号：S0740522100005

Email: zhaoyu02@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	10,005
流通股本(百万股)	3,109
市价(元)	7.53
市值(百万元)	75,339
流通市值(百万元)	23,408

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1.晶科能源深度报告：全球光伏龙头，引领 TOPCon 技术发展

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	82,676	118,682	113,002	131,252	147,502
增长率 yoy%	104%	44%	-5%	16%	12%
净利润(百万元)	2,936	7,440	7,915	8,293	9,017
增长率 yoy%	157%	153%	6%	5%	9%
每股收益(元)	0.29	0.74	0.79	0.83	0.90
每股现金流量	0.41	2.48	0.87	1.81	1.58
净资产收益率	11%	22%	20%	18%	17%
P/E	25.7	10.1	9.5	9.1	8.4
P/B	2.8	2.2	1.9	1.6	1.4

备注：股价取自 2024 年 4 月 22 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

- **2023 年经营业绩亮眼。**公司发布 2023 年报，2023 年实现营业收入 1186.8 亿元，同比增加 43.6%，实现归母净利润 74.4 亿元，同比增加 153.2%，实现扣非归母净利润 69.0 亿元，同比增加 152.1%；拆分来看，公司 2023 年第四季度实现营业收入 335.9 亿元，同比增加 12.3%，实现归母净利润 10.9 亿元，同比减少 14.0%，实现扣非归母净利润 8.6 亿元，同比减少 24.1%。盈利能力方面，公司实现组件单位盈利约 9 分/w，同比提升 2 分/w，经营业绩亮眼。
- **重回全球组件出货第一，持续推进全球产业链布局。**2023 年公司实现光伏产品出货 83.56GW，其中组件 78.52GW，根据 InfoLink Consulting，公司组件出货量排名行业第一；截至 2023 年末，公司硅片/电池片/组件产能分别为 85/90/110 GW，一体化产能配套率 85%以上；国内产能方面，公司在山西规划建设年产 56 GW 垂直一体化大基地项目目前建设顺利，一期 14GW 目前逐步投产中。海外产能方面，截至 2023 年末，公司具备行业最大超过 12GW 的海外一体化产能，美国的组件工厂持续推进中。预计至 2024 年末，公司硅片/电池片/组件产能有望达 120/110/130GW，其中 N 型产能将超过 100GW，N 型一体化布局行业领先。
- **TOPCon 产品拔牛耳者，降本增效持续推进。**公司的 N 型产品处于市场领导者地位，90GW 的电池片产能中，具备 N 型高效 TOPCon 产能超 70GW，占比达 78%；全年组件出货中，N 型 TOPCon 出货 48.4GW，占比超 60%；公司高效 N 型电池研发量产持续突破，2023 年末 N 型电池量产平均效率超过 25.8%，2024Q1 末量产平均效率已超过 26%，N 型组件功率高出同版型 P 型产品约 30W，预计至 2024 年底平均量产效率提升至 26.5%；公司计划 2024 年实现 100-110GW 的年度出货目标，其中 N 型出货占比接近 90%，继续夯实全球 N 型龙头地位。
- **盈利预测、估值及投资评级：**预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 1130.0/1312.5/1475.0 亿元，预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 79.2/82.9/90.2 亿元，以当前总股本计算的 2024/2025/2026 年的摊薄 EPS 分别为 0.79/0.83/0.90，当前股价对应 2024/2025/2026 年 PE 倍数分别为 10/9/8 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**光伏需求不及预期风险；原材料价格波动风险；产品价格下跌风险；产能投放不及预期；研报使用的信息数据更新不及时的风险。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,837	28,250	32,813	39,223	营业收入	118,682	113,002	131,252	147,502
应收票据	3,656	3,481	4,043	4,544	营业成本	102,016	97,181	114,845	129,064
应收账款	22,565	21,886	24,370	26,945	税金及附加	372	329	381	428
预付账款	4,611	4,392	5,190	5,833	销售费用	2,609	2,599	2,756	3,393
存货	18,216	26,134	30,885	34,708	管理费用	2,647	2,543	2,888	3,393
合同资产	268	256	297	334	研发费用	1,578	1,511	1,631	2,065
其他流动资产	5,727	5,458	6,323	7,093	财务费用	-6	-104	-232	-549
流动资产合计	82,611	89,601	103,624	118,346	信用减值损失	-112	-15	-15	-15
其他长期投资	179	175	187	199	资产减值损失	-1,324	-1,000	-800	-800
长期股权投资	1,077	1,077	1,077	1,077	公允价值变动收益	69	65	64	66
固定资产	37,001	37,743	31,920	26,696	投资收益	-48	-50	-50	-50
在建工程	3,774	4,774	6,174	7,274	其他收益	1,174	1,200	1,300	1,400
无形资产	2,432	2,789	3,185	3,629	营业利润	9,112	9,030	9,367	10,196
其他非流动资产	5,043	4,428	4,769	4,980	营业外收入	53	100	150	200
非流动资产合计	49,506	50,985	47,311	43,854	营业外支出	471	619	600	700
资产合计	132,117	140,587	150,935	162,200	利润总额	8,694	8,511	8,917	9,696
短期借款	6,256	12,121	4,675	335	所得税	1,254	596	624	679
应付票据	25,691	24,295	28,711	32,266	净利润	7,440	7,915	8,293	9,017
应付账款	22,589	19,436	22,969	25,813	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	457	145	169	237	归属母公司净利润	7,440	7,915	8,293	9,017
合同负债	6,219	9,040	10,500	11,800	NOPLAT	7,435	7,818	8,077	8,507
其他应付款	229	200	220	240	EPS (按最新股本摊薄)	0.74	0.79	0.83	0.90
一年内到期的非流动负债	3,096	2,500	2,800	3,000					
其他流动负债	7,305	7,545	9,039	9,460					
流动负债合计	71,841	75,283	79,084	83,151	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	3,618	3,668	3,718	3,768	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	9,182	9,182	9,182	9,182	<b>成长能力</b>				
其他非流动负债	13,115	12,311	12,517	12,648	营业收入增长率	43.6%	-4.8%	16.2%	12.4%
非流动负债合计	25,915	25,160	25,417	25,597	EBIT增长率	200.3%	-3.2%	3.3%	5.3%
负债合计	97,756	100,444	104,500	108,749	归母公司净利润增长率	153.4%	6.4%	4.8%	8.7%
归属母公司所有者权益	34,360	40,143	46,435	53,451	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	14.0%	14.0%	12.5%	12.5%
所有者权益合计	34,360	40,143	46,435	53,451	净利率	6.3%	7.0%	6.3%	6.1%
负债和股东权益	132,117	140,587	150,935	162,200	ROE	21.7%	19.7%	17.9%	16.9%
					ROIC	14.2%	11.9%	12.3%	12.5%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	74.0%	71.4%	69.2%	67.0%
					债务权益比	102.6%	99.1%	70.8%	54.1%
					流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
					速动比率	0.9	0.8	0.9	1.0
					<b>营运能力</b>				
单位:百万元					总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	应收账款周转天数	59	71	63	63
经营活动现金流	24,816	8,684	18,147	15,846	应付账款周转天数	67	78	66	68
现金收益	15,389	16,436	16,915	16,091	存货周转天数	63	82	89	91
存货影响	-765	-7,919	-4,750	-3,824					
经营性应收影响	-4,928	2,073	-3,045	-2,918	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	13,105	-4,889	7,992	6,487	每股收益	0.74	0.79	0.83	0.90
其他影响	2,016	2,983	1,035	10	每股经营现金流	2.48	0.87	1.81	1.58
投资活动现金流	-20,128	-10,849	-4,953	-4,020	每股净资产	3.43	4.01	4.64	5.34
资本支出	-17,726	-10,724	-4,826	-3,943	<b>估值比率</b>				
股权投资	68	0	0	0	P/E	10	10	9	8
其他长期资产变化	-2,470	-125	-127	-77	P/B	2	2	2	1
融资活动现金流	3,434	2,578	-8,631	-5,416	EV/EBITDA	8	8	7	8
借款增加	7,406	5,320	-7,096	-4,090					
股利及利息支付	-1,200	-2,898	-2,971	-2,934					
股东融资	45	0	0	0					
其他影响	-2,817	156	1,436	1,608					

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。