

出货量位居行业第一，N 型龙头地位稳固

2024 年 04 月 23 日

► **事件：**2024 年 4 月 22 日，公司发布 23 年年报，2023 年全年公司实现营业收入 1186.82 亿元，同比+43.55%；实现归母净利润 74.40 亿元，同比+153.20%；实现扣非归母净利润 69.04 亿元，同比+152.09%。

分季度来看，23Q4 公司实现营收 335.85 亿元，同比+12.31%，环比+6.71%；实现归母净利润 10.86 亿元，同比-13.97%，环比-56.75%；实现扣非归母净利润 8.57 亿元，同比-24.13%，环比-65.87%。我们认为公司 Q4 盈利环比下行主要受行业竞争加剧，组件盈利能力下滑影响，总体来看，公司业绩符合预期。

► **出货量位居行业第一，一体化产能持续扩张，N 型龙头地位稳固**

出货方面，2023 年全年公司光伏组件销售量达到 78.52GW，同比+77.11%，出货量位居全球第一，其中 N 型组件出货 48.41GW，占比达到 62%、截至 2023 年 Q4 公司组件累计出货超 210GW，稳居全球组件龙头地位。根据公司预测，2024 年组件出货量将达到 100-110GW。

产能方面，公司一体化产能布局完善，根据公司年报，目前公司拥有硅片、电池片、组件产能 85GW/90GW/110GW，一体化率达到 85%，N 型电池产能超过 70GW，海外一体化产能超过 12GW。公司年产 56GW 垂直大基地项目中的一期 14GW 已于 2024 年 3 月投产，预计 2024 年底硅片、电池、组件产能将达到 120/110/130GW，N 型产能将超过 100GW。

产品参数方面，截至 2023 年 Q4，晶科实验室最高 TOPCon 电池效率达到 26.89%，量产平均效率达到 25.9%（24Q1 达到 26.1%，24 年底量产目标 26.5%）。在保持 N 型 TOPCon 龙头地位的同时，公司也在积极布局下一代电池技术，公司基于 N 型 TOPCon 的钙钛矿叠层电池效率已达到 32.33%。

► **积极拓展新增长极，打造全方位绿色能源供应商**

2023 年，公司针对不同应用场景，推出了户用、工商储与大储解决方案，4GWh 储能系统产线已成功投产，后续电池产能将有序推进。此外，公司在 BIPV，组件回收等领域均展开布局。

► **投资建议**

我们预计公司 23-25 年实现营收 1019/1175/1325 亿元；归母净利润分别为 51.68/65.28/79.86 亿元；对应 4 月 22 日收盘价，PE 为 15x/12x/9x。公司为 TOPCon 领先企业，N 型占比提升与一体化产能持续扩张有望夯实竞争力，维持“推荐”评级。

► **风险提示**

公司产能扩张不及预期、下游装机需求不及预期、行业竞争超预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	118,682	101,859	117,482	132,463
增长率 (%)	43.6	-14.2	15.3	12.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,440	5,168	6,528	7,986
增长率 (%)	153.2	-30.5	26.3	22.3
每股收益 (元)	0.74	0.52	0.65	0.80
PE	10	15	12	9
PB	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

7.53 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

- 晶科能源 (688223.SH) 2023 年三季度报点评：业绩超预期，N 型 TOPCon 占比持续提升-2023/10/31
- 晶科能源 (688223.SH) 2023 年半年报点评：N 型占比提升增厚盈利，一体化产能持续扩张-2023/08/15
- 晶科能源 (688223.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评：业绩维持高速增长，N 型占比有望持续提升-2023/05/02
- 晶科能源 (688223.SH) 2022 年三季度报点评：Q3 业绩亮眼，N 型组件量产红利逐步释放-2022/10/31
- 晶科能源 (688223.SH) 2022 年半年报点评：业绩稳步提升，N 型 TOPCon 加速进攻-2022/08/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	118,682	101,859	117,482	132,463
营业成本	102,016	89,760	103,410	116,462
营业税金及附加	372	316	364	411
销售费用	2,609	2,139	2,408	2,649
管理费用	2,647	2,139	2,408	2,649
研发费用	1,578	1,324	1,469	1,590
EBIT	9,866	7,099	8,498	9,927
财务费用	-6	488	490	408
资产减值损失	-1,324	-500	-300	-100
投资收益	-48	0	0	0
营业利润	9,112	6,010	7,590	9,286
营业外收支	-418	0	0	0
利润总额	8,694	6,010	7,590	9,286
所得税	1,253	841	1,063	1,300
净利润	7,440	5,168	6,528	7,986
归属于母公司净利润	7,440	5,168	6,528	7,986
EBITDA	18,036	15,475	16,999	18,571

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,837	28,717	35,552	42,613
应收账款及票据	26,221	18,857	21,765	24,553
预付款项	4,611	4,488	4,136	4,658
存货	18,216	20,721	24,176	27,496
其他流动资产	5,727	8,450	9,149	9,819
流动资产合计	82,611	81,233	94,778	109,139
长期股权投资	1,077	1,077	1,077	1,077
固定资产	37,001	40,276	40,454	41,490
无形资产	2,432	2,582	2,602	2,622
非流动资产合计	49,506	52,430	51,999	51,414
资产合计	132,117	133,663	146,776	160,554
短期借款	6,256	6,256	6,256	6,256
应付账款及票据	48,279	42,441	48,951	55,193
其他流动负债	17,306	21,073	23,107	25,052
流动负债合计	71,841	69,769	78,313	86,501
长期借款	3,618	3,618	3,618	3,618
其他长期负债	22,297	22,297	22,297	22,297
非流动负债合计	25,915	25,915	25,915	25,915
负债合计	97,756	95,685	104,229	112,416
股本	10,005	10,005	10,005	10,005
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	34,360	37,978	42,547	48,138
负债和股东权益合计	132,117	133,663	146,776	160,554

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.55	-14.18	15.34	12.75
EBIT 增长率	178.91	-28.04	19.70	16.82
净利润增长率	153.20	-30.54	26.30	22.35
盈利能力 (%)				
毛利率	14.04	11.88	11.98	12.08
净利润率	6.27	5.07	5.56	6.03
总资产收益率 ROA	5.63	3.87	4.45	4.97
净资产收益率 ROE	21.65	13.61	15.34	16.59
偿债能力				
流动比率	1.15	1.16	1.21	1.26
速动比率	0.78	0.74	0.79	0.84
现金比率	0.39	0.41	0.45	0.49
资产负债率 (%)	73.99	71.59	71.01	70.02
经营效率				
应收账款周转天数	59.39	55.00	55.00	55.00
存货周转天数	62.93	75.00	75.00	75.00
总资产周转率	1.00	0.77	0.84	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.74	0.52	0.65	0.80
每股净资产	3.43	3.80	4.25	4.81
每股经营现金流	2.48	1.47	1.78	1.85
每股股利	0.22	0.15	0.20	0.24
估值分析				
PE	10	15	12	9
PB	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	3.89	4.54	4.13	3.78
股息收益率 (%)	2.97	2.06	2.60	3.18

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,440	5,168	6,528	7,986
折旧和摊销	8,170	8,376	8,501	8,644
营运资金变动	8,406	-413	1,434	686
经营活动现金流	24,816	14,667	17,815	18,484
资本开支	-19,953	-11,402	-8,117	-8,132
投资	0	0	-50	-50
投资活动现金流	-20,128	-11,402	-8,187	-8,192
股权募资	45	0	0	0
债务募资	7,515	0	0	0
筹资活动现金流	3,434	-2,385	-2,793	-3,231
现金净流量	8,692	880	6,835	7,061

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026