

晶科能源 (688223)

盈利显著提升，N型先发优势助力夯实龙头地位

事件：

2024年4月22日，公司发布2023年报，报告期内公司实现营业收入1186.82亿元，同比增长43.55%，实现归母净利润74.40亿元，同比增长153.20%，实现扣非归母净利润69.04亿元，同比增长152.09%，实现经营活动现金流量净额248.16亿元，同比增长507.62%，公司业绩实现大幅增长，盈利能力显著提升。

其中2023Q4公司实现营业收入335.85亿元，同比/环比分别增长12.31%/6.71%，实现归母净利润10.86亿元，同比/环比分别减少13.97%/56.75%，主要受到行业竞争加剧影响，公司盈利空间被挤压。

➤ 受益于N型先发优势，全年盈利能力显著提升

报告期内，公司实现销售毛利率14.04%，同比提升3.59pct，销售净利率6.27%，同比提升2.72pct，光伏组件业务作为公司营收主要来源，实现营收1143.83亿元，同比增长43.33%，毛利率14.43%，同比提升3.82pct，实现组件出货78.52GW，同比增长约77%，其中N型组件48.41GW，占比约62%，根据Infolink Consulting统计，2023年公司组件出货规模位居行业首位，2024年公司组件出货量有望达到100-110GW，N型占比接近90%。

➤ N型一体化布局日臻完善，效率水平不断突破

产能方面，2023年底公司硅片/电池片/组件产能分别达到85/90/110GW，一体化产能配套率达85%以上，2024年底有望分别达到120/110/130GW，其中N型产能超过100GW。效率方面，截至2023年底，公司TOPCon电池研发最高效率26.89%，量产平均效率超过25.8%，基于TOPCon衬底的钙钛矿叠层电池研发最高效率32.33%；2024Q1量产平均效率已超过26%，2024年底有望达到26.5%，助力公司进一步降低成本水平，提高产品竞争力。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为1065.0/1167.2/1313.5亿元，同比增速分别为-10.3%/9.6%/12.5%，归母净利润分别为61.5/68.2/80.3亿元，同比增速分别为-17.3%/10.9%/17.7%，EPS分别为0.61/0.68/0.80元/股，3年CAGR为2.58%。公司作为N型TOPCon行业领先企业，技术和规模先发优势有望夯实龙头地位，在行业竞争加剧阶段维持相对竞争优势，参照可比公司估值，我们给予公司2024年15倍PE，目标价9.22元，维持“买入”评级。

风险提示：光伏装机规模不及预期；原材料价格大幅波动；海外政策变动。

行业： 电力设备/光伏设备
投资评级： 买入（维持）
当前价格： 7.54元
目标价格： 9.22元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	10,005.20/3,108.65
流通A股市值(百万元)	23,439.20
每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	73.99
一年内最高/最低(元)	14.57/7.28

股价相对走势



作者

分析师：贺朝晖
执业证书编号：S0590521100002
邮箱：hezhang@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	82676	118682	106497	116722	131348
增长率(%)	103.79%	43.55%	-10.27%	9.60%	12.53%
EBITDA(百万元)	5865	16642	16238	19290	22061
归母净利润(百万元)	2936	7440	6152	6820	8030
增长率(%)	157.24%	153.41%	-17.32%	10.87%	17.74%
EPS(元/股)	0.29	0.74	0.61	0.68	0.80
市盈率(P/E)	25.7	10.1	12.3	11.1	9.4
市净率(P/B)	2.8	2.3	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	25.3	5.5	5.0	4.0	3.2

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年04月24日收盘价

相关报告

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19985	27837	22231	24804	30738
应收账款+票据	23982	26923	25490	27937	31438
预付账款	3629	4611	4137	4535	5103
存货	17450	18216	24386	26769	30158
其他	2201	5025	3981	4353	4886
流动资产合计	67247	82611	80226	88398	102322
长期股权投资	1145	1077	1277	1489	1695
固定资产	31270	37729	39981	42560	43239
在建工程	1486	3774	6100	6050	6050
无形资产	1511	2432	2235	2121	1858
其他非流动资产	2980	4495	4809	4453	4493
非流动资产合计	38393	49506	54402	56673	57335
资产总计	105639	132117	134628	145071	159657
短期借款	10131	6256	6236	6216	6716
应付账款+票据	35742	48279	43750	48025	54104
其他	15915	17306	20367	22316	25100
流动负债合计	61789	71841	70353	76556	85919
长期带息负债	3709	13350	11197	8617	5809
长期应付款	11699	9841	9841	9841	9841
其他	1753	2724	2724	2724	2724
非流动负债合计	17161	25915	23763	21183	18375
负债合计	78949	97756	94116	97739	104294
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	10000	10005	10005	10005	10005
资本公积	8734	9029	9029	9029	9029
留存收益	7956	15326	21478	28298	36329
股东权益合计	26690	34360	40512	47332	55363
负债和股东权益总计	105639	132117	134628	145071	159657

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2936	7440	6152	6820	8030
折旧摊销	2972	7954	8604	10841	12444
财务费用	-234	-6	779	669	564
存货减少(增加为“-”)	-4200	-765	-6171	-2383	-3389
营运资金变动	-3028	8151	-4689	624	873
其它	5514	1826	6403	2616	3621
经营活动现金流	3960	24601	11078	19187	22144
资本支出	-12949	-21244	-13300	-12900	-12900
长期投资	-465	0	0	0	0
其他	-1430	1116	-432	-445	-438
投资活动现金流	-14844	-20128	-13732	-13345	-13338
债权融资	1137	5765	-2172	-2600	-2308
股权融资	2000	5	0	0	0
其他	8549	-2336	-779	-669	-564
筹资活动现金流	11685	3434	-2952	-3269	-2872
现金净增加额	1029	8477	-5606	2573	5934

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	82676	118682	106497	116722	131348
营业成本	74037	102016	92446	101479	114325
营业税金及附加	218	372	309	339	381
营业费用	2166	2609	2023	2124	2285
管理费用	3113	4224	3408	3548	3783
财务费用	-234	-6	779	669	564
资产减值损失	-857	-1324	-1308	-1434	-1613
公允价值变动收益	56	69	0	0	0
投资净收益	-51	-48	111	123	117
其他	632	949	682	690	701
营业利润	3156	9112	7017	7942	9215
营业外净收益	-29	-418	-162	-162	-162
利润总额	3127	8694	6855	7780	9053
所得税	191	1253	703	960	1023
净利润	2936	7440	6152	6820	8030
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	2936	7440	6152	6820	8030

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	103.79%	43.55%	-10.27%	9.60%	12.53%
EBIT	19.45%	200.27%	-12.12%	10.68%	13.82%
EBITDA	40.86%	183.73%	-2.43%	18.79%	14.37%
归属于母公司净利润	157.24%	153.41%	-17.32%	10.87%	17.74%
获利能力					
毛利率	10.45%	14.04%	13.19%	13.06%	12.96%
净利率	3.55%	6.27%	5.78%	5.84%	6.11%
ROE	11.00%	21.65%	15.18%	14.41%	14.50%
ROIC	26.39%	27.47%	19.25%	16.97%	18.34%
偿债能力					
资产负债率	74.73%	73.99%	69.91%	67.37%	65.32%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力					
应收账款周转率	4.2	5.1	4.8	4.8	4.8
存货周转率	4.2	5.6	3.8	3.8	3.8
总资产周转率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益	0.3	0.7	0.6	0.7	0.8
每股经营现金流	0.4	2.5	1.1	1.9	2.2
每股净资产	2.7	3.3	3.9	4.6	5.4
估值比率					
市盈率	25.7	10.1	12.3	11.1	9.4
市净率	2.8	2.3	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	25.3	5.5	5.0	4.0	3.2
EV/EBIT	51.3	10.6	10.6	9.1	7.3

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年04月24日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼