

# 晶澳科技 (002459.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 资产减值拖累业绩， 渠道及技术优势有望支撑盈利修复

### 业绩简评

4月29日公司披露2023年报及2024年一季报，2023年实现营收815.56亿元，同比+11.7%，实现归母净利70.39亿元，同比+27.2%；其中23Q4/24Q1实现营收215.75、159.71亿元，同比-8.8%/-22.0%，环比+12.7%/-26.0%；实现归母净利2.75、-4.83亿元，同比-87.8%/-118.7%，环比-85.9%/-275.8%。

### 经营分析

组件出货持续增长，一体化产能提升支撑24年出货维持高增。2023年公司实现电池组件出货57.09GW(含自用2.16GW)，组件外销量同比增长39.5%；24Q1公司电池组件出货量16.059GW(含自用528MW)，同比增长11%。公司组件产能持续提升，一体化率保持高位，截至2023年底公司组件产能95GW，硅片与电池产能达组件产能的90%左右，预计2024年公司各环节产能均超过100GW，助力公司实现85-95GW组件出货量目标。

产品降价盈利承压，计提资产减值保证资产质量。2023年下半年起光伏产业链竞争加剧，组件价格大幅波动，23Q4公司毛利率环比下降7.8pct至13.23%，24Q1进一步下降至5.06%。原材料价格大幅波动及电池技术变革下，公司出于审慎原则进行减值计提，2023年计提资产减值24.19亿元，其中固定资产减值/存货跌价分别12.9/10.1亿元，24Q1计提资产减值2.6亿元，有望保证公司设备资产质量及未来盈利能力维持较好水平。

TOPCon产能及海外渠道布局领先，有望支撑份额提升及盈利修复。公司坚持技术研发创新，2023年内57GW N型电池产能陆续投产，量产的n型倍秀电池转换效率已达到26.3%，随着TOPCon出货占比提升，公司盈利能力有望得到修复。公司海外布局领先，销售网络遍布全球165个国家和地区，2023年组件海外出货量占比48%，24Q1进一步提升至62%；此外，公司积极推进越南5GW电池、美国2GW组件等海外项目建设，随着海外产能陆续释放，公司有望在组件降价周期中凭借海外渠道及产能布局抵消个别国家或地区市场阶段性低谷，实现份额提升及盈利修复。

### 盈利预测、估值与评级

根据我们最新的产业链价格预测，下调公司2024-2025年净利润预测至28(-72%)、39(-68%)亿元，新增2026年预测48亿元，当前股价对应PE分别为18/13/10倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

国际贸易环境恶化，新技术进展不及预期，人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.00元

相关报告：

- 《晶澳科技公司点评：单位盈利维持高位，先进产能加速放量保障优势》，2023.10.31
- 《晶澳科技公司点评：单位盈利维持高位，下半年出货量望显著提速》，2023.8.31



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	72,989	81,556	86,165	107,188	132,370
营业收入增长率	76.72%	11.74%	5.65%	24.40%	23.49%
归母净利润(百万元)	5,533	7,039	2,791	3,910	4,762
归母净利润增长率	171.40%	27.23%	-60.35%	40.09%	21.77%
摊薄每股收益(元)	2.348	2.122	0.843	1.182	1.439
每股经营性现金流净额	3.47	3.74	2.08	4.70	5.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.12%	20.05%	7.42%	9.50%	10.48%
P/E	25.59	9.76	17.78	12.70	10.43
P/B	5.15	1.96	1.32	1.21	1.09

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>41,302</b>	<b>72,989</b>	<b>81,556</b>	<b>86,165</b>	<b>107,188</b>	<b>132,370</b>	货币资金	13,219	12,183	15,988	20,615	25,370	34,726
增长率	76.7%	76.7%	11.7%	5.7%	24.4%	23.5%	应收款项	6,793	9,895	11,089	11,095	13,802	17,044
主营业务成本	-35,260	-62,205	-66,773	-76,902	-95,510	-118,247	存货	7,957	11,909	14,472	14,866	18,464	22,859
%销售收入	85.4%	85.2%	81.9%	89.2%	89.1%	89.3%	其他流动资产	3,660	4,168	7,583	7,895	8,474	9,182
毛利	6,042	10,785	14,783	9,263	11,678	14,123	流动资产	31,629	38,156	49,132	54,471	66,110	83,810
%销售收入	14.6%	14.8%	18.1%	10.8%	10.9%	10.7%	%总资产	55.5%	52.7%	46.1%	48.3%	51.6%	57.1%
营业税金及附加	-140	-242	-422	-431	-536	-662	长期投资	577	806	1,375	1,384	1,384	1,384
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	18,411	24,053	46,606	48,120	51,333	51,847
销售费用	-736	-1,050	-1,380	-1,292	-1,608	-1,986	%总资产	32.3%	33.2%	43.7%	42.7%	40.1%	35.4%
%销售收入	1.8%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	1,635	1,732	2,686	3,264	3,794	4,289
管理费用	-1,126	-1,708	-2,345	-2,499	-3,108	-3,839	非流动资产	25,338	34,193	57,457	58,244	61,914	62,852
%销售收入	2.7%	2.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	%总资产	44.5%	47.3%	53.9%	51.7%	48.4%	42.9%
研发费用	-574	-1,007	-1,142	-1,189	-1,479	-1,827	<b>资产总计</b>	<b>56,967</b>	<b>72,349</b>	<b>106,589</b>	<b>112,715</b>	<b>128,023</b>	<b>146,662</b>
%销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	短期借款	8,883	3,692	1,803	800	800	800
息税前利润 (EBIT)	3,466	6,778	9,494	3,852	4,947	5,810	应付款项	18,908	24,175	41,795	40,406	50,185	62,129
%销售收入	8.4%	9.3%	11.6%	4.5%	4.6%	4.4%	其他流动负债	4,859	7,130	6,668	7,005	8,666	10,617
财务费用	-813	529	360	-410	-479	-325	流动负债	32,651	34,997	50,266	48,211	59,652	73,546
%销售收入	2.0%	-0.7%	-0.4%	0.5%	0.4%	0.2%	长期贷款	1,264	1,777	1,477	7,499	7,499	7,499
资产减值损失	-625	-1,144	-2,419	-603	-73	-90	其他长期负债	6,335	5,411	16,842	16,418	16,637	16,945
公允价值变动收益	24	-199	126	0	0	0	负债	40,250	42,185	68,585	72,129	83,788	97,991
投资收益	425	317	-71	-50	-50	-50	<b>普通股股东权益</b>	<b>16,494</b>	<b>27,505</b>	<b>35,116</b>	<b>37,628</b>	<b>41,147</b>	<b>45,433</b>
%税前利润	17.5%	5.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	其中：股本	1,599	2,356	3,316	3,316	3,316	3,316
营业利润	2,600	6,468	8,114	3,389	4,744	5,746	未分配利润	5,581	10,816	17,072	19,584	23,104	27,389
营业利润率	6.3%	8.9%	9.9%	3.9%	4.4%	4.3%	少数股东权益	223	2,659	2,888	2,958	3,088	3,238
营业外收支	-174	-150	-71	-100	-100	-100	<b>负债股东权益合计</b>	<b>56,967</b>	<b>72,349</b>	<b>106,589</b>	<b>112,715</b>	<b>128,023</b>	<b>146,662</b>
税前利润	2,426	6,317	8,043	3,289	4,644	5,646	<b>比率分析</b>						
利润率	5.9%	8.7%	9.9%	3.8%	4.3%	4.3%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-338	-778	-850	-428	-604	-734	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.9%	12.3%	10.6%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	1.275	2.348	2.122	0.843	1.182	1.439
净利润	2,088	5,540	7,192	2,861	4,040	4,912	每股净资产	10.313	11.673	10.586	11.369	12.433	13.727
少数股东损益	50	7	153	70	130	150	每股经营现金净流	2.345	3.474	3.742	2.080	4.701	5.503
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,039</b>	<b>5,533</b>	<b>7,039</b>	<b>2,791</b>	<b>3,910</b>	<b>4,762</b>	每股股利	0.000	0.200	0.240	0.084	0.118	0.144
净利率	4.9%	7.6%	8.6%	3.2%	3.6%	3.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.36%	20.12%	20.05%	7.42%	9.50%	10.48%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.58%	7.65%	6.60%	2.48%	3.05%	3.25%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	10.94%	16.49%	16.86%	5.80%	7.01%	7.68%
净利润	2,088	5,540	7,192	2,861	4,040	4,912	<b>增长率</b>						
少数股东损益	50	7	153	70	130	150	主营业务收入增长率	59.80%	76.72%	11.74%	5.65%	24.40%	23.49%
非现金支出	3,198	4,203	6,430	5,090	5,503	6,252	EBIT 增长率	45.12%	95.54%	40.06%	-59.43%	28.42%	17.45%
非经营收益	357	-73	76	747	1,205	1,197	净利润增长率	35.31%	171.40%	27.23%	-60.35%	40.09%	21.77%
营运资金变动	-1,893	-1,484	-1,285	-1,800	4,841	5,888	总资产增长率	52.74%	27.00%	47.33%	5.75%	13.58%	14.56%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,750</b>	<b>8,186</b>	<b>12,414</b>	<b>6,898</b>	<b>15,590</b>	<b>18,248</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-5,336	-7,660	-17,777	-6,029	-9,300	-7,300	应收账款周转天数	40.4	35.0	39.2	39.0	39.0	39.0
投资	-256	-51	227	-42	0	0	存货周转天数	67.0	58.3	72.1	72.0	72.0	72.0
其他	1,582	495	-243	-6	-50	-50	应付账款周转天数	54.3	31.5	38.2	42.0	42.0	42.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,010</b>	<b>-7,215</b>	<b>-17,793</b>	<b>-6,077</b>	<b>-9,350</b>	<b>-7,350</b>	固定资产周转天数	125.7	107.3	165.0	180.8	155.3	126.3
股权募资	66	7,911	1,195	-4	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	4,054	-5,046	7,982	5,036	0	0	净负债/股东权益	-18.89%	-22.26%	-11.47%	-9.75%	-19.70%	-37.12%
其他	-1,950	-4,340	-3,216	-1,064	-1,346	-1,423	EBIT 利息保障倍数	4.3	-12.8	-26.4	9.4	10.3	17.9
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,171</b>	<b>-1,476</b>	<b>5,960</b>	<b>3,968</b>	<b>-1,346</b>	<b>-1,423</b>	资产负债率	70.65%	58.31%	64.35%	63.99%	65.45%	66.81%
<b>现金净流量</b>	<b>1,800</b>	<b>-410</b>	<b>643</b>	<b>4,788</b>	<b>4,894</b>	<b>9,475</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	12	16	52
增持	0	0	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.20	1.16	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-15	买入	73.40	105.00~105.00
2	2022-08-26	买入	65.03	105.00
3	2022-10-28	买入	66.47	N/A
4	2023-03-23	买入	54.48	N/A
5	2023-04-27	买入	39.87	N/A
6	2023-08-31	买入	28.55	N/A
7	2023-10-31	买入	22.72	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806