

# 晶科能源 (688223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 出货维持高增，

## 现金流及资产质量有望持续改善

### 业绩及事件简评

4月29日公司发布2024年一季报，Q1实现营收230.84亿元，同比-0.3%、环比-31%；归母净利润11.76亿元，同比-29%、环比+8.2%；扣非归母净利润1.91亿元，同比-84%、环比-78%，非经常损益主要为处置子公司新疆晶科能源产生的投资收益。

4月26日公司全资子公司山西晶科一期切片电池车间发生火灾事故，初步预计对山西基地一期投产及后续爬坡进度产生影响，目前相关保险核损理赔工作正在有序开展。

### 经营分析

**TOPCon 优势布局支撑出货量持续高增。**一季度公司实现总出货21.91GW，同比增长51%，其中组件出货19.99GW，预计N型出货占比达75%-80%。在产业链价格大幅波动、市场竞争激烈的背景下，公司通过TOPCon产品优势及全球化渠道布局实现出货高增。2023年末公司具有先进TOPCon电池产能70GW，目前公司在手订单饱满，预计Q2组件出货量24-26GW，环比增长20%以上。

**产业链价格波动盈利承压，TOPCon 效率及成本优势巩固龙头地位。**Q1产业链价格快速下降，不同市场利润水平差异较大，公司在保证长期客户履约的前提下，短期盈利受到部分低价市场影响，销售毛利率环比下降0.1PCT下降至9.58%，测算公司Q1一体化单位盈利0.01-0.02元/W。公司持续致力于以技术升级推进成本优化，已投产N型TOPCon电池量产平均效率达26%以上，2024年末平均量产效率有望提升至26.5%。考虑到TOPCon组件效率及功率优势，及后续技术进步带来的成本优化空间，随TOPCon出货占比持续提升，公司有望在产业链承压的背景下，凭借TOPCon产品及技术优势维持盈利差距，巩固龙头地位。

**经营现金流同比转正，资产质量有望持续改善。**Q1公司经营活动产生现金净流量11.72亿元，同比转正，产业链淡季背景下相较同行优势明显。一季度公司短期借款、长期借款分别减少18.0/3.3亿元，资产负债率下降1.1PCT，资产质量提升，预计后续仍有进一步改善空间，行业盈利承压背景下经营稳健性凸显。

### 盈利预测、估值与评级

根据我们对产业链价格的最新预测，下调公司24-26年归母净利润预测至40.5 (-16%)、53.7 (-17%)、71.1 (-15%)亿元，当前股价对应PE分别为19/14/11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)：7.55 元

### 相关报告：

- 《晶科能源公司点评：出货量重回榜首，TOPCon 龙头优势渐显》，2024.4.23
- 《晶科能源公司点评：出货高速增长，TOPCon 龙头地位稳固》，2023.10.31
- 《晶科能源公司点评：TOPCon 出货快速增长，技术领先保障盈利...》，2023.8.15



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	82,676	118,682	98,615	118,897	139,648
营业收入增长率	103.79%	43.55%	-16.91%	20.57%	17.45%
归母净利润(百万元)	2,936	7,440	4,052	5,368	7,111
归母净利润增长率	157.24%	153.41%	-45.54%	32.49%	32.46%
摊薄每股收益(元)	0.294	0.744	0.405	0.537	0.711
每股经营性现金流净额	0.41	2.48	0.71	1.59	1.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.00%	21.65%	10.89%	13.11%	15.48%
P/E	49.89	11.91	18.64	14.07	10.62
P/B	5.49	2.58	2.03	1.84	1.64

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)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>40,570</b>	<b>82,676</b>	<b>118,682</b>	<b>98,615</b>	<b>118,897</b>	<b>139,648</b>
增长率		103.8%	43.6%	-16.9%	20.6%	17.5%
主营业务成本	-35,135	-74,037	-102,016	-87,997	-104,819	-122,824
%销售收入	86.6%	89.6%	86.0%	89.2%	88.2%	88.0%
毛利	5,435	8,639	16,665	10,618	14,078	16,824
%销售收入	13.4%	10.4%	14.0%	10.8%	11.8%	12.0%
营业税金及附加	-119	-218	-372	-316	-380	-447
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-891	-2,166	-2,609	-2,465	-2,854	-3,212
%销售收入	2.2%	2.6%	2.2%	2.5%	2.4%	2.3%
管理费用	-1,133	-1,914	-2,647	-2,663	-3,091	-3,491
%销售收入	2.8%	2.3%	2.2%	2.7%	2.6%	2.5%
研发费用	-716	-1,199	-1,578	-1,282	-1,546	-1,815
%销售收入	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	2,575	3,142	9,460	3,892	6,207	7,859
%销售收入	6.3%	3.8%	8.0%	3.9%	5.2%	5.6%
财务费用	-1,062	234	6	-499	-360	-154
%销售收入	2.6%	-0.3%	0.0%	0.5%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-460	-919	-1,436	-627	-381	-199
公允价值变动收益	71	56	69	100	100	100
投资收益	227	-67	-50	1,100	-50	-40
%税前利润	16.7%	n.a	n.a	23.1%	n.a	n.a
营业利润	1,397	3,156	9,112	4,867	6,416	8,466
营业利润率	3.4%	3.8%	7.7%	4.9%	5.4%	6.1%
营业外收支	-37	-29	-418	-100	-100	-100
税前利润	1,360	3,127	8,694	4,767	6,316	8,366
利润率	3.4%	3.8%	7.3%	4.8%	5.3%	6.0%
所得税	-219	-191	-1,253	-715	-947	-1,255
所得税率	16.1%	6.1%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,141	2,936	7,440	4,052	5,368	7,111
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,141</b>	<b>2,936</b>	<b>7,440</b>	<b>4,052</b>	<b>5,368</b>	<b>7,111</b>
净利率	2.8%	3.6%	6.3%	4.1%	4.5%	5.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,141	2,936	7,440	4,052	5,368	7,111
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,314	4,015	9,606	7,822	8,513	8,755
非经营收益	1,320	-255	-635	-140	820	735
营运资金变动	-1,547	-2,613	8,406	-4,654	1,177	1,627
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,229</b>	<b>4,084</b>	<b>24,816</b>	<b>7,080</b>	<b>15,878</b>	<b>18,228</b>
资本开支	-9,145	-14,235	-19,953	-5,679	-4,280	-3,280
投资	-465	-465	0	150	150	150
其他	479	-144	-175	1,100	-50	-40
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-9,131</b>	<b>-14,844</b>	<b>-20,128</b>	<b>-4,429</b>	<b>-4,180</b>	<b>-3,170</b>
股权募资	0	9,770	45	0	0	0
债权募资	4,532	1,379	7,515	-3,595	-4,082	0
其他	1,152	536	-4,127	-2,008	-2,280	-2,728
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>5,684</b>	<b>11,685</b>	<b>3,434</b>	<b>-5,604</b>	<b>-6,363</b>	<b>-2,728</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-252</b>	<b>1,153</b>	<b>8,692</b>	<b>-2,953</b>	<b>5,335</b>	<b>12,330</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,409	19,985	27,837	24,718	29,921	42,142
应收款项	12,273	24,425	27,785	24,348	29,128	34,212
存货	13,250	17,450	18,216	16,539	19,700	23,084
其他流动资产	3,747	5,386	8,774	7,343	8,159	9,029
流动资产	47,679	67,247	82,611	72,949	86,909	108,468
%总资产	65.4%	63.7%	62.5%	60.5%	66.6%	74.1%
长期投资	1,046	1,748	1,256	1,212	1,162	1,112
固定资产	19,491	31,924	40,775	38,705	34,249	28,369
%总资产	26.7%	30.2%	30.9%	32.1%	26.3%	19.4%
无形资产	1,738	2,161	3,051	3,464	3,856	4,249
非流动资产	25,192	38,393	49,506	47,619	43,518	37,992
%总资产	34.6%	36.3%	37.5%	39.5%	33.4%	25.9%
<b>资产总计</b>	<b>72,871</b>	<b>105,639</b>	<b>132,117</b>	<b>120,568</b>	<b>130,427</b>	<b>146,459</b>
短期借款	13,391	11,567	9,351	6,082	2,000	2,000
应付款项	23,864	35,860	48,534	42,964	51,176	59,966
其他流动负债	9,549	14,361	13,955	9,929	11,658	13,649
流动负债	46,804	61,789	71,841	58,975	64,834	75,615
长期贷款	399	3,179	3,618	3,292	3,292	3,292
其他长期负债	12,111	13,982	22,297	21,105	21,347	21,620
负债	59,314	78,949	97,756	83,371	89,472	100,527
<b>普通股股东权益</b>	<b>13,552</b>	<b>26,690</b>	<b>34,360</b>	<b>37,197</b>	<b>40,955</b>	<b>45,932</b>
其中：股本	8,000	10,000	10,005	10,005	10,005	10,005
未分配利润	5,113	7,695	14,043	16,879	20,637	25,615
少数股东权益	5	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>72,871</b>	<b>105,639</b>	<b>132,117</b>	<b>120,568</b>	<b>130,427</b>	<b>146,459</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.143	0.294	0.744	0.405	0.537	0.711
每股净资产	1.694	2.669	3.434	3.718	4.093	4.591
每股经营现金净流	0.404	0.408	2.480	0.708	1.587	1.822
每股股利	0.000	0.000	0.224	0.121	0.161	0.213
<b>回报率</b>						
净资产收益率	8.42%	11.00%	21.65%	10.89%	13.11%	15.48%
总资产收益率	1.57%	2.78%	5.63%	3.36%	4.12%	4.86%
投入资本收益率	7.85%	7.11%	14.31%	5.93%	9.51%	11.05%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	20.53%	103.79%	43.55%	-16.91%	20.57%	17.45%
EBIT增长率	3.45%	22.00%	201.12%	-58.86%	59.47%	26.61%
净利润增长率	9.59%	157.24%	153.41%	-45.54%	32.49%	32.46%
总资产增长率	67.29%	44.97%	25.06%	-8.74%	8.18%	12.29%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	53.2	52.5	60.2	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	112.3	75.7	63.8	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	92.4	64.2	67.5	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	153.5	134.4	113.8	140.8	101.7	70.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-35.72%	-20.08%	-16.85%	-16.83%	-37.96%	-60.45%
EBIT利息保障倍数	2.4	-13.4	-1,511.2	7.8	17.2	50.9
资产负债率	81.40%	74.73%	73.99%	69.15%	68.60%	68.64%

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	7	13	24	32	64
增持	3	4	7	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.30	1.24	1.23	1.26	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	2022-04-29	买入	12.79	N/A
2	2022-08-28	买入	15.93	N/A
3	2022-10-30	买入	17.17	N/A
4	2023-02-28	买入	15.61	N/A
5	2023-04-29	买入	12.52	N/A
6	2023-08-15	买入	11.84	N/A
7	2023-10-31	买入	9.37	N/A
8	2024-04-23	买入	7.53	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

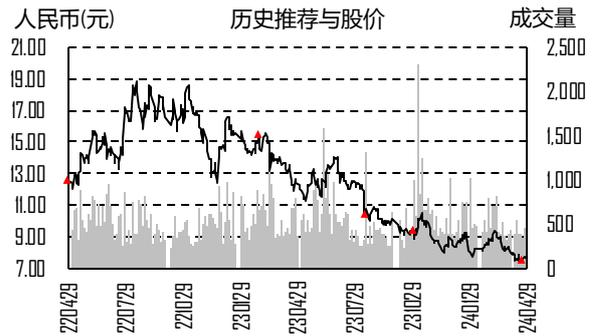
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

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