

海外出货持续提升，一体化产能扩张夯实竞争力

2024 年 05 月 01 日

事件: 2024 年 4 月 29 日，公司发布 2023 年年报与 2024 年一季报。根据年报，公司 2023 年实现收入 815.56 亿元，同比+11.74%；实现归母净利润 70.39 亿元，同比+27.21%；实现扣非归母净利 71.40 亿元，同比+28.46%。23Q4 公司实现收入 215.75 亿元，同比-8.83%，环比+12.73%；归母净利润 2.75 亿元，同比-87.76%，环比-85.93%，扣非归母净利 1.11 亿元，同比-95.19%，环比-94.03%。

根据公司一季报，24Q1 公司实现收入 159.71 亿元，同比-22.02%，环比-25.97%；实现归母净利润-4.83 亿元，同比-118.70%，实现扣非净利-3.69 亿元，同比-114.81%。

海外出货占比提升，出货量有望持续增长。 2023 年，公司实现组件出货 57.094GW (含自用 2.156GW)，其中海外出货占比达到 48%，2024 年一季度公司实现组件出货 16.059GW (含自用 528MW)，其中海外出货量占比提升至 62%，截至 2024 年一季度，公司全球累计组件出货量已达到 201GW，根据公司规划，2024 年组件出货目标为 85-95GW，与 2023 年相比增速为 49%-67%。

先进产能加速投产，巩固一体化优势。 截至 23 年底公司组件产能超过 95GW，硅片、电池片产能为组件产能的 90%，其中 N 型电池产能超过 57GW，占比达到 67%，目前鄂尔多斯 30GW 硅片、30GW 电池片和 10GW 组件项目正在推进中，海外方面越南 5GW 电池片，美国 2GW 组件也处于建设阶段，预计 2024 年底公司硅片、电池片与组件产能均将突破 100GW。

坚持以降本增效为核心，注重研发与创新。 23 年公司研发费用为 44.46 亿元，占营收 5.45%。公司 N 型电池量产转换效率已达到 26.3%，基于公司 N 型电池的 DeepBlue 4.0 Pro 组件还集成了 SMBB 技术、高密度封装技术等提质增效技术，组件效率达到 22.8%，相比于 P 型组件，DeepBlue 4.0 Pro 组件 BOS 成本可降低 2%-4.5%左右，LCOE 可降低 2.5%-6%左右。

投资建议: 我们预计公司 24-26 年实现收入 876.17/1091.30/1259.82 亿元，归母净利润 27.19/38.51/48.04 元，对应 PE 为 17x/12x/10x。公司为光伏一体化领先企业，随着全球化布局加速和新技术迭代，市占率有望持续提升，维持“推荐”评级。

风险提示: 原材料价格波动风险、下游行业景气度波动风险等。

推荐
维持评级
当前价格:
14.22 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 李佳

执业证书: S0100523120002

邮箱: lijia@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书: S0100524010003

邮箱: lixiaopeng@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书: S0100122060013

邮箱: linyutao@mszq.com

相关研究

1.晶澳科技 (002459.SZ) 2023 年三季报点评: 业绩环比小幅下滑, 先进产能加速释放-2023/11/01

2.晶澳科技 (002459.SZ) 2023 年半年报点评: 业绩符合预期, 一体化产能扩张巩固领先地位-2023/09/01

3.晶澳科技 (002459.SZ) 2022 年年报点评: 业绩超预期, 一体化程度加深增厚盈利-2023/03/23

4.晶澳科技 (002459.SZ) 公司深度报告: 光伏组件领军企业, 一体化程度再加深-2022/12/05

5.晶澳科技 (002459.SZ) 事件点评: N 型组件新品重磅发布, 客户价值显著提升-2022/11/14

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	81,556	87,617	109,130	125,982
增长率 (%)	11.7	7.4	24.6	15.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	7,039	2,719	3,851	4,804
增长率 (%)	27.2	-61.4	41.6	24.8
每股收益 (元)	2.13	0.82	1.16	1.45
PE	7	17	12	10
PB	1.3	1.2	1.1	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价)

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	81,556	87,617	109,130	125,982
营业成本	66,773	77,986	96,722	111,577
营业税金及附加	422	438	546	630
销售费用	1,380	1,752	2,183	2,520
管理费用	2,345	3,198	3,983	4,535
研发费用	1,142	1,183	1,473	1,638
EBIT	9,100	3,667	4,992	5,977
财务费用	-360	148	335	172
资产减值损失	-2,306	-300	-100	-100
投资收益	-71	0	0	0
营业利润	8,114	3,219	4,557	5,705
营业外收支	-71	-30	-40	-70
利润总额	8,043	3,189	4,517	5,635
所得税	850	415	587	733
净利润	7,192	2,775	3,930	4,902
归属于母公司净利润	7,039	2,719	3,851	4,804
EBITDA	13,112	7,929	9,445	10,794

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,988	24,776	31,285	35,131
应收账款及票据	9,346	9,992	12,375	14,348
预付款项	1,990	2,340	2,902	3,347
存货	14,472	16,597	20,856	26,864
其他流动资产	7,336	8,192	8,667	9,040
流动资产合计	49,132	61,896	76,086	88,731
长期股权投资	899	1,099	1,299	1,499
固定资产	36,866	45,646	47,789	49,446
无形资产	2,263	2,443	2,513	2,583
非流动资产合计	57,457	65,925	68,091	69,894
资产合计	106,589	127,821	144,177	158,625
短期借款	979	4,979	4,979	4,979
应付账款及票据	27,426	31,844	39,495	45,561
其他流动负债	21,862	25,094	30,863	35,435
流动负债合计	50,266	61,917	75,336	85,975
长期借款	1,477	7,499	7,499	7,499
其他长期负债	16,842	17,227	17,227	17,227
非流动负债合计	18,319	24,726	24,726	24,726
负债合计	68,585	86,643	100,062	110,700
股本	3,316	3,310	3,310	3,310
少数股东权益	2,888	2,943	3,022	3,120
股东权益合计	38,004	41,178	44,115	47,925
负债和股东权益合计	106,589	127,821	144,177	158,625

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	11.74	7.43	24.55	15.44
EBIT 增长率	33.36	-59.71	36.13	19.74
净利润增长率	27.21	-61.37	41.64	24.75
盈利能力 (%)				
毛利率	18.13	10.99	11.37	11.43
净利润率	8.63	3.10	3.53	3.81
总资产收益率 ROA	6.60	2.13	2.67	3.03
净资产收益率 ROE	20.05	7.11	9.37	10.72
偿债能力				
流动比率	0.98	1.00	1.01	1.03
速动比率	0.54	0.59	0.61	0.61
现金比率	0.32	0.40	0.42	0.41
资产负债率 (%)	64.35	67.78	69.40	69.79
经营效率				
应收账款周转天数	40.46	40.00	40.00	40.00
存货周转天数	78.02	78.00	78.00	87.00
总资产周转率	0.91	0.75	0.80	0.83
每股指标 (元)				
每股收益	2.13	0.82	1.16	1.45
每股净资产	10.61	11.55	12.42	13.54
每股经营现金流	3.75	3.38	4.51	3.74
每股股利	0.24	0.30	0.33	0.35
估值分析				
PE	7	17	12	10
PB	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	4.09	6.77	5.68	4.97
股息收益率 (%)	1.69	2.11	2.32	2.46

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,192	2,775	3,930	4,902
折旧和摊销	4,012	4,263	4,454	4,817
营运资金变动	-1,285	3,283	5,589	1,689
经营活动现金流	12,414	11,177	14,916	12,382
资本开支	-17,777	-11,360	-6,460	-6,490
投资	227	-200	-200	-200
投资活动现金流	-17,793	-11,560	-6,660	-6,690
股权募资	1,195	-7	0	0
债务募资	-953	10,449	0	0
筹资活动现金流	5,960	9,170	-1,747	-1,846
现金净流量	643	8,787	6,509	3,846

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