

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

晶科能源 (688223)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

联系电话: 18301759216

邮箱: huangkai@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

Q1 业绩承压，N 型龙头地位稳固

2024 年 05 月 07 日

事件:

公司发布 2023 年报以及 2024 年一季度季报。2023 年公司实现营业收入 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%；实现扣非后归母净利润 69.04 亿元，同比增长 152.09%。2024 年 Q1 公司实现营业收入 230.84 亿元，同比下降 0.30%；实现归母净利润 11.76 亿元，同比下降 29.09%。

点评:

- **Q1 业绩承压，出货量同比高增。**公司业绩承压主要受到光伏市场竞争加剧影响，主产业链价格整体处于低位。一季度公司实现总出货量为 21,907MW，其中组件出货量为 19,993MW，硅片和电池片出货量为 1,914MW，总出货量较去年同期增长 51.19%。
- **N 型技术领跑凸显龙头地位，先进产能快速放量。**2023 年，公司 N 型产品的技术和量产规模保持领先。23 年全年 N 型组件出货 48.41GW，同比增长 352%。同时，公司高效 N 型电池研发量产持续突破，N 型 TOPCon 电池研发最高效率达 26.89%，基于 N 型 TOPCon 的钙钛矿叠层电池研发最高效率达 32.33%。截止 23 年底，公司已投产超过 70GW 高效 N 型电池产能，N 型电池量产平均效率超过 25.8%，2024 年一季度量产平均效率已超过 26%，N 型组件功率高出同版型 P 型产品约 30W。公司持续构建完善一体化生产，截止 23 年底，垂直一体化产能在硅片、电池和组件三大核心板块分别达 85GW，90GW 和 110GW，一体化产能配套率达 85% 以上。
- **发展探索光伏新质生产力，技术变革降本增效。**公司于 2023 年 5 月宣布在山西综改区建设年产 56GW 的光伏一体化基地，目前一期 14GW 产能已从 2024 年 3 月开始投产。该基地的建设体现了公司在光伏生产模式上的创新，符合光伏新质生产力要求，将推动技术、规模、零碳、效率和智能制造的先进性，同时增强供应链的韧性和成本控制能力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营收分别是 990.48、1012.47、1042.16 亿元，同比增长 -16.5%、2.2%、2.9%；归母净利润分别是 55.58、67.19、82.59 亿元，同比 -25.3%、20.9% 和 22.9%。当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 14.13、11.69、9.51 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**光伏组件需求不及预期风险；公司产能扩张不及预期风险；宏观经济环境风险、国际贸易政策风险等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	82,676	118,682	99,048	101,247	104,216
增长率 YoY %	103.8%	43.6%	-16.5%	2.2%	2.9%
归属母公司净利润 (百万元)	2,939	7,440	5,558	6,719	8,259
增长率 YoY%	157.5%	153.2%	-25.3%	20.9%	22.9%
毛利率%	10.4%	14.0%	13.5%	15.4%	16.8%
净资产收益率ROE%	11.0%	21.7%	14.5%	15.6%	16.8%
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.74	0.56	0.67	0.83
市盈率 P/E(倍)	26.73	10.56	14.13	11.69	9.51
市净率 P/B(倍)	2.94	2.29	2.05	1.82	1.60

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 05 月 07 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	67,247	82,611	76,518	87,873	92,743	
货币资金	19,985	27,837	12,896	18,283	18,037	
应收票据	4,356	3,656	4,048	4,390	4,874	
应收账款	16,594	22,565	26,939	29,269	31,484	
预付账款	3,629	4,611	4,282	4,284	4,335	
存货	17,450	18,216	21,825	24,970	27,219	
其他	5,233	5,727	6,529	6,677	6,794	
非流动资产	38,396	49,506	59,108	63,039	61,300	
长期股权投资	1,145	1,077	1,077	1,077	1,077	
固定资产(合计)	30,438	37,001	47,035	50,920	49,147	
无形资产	1,511	2,432	2,432	2,432	2,432	
其他	5,303	8,995	8,563	8,611	8,644	
资产总计	105,64	132,117	135,626	150,912	154,043	
流动负债	61,789	71,841	70,860	80,843	77,593	
短期借款	10,131	6,256	4,256	3,256	2,256	
应付票据	20,624	25,691	26,645	35,229	32,211	
应付账款	15,118	22,589	24,989	27,366	28,031	
其他	15,915	17,306	14,971	14,992	15,095	
非流动负债	17,161	25,915	26,415	26,915	27,415	
长期借款	3,179	3,618	4,118	4,618	5,118	
其他	13,982	22,297	22,297	22,297	22,297	
负债合计	78,949	97,756	97,275	107,759	105,008	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	26,694	34,360	38,351	43,154	49,035	
负债和股东权益	105,64	132,117	135,626	150,912	154,043	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	82,676	118,682	99,048	101,247	104,216	
同比(%)	103.8%	43.6%	-16.5%	2.2%	2.9%	
归属母公司净利润	2,939	7,440	5,558	6,719	8,259	
同比(%)	157.5%	153.2%	-25.3%	20.9%	22.9%	
毛利率(%)	10.4%	14.0%	13.5%	15.4%	16.8%	
ROE%	11.0%	21.7%	14.5%	15.6%	16.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.29	0.74	0.56	0.67	0.83	
P/E	26.73	10.56	14.13	11.69	9.51	
P/B	2.94	2.29	2.05	1.82	1.60	
EV/EBITDA	21.37	4.63	6.33	4.99	4.34	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	82,676	118,68	99,048	101,247	104,216	
营业成本	74,037	102,01	85,639	85,672	86,709	
营业税金及附加	218	372	347	344	354	
销售费用	2,166	2,609	2,674	2,734	2,814	
管理费用	1,914	2,647	3,467	3,544	3,648	
研发费用	1,199	1,578	1,387	1,316	1,355	
财务费用	-234	-6	102	259	140	
减值损失合	-857	-1,324	-500	-500	-500	
投资净收益	-51	-48	87	278	278	
其他	689	1,018	1,549	778	772	
营业利润	3,156	9,112	6,567	7,934	9,745	
营业外收支	-29	-418	-29	-29	-29	
利润总额	3,127	8,694	6,538	7,905	9,716	
所得税	188	1,253	981	1,186	1,457	
净利润	2,939	7,440	5,558	6,719	8,259	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,939	7,440	5,558	6,719	8,259	
EBITDA	6,634	18,036	13,719	16,225	18,596	
EPS(当年)(元)	0.30	0.74	0.56	0.67	0.83	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	4,084	24,816	4,886	19,810	9,606	
净利润	2,939	7,440	5,558	6,719	8,259	
折旧摊销	3,097	8,170	6,398	7,568	8,240	
财务费用	-53	173	520	452	415	
投资损失	34	47	-87	-278	-278	
营运资金变	-2,613	8,406	-8,250	4,596	-7,787	
其它	680	581	747	751	757	
投资活动现	-14,84	-20,12	-16,141	-11,454	-6,460	
资本支出	-14,23	-19,95	-16,227	-11,731	-6,737	
5	3					
长期投资	-465	0	0	0	0	
其他	-144	-175	87	278	278	
筹资活动现	11,685	3,434	-3,687	-2,968	-3,392	
吸收投资	9,770	45	0	0	0	
借款	24,430	34,493	-1,500	-500	-500	
支付利息或股息	-656	-1,200	-2,187	-2,468	-2,892	
现金流净增	1,153	8,692	-14,942	5,388	-246	
加额						

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，4年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

王焯林，电力设备新能源行业研究助理，复旦大学金融硕士，2023年加入信达证券研究所，负责风电及核电行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数 (以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15%以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。