



买入（维持）

所属行业：电力设备/光伏设备  
当前价格(元)：14.62

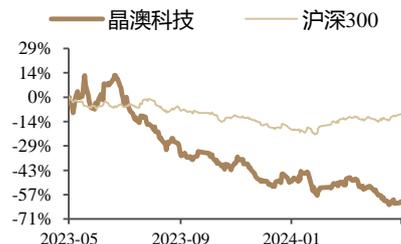
证券分析师

彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.60	-19.89	-14.55
相对涨幅(%)	-21.15	-23.55	-23.99

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《晶澳科技(002459.SZ)23年三季报点评：推进N型布局，建立股权激励》，2023.11.7
- 《晶澳科技(002459.SZ)22年年报及23年一季报点评 一体化优势明显，行业地位领先》，2023.5.21

# 晶澳科技(002459.SZ)23年年报与24年一季报业绩点评：23年组件出货快速增长，24Q1盈利承压

投资要点

- 事件：公司发布2023年年报与2024年一季报。**公司发布2023年年报，实现营业收入815.56亿元，同比增长11.74%；实现归属于上市公司股东的净利润70.39亿元，同比增长27.21%，扣非盈利71.40亿元，同比增长28.46%。同时，公司发布2024年一季报，一季度实现营业收入159.71亿元，同比减少22.02%；实现归属于上市公司股东的净利润-4.83亿元，同比减少118.70%，扣非盈利-3.69亿元，同比减少114.81%。
- 电池组件出货快速增长，毛利率有所提升。**2023年，公司充分发挥自身的全球市场营销服务网络优势和品牌优势，进一步加大市场开拓力度，带动公司电池组件出货量再创历史新高。2023年，公司电池组件出货量57.09GW（含自用2.16GW），外销量53.15GW，同比增长39.47%。其中组件海外出货量约为25.51GW，占比约48%；分销出货量约为14.35GW，占比约27%。光伏组件业务实现收入781.75亿元，同比增长11.13%。测算组件不含税销售均价约1.47元/W。全年组件业务盈利能力有所提升，组件业务毛利率18.28%，同比增长3.97个百分点。
- 稳步推进公司全球化战略布局。**公司的销售服务网络已经遍及全球165个国家和地区，在境外主要国家设立了13家销售公司，并且针对欧美两个主要成熟市场，设立区域运营中心，加强人力、法务、财务、交付等运营职能，提升服务能力，稳步推进公司的全球化战略布局。
- 新型电池技术优势进一步强化。**2023年，公司加速N型电池产能建设，57GW N型电池项目陆续投产，量产的N型倍秀(Bycium+)电池转换效率已达到26.3%，并将持续优化，进一步提升效率和稳定性。同时，基于硅基异质结技术的“皓秀(Hycium)”异质结高效电池研发项目中试转换效率稳步提升，通过一系列工艺提升措施的导入降低生产成本，从而具备大规模量产条件。针对多种全背接触电池、钙钛矿及叠层电池等前沿技术，研发中心积极研究和储备，保持核心竞争力。
- 优质产能加速扩张。**截至2023年底，公司组件产能超95GW，硅片和电池产能约为组件产能的90%，其中n型电池产能超57GW。按照公司未来产能规划，2024年底公司硅片、电池及组件产能均将超100GW。
- 投资建议。**在当前股本下，结合公司盈利能力及行业供需情况，我们预计公司2024-2026年归母净利润为30.24/40.45/58.54亿元，对应2024年5月7日收盘价PE为16.00X/11.96X/8.27X，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**技术更迭风险，原材料价格波动风险，境外经营风险，行业竞争加剧风险，需求不及预期风险。

**股票数据**

总股本(百万股):	3,309.67
流通 A 股(百万股):	3,306.08
52 周内股价区间(元):	13.92-42.43
总市值(百万元):	48,387.35
总资产(百万元):	109,737.05
每股净资产(元):	10.50

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	72,989	81,556	91,795	119,692	150,025
(+/-)YOY(%)	76.7%	11.7%	12.6%	30.4%	25.3%
净利润(百万元)	5,534	7,039	3,024	4,045	5,854
(+/-)YOY(%)	171.4%	27.2%	-57.0%	33.8%	44.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.67	2.13	0.91	1.22	1.77
毛利率(%)	14.8%	18.1%	9.7%	10.7%	11.6%
净资产收益率(%)	20.1%	20.0%	7.9%	9.6%	12.2%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.14	0.91	1.22	1.77
每股净资产	10.59	11.53	12.75	14.52
每股经营现金流	3.74	3.86	5.08	6.03
每股股利	0.56	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	9.68	16.00	11.96	8.27
P/B	1.96	1.27	1.15	1.01
P/S	0.59	0.53	0.40	0.32
EV/EBITDA	5.00	6.51	5.04	3.73
股息率%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	18.1%	9.7%	10.7%	11.6%
净利润率	8.8%	3.4%	3.5%	4.0%
净资产收益率	20.0%	7.9%	9.6%	12.2%
资产回报率	6.6%	2.5%	2.8%	3.5%
投资回报率	16.0%	5.6%	7.4%	9.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.7%	12.6%	30.4%	25.3%
EBIT 增长率	33.4%	-62.7%	41.8%	42.9%
净利润增长率	27.2%	-57.0%	33.8%	44.7%
偿债能力指标				
资产负债率	64.3%	66.0%	68.2%	69.3%
流动比率	1.0	0.9	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	38.7	38.2	35.7	36.4
存货周转天数	71.1	70.5	69.2	70.4
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0
固定资产周转率	2.8	2.3	2.6	2.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,039	3,024	4,045	5,854
少数股东损益	153	65	87	126
非现金支出	6,430	4,918	5,607	6,441
非经营收益	76	-368	29	8
营运资金变动	-1,285	5,130	7,033	7,543
经营活动现金流	12,414	12,769	16,800	19,972
资产	-17,777	-14,886	-16,680	-18,396
投资	227	-296	-262	-251
其他	-243	79	209	270
投资活动现金流	-17,793	-15,104	-16,732	-18,377
债权募资	-953	33	0	0
股权募资	1,195	-59	0	0
其他	5,719	236	-43	-43
融资活动现金流	5,960	210	-43	-43
现金净流量	643	-2,101	25	1,552

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 7 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	81,556	91,795	119,692	150,025
营业成本	66,773	82,846	106,901	132,683
毛利率%	18.1%	9.7%	10.7%	11.6%
营业税金及附加	422	459	598	750
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,380	1,193	1,915	2,700
营业费用率%	1.7%	1.3%	1.6%	1.8%
管理费用	2,345	2,111	3,232	4,501
管理费用率%	2.9%	2.3%	2.7%	3.0%
研发费用	1,142	1,285	1,676	2,100
研发费用率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
EBIT	9,100	3,395	4,812	6,876
财务费用	-360	-57	195	195
财务费用率%	-0.4%	-0.1%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-2,306	-1,000	-1,000	-998
投资收益	-71	275	239	300
营业利润	8,114	3,522	4,687	6,752
营业外收支	-71	-70	-70	-70
利润总额	8,043	3,452	4,617	6,682
EBITDA	13,112	7,262	9,369	12,269
所得税	850	362	485	702
有效所得税率%	10.6%	10.5%	10.5%	10.5%
少数股东损益	153	65	87	126
归属母公司所有者净利润	7,039	3,024	4,045	5,854

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,988	13,887	13,913	15,464
应收账款及应收票据	9,346	10,519	13,716	17,192
存货	14,472	17,955	23,169	28,757
其它流动资产	9,326	11,702	13,498	15,399
流动资产合计	49,132	54,064	64,295	76,812
长期股权投资	899	1,126	1,318	1,499
固定资产	36,866	42,230	48,780	56,038
在建工程	9,740	13,240	16,740	20,240
无形资产	2,263	2,710	3,264	3,900
非流动资产合计	57,457	66,766	77,945	89,956
资产总计	106,589	120,830	142,240	166,768
短期借款	979	979	979	979
应付票据及应付账款	27,426	34,027	43,907	54,497
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	21,862	26,246	33,645	41,604
流动负债合计	50,266	61,252	78,531	97,079
长期借款	1,477	1,477	1,477	1,477
其它长期负债	16,842	16,987	16,987	16,987
非流动负债合计	18,319	18,464	18,464	18,464
负债总计	68,585	79,717	96,995	115,544
实收资本	3,316	3,310	3,310	3,310
普通股股东权益	35,116	38,160	42,205	48,060
少数股东权益	2,888	2,953	3,040	3,165
负债和所有者权益合计	106,589	120,830	142,240	166,768

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。