

晶澳科技 (002459)

Q1 低价单致盈利下滑, N 型爬坡占比将持续提升

买入 (维持)

2024 年 05 月 24 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

研究助理 徐毓嵘

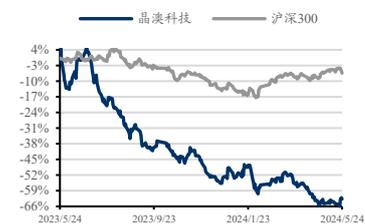
执业证书: S0600122080018
xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	72989	81556	89694	100834	117840
同比 (%)	76.72	11.74	9.98	12.42	16.87
归母净利润 (百万元)	5534	7039	3226	4695	7105
同比 (%)	171.45	27.21	(54.17)	45.53	51.34
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.67	2.13	0.97	1.42	2.15
P/E (现价&最新摊薄)	8.21	6.45	14.08	9.67	6.39

投资要点

- **立足光伏垂直一体化, 营收保持稳健增长。**公司 2005 年成立, 以电池片业务为主, 2012 年开始立足光伏垂直一体化生产。公司稳中求进, 构建“一体两翼”业务体系, 逐步拓展储能和光伏设备等业务。公司 2023 年营收 815.6 亿, 同增 11.7%; 归母净利润 70.39 亿, 同增 27%; 扣非归母净利润 71.4 亿, 同增 28%。
- **23 年末计提减值轻装上阵, Q1 单瓦净利大幅下滑。**公司 2023 年组件销 53.1GW, 同增 39%, 其中 Q4 组件出货 15.5GW, 环增 14%。2024Q1 组件出货 15GW+, 环比基本持平, 我们预计确收约 13.5-14GW, 环比大幅下降, 主要系①Q1 硅料涨价+组件低价单, 大部分市场均亏损, 仅北美有一定利润贡献, ②N 型出货超 50% 但产能爬坡中, 成本仍较高; 我们预计公司 2024 年出货增长 40-50%, 随 TOPCon 产能放量, 预计占比达到 65%。
- **23 年费用率提升影响利润, 在手现金较为充足。**公司 2023 年期间费用同增 39.33%至 45.08 亿元, 期间费用率上升 2.13 个百分点至 5.53%, 主要是计提保证金、增加投标费用、汇兑收益减少等所致。2023 年经营性现金净流入 124.14 亿元, 同比增长 51.64%, 2024Q1 期末现金余额 67 亿元, 环比基本持平。
- **盈利预测与投资评级:**考虑到行业竞争加剧、全产业链盈利承压, 我们下调公司 2024-2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 32/47/71 亿元 (24-25 年前值为 80/94 亿元), 同比 -54%/46%/51%, 对应当前 PE14/10/6 倍, 考虑到公司行业龙头地位, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示:**政策不及预期, 竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.04
一年最低/最高价	13.65/43.74
市净率(倍)	1.45
流通 A 股市值(百万元)	49,723.45
总市值(百万元)	49,777.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.35
资产负债率(% ,LF)	65.81
总股本(百万股)	3,309.67
流通 A 股(百万股)	3,306.08

相关研究

《晶澳科技(002459): 动态点评: 单瓦盈利略有下降, 改变战略加速提量》

2023-11-09

《晶澳科技(002459): 2023 年中报点评: Q2 单瓦盈利稍有下降, 股权激励彰显信心!》

2023-08-31

内容目录

1. 立足光伏垂直一体化，营收保持稳健增长.....	4
1.1. 公司发展历程.....	4
1.2. 公司主营业务介绍.....	4
1.3. 立足组件一体化，营收稳健增长.....	4
2. 23年末计提减值轻装上阵，Q1单瓦净利大幅下滑.....	5
3. 23年费用率提升影响利润，在手现金较为充足.....	6
4. 盈利预测与投资评级.....	6
5. 风险提示.....	6

图表目录

图 1: 2023 年收入 815.56 亿元, 同比+11.74% (亿元, %)	5
图 2: 2023 年归母净利润 70.39 亿元, 同比+27.23% (亿元, %)	5
图 3: 2023 年期间费用 45.08 亿元, 同比+39.33% (亿元, %)	5
图 4: 2023Q4 现金净流入 52.61 亿元, 同比-7.08% (亿元, %)	5

1. 立足光伏垂直一体化，营收保持稳健增长

1.1. 公司发展历程

公司成立于 2005 年，成立之初以光伏电池片业务为主，逐步发展成为具备硅片、电池片、组件以及下游电站业务一体化的光伏龙头企业。2012 年合肥 3GW 一体化基地投产，公司正式转型为一体化企业。自 2014 年开始，公司的组件出货量稳居全球前五。2019 年 11 月，公司 A 股借壳成功上市，开启新一轮的发展征程。

公司是行业领先的光伏产品提供商，同时也是国内光伏行业的先行者之一，已构建起包括太阳能光伏硅棒、硅片、电池及组件，光伏电站开发、建设和运营，光伏材料与设备在内的全产业链链条，成为光伏行业企业中产业链完整、结构布局协调的龙头企业之一。公司近年来通过产能扩建与产业链拓展，进一步加强光伏产品的供应能力，满足下游市场需求的增长与多元化，巩固自身在光伏行业中的领军地位。根据第三方权威咨询机构 PV InfoLink 统计数据，公司 2017-2021 年组件出货量位居全球前三名，2022-2023 年位居全球前四名，稳居行业前列。2024 年 3 月，晶澳科技作为第五批制造业单项冠军企业，顺利通过复核，再次入选国家级制造业单项冠军名单。

1.2. 公司主营业务介绍

公司立足于太阳能光伏产业链的垂直一体化模式，长期致力于为全球客户提供光伏发电系统解决方案，主营业务为太阳能光伏硅片、电池及组件的研发、生产和销售，太阳能光伏电站的开发、建设、运营，以及光伏材料与设备的研发、生产和销售等。公司生产工厂在国内和海外均有布局，国内主要分布在河北石家庄和邢台、江苏扬州、无锡、盐城和连云港、安徽合肥、上海奉贤、浙江义乌、云南曲靖和内蒙古包头、鄂尔多斯，海外生产工厂在越南北江。

公司以主产业链“光伏产品事业群”为依托，不断完善组织架构，设立“智慧能源事业部”，加大下游光伏应用的投入，不断扩大集中式、工商业及户用分布式光伏电站开发建设规模，同步探索多种光伏发电应用场景的开发，以及节能降耗、资源回收再利用、储能、碳管理等综合能源解决方案；设立“光伏新材事业部”，加强光伏新材料和设备的研发力量，包括光伏拉晶设备及辅助材料、光伏导电材料、组件封装材料等业务，为主产业链快速发展保障供应的同时，持续降低成本贡献力量。

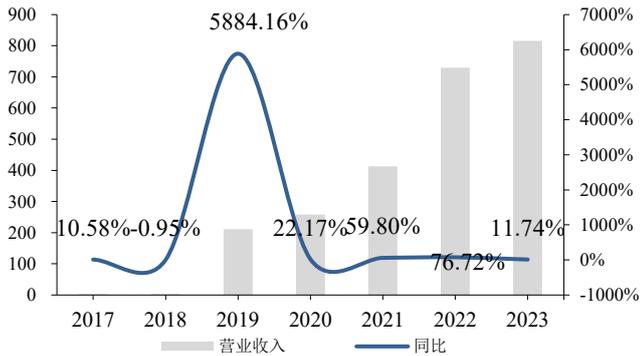
公司坚持“抢抓机遇、稳中求进、提质增效”的指导思想，构建“一体两翼”业务体系架构，做强做大光伏智能制造业务，做精光伏新材料和设备产业，积极开发下游光伏发电应用场景解决方案，为客户提供最优质的综合能源系统解决方案。

1.3. 立足组件一体化，营收稳健增长

公司 2023 年营收 815.6 亿，同增 11.7%；归母净利润 70.39 亿，同增 27%；扣非归母净利润 71.4 亿，同增 28%。2023Q4 营收 216 亿，同降 8.83%；归母净利润 2.75 亿，

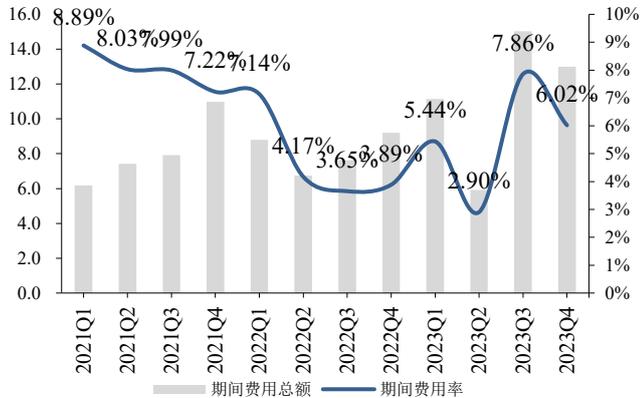
同降 88%；扣非归母净利润 1.11 亿，同降 95%。2024Q1 营收 159.7 亿，同降 22%；归母净利润-4.83 亿元，同降 119%，扣非归母净利润 3.69 亿元，同降 114.8%，Q4 计提 18.65 亿资产减值、Q1 非经常性损益主要为取消股权激励费用，业绩略低于预期。

图1：2023 年收入 815.56 亿元，同比+11.74%(亿元，%)



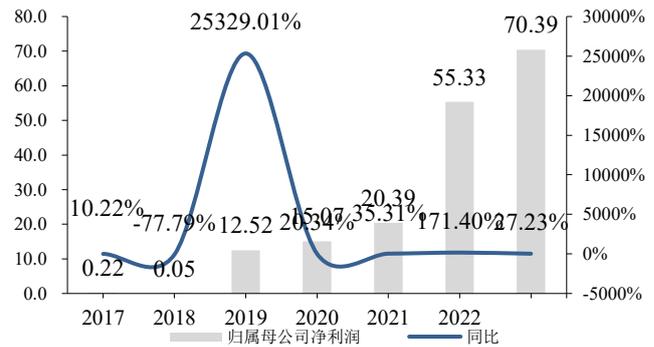
数据来源：wind、东吴证券研究所

图3：2023 年期间费用 45.08 亿元，同比+39.33%(亿元，%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：2023 年归母净利润 70.39 亿元，同比+27.23%(亿元，%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

图4：2023Q4 现金净流入 52.61 亿元，同比-7.08%(亿元，%)



数据来源：wind、东吴证券研究所

2. 23 年末计提减值轻装上阵，Q1 单瓦净利大幅下滑

公司 2023 年组件销 53.1GW，同增 39%，其中 Q4 组件出货 15.5GW，环增 14%。2024Q1 组件出货 15GW+，环比基本持平，我们预计确收约 13.5-14GW，环比大幅下降，主要系①Q1 硅料涨价+组件低价单，大部分市场均亏损，仅北美有一定利润贡献，②N 型出货超 50% 但产能爬坡中，成本仍较高；我们预计公司 2024 年出货增长 40-50%，随 TOPCon 产能放量，预计占比达到 65%。

3. 23 年费用率提升影响利润，在手现金较为充足

公司 2023 年期间费用同增 39.33%至 45.08 亿元，期间费用率上升 2.13 个百分点至 5.53%，主要是计提保证金、增加投标费用、汇兑收益减少等所致。2023 年经营性现金净流入 124.14 亿元，同比增长 51.64%，2024Q1 期末现金余额 67 亿元，环比基本持平。

4. 盈利预测与投资评级

考虑到行业竞争加剧、全产业链盈利承压，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 32/47/71 亿元(24-25 年前值为 80/94 亿元)，同比-54%/46%/51%，对应当前 PE14/10/6 倍，考虑到公司行业龙头地位，我们维持“买入”评级。

5. 风险提示

- (1) 政策不及预期。未来政策走向对行业盈利空间和公司业绩有较大影响。
- (2) 竞争加剧。若行业竞争加剧，将影响业内公司的盈利能力。

晶澳科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	49,132	54,308	52,138	63,352	营业总收入	81,556	89,694	100,834	117,840
货币资金及交易性金融资产	15,988	3,544	4,347	12,393	营业成本(含金融类)	66,773	79,358	88,373	102,217
经营性应收款项	12,168	22,084	20,149	22,204	税金及附加	422	448	454	471
存货	14,472	19,618	18,209	18,253	销售费用	1,380	1,363	1,492	1,650
合同资产	66	628	504	471	管理费用	2,345	2,287	2,521	2,828
其他流动资产	6,438	8,434	8,929	10,030	研发费用	1,142	1,301	1,311	1,414
非流动资产	57,457	71,350	83,481	93,577	财务费用	(360)	152	1,025	899
长期股权投资	899	1,039	1,172	1,308	加:其他收益	733	179	403	589
固定资产及使用权资产	38,420	51,547	59,395	66,988	投资净收益	(71)	(269)	202	354
在建工程	9,740	10,107	13,394	15,048	公允价值变动	126	25	20	20
无形资产	2,263	2,470	3,050	3,435	减值损失	(2,419)	(607)	(436)	(523)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(110)	(179)	(202)	(295)
长期待摊费用	423	616	774	949	营业利润	8,114	3,934	5,645	8,506
其他非流动资产	5,712	5,570	5,696	5,849	营业外净收支	(71)	(170)	(168)	(217)
资产总计	106,589	125,657	135,619	156,929	利润总额	8,043	3,764	5,477	8,289
流动负债	50,266	64,069	69,260	83,326	减:所得税	850	452	657	995
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,803	8,803	10,803	13,803	净利润	7,192	3,312	4,820	7,294
经营性应付款项	27,426	36,766	38,936	46,195	减:少数股东损益	153	86	125	190
合同负债	4,872	6,745	6,065	7,852	归属母公司净利润	7,039	3,226	4,695	7,105
其他流动负债	16,165	11,755	13,457	15,476	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.13	0.97	1.42	2.15
非流动负债	18,319	20,319	20,319	20,319	EBIT	9,100	4,937	6,683	9,260
长期借款	1,477	2,800	2,800	2,800	EBITDA	13,112	11,901	15,309	19,731
应付债券	8,360	8,360	8,360	8,360	毛利率(%)	18.13	11.52	12.36	13.26
租赁负债	1,153	1,830	1,830	1,830	归母净利率(%)	8.63	3.60	4.66	6.03
其他非流动负债	7,329	7,329	7,329	7,329	收入增长率(%)	11.74	9.98	12.42	16.87
负债合计	68,585	84,388	89,579	103,645	归母净利润增长率(%)	27.21	(54.17)	45.53	51.34
归属母公司股东权益	35,116	38,295	42,940	49,995					
少数股东权益	2,888	2,974	3,099	3,289					
所有者权益合计	38,004	41,270	46,039	53,284					
负债和股东权益	106,589	125,657	135,619	156,929					

现金流量表 (百万元)				重要财务与估值指标					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12,414	1,338	21,132	27,388	每股净资产(元)	10.43	11.38	12.78	14.90
投资活动现金流	(17,793)	(22,082)	(21,361)	(21,248)	最新发行在外股份(百万股)	3,310	3,310	3,310	3,310
筹资活动现金流	5,960	8,300	1,031	1,906	ROIC(%)	18.67	7.63	8.85	10.87
现金净增加额	643	(12,444)	803	8,046	ROE-摊薄(%)	20.05	8.42	10.93	14.21
折旧和摊销	4,012	6,964	8,626	10,471	资产负债率(%)	64.35	67.16	66.05	66.05
资本开支	(17,777)	(21,621)	(21,147)	(21,137)	P/E(现价&最新股本摊薄)	6.45	14.08	9.67	6.39
营运资本变动	(1,285)	(10,843)	6,134	7,868	P/B(现价)	1.31	1.21	1.07	0.92

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>