

晶科能源 (688223)

市场盈利分化明显，出货排名仍居首位

买入 (维持)

2024年05月26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)	82676	118682	96470	119125	135461
同比 (%)	103.79	43.55	(18.72)	23.48	13.71
归母净利润 (百万元)	2939	7440	4185	6015	8588
同比 (%)	157.46	153.20	(43.75)	43.73	42.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.29	0.74	0.42	0.60	0.86
P/E (现价&最新摊薄)	26.76	10.57	18.79	13.07	9.16

投资要点

- **N型组件龙头，持续完善一体化和全球化布局。**公司从事光伏组件、电池片、硅片生产近20年，建立从拉棒/铸锭到光伏组件生产的垂直一体化产能。在全球市场均衡布局，抓住新兴市场机遇，积极应对海外政策。公司2024Q1营收230.84亿元，同降-0.3%；归母净利润11.76亿元，同降29%。扣非归母净利润1.91亿元，同降84%。
- **市场盈利分化明显，出货排名仍居首位。**公司2024Q1组件出货约20GW，同增51%，环降23%，签单均价1.1元/W(不含税)，其中美国出货1.5GW左右，中东北非亦为盈利市场，国内欧洲亚太等均低价亏损。2024Q2公司排产上行，出货提升20%+，2024年预计出货100-110GW，订单覆盖率已超70%，预计美国出货8GW、N型占比90%。
- **审慎扩张产能，持续技术迭代。**公司2023年底硅片/电池/组件产能85/90/110GW；公司审慎扩张产能，仅维持山西一体化一二期各14GW扩产，近期火灾对切片和电池片产能有所影响，预计年底完成爬坡；美国2GW组件已于2024Q1投产。TOPCon效率持续提升，23年底量产效率达25.8%，24年进一步导入LECO等技术提效至26.5%，25年达27%+，效率持续领跑行业。
- **盈利预测与投资评级：**基于行业竞争加剧，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42/60/86亿元（24-25年前值为61/77亿元），同比-44%/+44%/+43%，对应当前PE 19/13/9倍，考虑到公司一体化组件龙头地位，且TOPCon效率持续领跑行业，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)	8.01
一年最低/最高价	7.21/14.57
市净率(倍)	2.32
流通A股市值(百万元)	24,900.27
总市值(百万元)	80,141.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.45
资产负债率(% ,LF)	72.85
总股本(百万股)	10,005.20
流通A股(百万股)	3,108.65

相关研究

《晶科能源(688223): 2023年业绩预告: 组件出货放量高增, 竞争加剧盈利下滑》

2024-01-29

《晶科能源(688223): 2023年三季度预告点评: N型占比提升+高端市场修复, 盈利能力坚挺》

2023-10-19

内容目录

1. N型组件龙头，持续完善一体化和全球化布局	4
1.1. 公司发展历程	4
1.2. 公司主营业务介绍	4
1.3. 公司 2024Q1 营收 231 亿元，同比-0.3%.....	4
2. 市场盈利分化明显，出货排名仍居首位	5
3. 审慎扩张产能，持续技术迭代.....	6
4. 盈利预测与投资评级	6
5. 风险提示	6

图表目录

图 1: 2024Q1 营收 230.84 亿元, 同比-0.3% (亿元, %)	5
图 2: 2024Q1 归母净利润 11.76 亿元, 同比-29.09% (亿元, %)	5
图 3: 2024Q1 存货 201.34 亿元, 同比+0.24% (亿元, %)	5
图 4: 2024Q1 资本支出 31.53 亿元, 同比-56.02% (亿元, %)	5

1. N型组件龙头，持续完善一体化和全球化布局

1.1. 公司发展历程

公司成立于 2006 年，于 2010 年在纽交所上市，2021 年在 A 股上市。公司主要从事太阳能光伏组件、电池片、硅片的研发、生产和销售以及光伏技术的应用和产业化。公司建立了从拉棒/铸锭、硅片生产、电池片生产到光伏组件生产的垂直一体化产能。

截至 2023 年年底拥有行业最大超过 12GW 硅片、电池及组件海外一体化产能。同时，公司主动应对海外市场的贸易政策变化，着力推进碳足迹管理、供应链溯源、ESG 等工作并取得积极进展，为海外市场长期稳定供应奠定基础。通过在全球市场均衡布局，公司在中国、欧洲两大主要市场取得较快增长的同时，也抓住中东、拉美及东南亚等新兴市场的机遇，积极应对美国市场政策变化并逐步实现顺利出货。

1.2. 公司主营业务介绍

公司是一家以光伏产业技术为核心，以“改变能源结构，承担未来责任”为发展愿景的全球知名光伏产品制造商。公司主要业务范围包括单晶硅棒、硅片切割、电池制备、组件封装在内的光伏业务。公司建立了从硅片生产、电池片生产到光伏组件生产的垂直一体化产能，产品服务于全球范围内的光伏电站投资商、开发商、承包商以及分布式光伏系统终端客户，并以此为基础向全球客户提供高效率、高质量的太阳能光伏组件及储能产品，持续输送清洁能源。

随着发电规模不断扩大，以储能弥补电力系统灵活性调节能力缺口的重要性愈发凸显。随着光伏系统成本不断降低，“光伏+储能”模式具有广阔的发展前景。报告期内，公司发布覆盖源网侧、工商业和户用侧的全面储能解决方案，产品方案在技术和性能上不断创新，并与全球多家电力开发商、分销商、终端客户签订订单。报告期内公司 4GWh 储能系统产线成功投产，后续电池及系统产能有序推进建设。在 2024 年最新发布的 BNEF 储能供应商分级名录中，晶科能源储能位列一级供应商。此外，公司积极投入产品创新，在光伏建筑一体化（BIPV）领域不断开拓，为医疗、教育、食品等各行业客户提供多种定制化方案。

1.3. 公司 2024Q1 营收 231 亿元，同比-0.3%

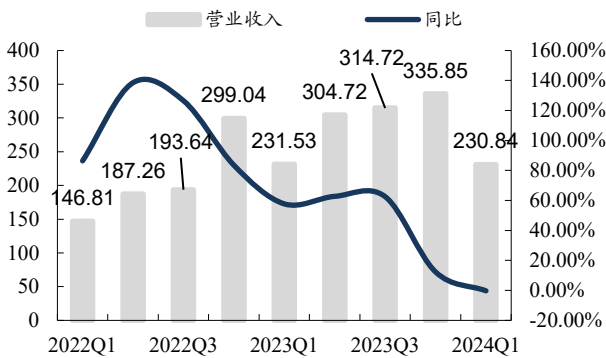
公司 2024Q1 营收 230.84 亿元，同降-0.3%；归母净利润 11.76 亿元，同降 29%。扣非归母净利润 1.91 亿元，同降 84%，非经常性损益主要系处置新疆资产近 10 亿，业绩略低于预期。

光伏市场竞争较为激烈，主产业链价格整体处于低位，不同市场利润水平差异较大。公司作为全球化市场布局的一体化企业，在保证长期客户履约的前提下，短期盈利水平受部分低价市场压制。下一阶段，公司将加强主动研判，积极应对行业竞争，持续优化市场策略，提升技术和成本竞争力。2024 年 1-3 月，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%。

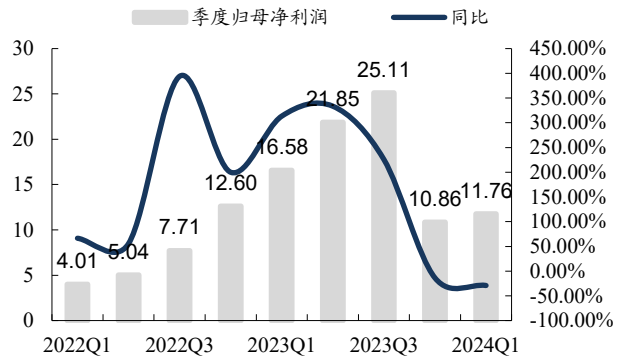
截至 2024Q1 末，公司光伏组件全球累计出货量已超过 236GW。同期，公司持续致力于以技术升级推进成本优化，已投产 N 型 TOPCon 电池量产平均效率达 26%以上。目前光伏装机需求旺盛和在手订单饱满的背景下，公司第二季度预计组件出货量为 24GW 至 26GW。

图1: 2024Q1 营收 230.84 亿元, 同比-0.3% (亿元, %)



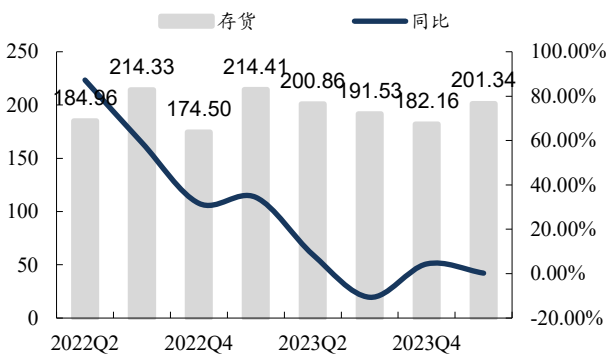
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图2: 2024Q1 归母净利润 11.76 亿元, 同比-29.09% (亿元, %)



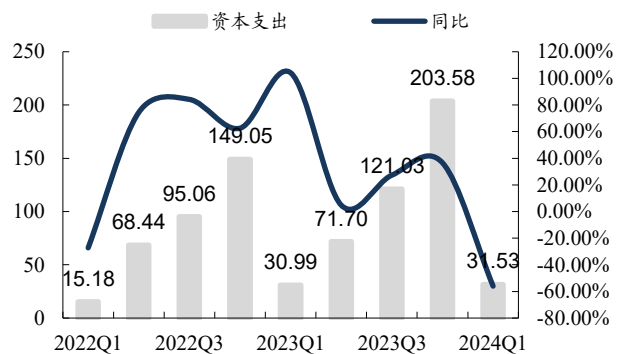
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 2024Q1 存货 201.34 亿元, 同比+0.24% (亿元, %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图4: 2024Q1 资本支出 31.53 亿元, 同比-56.02% (亿元, %)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

2. 市场盈利分化明显, 出货排名仍居首位

公司 2024Q1 组件出货约 20GW, 同增 51%, 环降 23%, 签单均价 1.1 元/W(不含税),

其中美国出货 1.5GW 左右，中东北非亦为盈利市场，国内欧洲亚太等均低价亏损。2024Q2 公司排产上行，出货提升 20%+，2024 年预计出货 100-110GW，订单覆盖率已超 70%，预计美国出货 8GW、N 型占比 90%。

3. 审慎扩张产能，持续技术迭代

公司 2023 年底硅片/电池/组件产能 85/90/110GW；公司审慎扩张产能，仅维持山西一体化一二期各 14GW 扩产，近期火灾对切片和电池片产能有所影响，预计年底完成爬坡；美国 2GW 组件已于 2024Q1 投产。TOPCon 效率持续提升，23 年底量产效率达 25.8%，24 年进一步导入 LECO 等技术提效至 26.5%，25 年达 27%+，效率持续领跑行业。

4. 盈利预测与投资评级

基于行业竞争加剧，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 42/60/86 亿元（24-25 年前值为 61/77 亿元），同比-44%/+44%/+43%，对应当前 PE 19/13/9 倍，考虑到公司一体化组件龙头地位，且 TOPCon 效率持续领跑行业，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。

晶科能源三大财务预测表

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	82,611	80,288	115,158	136,246	营业总收入	118,682	96,470	119,125	135,461
货币资金及交易性金融资产	27,940	30,902	47,835	60,458	营业成本(含金融类)	102,016	86,232	105,362	118,133
经营性应收款项	31,265	25,939	29,518	33,969	税金及附加	372	222	238	271
存货	18,216	17,861	31,753	35,278	销售费用	2,609	2,315	2,654	2,899
合同资产	268	353	353	449	管理费用	2,647	2,122	2,502	2,777
其他流动资产	4,922	5,233	5,698	6,092	研发费用	1,578	1,450	1,668	1,829
非流动资产	49,506	46,434	43,875	41,050	财务费用	(6)	255	386	11
长期股权投资	1,077	1,458	1,615	1,884	加:其他收益	1,174	1,254	1,549	1,761
固定资产及使用权资产	37,729	34,086	29,795	25,648	投资净收益	(48)	338	298	196
在建工程	3,774	3,779	4,469	4,713	公允价值变动	69	(60)	80	80
无形资产	2,432	3,075	3,857	4,569	减值损失	(1,436)	(1,200)	(589)	(700)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(114)	772	(536)	(677)
长期待摊费用	619	119	169	219	营业利润	9,112	4,977	7,116	10,202
其他非流动资产	3,875	3,917	3,969	4,016	营业外净收支	(418)	5	45	22
资产总计	132,117	126,721	159,033	177,296	利润总额	8,694	4,982	7,161	10,224
流动负债	71,841	61,251	87,087	96,272	减:所得税	1,253	797	1,146	1,636
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,351	6,096	6,096	5,596	净利润	7,440	4,185	6,015	8,588
经营性应付款项	48,736	40,252	57,860	64,559	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6,219	7,718	15,804	18,901	归属母公司净利润	7,440	4,185	6,015	8,588
其他流动负债	7,535	7,185	7,327	7,217	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	0.42	0.60	0.86
非流动负债	25,915	26,125	26,235	26,345	EBIT	9,866	4,129	6,701	9,552
长期借款	3,618	3,628	3,638	3,648	EBITDA	18,036	10,034	13,584	16,330
应付债券	9,182	9,182	9,182	9,182	毛利率(%)	14.04	10.61	11.55	12.79
租赁负债	550	750	850	950	归母净利率(%)	6.27	4.34	5.05	6.34
其他非流动负债	12,565	12,565	12,565	12,565	收入增长率(%)	43.55	(18.72)	23.48	13.71
负债合计	97,756	87,376	113,322	122,618	归母净利润增长率(%)	153.20	(43.75)	43.73	42.77
归属母公司股东权益	34,360	39,345	45,711	54,679					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	34,360	39,345	45,711	54,679					
负债和股东权益	132,117	126,721	159,033	177,296					

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	24,816	8,873	22,149	18,309	每股净资产(元)	3.33	3.83	4.46	5.36
投资活动现金流	(20,128)	(2,079)	(4,756)	(4,732)	最新发行在外股份(百万股)	10,005	10,005	10,005	10,005
筹资活动现金流	3,434	(3,732)	(520)	(1,015)	ROIC(%)	17.05	5.98	9.04	11.50
现金净增加额	8,692	3,062	16,873	12,563	ROE-摊薄(%)	21.65	10.64	13.16	15.71
折旧和摊销	8,170	5,905	6,882	6,778	资产负债率(%)	73.99	68.95	71.26	69.16
资本开支	(19,953)	(1,506)	(3,953)	(3,528)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.57	18.79	13.07	9.16
营运资本变动	8,406	(2,099)	7,869	1,190	P/B (现价)	2.36	2.05	1.76	1.47

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>