

晶科能源 (688223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

TOPCon 龙头优势渐显， 全球化布局提升竞争力

业绩及事件简评

8月30日公司发布2024年中报，上半年实现营收473亿元，同比-12%；归母净利润12.0亿元，同比-69%；扣非归母净利润2.2亿元，同比-94%。其中Q2实现归母净利润0.24亿元，实现扣非归母净利润0.26亿元。4月公司山西大基地一期切片电池车间屋面发生火灾事故，影响Q2归母净利润-6.47亿元。

经营分析

TOPCon 优势产能、全球化渠道布局支撑出货量持续高增。上半年公司实现组件销售43.8GW，同比增长42%，组件出货量继续位列行业第一，其中N型组件约35.9GW。在产业链价格大幅波动、市场竞争激烈的背景下，公司通过TOPCon优势产品及全球化渠道布局实现出货高增，上半年组件产品海外市场出货占比约65%、海外营收占比约71%，在需求大量释放的中东市场市占率约50%，巴基斯坦全年已签单量超过4GW。公司预计Q3组件出货量23-25GW，有信心完成全年100-110GW的出货指引，份额有望持续领先。

深化中东产能布局提升全球竞争力。7月公司公告与沙特公共投资基金PIF子公司RELIC、沙特绿色能源投资企业VI签订《股东协议》，拟投资9.85亿美元建设10GW高效电池及组件产能，公司持股40%，项目投产后或将成为中国光伏电池和组件行业海外最大的制造基地，有助于公司拓展海外市场份额，增强核心竞争力。

产业链盈利承压背景下TOPCon产品优势凸显，效率及成本持续领先巩固龙头地位。Q2产业链价格下降至较低水平、主产业链盈利承压，公司销售毛利率环比下降2.0PCT下降至7.60%。公司持续致力于以技术升级推进成本优化，Q2在计提4.34亿资产减值的背景下仍实现正向盈利，处于行业领先水平。目前公司TOPCon电池大规模量产平均测试效率已超26.1%，考虑到TOPCon组件效率及功率优势，及后续技术进步带来的成本优化空间，公司有望在产业链承压的背景下，凭借TOPCon产品及技术优势维持盈利差距，巩固龙头地位。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产业链价格的最新预测，下调公司24-26年归母净利润预测至14.9 (-63%)、39.8 (-26%)、54.6 (-23%)亿元，考虑到公司技术优势及全球化渠道布局领先，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化；新技术进展不及预期；人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.19元

相关报告：

- 《晶科能源公司点评：出货维持高增，现金流及资产质量有望持续改善》，2024.4.30
- 《晶科能源公司点评：出货量重回榜首，TOPCon龙头优势渐显》，2024.4.23
- 《晶科能源公司点评：出货高速增长，TOPCon龙头地位稳固》，2023.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	82,676	118,682	85,690	101,528	118,990
营业收入增长率	103.79%	43.55%	-27.80%	18.48%	17.20%
归母净利润(百万元)	2,936	7,440	1,489	3,980	5,462
归母净利润增长率	157.24%	153.41%	-79.99%	167.38%	37.22%
摊薄每股收益(元)	0.294	0.744	0.149	0.398	0.546
每股经营性现金流净额	0.41	2.48	0.33	1.23	1.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.00%	21.65%	4.20%	10.42%	13.00%
P/E	49.89	11.91	48.33	18.07	13.17
P/B	5.49	2.58	2.03	1.88	1.71

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	40,570	82,676	118,682	85,690	101,528	118,990	货币资金	18,409	19,985	27,837	23,485	27,259	31,998
增长率		103.8%	43.6%	-27.8%	18.5%	17.2%	应收款项	12,273	24,425	27,785	25,512	28,350	31,302
主营业务成本	-35,135	-74,037	-102,016	-78,587	-90,575	-105,833	存货	13,250	17,450	18,216	15,825	18,239	21,311
%销售收入	86.6%	89.6%	86.0%	91.7%	89.2%	88.9%	其他流动资产	3,747	5,386	8,774	6,398	7,182	7,956
毛利	5,435	8,639	16,665	7,103	10,953	13,157	流动资产	47,679	67,247	82,611	71,220	81,030	92,567
%销售收入	13.4%	10.4%	14.0%	8.3%	10.8%	11.1%	%总资产	65.4%	63.7%	62.5%	59.4%	63.2%	68.2%
营业税金及附加	-119	-218	-372	-428	-457	-476	长期投资	1,046	1,748	1,256	1,074	1,024	974
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	固定资产	19,491	31,924	40,775	40,500	38,974	34,849
销售费用	-891	-2,166	-2,609	-1,714	-1,929	-2,142	%总资产	26.7%	30.2%	30.9%	33.8%	30.4%	25.7%
%销售收入	2.2%	2.6%	2.2%	2.0%	1.9%	1.8%	无形资产	1,738	2,161	3,051	3,141	3,216	3,297
管理费用	-1,133	-1,914	-2,647	-2,571	-2,843	-2,975	非流动资产	25,192	38,393	49,506	48,654	47,166	43,083
%销售收入	2.8%	2.3%	2.2%	3.0%	2.8%	2.5%	%总资产	34.6%	36.3%	37.5%	40.6%	36.8%	31.8%
研发费用	-716	-1,199	-1,578	-771	-914	-1,071	资产总计	72,871	105,639	132,117	119,875	128,196	135,650
%销售收入	1.8%	1.5%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	短期借款	13,391	11,567	9,351	3,887	4,104	2,000
息税前利润 (EBIT)	2,575	3,142	9,460	1,618	4,811	6,494	应付款项	23,864	35,860	48,534	41,428	45,266	49,990
%销售收入	6.3%	3.8%	8.0%	1.9%	4.7%	5.5%	其他流动负债	9,549	14,361	13,955	10,975	13,289	15,081
财务费用	-1,062	234	6	-281	-279	-185	流动负债	46,804	61,789	71,841	56,290	62,659	67,071
%销售收入	2.6%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	长期贷款	399	3,179	3,618	7,293	6,293	5,293
资产减值损失	-460	-919	-1,436	-723	-345	-157	其他长期负债	12,111	13,982	22,297	20,889	21,056	21,275
公允价值变动收益	71	56	69	100	100	100	负债	59,314	78,949	97,756	84,472	90,008	93,639
投资收益	227	-67	-50	900	-50	-40	普通股股东权益	13,552	26,690	34,360	35,402	38,188	42,011
%税前利润	16.7%	n.a	n.a	45.3%	n.a	n.a	其中：股本	8,000	10,000	10,005	10,005	10,005	10,005
营业利润	1,397	3,156	9,112	2,785	5,407	7,382	未分配利润	5,113	7,695	14,043	15,085	17,871	21,694
营业利润率	3.4%	3.8%	7.7%	3.2%	5.3%	6.2%	少数股东权益	5	0	0	0	0	0
营业外收支	-37	-29	-418	-800	-100	-100	负债股东权益合计	72,871	105,639	132,117	119,875	128,196	135,650
税前利润	1,360	3,127	8,694	1,985	5,307	7,282	比率分析						
利润率	3.4%	3.8%	7.3%	2.3%	5.2%	6.1%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-219	-191	-1,253	-496	-1,327	-1,821	每股指标						
所得税率	16.1%	6.1%	14.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.143	0.294	0.744	0.149	0.398	0.546
净利润	1,141	2,936	7,440	1,489	3,980	5,462	每股净资产	1.694	2.669	3.434	3.538	3.817	4.199
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.404	0.408	2.480	0.332	1.232	1.397
归属于母公司的净利润	1,141	2,936	7,440	1,489	3,980	5,462	每股股利	0.000	0.000	0.224	0.045	0.119	0.164
净利率	2.8%	3.6%	6.3%	1.7%	3.9%	4.6%	回报率						
							净资产收益率	8.42%	11.00%	21.65%	4.20%	10.42%	13.00%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.57%	2.78%	5.63%	1.24%	3.10%	4.03%
							投入资本收益率	7.85%	7.11%	14.31%	2.17%	6.24%	8.32%
							增长率						
净利润	1,141	2,936	7,440	1,489	3,980	5,462	主营业务收入增长率	20.53%	103.79%	43.55%	-27.80%	18.48%	17.20%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	3.45%	22.00%	201.12%	-82.89%	197.23%	34.98%
非现金支出	2,314	4,015	9,606	7,045	7,563	7,970	净利润增长率	9.59%	157.24%	153.41%	-79.99%	167.38%	37.22%
非经营收益	1,320	-255	-635	-365	713	651	总资产增长率	67.29%	44.97%	25.06%	-9.27%	6.94%	5.81%
营运资金变动	-1,547	-2,613	8,406	-4,851	75	-110	资产管理能力						
经营活动现金净流	3,229	4,084	24,816	3,318	12,331	13,972	应收账款周转天数	53.2	52.5	60.2	85.0	80.0	75.0
资本开支	-9,145	-14,235	-19,953	-5,909	-6,010	-4,010	存货周转天数	112.3	75.7	63.8	75.0	75.0	75.0
投资	-465	-465	0	282	150	150	应付账款周转天数	92.4	64.2	67.5	100.0	90.0	80.0
其他	479	-144	-175	905	-50	-40	固定资产周转天数	153.5	134.4	113.8	161.5	129.2	96.2
投资活动现金净流	-9,131	-14,844	-20,128	-4,721	-5,910	-3,900	偿债能力						
股权募资	0	9,770	45	0	0	0	净负债/股东权益	-35.72%	-20.08%	-16.85%	-9.10%	-20.37%	-37.18%
债权募资	4,532	1,379	7,515	-1,790	-783	-3,104	EBIT 利息保障倍数	2.4	-13.4	-1,511.2	5.8	17.2	35.1
其他	1,152	536	-4,127	-984	-1,727	-2,120	资产负债率	81.40%	74.73%	73.99%	70.47%	70.21%	69.03%
筹资活动现金净流	5,684	11,685	3,434	-2,775	-2,510	-5,223							
现金净流量	-252	1,153	8,692	-4,178	3,911	4,849							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	8	14	55
增持	0	5	8	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.56	1.50	1.39	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-30	买入	17.17	N/A
2	2023-02-28	买入	15.61	N/A
3	2023-04-29	买入	12.52	N/A
4	2023-08-15	买入	11.84	N/A
5	2023-10-31	买入	9.37	N/A
6	2024-04-23	买入	7.53	N/A
7	2024-04-30	买入	7.55	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

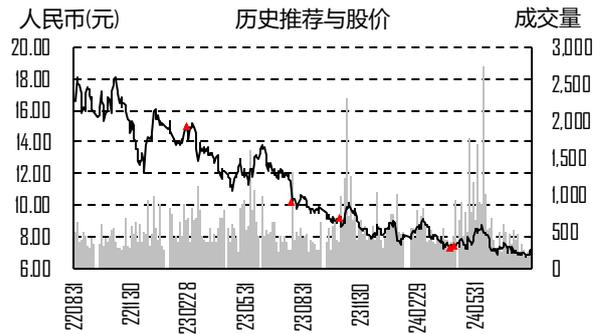
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806