



买入（维持）

所属行业：电力设备/光伏设备
当前价格(元)：7.13

证券分析师

彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

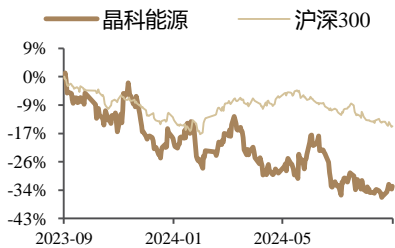
白鑫

资格编号：S0120524080003

邮箱：baixin3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.57	-0.70	-14.30
相对涨幅(%)	4.85	4.79	-5.51

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《晶科能源(688223.SH)业绩点评-N型组件龙头出货全球领先，持续完善一体化与全球化布局》，2024.5.10
- 《晶科能源(688223.SH)23年三季报点评：N型领域厚积薄发，组件端持续放量》，2023.11.7

晶科能源：N型规模领先，全球化战略再升级

投资要点

- 事件：**2024年上半年公司实现营业收入472.51亿元，同比减少11.88%，实现归属于上市公司股东的净利润12.00亿元，同比减少68.77%。分季度看，公司24Q1实现营业收入230.84亿元，实现归母净利润11.76亿元，24Q2实现营业收入241.68亿元，实现归母净利润0.24亿元。
- 公司已实现N型电池产能超75GW，24H1总出货量及N型产品出货量居行业第一。**截止24H1公司已实现稳定量产的N型电池产能超过75GW，N型TOPCon电池大规模量产平均测试效率已超26.1%，良率保持在98%以上，电池入库效率、非硅成本和新技术导入节奏保持行业领先；182mm72版型N型TOPCon组件量产平均功率超595W。2024年上半年，公司共向全球销售约43.8GW光伏组件产品，其中N型组件约35.9GW，公司上半年出货量中N型组件占比超过80%，总出货量及N型产品出货量继续保持行业第一。同时，公司积极应对供应链价格波动和国际市场的政策变化，实现海外高溢价市场的出货领先。公司产品服务于全球近200个国家和地区的4,000余家客户。截至2024年第二季度，公司组件出货量累计约260GW。公司预计24Q3组件出货23-25GW，24年末预计单晶硅片、电池、组件产能分别达到约120GW、95GW、130GW。
- 前瞻布局新兴市场，全球化战略持续升级。**24年上半年公司组件产品海外市场出货占比约65%，海外营收占比约71%，同比进一步提升。公司全球化的市场销售渠道有利于抵消部分贸易摩擦等不可控因素的影响，以及在组件价格下行的趋势中选择更为灵活的市场策略，以保持稳健良性的发展态势。公司24年上半年借助领先技术和全球化能力，深化新兴市场的前瞻性布局，在需求大量释放的中东光伏组件市场，公司市占率约为50%；在快速崛起的巴基斯坦市场，公司目前全年已签单超过4GW；在持续增长的泰国市场，公司市占率进一步提升。同时公司拟在沙特建设并运营10GW高效光伏电池及组件项目，该项目或将成为中国光伏电池和组件行业海外最大的制造基地，有助于公司深入贯彻全球化发展战略。
- 持续拓展新兴业务，探索未来业绩增长点。**“源网荷储”互动是新型电力系统的重要特征。随着光储系统LCOE的逐步降低，光储融合也成为助力新型电力系统加速转型的安全、经济、绿色可持续解决方案。公司通过不断技术创新实现产品迭代升级，推出5MWh大储系统蓝鲸-Suntera G2，为客户提供更优质的储能解决方案，同时凭借海豚系列工商业产品逐步打开分布式市场。24年上半年公司在国内及中东、澳大利亚、南非等海外储能市场开拓均取得重要成果。此外，24年上半年公司持续投入产品创新，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。
- 投资建议：**公司作为全球知名光伏产品生产企业，N型品质广受认可，技术提效持续突破，全球化战略稳步推进，预计公司24-26年营收分别为984/1185/1360亿元，归母净利润分别为18/42/51亿元，对应当前收盘价PE为41X/17X/14X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**产业链价格波动风险、终端需求不足风险、海外贸易政策变化风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	10,005.20		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	3,108.65	营业收入(百万元)	82,676	118,682	98,359	118,510	135,973
52 周内股价区间(元):	6.77-10.77	(+/-)YOY(%)	103.8%	43.6%	-17.1%	20.5%	14.7%
总市值(百万元):	71,337.08	净利润(百万元)	2,939	7,440	1,756	4,246	5,089
总资产(百万元):	124,528.09	(+/-)YOY(%)	157.5%	153.2%	-76.4%	141.8%	19.9%
每股净资产(元):	3.34	全面摊薄 EPS(元)	0.29	0.74	0.18	0.42	0.51
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	10.4%	14.0%	7.8%	8.9%	9.4%
		净资产收益率(%)	11.0%	21.7%	4.5%	9.9%	10.7%
		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	0.74	0.18	0.42	0.51
每股净资产	3.43	3.92	4.28	4.73
每股经营现金流	2.48	2.27	0.53	1.35
每股股利	0.22	0.06	0.06	0.06
价值评估(倍)				
P/E	11.97	40.63	16.80	14.02
P/B	2.58	1.82	1.66	1.51
P/S	0.60	0.73	0.60	0.52
EV/EBITDA	4.63	5.75	4.71	4.05
股息率%	2.5%	0.8%	0.9%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.0%	7.8%	8.9%	9.4%
净利润率	6.3%	1.8%	3.6%	3.7%
净资产收益率	21.7%	4.5%	9.9%	10.7%
资产回报率	5.6%	1.4%	2.8%	3.6%
投资回报率	14.8%	5.6%	7.9%	9.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	43.6%	-17.1%	20.5%	14.7%
EBIT 增长率	178.9%	-67.9%	65.6%	22.3%
净利润增长率	153.2%	-76.4%	141.8%	19.9%
偿债能力指标				
资产负债率	74.0%	68.4%	71.9%	66.7%
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.8	0.6	0.7	0.6
现金比率	0.4	0.4	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	59.4	60.0	59.8	59.9
存货周转天数	62.9	66.8	65.5	66.0
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	1.0
固定资产周转率	3.2	2.2	2.4	2.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,440	1,756	4,246	5,089
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	9,606	7,365	8,507	9,787
非经营收益	-635	602	623	766
营运资金变动	8,406	12,971	-8,109	-2,093
经营活动现金流	24,816	22,694	5,266	13,550
资产	-19,953	-13,809	-12,943	-13,289
投资	0	-102	-119	-113
其他	-175	-47	-54	-63
投资活动现金流	-20,128	-13,958	-13,116	-13,465
债权募资	7,515	-12,235	4,790	-213
股权募资	45	3,000	0	0
其他	-4,127	-939	-975	-1,069
融资活动现金流	3,434	-10,174	3,815	-1,282
现金净流量	8,692	-1,438	-4,035	-1,197

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月3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	118,682	98,359	118,510	135,973
营业成本	102,016	90,650	108,003	123,248
毛利率%	14.0%	7.8%	8.9%	9.4%
营业税金及附加	372	384	415	494
营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	2,609	2,164	2,429	2,991
营业费用率%	2.2%	2.2%	2.1%	2.2%
管理费用	2,647	2,164	2,489	2,855
管理费用率%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%
研发费用	1,578	984	1,185	1,428
研发费用率%	1.3%	1.0%	1.0%	1.1%
EBIT	9,866	3,169	5,248	6,417
财务费用	-6	-28	9	173
财务费用率%	-0.0%	-0.0%	0.0%	0.1%
资产减值损失	-1,324	-820	-116	-118
投资收益	-48	-47	-54	-63
营业利润	9,112	1,963	4,855	5,798
营业外收支	-418	23	0	0
利润总额	8,694	1,987	4,855	5,798
EBITDA	18,036	9,640	13,639	16,087
所得税	1,253	231	609	710
有效所得税率%	14.4%	11.6%	12.6%	12.2%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	7,440	1,756	4,246	5,089

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,837	26,399	22,364	21,167
应收账款及应收票据	26,221	14,234	33,952	21,608
存货	18,216	15,442	23,878	21,289
其它流动资产	10,338	11,276	11,634	13,665
流动资产合计	82,611	67,351	91,828	77,730
长期股权投资	1,077	1,077	1,077	1,077
固定资产	37,001	44,529	49,559	53,307
在建工程	3,774	3,489	2,932	2,662
无形资产	2,432	2,355	2,263	2,177
非流动资产合计	49,506	56,629	60,981	64,338
资产总计	132,117	123,980	152,809	142,068
短期借款	6,256	3,152	2,952	2,752
应付票据及应付账款	48,279	47,407	66,596	49,804
预收账款	457	0	0	0
其它流动负债	16,849	17,402	18,615	20,413
流动负债合计	71,841	67,961	88,164	72,970
长期借款	3,618	3,618	6,618	6,618
其它长期负债	22,297	13,165	15,155	15,142
非流动负债合计	25,915	16,784	21,774	21,761
负债总计	97,756	84,744	109,938	94,731
实收资本	10,005	10,005	10,005	10,005
普通股股东权益	34,360	39,236	42,872	47,337
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	132,117	123,980	152,809	142,068

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

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。	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。
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。