

# 晶澳科技 (002459.SZ)

## 买入 (维持评级)

### Q2 出货量保持增长，经营性现金流转正

#### 投资要点:

##### 业绩点评

公司发布 24H1 业绩公告，实现营业收入 373.6 亿元，同比-9%；归母净利润-8.7 亿元，扣非归母净利润-8.2 亿元；其中 Q2 实现营业收入 213.9 亿元，同比+5%，环比+34%；归母净利润-3.9 亿元，环比+19%；扣非归母净利润-4.5 亿元，环比-22%。

##### 24Q2 电池组件出货环增，全年出货量保持高增

公司 24H1 光伏组件业务营收 353 亿元，同比-10%，出货量超 38GW（含自用 1GW），同比+59%，其中组件海外出货量占比约 54%（欧洲占比 20%-25%，美洲 15%-20%，其他区域包括亚太 15%左右），N 型组件出货占比约 60%。我们预计公司 24 年全年电池组件出货 85GW，同比增长超 50%，且预计下半年 N 型占比将进一步提升。

##### N 型产能快速爬坡，海外产能及渠道布局领先

公司 24H1 内 N 型产能快速达产，产品良率、电池转换效率大幅提升，最新的 N 型倍秀 (Bycium+) 电池量产转换效率已达到 26.5%；生产成本明显下降，大尺寸电池在转换效率和生产成本上为行业领先水平。截至 24 年末，公司组件产能预计超 100GW，硅片与电池产能达组件产能的 80%，其中 N 型电池产能为 57GW。海外渠道方面，公司积极布局东南亚、澳洲、拉美、中东、非洲等新兴市场，已在海外设立了 13 个销售公司，销售服务网络遍布全球 165 个国家和地区；海外产能方面，公司在东南亚建设了产业链垂直一体化生产基地，以及在美国建设了光伏组件基地。

##### 24Q2 经营性现金流转正，期间费用率环比下降

24H1 经营性净现金流-18.6 亿元，同比-138.5%，其中 24Q2 经营性现金净流入 16.8 亿元，经营性现金流转正主要因：1) Q2 出货量增加，带来销售收款增加；2) 采取降本措施，成本环比下降明显；3) 增加非现金支付工具，减少现金支付比例。公司 24H1 期间费用 23.6 亿元，同比+38.7%，期间费用率 6.3%，同比+2.2pct，其中 24Q2 期间费用 10.2 亿元，环比-23.8%，期间费用率 4.8%，环比-3.6pct。

##### 盈利预测与投资建议

考虑行业竞争及产业链价格快速下降因素，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润为-12.7/22.6/31.2 亿元（24-25 年前值 124.2/151.4 亿元，26 年为新增预测值），当前股价对应 PE-27.1/15.3/11.0 倍。虽然受行业价格波动影响，盈利短期承压，但公司作为全球组件龙头之一，盈利有望随着行业产能出清后逐步修复，维持“买入”评级。

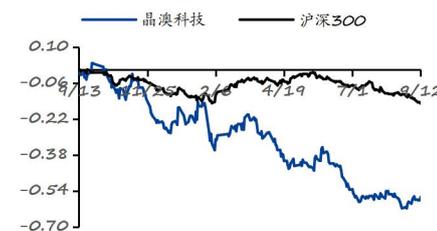
##### 风险提示

需求不达预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动。

#### 基本数据

日期	2024-09-12
收盘价:	10.41 元
总股本/流通股本(百万股)	3,309.67/3,306.98
流通 A 股市值(百万元)	34,425.69
每股净资产(元)	9.65
资产负债率(%)	70.95
一年内最高/最低价(元)	26.50/8.96

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师: 邓伟(S0210522050005)

DW3787@hfzq.com.cn

分析师: 李乐群(S0210524080003)

LLQ3911@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 【华福电新】晶澳科技 2023 年半年报点评: 单位盈利维持高位, N 型放量提升综合竞争力——2023.09.02
- 光伏一体化组件稳健发展, N 型放量提升竞争力——2023.04.06

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	72,989	81,556	83,058	102,905	118,972
增长率(%)	77%	12%	2%	24%	16%
净利润(百万元)	5,533	7,039	-1,272	2,256	3,123
增长率(%)	171%	27%	-118%	277%	38%
EPS(元/股)	1.67	2.13	-0.38	0.68	0.94
市盈率(P/E)	6.2	4.9	-27.1	15.3	11.0
市净率(P/B)	1.3	1.0	1.1	1.0	1.0

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,988	16,612	20,581	23,794	营业收入	81,556	83,058	102,905	118,972
应收票据及账款	9,346	9,518	11,793	13,634	营业成本	66,773	79,014	93,900	107,973
预付账款	1,990	3,197	3,483	3,864	税金及附加	422	429	532	615
存货	14,472	16,714	19,429	22,874	销售费用	1,380	1,229	1,482	1,666
合同资产	66	103	112	124	管理费用	2,345	2,388	2,959	3,421
其他流动资产	7,336	5,671	6,847	8,912	研发费用	1,142	1,163	1,441	1,666
流动资产合计	49,132	51,711	62,132	73,078	财务费用	-360	-114	-142	-164
长期股权投资	899	944	991	1,041	信用减值损失	-112	-114	-142	-164
固定资产	36,860	42,380	49,553	57,773	资产减值损失	-2,306	-914	-720	-833
在建工程	9,740	10,230	10,837	11,539	公允价值变动收益	126	-58	-72	-83
无形资产	2,263	2,552	2,923	3,345	投资收益	-71	150	51	14
商誉	0	0	0	0	其他收益	733	747	925	1,070
其他非流动资产	7,695	8,123	10,133	11,725	<b>营业利润</b>	<b>8,114</b>	<b>-1,354</b>	<b>2,637</b>	<b>3,639</b>
非流动资产合计	57,457	64,229	74,437	85,422	营业外收入	21	0	21	25
<b>资产合计</b>	<b>106,589</b>	<b>115,940</b>	<b>136,569</b>	<b>158,500</b>	营业外支出	92	92	94	116
短期借款	979	10,329	17,918	25,017	<b>利润总额</b>	<b>8,043</b>	<b>-1,446</b>	<b>2,564</b>	<b>3,548</b>
应付票据及账款	27,426	28,867	33,636	40,824	所得税	851	-174	308	425
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>7,192</b>	<b>-1,272</b>	<b>2,256</b>	<b>3,123</b>
合同负债	4,872	6,226	7,153	8,099	少数股东损益	153	0	0	0
其他应付款	14,117	14,377	17,812	20,594	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,039</b>	<b>-1,272</b>	<b>2,256</b>	<b>3,123</b>
其他流动负债	2,872	3,171	3,892	4,411	EPS (按最新股本摊薄)	2.13	-0.38	0.68	0.94
流动负债合计	50,266	62,969	80,412	98,944					
长期借款	1,477	1,162	832	485					
应付债券	8,360	8,360	8,360	8,360					
其他非流动负债	8,483	8,639	10,703	12,374					
非流动负债合计	18,319	18,161	19,895	21,219					
<b>负债合计</b>	<b>68,585</b>	<b>81,130</b>	<b>100,306</b>	<b>120,163</b>					
归属母公司所有者权益	35,116	31,922	33,375	35,449					
少数股东权益	2,888	2,888	2,888	2,888					
<b>所有者权益合计</b>	<b>38,004</b>	<b>34,810</b>	<b>36,263</b>	<b>38,337</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>106,589</b>	<b>115,940</b>	<b>136,569</b>	<b>158,500</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,414</b>	<b>3,211</b>	<b>11,227</b>	<b>13,754</b>
现金收益	10,631	3,144	7,365	9,120
存货影响	-2,563	-2,242	-2,715	-3,445
经营性应收影响	2,017	-466	-1,840	-1,389
经营性应付影响	17,383	1,701	8,205	9,969
其他影响	-15,054	1,073	212	-500
<b>投资活动现金流</b>	<b>-17,793</b>	<b>-10,027</b>	<b>-16,005</b>	<b>-18,150</b>
资本支出	-27,256	-10,829	-13,401	-15,505
股权投资	-125	-45	-47	-50
其他长期资产变化	9,588	847	-2,557	-2,595
<b>融资活动现金流</b>	<b>5,960</b>	<b>7,439</b>	<b>8,747</b>	<b>7,609</b>
借款增加	6,171	9,050	7,459	6,915
股利及利息支付	-854	-135	-1,390	-1,894
股东融资	1,195	-7	0	0
其他影响	-552	-1,469	2,678	2,588

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	11.7%	1.8%	23.9%	15.6%
EBIT 增长率	32.7%	-120.3%	255.3%	39.7%
归母公司净利润增长率	27.2%	-118.1%	277.4%	38.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.1%	4.9%	8.8%	9.2%
净利率	8.8%	-1.5%	2.2%	2.6%
ROE	18.5%	-3.7%	6.2%	8.1%
ROIC	16.8%	-2.8%	4.0%	5.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	64.3%	70.0%	73.4%	75.8%
流动比率	1.0	0.8	0.8	0.7
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	39	40	37	38
存货周转天数	71	71	69	71
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.13	-0.38	0.68	0.94
每股经营现金流	3.75	0.97	3.39	4.16
每股净资产	10.61	9.65	10.08	10.71
<b>估值比率</b>				
P/E	5	-27	15	11
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	23	89	34	28

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn