

晶科能源 (688223)

出货稳居全球龙一，保持技术领先优势

买入 (维持)

2024年09月15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

证券分析师 徐铖嵘

执业证书: S0600524080007
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	93176	110763	123365
同比 (%)	103.79	43.55	(21.49)	18.87	11.38
归母净利润 (百万元)	2939	7440	1290	3116	3960
同比 (%)	157.46	153.20	(82.67)	141.58	27.10
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.29	0.74	0.13	0.31	0.40
P/E (现价&最新摊薄)	22.91	9.05	52.21	21.61	17.00

投资要点

- **光伏主产业链竞争加剧，组件一体化各环节盈利承压。**公司 2024H1 营收 472.5 亿元，同比-11.9%，归母净利润 12 亿元，同比-68.8%，毛利率 8.6%，同比-6.6pct，归母净利率 2.5%，同比-4.6pct；2024Q2 营收 241.7 亿元，同环比-20.7%/4.7%，归母净利润 0.2 亿元，同环比-98.9%/-97.9%，毛利率 7.6%，同环比-8.6pct/-2pct，归母净利率 0.1%，同环比-7.1pct/-5pct。
- **出货稳居全球龙一、2024Q3 保持稳健。**公司 2024H1 组件销售约 43.8GW，同增 44%，其中 N 型约 35.9GW；海外出货占比约 65%，营收占比约 71%。其中 2024Q2 出货约 23.8GW，同增 36%/环增 19%，N 型占比约 85%。2024Q2 受贸易政策+交付节奏影响，美国出货量略有下降，中国欧洲占比提升。2024Q3 排产基本环比持平，我们预计公司 2024Q3 出货约 23-25GW，维持全年出货预期 100-110GW，美国占比 5-10%；出货稳居龙一。
- **布局海外技术出海、美国落地享受溢价。**公司 2024 年底硅片/电池/组件产能预计 120/95/130GW，电池产能较前期收缩主要系山西基地 1 期火灾影响 14GW 电池投产节奏（拉晶组件已投产），2 期预计 2024Q4 投产。2024 年 7 月公告与沙特 PIF 合资投建 10GW 电池组件项目，“中国技术+中东资金”布局沙特技术出海，2024 年启动开工，2026 年 3 月量产。美国 2GW 组件已于 2024H1 投产，享受高端市场溢价。
- **动态保持技术优势、效率持续提升。**公司 2023 年底量产效率达 25.8%，通过 LECO 等技术优化，2024 年 6 月平均效率达 26.1%、黄金线效率达 26.3%，预计 2024 年底可达 26.5%，未来三年可年均提效 0.5pct 至 27%；山西二期已导入 0BB 量产、技术持续领跑行业。同时 2024H1 公司基于 N 型 TOPCon 的钙钛矿叠层电池研发取得重大突破，转化效率达到 33.24%，叠层电池未来可期。
- **费用率明显优化、火灾损失影响利润。**2024Q2 期间费用 10.8 亿，同环比 153.8%/-41%，期间费用率 4.5%，同环比 3.1/-3.5pct；2024Q2 经营现金流净额-27.9 亿，同环比-147.6%/-338.1%；2024H1 资本开支 44 亿元，同比-38.4%，其中 2024Q2 开支 12.6 亿，同环比-69%/-59.8%；2024Q2 末存货 194.9 亿元，较 2024Q1 末-3.2%。受产业链下跌影响，2024Q2 计提资产减值 4.3 亿，投资收益-1 亿及山西火灾损失 6.5 亿影响业绩。
- **盈利预测与投资评级：**基于竞争加剧、盈利承压，我们下调盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 12.9/31.2/39.6 亿元（2024-2026 年前值为 42/60/86 亿元），同比-83%/+142%/+27%，考虑公司光伏龙头地位，以及当前处于行业底部，未来随产能出清，公司盈利预计逐步修复，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧，政策不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.59
一年最低/最高价	6.45/10.79
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	20,485.99
总市值(百万元)	65,934.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.23
资产负债率(% LF)	73.17
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)：市场盈利分化明显，出货排名仍居首位》
2024-05-26
- 《晶科能源(688223)：2023 年业绩预告：组件出货量放量高增，竞争加剧盈利下滑》
2024-01-29

内容目录

1. N型组件龙头，一体化盈利承压	4
1.1. 公司发展历程.....	4
1.2. 公司主营业务介绍.....	4
1.3. 立足光伏垂直一体化，业绩基本符合预期.....	4
2. 出货稳居全球龙一，Q3 保持稳健	5
3. 布局海外技术出海，美国落地享受溢价	5
4. 动态保持技术优势，效率持续提升	5
5. 费用率明显优化，火灾损失影响利润	6
6. 盈利预测与投资评级	6
7. 风险提示	6

图表目录

图 1: 2024H1 收入 472.5 亿, 同比-11.9%	5
图 2: 2024H1 归母净利润 12 亿, 同比-68.8%	5
图 3: 2024Q2 期间费用 10.8 亿, 环比-41%	6
图 4: Q2 经营现金流-27.9 亿, 同环比-338.1%	6

1. N型组件龙头，一体化盈利承压

1.1. 公司发展历程

晶科能源成立于 2006 年，成立之初以硅片环节切入光伏行业，目前已经发展为全球领先的一体化组件龙头企业。过去 16 年发展历程中，公司无论是业务发展、市场开拓、技术布局均准确把握市场机遇，以前瞻性战略眼光和强大执行力于行业变革中乘势而起，不断塑造自身竞争优势，近 10 年组件出货保持行业前五。

2020 年至今，公司发力 N 型 TOPCon，A 股上市再起航。公司积极布局下一代电池技术，2020 年底实现 TOPCon 电池规模化量产。2021 年 11 月，公司正式发布 N 型 TOPCon 组件 Tiger Neo。2022 年 1 月，晶科能源股份有限公司正式于 A 股上市，2022 年上半年公司组件出货重回行业第一。2022 年底，公司 TOPCon 电池产能达到 35GW，行业领先。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。截至 2024 年第二季度，公司组件出货量累计约 260GW。综合 Infolink Consulting 等多家第三方机构统计的数据，公司 2024 年上半年组件出货量继续位列行业第一。

1.2. 公司主营业务介绍

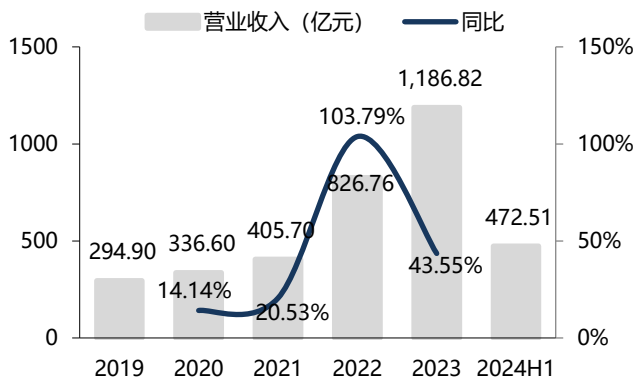
公司作为一家全球知名、极具创新力的太阳能科技企业，秉承“改变能源结构，承担未来责任”的使命，战略性布局光伏产业链核心环节，聚焦光伏产品一体化研发制造和清洁能源整体解决方案提供，销量领跑全球主流光伏市场。公司产品服务于全球近 200 个国家和地区的 4,000 余家客户。

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. 立足光伏垂直一体化，业绩基本符合预期

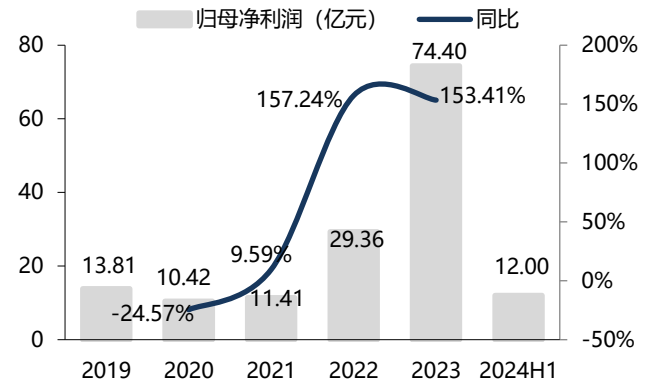
公司 2024H1 营收 472.5 亿，同比-11.9%，归母净利润 12 亿，同比-68.8%，毛利率 8.6%，同比-6.6pct，归母净利率 2.5%，同比-4.6pct；2024Q2 营收 241.7 亿，同环比-20.7%/4.7%，归母净利润 0.2 亿元，同环比-98.9%/-97.9%，毛利率 7.6%，同环比-8.6/-2pct，归母净利率 0.1%，同环比-7.1/-5pct。

图1：2024H1 收入 472.5 亿，同比-11.9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2024H1 归母净利润 12 亿，同比-68.8%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 出货稳居全球龙一，Q3 保持稳健

公司 2024H1 组件销售约 43.8GW，同增 44%，其中 N 型约 35.9GW；海外出货占比约 65%，营收占比约 71%。其中 Q2 出货约 23.8GW，同增 36%/环增 19%，N 型占比约 85%。Q2 受贸易政策+交付节奏影响，美国出货约略有下降，中国欧洲占比提升。Q3 排产基本环比持平，预计 Q3 出货约 23-25GW，维持全年出货预期 100-110GW，美国占比 5-10%；出货稳居全球龙一。

3. 布局海外技术出海，美国落地享受溢价

公司 2024 年底硅片/电池/组件产能预计 120/95/130GW，电池产能较前期收缩主要系山西基地 1 期火灾影响 14GW 电池投产节奏（拉晶组件已投产），2 期预计 Q4 投产。7 月公告与沙特 PIF 合资投建 10GW 电池组件项目，“中国技术+中东资金”布局沙特技术出海，2024 年启动开工，2026 年 3 月量产。美国 2GW 组件已于 2024H1 投产，享受高端市场溢价。

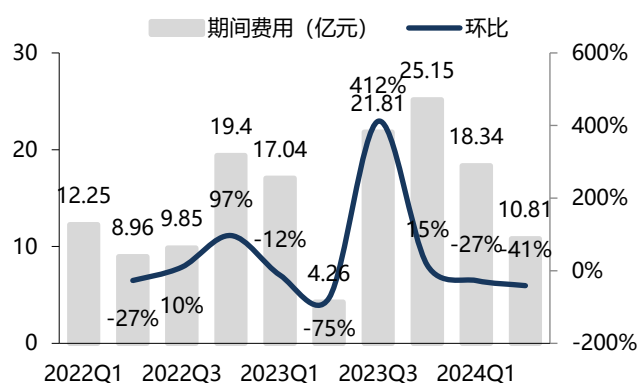
4. 动态保持技术优势，效率持续提升

公司 2023 年底量产效率达 25.8%，通过 LECO 等技术优化，2024 年 6 月平均效率达 26.1%、黄金线效率达 26.3%，预计 2024 年底可达 26.5%，未来三年可年均提效 0.5pct 至 27%；山西二期已导入 0BB 量产、技术持续领跑行业。同时 2024H1 公司基于 N 型 TOPCon 的钙钛矿叠层电池研发取得重大突破，转化效率达到 33.24%，叠层电池未来可期。

5. 费用率明显优化，火灾损失影响利润

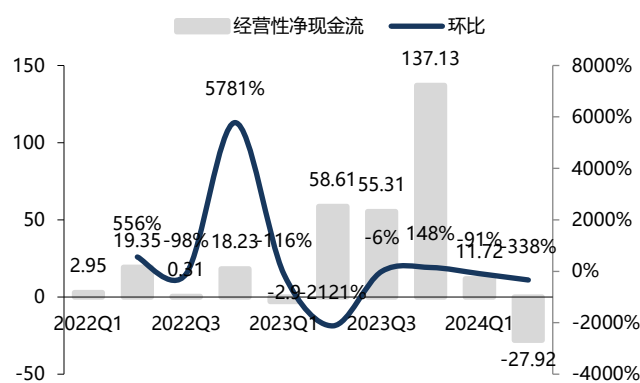
公司 2024Q2 期间费用 10.8 亿，同环比 153.8%/ -41%，费用率 4.5%，同环比 3.1/-3.5pct；Q2 经营现金流-27.9 亿，同环比-147.6/-338.1%；2024H1 资本开支 44 亿元，同-38.4%，其中 Q2 开支 12.6 亿，同环比-69/-59.8%；2024Q2 末存货 194.9 亿元，较 Q1 末-3.2%。受产业链下跌影响，Q2 计提资产减值 4.3 亿，投资收益-1 亿及山西火灾损失 6.5 亿影响业绩。

图3：2024Q2 期间费用 10.8 亿，环比-41%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：Q2 经营现金流-27.9 亿，同环比-338.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

6. 盈利预测与投资评级

基于竞争加剧、盈利承压，下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润 12.9/31.2/39.6 亿（2024-2026 年前值为 42/60/86 亿元），同比-83%/+142%/+27%，考虑公司光伏龙头地位，以及当前处于行业底部，未来随产能出清，公司盈利预计逐步修复，我们维持“买入”评级。

7. 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	76,922	106,008	121,276	营业总收入	118,682	93,176	110,763	123,365
货币资金及交易性金融资产	27,940	28,543	42,149	50,361	营业成本(含金融类)	102,016	85,479	100,810	112,033
经营性应收款项	31,265	25,145	27,566	31,123	税金及附加	372	214	222	247
存货	18,216	17,705	30,381	33,456	销售费用	2,609	2,236	2,467	2,641
合同资产	268	341	328	408	管理费用	2,647	2,050	2,326	2,529
其他流动资产	4,922	5,188	5,584	5,927	研发费用	1,578	1,400	1,551	1,665
非流动资产	49,506	46,434	43,875	41,050	财务费用	(6)	263	433	104
长期股权投资	1,077	1,458	1,615	1,884	加:其他收益	1,174	1,211	1,440	1,604
固定资产及使用权资产	37,729	34,086	29,795	25,648	投资净收益	(48)	326	277	179
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)	(280)	(498)	(617)
长期待摊费用	619	119	169	219	营业利润	9,112	1,530	3,664	4,693
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	123,355	149,882	162,326	利润总额	8,694	1,535	3,709	4,715
流动负债	71,841	60,780	83,732	91,725	减:所得税	1,253	246	593	754
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	1,290	3,116	3,960
经营性应付款项	48,736	39,896	55,350	61,213	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6,219	7,651	15,121	17,925	归属母公司净利润	7,440	1,290	3,116	3,960
其他流动负债	7,535	7,137	7,164	6,991	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	0.13	0.31	0.40
非流动负债	25,915	26,125	26,235	26,345	EBIT	9,866	1,796	3,388	4,250
长期借款	3,618	3,628	3,638	3,648	EBITDA	18,036	7,701	10,270	11,028
应付债券	9,182	9,182	9,182	9,182	毛利率(%)	14.04	8.26	8.99	9.19
租赁负债	550	750	850	950	归母净利率(%)	6.27	1.38	2.81	3.21
其他非流动负债	12,565	12,565	12,565	12,565	收入增长率(%)	43.55	(21.49)	18.87	11.38
负债合计	97,756	86,906	109,967	118,070	归母净利润增长率(%)	153.20	(82.67)	141.58	27.10
归属母公司股东权益	34,360	36,450	39,916	44,256					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	34,360	36,450	39,916	44,256					
负债和股东权益	132,117	123,355	149,882	162,326					

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	7,576	18,806	13,856	每股净资产(元)	3.33	3.54	3.88	4.32
投资活动现金流	(20,128)	(3,142)	(4,739)	(4,689)	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	2.67	4.92	5.79
现金净增加额	8,692	703	13,546	8,153	ROE-摊薄(%)	21.65	3.54	7.81	8.95
折旧和摊销	8,170	5,905	6,882	6,778	资产负债率(%)	73.99	70.45	73.37	72.74
资本开支	(19,953)	(2,558)	(3,916)	(3,468)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.05	52.21	21.61	17.00
营运资本变动	8,406	(1,563)	7,442	1,408	P/B (现价)	2.02	1.90	1.73	1.56

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>