

晶科能源 (688223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利能力显著提升，TOPCon 龙头地位稳固

固

业绩及事件简评

10月30日公司发布2024年三季报，前三季度实现营收718亿元，同比-16%；归母净利润12.15亿元，同比-80%；扣非归母净利润4.76亿元，同比-92%。其中Q3实现归母净利润0.15亿元，实现扣非归母净利润2.59亿元，环比Q2(0.26亿元)大幅增长。

经营分析

TOPCon 优势产能、全球化渠道布局支撑出货量稳居行业第一。前三季度公司实现光伏产品总出货73.13GW，同比增长31.29%；其中组件出货67.65W，组件出货量继续位居行业第一，N型组件占比约85%；测算Q3组件出货23.9GW，环比持平。Q4公司将平衡出货规模与利润，努力实现全年出货90-100GW。

毛利率显著改善，持续技术进步巩固 TOPCon 龙头地位。Q3光伏产业链价格维持较低水平、主产业链盈利承压，公司通过 TOPCon 优势产品及全球化渠道布局维持较高的盈利水平，销售毛利率环比提升4.2 PCT至11.82%，预计主要受益美国高盈利市场出货占比提升。公司近期发布了 Tiger Neo 第三代最新产品，最高组件转化效率达24.8%、可实现最大功率670W，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。

发行 GDR 募资 45 亿元加强海外产能布局。10月20日公司公告拟在德交所发行境外 GDR，拟募资总额不超45亿元（或等值外币）用于美国1GW高效组件、山西二期14GW一体化生产基地建设项目及补流或还款。本次发行有助于公司吸引增量的海外资金，进一步优化财务结构，强化公司长期核心竞争力。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产业链价格的最新预测，调整公司2024-2026年归母净利润预测至14.8、51.2、60.5亿元，当前股价对应2025-2026年PE分别为18/15倍，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)：9.18 元

相关报告：

- 《晶科能源公司点评：TOPCon 龙头优势渐显，全球化布局提升竞...》，2024.9.1
- 《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



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	94,934	97,883	112,453
营业收入增长率	103.79%	43.55%	-20.01%	3.11%	14.89%
归母净利润(百万元)	2,936	7,440	1,475	5,115	6,050
归母净利润增长率	157.24%	153.41%	-80.18%	246.83%	18.30%
摊薄每股收益(元)	0.294	0.744	0.147	0.511	0.605
每股经营性现金流净额	0.41	2.48	0.46	1.32	1.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.00%	21.65%	4.17%	13.12%	14.00%
P/E	49.89	11.91	62.28	17.96	15.18
P/B	5.49	2.58	2.60	2.36	2.13

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	40,570	82,676	118,682	94,934	97,883	112,453
增长率		103.8%	43.6%	-20.0%	3.1%	14.9%
主营业务成本	-35,135	-74,037	-102,016	-86,143	-85,524	-98,053
%销售收入	86.6%	89.6%	86.0%	90.7%	87.4%	87.2%
毛利	5,435	8,639	16,665	8,791	12,359	14,400
%销售收入	13.4%	10.4%	14.0%	9.3%	12.6%	12.8%
营业税金及附加	-119	-218	-372	-475	-489	-562
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-891	-2,166	-2,609	-1,899	-1,958	-2,249
%销售收入	2.2%	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-1,133	-1,914	-2,647	-3,038	-3,034	-3,374
%销售收入	2.8%	2.3%	2.2%	3.2%	3.1%	3.0%
研发费用	-716	-1,199	-1,578	-854	-881	-1,012
%销售收入	1.8%	1.5%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	2,575	3,142	9,460	2,525	5,996	7,203
%销售收入	6.3%	3.8%	8.0%	2.7%	6.1%	6.4%
财务费用	-1,062	234	6	-724	-485	-387
%销售收入	2.6%	-0.3%	0.0%	0.8%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-460	-919	-1,436	-1,152	-78	-135
公允价值变动收益	71	56	69	-300	100	100
投资收益	227	-67	-50	900	50	50
%税前利润	16.7%	n.a	n.a	45.0%	0.7%	0.6%
营业利润	1,397	3,156	9,112	2,800	6,953	8,201
营业利润率	3.4%	3.8%	7.7%	2.9%	7.1%	7.3%
营业外收支	-37	-29	-418	-800	-100	-100
税前利润	1,360	3,127	8,694	2,000	6,853	8,101
利润率	3.4%	3.8%	7.3%	2.1%	7.0%	7.2%
所得税	-219	-191	-1,253	-500	-1,713	-2,025
所得税率	16.1%	6.1%	14.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,141	2,936	7,440	1,500	5,140	6,075
少数股东损益	0	0	0	25	25	25
归属于母公司的净利润	1,141	2,936	7,440	1,475	5,115	6,050
净利率	2.8%	3.6%	6.3%	1.6%	5.2%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,141	2,936	7,440	1,500	5,140	6,075
少数股东损益	0	0	0	25	25	25
非现金支出	2,314	4,015	9,606	7,475	7,297	7,948
非经营收益	1,320	-255	-635	319	861	818
营运资金变动	-1,547	-2,613	8,406	-4,676	-95	-442
经营活动现金净流	3,229	4,084	24,816	4,617	13,203	14,400
资本开支	-9,145	-14,235	-19,953	-6,029	-6,010	-4,010
投资	-465	-465	0	-118	150	150
其他	479	-144	-175	905	50	50
投资活动现金净流	-9,131	-14,844	-20,128	-5,241	-5,810	-3,810
股权募资	0	9,770	45	0	0	0
债权募资	4,532	1,379	7,515	1,779	-1,000	-1,000
其他	1,152	536	-4,127	-1,144	-2,316	-2,553
筹资活动现金净流	5,684	11,685	3,434	636	-3,316	-3,553
现金净流量	-252	1,153	8,692	11	4,077	7,036

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,409	19,985	27,837	27,676	31,618	38,545
应收款项	12,273	24,425	27,785	28,264	27,332	29,583
存货	13,250	17,450	18,216	17,170	17,222	19,745
其他流动资产	3,747	5,386	8,774	6,785	6,936	7,573
流动资产	47,679	67,247	82,611	79,895	83,108	95,445
%总资产	65.4%	63.7%	62.5%	62.2%	63.9%	69.0%
长期投资	1,046	1,748	1,256	1,074	1,024	974
固定资产	19,491	31,924	40,775	40,300	38,774	34,649
%总资产	26.7%	30.2%	30.9%	31.4%	29.8%	25.0%
无形资产	1,738	2,161	3,051	3,141	3,216	3,297
非流动资产	25,192	38,393	49,506	48,454	46,966	42,883
%总资产	34.6%	36.3%	37.5%	37.8%	36.1%	31.0%
资产总计	72,871	105,639	132,117	128,349	130,075	138,328
短期借款	13,391	11,567	9,351	2,000	2,000	2,000
应付款项	23,864	35,860	48,534	45,412	42,743	46,319
其他流动负债	9,549	14,361	13,955	11,731	13,558	14,803
流动负债	46,804	61,789	71,841	59,143	58,301	63,121
长期贷款	399	3,179	3,618	12,749	11,749	10,749
其他长期负债	12,111	13,982	22,297	21,040	21,002	21,175
负债	59,314	78,949	97,756	92,932	91,052	95,045
普通股股东权益	13,552	26,690	34,360	35,392	38,973	43,208
其中：股本	8,000	10,000	10,005	10,005	10,005	10,005
未分配利润	5,113	7,695	14,043	15,075	18,655	22,891
少数股东权益	5	0	0	25	50	75
负债股东权益合计	72,871	105,639	132,117	128,349	130,075	138,328

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.143	0.294	0.744	0.147	0.511	0.605
每股净资产	1.694	2.669	3.434	3.537	3.895	4.319
每股经营现金净流	0.404	0.408	2.480	0.461	1.320	1.439
每股股利	0.000	0.000	0.224	0.044	0.153	0.181
回报率						
净资产收益率	8.42%	11.00%	21.65%	4.17%	13.12%	14.00%
总资产收益率	1.57%	2.78%	5.63%	1.15%	3.93%	4.37%
投入资本收益率	7.85%	7.11%	14.31%	3.19%	7.25%	8.27%
增长率						
主营业务收入增长率	20.53%	103.79%	43.55%	-20.01%	3.11%	14.89%
EBIT增长率	3.45%	22.00%	201.12%	-73.31%	137.45%	20.12%
净利润增长率	9.59%	157.24%	153.41%	-80.18%	246.83%	18.30%
总资产增长率	67.29%	44.97%	25.06%	-2.85%	1.34%	6.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.2	52.5	60.2	85.0	80.0	75.0
存货周转天数	112.3	75.7	63.8	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	92.4	64.2	67.5	100.0	90.0	80.0
固定资产周转天数	153.5	134.4	113.8	145.8	134.1	101.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.72%	-20.08%	-16.85%	-10.85%	-22.51%	-38.61%
EBIT利息保障倍数	2.4	-13.4	-1,511.2	3.5	12.4	18.6
资产负债率	81.40%	74.73%	73.99%	72.41%	70.00%	68.71%

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	1	2	14	18	44
增持	0	1	7	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.33	1.40	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	2023-02-28	买入	15.61	N/A
2	2023-04-29	买入	12.52	N/A
3	2023-08-15	买入	11.84	N/A
4	2023-10-31	买入	9.37	N/A
5	2024-04-23	买入	7.53	N/A
6	2024-04-30	买入	7.55	N/A
7	2024-09-01	买入	7.19	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