

晶科能源 (688223.SH)

强烈推荐 (维持)

中游制造/电力设备及新能源

当前股价: 12.3 元

盈利环比提升, 布局 TOPCon 有望逐渐迎来收获

公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报, 2022 年公司收入同比增长 104% 至 827 亿元, 归母净利润同比增长 157% 至 29.36 亿元, 扣非归母净利润同比增长 399% 至 26.46 亿元。2023 年一季度公司收入同比增长 58% 至 232 亿元, 归母净利润同比增长 313% 至 16.58 亿元, 扣非归母净利润同比增长 307% 至 12.21 亿元。晶科是全球领先的一体化组件企业, 此前对公司发展形成制约融资渠道问题在回 A 后得到有效解决, 同时, 公司在 N 型 TOPCon 领域的长期研发积累有望迎来收获, 经营表现可能再上一个台阶。

□ 2022 年年报与 2023 年一季报简析。公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报, 2022 年公司收入同比增长 103.79% 至 826.76 亿元, 归母净利润同比增长 157.24% 至 29.36 亿元, 扣非归母净利润同比增长 398.60% 至 26.46 亿元。2023 年一季度公司收入同比增长 57.70% 至 231.53 亿元, 归母净利润同比增长 313.36% 至 16.58 亿元, 扣非归母净利润同比增长 306.59% 至 12.21 亿元。一季度公司归母净利润与扣非归母净利润差异主要为 4.11 亿元政府补助, 此外有计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费约为 1.18 亿元。

□ Q1 单瓦盈利环比提升。2022 年公司组件出货 44.33GW, Q1-Q4 出货分别为 8.031GW、10.179GW、10.29GW、15.83GW, 其中 TOPCon 出货 10.7GW, 2023Q1 公司组件出货 13.038GW, 其中 TOPCon 出货 6GW。一季度公司组件整体单瓦盈利为 0.12 元, 其中 PERC 组件单瓦盈利为 0.09 元, TOPCon 单瓦盈利 0.16 元, 单瓦盈利继续提升。公司 2022Q4、2023Q1 均有较高滞港费, 对当期业绩有影响, 若还原滞港费, 公司单瓦盈利更高。

□ 引领 TOPCon 发展。公司在 N 型 TOPCon 领域长期投入, 2019 年底即建立 0.9GW 中试线。2022 年一季度, 公司安徽滁州、浙江海宁两个 8GW TOPCon 电池项目先后投产调试, Q2 末公司 16GW TOPCon 实现满产, 此后, 公司继续在安徽滁州、浙江海宁一期项目基础上分别扩建二期 8GW、11GW TOPCon 产线。截至 2023 年一季度, 公司 35GW TOPCon 产线投产, 成为全球量产规模最大的 N 型电池/组件公司, 预计公司 2023 年 N 型 TOPCon 出货占比将超过 60% (36-42GW)。

□ TOPCon 已经具有经济性, 未来将进一步加强和放大。目前公司 TOPCon 量产效率在 24.8% 左右, 在衰减率、双面率、温度系数方面也有明显优势。随着电池进一步降本增效、组件封装工艺优化以及下游对 TOPCon 单 W 多发电量的验证认可, 其较 PERC 的溢价空间会进一步拉开。2023 年电池市场的参考基准仍是 PERC, 考虑 TOPCon 溢价及需求优先级, 在接下来 1-2 年的快速渗透期, 晶科将在盈利、出货量上享受先发红利。

□ 盈利预测与投资建议: 预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 73.71 亿、96.54 亿元, 对应估值 17 倍、13 倍, 维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示: 全球光伏装机不达预期, 原材料价格持续上涨, TOPCon 的技术路线发展不及预期。

财务数据与估值

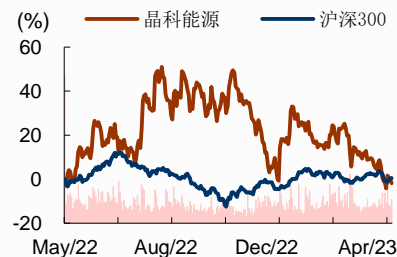
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	40570	82676	109559	123818	149066
同比增长	21%	104%	33%	13%	20%
营业利润(百万元)	1397	3156	7751	10175	12887
同比增长	26%	126%	146%	31%	27%
归母净利润(百万元)	1141	2936	7371	9654	12225
同比增长	10%	157%	151%	31%	27%
每股收益(元)	0.14	0.29	0.74	0.97	1.22
PE	86.2	41.9	16.7	12.7	10.1
PB	7.3	4.6	3.9	3.0	2.4

基础数据

总股本(万股)	1000000
已上市流通股(万股)	196000
总市值(亿元)	1230
流通市值(亿元)	241
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	14.8
资产负债率	74.3%
主要股东	晶科能源投资有限公司
主要股东持股比例	58.62%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-27	2
相对表现	-12	-41	-0



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《晶科能源 (688223) — 在 N 型领域继续引领, 经营将上新台阶》2022-09-01
- 《晶科能源 (688223) — 引领 TOPCon 发展, 进一步加强全球化与一体化布局》2022-04-25
- 《晶科能源 (688223) — 回归 A 股开启新发展, N 型布局即将开始收获 (更新)》2022-03-21

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、2022 年年报与 2023 年一季报简析	4
二、N 型 TOPCon 逐步投产，盈利有望持续提升	6
三、引领 TOPCon 发展，有望充分享受技术红利	7
投资建议	9
盈利预测	9
相关报告	10
风险提示	11

图表目录

图 1: 公司各环节产能.....	6
图 2: 晶科能源数次打破 TOPCon 最高实验室效率.....	7
图 3: TOPCon/PERC 累计发电量及溢价估算.....	8
图 4: 晶科能源历史 PE Band	11
图 5: 晶科能源历史 PB Band	11
表 1: 业绩摘要.....	4
表 2: 主要比率.....	4
表 3: 单季度业绩摘要.....	5
表 4: 单季度主要比率.....	5
表 5: 转债募投项目 (亿元)	6
表 6: 同版型 TOPCon 组件功率更高.....	7
表 7: TOPCon 组件溢价测算 (元/W)	8
表 8: 盈利预测 (百万元)	9
附: 财务预测表.....	12

一、2022 年年报与 2023 年一季报简析

2022 年年报与 2023 年一季报简析。公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报，2022 年公司收入同比增长 103.79%至 826.76 亿元，归母净利润同比增长 157.24%至 29.36 亿元，扣非归母净利润同比增长 398.60%至 26.46 亿元。2023 年一季度公司收入同比增长 57.70%至 231.53 亿元，归母净利润同比增长 313.36%至 16.58 亿元，扣非归母净利润同比增长 306.59%至 12.21 亿元。一季度公司归母净利润与扣非归母净利润差异主要为 4.11 亿元政府补助，此外有计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费约为 1.18 亿元。

组件盈利继续提升。2022 年公司组件出货 44.3GW，2023 年一季度出货 13.038GW，其中 TOPCon 出货 6GW，整体盈利继续提升。公司 2022Q4、2023Q1 均有较高滞港费，对当期业绩有影响，若还原滞港费，公司组件业务单瓦盈利更高。

Q1 毛利率同比提升，费用率略有增长。2022 年公司综合毛利率为 10.45%，同比下降 2.95 个百分点，2023 年一季度公司毛利率 13.79%，同比提升 4.75 个百分点，环比提升 2.97 个百分点。2022 年公司销售、管理、财务费用率分别为 2.62%、2.32%、-0.28%，分别同比提升 0.42、下降 0.48、下降 2.90 个百分点，2023 年一季度公司销售、管理、财务费用率分别为 2.52%、2.24%、1.10%，分别同比提升 0.43、下降 0.87、下降 0.47 个百分点。

表 1: 业绩摘要

百万元	2020 年	2021 年	2022 年	同比变化 (%)	2022Q1	2023Q1	同比变化 (%)
营业收入	33659.55	40569.62	82676.08	103.79	14681.28	23152.75	57.70
营业成本	28629.34	35134.99	74036.87	110.72	13354.29	19959.46	49.46
毛利润	5030.22	5434.63	8639.20	58.97	1326.99	3193.28	140.64
销售税金	98.73	119.11	218.20	83.20	27.86	73.56	164.02
毛利润 (扣除销售税金)	4931.49	5315.53	8421.00	58.42	1299.13	3119.72	140.14
销售费用	895.16	890.82	2165.89	143.14	306.46	583.99	90.56
管理费用	841.47	1133.38	1914.05	68.88	456.25	518.79	13.71
经营利润	3194.86	3291.33	4341.05	31.89	536.42	2016.94	276.00
资产减值损失	-293.82	-621.48	-857.10	37.91	-56.02	133.23	-337.83
财务费用	940.15	1062.21	-233.72	-122.00	230.64	254.15	10.19
投资收益	-29.97	226.84	-50.76	-122.38	77.18	199.92	159.02
资产处置收益	-423.44	-352.00	-394.65	12.11	42.57	-50.22	-217.97
其他收益	130.29	398.27	1088.67	173.35	305.39	263.09	-13.85
营业外收入	108.69	11.94	13.80	15.62	2.53	13.60	436.97
营业外支出	39.20	49.27	43.18	-12.36	1.05	4.94	372.38
利润总额	1181.64	1359.92	3126.98	129.94	437.37	2057.09	370.33
所得税	139.12	218.56	190.79	-12.71	36.26	399.06	1000.53
税后净利润	1042.53	1141.36	2936.20	157.25	401.11	1658.03	313.36
少数股东损益	0.96	-0.05	0.00	-100.00	0.00	0.00	#DIV/0!
归母净利润	1041.56	1141.41	2936.20	157.24	401.11	1658.03	313.36
非经常性损益	130.89	610.82	290.69	-52.41	100.72	436.67	333.55
扣非归母净利润	910.67	530.59	2645.51	398.60	300.39	1221.36	306.59

资料来源：公司公告，招商证券

表 2: 主要比率

(%)	2020 年	2021 年	2022 年	同比变化 (%)	2022Q1	2023Q1	同比变化 (%)
毛利率	14.94	13.40	10.45	-2.95	9.04	13.79	4.75
销售费用率	2.66	2.20	2.62	0.42	2.09	2.52	0.43
管理费用率	2.50	2.79	2.32	-0.48	3.11	2.24	-0.87
财务费用率	2.79	2.62	-0.28	-2.90	1.57	1.10	-0.47

(%)	2020年	2021年	2022年	同比变化(%)	2022Q1	2023Q1	同比变化(%)
经营利润率	9.49	8.11	5.25	-2.86	3.65	8.71	5.06
所得税率	11.77	16.07	6.10	-9.97	8.29	19.40	11.11
净利率	3.09	2.81	3.55	0.74	2.73	7.16	4.43
扣非净利率	2.71	1.31	3.20	1.89	2.05	5.28	3.23

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

百万元	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比(%)	23Q1 环比(%)
营业收入	16296	14681	18726	19364	29904	23153	58	-23
营业成本	14339	13354	16628	17385	26669	19959	49	-25
销售费用	301	306	389	505	965	584	91	-40
管理费用	301	456	455	513	490	519	14	6
财务费用	364	231	-237	-354	127	254	10	100
所得税	37	36	158	82	-86	399	1001	-567
归母净利润	420	401	504	771	1260	1658	313	32

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 单季度主要比率

(%)	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q1 同比(%)	23Q1 环比(%)
毛利率	12.01	9.04	11.20	10.22	10.82	13.79	4.75	2.97
销售费用率	1.84	2.09	2.08	2.61	3.23	2.52	0.43	-0.71
管理费用率	1.85	3.11	2.43	2.65	1.64	2.24	-0.87	0.60
财务费用率	2.24	1.57	-1.27	-1.83	0.42	1.10	-0.47	0.67
净利率	2.58	2.73	2.69	3.98	4.21	7.16	4.43	2.95

资料来源：公司公告，招商证券

二、N 型 TOPCon 逐步投产，盈利有望持续提升

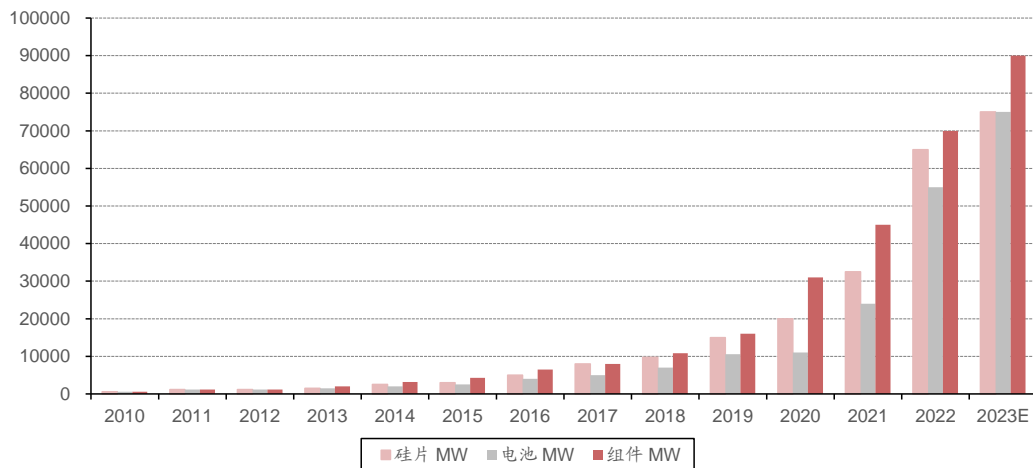
Q1 单瓦盈利环比提升。2022 年公司组件出货 44.33GW，Q1-Q4 出货分别为 8.031GW、10.179GW、10.29GW、15.83GW，其中 TOPCon 出货 10.7GW，2023Q1 公司组件出货 13.038GW，其中 TOPCon 出货 6GW。一季度公司组件整体单瓦盈利为 0.12 元，其中 PERC 组件单瓦盈利为 0.09 元，TOPCon 单瓦盈利 0.16 元，单瓦盈利持续提升。

公司 2022Q4、2023Q1 均有较高滞港费，对当期业绩有影响，若还原滞港费，公司单瓦盈利更高。

盈利有望继续改善。过去几年，公司盈利水平相对一体化公司而言偏低，造成公司盈利能力差异的原因包括一体化程度不够、研发投入大、财务费用较高等因素。回 A 股后公司融资能力更强，并加速布局 N 型 TOPCon 产能，相对 PERC 而言，目前 TOPCon 已经有一定比较优势且优势可能会继续放大，公司披露 2023 年 TOPCon 出货占比在 60%以上，公司有望在出货量、单 W 盈利上享受新技术红利，组件盈利有望持续改善。

发行可转债进一步扩大一体化产能。公司此前拟发行可转债 100 亿元用于建设年产 11GW 高效电池生产线项目（41 亿元）、晶科光伏制造有限公司年产 8 吉瓦高自动化光伏组件生产线项目（7 亿元）、上饶市晶科光伏制造有限公司新倍增一期 8GW 高自动化组件项目（6 亿元）、二期 20GW 拉棒切方项目一阶段 10GW 工程建设项目（16 亿元）、补充流动资金及偿还银行借款（36 亿元），目前可转债已发行完毕。2022 年底公司硅片、电池、组件产能分别为 65GW、55GW、70GW，随着转债项目陆续投产，预计 2023 年公司硅片、电池、组件产能将达 75GW、75GW、90GW。

图 1：公司各环节产能



资料来源：公司公告、招商证券

表 5：转债募投项目（亿元）

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额
1	年产 11GW 高效电池生产线项目	43.67	41
2	晶科光伏制造有限公司年产 8 吉瓦高自动化光伏组件生产线项目	9.10	7
3	上饶市晶科光伏制造有限公司新倍增一期 8GW 高自动化组件项目	7.87	6
4	二期 20GW 拉棒切方项目一阶段 10GW 工程建设项目	220.27	16
5	补充流动资金及偿还银行借款	30	30
合计		110.92	100

资料来源：公司公告、招商证券

三、引领 TOPCon 发展，有望充分享受技术红利

引领 TOPCon 发展。公司在 N 型 TOPCon 领域长期投入，2019 年底即建立 0.9GW 中试线。2022 年一季度，公司安徽滁州、浙江海宁两个 8GW TOPCon 电池项目先后投产调试，Q2 末公司 16GW TOPCon 实现满产，此后，公司继续在安徽滁州、浙江海宁一期项目基础上分别扩建二期 8GW、11GW TOPCon 产线。截至 2023 年一季度，公司 35GW TOPCon 产线投产，成为全球量产规模最大的 N 型电池/组件公司，预计公司 2023 年 N 型 TOPCon 出货占比将超过 60%（36-42GW）。

效率、成本持续优化。效率端，2023 年一季度公司 TOPCon 量产效率达到 25.3%，主流 72 版型功率为 570-580W，预计到 2023 年底有望达 585-590W。成本端，公司持续推进 N 型硅片薄片化、降低银浆用量，目前良率与 PERC 持平。

TOPCon 已经具有经济性，未来将进一步加强和放大。目前公司 TOPCon 量产效率在 24.8% 左右，在衰减率、双面率、温度系数方面也有明显优势。随着电池进一步降本增效、组件封装工艺优化以及下游对 TOPCon 单 W 多发电量的验证认可，其较 PERC 的溢价空间会进一步拉开。2023 年电池市场的参考基准仍是 PERC，考虑 TOPCon 溢价及需求优先级，在接下来 1-2 年的快速渗透期，晶科将在盈利、出货量上享受先发红利。

图 2：晶科能源数次打破 TOPCon 最高实验室效率



资料来源：公司官网、招商证券

表 6：同版型 TOPCon 组件功率更高

系列	PERC	TOPCon	PERC	TOPCon
型号	Tiger Pro 72HC-BDVP	Tiger Neo N-type 72HL4-BDV	Tiger Pro 72HC	Tiger Neo N-type 72HL4-(V)
单双面	双面	双面	单面	单面
尺寸	1134mm × 2278mm	1134mm × 2278mm	1134mm × 2278mm	1134mm × 2278mm
Voc	49.48-50.11	50.27-51.07	49.34-49.72	50.34-50.88
Isc	13.73-14.01	14.01-14.25	13.79-14.12	14.07-14.39
Pmax	530-550	550-570	535-555	555-575

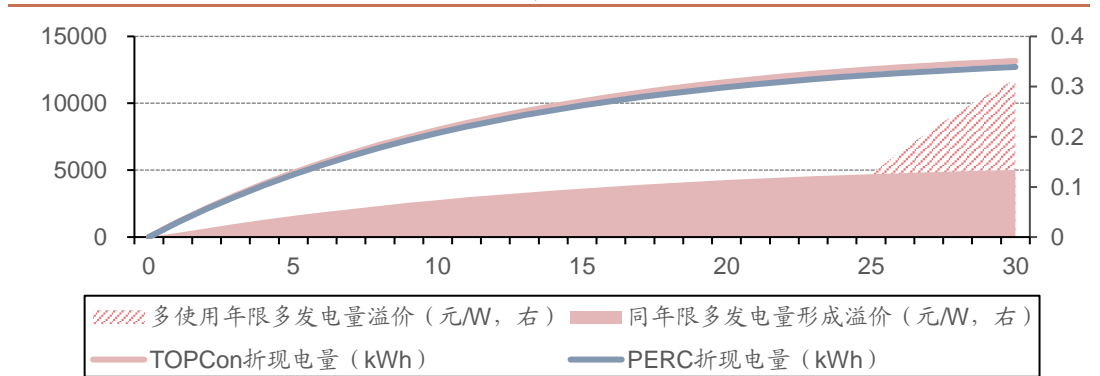
资料来源：公司官网、招商证券

表 7: TOPCon 组件溢价测算 (元/W)

电池效率假设		TOPCon	24.0%	24.5%	25.0%	25.5%	26.0%
		PERC	23.0%	23.2%	23.3%	23.5%	23.7%
单面	组件效率	TOPCon	22.3%	22.8%	23.3%	23.7%	24.2%
		PERC	21.4%	21.5%	21.7%	21.9%	22.0%
		效率差	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%
	BOS 成本假设 (元/W)	1.5	0.06	0.08	0.10	0.12	0.13
		1.6	0.07	0.09	0.11	0.12	0.14
		1.7	0.07	0.09	0.11	0.13	0.15
		1.8	0.08	0.10	0.12	0.14	0.16
1.9	0.08	0.10	0.13	0.15	0.17		
2	0.08	0.11	0.13	0.16	0.18		
双面	双面综合效率折算 (BSI 取 13.5%)	TOPCon (Bifi85%)	24.9%	25.4%	25.9%	26.4%	27.0%
		PERC (Bifi70%)	23.4%	23.6%	23.8%	23.9%	24.1%
		效率差	1.5%	1.8%	2.2%	2.5%	2.9%
	BOS 成本假设 (元/W)	1.5	0.09	0.11	0.13	0.14	0.16
		1.6	0.09	0.11	0.13	0.15	0.17
		1.7	0.10	0.12	0.14	0.16	0.18
		1.8	0.11	0.13	0.15	0.17	0.19
1.9	0.11	0.14	0.16	0.18	0.20		
2	0.12	0.14	0.17	0.19	0.21		

资料来源: 公司官网、招商证券

图 3: TOPCon/PERC 累计发电量及溢价估算



资料来源: 公司官网、招商证券

投资建议

公司发布 2022 年年报与 2023 年一季报，2022 年公司收入同比增长 104%至 827 亿元，归母净利润同比增长 157%至 29.36 亿元，扣非归母净利润同比增长 399%至 26.46 亿元。2023 年一季度公司收入同比增长 58%至 232 亿元，归母净利润同比增长 313%至 16.58 亿元，扣非归母净利润同比增长 307%至 12.21 亿元。晶科是全球领先的一体化组件企业，此前对公司发展形成制约融资渠道问题在回 A 后得到有效解决，同时，公司在 N 型 TOPCon 领域的长期研发积累有望迎来收获，经营表现可能再上一个台阶。

预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 73.71 亿、96.54 亿元，对应估值 17 倍、13 倍，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测

表 8: 盈利预测 (百万元)

百万元		2021	2022	2023E	2024E	2025E
组件	营业收入	37,663	79,803	106,600	120,800	146,018
	YOY(%)	16	112	34	13	21
	毛利率	14	11	13	15	15
其他	营业收入	2,906	2,873	2,959	3,018	3,049
	YOY(%)	156	-1	3	2	1
	毛利率	5	6	5	5	5
汇总	营业收入	40,570	82,676	109,559	123,818	149,066
	YOY(%)	21	104	33	13	20
	毛利率	13	10	13	15	15

资料来源: Wind、招商证券

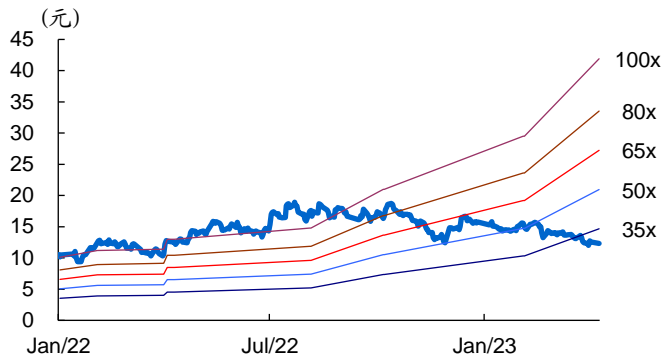
相关报告

- 1、《科能源（688223）—在 N 型领域继续引领，经营将上新台阶》2022-09-01
- 2、《晶科能源（688223）—引领 TOPCon 发展，进一步加强全球化与一体化布局》2022-04-24
- 3、《晶科能源（688223）—回归 A 股开启新发展，N 型布局即将开始收获》2022-03-18

风险提示

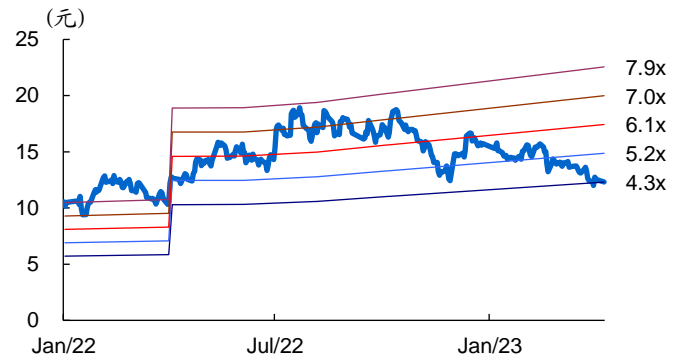
- 1) 全球光伏装机不达预期。光伏行业需求强劲，但全球装机也有不达预期的可能。
- 2) 原材料价格持续上涨。若原材料价格持续上涨，公司组件业务毛利率可能会受到影响。
- 3) TOPCon 的技术路线发展不及预期。电池技术的发展有一定不确定性，目前 TOPCon 发展迅速，但存在效率、降本不及预期的可能。

图 4: 晶科能源历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 5: 晶科能源历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	47679	67247	83553	86706	181183
现金	18409	19985	21854	17511	97993
交易性投资	224	120	120	120	120
应收票据	3944	4356	5773	6524	7854
应收款项	7193	16594	21963	24821	29883
其它应收款	670	862	1142	1290	1553
存货	13250	17450	22407	24894	29895
其他	3990	7880	10296	11546	13885
非流动资产	25192	38393	50713	61628	71299
长期股权投资	315	1145	1145	1145	1145
固定资产	17062	30438	43039	54195	64071
无形资产商誉	1146	1511	1360	1224	1102
其他	6670	5299	5169	5065	4982
资产总计	72871	105639	134266	148334	252482
流动负债	46804	61789	74974	80863	174717
短期借款	11690	10131	11000	10000	90000
应付账款	22922	35742	45916	51012	61260
预收账款	5755	8740	11228	12474	14980
其他	6437	7175	6831	7377	8476
长期负债	12510	17161	26121	26121	26121
长期借款	399	3179	3179	3179	3179
其他	12111	13982	22942	22942	22942
负债合计	59314	78949	101095	106984	200837
股本	8000	10000	10000	10000	10000
资本公积金	595	8734	8734	8734	8734
留存收益	4957	7956	14437	22616	32911
少数股东权益	5	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	13552	26690	33171	41350	51645
负债及权益合计	72871	105639	134266	148334	252482

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3229	4084	9810	13976	18358
净利润	1141	2936	7371	9654	12225
折旧摊销	1742	2972	3775	5180	6426
财务费用	1249	(53)	600	550	500
投资收益	(238)	34	(1256)	(806)	(656)
营运资金变动	(693)	(1229)	(694)	(612)	(150)
其它	27	(577)	16	11	14
投资活动现金流	(9131)	(14844)	(14845)	(15295)	(15445)
资本支出	(9168)	(14905)	(16101)	(16101)	(16101)
其他投资	37	61	1256	806	656
筹资活动现金流	5684	11685	6903	(3024)	77569
借款变动	2706	(500)	(567)	(1000)	80000
普通股增加	0	2000	0	0	0
资本公积增加	0	8140	0	0	0
股利分配	0	(184)	(890)	(1474)	(1931)
其他	2978	2229	8360	(550)	(500)
现金净增加额	(218)	925	1869	(4343)	80483

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	40570	82676	109559	123818	149066
营业成本	35135	74037	95111	105667	126896
营业税金及附加	119	218	289	327	393
营业费用	891	2166	2520	2848	3279
管理费用	1133	1914	2410	2724	3279
研发费用	716	1199	1534	1733	2087
财务费用	1062	(234)	600	550	500
资产减值损失	(460)	(919)	(600)	(600)	(400)
公允价值变动收益	71	56	56	56	56
其他收益	398	1089	500	450	400
投资收益	(125)	(445)	700	300	200
营业利润	1397	3156	7751	10175	12887
营业外收入	12	14	14	14	14
营业外支出	49	43	43	43	43
利润总额	1360	3127	7722	10146	12858
所得税	219	191	351	492	633
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1141	2936	7371	9654	12225

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	21%	104%	33%	13%	20%
营业利润	26%	126%	146%	31%	27%
归母净利润	10%	157%	151%	31%	27%
获利能力					
毛利率	13.4%	10.4%	13.2%	14.7%	14.9%
净利率	2.8%	3.6%	6.7%	7.8%	8.2%
ROE	8.4%	11.0%	22.2%	23.3%	23.7%
ROIC	7.7%	6.7%	16.8%	18.7%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	81.4%	74.7%	75.3%	72.1%	79.5%
净负债比率	18.9%	14.0%	10.6%	8.9%	36.9%
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8	0.6
存货周转率	3.3	4.8	4.8	4.5	4.6
应收账款周转率	4.6	5.2	4.5	4.2	4.3
应付账款周转率	1.8	2.5	2.3	2.2	2.3
每股资料(元)					
EPS	0.14	0.29	0.74	0.97	1.22
每股经营净现金	0.40	0.41	0.98	1.40	1.84
每股净资产	1.69	2.67	3.32	4.14	5.16
每股股利	0.02	0.09	0.15	0.19	0.24
估值比率					
PE	86.2	41.9	16.7	12.7	10.1
PB	7.3	4.6	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	34.9	25.0	11.6	8.9	7.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。