

TOPCon 进度领先行业，看好盈利能力持续提升

核心观点

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 826.8 亿元，同比增长 103.8%，实现归母净利润为 29.4 亿元，同比增长 157.2%。2023Q1 公司实现营收 231.5 亿元，同比增长 57.7%，实现归母净利润 16.6 亿元，同比增长 313.36%。2022 年公司 N 型组件出货 10.7GW，成为全球首家 N 型组件出货量超过 10GW 的组件制造商。2023 年 Q1 出货量同比大幅增长，N 型电池量产效率达 25.3%。随着后续硅料价格持续下行、公司一体化产能的不断投放、N 型出货占比的增加以及公司滞港费环比改善，我们预计公司一体化组件单瓦盈利将明显提升。

事件

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

2022 年公司实现营业收入 826.8 亿元，同比增长 103.8%，实现归母净利润为 29.4 亿元，同比增长 157.2%，公司业绩实现大幅增长，实现扣非归母净利润 26.5 亿元，同比增长 398.6%。2023Q1 公司实现营收 231.5 亿元，同比增长 57.7%，实现归母净利润 16.6 亿元，同比增长 313.36%，实现扣非归母净利润 12.21 亿元，同比增长 306.59%。

简评

2022 年组件出货量显著提升，N 型出货行业领先。2022 年组件业务实现营收 798.0 亿元，同比增长 111.9%。出货量上，公司组件出货 44.33GW，同比增长 99%。2022 年公司 N 型组件出货 10.7GW，成为全球首家 N 型组件出货量超过 10GW 的组件制造商。根据公司规划，预计 2023 年公司实现 60-70GW 的出货，其中 N 型占比 60%。

一体化产能布局加速，N 型占比持续提升。截止 2022 年底公司硅片、电池、组件产能为 65GW、55GW、70GW。根据规划，公司 2023 年底硅片、电池、组件产能达 75GW、75GW、90GW，N 型 TOPCon 电池产能占比超 70%。

晶科能源 (688223.SH)

维持

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-8513-0588

SAC 编号:s1440521100008

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:s1440520070012

发布日期：2023 年 05 月 16 日

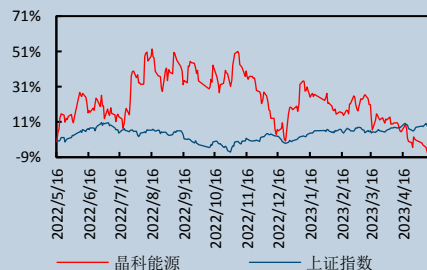
当前股价：12.03 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.24/-7.42	-16.98/-17.51	-3.99/-11.33
12 月最高/最低价 (元)		18.92/11.31
总股本 (万股)		1,000,000.00
流通 A 股 (万股)		196,000.00
总市值 (亿元)		1,203.00
流通市值 (亿元)		235.79
近 3 月日均成交量 (万)		4986.12
主要股东		
晶科能源投资有限公司		58.62%

股价表现



相关研究报告

公司 TOPCon 技术领先，良率和 PERC 打平。2022 年底公司量产 TOPCon 电池转换效率达 25.15%，N 型 72 片组件单片功率达 575W，较 P 型提升 20-25W，并且单瓦发电量较 P 型提升 3.5% 以上，同时 TOPCon 良率已基本与 PERC 组件持平。

2023 年 Q1 出货量同比大幅增长，N 型产品量产效率达 25.3%。2023 年 Q1 公司实现总出货量为 14.49GW，较去年同期增长 72.71%，其中组件出货量为 13.038GW，硅片和电池片出货量为 1.45GW。2023 年 Q1 公司已投产的 35GW N 型 TOPCon 电池量产平均效率达 25.3%，预计二季度实现组件出货 16-18GW，其中 TOPCon 占比有望进一步提升。

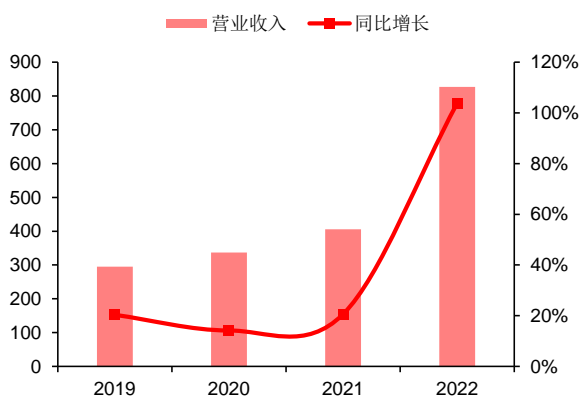
盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 72.34、101.13、127.05 亿元，对应 2023 年 5 月 12 日 PE 估值为 15.6、11.2、8.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1、行业需求不及预期的风险。2、TOPCon 提效降本不及预期。3、项目进展不及预期的风险。

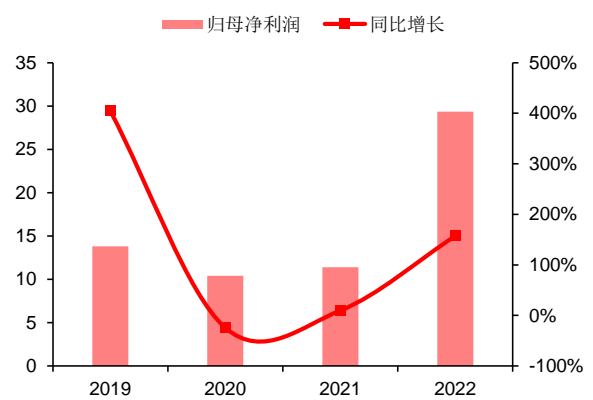
业绩大幅增长，N 型占比快速提升

2022 年公司实现营业收入 826.8 亿元，同比增长 103.8%，实现归母净利润为 29.4 亿元，同比增长 157.2%，公司业绩实现大幅增长。分季度来看，2022Q4 公司实现营收 299.0 亿元，同比增长 83.5%，环比增长 54.4%；实现归母净利润 12.6 亿元，同比增长 199.9%，环比增长 313.4%。

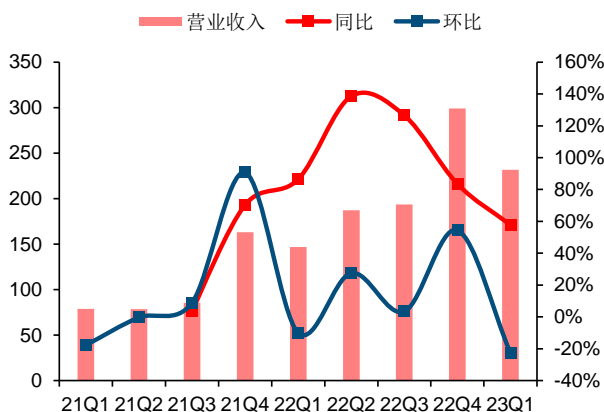
2023Q1 公司实现营收 231.53 亿元，同比增长 57.7%，环比下降 22.6%；实现归母净利润 16.58 亿元，同比增长 313.4%，环比增长 31.6%。

图表1： 2022 年公司营业收入同比增长 103.8%（亿元）


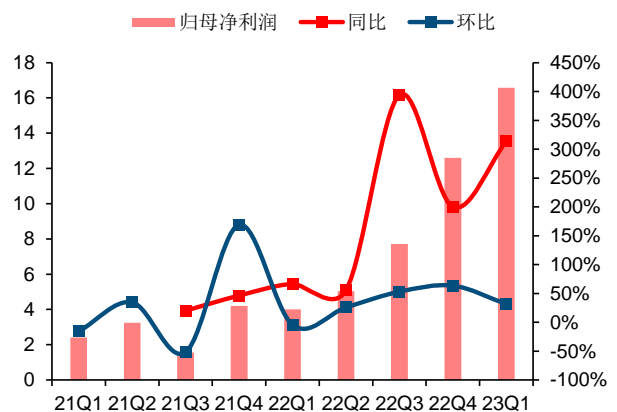
资料来源：公司公告，中信建投

图表2： 2022 年公司归母净利润同比增长 157.2%（亿元）


资料来源：公司公告，中信建投

图表3： 2023Q1 公司营业收入同比增长 57.7%（亿元）


资料来源：公司公告，中信建投

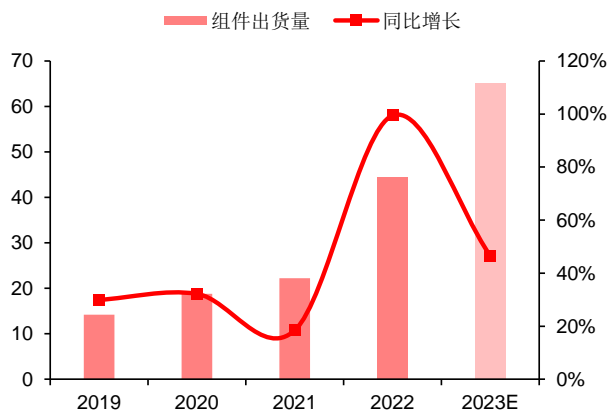
图表4： 2023Q1 公司归母净利润同比增长 313.4%（亿元）


资料来源：公司公告，中信建投

- **组件出货量显著提升，N 型出货行业领先。**2022 年组件业务实现营收 798.0 亿元，同比增长 111.9%，公司硅片、电池业务实现分别营收 4.7 亿元、10.2 亿元，同比减少 59.53%、增长 90.7%。**出货量上**，公司光伏产品实现出货 46.39GW，其中组件出货 44.33GW，同比增长 99%。2022 年公司 N 型组件出货 10.7GW，成为全球首家 N 型组件出货量超过 10GW 的组件制造商。公司硅片、电池外销量分别为 1.06/1.00GW。根据公司规划，预计 2023 年公司实现 60-70GW 的出货，其中 N 型占比 60%。

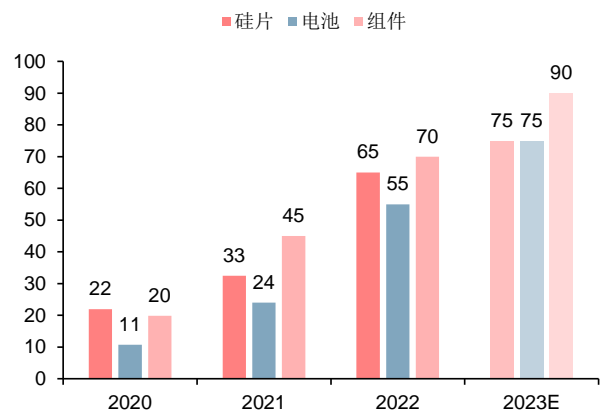
► 一体化产能布局加速，N 型占比持续提升。截止 2022 年底公司硅片、电池、组件产能为 65GW、55GW、70GW。其中公司合肥、海宁 N 型产能合计达到 35GW，预计公司 2023 年底硅片、电池、组件产能达 75GW、75GW、90GW，预计 2023 年末公司 N 型 TOPCon 电池产能占比超 70%。

图表5： 2022 年公司组件出货 44.33GW (GW)



资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 2022 年硅片、电池、组件产能为 65/55/70GW (GW)



资料来源：公司公告，中信建投

注：2023 年公司组件出货量预测值为公司规划中值

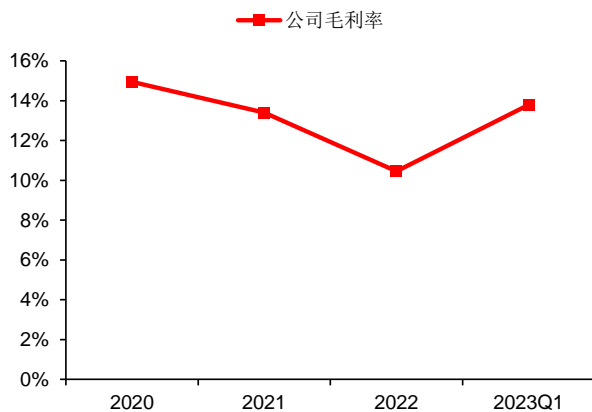
公司 TOPCon 技术领先，良率和 PERC 打平。2022 年底公司量产 TOPCon 电池转换效率达 25.15%，N 型 72 片组件单片功率达 575W，较 P 型提升 20-25W，并且单瓦发电量较 P 型提升 3.5% 以上，同时 TOPCon 良率已基本与 PERC 组件持平。

2023 年 Q1 出货量同比大幅增长，量产效率达 25.3%。2023 年 Q1 公司实现总出货量为 14.49GW，较去年同期增长 72.71%，其中组件出货量为 13.038GW，硅片和电池片出货量为 1.452GW。2023 年 Q1 公司已投产的 35GW N 型 TOPCon 电池量产平均效率达 25.3%，预计二季度实现组件出货 16-18GW。

回 A 后盈利能力持续提升，Q2 滞港费有望环比下降

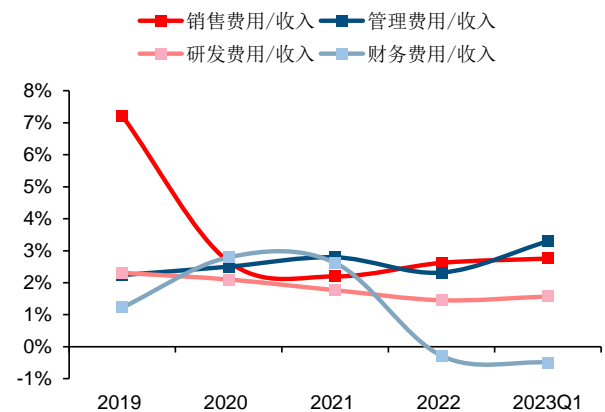
2022 年组件业务毛利率承压，同比小幅下降。2022 年公司毛利率 10.5%，较 2021 年下降 3.0pct，主要系上游硅料涨价影响，但单瓦盈利呈现明显趋势。公司持续降本成效初显，期间费用率显著改善。2022 年公司期间费用率为 6.10%，较 2021 年下降 3.27pct。公司积极推进银浆、胶膜等关键辅材工艺优化，加强跨体系降本统筹，一体化成本下降显著。2022 年末公司已实现 N 型组件 P 型组件一体化生产成本基本持平。

图表7： 2023Q1 公司毛利率明显提升



资料来源：公司公告，中信建投

图表8： 2022 年公司期间费用率下降至 6.1%

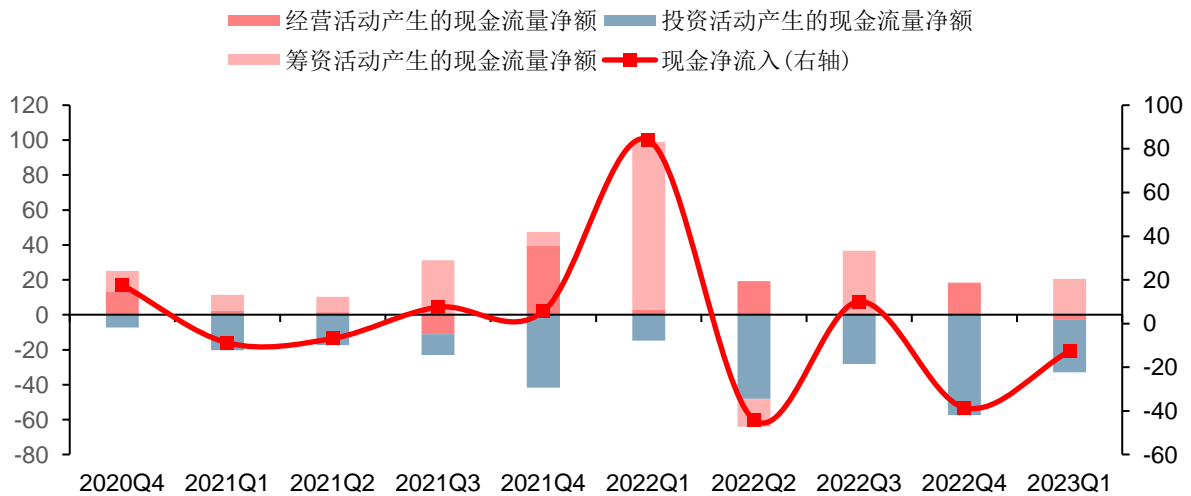


资料来源：公司公告，中信建投

滞港费拖累 Q4 业绩，预计 Q2 环比改善。2022 年受到美国 UFLPA 政策的影响，公司对美出货明显下降，同时部分货物滞留美国港口后也产生部分滞港费，对公司业绩形成拖累。随着后续硅料价格持续下行、公司一体化产能的不断投放、N 型出货占比的增加以及公司滞港费环比改善，我们预计公司一体化组件单瓦盈利将明显提升。

现金流方面，公司 2022 年完成 IPO 募资，推动公司现金流明显改善。近期公司又通过发行可转债融资 100 亿元，我们预计公司未来财务成本有望进一步降低。

图表9： 2022 年公司完成 IPO 募资（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 72.34、101.13、127.05 亿元，对应 2023 年 5 月 12 日 PE 估值为 15.6、11.2、8.9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

- 1、行业需求不及预期的风险。**倘若行业需求增速不及预期，行业竞争将加剧，将会对公司组件的出货和盈利能力造成较大的负面影响。
- 2、TOPCon 提效降本不及预期。**公司是 TOPCon 龙头，出货量和产能行业领先，在盈利能力上具有一定优势。倘若公司 TOPCon 提效降本不及预期，那么公司的盈利能力以及产品竞争力上将受到负面影响。
- 3、项目进展不及预期的风险。**公司一体化产能加速扩张，预计 2023 年硅片、电池、组件产能提升至 75/75/90GW，一体化产能投产后将为公司一体化组件盈利带来一定提升。倘若公司项目进展不及预期，那么公司的出货量及盈利能力将受到较大的影响。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	47679	67247	87747	80202	110202
现金	18409	19985	35955	9204	26568
应收票据及应收账款合计	11137	20950	21835	29755	33120
其他应收款	670	862	1206	1482	2013
预付账款	2006	3629	3979	5911	6946
存货	13250	17450	21889	28650	37051
其他流动资产	2207	4371	2883	5200	4504
非流动资产	25192	38393	46974	57599	71204
长期投资	315	1145	1974	2804	3633
固定资产	17062	30438	38463	47734	59764
无形资产	1146	1511	1671	1838	2037
其他非流动资产	6670	5299	4866	5223	5770
资产总计	72871	105639	134722	137801	181406
流动负债	46804	61789	85560	74985	104688
短期借款	11690	10131	10131	10131	10131
应付票据及应付账款合计	22922	35742	59129	49210	77546
其他流动负债	12192	15915	16300	15643	17010
非流动负债	12510	17161	16775	16391	16045
长期借款	399	3179	2793	2409	2063
其他非流动负债	12111	13982	13982	13982	13982
负债合计	59314	78949	102336	91376	120732
少数股东权益	5	0	0	0	0
股本	8000	10000	10000	10000	10000
资本公积	595	8734	8734	8734	8734
留存收益	5174	7880	14275	22920	33320
归属母公司股东权益	13552	26690	32386	46425	60673
负债和股东权益	72871	105639	134722	137801	181406

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3229	4084	31354	-9944	39064
净利润	1141	2936	7234	10113	12705
折旧摊销	1742	2972	3255	4308	5632
财务费用	1062	-234	1339	1741	2264
投资损失	-227	51	-624	-452	-389
经营性应收项目的减少	-8687	-13633	-1235	-9852	-4400
经营性应付项目的增加	12399	15436	24509	-10654	29595
其他经营现金流	8198	11992	21385	-15801	23253
投资活动现金流	-9131	-14844	-12033	-14480	-18849
资本支出	9168	14905	8585	9795	12776
长期投资	-465	-465	-830	-874	-830
其他投资现金流	-428	-404	-4277	-5559	-6902
筹资活动现金流	5684	11685	-3352	-2327	-2852
短期借款	4413	-1558	0	0	0
长期借款	3	2779	-385	-384	-346
普通股增加	0	2000	0	0	0
资本公积增加	0	8140	0	0	0
其他筹资现金流	1267	324	-2966	-1943	-2506
现金净增加额	-252	1153	15970	-26751	17363

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	40570	82676	111613	145097	188625
营业成本	35135	74037	94871	121881	158445
营业税金及附加	119	218	295	383	498
销售费用	891	2166	2924	3801	4941
管理费用	1133	1914	2584	3359	4367
研发费用	716	1199	1619	2105	2736
财务费用	1062	-234	1339	1741	2264
资产减值损失	-621	-857	1116	1451	1886
公允价值变动收益	71	56	0	0	0
其他收益	398	1089	1100	1100	1100
投资净收益	227	-51	624	452	389
营业利润	1397	3156	8541	11927	14977
营业外收入	12	14	10	10	10
营业外支出	49	43	40	40	40
利润总额	1360	3127	8511	11897	14947
所得税	219	191	1277	1785	2242
净利润	1141	2936	7234	10113	12705
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1141	2936	7234	10113	12705
EBITDA	3284	6323	11639	16227	20730
EPS (元)	0.14	0.29	0.72	1.01	1.27

主要财务比率

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	20.5	103.8	35.0	30.0	30.0
营业利润(%)	25.6	125.9	170.6	39.6	25.6
归属于母公司净利润(%)	9.6	157.2	146.4	39.8	25.6
获利能力					
毛利率(%)	13.4	10.4	15.0	16.0	16.0
净利率(%)	2.8	3.6	6.5	7.0	6.7
ROE(%)	8.4	11.0	21.9	23.6	23.0
ROIC(%)	7.7	10.2	36.9	18.5	26.4
偿债能力					
资产负债率(%)	81.4	74.7	76.0	66.3	66.6
净负债比率(%)	41.6	24.4	-32.0	37.0	-3.1
流动比率	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.1	1.2
应收账款周转率	6.9	7.0	8.0	9.0	10.0
应付账款周转率	4.0	5.7	4.0	4.5	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.14	0.29	0.72	1.01	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.17	3.14	-0.99	3.91
每股净资产(最新摊薄)	1.69	2.67	3.30	4.29	5.52
估值比率					
P/E	79.3	38.5	15.6	11.2	8.9
P/B	6.7	4.2	3.4	2.6	2.0
EV/EBITDA	36.1	18.9	8.8	7.9	5.4

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

任佳玮

中信建投证券电力设备及新能源分析师，南京大学经济学学士，复旦大学金融硕士，研究方向为光伏。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称“中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号
南塔 2103 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投 (国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csc.hk