

晶科能源（688223）2022年报及2023年一季度点评

## 盈利能力明显修复，N型红利持续兑现

### 事项:

- ❖ 公司发布2022年年报和2023年一季度报。2022年公司实现营业收入826.76亿元，同比增长103.79%；实现归母净利润29.36亿元，同比增长157.24%；归母净利率为3.55%，同比提高0.74pct。2023Q1公司实现营业收入231.53亿元，同比增长57.70%，环比减少22.58%；实现归母净利润16.58亿元，同比增长313.36%，环比增长31.57%；归母净利率为7.16%，同比提高4.43pct，环比提高2.95pct。一季度盈利能力超预期。

### 评论:

- ❖ **TOPCon放量叠加一体化率提升，带动公司2022年业绩高增。**2022年，公司太阳能产品出货46.39GW，其中组件出货44.33GW，硅片及电池预计各1GW左右。据测算，2022年公司组件单瓦盈利约0.07元/W，同比实现明显改善。2022年下半年，公司N型产品开始大规模出货，2022年实现N型组件出货10.7GW，占整体组件出货比例为24%。公司补齐电池产能短板，持续加强一体化产能建设，截至2022年底，公司硅片/电池/组件产能分别为65/55/70GW。
- ❖ **一季度盈利水平超预期，N型超额收益将持续兑现。**2023年一季度，公司光伏产品出货14.49GW，同比增长73%；其中组件出货约13GW。23Q1公司归母净利率为7.16%，同比+4.43pct，环比+2.95pct。盈利能力大幅提升主要系N型产品占比提高，一季度公司N型组件出货约6GW，占整体组件出货比例约45%。目前下游需求旺盛，N型组件高盈利有望保持。同时随着二季度滞港费用影响减弱，公司组件业务有望量利齐升，预计二季度组件出货16-18GW。
- ❖ **N型降本增效持续推进，海外布局不断完善。**截至2022年底，公司TOPCon电池产能达35GW。一季度公司N型电池效率达25.3%，激光SE导入顺利，2023年底有望提升至25.8%。随着公司N型产品规模效应的显现以及转换效率的提升，23年底N型组件一体化成本有望低于P型。完善海外布局保障美国等高价地区出货，目前公司在海外拥有7GW垂直一体化产能，另外将推进越南8GW电池及8GW组件、美国1GW组件等扩产计划，预计2023年底硅片/电池/组件产能将分别提升至75/75/90GW。2023年公司TOPCon产品将大规模放量，有望充分享受N型组件带来的超额利润。预计2023年公司组件出货将达60-70GW，其中N型组件占比将进一步提升至60%。
- ❖ **投资建议:**公司N型新技术布局行业领先，TOPCon红利持续兑现，未来业绩有望保持较高增速。综合公司业务发展规划，我们调整盈利预测，预计公司2023-2025归母净利润分别为69.4/87.7/109.6亿元（前值67.1/93.1/-亿元），当前市值对应PE分别为18/14/11倍。参考可比公司估值，给予2023年25x PE，对应目标价17.34元，维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:**光伏需求不及预期、硅料产能释放不及预期、公司产能释放不及预期、竞争加剧风险等。

### 主要财务指标

|           | 2022A  | 2023E  | 2024E   | 2025E   |
|-----------|--------|--------|---------|---------|
| 营业总收入(百万) | 82,676 | 98,071 | 110,729 | 135,959 |
| 同比增速(%)   | 103.8% | 18.6%  | 12.9%   | 22.8%   |
| 归母净利润(百万) | 2,936  | 6,937  | 8,770   | 10,960  |
| 同比增速(%)   | 157.2% | 136.3% | 26.4%   | 25.0%   |
| 每股盈利(元)   | 0.29   | 0.69   | 0.88    | 1.10    |
| 市盈率(倍)    | 43     | 18     | 14      | 11      |
| 市净率(倍)    | 4.7    | 3.8    | 3.2     | 2.7     |

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年4月28日收盘价

## 推荐（维持）

目标价：17.34元

当前价：12.52元

### 华创证券研究所

证券分析师：黄麟

邮箱：huanglin1@hcyjs.com

执业编号：S0360522080001

证券分析师：盛炜

邮箱：shengwei@hcyjs.com

执业编号：S0360522100003

### 公司基本数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本(万股)     | 1,000,000.00 |
| 已上市流通股(万股)  | 196,000.00   |
| 总市值(亿元)     | 1,252.00     |
| 流通市值(亿元)    | 245.39       |
| 资产负债率(%)    | 74.33        |
| 每股净资产(元)    | 2.84         |
| 12个月内最高/最低价 | 18.92/12.00  |

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《晶科能源（688223）2022年业绩快报点评：业绩接近预告上限，新技术超额收益持续兑现》

2023-03-02

《晶科能源（688223）2022年业绩预告点评：业绩符合预期，TOPCon红利逐步兑现》

2023-01-26

《晶科能源（688223）2022年前三季度业绩预告点评：TOPCon出货占比提升，盈利有望持续修复》

2022-10-21

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金           | 19,985         | 21,455         | 27,605         | 32,859         |
| 应收票据           | 4,356          | 7,017          | 7,635          | 9,871          |
| 应收账款           | 16,594         | 18,347         | 20,881         | 25,910         |
| 预付账款           | 3,629          | 5,166          | 4,728          | 6,198          |
| 存货             | 17,450         | 24,807         | 27,669         | 34,222         |
| 合同资产           | 418            | 333            | 470            | 548            |
| 其他流动资产         | 4,814          | 5,525          | 6,031          | 7,548          |
| 流动资产合计         | 67,247         | 82,650         | 95,019         | 117,157        |
| 其他长期投资         | 604            | 716            | 808            | 993            |
| 长期股权投资         | 1,145          | 1,145          | 1,145          | 1,145          |
| 固定资产           | 30,438         | 34,746         | 39,417         | 42,420         |
| 在建工程           | 1,486          | 3,646          | 3,494          | 3,048          |
| 无形资产           | 1,511          | 1,689          | 1,789          | 1,925          |
| 其他非流动资产        | 3,209          | 3,332          | 3,405          | 3,488          |
| 非流动资产合计        | 38,393         | 45,273         | 50,058         | 53,018         |
| <b>资产合计</b>    | <b>105,639</b> | <b>127,923</b> | <b>145,077</b> | <b>170,174</b> |
| 短期借款           | 10,131         | 11,131         | 12,131         | 11,131         |
| 应付票据           | 20,624         | 22,840         | 25,504         | 31,284         |
| 应付账款           | 15,118         | 20,624         | 23,029         | 28,594         |
| 预收款项           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 合同负债           | 8,740          | 10,367         | 11,706         | 14,373         |
| 其他应付款          | 118            | 118            | 118            | 118            |
| 一年内到期的非流动负债    | 1,435          | 1,435          | 1,435          | 1,435          |
| 其他流动负债         | 5,621          | 9,504          | 11,076         | 13,685         |
| 流动负债合计         | 61,789         | 76,021         | 84,999         | 100,622        |
| 长期借款           | 3,179          | 5,277          | 7,068          | 8,575          |
| 应付债券           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 其他非流动负债        | 13,982         | 13,982         | 13,982         | 13,982         |
| 非流动负债合计        | 17,161         | 19,259         | 21,049         | 22,557         |
| <b>负债合计</b>    | <b>78,949</b>  | <b>95,280</b>  | <b>106,049</b> | <b>123,179</b> |
| 归属母公司所有者权益     | 26,690         | 32,647         | 39,102         | 47,135         |
| 少数股东权益         | 0              | -4             | -74            | -139           |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>26,690</b>  | <b>32,643</b>  | <b>39,028</b>  | <b>46,996</b>  |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>105,639</b> | <b>127,923</b> | <b>145,077</b> | <b>170,174</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2022A          | 2023E          | 2024E         | 2025E         |
|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>4,084</b>   | <b>10,591</b>  | <b>15,560</b> | <b>16,241</b> |
| 现金收益           | 5,675          | 11,499         | 13,996        | 16,784        |
| 存货影响           | -4,200         | -7,357         | -2,862        | -6,553        |
| 经营性应收影响        | -10,578        | -5,732         | -2,341        | -8,363        |
| 经营性应付影响        | 11,997         | 7,722          | 5,068         | 11,346        |
| 其他影响           | 1,192          | 4,458          | 1,699         | 3,027         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-14,844</b> | <b>-10,569</b> | <b>-9,098</b> | <b>-7,721</b> |
| 资本支出           | -15,771        | -10,418        | -8,929        | -7,563        |
| 股权投资           | -830           | 0              | 0             | 0             |
| 其他长期资产变化       | 1,756          | -152           | -169          | -158          |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>11,685</b>  | <b>1,448</b>   | <b>-312</b>   | <b>-3,265</b> |
| 借款增加           | 956            | 3,098          | 2,791         | 508           |
| 股利及利息支付        | -656           | -3,008         | -3,681        | -4,469        |
| 股东融资           | 9,770          | 9,770          | 9,770         | 9,770         |
| 其他影响           | 1,615          | -8,412         | -9,193        | -9,074        |

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

| 单位：百万元          | 2022A         | 2023E         | 2024E          | 2025E          |
|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>营业总收入</b>    | <b>82,676</b> | <b>98,071</b> | <b>110,729</b> | <b>135,959</b> |
| 营业成本            | 74,037        | 81,994        | 91,555         | 112,307        |
| 税金及附加           | 218           | 273           | 300            | 374            |
| 销售费用            | 2,166         | 2,942         | 3,322          | 4,079          |
| 管理费用            | 1,914         | 2,942         | 3,100          | 3,807          |
| 研发费用            | 1,199         | 1,577         | 1,781          | 2,186          |
| 财务费用            | -234          | 789           | 917            | 954            |
| 信用减值损失          | -62           | -9            | -9             | -9             |
| 资产减值损失          | -857          | -220          | -372           | -372           |
| 公允价值变动收益        | 56            | 78            | 93             | 74             |
| 投资收益            | -51           | 49            | 49             | 49             |
| 其他收益            | 1,089         | 743           | 743            | 743            |
| <b>营业利润</b>     | <b>3,156</b>  | <b>7,799</b>  | <b>9,862</b>   | <b>12,342</b>  |
| 营业外收入           | 14            | 39            | 43             | 27             |
| 营业外支出           | 43            | 36            | 42             | 43             |
| <b>利润总额</b>     | <b>3,127</b>  | <b>7,802</b>  | <b>9,863</b>   | <b>12,326</b>  |
| 所得税             | 191           | 865           | 1,093          | 1,367          |
| <b>净利润</b>      | <b>2,936</b>  | <b>6,937</b>  | <b>8,770</b>   | <b>10,960</b>  |
| 少数股东损益          | 0             | 0             | 0              | 0              |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,936</b>  | <b>6,937</b>  | <b>8,770</b>   | <b>10,960</b>  |
| NOPLAT          | 2,717         | 7,639         | 9,585          | 11,808         |
| EPS(摊薄) (元)     | 0.29          | 0.69          | 0.88           | 1.10           |

**主要财务比率**

|                | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |       |       |
| 营业收入增长率        | 103.8% | 18.6%  | 12.9% | 22.8% |
| EBIT 增长率       | 19.5%  | 196.9% | 25.5% | 23.2% |
| 归母净利润增长率       | 157.2% | 136.3% | 26.4% | 25.0% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |       |       |
| 毛利率            | 10.4%  | 16.4%  | 17.3% | 17.4% |
| 净利率            | 3.6%   | 7.1%   | 7.9%  | 8.1%  |
| ROE            | 11.0%  | 21.2%  | 22.4% | 23.3% |
| ROIC           | 5.8%   | 14.4%  | 15.7% | 17.3% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |       |       |
| 资产负债率          | 74.7%  | 74.5%  | 73.1% | 72.4% |
| 债务权益比          | 107.6% | 97.5%  | 88.7% | 74.7% |
| 流动比率           | 1.1    | 1.1    | 1.1   | 1.2   |
| 速动比率           | 0.8    | 0.8    | 0.8   | 0.8   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |       |       |
| 总资产周转率         | 0.8    | 0.8    | 0.8   | 0.8   |
| 应收账款周转天数       | 52     | 64     | 64    | 62    |
| 应付账款周转天数       | 63     | 78     | 86    | 83    |
| 存货周转天数         | 75     | 93     | 103   | 99    |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益           | 0.29   | 0.69   | 0.88  | 1.10  |
| 每股经营现金流        | 0.41   | 1.06   | 1.56  | 1.62  |
| 每股净资产          | 2.67   | 3.26   | 3.91  | 4.71  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |       |       |
| P/E            | 43     | 18     | 14    | 11    |
| P/B            | 5      | 4      | 3     | 3     |
| EV/EBITDA      | 24     | 11     | 9     | 8     |

## 电力设备新能源小组团队介绍

### 中游制造组组长，电力设备新能源首席研究员：黄麟

吉林大学材料化学博士，深圳大学材料学博士后，曾任职于新时代证券/方正证券/德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：盛炜

墨尔本大学金融专业硕士，入行 5 年，其中买方经验 2 年。2022 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：苏千叶

中南大学硕士，研究方向锂电池，曾任上汽新能源动力电池工程师、德邦电新研究员，2022 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：何家金

上海大学硕士。2 年电新研究经验，曾任职于方正证券研究所、德邦证券研究所，2022 年加入华创证券研究所。

### 高级研究员：吴含

中山大学金融学学士，伦敦大学国王学院金融硕士。1 年产业，2 年电新研究经验，曾任职于西部证券研究所、明阳智能投关部、德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

### 研究员：梁旭

武汉大学物理学本科，港中文金融硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：代昌祺

西北农林科技大学金融学硕士，曾任职于德邦证券研究所。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区      | 姓名  | 职务             | 办公电话              | 企业邮箱                    |
|---------|-----|----------------|-------------------|-------------------------|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监  | 010-63214682      | zhangyujie@hcyjs.com    |
|         | 张菲菲 | 北京机构副总监        | 010-63214682      | zhangfeifei@hcyjs.com   |
|         | 刘懿  | 副总监            | 010-63214682      | liuyi@hcyjs.com         |
|         | 侯春钰 | 资深销售经理         | 010-63214682      | houchunyu@hcyjs.com     |
|         | 侯斌  | 资深销售经理         | 010-63214682      | houbin@hcyjs.com        |
|         | 过云龙 | 高级销售经理         | 010-63214682      | guoyunlong@hcyjs.com    |
|         | 蔡依林 | 高级销售经理         | 010-66500808      | caiyilin@hcyjs.com      |
|         | 刘颖  | 高级销售经理         | 010-66500821      | liuying5@hcyjs.com      |
|         | 顾翎蓝 | 高级销售经理         | 010-63214682      | gulinglan@hcyjs.com     |
|         | 车一哲 | 销售经理           |                   | cheyizhe@hcyjs.com      |
| 深圳机构销售部 | 张娟  | 副总经理、深圳机构销售总监  | 0755-82828570     | zhangjuan@hcyjs.com     |
|         | 汪丽燕 | 高级销售经理         | 0755-83715428     | wangliyan@hcyjs.com     |
|         | 张嘉慧 | 高级销售经理         | 0755-82756804     | zhangjiahui1@hcyjs.com  |
|         | 董姝彤 | 销售经理           | 0755-82871425     | dongshutong@hcyjs.com   |
|         | 巢莫雯 | 销售经理           | 0755-83024576     | chaomowen@hcyjs.com     |
|         | 王春丽 | 销售经理           | 0755-82871425     | wangchunli@hcyjs.com    |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536      | xucaixia@hcyjs.com      |
|         | 官逸超 | 上海机构销售副总监      | 021-20572555      | guanyichao@hcyjs.com    |
|         | 黄畅  | 上海机构销售副总监      | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com    |
|         | 吴俊  | 资深销售经理         | 021-20572506      | wujun1@hcyjs.com        |
|         | 张佳妮 | 高级销售经理         | 021-20572585      | zhangjian@hcyjs.com     |
|         | 邵婧  | 高级销售经理         | 021-20572560      | shaojing@hcyjs.com      |
|         | 蒋瑜  | 高级销售经理         | 021-20572509      | jiangyu@hcyjs.com       |
|         | 施嘉玮 | 高级销售经理         | 021-20572548      | shijiawei@hcyjs.com     |
|         | 朱涨雨 | 销售助理           | 021-20572573      | zhuzhangyu@hcyjs.com    |
|         | 李凯月 | 销售助理           |                   | likaiyue@hcyjs.com      |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监       | 0755-82756805     | duanjiayin@hcyjs.com    |
|         | 周玮  | 销售经理           |                   | zhouwei@hcyjs.com       |
|         | 王世韬 | 销售经理           |                   | wangshitao1@hcyjs.com   |
| 私募销售组   | 潘亚琪 | 总监             | 021-20572559      | panyaqi@hcyjs.com       |
|         | 汪子阳 | 副总监            | 021-20572559      | wangziyang@hcyjs.com    |
|         | 江赛专 | 资深销售经理         | 0755-82756805     | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
|         | 汪戈  | 高级销售经理         | 021-20572559      | wangge@hcyjs.com        |
|         | 宋丹琦 | 销售经理           | 021-25072549      | songdanyu@hcyjs.com     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

| 北京总部  | 广深分部  | 上海分部  |
|---|---|---|
| 地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号<br>恒奥中心 C 座 3A<br>邮编: 100033<br>传真: 010-66500801<br>会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际<br>商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518034<br>传真: 0755-82027731<br>会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号<br>花旗大厦 12 层<br>邮编: 200120<br>传真: 021-20572500<br>会议室: 021-20572522 |