

晶澳科技 (002459.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

产能爬坡影响消除，盈利提升大超预期

期

业绩简评

10月30日公司发布2024年三季度报，前三季度实现营收543亿元，同比-9%；实现归母净利润-4.84亿元，扣非归母净利润-5.94亿元。其中Q3实现营收170亿元，同比-11%、环比-21%，实现归母净利润3.9亿元，同比-80%、环比大幅转正，实现扣非归母净利润2.25亿元，同比-88%、环比大幅转正，业绩大超预期。

经营分析

TOPCon产能爬坡影响消除，成本下降盈利显著提升，大超市场预期。23H2公司大规模新建TOPCon电池产能集中投产导致24H1公司生产成本略高，三季度公司电池产能爬坡营销结束、成本效率达到行业领先水平，在光伏产业链竞争加剧、组件价格持续下降的背景下，公司凭借显著的成本降幅实现盈利能力显著提升，Q3销售毛利率环比提升5.6PCT至8.67%，带动销售净利率环比扭亏至2.07%，盈利能力改善幅度超预期。

海外出货占比维持较高水平，经营性现金流入持续增加。前三季度公司电池组件出货约57GW（含自用1GW），同比增长51%，其中组件海外出货占比约52.40%；测算Q3出货约19GW，受行业需求影响环比略降。盈利改善带动下，Q3公司经营性现金流20.92亿元，连续两个季度改善。此外，Q3公司计提了存货跌价为主的资产减值损失1.13亿元，信用减值损失0.29亿元。

TOPCon技术、海外产能及渠道布局领先，有望支撑份额提升及盈利修复。公司坚持技术研发创新，预计2024年末组件产能超过100GW，硅片与电池产能达到组件产能的80%，其中N型电池产能57GW。公司供应链管控能力优秀，海外渠道及布局领先，除东南亚垂直一体化生产基地外同时在美国建设光伏组件基地，随着美国产能投产放量，公司有望凭借海外渠道及产能布局抵消个别国家或地区市场阶段性低谷，实现份额提升及盈利持续修复。

盈利预测、估值与评级

根据我们最新的产业链价格预测，上调公司2024-2026年净利润预测至-2.8、46.1、54.2亿元，对应2025/2026年PE分别为13/11倍，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

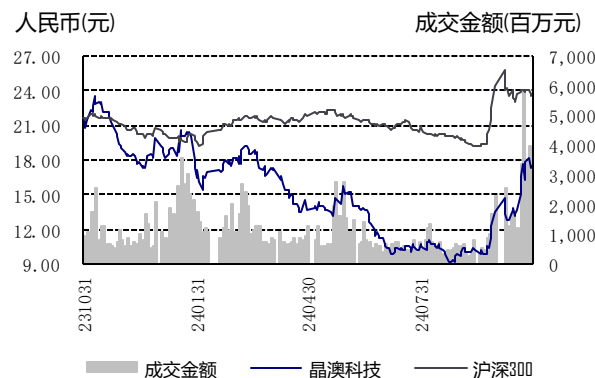
分析师：张嘉文 (执业S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.56元

相关报告：

- 《晶澳科技公司点评：亏损收窄现金流转正，加大现金储备应对行业寒...》，2024.9.1
- 《晶澳科技公司点评：资产减值拖累业绩，渠道及技术优势有望支撑盈...》，2024.4.30
- 《晶澳科技公司点评：单位盈利维持高位，先进产能加速放量保障优势》，2023.10.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	72,989	81,556	73,432	84,669	101,405
营业收入增长率	76.72%	11.74%	-9.96%	15.30%	19.77%
归母净利润(百万元)	5,533	7,039	-282	4,612	5,419
归母净利润增长率	171.40%	27.23%	N/A	N/A	17.51%
摊薄每股收益(元)	2.348	2.123	-0.085	1.393	1.637
每股经营性现金流净额	3.47	3.74	-0.82	3.84	5.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.12%	20.05%	-0.81%	11.85%	12.37%
P/E	25.59	9.76	-205.91	12.60	10.72
P/B	5.15	1.96	1.67	1.49	1.33

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	41,302	72,989	81,556	73,432	84,669	101,405	货币资金	13,219	12,183	15,988	27,952	30,429	38,903
增长率		76.7%	11.7%	-10.0%	15.3%	19.8%	应收款项	6,793	9,895	11,089	11,809	13,732	16,446
主营业务成本	-35,260	-62,205	-66,773	-68,722	-74,480	-89,122	存货	7,957	11,909	14,472	13,149	14,398	17,229
%销售收入	85.4%	85.2%	81.9%	93.6%	88.0%	87.9%	其他流动资产	3,660	4,168	7,583	9,876	9,321	8,777
毛利	6,042	10,785	14,783	4,710	10,189	12,283	流动资产	31,629	38,156	49,132	62,787	67,880	81,355
%销售收入	14.6%	14.8%	18.1%	6.4%	12.0%	12.1%	%总资产	55.5%	52.7%	46.1%	52.3%	52.8%	57.0%
营业税金及附加	-140	-242	-422	-367	-423	-507	长期投资	577	806	1,375	1,223	1,223	1,223
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	18,411	24,053	46,606	47,120	50,333	50,847
销售费用	-736	-1,050	-1,380	-1,101	-1,270	-1,521	%总资产	32.3%	33.2%	43.7%	39.2%	39.2%	35.7%
%销售收入	1.8%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	1,635	1,732	2,686	2,967	3,206	3,416
管理费用	-1,126	-1,708	-2,345	-2,130	-2,455	-2,941	非流动资产	25,338	34,193	57,457	57,274	60,628	61,258
%销售收入	2.7%	2.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	%总资产	44.5%	47.3%	53.9%	47.7%	47.2%	43.0%
研发费用	-574	-1,007	-1,142	-1,013	-1,168	-1,399	资产总计	56,967	72,349	106,589	120,061	128,508	142,613
%销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	短期借款	8,883	3,692	1,803	800	800	800
息税前利润 (EBIT)	3,466	6,778	9,494	99	4,871	5,914	应付款项	18,908	24,175	41,795	35,774	38,819	46,451
%销售收入	8.4%	9.3%	11.6%	0.1%	5.8%	5.8%	其他流动负债	4,859	7,130	6,668	5,723	6,837	8,131
财务费用	-813	529	360	-377	-516	-369	流动负债	32,651	34,997	50,266	42,298	46,456	55,383
%销售收入	2.0%	-0.7%	-0.4%	0.5%	0.6%	0.4%	长期贷款	1,264	1,777	1,477	13,327	13,327	13,327
资产减值损失	-625	-1,144	-2,419	-807	213	-58	其他长期负债	6,335	5,411	16,842	26,967	26,975	27,126
公允价值变动收益	24	-199	126	0	0	0	负债	40,250	42,185	68,585	82,591	86,758	95,835
投资收益	425	317	-71	350	350	350	普通股股东权益	16,494	27,505	35,116	34,782	38,932	43,810
%税前利润	17.5%	5.0%	n.a	-65.3%	6.6%	5.7%	其中：股本	1,599	2,356	3,316	3,310	3,310	3,310
营业利润	2,600	6,468	8,114	-336	5,368	6,288	未分配利润	5,581	10,816	17,072	16,818	20,969	25,846
营业利润率	6.3%	8.9%	9.9%	n.a	6.3%	6.2%	少数股东权益	223	2,659	2,888	2,688	2,818	2,968
营业外收支	-174	-150	-71	-200	-100	-100	负债股东权益合计	56,967	72,349	106,589	120,061	128,508	142,613
税前利润	2,426	6,317	8,043	-536	5,268	6,188	比率分析						
利润率	5.9%	8.7%	9.9%	n.a	6.2%	6.1%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-338	-778	-850	54	-527	-619	每股指标						
所得税率	13.9%	12.3%	10.6%	n.a	10.0%	10.0%	每股收益	1.275	2.348	2.123	-0.085	1.393	1.637
净利润	2,088	5,540	7,192	-482	4,742	5,569	每股净资产	10.313	11.673	10.589	10.509	11.763	13.237
少数股东损益	50	7	153	-200	130	150	每股经营现金净流	2.345	3.474	3.743	-0.820	3.837	4.996
归属于母公司的净利润	2,039	5,533	7,039	-282	4,612	5,419	每股股利	0.000	0.200	0.240	-0.009	0.139	0.164
净利率	4.9%	7.6%	8.6%	n.a	5.4%	5.3%	回报率						
							净资产收益率	12.36%	20.12%	20.05%	-0.81%	11.85%	12.37%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.58%	7.65%	6.60%	-0.24%	3.59%	3.80%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	10.94%	16.49%	16.86%	0.13%	5.97%	6.79%
净利润	2,088	5,540	7,192	-482	4,742	5,569	增长率						
少数股东损益	50	7	153	-200	130	150	主营业务收入增长率	59.80%	76.72%	11.74%	-9.96%	15.30%	19.77%
非现金支出	3,198	4,203	6,430	5,303	5,232	6,228	EBIT增长率	45.12%	95.54%	40.06%	-98.96%	4832.28%	21.41%
非经营收益	357	-73	76	560	1,046	1,035	净利润增长率	35.31%	171.40%	27.23%	N/A	N/A	17.51%
营运资金变动	-1,893	-1,484	-1,285	-8,093	1,680	3,703	总资产增长率	52.74%	27.00%	47.33%	12.64%	7.04%	10.98%
经营活动现金净流	3,750	8,186	12,414	-2,712	12,700	16,536	资产管理能力						
资本开支	-5,336	-7,660	-17,777	-5,579	-8,650	-6,450	应收账款周转天数	40.4	35.0	39.2	50.0	50.0	50.0
投资	-256	-51	227	118	0	0	存货周转天数	67.0	58.3	72.1	72.0	72.0	72.0
其他	1,582	495	-243	394	350	350	应付账款周转天数	54.3	31.5	38.2	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-4,010	-7,215	-17,793	-5,067	-8,300	-6,100	固定资产周转天数	125.7	107.3	165.0	212.1	196.5	164.9
股权募资	66	7,911	1,195	-84	0	0	偿债能力						
债权募资	4,054	-5,046	7,982	20,857	0	0	净负债/股东权益	-18.89%	-22.26%	-11.47%	8.25%	1.47%	-16.80%
其他	-1,950	-4,340	-3,216	-820	-1,707	-1,777	EBIT利息保障倍数	4.3	-12.8	-26.4	0.3	9.4	16.0
筹资活动现金净流	2,171	-1,476	5,960	19,953	-1,707	-1,777	资产负债率	70.65%	58.31%	64.35%	68.79%	67.51%	67.20%
现金净流量	1,800	-410	643	12,174	2,693	8,658							

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	47
增持	0	1	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.30	1.28	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	2023-03-23	买入	54.48	N/A
2	2023-04-27	买入	39.87	N/A
3	2023-08-31	买入	28.55	N/A
4	2023-10-31	买入	22.72	N/A
5	2024-04-30	买入	15.00	N/A
6	2024-09-01	买入	9.89	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