

晶科能源 (688223)

出货稳居龙一，保持技术领先优势

买入 (维持)

2024 年 11 月 12 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	82676	118682	93176	117513	126542
同比 (%)	103.79	43.55	(21.49)	26.12	7.68
归母净利润 (百万元)	2,938.62	7,440.48	783.53	4,079.85	6,060.59
同比 (%)	157.46	153.20	(89.47)	420.70	48.55
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.29	0.74	0.08	0.41	0.61
P/E (现价&最新摊薄)	30.44	12.02	114.16	21.92	14.76

股价走势



投资要点

■ **光伏主产业链竞争持续，组件一体化各环节盈利承压。**公司成立于 2006 年，并在 22 年上市，目前已经发展为全球领先的一体化组件龙头企业，近 10 年组件出货保持行业前五，24H1 位列组件出货龙一。2023 年公司进军储能市场，4GWh 储能系统产线成功投产，发布覆盖源网侧、工商业和户用侧的全面储能解决方案，位列 BNEF 2024 年储能 Tier 1 供应商，形成“光伏+储能”业务模式。公司 2024Q1-3 营收 717.7 亿元，同比 -15.7%，归母净利润 12.1 亿元，同比 -80.9%，毛利率 9.7%，同比 -6.1pct，归母净利率 1.7%，同比 -5.8pct；其中 2024Q3 营收 245.2 亿元，同环比 -22.1%/+1.5%，归母净利润 0.1 亿元，同环比 -99.4%/-38.9%，毛利率 11.8%，同环比 -5pct/+4.2pct，业绩符合预期。

■ **出货稳居龙一，2024Q3 美国交付大增。**公司 24Q1-3 组件销售约 67-68GW，其中 24Q3 出货 23.8GW，同增 12%，N 型组件出货占比约 85%。我们测算公司 24Q3 组件单价约 1 元/W (不含税)，对应单瓦盈利 0.2-0.3 毛 (冲回公允价值变动)，优于行业，原因：24Q3 公司美国出货约为 4GW，出货占比提升至 15-18%，致使公司毛利率明显改善至 11.82%，环比提升 4.21pct。我们将 24 年公司出货预期下调，我们预计公司 24 全年出货 90-100GW，其中美国出货占比 5-10%；出货稳居龙一。

■ **动态保持技术优势，海外募资增强竞争力。**到 2024 年底公司将形成硅片/电池/组件产能 120/95/130GW，通过 LECO 等技术优化，公司组件当前平均效率 26.1%、黄金线效率 26.3%，预计 2024 年底可达 26.5%，未来三年将以年均 0.5% 的速度提效至 28%；2024 年 10 月公司公告计划发行境外 GDR 不超过人民币 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 12.6 亿；可强化海外产能布局，优化资本结构，增强公司核心竞争力。

■ **经营性现金流明显改善，审慎原则计提影响部分利润。**公司 2024Q1-3 期间费用 51.1 亿元，同比 +18.5%，期间费用率 7.1%，同比 +2pct，其中 2024Q3 期间费用 21.9 亿元，期间费用率 8.9%，同环比 +2pct/+4.5pct；2024Q1-3 经营性净现金流 -3.6 亿元，其中 2024Q3 经营性净现金流 12.5 亿元，同环比 -77.3%/-144.9%；2024Q3 公司其他收益 4.32 亿元，主要为政府补贴，公允价值变动 -5.75 亿元，主要为 24Q1 新疆股权出售时的业绩承诺谨慎计提的减值。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑公司 24 年出货预期下调，我们下调公司 24 年盈利预测，考虑后续行业需求逐步恢复以及美国出货提升拉高盈利能力，上调公司 25、26 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.84/40.80/60.61 亿元 (前值为 12.9/31.2/39.6 亿元)，同比 -89%/+421%/+49%，考虑后续需求恢复组件盈利有望继续修复，同时美国市场持续拓展提高盈利能力，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

市场数据

收盘价(元)	9.06
一年最低/最高价	6.22/10.79
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	28,164.36
总市值(百万元)	90,647.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.22
资产负债率(% ,LF)	71.89
总股本(百万股)	10,005.20
流通 A 股(百万股)	3,108.65

相关研究

《晶科能源(688223): 发行 GDR 强化海外布局，增强抗风险能力、巩固竞争优势》

2024-10-21

《晶科能源(688223): 出货稳居全球龙一，保持技术领先优势》

2024-09-18

## 内容目录

1. 光伏主产业链竞争持续，组件一体化各环节盈利承压。 .....	4
1.1. 公司发展历程.....	4
1.2. 公司主营业务介绍.....	4
1.3. 立足光伏垂直一体化，业绩基本符合预期.....	4
2. 出货稳居龙一，2024Q3 美国交付大增。 .....	5
3. 动态保持技术优势，海外募资增强竞争力。 .....	5
4. 经营性现金流明显改善，审慎原则计提影响部分利润。 .....	5
5. 盈利预测与投资评级 .....	6
6. 风险提示 .....	6

## 图表目录

图 1: 公司营业收入及增速.....	5
图 2: 公司归母净利润及增速.....	5
图 3: 公司期间费用及增速.....	6
图 4: 公司经营性净现金流及环比变化.....	6

## 1. 光伏主产业链竞争持续，组件一体化各环节盈利承压。

### 1.1. 公司发展历程

晶科能源成立于 2006 年，成立之初以硅片环节切入光伏行业，目前已经发展为全球领先的一体化组件龙头企业。过去 16 年发展历程中，公司无论是业务发展、市场开拓、技术布局均准确把握市场机遇，以前瞻性战略眼光和强大执行力于行业变革中乘势而起，不断塑造自身竞争优势，近 10 年组件出货保持行业前五。

2020-至今，发力 N 型 TOPCon，A 股上市再起航。公司积极布局下一代电池技术，2020 年底实现 TOPCon 电池规模化量产。2021 年 11 月，公司正式发布 N 型 TOPCon 组件 TigerNeo。2022 年 1 月，晶科能源股份有限公司正式于 A 股上市，2022 年上半年公司组件出货重回行业第一。2022 年底，公司 TOPCon 电池产能达到 35GW，行业领先。截至 2023 年年底拥有行业最大超过 12GW 硅片、电池及组件海外一体化产能。截至 2024 年第二季度，公司组件出货量累计约 260GW。综合 Infolink Consulting 等多家第三方机构统计的数据，公司 2024 年上半年组件出货量继续位列行业第一。

### 1.2. 公司主营业务介绍

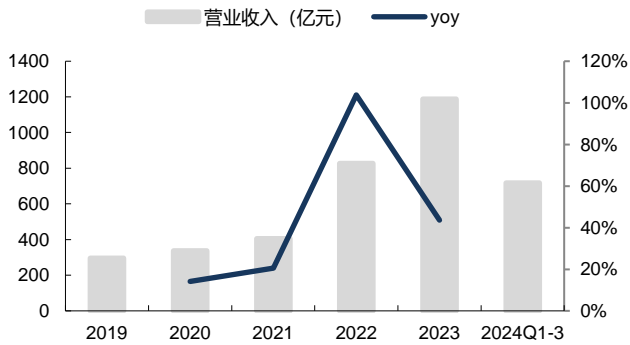
公司作为一家全球知名、极具创新力的太阳能科技企业，秉承“改变能源结构，承担未来责任”的使命，战略性布局光伏产业链核心环节，聚焦光伏产品一体化研发制造和清洁能源整体解决方案提供，销量领跑全球主流光伏市场。公司产品服务于全球近 200 个国家和地区的 4,000 余家客户。

随着发电规模不断扩大，以储能弥补电力系统灵活性调节能力缺口的重要性愈发凸显。随着光伏系统成本不断降低，“光伏+储能”模式具有广阔的发展前景。2023 年公司发布覆盖源网侧、工商业和户用侧的全面储能解决方案，产品方案在技术和性能上不断创新，并与全球多家电力开发商、分销商、终端客户签订订单。2023 年，公司 4GWh 储能系统产线成功投产，后续电池及系统产能有序推进建设。在 2024 年最新发布的 BNEF 储能供应商分级名录中，晶科能源储能位列一级供应商。此外，公司积极投入产品创新，在光伏建筑一体化（BIPV）领域不断开拓，为医疗、教育、食品等各行业客户提供多种定制化方案。

### 1.3. 立足光伏垂直一体化，业绩基本符合预期

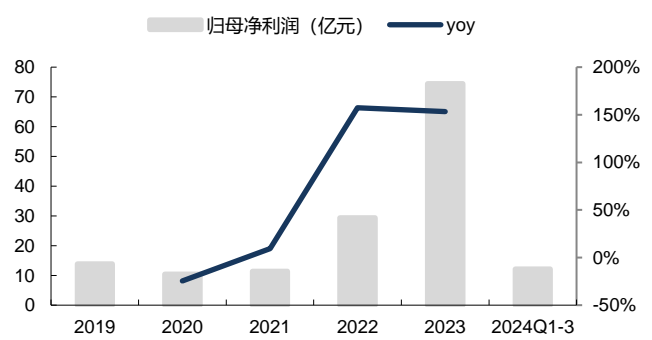
公司 2024Q1-3 营收 717.7 亿元，同比-15.7%，归母净利润 12.1 亿元，同比-80.9%，毛利率 9.7%，同比-6.1pct，归母净利率 1.7%，同比-5.8pct；其中 2024Q3 营收 245.2 亿元，同环比-22.1%/+1.5%，归母净利润 0.1 亿元，同环比-99.4%/-38.9%，毛利率 11.8%，同环比-5pct/+4.2pct，业绩符合预期。

图1: 公司营业收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 公司归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 出货稳居龙一，2024Q3 美国交付大增。

公司 2024Q1-3 组件销售约 67-68GW，其中 2024Q3 出货约 23.8GW，同增 12%，N 型组件出货占比约 85%。我们测算公司 2024Q3 组件单价约 1 元/W（不含税），对应单瓦盈利约 0.2-0.3 毛（冲回公允价值变动），盈利优于行业，原因：2024Q3 公司美国出货约为 4GW，出货占比提升至 15-18%，致使公司毛利率明显改善至 11.82%，环比提升 4.21pct。我们将 2024 年公司出货预期下调，我们预计公司 2024 全年出货 90-100GW，其中美国出货占比 5-10%；出货稳居龙一。

## 3. 动态保持技术优势，海外募资增强竞争力。

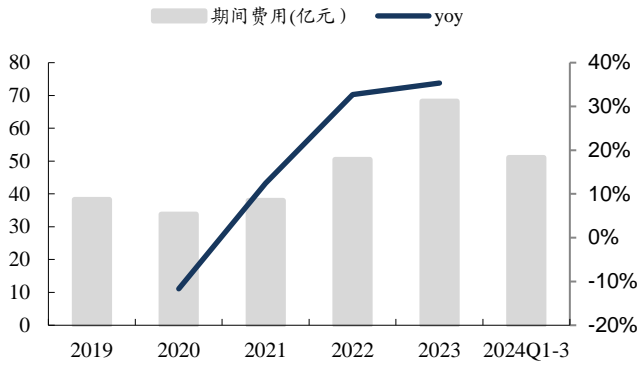
到 2024 年底公司将形成硅片/电池/组件产能 120/95/130GW，通过 LECO 等技术优化，公司组件当前平均效率 26.1%、黄金线效率 26.3%，预计 2024 年底可达 26.5%，未来三年将以年均 0.5% 的速度提效至 28%；2024 年 10 月公司公告计划发行境外 GDR 不超过人民币 45 亿元（或等值外币），用于美国 1GW 高效组件、山西二期 14GW 一体化生产基地建设项目及补流或还款 12.6 亿；可强化海外产能布局，优化资本结构，增强公司核心竞争力。

## 4. 经营性现金流明显改善，审慎原则计提影响部分利润。

公司 2024Q1-3 期间费用 51.1 亿元，同比+18.5%，期间费用率 7.1%，同比+2pct，其中 2024Q3 期间费用 21.9 亿元，期间费用率 8.9%，同环比+2pct/+4.5pct；2024Q1-3 经营性净现金流-3.6 亿元，其中 2024Q3 经营性净现金流 12.5 亿元，同环比-77.3%/-144.9%；

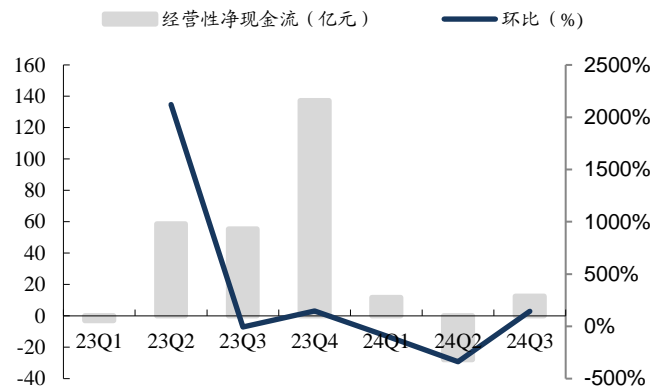
2024Q3 公司其他收益 4.32 亿元，主要为政府补贴，公允价值变动-5.75 亿元，主要为 24Q1 新疆股权出售时的业绩承诺谨慎计提的减值。

图3: 公司期间费用及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 公司经营性净现金流及环比变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

考虑公司 24 年出货预期下调，我们下调公司 24 年盈利预测，考虑后续行业需求逐步恢复以及美国出货提升拉高盈利能力，上调公司 25、26 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.84/40.80/60.61 亿元（前值为 12.9/31.2/39.6 亿元），同比-89%/+421%/+49%，考虑后续需求恢复组件盈利有望继续修复，同时美国市场持续拓展提高盈利能力，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

- (1) 竞争加剧。若行业竞争加剧，将影响业内公司的盈利能力。
- (2) 政策不及预期。未来政策走向对行业盈利空间和公司业绩有较大影响。



## 晶科能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>82,611</b>	<b>77,023</b>	<b>111,427</b>	<b>125,955</b>	<b>营业总收入</b>	<b>118,682</b>	<b>93,176</b>	<b>117,513</b>	<b>126,542</b>
货币资金及交易性金融资产	27,940	28,378	43,684	53,321	营业成本(含金融类)	102,016	86,548	107,656	114,925
经营性应收款项	31,265	25,190	29,275	31,925	税金及附加	372	419	411	443
存货	18,216	17,926	32,444	34,320	销售费用	2,609	1,910	2,115	2,151
合同资产	268	341	348	419	管理费用	2,647	2,795	3,055	2,910
其他流动资产	4,922	5,188	5,676	5,970	研发费用	1,578	1,118	1,175	1,139
<b>非流动资产</b>	<b>49,506</b>	<b>46,434</b>	<b>43,875</b>	<b>41,050</b>	财务费用	(6)	263	414	72
长期股权投资	1,077	1,458	1,615	1,884	加:其他收益	1,174	1,864	1,880	1,898
固定资产及使用权资产	37,729	34,086	29,795	25,648	投资净收益	(48)	1,118	1,410	1,519
在建工程	3,774	3,779	4,469	4,713	公允价值变动	69	(510)	(105)	80
无形资产	2,432	3,075	3,857	4,569	减值损失	(1,436)	(1,200)	(589)	(700)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(114)	(466)	(470)	(506)
长期待摊费用	619	119	169	219	<b>营业利润</b>	<b>9,112</b>	<b>928</b>	<b>4,812</b>	<b>7,193</b>
其他非流动资产	3,875	3,917	3,969	4,016	营业外净收支	(418)	5	45	22
<b>资产总计</b>	<b>132,117</b>	<b>123,457</b>	<b>155,302</b>	<b>167,005</b>	<b>利润总额</b>	<b>8,694</b>	<b>933</b>	<b>4,857</b>	<b>7,215</b>
<b>流动负债</b>	<b>71,841</b>	<b>61,388</b>	<b>88,693</b>	<b>93,846</b>	减:所得税	1,253	149	777	1,154
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,351	6,096	6,096	5,596	<b>净利润</b>	<b>7,440</b>	<b>784</b>	<b>4,080</b>	<b>6,061</b>
经营性应付款项	48,736	40,393	59,107	62,793	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6,219	7,746	16,148	18,388	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,440</b>	<b>784</b>	<b>4,080</b>	<b>6,061</b>
其他流动负债	7,535	7,153	7,342	7,069	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	0.08	0.41	0.61
非流动负债	25,915	26,125	26,235	26,345	EBIT	9,866	385	3,100	4,974
长期借款	3,618	3,628	3,638	3,648	EBITDA	18,036	6,290	9,982	11,752
应付债券	9,182	9,182	9,182	9,182	毛利率(%)	14.04	7.11	8.39	9.18
租赁负债	550	750	850	950	归母净利率(%)	6.27	0.84	3.47	4.79
其他非流动负债	12,565	12,565	12,565	12,565	收入增长率(%)	43.55	(21.49)	26.12	7.68
<b>负债合计</b>	<b>97,756</b>	<b>87,513</b>	<b>114,929</b>	<b>120,191</b>	归母净利润增长率(%)	153.20	(89.47)	420.70	48.55
归属母公司股东权益	34,360	35,944	40,374	46,814					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>34,360</b>	<b>35,944</b>	<b>40,374</b>	<b>46,814</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>132,117</b>	<b>123,457</b>	<b>155,302</b>	<b>167,005</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	24,816	7,256	19,528	13,831	每股净资产(元)	3.33	3.49	3.93	4.57
投资活动现金流	(20,128)	(2,536)	(3,578)	(3,239)	最新发行在外股份(百万股)	10,005	10,005	10,005	10,005
筹资活动现金流	3,434	(3,732)	(520)	(1,015)	ROIC(%)	17.05	0.57	4.50	6.61
现金净增加额	8,692	988	15,431	9,578	ROE-摊薄(%)	21.65	2.18	10.11	12.95
折旧和摊销	8,170	5,905	6,882	6,778	资产负债率(%)	73.99	70.89	74.00	71.97
资本开支	(19,953)	(2,744)	(3,887)	(3,357)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.02	114.16	21.92	14.76
营运资本变动	8,406	(1,222)	8,177	732	P/B (现价)	2.69	2.56	2.28	1.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>