

一体化构筑成本优势，单位盈利稳健提升

——晶澳科技(002459)：2023年三季度报点评

投资要点

业绩环比小幅下滑，单位盈利能力稳健提升

1) 2023年前三季度，公司实现营业收入599.8亿元，较上年同比+21.6%；实现归属于上市公司股东的净利润67.7亿元，较上年同期+105.6%。分季度来看，三季度公司实现收入191.4亿元，同比-8.2%，环比-6.0%；实现归母净利19.5亿元，同比+22.9%，环比-12.6%；实现扣非净利18.7亿元，同比+16.1%，环比-30.2%。2) 受益于海外渠道及成本管控优势，公司组件盈利持续维持高位，单三季度毛利率环比提升1.4Pcts至21.0%。

出货量稳步提升，持续推进n型产能布局

2023年前三季度，公司电池组件出货量37.6GW（含自用965MW），其中组件海外出货量占比约52%，分销出货量占比约31%；单三季度组件出货12.3GW，环比+5%。截至目前包头硅片项目、扬州、曲靖、石家庄、东台n型电池项目陆续投产，产能逐步释放，满足市场对高效产品需求，提升公司盈利能力。此外扬州第二个10GWn型电池项目按计划推进，计划于年末投产，截至2023年末公司n型电池产能将超过57GW。

一体化构筑成本优势，品牌渠道力持续提升

1) 2019年回A以来公司不断加快一体化产能建设步伐，同时签订多个长单协议保障原料供给，兴建多个辅材配套项目保障辅材供应。得益于公司的一体化布局，公司产品毛利率居行业前列，且毛利率波动幅度较小。2) 目前公司已经形成了全球化销售网络布局，并已在美国、德国、日本、韩国、澳大利亚、巴西等地形成了销售中心，能够为公司在各大洲进一步的渠道开拓奠定基础。3) 公司品牌优势明显，全球认可度较高，牌获得国内外权威机构多项认证，可融资性高达96%，助力公司海外出货占比持续提升。

投资建议

公司是光伏一体化老牌龙头，一体化布局增强成本竞争力，分散化渠道及产能布局助力盈利规模提升，N型产品进入收获期，我们预计公司2023-2025年归母净利润为90.5/125.8/167.9亿元，对应EPS为2.7/3.8/5.1元。对标行业可比公司平均估值水平，给予2023年15倍PE估值，目标价40.9元/股，维持“买入”评级。

风险提示

政策不及预期风险、需求不达预期的风险、行业竞争加剧风险、原材料价格大幅波动的风险。

投资评级： 买入

分析师：吴起涤

执业登记编号：A0190523020001

wuqidi@yd.com.cn

研究助理：陈恒发

执业登记编号：A0190123040006

chenhengfa@yd.com.cn

基本数据

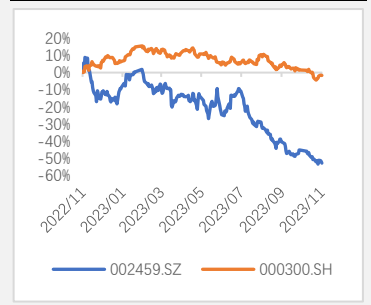
市场价：22.0元

目标价：40.9元

总股本：33.1亿

总市值：728.9亿

晶澳科技与沪深300指数近一年走势对比



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

公司基本情况	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	258.5	413.0	729.9	873.9	1161.0	1508.6
增长率(%)	22.2%	59.8%	76.7%	19.7%	32.9%	29.9%
归属母公司股东净利润(亿元)	15.1	20.4	55.3	90.5	125.8	167.9
增长率(%)	20.3%	35.3%	171.4%	63.5%	39.1%	33.4%
每股收益EPS(元)	0.5	0.6	1.7	2.7	3.8	5.1
市盈率(P/E)	48.4	35.8	13.2	8.1	5.8	4.3
市净率(P/B)	5.0	4.4	2.7	2.1	1.6	1.2
股息率(分红/股价)	0.4%	0.3%	0.8%	1.8%	2.5%	3.4%

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所；日期截至2023年11月01日

财务报表摘要

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	94.9	132.2	121.8	143.3	197.9	323.4	营业收入	258.5	413.0	729.9	873.9	1161.0	1508.6
应收票据及账款	42.8	61.3	93.2	128.6	170.9	222.0	营业成本	216.2	352.6	622.0	708.2	933.6	1209.0
预付账款	8.1	17.8	25.5	31.9	42.4	55.1	税金及附加	1.3	1.4	2.4	3.4	4.5	5.9
其他应收款	6.0	7.4	6.6	14.6	19.4	25.2	销售费用	5.6	7.4	10.5	13.0	18.2	22.6
存货	49.9	79.6	119.1	152.9	201.6	261.1	管理费用	8.1	11.3	17.1	22.8	29.7	37.8
其他流动资产	13.1	18.1	15.3	32.2	42.8	55.6	研发费用	3.4	5.7	10.1	11.9	15.8	20.5
流动资产总计	214.7	316.3	381.6	503.5	674.9	942.4	财务费用	6.9	8.1	-5.3	0.4	-0.2	-0.5
长期股权投资	2.2	5.5	7.7	8.4	9.1	9.8	资产减值损失	-1.5	-6.1	-11.1	-10.3	-13.7	-17.8
固定资产	116.3	154.2	227.8	251.8	328.5	390.7	信用减值损失	-0.2	-0.2	-0.4	-0.5	-0.7	-0.9
在建工程	16.0	41.9	26.0	57.8	64.2	54.5	其他经营损益	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	9.2	10.5	13.6	12.0	10.4	8.8	投资收益	2.7	4.3	3.2	3.4	3.4	3.4
长期待摊费用	4.1	5.9	3.8	3.0	2.3	1.5	公允价值变动损益	0.2	0.2	-2.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	10.4	35.5	63.1	64.2	64.2	64.2	资产处置收益	-0.8	-0.9	-1.6	-1.1	-1.1	-1.1
非流动资产合计	158.2	253.4	341.9	397.2	478.6	529.5	其他收益	1.7	2.2	3.4	2.4	2.4	2.4
资产总计	373.0	569.7	723.5	900.7	1153.5	1471.9	营业利润	19.2	26.0	64.7	108.0	149.6	199.2
短期借款	46.3	75.9	17.9	0.0	0.0	0.0	营业外收入	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
应付票据及账款	90.3	136.4	185.7	260.4	343.3	444.6	营业外支出	1.4	2.1	2.0	1.8	1.8	1.8
其他流动负债	49.0	114.2	146.4	189.0	249.4	323.0	其他非经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	185.6	326.5	350.0	449.4	592.7	767.6	利润总额	18.1	24.3	63.2	106.6	148.2	197.8
长期借款	7.8	20.2	25.0	23.9	23.8	21.0	所得税	2.7	3.4	7.8	14.5	20.2	26.9
其他非流动负债	31.2	55.8	46.8	46.8	46.8	46.8	净利润	15.5	20.9	55.4	92.1	128.0	170.8
非流动负债合计	38.9	76.0	71.9	70.8	70.6	67.8	少数股东损益	0.4	0.5	0.1	1.6	2.2	3.0
负债合计	224.6	402.5	421.8	520.2	663.4	835.4	归属母公司股东净利润	15.1	20.4	55.3	90.5	125.8	167.9
股本	16.0	16.0	23.6	33.1	33.1	33.1	EBITDA	43.6	58.1	88.5	143.1	195.7	256.1
资本公积	88.8	90.3	139.5	139.5	139.5	139.5	NOPLAT	20.1	26.2	51.0	94.9	130.4	172.9
留存收益	41.8	58.7	112.0	179.7	287.1	430.5	EPS(元)	0.5	0.6	1.7	2.7	3.8	5.1
归属母公司权益	146.6	164.9	275.0	352.3	459.8	603.1							
少数股东权益	1.8	2.2	26.6	28.2	30.4	33.4	主要财务比率						
股东权益合计	148.4	167.2	301.6	380.5	490.2	636.5	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债和股东权益合计	373.0	569.7	723.5	900.7	1153.5	1471.9	成长能力						
							营收增长率	22.2%	59.8%	76.7%	19.7%	32.9%	29.9%
							营业利润增长率	15.0%	35.6%	148.7%	67.0%	38.6%	33.1%
							EBIT 增长率	14.9%	29.3%	78.7%	84.8%	38.4%	33.2%
							EBITDA 增长率	16.7%	33.4%	52.2%	61.8%	36.7%	30.8%
							归母净利润增长率	20.3%	35.3%	171.4%	63.5%	39.1%	33.4%
							经营现金流增长率	-38.6%	65.6%	118.3%	74.0%	40.5%	30.0%
							盈利能力						
							毛利率	16.4%	14.6%	14.8%	19.0%	19.6%	19.9%
							净利率	6.0%	5.1%	7.6%	10.5%	11.0%	11.3%
							营业利润率	7.4%	6.3%	8.9%	12.4%	12.9%	13.2%
							ROE	10.3%	12.4%	20.1%	25.7%	27.4%	27.8%
							ROA	4.0%	3.6%	7.6%	10.0%	10.9%	11.4%
							ROIC	16.8%	19.8%	29.8%	32.0%	37.3%	39.9%
							估值倍数						
							P/E	48.4	35.8	13.2	8.1	5.8	4.3
							P/S	2.8	1.8	1.0	0.8	0.6	0.5
							P/B	5.0	4.4	2.7	2.1	1.6	1.2
							股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
							EV/EBIT	25.4	46.0	24.8	6.8	4.7	3.1
							EV/EBITDA	14.6	25.6	16.2	5.1	3.6	2.4
							EV/NOPLAT	31.6	56.8	28.2	7.6	5.4	3.5

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于恒生沪深 300 指数表现+20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现-10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 2306C 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。