



买入（维持）

所属行业：电力设备/光伏设备
当前价格(元)：7.94

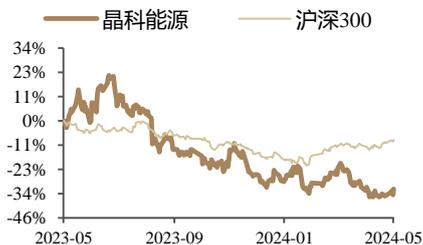
证券分析师

彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.15	-12.75	-3.99
相对涨幅(%)	-2.48	-16.12	-12.89

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《晶科能源(688223.SH)23年三季报点评：N型领域厚积薄发，组件端持续放量》，2023.11.7
- 《晶科能源(688223.SH)22年年报及23年一季报点评：N型产能顺利爬坡，组件加速放量》，2023.5.21

晶科能源(688223.SH)业绩点评： N型组件龙头出货全球领先，持续完善一体化与全球化布局

投资要点

- 事件：公司发布2023年年报与2024年一季报。**4月22日，公司发布2023年年报，实现营业收入1,186.82亿元，同比增长43.55%；实现归属于上市公司股东的净利润74.40亿元，同比增长153.20%，扣非盈利69.04亿元，同比增长152.09%。4月29日，公司发布2024年一季报，一季度实现营业收入230.84亿元，同比减少0.30%；实现归属于上市公司股东的净利润11.76亿元，同比减少29.09%，扣非盈利1.91亿元，同比减少84.34%。
- 组件出货全球领先，毛利率有所提升。**2023年，公司光伏产品出货量达到83.56GW，其中光伏组件出货78.52GW，同比增长77.11%。根据InfoLink Consulting的数据，公司组件出货量排名行业第一。公司2023年组件出货中N型出货48.41GW，占比约62%。光伏组件业务实现收入1,143.83亿元，同比增长43.33%。测算组件不含税销售均价约1.46元/W。全年组件业务盈利能力有所提升，组件业务毛利率14.43%，同比增长3.82个百分点。2024年一季度，公司实现总出货量为21.91GW，其中组件出货量为19.99GW，硅片和电池片出货量为1.91GW，总出货量较去年同期增长51.19%。
- N型产品的技术和量产规模保持领先，一体化率持续提升。**截止2023年底，公司已投产超过70GW高效N型电池产能，2023年全年N型组件出货48.41GW，同比增长352%。同时，公司高效N型电池研发量产持续突破，N型TOPCon电池研发最高效率达26.89%，基于N型TOPCon的钙钛矿叠层电池研发最高效率达32.33%。2023年年底N型电池量产平均效率超过25.8%，2024年一季度量产平均效率已超过26%，N型组件功率高出同版型P型产品约30W。公司持续构建完善一体化生产、销售网络，截止2023年底，垂直一体化产能在硅片、电池和组件三大核心板块分别达85GW，90GW和110GW，一体化产能配套率达85%以上。
- 持续完善全球产能布局。**2023年，公司进一步拓展包括东南亚工厂在内的全球一体化供应链，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。同时，公司主动应对海外市场的贸易政策变化，着力推进碳足迹管理、供应链溯源、ESG等工作并取得积极进展，为海外市场长期稳定供应奠定基础。
- 储能业务持续突破。**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。
- 投资建议。**在当前股本下，结合公司盈利能力及行业供需情况，我们预计公司2024-2026年归母净利润为41.01/56.63/70.29亿元，对应PE为19.37X/14.03X/11.30X，维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**技术更迭风险，原材料价格波动风险，境外经营风险，行业竞争加剧风险，需求不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	10,005.20		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	3,108.65	营业收入(百万元)	82,676	118,682	101,283	129,982	147,313
52 周内股价区间(元):	7.49-14.21	(+/-)YOY(%)	103.8%	43.6%	-14.7%	28.3%	13.3%
总市值(百万元):	79,441.28	净利润(百万元)	2,939	7,440	4,101	5,663	7,029
总资产(百万元):	131,049.46	(+/-)YOY(%)	157.5%	153.2%	-44.9%	38.1%	24.1%
每股净资产(元):	3.56	全面摊薄 EPS(元)	0.29	0.74	0.41	0.57	0.70
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	10.4%	14.0%	9.6%	11.5%	12.1%
		净资产收益率(%)	11.0%	21.7%	10.7%	12.8%	13.7%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.74	0.41	0.57	0.70
每股净资产	3.43	3.85	4.41	5.12
每股经营现金流	2.48	0.91	1.25	1.33
每股股利	0.22	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	11.97	19.37	14.03	11.30
P/B	2.58	2.06	1.80	1.55
P/S	0.67	0.78	0.61	0.54
EV/EBITDA	4.63	8.99	6.90	5.46
股息率%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	14.0%	9.6%	11.5%	12.1%
净利润率	6.3%	4.0%	4.4%	4.8%
净资产收益率	21.7%	10.7%	12.8%	13.7%
资产回报率	5.6%	3.3%	3.9%	4.4%
投资回报率	14.8%	7.0%	9.1%	10.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	43.6%	-14.7%	28.3%	13.3%
EBIT 增长率	178.9%	-52.2%	38.1%	24.1%
净利润增长率	153.2%	-44.9%	38.1%	24.1%
偿债能力指标				
资产负债率	74.0%	69.5%	69.3%	67.8%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.8
现金比率	0.4	0.4	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	59.4	74.3	60.9	64.4
存货周转天数	62.9	68.0	57.7	60.7
总资产周转率	1.0	0.8	1.0	1.0
固定资产周转率	3.5	2.5	3.0	3.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	7,440	4,101	5,663	7,029
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	9,606	4,412	4,827	5,152
非经营收益	-635	183	560	602
营运资金变动	8,406	379	1,486	505
经营活动现金流	24,816	9,076	12,536	13,288
资产	-19,953	-12,471	-9,028	-8,063
投资	0	-40	-40	-40
其他	-175	-16	-62	-69
投资活动现金流	-20,128	-12,526	-9,130	-8,172
债权募资	7,515	-2,650	-1,650	350
股权募资	45	34	0	0
其他	-4,127	89	0	0
融资活动现金流	3,434	-2,527	-1,650	350
现金净流量	8,692	-5,984	1,756	5,466

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	118,682	101,283	129,982	147,313
营业成本	102,016	91,527	115,034	129,488
毛利率%	14.0%	9.6%	11.5%	12.1%
营业税金及附加	372	304	390	442
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	2,609	2,026	2,730	3,388
营业费用率%	2.2%	2.0%	2.1%	2.3%
管理费用	2,647	2,026	2,990	3,388
管理费用率%	2.2%	2.0%	2.3%	2.3%
研发费用	1,578	1,317	1,820	2,062
研发费用率%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%
EBIT	9,866	4,714	6,509	8,079
财务费用	-6	0	0	0
财务费用率%	-0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-1,324	-500	-600	-600
投资收益	-48	-41	-52	-59
营业利润	9,112	4,962	6,757	8,327
营业外收支	-418	-248	-248	-248
利润总额	8,694	4,714	6,509	8,079
EBITDA	18,036	8,626	10,736	12,631
所得税	1,253	613	846	1,050
有效所得税率%	14.4%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	7,440	4,101	5,663	7,029

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,837	21,853	23,609	29,075
应收账款及应收票据	26,221	22,377	28,717	32,546
存货	18,216	16,343	20,540	23,121
其它流动资产	10,338	8,079	9,775	10,885
流动资产合计	82,611	68,651	82,641	95,627
长期股权投资	1,077	1,107	1,137	1,167
固定资产	37,001	42,649	44,982	45,990
在建工程	3,774	5,274	6,174	7,074
无形资产	2,432	2,902	3,372	3,842
非流动资产合计	49,506	57,396	61,148	63,576
资产总计	132,117	126,047	143,789	159,204
短期借款	6,256	4,256	2,256	2,256
应付票据及应付账款	48,279	43,315	54,440	61,280
预收账款	457	390	501	568
其它流动负债	16,849	13,269	15,792	16,951
流动负债合计	71,841	61,229	72,989	81,054
长期借款	3,618	3,918	4,218	4,518
其它长期负债	22,297	22,406	22,426	22,446
非流动负债合计	25,915	26,325	26,645	26,965
负债总计	97,756	87,554	99,633	108,019
实收资本	10,005	10,005	10,005	10,005
普通股股东权益	34,360	38,493	44,156	51,185
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	132,117	126,047	143,789	159,204

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。