

出货量维持行业领先，加码储能注入新活力

2025 年 05 月 05 日

► **事件：**2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，根据公告，全年公司实现营收 924.71 亿元，同比-22.08%；实现归母净利润 0.99 亿元，同比-98.67%；实现扣非归母净利润-9.32 亿元，同比由盈转亏。分季度看，24Q4 公司实现营收 207.01 亿元，同比-38.36%，环比-15.57%；实现归母净利润-11.16 亿元，实现扣非归母净利润-14.09 亿元，同比均由盈转亏；25Q1 公司实现营收 138.43 亿元，同比-40.03%，环比-33.13%，实现归母净利润-13.90 亿元，实现扣非归母净利润-18.66 亿元，同比均由盈转亏。公司盈利承压主要系光伏行业主产业链价格整体处于低位，行业一体化各环节利润水平承压所致。

► **出货量保持行业第一，Q2 出货有望环比提升。**2024 全年共实现全球组件出货 92.87GW，同比+18.28%，其中 N 型出货 81.29GW，占比约 88%，根据 InfoLink Consulting 数据，公司组件出货量第六次排名行业第一。2025Q1，公司实现总出货量为 19.13GW，其中组件出货量为 17.50GW，硅片和电池片出货量为 1.63GW，总出货量较去年同期减少 12.68%。根据公司公告，在平衡出货规模与盈利的前提下，公司第二季度预计组件出货量为 20~25GW。

► **产品性能持续提升，全球化布局逐渐完善。**截至 2024 年底，公司黄金片区电池量产平均效率已超 26.7%，实验室 TOPCon 钙钛矿叠层电池效率达 34.22%，为当前的主流电池技术与下一代技术融合打开空间。运用基于 TOPCon 的 HOT4.0 技术平台，公司推出第三代 TigerNeo 光伏组件，主流版型功率提升至 650W 以上，最高功率可达 670W，组件转化效率高 24.8%，双面率达 85%，进一步巩固 TOPCon 技术的行业领先地位。此外，公司海外渠道与产能布局完善，24 年海外出货占比 57.8%，销售额占比 68.6%，24 年公司在沙特与合作方签署协议，在沙特建设 10GW 电池组件本土产能，预计 26 年下半年投产，同时公司美国工厂完成升级改造，具备 2GW 产能，在关税趋严的背景下有望受益于北美市场高盈利。

► **加码储能业务布局，光储一体有望带来新增量。**公司储能系统产线稳步投产，并围绕关键核心零部件实现自研量产，24 年全年储能系统出货量突破 1GWh，较 23 年实现较高增长，展现出强劲的业务增长潜力。

► **投资建议：**预计公司 25-27 年实现营收 756.17/849.59/937.61 亿元，归母净利润分别为 16.35/26.66/36.36 亿元，对应 4 月 30 日收盘价，PE 为 34x/21x/15x。公司为 TOPCon 领先企业，海外渠道与产能布局有望助力公司穿越周期，储能业务有望为公司注入新的活力，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游装机需求不及预期、行业竞争超预期、市场扩张不及预期、资产减值风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	92,471	75,617	84,959	93,761
增长率 (%)	-22.1	-18.2	12.4	10.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	99	1,635	2,666	3,636
增长率 (%)	-98.7	1552.6	63.1	36.4
每股收益 (元)	0.01	0.16	0.27	0.36
PE	554	34	21	15
PB	1.7	1.6	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.48 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

相关研究

- 1.晶科能源 (688223.SH) 2024 年三季报点评：毛利率环比显著改善，拟发行 GDR 加速全球化-2024/11/01
- 2.晶科能源 (688223.SH) 2024 年半年报点评：销售规模行业领先，前瞻性布局海外产能-2024/09/03
- 3.晶科能源 (688223.SH) 2023 年年报点评：出货量位居行业第一，N 型龙头地位稳固-2024/04/23
- 4.晶科能源 (688223.SH) 2023 年三季报点评：业绩超预期，N 型 TOPCon 占比持续提升-2023/10/31
- 5.晶科能源 (688223.SH) 2023 年半年报点评：N 型占比提升增厚盈利，一体化产能持续扩张-2023/08/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	92,471	75,617	84,959	93,761
营业成本	85,684	67,064	74,595	81,712
营业税金及附加	426	529	595	656
销售费用	1,946	2,042	2,294	2,532
管理费用	2,965	2,647	2,974	3,282
研发费用	719	681	765	844
EBIT	2,069	3,968	5,237	6,411
财务费用	655	817	830	822
资产减值损失	-1,458	-1,030	-1,030	-1,030
投资收益	934	0	0	0
营业利润	793	2,083	3,334	4,512
营业外收支	-870	-100	-101	-102
利润总额	-77	1,983	3,233	4,410
所得税	-228	297	485	661
净利润	151	1,685	2,748	3,748
归属于母公司净利润	99	1,635	2,666	3,636
EBITDA	10,096	12,020	14,652	17,319

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	30,301	33,879	34,569	36,438
应收账款及票据	15,820	17,024	19,152	21,157
预付款项	3,390	2,683	2,984	3,268
存货	12,510	12,653	14,340	15,929
其他流动资产	6,770	5,335	5,666	5,978
流动资产合计	68,790	71,574	76,710	82,771
长期股权投资	814	814	814	814
固定资产	41,614	43,632	45,286	46,448
无形资产	2,290	2,490	2,590	2,690
非流动资产合计	52,319	54,521	56,345	57,667
资产合计	121,110	126,095	133,056	140,437
短期借款	2,758	3,213	3,213	3,213
应付账款及票据	32,373	35,078	39,412	43,495
其他流动负债	14,958	13,415	14,094	14,735
流动负债合计	50,090	51,706	56,718	61,442
长期借款	14,098	16,162	16,162	16,162
其他长期负债	23,002	23,111	23,111	23,111
非流动负债合计	37,099	39,273	39,273	39,273
负债合计	87,189	90,979	95,991	100,715
股本	10,005	10,005	10,005	10,005
少数股东权益	1,611	1,662	1,744	1,857
股东权益合计	33,921	35,116	37,065	39,722
负债和股东权益合计	121,110	126,095	133,056	140,437

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-22.08	-18.23	12.35	10.36
EBIT 增长率	-79.03	91.81	31.99	22.41
净利润增长率	-98.67	1552.59	63.06	36.39
盈利能力 (%)				
毛利率	7.34	11.31	12.20	12.85
净利率	0.11	2.16	3.14	3.88
总资产收益率 ROA	0.08	1.30	2.00	2.59
净资产收益率 ROE	0.31	4.89	7.55	9.60
偿债能力				
流动比率	1.37	1.38	1.35	1.35
速动比率	1.00	1.03	0.99	0.99
现金比率	0.60	0.66	0.61	0.59
资产负债率 (%)	71.99	72.15	72.14	71.72
经营效率				
应收账款周转天数	70.25	70.00	70.00	70.00
存货周转天数	64.55	65.00	65.00	65.00
总资产周转率	0.73	0.61	0.66	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	0.16	0.27	0.36
每股净资产	3.23	3.34	3.53	3.78
每股经营现金流	0.79	1.30	1.41	1.66
每股股利	0.00	0.05	0.08	0.11
估值分析				
PE	554	34	21	15
PB	1.7	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.99	5.03	4.13	3.49
股息收益率 (%)	0.00	0.89	1.46	1.99

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	151	1,685	2,748	3,748
折旧和摊销	8,028	8,052	9,415	10,909
营运资金变动	-1,189	676	-635	-667
经营活动现金流	7,867	12,962	14,139	16,606
资本开支	-8,893	-10,438	-11,343	-12,349
投资	1,189	52	-50	-50
投资活动现金流	-7,737	-10,384	-11,413	-12,409
股权募资	1,500	0	0	0
债务募资	8,456	2,672	0	0
筹资活动现金流	5,803	1,001	-2,037	-2,328
现金净流量	6,632	3,579	689	1,870

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室；518048