

晶澳科技 (002459.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

充分减值轻装上阵，加速海外产能布局

业绩简评

4月24日公司发布2024年年报，2024年实现营收701亿元，同比-14%；实现归母净利润-46.56亿元、扣非归母净利润-42.69亿元，同比转亏。其中Q4实现营收158亿元，同比-27%、环比-7%，实现归母净利润-41.72亿元、扣非归母净利润-36.74亿元，亏损加深主要因年末计提大额资产减值。

经营分析

组件出货持续增长，海外出货占比维持较高水平。2024年公司实现电池组件出货79.447GW（含自用1.544GW），同比增长39.2%，组件出货量位居行业前三；公司海外出货占比维持较高水平，2024年组件海外出货约49%。测算公司Q4电池组件出货22.45GW，环增约18%，但产业链价格下降导致盈利承压，Q4销售毛利率下降至1.32%。

N型产能快速达产，持续技术创新增强产品竞争力。2024年公司N型产能快速达产，截至2024年底公司组件产能100GW，硅片与电池产能达组件产能的80%以上、70%以上，电池产能已完成P型向N型的切换。公司持续加大研发力度，2024年研发投入37.11亿元、占营收5.29%，目前公司最新N型倍秀电池量产转换效率最高已达27%，2025年初公司新品DeepBlue 5.0超高性能组件功率高达670W、效率达24.8%。

加速推进海外产能布局。近期国际贸易环境大幅波动，光伏制造供应链再全球化大势所趋，公司推动“全球化”发展战略，加速推进阿曼年产6GW电池及3GW组件项目建设，有望凭借丰富的跨国生产经营经验和异地扩张能力在本轮再全球化过程中进一步扩大竞争优势。

充分减值轻装上阵，经营性现金流持续净流入。2024年公司计提各项资产减值合计33.3亿元，其中固定资产、在建工程等长期资产减值30.3亿元（预计主要为PERC产能及部分电站资产），应收款项等信用减值损失1.7亿元，存货跌价损失1.2亿元，充分减值轻装上阵。2024年公司实现经营活动现金净流入33.47亿元，盈利承压背景下仍实现现金净流入。

盈利预测、估值与评级

根据我们最新的产业链价格预测，下调公司2025-2026年归母净利润预测至1.65、12.63亿元，新增2027年预测30.91亿元，公司为一体化龙头，海外渠道及产能布局行业领先，有望进一步扩大竞争优势，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化，需求不及预期，行业竞争加剧。

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)：9.60元

相关报告：

- 《晶澳科技公司点评：产能爬坡影响消除，盈利提升大超预期》，2024.10.31
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	81,556	70,121	71,418	77,856	83,931
营业收入增长率	11.74%	-14.02%	1.85%	9.01%	7.80%
归母净利润(百万元)	7,039	-4,656	165	1,263	3,091
归母净利润增长率	27.23%	-166.14%	N/A	667.56%	144.68%
摊薄每股收益(元)	2.123	-1.407	0.050	0.382	0.934
每股经营性现金流净额	3.74	1.01	1.92	2.77	3.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.05%	-16.69%	0.59%	4.33%	9.67%
P/E	9.76	-9.77	193.06	25.15	10.28
P/B	1.96	1.63	1.13	1.09	0.99

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)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	72,989	81,556	70,121	71,418	77,856	83,931	货币资金	12,183	15,988	25,089	23,298	25,069	26,408
增长率	11.7%	-14.0%	1.9%	9.0%	7.8%		应收款项	9,895	11,089	11,034	10,658	11,619	12,526
主营业务成本	-62,205	-66,773	-66,979	-66,618	-71,672	-75,428	存货	11,909	14,472	10,571	10,896	11,723	12,337
%销售收入	85.2%	81.9%	95.5%	93.3%	92.1%	89.9%	其他流动资产	4,168	7,583	8,245	8,334	7,913	7,972
毛利	10,785	14,783	3,141	4,800	6,185	8,504	流动资产	38,156	49,132	54,939	53,187	56,324	59,243
%销售收入	14.8%	18.1%	4.5%	6.7%	7.9%	10.1%	%总资产	52.7%	46.1%	48.6%	48.0%	49.8%	51.3%
营业税金及附加	-242	-422	-357	-357	-389	-420	长期投资	806	1,375	981	981	981	981
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	24,053	46,606	44,828	44,370	44,462	44,053
销售费用	-1,050	-1,380	-1,078	-1,086	-1,183	-1,276	%总资产	33.2%	43.7%	39.7%	40.1%	39.4%	38.1%
%销售收入	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	1,732	2,686	2,328	2,537	2,721	2,889
管理费用	-1,708	-2,345	-2,007	-2,071	-2,258	-2,434	非流动资产	34,193	57,457	58,019	57,521	56,665	56,299
%销售收入	2.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	%总资产	47.3%	53.9%	51.4%	52.0%	50.2%	48.7%
研发费用	-1,007	-1,142	-987	-986	-1,074	-1,158	资产总计	72,349	106,589	112,958	110,708	112,989	115,542
%销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	短期借款	3,692	1,803	10,263	7,456	5,774	3,330
息税前利润 (EBIT)	6,778	9,494	-1,287	300	1,280	3,216	应付款项	24,175	41,795	34,392	34,684	37,324	39,299
%销售收入	9.3%	11.6%	n.a	0.4%	1.6%	3.8%	其他流动负债	7,130	6,668	5,321	5,903	6,446	6,995
财务费用	529	360	-549	-534	-485	-392	流动负债	34,997	50,266	49,976	48,043	49,544	49,623
%销售收入	-0.7%	-0.4%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	长期贷款	1,777	1,477	14,242	14,242	14,242	14,242
资产减值损失	-1,144	-2,419	-3,329	-149	-8	-7	其他长期负债	5,411	16,842	20,211	19,946	19,739	19,582
公允价值变动收益	-199	126	-249	0	0	0	负债	42,185	68,585	84,429	82,230	83,525	83,446
投资收益	317	-71	-10	-5	50	50	普通股股东权益	27,505	35,116	27,896	28,044	29,181	31,963
%税前利润	5.0%	n.a	n.a	n.a	4.0%	1.5%	其中：股本	2,356	3,316	3,310	3,310	3,310	3,310
营业利润	6,468	8,114	-4,972	63	1,287	3,318	未分配利润	10,816	17,072	10,572	10,720	11,857	14,639
营业利润率	8.9%	9.9%	n.a	0.1%	1.7%	4.0%	少数股东权益	2,659	2,888	633	433	283	133
营业外收支	-150	-71	-224	-100	-50	-50	负债股东权益合计	72,349	106,589	112,958	110,708	112,989	115,542
税前利润	6,317	8,043	-5,196	-37	1,237	3,268	比率分析						
利润率	8.7%	9.9%	n.a	n.a	1.6%	3.9%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-778	-850	101	2	-124	-327	每股指标						
所得税率	12.3%	10.6%	n.a	n.a	10.0%	10.0%	每股收益	2.348	2.123	-1.407	0.050	0.382	0.934
净利润	5,540	7,192	-5,095	-35	1,113	2,941	每股净资产	11.673	10.589	8.429	8.473	8.817	9.657
少数股东损益	7	153	-439	-200	-150	-150	每股经营现金净流	3.474	3.743	1.011	1.924	2.775	3.196
归属于母公司的净利润	5,533	7,039	-4,656	165	1,263	3,091	每股股利	0.000	0.200	0.240	0.005	0.038	0.093
净利率	7.6%	8.6%	n.a	0.2%	1.6%	3.7%	回报率						
							净资产收益率	20.12%	20.05%	-16.69%	0.59%	4.33%	9.67%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.65%	6.60%	-4.12%	0.15%	1.12%	2.68%
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	16.49%	16.86%	-2.04%	0.48%	1.98%	4.95%
净利润	5,540	7,192	-5,095	-35	1,113	2,941	增长率						
少数股东损益	7	153	-439	-200	-150	-150	主营业务收入增长率	76.72%	11.74%	-14.02%	1.85%	9.01%	7.80%
非现金支出	4,203	6,430	9,815	4,824	5,214	5,722	EBIT 增长率	95.54%	40.06%	-113.56%	-123.34%	325.82%	151.35%
非经营收益	-73	76	660	1,324	918	857	净利润增长率	171.40%	27.23%	-166.14%	N/A	667.56%	144.68%
营运资金变动	-1,484	-1,285	-2,033	255	1,938	1,058	总资产增长率	27.00%	47.33%	5.97%	-1.99%	2.06%	2.26%
经营活动现金净流	8,186	12,414	3,347	6,368	9,184	10,577	资产管理能力						
资本开支	-7,660	-17,777	-11,769	-4,062	-4,450	-5,450	应收账款周转天数	35.0	39.2	47.2	45.0	45.0	45.0
投资	-51	227	251	0	0	0	存货周转天数	58.3	72.1	68.2	60.0	60.0	60.0
其他	495	-243	-1,594	-5	50	50	应付账款周转天数	31.5	38.2	50.8	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-7,215	-17,793	-13,112	-4,067	-4,400	-5,400	固定资产周转天数	107.3	165.0	216.5	215.5	198.2	182.0
股权募资	7,911	1,195	144	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-5,046	7,982	20,279	-2,804	-1,682	-2,444	净负债/股东权益	-22.26%	-11.47%	28.18%	24.66%	12.11%	-0.67%
其他	-4,340	-3,216	-5,099	-934	-995	-1,116	EBIT 利息保障倍数	-12.8	-26.4	-2.3	0.6	2.6	8.2
筹资活动现金净流	-1,476	5,960	15,324	-3,738	-2,677	-3,560	资产负债率	58.31%	64.35%	74.74%	74.28%	73.92%	72.22%
现金净流量	-410	643	5,809	-1,437	2,107	1,618							

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	0	2	3	6	32
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.25	1.25	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	2023-04-27	买入	39.87	N/A
2	2023-08-31	买入	28.55	N/A
3	2023-10-31	买入	22.72	N/A
4	2024-04-30	买入	15.00	N/A
5	2024-09-01	买入	9.89	N/A
6	2024-10-31	买入	17.56	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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