

资产减值拖累业绩，海外市场加速布局

2025 年 04 月 27 日

► **事件：**2025 年 4 月 24 日，公司发布 2024 年年报，根据公告，公司 24 年全年实现收入 701.21 亿元，同比-14.02%；实现归母净利-46.56 亿元，实现扣非归母净利-42.69 亿元，同比均由盈转亏。分季度看，24Q4 公司实现收入 157.73 亿元，同比-26.89%，环比-7.17%；归母净利-41.72 亿元，扣非归母净利-36.74 亿元，同环比均由盈转亏。总体来看，公司 24Q4 单季度亏损放大主要原因如下：1) 光伏行业供需失衡，产业链价格大幅下跌；2) 公司 Q4 计提大额资产减值 (26.07 亿元)。

► **出货量显著提升，海外产能布局加速。**公司充分发挥自身的全球市场营销服务网络优势和品牌优势，进一步加大市场开拓力度，电池组件出货量同比大幅增长，报告期内，公司电池组件出货量 79.447GW (含自用 1.544GW)，其中组件海外出货量占比约 49%。根据公司产能规划，截至 2024 年末公司组件产能达 100GW，硅片与电池产能分别达到组件产能的 80%以上和 70%以上，电池产能已完成由 p 型向 n 型的切换。目前，公司最新的 n 型倍秀 (Bycium+) 电池量产转换效率最高已达到 27%，工艺将持续改进，进一步降低电池生产成本，提高电池的性价比。海外方面，公司加速推进阿曼年产 6GW 高效太阳能电池和 3GW 高功率太阳能组件项目建设，提升服务全球客户的能力。

► **深化储能行业布局，打造光储融合整体解决方案。**针对家庭光储场景，推出了户用光储一体化解决方案，包括户用光储一体机和户用光储分体机，户用光储系统在 2023 年实现欧洲出货之后，2024 年在欧洲、非洲和南美洲都成功出货。面向工商业应用场景，公司将电芯、液冷、温控、消防、3S 等集成于一体，系统效率可达 89.5%以上。2024 年工商业储能产品已经在国内外成功出货，在分布式能源、零碳园区项目中为终端客户显著降低用电成本，发挥积极作用。在大型工商业以及集中式电站场景，推出了高效风液智冷的 BlueGalaxy 源网侧储能系列产品，电量覆盖了 2MWh 到 5MWh。根据中国电力科学研究院出具的并网性能测试报告，在运营的储能系统效率实测达到了 88.93%，处于行业领先水平。

► **投资建议：**我们预计公司 25-27 年实现营业收入 676.95/760.85/847.76 亿元，归母净利润为 14.54/23.33/34.64 元，根据 4 月 25 日收盘价，对应 25-27 年 22x/14x/9x。公司为光伏一体化组件领先企业，随着全球化布局加速和降本增效持续推进，有望在穿越周期后迎来市占率提升，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动、下游需求不及预期、海外产能推进不及预期、大额资产减值影响利润等。

推荐

维持评级

当前价格：

9.64 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

- 晶澳科技 (002459.SZ) 2024 年三季度报点评：Q3 业绩超预期，现金流持续改善-2024/11/01
- 晶澳科技 (002459.SZ) 2024 年半年报点评：业绩阶段性承压，出货量同比高增-2024/09/03
- 晶澳科技 (002459.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：海外出货持续提升，一体化产能扩张夯实竞争力-2024/05/01
- 晶澳科技 (002459.SZ) 2023 年三季度报点评：业绩环比小幅下滑，先进产能加速释放-2023/11/01
- 晶澳科技 (002459.SZ) 2023 年半年报点评：业绩符合预期，一体化产能扩张巩固领先地位-2023/09/01

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 70,121 | 67,695 | 76,085 | 84,776 |
| 增长率 (%) | -14.0 | -3.5 | 12.4 | 11.4 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | -4,656 | 1,454 | 2,333 | 3,464 |
| 增长率 (%) | -166.1 | 131.2 | 60.4 | 48.5 |
| 每股收益 (元) | -1.41 | 0.44 | 0.70 | 1.05 |
| PE | / | 22 | 14 | 9 |
| PB | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

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 | 70,121 | 67,695 | 76,085 | 84,776 |
| 营业成本 | 66,979 | 61,177 | 68,139 | 75,205 |
| 营业税金及附加 | 357 | 338 | 380 | 424 |
| 销售费用 | 1,078 | 1,015 | 1,141 | 1,272 |
| 管理费用 | 2,007 | 1,692 | 1,902 | 2,119 |
| 研发费用 | 987 | 948 | 1,065 | 1,187 |
| EBIT | -1,082 | 2,830 | 3,814 | 4,978 |
| 财务费用 | 549 | 467 | 584 | 475 |
| 资产减值损失 | -3,154 | -500 | -300 | -200 |
| 投资收益 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | -4,972 | 1,816 | 2,877 | 4,244 |
| 营业外收支 | -224 | -60 | -60 | -60 |
| 利润总额 | -5,196 | 1,756 | 2,817 | 4,184 |
| 所得税 | -101 | 176 | 282 | 418 |
| 净利润 | -5,095 | 1,581 | 2,535 | 3,765 |
| 归属于母公司净利润 | -4,656 | 1,454 | 2,333 | 3,464 |
| EBITDA | 5,404 | 9,803 | 11,422 | 13,104 |

| 资产负债表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 25,089 | 25,429 | 29,776 | 37,037 |
| 应收账款及票据 | 9,180 | 8,529 | 9,666 | 10,712 |
| 预付款项 | 878 | 795 | 886 | 978 |
| 存货 | 10,571 | 8,846 | 10,110 | 11,290 |
| 其他流动资产 | 9,221 | 8,796 | 8,973 | 9,156 |
| 流动资产合计 | 54,939 | 52,396 | 59,411 | 69,173 |
| 长期股权投资 | 639 | 639 | 639 | 639 |
| 固定资产 | 41,584 | 43,525 | 42,583 | 40,001 |
| 无形资产 | 2,163 | 2,273 | 2,273 | 2,273 |
| 非流动资产合计 | 58,019 | 59,377 | 58,189 | 55,483 |
| 资产合计 | 112,958 | 111,773 | 117,601 | 124,656 |
| 短期借款 | 8,498 | 8,498 | 8,498 | 8,498 |
| 应付账款及票据 | 24,160 | 21,582 | 24,038 | 26,531 |
| 其他流动负债 | 17,318 | 17,991 | 19,754 | 21,544 |
| 流动负债合计 | 49,976 | 48,070 | 52,290 | 56,573 |
| 长期借款 | 14,242 | 14,242 | 14,242 | 14,242 |
| 其他长期负债 | 20,211 | 20,211 | 20,211 | 20,211 |
| 非流动负债合计 | 34,453 | 34,453 | 34,453 | 34,453 |
| 负债合计 | 84,429 | 82,524 | 86,743 | 91,026 |
| 股本 | 3,310 | 3,310 | 3,310 | 3,310 |
| 少数股东权益 | 633 | 759 | 962 | 1,263 |
| 股东权益合计 | 28,529 | 29,249 | 30,858 | 33,630 |
| 负债和股东权益合计 | 112,958 | 111,773 | 117,601 | 124,656 |

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 | -14.02 | -3.46 | 12.39 | 11.42 |
| EBIT 增长率 | -111.89 | 361.63 | 34.75 | 30.52 |
| 净利润增长率 | -166.14 | 131.23 | 60.40 | 48.52 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 4.48 | 9.63 | 10.44 | 11.29 |
| 净利润率 | -6.64 | 2.15 | 3.07 | 4.09 |
| 总资产收益率 ROA | -4.12 | 1.30 | 1.98 | 2.78 |
| 净资产收益率 ROE | -16.69 | 5.10 | 7.80 | 10.70 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.10 | 1.09 | 1.14 | 1.22 |
| 速动比率 | 0.72 | 0.74 | 0.79 | 0.88 |
| 现金比率 | 0.50 | 0.53 | 0.57 | 0.65 |
| 资产负债率 (%) | 74.74 | 73.83 | 73.76 | 73.02 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 46.06 | 45.00 | 45.00 | 45.00 |
| 存货周转天数 | 56.82 | 55.00 | 55.00 | 55.00 |
| 总资产周转率 | 0.64 | 0.60 | 0.66 | 0.70 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | -1.41 | 0.44 | 0.70 | 1.05 |
| 每股净资产 | 8.43 | 8.61 | 9.03 | 9.78 |
| 每股经营现金流 | 1.01 | 3.28 | 3.94 | 4.54 |
| 每股股利 | 0.24 | 0.26 | 0.28 | 0.30 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | / | 22 | 14 | 9 |
| PB | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 7.73 | 4.26 | 3.66 | 3.19 |
| 股息收益率 (%) | 2.49 | 2.70 | 2.90 | 3.11 |

| 现金流量表 (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|
| 净利润 | -5,095 | 1,581 | 2,535 | 3,765 |
| 折旧和摊销 | 6,486 | 6,972 | 7,608 | 8,126 |
| 营运资金变动 | -2,033 | 378 | 1,150 | 1,482 |
| 经营活动现金流 | 3,347 | 10,858 | 13,027 | 15,012 |
| 资本开支 | -11,769 | -8,437 | -6,533 | -5,539 |
| 投资 | 251 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -13,112 | -8,437 | -6,533 | -5,539 |
| 股权募资 | 144 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 20,279 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 15,324 | -2,080 | -2,146 | -2,212 |
| 现金净流量 | 5,809 | 340 | 4,347 | 7,261 |

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。 | 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 |
| | 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