



# 晶科能源 (688223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 组件出货稳居第一，

## 全球化战略与储能放量提速

### 业绩简评

4月29日公司发布2024年报及2025年一季报，2024年实现营收925亿元，同比-22%；归母净利润0.99亿元，同比-99%；扣非归母净利润-9.32亿元，同比-114%。其中Q4实现归母净利润-11.16亿元、扣非归母净利润-14.09亿元。

25Q1公司实现营收138亿元，同比-40%、环比-33%，实现归母净利润-13.90亿元、扣非归母净利润-18.66亿元，资产处置及计提资产减值4.85亿元影响业绩表现。

### 经营分析

**组件出货稳居行业第一。**2024年公司实现组件出货92.87GW，同增18.28%，其中N型出货81.29GW、占比88%，组件出货量第六次排名行业第一。行业承压背景下公司平衡出货规模与盈利，25Q1组件出货17.05GW、同比下降，预计Q2组件出货20-25GW；公司2025年组件出货目标85-100GW，巩固提升市场领先地位。

**坚持全球化战略，海外产能建设稳步推进。**2024年光伏行业盈利承压，公司以多元化销售、本地化服务理念构筑差异化竞争壁垒，2024年公司海外组件出货占比近57.8%，海外销售额贡献68.6%，率先抓住印太地区等市场爆发机会。公司持续推进全球化战略，美国组件工厂已完成升级扩产，目前具备2GW产能并实现满产运营；沙特10GW电池及产能组件产能建设进展顺利，预计2026年下半年逐步投产，进一步提升公司海外市场竞争力。

**持续技术进步巩固TOPCon龙头地位。**公司持续推进技术升级，已投产高效TOPCon电池量产平均效率达26.6%以上，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。公司预计2025年完成40%以上产能升级改造，年底前形成40-50GW高功率TOPCon产能，进一步提升竞争力。

**储能系统加速放量。**公司探索光储融合、深耕储能赛道，2024年储能系统出货突破1GWh、同比高增，连续多个季度荣登BNEF Tier1一级储能厂商名录，获得客户与市场的广泛认可。2025年公司储能系统出货目标6GWh左右，加速放量带来利润增长点。

### 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3.7、16.2亿元，新增2027年预测32.3亿元。考虑到公司技术优势及全球化渠道布局领先，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)：5.63 元

### 相关报告：

- 《晶科能源公司点评：盈利能力显著提升，TOPCon龙头地位稳固》，2024.10.31
- 《晶科能源公司点评：TOPCon龙头优势渐显，全球化布局提升竞...》，2024.9.1
- 《晶科能源公司点评：出货维持高增，现金流及资产质量有望持续改善》，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)	118,682	92,471	81,743	87,420	93,721
营业收入增长率	43.55%	-22.08%	-11.60%	6.94%	7.21%
归母净利润(百万元)	7,440	99	368	1,620	3,234
归母净利润增长率	153.41%	-98.67%	271.75%	340.51%	99.65%
摊薄每股收益(元)	0.744	0.010	0.037	0.162	0.323
每股经营性现金流净额	2.48	0.79	0.50	0.97	1.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.65%	0.31%	1.13%	4.81%	8.99%
P/E	11.91	719.08	153.17	34.77	17.42
P/B	2.58	2.20	1.73	1.67	1.57

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	82,676	118,682	92,471	81,743	87,420	93,721
增长率	43.6%	-22.1%	-11.6%	6.9%	7.2%	
主营业务成本	-74,037	-102,016	-85,684	-76,495	-80,305	-84,156
%销售收入	89.6%	86.0%	92.7%	93.6%	91.9%	89.8%
毛利	8,639	16,665	6,787	5,248	7,115	9,565
%销售收入	10.4%	14.0%	7.3%	6.4%	8.1%	10.2%
营业税金及附加	-218	-372	-426	-409	-437	-469
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,166	-2,609	-1,946	-1,635	-1,748	-1,874
%销售收入	2.6%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-1,914	-2,647	-2,965	-2,616	-2,710	-2,812
%销售收入	2.3%	2.2%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%
研发费用	-1,199	-1,578	-719	-736	-787	-843
%销售收入	1.5%	1.3%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
息税前利润 (EBIT)	3,142	9,460	732	-147	1,433	3,567
%销售收入	3.8%	8.0%	0.8%	n.a	1.6%	3.8%
财务费用	234	6	-655	-611	-653	-608
%销售收入	-0.3%	0.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-919	-1,436	-1,727	-518	-86	-79
公允价值变动收益	56	69	-481	50	50	50
投资收益	-67	-50	921	-300	50	50
%税前利润	n.a	n.a	-1195.7%	n.a	2.3%	1.1%
营业利润	3,156	9,112	793	424	2,243	4,429
营业利润率	3.8%	7.7%	0.9%	0.5%	2.6%	4.7%
营业外收支	-29	-418	-870	-200	-50	-50
税前利润	3,127	8,694	-77	224	2,193	4,379
利润率	3.8%	7.3%	n.a	0.3%	2.5%	4.7%
所得税	-191	-1,253	228	-56	-548	-1,095
所得税率	6.1%	14.4%	n.a	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,936	7,440	151	168	1,645	3,284
少数股东损益	0	0	52	-200	25	50
归属于母公司的净利润	2,936	7,440	99	368	1,620	3,234
净利率	3.6%	6.3%	0.1%	0.4%	1.9%	3.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,936	7,440	151	168	1,645	3,284
少数股东损益	0	0	52	-200	25	50
非现金支出	4,015	9,606	9,754	7,531	7,992	8,578
非经营收益	-255	-635	-849	1,108	970	964
营运资金变动	-2,613	8,406	-1,189	-3,770	-932	-1,745
经营活动现金净流	4,084	24,816	7,867	5,037	9,675	11,081
资本开支	-14,235	-19,953	-8,893	-6,510	-5,880	-3,880
投资	-465	0	1,189	105	100	100
其他	-144	-175	-33	-300	50	50
投资活动现金净流	-14,844	-20,128	-7,737	-6,705	-5,730	-3,730
股权募资	9,770	45	1,500	0	0	0
债权募资	1,379	7,515	8,456	2,478	1,441	-1,912
其他	536	-4,127	-4,154	-1,023	-1,458	-1,934
筹资活动现金净流	11,685	3,434	5,803	1,455	-1,17	-3,846
现金净流量	1,153	8,692	6,632	-213	3,928	3,505

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,985	27,837	30,301	29,982	33,821	37,248
应收款项	24,425	27,785	19,519	20,575	21,608	22,909
存货	17,450	18,216	12,510	13,350	14,158	14,837
其他流动资产	5,386	8,774	6,461	6,453	6,748	6,960
流动资产	67,247	82,611	68,790	70,359	76,335	81,954
%总资产	63.7%	62.5%	56.8%	57.6%	60.6%	64.7%
长期投资	1,748	1,256	985	935	885	835
固定资产	31,924	40,775	44,470	43,603	41,386	36,569
%总资产	30.2%	30.9%	36.7%	35.7%	32.9%	28.8%
无形资产	2,161	3,051	3,006	3,081	3,145	3,217
非流动资产	38,393	49,506	52,319	51,752	49,576	44,807
%总资产	36.3%	37.5%	43.2%	42.4%	39.4%	35.3%
资产总计	105,639	132,117	121,110	122,111	125,911	126,760
短期借款	11,567	9,351	7,570	8,048	9,489	7,577
应付款项	35,860	48,534	32,721	31,146	32,104	31,338
其他流动负债	14,361	13,955	9,799	10,278	10,420	11,503
流动负债	61,789	71,841	50,090	49,472	52,013	50,418
长期贷款	3,179	3,618	14,098	16,098	16,098	16,098
其他长期负债	13,982	22,297	23,002	22,562	22,663	22,793
负债	78,949	97,756	87,189	88,132	90,773	89,309
普通股股东权益	26,690	34,360	32,310	32,567	33,701	35,965
其中：股本	10,000	10,005	10,005	10,005	10,005	10,005
未分配利润	7,695	14,043	11,907	12,164	13,298	15,563
少数股东权益	0	0	1,611	1,411	1,436	1,486
负债股东权益合计	105,639	132,117	121,110	122,111	125,911	126,760

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.294	0.744	0.010	0.037	0.162	0.323
每股净资产	2.669	3.434	3.229	3.255	3.368	3.595
每股经营现金净流	0.408	2.480	0.786	0.503	0.967	1.108
每股股利	0.000	0.000	0.224	0.011	0.049	0.097
回报率						
净资产收益率	11.00%	21.65%	0.31%	1.13%	4.81%	8.99%
总资产收益率	2.78%	5.63%	0.08%	0.30%	1.29%	2.55%
投入资本收益率	7.11%	14.31%	-2.19%	-0.16%	1.53%	3.78%
增长率						
主营业务收入增长率	103.79%	43.55%	-22.08%	-11.60%	6.94%	7.21%
EBIT增长率	22.00%	201.12%	-92.27%	-120.10%	-1074.37%	148.96%
净利润增长率	157.24%	153.41%	-98.67%	271.75%	340.51%	99.65%
总资产增长率	44.97%	25.06%	-8.33%	0.83%	3.11%	0.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.5	60.2	71.2	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	75.7	63.8	65.4	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	64.2	67.5	93.2	100.0	90.0	80.0
固定资产周转天数	134.4	113.8	164.3	186.9	163.6	132.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.08%	-16.85%	2.38%	10.62%	3.45%	-11.02%
EBIT利息保障倍数	-13.4	-1,511.2	1.1	-0.2	2.2	5.9
资产负债率	74.73%	73.99%	71.99%	72.17%	72.09%	70.45%

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	1	3	6	24
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**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



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究