

公司研究

2024 年组件销量维持行业第一，2025 年出货目标 85~100GW

——晶科能源（688223.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报&2025 年一季报，2024 年实现营业收入 924.71 亿元，同比-22.08%，实现归母净利润 0.99 亿元，同比-98.67%；2025Q1 实现营业收入 138.43 亿元，同比-40.03%，实现归母净利润-13.9 亿元，环比亏损扩大。
2024 年组件销量维持行业第一，计提减值准备阶段性影响公司业绩。2024 年公司实现组件出货 92.87GW，同比增长 18.28%，组件销量维持行业第一，其中 N 型出货 81.29GW，占比约 88%；但在产业链价格持续下跌的背景下，2024 年公司光伏组件业务营业收入同比减少 22.13%至 890.74 亿元，毛利率同比减少 5.76 个 pct 至 7.79%。此外，公司基于审慎性原则 2024 年资产处置和计提减值损失共 21.86 亿元（其中资产减值损失 14.58 亿元），阶段性影响公司业绩。2025Q1 公司实现总出货量 19.13GW（其中组件出货量 17.50GW），同比减少 12.68%；第二季度公司预计组件出货量为 20~25GW。

稳步推进全球投资战略升级，2025 年组件出货目标 85~100GW。在 2024 年全年海外组件出货占比接近 57.8%的基础上，公司稳步推进从全球销售、全球制造到全球投资的战略升级，一方面计划在沙特建设 10GW 高效电池及组件产能，预计 2026 年下半年逐步投产，进一步增强公司在中东市场的竞争力，另一方面公司美国工厂已完成升级改造与扩产建设，具备 2GW 产能并实现满产运营。预计 2025 年底公司硅片/电池/组件产能达到 120/95/130GW，完成 40%以上的电池产能升级改造，形成 40~50GW 高功率 TOPcon 产能，并努力达成 85~100GW 的年度出货量目标。

N 型电池平均量产效率持续提升，2025 年储能系统出货目标 6GWh 左右。（1）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%，新推出的第三代 Tiger Neo 组件最高功率可达 670W，组件转换效率达 24.8%，双面率达 85%，并计划实现 2025 年年底高效 N 型电池平均量产效率提升至 27%左右。（2）公司储能系统产线稳步投产，并围绕关键零部件实现自研量产，2024 年储能系统出货量突破 1GWh，公司预计 2025 年出货目标 6GWh 左右。

维持“买入”评级：行业竞争加剧使得产品价格及产业链盈利快速走低，我们下调盈利预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 4.43/16.31/35.70 亿元（下调 89%/下调 71%/新增）。在光伏装机需求增长、组件市场集中度逐步提升的背景下，公司的品牌、渠道及产品竞争力优势将保障公司组件出货量的持续提升；同时公司在技术创新的不断投入使得公司在 TOPCon 产品的产能、出货、良率、成本等方面行业领先，**维持“买入”评级。**

风险提示：装机不及预期；TOPCon 产品成本降幅、产品销售量不及预期；产能过剩价格战激烈程度高于预期；技术迭代速度超预期；关税政策变动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	118,682	92,471	70,184	74,715	83,784
营业收入增长率	43.55%	-22.08%	-24.10%	6.45%	12.14%
归母净利润（百万元）	7,440	99	443	1,631	3,570
归母净利润增长率	153.41%	-98.67%	347.85%	268.16%	118.88%
EPS（元）	0.74	0.01	0.04	0.16	0.36
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.65%	0.31%	1.35%	4.74%	9.41%
P/E	7	554	124	34	15
P/B	1.6	1.7	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

买入（维持）

当前价：5.48 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebcn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

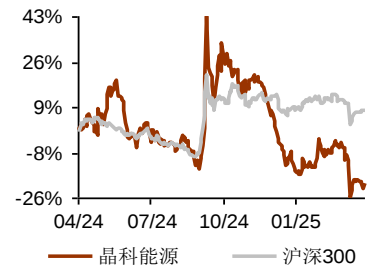
021-52523827

haoqian@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	100.05
总市值(亿元):	548.29
一年最低/最高(元):	5.13/10.57
近 3 月换手率:	36.77%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.33	-9.67	-30.69
绝对	-17.35	-10.31	-27.61

资料来源：Wind

相关研报

组件出货维持全球第一，海外市场销售及产能建设持续突破——晶科能源（688223.SH）2024 年中报点评（2024-09-05）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	118,682	92,471	70,184	74,715	83,784
营业成本	102,016	85,684	64,909	67,988	74,439
折旧和摊销	7,645	7,744	7,759	8,494	9,185
税金及附加	372	426	323	344	385
销售费用	2,609	1,946	1,474	1,569	1,759
管理费用	2,647	2,965	2,106	2,167	2,346
研发费用	1,578	719	491	523	586
财务费用	-6	655	529	493	459
投资收益	-48	934	50	50	50
营业利润	9,112	793	1,380	2,778	5,059
利润总额	8,694	-77	580	1,978	4,259
所得税	1,253	-228	87	297	639
净利润	7,440	151	493	1,681	3,620
少数股东损益	0	52	50	50	50
归属母公司净利润	7,440	99	443	1,631	3,570
EPS(元)	0.74	0.01	0.04	0.16	0.36

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	24,816	7,867	12,569	12,854	13,667
净利润	7,440	99	443	1,631	3,570
折旧摊销	7,645	7,744	7,759	8,494	9,185
净营运资金增加	4,183	-1,955	-12,854	-876	2,268
其他	5,548	1,979	17,221	3,604	-1,356
投资活动产生现金流	-20,128	-7,737	-5,056	-5,150	-5,150
净资本支出	-19,953	-8,893	-5,200	-5,200	-5,200
长期投资变化	1,077	814	0	0	0
其他资产变化	-1,252	342	144	50	50
融资活动现金流	3,434	5,803	-1,287	1,507	1,541
股本变化	5	0	0	0	0
债务净变化	7,406	9,071	-758	2,000	2,000
无息负债变化	11,401	-19,639	-7,190	361	1,846
净现金流	8,692	6,632	6,227	9,211	10,058

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	14.0%	7.3%	7.5%	9.0%	11.2%
EBITDA 率	16.8%	13.7%	15.0%	16.7%	18.4%
EBIT 率	10.1%	5.0%	4.0%	5.4%	7.5%
税前净利润率	7.3%	-0.1%	0.8%	2.6%	5.1%
归母净利润率	6.3%	0.1%	0.6%	2.2%	4.3%
ROA	5.6%	0.1%	0.4%	1.4%	2.9%
ROE (摊薄)	21.7%	0.3%	1.4%	4.7%	9.4%
经营性 ROIC	16.1%	-14.2%	4.9%	7.7%	12.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	74%	72%	70%	69%	68%
流动比率	1.15	1.37	1.50	1.66	1.85
速动比率	0.90	1.12	1.31	1.49	1.68
归母权益/有息债务	1.55	1.03	1.08	1.06	1.10
有形资产/有息债务	5.76	3.68	3.52	3.43	3.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	132,117	121,110	113,655	117,697	125,163
货币资金	27,837	30,301	36,527	45,738	55,796
交易性金融资产	103	0	0	0	0
应收账款	22,565	13,524	9,913	8,352	9,266
应收票据	3,656	2,296	1,404	1,494	1,676
其他应收款 (合计)	1,130	2,662	1,404	1,494	1,676
存货	18,216	12,510	8,115	7,497	7,356
其他流动资产	2,233	3,390	3,390	3,390	3,390
流动资产合计	82,611	68,790	63,895	71,231	82,682
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,077	814	814	814	814
固定资产	37,001	41,614	39,923	37,035	33,228
在建工程	3,774	2,857	1,928	1,464	1,232
无形资产	2,432	2,290	2,371	2,447	2,520
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	2,121	240	240	240	240
非流动资产合计	49,506	52,319	49,760	46,466	42,481
总负债	97,756	87,189	79,241	81,602	85,448
短期借款	6,256	2,758	0	0	0
应付账款	22,589	21,183	18,175	19,037	20,843
应付票据	25,691	11,190	8,438	8,838	9,677
预收账款	457	0	0	0	0
其他流动负债	3,503	2,099	2,099	2,099	2,099
流动负债合计	71,841	50,090	42,550	42,911	44,756
长期借款	3,618	14,098	16,098	18,098	20,098
应付债券	9,182	9,555	9,555	9,555	9,555
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	25,915	37,099	36,691	38,691	40,691
股东权益	34,360	33,921	34,414	36,095	39,715
股本	10,005	10,005	10,005	10,005	10,005
公积金	9,420	9,413	9,457	9,621	9,978
未分配利润	14,043	11,907	12,306	13,774	16,987
归属母公司权益	34,360	32,310	32,753	34,384	37,954
少数股东权益	0	1,611	1,661	1,711	1,761

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.20%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%
管理费用率	2.23%	3.21%	3.00%	2.90%	2.80%
财务费用率	-0.01%	0.71%	0.75%	0.66%	0.55%
研发费用率	1.33%	0.78%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税率	14%	295%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.48	0.79	1.26	1.28	1.37
每股净资产	3.43	3.23	3.27	3.44	3.79
每股销售收入	11.86	9.24	7.01	7.47	8.37

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	7	554	124	34	15
PB	1.6	1.7	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	4.3	6.9	6.9	5.3	4.0
股息率	4.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP