

晶科能源 (688223.SH)

组件出货保持领先，持续巩固技术优势

核心观点：

- **事件：**公司发布 2024 年报与 2025 年一季报，2024 年全年实现营收约 924.71 亿元，同比-22.08%，归母净利 0.99 亿元，同比-98.67%，扣非归母净利-9.32 亿元，23 年同期 69.04 亿元；2025 年第一季度实现营收 138.43 亿元，同比-40.03%，归母净利-13.90 亿元，24Q1 同期 11.76 亿元，扣非归母净利-18.66 亿元，24Q1 同期 1.91 亿元。
- **组件出货保持全球领先，持续优化财务抗风险能力。**根据公司 24 年年报，2024 年公司组件出货 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。2024 年，公司持续提升供应链协同效率，确保在行业下行周期中保持较强的成本竞争力和抗风险能力。2024 年全年，公司实现经营性现金流净额 78.67 亿元，全年资产负债率下降 2pct。
- **持续深耕N型技术研发，巩固技术领先优势。**根据公司 24 年年报，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 Tiger Neo 光伏组件，涵盖 HCP、MAX、20BB 等多项创新技术，主流版型功率提升至 650W 以上，最高功率可达 670W，组件转化效率高达 24.8%，双面率达 85%，进一步巩固 TOPCon 技术的行业领先地位。公司预计 2025 年完成 40%以上产能的升级改造，2025 年底前形成 40-50GW 高功率 TOPCon 产能。目前高功率 TOPCon 产品接单顺利，已形成可观的在手订单规模。
- **盈利预测与投资建议。**预计 25-27 年归母净利 12.8/29.0/34.9 亿元，参考可比公司估值水平，给予公司 26 年 22 倍PE估值，对应合理价值 6.37 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**产业政策调整风险；市场竞争风险；技术迭代风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	118682	92471	83163	88063	93226
增长率（%）	43.6%	-22.1%	-10.1%	5.9%	5.9%
EBITDA（百万元）	18036	10096	7894	9836	10395
归母净利润（百万元）	7440	99	1282	2899	3486
增长率（%）	153.2%	-98.7%	1,196.4%	126.0%	20.3%
EPS（元/股）	0.74	0.01	0.13	0.29	0.35
市盈率（P/E）	11.97	711.00	45.40	20.09	16.70
ROE（%）	21.7%	0.3%	3.8%	7.9%	8.7%
EV/EBITDA	4.63	7.17	6.69	4.39	3.16

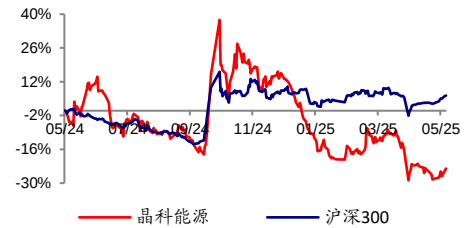
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	5.82 元
合理价值	6.37 元
前次评级	买入
报告日期	2025-05-13

相对市场表现



分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jichengwei@gf.com.cn

分析师：

李天帅



SAC 执证号：S0260525020001



021-88778876



litianshuai@gf.com.cn

请注意，陈子坤、李天帅并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

一、盈利预测和投资建议

基于公司和行业的发展情况，对其盈利预测做出如下核心假设：

核心假设：

（1）组件业务：考虑到国内新能源上网电价新政的影响，国内需求预计保持平稳，海外需求受到美国关税、亚非拉地区快速增长等多种因素影响预计亦保持低速增长。预计2025-2027年全球光伏需求分别为530/557/580GW。公司持续加大海内外组件市场销售渠道的建设力度，市占率保持全球领先，在领先的技术与渠道能力助力下，公司组件环节市占率有望逐步提升，预计25-27年公司组件外销量分别为100.5/110.3/119.7GW，考虑2025-2027年行业仍处于底部周期，预计25-27年光伏组件不含税售价为0.80/0.77/0.75元/W。由于2024年光伏行业价格大幅且快速下降，公司原材料价格亦处于下降周期，由于备库周期的影响，导致公司原材料全年加权成本较高，此外在2025年公司PERC组件出货仍占有一定比例，PERC组件价格低盈利能力弱于TOPCon组件，亦拖累公司组件业务毛利率。进入2025年，产业链价格处于底部位置，原材料加权成本亦处于低点，材料与库存成本压力改善。此外，公司持续加大硅片、电池与组件环节的降本力度，且随着新产能投产制造成本亦有望下降。最后，25-27年预计公司将主要以TOPCon组件出货为主，减少PERC组件出货对盈利能力的拖累。因此，预计25-26年在价格稳定的情况下，公司组件业务毛利率有望小幅回升。预计2025-2027年公司组件业务毛利率为9.0%/9.5%/9.5%。

（2）预计2025-2027年公司硅片与电池片业务收入分别为6.84亿元，由于25年行业仍处于底部周期，毛利率承压，预计25年硅片与电池片毛利率维持在-20%，随着公司持续推动原材料降本迭代，预计毛利率有望改善，预计26-27年毛利率为-10%/-5%；预计2025-2027年公司其他业务收入24.44/24.68/24.93亿元，毛利率维持在3.5%。

基于以上假设，预计25-27年公司归母净利润分别12.82/28.99/34.86亿元，对应EPS分别为0.13/0.29/0.35元/股。考虑隆基绿能、大全能源、通威股份、TCL中环与公司业务结构较为相似且均处于龙头地位，因此我们选取隆基绿能、大全能源、通威股份、TCL中环作为可比公司。考虑2025年可比公司基本面相关影响，因此参考可比公司2026年估值水平。2026年可比公司平均PE估值为22.39X。给予公司2026年业绩22倍PE估值，对应合理价值6.37元/股，维持“买入”评级。

表 1：公司分业务拆分（单位：百万元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
光伏组件业务				
收入	89,074	80,035	84,910	90,049
成本	82,137	72,832	76,844	81,494
毛利	6,938	7,203	8,066	8,555
毛利率	7.79%	9.00%	9.50%	9.50%
光伏电站运营业务				
收入	977	684	684	684
成本	1,212	821	752	718
毛利	-235	-137	-68	-34
毛利率	-24.00%	-20.00%	-10.00%	-5.00%

其他业务				
收入	2,420	2,444	2,468	2,493
成本	2,336	2,358	2,382	2,406
毛利	84	86	86	87
毛利率	3.48%	3.50%	3.50%	3.50%
合计				
收入	92,471	83,163	88,063	93,226
成本	85,684	76,011	79,978	84,618
毛利	6,787	7,152	8,084	8,608
毛利率	7.34%	8.60%	9.18%	9.23%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
601012.SH	隆基绿能	15.63	1184	-1.14	0.16	0.69	-	97.69	22.65
688303.SH	大全能源	22.25	477	-1.27	0.19	0.84	-	117.11	26.49
600438.SH	通威股份	18.35	826	-1.56	-0.01	0.99	-	-	18.54
002129.SZ	TCL 中环	8.09	327	-2.43	-0.25	0.37	-	-	21.86
可比公司平均值							-	107.40	22.39

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：收盘价为 25 年 5 月 13 日收盘价，可比公司盈利预测来源万得一致预期。

二、风险提示

（一）产业政策调整风险

光伏行业受益于国家产业政策推动，若未来我国光伏产业政策出现重大调整可能对行业产生影响。同时，海外部分国家对光伏发电仍有鼓励政策，若相关政策出现变化，可能对光伏装机需求造成一定影响。

（二）市场竞争风险

受光伏需求快速增长预期拉动，近年来产业链各环节产能扩张规模较大，企业资本竞争、资源竞争、人才竞争、渠道竞争进一步加剧，若公司不能继续保持较强的竞争优势，将面临市场份额下降的风险。

（三）技术迭代风险

光伏行业技术更新、产品升级较快。近年来，TOPCon、HJT、IBC 等新一代晶硅电池技术不断取得突破，薄膜、钙钛矿等非晶硅技术路线也实现较快发展，如公司无法持续跟进前沿技术，应对市场变化，可能造成公司竞争力减弱的风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	82,611	68,790	72,199	83,445	95,663
货币资金	27,837	30,301	38,042	47,587	57,925
应收及预付	30,831	19,210	17,135	18,030	18,997
存货	18,216	12,510	10,697	11,277	11,954
其他流动资产	5,727	6,770	6,325	6,550	6,787
非流动资产	49,506	52,319	46,838	40,698	34,519
长期股权投资	1,077	814	814	814	814
固定资产	37,001	41,614	36,441	31,154	25,648
在建工程	3,774	2,857	2,000	1,400	980
无形资产	2,432	2,290	2,157	2,024	1,890
其他长期资产	5,222	4,745	5,427	5,307	5,187
资产总计	132,117	121,110	119,038	124,143	130,182
流动负债	71,841	50,090	46,709	48,593	50,758
短期借款	6,256	2,758	2,758	2,758	2,758
应付及预收	48,736	32,373	28,718	30,217	31,970
其他流动负债	16,849	14,958	15,232	15,618	16,030
非流动负债	25,915	37,099	36,854	36,854	36,854
长期借款	3,618	14,098	14,098	14,098	14,098
应付债券	9,182	9,555	9,555	9,555	9,555
其他非流动负债	13,115	13,446	13,201	13,201	13,201
负债合计	97,756	87,189	83,562	85,446	87,612
股本	10,005	10,005	10,005	10,005	10,005
资本公积	9,029	9,022	9,022	9,022	9,022
留存收益	14,434	12,299	13,714	16,612	20,098
归属母公司股东权益	34,360	32,310	33,722	36,621	40,106
少数股东权益	0	1,611	1,754	2,076	2,463
负债和股东权益	132,117	121,110	119,038	124,143	130,182

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	118682	92471	83163	88063	93226
营业成本	103023	85684	76011	79978	84618
营业税金及附加	372	426	333	352	373
销售费用	1602	1946	1580	1497	1585
管理费用	2647	2965	2329	2290	2237
研发费用	1578	719	647	685	725
财务费用	-6	655	544	350	112
资产减值损失	-1324	-1458	-1000	-400	-400
公允价值变动收益	69	-481	0	0	0
投资净收益	-48	934	249	264	280
营业利润	9112	793	2117	3995	4754
营业外收支	-418	-870	-450	-250	-250
利润总额	8694	-77	1667	3745	4504
所得税	1253	-228	242	524	631
净利润	7440	151	1425	3221	3873
少数股东损益	0	52	142	322	387
归属母公司净利润	7440	99	1282	2899	3486
EBITDA	18036	10096	7894	9836	10395
EPS (元)	0.74	0.01	0.13	0.29	0.35

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	24,816	7,867	8,205	10,797	11,589
净利润	7,440	151	1,425	3,221	3,873
折旧摊销	8,170	8,028	5,683	5,740	5,780
营运资金变动	8,406	-1,189	-585	85	184
其它	801	878	1,683	1,751	1,751
投资活动现金流	-20,128	-7,737	-402	-250	-250
资本支出	-19,953	-8,893	-699	-514	-530
投资变动	0	1,189	0	0	0
其他	-175	-33	297	264	280
筹资活动现金流	3,434	5,803	-195	-1,001	-1,001
银行借款	-3,436	6,982	0	0	0
股权融资	45	1,500	0	0	0
其他	6,825	-2,679	-195	-1,001	-1,001
现金净增加额	8,692	6,632	7,741	9,546	10,337
期初现金余额	8,535	17,228	23,860	31,602	41,147
期末现金余额	17,228	23,860	31,602	41,147	51,484

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	43.6%	-22.1%	-10.1%	5.9%	5.9%
营业利润	188.7%	-91.3%	166.9%	88.8%	19.0%
归母净利润	153.2%	-98.7%	1,196.4	126.0%	20.3%
获利能力					
毛利率	13.2%	7.3%	8.6%	9.2%	9.2%
净利率	6.3%	0.2%	1.7%	3.7%	4.2%
ROE	21.7%	0.3%	3.8%	7.9%	8.7%
ROIC	14.8%	-6.2%	2.8%	4.9%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	74.0%	72.0%	70.2%	68.8%	67.3%
净负债比率	284.5%	257.0%	235.5%	220.8%	205.8%
流动比率	1.15	1.37	1.55	1.72	1.88
速动比率	0.78	1.00	1.19	1.36	1.53
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.73	0.69	0.72	0.73
应收账款周转率	6.06	5.12	6.50	7.12	7.17
存货周转率	5.78	5.58	6.55	7.28	7.29
每股指标 (元)					
每股收益	0.74	0.01	0.13	0.29	0.35
每股经营现金流	2.48	0.79	0.82	1.08	1.16
每股净资产	3.33	3.12	3.26	3.55	3.90
估值比率					
P/E	11.97	711.00	45.40	20.09	16.70
P/B	2.66	2.28	1.78	1.64	1.49
EV/EBITDA	4.63	7.17	6.69	4.39	3.16

广发新能源和电力设备研究小组

陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。

纪成炜：联席首席分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。

陈昕：资深分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。

李天帅：资深分析师，硕士，毕业于哈尔滨工业大学、香港大学，曾任职于中银国际证券、德邦证券，3年证券行业研究经验。

曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

高翔：高级分析师，毕业于新加坡国立大学，2022年加入广发证券发展研究中心。

黄思悦：高级研究员，毕业于北京大学、中山大学，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。