

# 经营性现金流改善，海外布局持续推进

晶澳科技 (002459.SZ)

## 核心观点

晶澳科技公布 2024 年年报及 2025 年一季报。受产业链降价及美国市场贸易政策变化影响，2024 年及 2025 年一季度公司毛利率承压。2024 年，公司实现组件出货 79.45GW，同比增长 39.15%，但全年组件均价同比下滑，叠加国内出货占比提升导致盈利能力大幅下滑。另外，公司在四季度资产减值损失 26.07 亿元，主要系 P 型产能设备减值为主，预计后续 P 型减值压力较小。公司阿曼 6GW 电池+3GW 组件产能建设逐步推进，预计 2025 年底一期 3GW 产能有望投产，预计该项目将以出口美国为主，届时能够为公司贡献一定利润增量。

## 事件

### 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报

2024 年实现营收 701.21 亿元（同比-14.02%）；归母净利润-46.56 亿元（同比-166.14%）。2025 年一季度，公司营收 106.72 亿元（同比-33.18%）；归母净利润-16.38 亿元，亏损环比收窄但同比下滑。

## 简评

### 产业链价格回落导致公司毛利率盈利能力承压

2024 年公司全年组件出货 79.45GW（自用 1.54GW），外销 77.91GW。组件业务收入 666.28 亿元，同比-14.77%，均价 0.86 元/W（不含税），相比 2023 年下滑，导致公司组件业务全年毛利率 4.82%，同比下滑 12.96pct。2024 年国内组件业务毛利率为 -7.98%，欧洲市场-3.51%，仅美洲市场保持 31.43% 毛利率（同比-4.63pct）。2025Q1 公司毛利率-6.71%，环比进一步回落，主要系组件确收价格进一步回落以及美国市场占比下滑。

### P 型产能后续减值压力较小，一季度经营性现金流改善

2024 年公司计提资产减值损失 31.54 亿元，其中固定资产减值损失 28.56 亿元，主要系 P 型产能设备计提固定资产减值，另外存货跌价损失及合同履约成本减值损失 1.24 亿元，主要为产业链降价过程中导致存货跌价。目前公司 P 型产能减值已基本计提完毕，后续减值压力较小。另外现金流方面，公司 Q1 经营性现金流 7.87 亿元，同比明显改善。

维持

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

010-56135232

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070012

发布日期：2025 年 05 月 26 日

当前股价：9.67 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.51/-1.99	-22.33/-21.42	-35.92/-41.93
12 月最高/最低价 (元)		19.32/9.20
总股本 (万股)		330,967.93
流通 A 股 (万股)		330,542.01
总市值 (亿元)		320.05
流通市值 (亿元)		319.63
近 3 月日均成交量 (万)		5691.23
主要股东		
东台市晶泰福科技有限公司		47.45%

## 股价表现



### 全球化产能布局提速

公司阿曼 6GW 电池+3GW 组件项目正稳步推进，一期 3GW 产能预计今年年底之前投产。目前美国对东南亚四国光伏实施高额双反关税，中东区域仍然能够顺利出口美国市场。公司阿曼产能建成，能够出往美国高盈利市场，为公司提供一定利润支撑。

**盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 684.87、792.94、943.52 亿元，分别实现归母净利润-34.25、4.91、30.90 亿元，维持“增持”评级。

### 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	81,556.18	70,120.70	68,486.88	79,294.12	94,352.07
YoY(%)	11.74	-14.02	-2.33	15.78	18.99
净利润(百万元)	7,039.49	-4,655.94	-3,424.90	490.57	3,090.48
YoY(%)	27.23	-166.14	26.44	114.32	529.97
毛利率(%)	18.13	4.48	2.01	7.87	10.69
净利率(%)	8.63	-6.64	-5.00	0.62	3.28
ROE(%)	20.05	-16.69	-14.00	1.97	11.19
EPS(摊薄/元)	2.13	-1.41	-1.03	0.15	0.93
P/E(倍)	4.55	-6.87	-9.34	65.24	10.36
P/B(倍)	0.92	1.17	1.34	1.31	1.18

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 风险分析

1、全球贸易战进一步加剧导致中东产能盈利能力不及预期的风险。美国对全球多数国家加征关税，目前中东税率 10%，若后续税率进一步提升，则会对公司阿曼产能盈利能力造成负面影响。2、行业需求不及预期导致下半年盈利能力回落的风险。3-4 月组件涨价主要原因在于国内分布式抢装，若 2025 年下半年行业需求明显回落，则公司毛利率会有再次下降风险。3、海外其他区域针对中国加征关税导致行业格局进一步恶化。若后续欧洲等地针对中国加征关税，则会对存量市场的盈利能力形成进一步压力。

## 分析师介绍

### 朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

### 任佳玮

中信建投证券电力设备及新能源分析师，南京大学经济学学士，复旦大学金融硕士，研究方向为光伏。2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话：（8610）56135088  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话：（8621）6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755）8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852）3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk