

二季度亏损环比收窄，全球化布局加速

2025 年 08 月 25 日

► 事件

2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年报，根据公告，公司 25H1 年实现收入 239.05 亿元，同比-36.01%；实现归母净利-25.80 亿元，实现扣非归母净利-22.87 亿元。

分季度看，25Q2 公司实现收入 132.32 亿元，同比-38.12%，环比+23.99%；归母净利-9.42 亿元，扣非归母净利-8.81 亿元，亏损环比收窄。公司业绩承压主要受光伏行业供需失衡、竞争加剧影响。

► 出货量保持行业前列，坚持技术进步推动产业升级

公司 25H1 电池组件出货量为 33.79GW（含自用 119MW），根据 infolink 统计，公司 25H1 组件出货量位列行业第三，其中海外出货占比达到 45.93%。产能方面，24 年末公司组件产能达到 100GW，硅片与电池产能分别为组件产能的 80%和 70%。目前公司 N 型倍秀（Bycium+）电池量产转换效率最高已达到 27%，通过正面低掺杂硼扩技术、背面局部 poly 技术、先进印刷技术等工艺技术改进，进一步提升倍秀（Bycium+）电池效率，保持与提升产品的核心竞争力。此外公司积极布局下一代电池技术，在加速 BC 电池研发的同时，钙钛矿叠层相关技术也有所储备。

► 启动港股发行打造全球化资本运作平台，海外产能布局加速

在国际贸易保护趋严的背景下，全球化发展为公司重要战略方向，为进一步推动全球化发展战略，公司已启动发行境外上市外资股（H 股）股票并申请在港交所有限公司主板挂牌上市工作，我们认为，公司赴港上市有望拓宽融资渠道、改善现金流、加速海外产能建设，进而提升公司的国际影响力。此前公司已和阿曼苏哈尔港口与自由区签订土地租赁协议，计划投资 5.65 亿美元，在阿曼建设 6GW 电池片和 3GW 组件产能，预计产能将在 26 年投产。

► 投资建议

我们预计公司 25-27 年实现营业收入 542.03/700.56/799.88 亿元，归母净利润为-33.41/21.29/33.47 亿元，根据 8 月 22 日收盘价，对应 26-27 年 19x/12x。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。

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	54,203	70,056	79,988
增长率（%）	-14.0	-22.7	29.2	14.2
归属母公司股东净利润（百万元）	-4,656	-3,341	2,129	3,347
增长率（%）	-166.1	28.2	163.7	57.2
每股收益（元）	-1.41	-1.01	0.64	1.01
PE	/	/	19	12
PB	1.5	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.27 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

- 1.晶澳科技 (002459.SZ) 2024 年年报点评：资产减值拖累业绩，海外市场加速布局-2025/04/27
- 2.晶澳科技 (002459.SZ) 2024 年三季报点评：Q3 业绩超预期，现金流持续改善-2024/11/01
- 3.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
- 4.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
- 5.晶澳科技 (002459.SZ) 2023 年三季报点评：业绩环比小幅下滑，先进产能加速释放-2023/11/01

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	54,203	70,056	79,988
营业成本	66,979	52,974	61,907	70,048
营业税金及附加	357	271	350	400
销售费用	1,078	1,192	1,506	1,680
管理费用	2,007	1,897	2,452	2,800
研发费用	987	759	981	1,120
EBIT	-1,082	-2,552	3,390	4,561
财务费用	549	462	606	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	-3,552	2,436	3,830
营业外收支	-224	0	0	0
利润总额	-5,196	-3,552	2,436	3,830
所得税	-101	-178	122	191
净利润	-5,095	-3,375	2,314	3,638
归属于母公司净利润	-4,656	-3,341	2,129	3,347
EBITDA	5,404	4,420	10,998	12,686

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	25,089	21,430	25,793	33,824
应收账款及票据	9,180	6,718	8,954	10,046
预付款项	878	689	805	911
存货	10,571	7,593	9,158	10,502
其他流动资产	9,221	8,000	8,335	8,545
流动资产合计	54,939	44,430	53,045	63,827
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	59,299	58,111	55,405
资产合计	112,958	103,729	111,156	119,232
短期借款	8,498	5,297	5,297	5,297
应付账款及票据	24,160	18,688	21,840	24,711
其他流动负债	17,318	15,904	18,196	20,259
流动负债合计	49,976	39,888	45,333	50,267
长期借款	14,242	18,562	18,562	18,562
其他长期负债	20,211	20,124	20,124	20,124
非流动负债合计	34,453	38,686	38,686	38,686
负债合计	84,429	78,574	84,019	88,953
股本	3,310	3,310	3,310	3,310
少数股东权益	633	599	784	1,075
股东权益合计	28,529	25,155	27,137	30,279
负债和股东权益合计	112,958	103,729	111,156	119,232

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	-22.70	29.25	14.18
EBIT 增长率	-111.89	-135.89	232.85	34.52
净利润增长率	-166.14	28.25	163.72	57.24
盈利能力 (%)				
毛利率	4.48	2.27	11.63	12.43
净利率	-6.64	-6.16	3.04	4.18
总资产收益率 ROA	-4.12	-3.22	1.92	2.81
净资产收益率 ROE	-16.69	-13.61	8.08	11.46
偿债能力				
流动比率	1.10	1.11	1.17	1.27
速动比率	0.72	0.73	0.80	0.91
现金比率	0.50	0.54	0.57	0.67
资产负债率 (%)	74.74	75.75	75.59	74.60
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	0.50	0.65	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	-1.41	-1.01	0.64	1.01
每股净资产	8.43	7.42	7.96	8.82
每股经营现金流	1.01	1.42	3.75	4.61
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.15
估值分析				
PE	/	/	19	12
PB	1.5	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.76	11.94	4.80	4.16
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.81	1.22

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-5,095	-3,375	2,314	3,638
折旧和摊销	6,486	6,972	7,608	8,126
营运资金变动	-2,033	-815	792	1,883
经营活动现金流	3,347	4,686	12,412	15,252
资本开支	-11,769	-8,368	-6,469	-5,476
投资	251	19	0	0
投资活动现金流	-13,112	-8,290	-6,469	-5,476
股权募资	144	0	0	0
债务募资	20,279	1,160	0	0
筹资活动现金流	15,324	-55	-1,580	-1,745
现金净流量	5,809	-3,659	4,363	8,031

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。	公司评级	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
	行业评级	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层；200082

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