

公司研究

经营活动现金流大幅转正，股权激励考核目标为 26 年净利润转正

——晶澳科技（002459.SZ）2025 年中报点评

要点

事件:公司发布 2025 年中报,2025H1 实现营业收入 239.05 亿元,同比-36.01%,实现归母净利润-25.80 亿元,亏损幅度同比扩大;2025Q2 实现营业收入 132.32 亿元,同比-38.12%,实现归母净利润-9.42 亿元,亏损幅度环比收窄。

差异化创新保障产品竞争力,产品价格下跌致盈利阶段性承压。

2025H1 公司通过差异化研发创新保障产品竞争力,发布了极寒、高原、干热、沙尘、湿热、海洋等全场景解决方案,同时充分发挥全球市场营销服务网络优势和品牌优势,实现电池组件出货 33.79GW(含自用 119MW),其中组件海外出货量占比约 45.93%;但在产品价格下跌背景下组件环节收入和盈利仍面临压力,2025H1 组件营业收入同比减少 38.35%至 217.77 亿元,毛利率同比减少 10.51 个 pct 至-5.98%。

研发投入规模维持高位,经营活动现金流净额转正。

公司持续加大研发创新力度,2025H1 研发投入 13.88 亿元,占营业收入的 5.81%;公司发布的高功率 DeepBlue5.0 产品,组件转换效率达到 24.8%,实现 85%的双面率和出色的弱光发电能力;8月20日公司发布“漠蓝”专业组件,在沙戈荒项目建设中可显著降低初始投资,包括每瓦节省 0.003 元的接地成本,以及在中国和中东地区分别节省 0.04 元/W 和 0.025 元/W 的清洗机器人投入。2025H1 公司经营活动产生的现金流量净额达 45.08 亿元。截至 2025H1 末公司货币资金达 260.75 亿元创近年来新高,为公司穿越周期提供坚实保障。

股权激励计划彰显公司发展信心,考核目标为 26 年净利润转正。

公司发布《2025 年股票期权激励计划(草案)》,业绩考核目标为:以 2024 年净利润为基数,2025 年净利润减亏不低于 5%;2026 年净利润为正。公司同时发布《2025 年员工持股计划(草案)》并设立了相同的考核目标,在绑定公司和员工利益的同时彰显出公司可成功穿越周期的发展信心。

维持“买入”评级:2025H1 公司盈利持续承压,审慎起见我们下调 2025 年并维持 26/27 年盈利预测,预计公司 2025-27 年实现归母净利润-35.40/8.43/31.99 亿元(原盈利预测 25 年为-22.32 亿元)。公司作为一体化组件龙头,虽阶段性盈利承压但公司成本管控、供应链协调控制、全球化布局优势明显,叠加新产品放量后综合单位盈利未来有望提升,维持“买入”评级。

风险提示:外部因素影响光伏装机;竞争加剧、产能过剩;汇率波动风险;关税政策变化风险。

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)	81,556	70,121	59,211	68,228	77,884
营业收入增长率	11.74%	-14.02%	-15.56%	15.23%	14.15%
归母净利润(百万元)	7,039	-4,656	-3,540	843	3,199
归母净利润增长率	27.23%	-166.14%	-	-	279.65%
EPS(元)	2.12	-1.41	-1.07	0.25	0.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.05%	-16.69%	-14.53%	3.34%	11.27%
P/E	6	-	-	48	13
P/B	1.2	1.5	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 2025-08-22

注:公司总股本 2023 年为 33.16 亿股,2024 年及以后为 33.10 亿股

买入(维持)

当前价:12.27 元

作者

分析师:殷中枢

执业证书编号:S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师:郝睿

执业证书编号:S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	33.10
总市值(亿元):	406.10
一年最低/最高(元):	8.96/19.70
近 3 月换手率:	138.34%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.76	16.01	0.66
绝对	5.32	29.43	32.36

资料来源:Wind

相关研报

计提减值影响公司业绩表现,持续推进全球化产能布局——晶澳科技(002459.SZ)2024 年年报&2025 年一季报点评(2025-05-01)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	81,556	70,121	59,211	68,228	77,884
营业成本	66,773	66,979	58,936	62,747	69,591
折旧和摊销	3,432	5,840	7,390	8,044	8,661
税金及附加	422	357	302	348	397
销售费用	1,380	1,078	888	955	1,012
管理费用	2,345	2,007	1,658	1,842	2,025
研发费用	1,142	987	829	955	1,090
财务费用	-360	549	535	563	580
投资收益	-71	-10	0	0	0
营业利润	8,114	-4,972	-3,916	840	3,247
利润总额	8,043	-5,196	-3,916	870	3,273
所得税	850	-101	-76	17	64
净利润	7,192	-5,095	-3,840	853	3,209
少数股东损益	153	-439	-300	10	10
归属母公司净利润	7,039	-4,656	-3,540	843	3,199
EPS(元)	2.12	-1.41	-1.07	0.25	0.97

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12,414	3,347	2,197	6,104	10,529
净利润	7,039	-4,656	-3,540	843	3,199
折旧摊销	3,432	5,840	7,390	8,044	8,661
净营运资金增加	-7,405	1,367	-2,068	5,980	4,725
其他	9,348	796	415	-8,762	-6,056
投资活动产生现金流	-17,793	-13,112	-5,283	-5,300	-5,300
净资本支出	-17,777	-11,769	-5,300	-5,300	-5,300
长期投资变化	899	639	0	0	0
其他资产变化	-915	-1,982	17	0	0
融资活动现金流	5,960	15,324	-4,239	1,901	-2,332
股本变化	960	-7	0	0	0
债务净变化	6,171	21,489	-3,704	2,464	-1,753
无息负债变化	20,230	-5,646	-7,537	-1,591	468
净现金流	643	5,809	-7,325	2,705	2,897

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	18.1%	4.5%	0.5%	8.0%	10.6%
EBITDA 率	20.0%	12.2%	8.1%	15.0%	17.0%
EBIT 率	15.4%	3.4%	-4.4%	3.2%	5.9%
税前净利润率	9.9%	-7.4%	-6.6%	1.3%	4.2%
归母净利润率	8.6%	-6.6%	-6.0%	1.2%	4.1%
ROA	6.7%	-4.5%	-3.9%	0.9%	3.2%
ROE (摊薄)	20.0%	-16.7%	-14.5%	3.3%	11.3%
经营性 ROIC	19.1%	4.0%	-4.8%	3.7%	7.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	64%	75%	75%	74%	72%
流动比率	0.98	1.10	1.07	1.19	1.40
速动比率	0.69	0.89	0.86	0.96	1.14
归母权益/有息债务	3.02	0.84	0.83	0.79	0.94
有形资产/有息债务	8.85	3.30	3.20	3.00	3.23

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	106,589	112,958	97,877	99,603	101,527
货币资金	15,988	25,089	17,763	20,469	23,365
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	9,166	8,971	7,252	8,268	9,336
应收票据	180	209	178	205	234
其他应收款 (合计)	911	1,208	1,021	1,176	1,342
存货	14,472	10,571	8,303	8,751	9,715
其他流动资产	3,678	4,404	4,404	4,404	4,404
流动资产合计	49,132	54,939	42,383	46,772	51,965
其他权益工具	100	41	41	41	41
长期股权投资	899	639	639	639	639
固定资产	36,860	41,567	39,915	37,251	33,812
在建工程	9,740	3,244	2,536	2,287	2,201
无形资产	2,263	2,163	2,347	2,522	2,689
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4,303	6,366	6,366	6,366	6,366
非流动资产合计	57,457	58,019	55,494	52,830	49,562
总负债	68,585	84,429	73,188	74,061	72,776
短期借款	979	8,498	3,793	5,257	2,504
应付账款	8,816	9,814	8,251	8,785	9,743
应付票据	18,609	14,346	11,787	12,549	13,918
预收账款	0	27	23	27	30
其他流动负债	228	266	266	266	266
流动负债合计	50,266	49,976	39,573	39,445	37,160
长期借款	1,477	14,242	15,242	16,242	17,242
应付债券	8,360	8,624	8,624	8,624	8,624
其他非流动负债	1,091	1,311	1,311	1,311	1,311
非流动负债合计	18,319	34,453	33,615	34,615	35,615
股东权益	38,004	28,529	24,689	25,542	28,751
股本	3,316	3,310	3,310	3,310	3,310
公积金	14,534	13,740	13,740	13,824	14,144
未分配利润	17,072	10,572	7,032	7,791	10,670
归属母公司权益	35,116	27,896	24,356	25,199	28,398
少数股东权益	2,888	633	333	343	353

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.69%	1.54%	1.50%	1.40%	1.30%
管理费用率	2.88%	2.86%	2.80%	2.70%	2.60%
财务费用率	-0.44%	0.78%	0.90%	0.82%	0.74%
研发费用率	1.40%	1.41%	1.40%	1.40%	1.40%
所得税率	11%	2%	2%	2%	2%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.56	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	3.74	1.01	0.66	1.84	3.18
每股净资产	10.59	8.43	7.36	7.61	8.58
每股销售收入	24.59	21.19	17.89	20.61	23.53

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	6	-	-	48	13
PB	1.2	1.5	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	4.1	8.6	14.6	7.1	5.3
股息率	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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