

晶澳科技（002459）

2025 年中报点评：25Q2 组件大幅减亏，现金流显著改善，股权激励彰显信心

买入（维持）

2025 年 08 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	81,556	70,121	70,557	92,415	108,190
同比（%）	11.74	(14.02)	0.62	30.98	17.07
归母净利润（百万元）	7,039	(4,656)	(3,118)	1,055	3,034
同比（%）	27.21	(166.14)	33.03	133.83	187.64
EPS-最新摊薄（元/股）	2.13	(1.41)	(0.94)	0.32	0.92
P/E（现价&最新摊薄）	5.77	(8.72)	(13.02)	38.50	13.38

投资要点

- **公司发布 2025 年中报，25H1 营收 239 亿元，同-36%，归母净利润-25.8 亿元，同-195.1%，毛利率-3.5%，同-7.4pct，归母净利率-10.8%，同-8.5pct；其中 25Q2 营收 132.3 亿元，同环比-38.1%/+24%，归母净利润-9.4 亿元，同环比+140.6%/+42.5%，毛利率-1%，同环比-4/+5.8pct，归母净利率-7.1%，同环比-5.3/+8.2pct。**
- **单瓦盈利转好，Q2 大幅减亏：**25H1 公司电池组件出货量 33.79GW（含自用 119MW），其中组件海外出货量占比约 45.93%。25Q2 出货 18GW 左右，环增 15%，我们测算 Q2 单瓦亏损约 3 分，环比减亏 7 分左右，环比明显改善，原因：①国内 136 号文抢装涨价，②我们测算美国出货由 130MW 提升至 590MW，③人民币贬值。Q3 看需求好于预期，出货将继续环增，我们预计公司 25 年出货 75-80GW。
- **公司发布股权激励、员工持股、回购计划，彰显走出低谷的决心。**公司拟回购 2-4 亿元，用于员工持股计划或股权激励，拟对董事、高管、核心技术人员及骨干人员等 57 人实行员工持股，拟授予 1975 名核心人员（含董事、高管及骨干）1.62 亿股（占股本 4.89%）为激励，考核 25 年净利润减亏不低于 5%（以 2024 年为基数），2026 年净利润转正。
- **Q2 继续降费、现金流大幅改善。**公司 25H1 期间费用 15.3 亿元，同-35.3%，费用率 6.4%，同 0.1pct，其中 Q2 期间费用 6.9 亿元，同环比-32.3%/-17.3%，费用率 5.2%，同环比 0.4/-2.6pct；25H1 经营性净现金流 45.1 亿元，同+342.4%，其中 Q2 经营性现金流 37.2 亿元，同环比 120.9%/372.7%；25H1 资本开支 20.3 亿元，同-75.5%，其中 Q2 资本开支 3.4 亿元，同环比-91.4%/-79.5%；25H1 末存货 99.8 亿元，较年初-5.6%。
- **盈利预测与投资评级：**由于上半年光伏行业竞争依然激烈，公司盈利承压，我们下调 25-26 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为-31.2/10.6 亿元（原预期 25/26 年为 21.6/36.5 亿元），新增预期 27 年归母净利润 30.3 亿元，同比+33%/+134%/188%，考虑到行业供给侧改革，公司作为光伏一体化组件领先企业有望充分受益，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业装机不及预期、行业自律不及预期、政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.53
一年最低/最高价	9.05/19.70
市净率(倍)	1.71
流通 A 股市值(百万元)	41,416.94
总市值(百万元)	41,470.31

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.34
资产负债率(% ,LF)	75.91
总股本(百万股)	3,309.68
流通 A 股(百万股)	3,305.42

相关研究

《晶澳科技(002459)：2024 年三季度报点评：Q3 成本改善拉动利润回归，明年盈利修复可期》

2024-10-31

《晶澳科技(002459)：Q2 出货高增，低价单+高成本 N 型致盈利承压》

2024-09-06

晶澳科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	54,939	70,194	88,777	110,035	营业总收入	70,121	70,557	92,415	108,190
货币资金及交易性金融资产	25,089	26,230	42,013	60,129	营业成本(含金融类)	66,979	66,448	83,323	96,626
经营性应收款项	10,704	17,664	18,601	20,545	税金及附加	357	494	554	649
存货	10,571	16,085	17,171	17,257	销售费用	1,078	1,623	1,848	1,947
合同资产	0	494	462	433	管理费用	2,007	2,540	2,772	3,029
其他流动资产	8,575	9,722	10,530	11,671	研发费用	987	917	1,109	1,298
非流动资产	58,019	55,941	49,472	44,883	财务费用	549	1,224	1,835	1,597
长期股权投资	639	779	719	758	加:其他收益	504	423	924	866
固定资产及使用权资产	43,842	40,674	36,716	32,558	投资净收益	(10)	(35)	139	162
在建工程	3,244	3,936	1,081	124	公允价值变动	(249)	25	20	20
无形资产	2,163	2,370	2,491	2,648	减值损失	(3,329)	(1,381)	(779)	(541)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(52)	71	(92)	(108)
长期待摊费用	165	358	516	691	营业利润	(4,972)	(3,587)	1,183	3,441
其他非流动资产	7,966	7,825	7,950	8,103	营业外净收支	(224)	30	20	20
资产总计	112,958	126,136	138,249	154,917	利润总额	(5,196)	(3,557)	1,203	3,461
流动负债	49,976	64,101	74,931	88,535	减:所得税	(101)	(356)	120	346
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,263	17,263	19,263	22,263	净利润	(5,095)	(3,201)	1,083	3,115
经营性应付款项	24,187	30,785	36,710	43,668	减:少数股东损益	(439)	(83)	28	81
合同负债	3,407	5,648	5,718	7,422	归属母公司净利润	(4,656)	(3,118)	1,055	3,034
其他流动负债	12,119	10,405	13,240	15,181	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.41)	(0.94)	0.32	0.92
非流动负债	34,453	36,453	36,453	36,453	EBIT	(1,082)	(1,466)	2,808	4,640
长期借款	14,242	15,565	15,565	15,565	EBITDA	5,404	4,926	9,500	11,595
应付债券	8,624	8,624	8,624	8,624	毛利率(%)	4.48	5.82	9.84	10.69
租赁负债	1,828	2,505	2,505	2,505	归母净利率(%)	(6.64)	(4.42)	1.14	2.80
其他非流动负债	9,760	9,760	9,760	9,760	收入增长率(%)	(14.02)	0.62	30.98	17.07
负债合计	84,429	100,554	111,385	124,988	归母净利润增长率(%)	(166.14)	33.03	133.83	187.64
归属母公司股东权益	27,896	25,032	26,286	29,271					
少数股东权益	633	550	578	659					
所有者权益合计	28,529	25,581	26,864	29,929					
负债和股东权益	112,958	126,136	138,249	154,917					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,347	(1,364)	16,291	19,966	每股净资产(元)	8.27	7.40	7.78	8.68
投资活动现金流	(13,112)	(4,870)	(616)	(2,833)	最新发行在外股份(百万股)	3,310	3,310	3,310	3,310
筹资活动现金流	15,324	7,376	107	982	ROIC(%)	(1.86)	(1.98)	3.55	5.51
现金净增加额	5,809	1,142	15,782	18,116	ROE-摊薄(%)	(16.69)	(12.46)	4.01	10.37
折旧和摊销	6,486	6,392	6,692	6,955	资产负债率(%)	74.74	79.72	80.57	80.68
资本开支	(11,769)	(4,643)	(531)	(2,627)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(8.72)	(13.02)	38.50	13.38
营运资本变动	(2,033)	(7,474)	5,930	7,431	P/B(现价)	1.48	1.66	1.58	1.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>