



晶科能源 (688223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

出货稳居第一，持续巩固技术优势

业绩简评

8 月 27 日公司发布 2025 年中报，上半年实现营收 318 亿元，同比-33%；归母净利润-29.09 亿元，扣非归母净利润-31.75 亿元，同比转亏。其中 Q2 实现营收 180 亿元，同比-26%、环比+30%，实现归母净利润-15.19 亿元、环比（Q1 为-13.90 亿）亏损加深，实现扣非归母净利润-13.09 亿元、环比（Q1 为-18.66 亿）亏损收窄。

经营分析

组件出货稳居行业第一，海外多市场份额领先。上半年公司实现组件出货 41.84 GW，组件出货量继续位列行业第一。公司持续深耕海外传统市场、捕捉海外高增长市场，上半年实现逾 6 成的海外出货，日本市场保持多年出货冠军，沙特市场份额大幅高于同业，在中东、东南亚、拉美等多个新兴市场实现市占率领跑。公司 Q2 组件出货 24.3GW，预计 Q3 出货 20-23GW。

光伏行业“反内卷”扎实推进，有望推动价格及盈利修复。上半年光伏行业供需矛盾凸显，公司经营承压，光伏组件业务毛利率下降至-0.98%。6 月底以来光伏行业“反内卷”扎实推进，多晶硅、硅片、电池片等多个环节价格已上涨，8 月 19 日六部委联合召开光伏产业座谈会，相关光伏制造企业及发电企业参会，预计后续组件价格有望传导上游涨幅、逐步覆盖成本，带动行业盈利修复。

TOPCon 产品持续迭代，技术优势有望破局行业内卷。公司持续推进技术升级，截至报告期末已具备高功率 TOPCon 产能超 20GW，预计 2025 年底将有 40%-50%的产能实现主流版型功率 640W 以上技术升级，2026 年部分主流版型功率达到 650-670W。公司基于 TOPCon 技术的持续创新及产能升级可在投入相对可控的基础上进行功率提升，预计可产生 0.5-1 美分的单瓦溢价，有望带动公司盈利修复，凭借技术优势破局行业内卷。

储能系统有望放量。公司持续精耕储能赛道，上半年 SunTera 大储系统、SunGiga 工商业产品实现多项目交付及产品线迭代升级，2025 年储能系统出货目标 6GWh，有望加速放量带动利润增长。

盈利预测、估值与评级

根据我们最新的产业链价格预测，调整公司 2025-2027 年归母净利润预测至-38.1、18.5、36.9 亿元。光伏“反内卷”推进下盈利有望逐步改善，公司技术优势显著，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化，需求不及预期，行业竞争加剧。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.54 元

相关报告：

- 《晶科能源公司点评：组件出货稳居第一，全球化战略与储能放量提速》，2025.4.30
- 《晶科能源公司点评：盈利能力显著提升，TOPCon 龙头地位稳固》，2024.10.31
- 《晶科能源公司点评：TOPCon 龙头优势渐显，全球化布局提升竞争力》，2024.9.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	118,682	92,471	71,010	85,040	92,951
营业收入增长率	43.55%	-22.08%	-23.21%	19.76%	9.30%
归母净利润(百万元)	7,440	99	-3,806	1,845	3,686
归母净利润增长率	153.41%	-98.67%	N/A	N/A	99.73%
摊薄每股收益(元)	0.744	0.010	-0.380	0.184	0.368
每股经营性现金流净额	2.48	0.79	0.31	1.09	1.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.65%	0.31%	-12.84%	5.96%	11.00%
P/E	11.91	719.08	-14.56	30.04	15.04
P/B	2.58	2.20	1.87	1.79	1.65

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	82,676	118,682	92,471	71,010	85,040	92,951
增长率	43.6%	-22.1%	-23.2%	19.8%	9.3%	
主营业务成本	-74,037	-102,016	-85,684	-70,425	-77,075	-82,326
%销售收入	89.6%	86.0%	92.7%	99.2%	90.6%	88.6%
毛利	8,639	16,665	6,787	585	7,965	10,625
%销售收入	10.4%	14.0%	7.3%	0.8%	9.4%	11.4%
营业税金及附加	-218	-372	-426	-369	-442	-483
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-2,166	-2,609	-1,946	-2,130	-2,381	-2,324
%销售收入	2.6%	2.2%	2.1%	3.0%	2.8%	2.5%
管理费用	-1,914	-2,647	-2,965	-2,272	-2,636	-2,789
%销售收入	2.3%	2.2%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%
研发费用	-1,199	-1,578	-719	-817	-935	-930
%销售收入	1.5%	1.3%	0.8%	1.2%	1.1%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	3,142	9,460	732	-5,003	1,570	4,100
%销售收入	3.8%	8.0%	0.8%	n.a	1.8%	4.4%
财务费用	234	6	-655	-616	-635	-562
%销售收入	-0.3%	0.0%	0.7%	0.9%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-919	-1,436	-1,727	-612	22	-88
公允价值变动收益	56	69	-481	-350	50	50
投资收益	-67	-50	921	-400	50	50
%税前利润	n.a	n.a	-1195.7%	n.a	2.0%	1.0%
营业利润	3,156	9,112	793	-5,531	2,507	5,001
营业利润率	3.8%	7.7%	0.9%	n.a	2.9%	5.4%
营业外收支	-29	-418	-870	-20	-20	-20
税前利润	3,127	8,694	-77	-5,551	2,487	4,981
利润率	3.8%	7.3%	n.a	n.a	2.9%	5.4%
所得税	-191	-1,253	228	1,665	-622	-1,245
所得税率	6.1%	14.4%	n.a	n.a	25.0%	25.0%
净利润	2,936	7,440	151	-3,886	1,865	3,736
少数股东损益	0	0	52	-80	20	50
归属于母公司的净利润	2,936	7,440	99	-3,806	1,845	3,686
净利率	3.6%	6.3%	0.1%	n.a	2.2%	4.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,936	7,440	151	-3,886	1,865	3,736
少数股东损益	0	0	52	-80	20	50
非现金支出	4,015	9,606	9,754	7,626	7,884	8,587
非经营收益	-255	-635	-849	327	908	879
营运资金变动	-2,613	8,406	-1,189	-926	241	-468
经营活动现金净流	4,084	24,816	7,867	3,141	10,898	12,734
资本开支	-14,235	-19,953	-8,893	-6,330	-5,850	-3,850
投资	-465	0	1,189	-295	100	100
其他	-144	-175	-33	-400	50	50
投资活动现金净流	-14,844	-20,128	-7,737	-7,025	-5,700	-3,700
股权募资	9,770	45	1,500	0	0	0
债权募资	1,379	7,515	8,456	2,423	-571	-1,403
其他	536	-4,127	-4,154	230	-1,494	-2,015
筹资活动现金净流	11,685	3,434	5,803	2,653	-2,064	-3,418
现金净流量	1,153	8,692	6,632	-1,231	3,134	5,616

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,985	27,837	30,301	28,963	32,008	37,546
应收款项	24,425	27,785	19,519	19,225	21,719	23,739
存货	17,450	18,216	12,510	12,165	13,588	14,514
其他流动资产	5,386	8,774	6,461	6,115	6,589	6,873
流动资产	67,247	82,611	68,790	66,469	73,904	82,672
%总资产	63.7%	62.5%	56.8%	55.7%	59.3%	64.3%
长期投资	1,748	1,256	985	935	885	835
固定资产	31,924	40,775	44,470	43,603	41,386	36,569
%总资产	30.2%	30.9%	36.7%	36.5%	33.2%	28.4%
无形资产	2,161	3,051	3,006	3,081	3,145	3,217
非流动资产	38,396	49,506	52,319	52,852	50,676	45,907
%总资产	36.3%	37.5%	43.2%	44.3%	40.7%	35.7%
资产总计	105,643	132,117	121,110	119,320	124,579	128,579
短期借款	11,567	9,351	7,570	7,993	7,422	6,019
应付款项	35,860	48,534	32,721	31,722	35,204	36,474
其他流动负债	14,361	13,955	9,799	9,682	10,338	11,632
流动负债	61,789	71,841	50,090	49,397	52,965	54,124
长期贷款	3,179	3,618	14,098	16,098	16,098	16,098
其他长期负债	13,982	22,297	23,002	22,649	23,028	23,239
负债	78,949	97,756	87,189	88,144	92,091	93,460
普通股股东权益	26,694	34,360	32,310	29,645	30,937	33,517
其中：股本	10,000	10,005	10,005	10,005	10,005	10,005
未分配利润	7,698	14,043	11,907	9,243	10,534	13,114
少数股东权益	0	0	1,611	1,531	1,551	1,601
负债股东权益合计	105,643	132,117	121,110	119,320	124,579	128,579

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.294	0.744	0.010	-0.380	0.184	0.368
每股净资产	2.669	3.434	3.229	2.963	3.092	3.350
每股经营现金净流	0.408	2.480	0.786	0.314	1.089	1.273
每股股利	0.000	0.000	0.224	-0.114	0.055	0.111
回报率						
净资产收益率	11.00%	21.65%	0.31%	-12.84%	5.96%	11.00%
总资产收益率	2.78%	5.63%	0.08%	-3.19%	1.48%	2.87%
投入资本收益率	7.11%	14.31%	-2.19%	-5.40%	1.80%	4.60%
增长率						
主营业务收入增长率	103.79%	43.55%	-22.08%	-23.21%	19.76%	9.30%
EBIT 增长率	22.00%	201.12%	-92.27%	-783.83%	-131.38%	161.14%
净利润增长率	157.24%	153.41%	-98.67%	N/A	N/A	99.73%
总资产增长率	44.97%	25.06%	-8.33%	-1.48%	4.41%	3.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.5	60.2	71.2	70.0	65.0	65.0
存货周转天数	75.7	63.8	65.4	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	64.2	67.5	93.2	115.0	110.0	105.0
固定资产周转天数	134.4	113.8	164.3	215.1	168.2	133.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.08%	-16.85%	2.38%	14.67%	2.95%	-17.04%
EBIT 利息保障倍数	-13.4	-1,511.2	1.1	-8.1	2.5	7.3
资产负债率	74.73%	73.99%	71.99%	73.87%	73.92%	72.69%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	4	8	20
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究