

高效组件占比提升，储能放量在即

2025 年 08 月 31 日

► **事件：**2025 年 8 月 28 日，公司发布 2025 年半年报，根据公告，25H1 公司实现营收 318.31 亿元，同比-32.63%；实现归母净利润-29.09 亿元，扣非归母净利润-31.75 亿元。

分季度看，25Q2 公司实现营收 179.88 亿元，同比-25.57%，环比+29.95%；实现归母净利润-15.19 亿元，实现扣非归母净利润-13.09 亿元，Q2 收入环比提升，扣非归母净亏损收窄。公司盈利承压主要系光伏行业主产业链价格整体处于低位，行业一体化各环节利润水平承压所致。

► **出货量保持行业第一，高效产品有望获得高溢价。**截至 25H1，公司 N 型 TigerNeo 系列高效组件全球累计出货量约 200GW，成为公司史上最畅销组件系列，公司也逐渐形成了一批经过技术升级改造的高效先进产能。与此同时，公司实现全球主流光伏市场的出货领先，25H1 共实现光伏组件出货 41.84GW，预计 25Q3 出货为 20-23GW。公司已具备高功率产能超 20GW，预计 2025 年底将有 40%-50%的现有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 水平。基于 N 型 TOPCon 技术的持续创新和现有产能升级，投入相对可控，不涉及新增产能，且凭借为客户带来的更好发电收益预计可产生 0.5-1 美分的单瓦溢价，有利于进一步加速行业产能出清，助力行业“反内卷”，推动行业长期健康发展。

► **加深全球化布局，储能业务开始放量。**公司海外市场持续扩张，25H1 海外出货占比约 60%，公司在中东、东南亚和拉美市占率均处于行业领先地位，新兴市场方面，25H1 巴基斯坦组件出货量已达去年全年水平。此外，公司储能业务今年有望开始放量，上半年公司已实现多项大储、工商储项目交付，预计全年出货有望达到 6GWh，进一步推动光储一体化解决方案部署。

► **投资建议：**预计公司 25-27 年实现营收 666.20/856.40/969.18 亿元，归母净利润分别为-38.68/24.68/40.60 亿元，对应 8 月 29 日收盘价，26-27 年 PE 为 23x/14x。公司为 TOPCon 领先企业，海外渠道与产能布局有望助力公司穿越周期，储能业务有望为公司注入新的活力，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游装机需求不及预期、行业竞争超预期、市场扩张不及预期、资产减值风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	92,471	66,620	85,640	96,918
增长率 (%)	-22.1	-28.0	28.6	13.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	99	-3,868	2,468	4,060
增长率 (%)	-98.7	-4010.2	163.8	64.6
每股收益 (元)	0.01	-0.39	0.25	0.41
PE	573	/	23	14
PB	1.8	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.67 元



分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

相关研究

- 1.晶科能源 (688223.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：出货量维持行业领先，加码储能注入新活力-2025/05/05
- 2.晶科能源 (688223.SH) 2024 年三季报点评：毛利率环比显著改善，拟发行 GDR 加速全球化-2024/11/01
- 3.晶科能源 (688223.SH) 2024 年半年报点评：销售规模行业领先，前瞻性布局海外产能-2024/09/03
- 4.晶科能源 (688223.SH) 2023 年年报点评：出货量位居行业第一，N 型龙头地位稳固-2024/04/23
- 5.晶科能源 (688223.SH) 2023 年三季报点评：业绩超预期，N 型 TOPCon 占比持续提升-2023/10/31

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	92,471	66,620	85,640	96,918
营业成本	85,684	65,242	75,723	84,506
营业税金及附加	426	466	599	678
销售费用	1,946	1,799	2,312	2,617
管理费用	2,965	2,332	2,997	3,392
研发费用	719	600	771	872
EBIT	2,069	-2,686	4,750	6,591
财务费用	655	836	843	746
资产减值损失	-1,458	-830	-830	-830
投资收益	934	-266	0	0
营业利润	793	-4,652	3,034	4,967
营业外收支	-870	-40	-41	-42
利润总额	-77	-4,692	2,993	4,925
所得税	-228	-704	449	739
净利润	151	-3,988	2,544	4,186
归属于母公司净利润	99	-3,868	2,468	4,060
EBITDA	10,096	4,950	12,818	15,086

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	30,301	35,902	44,020	52,924
应收账款及票据	15,820	14,975	19,307	21,876
预付款项	3,390	2,610	3,029	3,380
存货	12,510	11,229	14,663	16,699
其他流动资产	6,770	5,244	5,918	6,318
流动资产合计	68,790	69,959	86,936	101,197
长期股权投资	814	814	814	814
固定资产	41,614	37,476	32,693	27,625
无形资产	2,290	2,490	2,590	2,690
非流动资产合计	52,319	46,923	41,595	36,330
资产合计	121,110	116,882	128,531	137,528
短期借款	2,758	3,225	3,225	3,225
应付账款及票据	32,373	30,904	39,728	44,959
其他流动负债	14,958	12,682	13,705	14,502
流动负债合计	50,090	46,812	56,658	62,686
长期借款	14,098	16,975	16,975	16,975
其他长期负债	23,002	23,161	23,161	23,161
非流动负债合计	37,099	40,137	40,137	40,137
负债合计	87,189	86,949	96,795	102,823
股本	10,005	10,005	10,005	10,005
少数股东权益	1,611	1,492	1,568	1,694
股东权益合计	33,921	29,933	31,737	34,705
负债和股东权益合计	121,110	116,882	128,531	137,528

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	-22.08	-27.96	28.55	13.17
EBIT 增长率	-79.03	-229.85	276.84	38.76
净利润增长率	-98.67	-4010.20	163.79	64.55
盈利能力 (%)				
毛利率	7.34	2.07	11.58	12.81
净利润率	0.11	-5.81	2.88	4.19
总资产收益率 ROA	0.08	-3.31	1.92	2.95
净资产收益率 ROE	0.31	-13.60	8.18	12.30
偿债能力				
流动比率	1.37	1.49	1.53	1.61
速动比率	1.00	1.13	1.17	1.24
现金比率	0.60	0.77	0.78	0.84
资产负债率 (%)	71.99	74.39	75.31	74.77
经营效率				
应收账款周转天数	70.25	70.00	70.00	70.00
存货周转天数	64.55	65.00	65.00	65.00
总资产周转率	0.73	0.56	0.70	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.01	-0.39	0.25	0.41
每股净资产	3.23	2.84	3.02	3.30
每股经营现金流	0.79	0.60	1.30	1.47
每股股利	0.00	0.00	0.07	0.12
估值分析				
PE	573	/	23	14
PB	1.8	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	6.46	13.18	5.09	4.32
股息收益率 (%)	0.00	0.00	1.30	2.15

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	151	-3,988	2,544	4,186
折旧和摊销	8,028	7,636	8,068	8,495
营运资金变动	-1,189	-223	-14	-328
经营活动现金流	7,867	5,995	12,986	14,748
资本开支	-8,893	-2,373	-2,784	-3,290
投资	1,189	63	-50	-50
投资活动现金流	-7,737	-2,573	-2,854	-3,350
股权募资	1,500	0	0	0
债务募资	8,456	3,379	0	0
筹资活动现金流	5,803	2,179	-2,015	-2,492
现金净流量	6,632	5,601	8,118	8,905

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