

晶科能源（688223）

2025 半年报点评：组件出货保持龙一，TOPCon 持续升级

买入（维持）

2025 年 09 月 01 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

证券分析师 徐铖嵘

执业证书：S0600524080007

xucr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	118,682	92,471	68,471	83,265	100,599
同比（%）	43.55	(22.08)	(25.95)	21.61	20.82
归母净利润（百万元）	7,440.48	98.93	(4,226.38)	1,753.51	4,051.06
同比（%）	153.20	(98.67)	(4,372.20)	141.49	131.03
EPS-最新摊薄（元/股）	0.74	0.01	(0.42)	0.18	0.40
P/E（现价&最新摊薄）	7.62	573.44	(13.42)	32.35	14.00

投资要点

- **业绩：**公司 25H1 营收 318.3 亿元，同减 32.6%，归母净利润-29.1 亿元，同减 342.4%，毛利率为-2%，同减 10.6pct，归母净利率-9.1%，同减 11.7pct；其中 25Q2 营收 179.9 亿元，同环比-25.6%/+29.9%，归母净利润-15.2 亿元，同环比-6336.8%/-9.3%，毛利率-1%，同环比-8.6/+2.3pct，归母净利率-8.4%，同环比-8.5/+1.6pct。
- **组件出货稳居龙一、储能出货提升：**公司 25H1 组件出货 41.84GW，保持行业出货第一；对应公司 Q2 出货约 24GW，测算单瓦亏损约 6 分，环比改善约 1-2 分，主要由 Q2 抢装带动组件涨价所致。展望 Q3，公司预计组件出货约 20-23GW，反内卷下行业价格有所回升、等待后续产业盈利有望改善；25 年我们预计公司出货 90-100GW。公司光储协同优势见效明显，储能签单与出货的增速超预期，25H1 储能发货 1.5GWh、超 2024 全年发货量，我们预计全年出货目标约 6GWH。
- **N 型技术保持领先、产能改造持续推进：**25H1 公司 182N 电池效率达 27.02%，创造大面积 N 型单晶钝化接触（TOPCon）电池转换效率新纪录。截至 25H1 公司已具备高功率产能超 20GW，我们预计 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。
- **费用率环比收缩、资本开支压降：**公司 25H1 期间费用 27.7 亿元，同比下降 5.1%，费用率 8.7%，同比上升 2.5pct，其中 Q2 期间费用 12.9 亿元，同环比+19.7%/-12.2%，费用率 7.2%，同环比+2.7/-3.5pct；25H1 经营性净现金流-38.1 亿元，同比上升 135.4%，其中 Q2 经营性现金流-11.9 亿元，同环比下降 57.3%/54.5%；25H1 资本开支 12.2 亿元，同比下降 72.3%，其中 Q2 资本开支 7.2 亿元，同环比-43.2%/+42.3%；25H1 末存货 128.9 亿元，较年初增加 3%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司虽短期价格承压，但随反内卷推进，组件价格企稳回升，我们预计公司 25-27 年归母净利润-42.3/17.5/40.5 亿元（25-26 年前值为 40.8/60.6 亿元，27 年新增预期 40.5 亿元），同比-4372%/+141%/+131%，基于公司组件出货稳居龙头，储能快速放量，N 型技术保持领先且持续突破，同时费用管控趋严、资本开支压降，有望在行业反内卷趋势下率先修复盈利，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧、政策不及预期等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.67
一年最低/最高价	4.85/10.57
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	56,729.50
总市值(百万元)	56,729.50

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.83
资产负债率(% ,LF)	74.07
总股本(百万股)	10,005.20
流通 A 股(百万股)	10,005.20

相关研究

《晶科能源(688223)：2024 年业绩预告点评：Q4 国内占比提升业绩承压，组件出货维持龙一》

2025-01-20

《晶科能源(688223)：出货稳居龙一，保持技术领先优势》

2024-11-12

晶科能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	68,790	61,363	93,910	114,561	营业总收入	92,471	68,471	83,265	100,599
货币资金及交易性金融资产	30,301	28,525	45,909	57,931	营业成本(含金融类)	85,684	69,490	76,348	90,603
经营性应收款项	20,247	18,060	20,636	24,768	税金及附加	426	308	291	352
存货	12,510	10,916	23,009	27,057	销售费用	1,946	1,404	1,499	1,710
合同资产	546	279	416	456	管理费用	2,965	2,054	2,165	2,314
其他流动资产	5,187	3,583	3,941	4,348	研发费用	719	822	833	905
非流动资产	52,319	46,946	42,177	37,164	财务费用	655	633	938	553
长期股权投资	814	649	435	246	加:其他收益	2,448	1,369	1,332	1,509
固定资产及使用权资产	42,017	36,759	32,602	27,606	投资净收益	934	685	999	1,207
在建工程	2,857	3,011	2,461	2,333	公允价值变动	(481)	(510)	(105)	80
无形资产	2,290	2,680	2,804	3,060	减值损失	(1,727)	(970)	(351)	(511)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(459)	(342)	(333)	(402)
长期待摊费用	716	216	266	316	营业利润	793	(6,007)	2,733	6,046
其他非流动资产	3,625	3,631	3,610	3,602	营业外净收支	(870)	5	45	22
资产总计	121,110	108,309	136,087	151,725	利润总额	(77)	(6,002)	2,778	6,068
流动负债	50,090	42,181	67,488	77,857	减:所得税	(228)	(900)	417	910
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,570	7,812	7,812	7,312	净利润	151	(5,102)	2,361	5,158
经营性应付款项	32,373	25,415	43,522	51,382	减:少数股东损益	52	(876)	608	1,106
合同负债	4,966	4,111	11,452	14,496	归属母公司净利润	99	(4,226)	1,754	4,051
其他流动负债	5,180	4,843	4,701	4,667	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.01	(0.42)	0.18	0.40
非流动负债	37,099	37,309	37,419	37,529	EBIT	2,069	(5,607)	2,129	4,715
长期借款	14,098	14,108	14,118	14,128	EBITDA	10,096	1,463	8,251	11,628
应付债券	9,555	9,555	9,555	9,555	毛利率(%)	7.34	(1.49)	8.31	9.94
租赁负债	325	525	625	725	归母净利率(%)	0.11	(6.17)	2.11	4.03
其他非流动负债	13,121	13,121	13,121	13,121	收入增长率(%)	(22.08)	(25.95)	21.61	20.82
负债合计	87,189	79,490	104,907	115,387	归母净利润增长率(%)	(98.67)	(4,372.20)	141.49	131.03
归属母公司股东权益	32,310	28,083	29,837	33,888					
少数股东权益	1,611	736	1,344	2,450					
所有者权益合计	33,921	28,819	31,180	36,338					
负债和股东权益	121,110	108,309	136,087	151,725					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7,867	1,370	19,470	15,008	每股净资产(元)	3.12	2.70	2.88	3.28
投资活动现金流	(7,737)	(1,979)	(993)	(1,584)	最新发行在外股份 (百万股)	10,005	10,005	10,005	10,005
筹资活动现金流	5,803	(616)	(968)	(1,463)	ROIC(%)	(6.60)	(7.55)	2.92	6.10
现金净增加额	6,632	(1,225)	17,509	11,962	ROE-摊薄(%)	0.31	(15.05)	5.88	11.95
折旧和摊销	8,028	7,070	6,122	6,913	资产负债率(%)	71.99	73.39	77.09	76.05
资本开支	(8,893)	(2,304)	(1,317)	(1,878)	P/E (现价&最新股本摊薄)	573.44	(13.42)	32.35	14.00
营运资本变动	(1,189)	(2,849)	10,113	2,212	P/B (现价)	1.82	2.10	1.97	1.73

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>