

晶澳科技 (002459.SZ)

反内卷助力行业反转，股权激励体现扭亏决心

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	81,556	70,121	61,454	69,652	81,270
增长率 yoy (%)	11.7	-14.0	-12.4	13.3	16.7
归母净利润 (百万元)	7,039	-4,656	-3,582	1,010	2,999
增长率 yoy (%)	27.2	-166.1	23.1	128.2	197.0
ROE (%)	18.9	-17.9	-15.0	4.1	11.6
EPS 最新摊薄 (元)	2.13	-1.41	-1.08	0.31	0.91
P/E (倍)	6.0	-9.0	-11.7	41.5	14.0
P/B (倍)	1.2	1.5	1.8	1.8	1.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2025 年 8 月 23 日, 公司发布 2025 年中报, 报告期内公司实现营业收入 239.05 亿元, 同比下降 36.01%, 实现归属上市公司股东净利润 -25.8 亿元, 同比下降 195.13%; 对应 25Q2 单季度实现营收 132.32 亿元, 同比/环比 -38.12%/+23.99%, 实现归母净利润 -9.42 亿元, 亏损程度环比一季度大幅缩窄, 实现毛利率/净利率 -0.95%/-7.28%, 环比 Q1 提升 5.76/8.24 个 pct.

组件出货稳居前列, 产品盈利实现减亏。 得益于自身的全球市场营销服务网络优势和品牌优势, 公司电池组件出货量保持行业前列, 2025 年上半年实现光伏电池组件出货 33.79GW (含自用 119MW), 贡献营收 217.77 亿元, 同比 -38.35%, 实现板块毛利率 -5.98%, 同比下降 10.51 个 pct, 对应测算 25Q2 出货约 18.4GW, 环比 +19.8%, 单瓦亏损 5-6 分钱, 环比减亏约 5 分钱, 主要得益于公司海外高盈利市场出货占比提升、国内抢装拉动出货旺盛以及汇率波动带来汇兑收益增加。

注重现金流与财务健康, 股权激励体现扭亏信心。 报告期内公司经营活动产生的现金流量净额 45.1 亿元, 同比 +342.44%, 其中 Q2 经营活动产生的现金流量净额 37.2 亿元, 环比 +373%, 除了管理效率提升严格控制支出之外, 公司通过产业链优势布局优质电站资产创造稳定现金流, 截至中报末, 公司持有光伏电站规模达 2.72GW, 光伏电站运营业务贡献营收 7.29 亿元, 同比 +20.12%。在当前国家反内卷的强势引导下, 组件订单价格已出现上涨趋势, 公司作为具备多技术差异化产品、全球化布局完整、成本费用控制好的企业有望率先看到业绩改善, 根据公司 2025 年股票期权激励计划, 本次股权激励的考核目标为: 2025 年净利润减亏 $\geq 5\%$ (以 2024 年为基数)、2026 年净利润转正, 显现公司业绩修复决心。

投资建议: 预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 614.54 亿元、696.52 亿元和 812.7 亿元, 实现归母净利润分别为 -35.82 亿元、10.10 亿元、29.99 亿元, 同比增长 23.1%、128.2%、197.0%。对应 EPS 分别为 -1.08、0.31、0.91 元, 当前股价对应 2026-2027 PE 倍数分别为 41.5、14X, 维持“增持”评级。

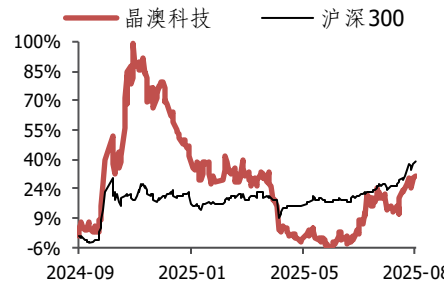
风险提示: 光储装机不及预期、原材料成本波动风险、海外汇兑风险、行业

增持 (维持评级)

股票信息

行业	电力设备及新能源
2025 年 9 月 1 日收盘价 (元)	12.72
总市值 (百万元)	42,099.15
流通市值 (百万元)	42,044.97
总股本 (百万股)	3,309.68
流通股本 (百万股)	3,305.42
近 3 月日均成交额 (百万元)	815.16

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 吴念峻

执业证书编号: S1070524070003

邮箱: wunianjun@cgws.com

分析师 于振洋

执业证书编号: S1070524080002

邮箱: yuzhenyang@cgws.com

相关研究

1、《龙头强者恒强, 产品盈利扭亏为盈》2024-11-05

竞争加剧风险等

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	49132	54939	66643	61148	70288
现金	15988	25089	33690	29618	28863
应收票据及应收账款	9346	9180	7208	12140	11080
其他应收款	911	1208	548	1595	905
预付账款	1990	878	2846	1507	3736
存货	14472	10571	15774	11999	18524
其他流动资产	6425	8013	6576	4289	7180
非流动资产	57457	58019	68440	70432	74268
长期股权投资	899	639	485	245	48
固定资产	36872	41601	51432	50956	52582
无形资产	2263	2163	2337	2522	2728
其他非流动资产	17424	13617	14186	16709	18909
资产总计	106589	112958	135083	131580	144556
流动负债	50266	49976	60003	59821	74577
短期借款	979	8498	4738	6618	5678
应付票据及应付账款	27426	24160	28530	29540	35667
其他流动负债	21862	17318	26735	23662	33232
非流动负债	18319	34453	49591	45714	41381
长期借款	9837	22866	30982	25915	22177
其他非流动负债	8483	11588	18609	19799	19204
负债合计	68585	84429	109594	105534	115958
少数股东权益	2888	633	498	514	658
股本	3316	3310	3310	3310	3310
资本公积	13751	12956	12956	12956	12956
留存收益	17856	11355	8094	8987	11866
归属母公司股东权益	35116	27896	24990	25532	27940
负债和股东权益	106589	112958	135083	131580	144556

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	12414	3347	10117	8002	16348
净利润	7192	-5095	-3716	1025	3143
折旧摊销	3798	6218	5218	6115	6802
财务费用	-360	549	1413	1613	1533
投资损失	71	10	-159	-77	-119
营运资金变动	-1501	-2508	6605	-1318	4391
其他经营现金流	3214	4173	756	643	597
投资活动现金流	-17793	-13112	-17428	-8247	-10549
资本支出	17878	11829	14077	6238	9291
长期投资	-30	44	154	239	197
其他投资现金流	115	-1327	-3505	-2249	-1455
筹资活动现金流	5960	15324	15912	-3827	-6553
短期借款	-809	7519	-3760	1880	-940
长期借款	8060	13029	8117	-5068	-3738
普通股增加	960	-7	0	0	0
资本公积增加	-249	-795	0	0	0
其他筹资现金流	-2002	-4423	11555	-640	-1875
现金净增加额	643	5809	8602	-4073	-755

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	81556	70121	61454	69652	81270
营业成本	67164	66979	60593	63878	71729
营业税金及附加	422	357	278	251	325
销售费用	989	1078	845	766	1006
管理费用	2345	2007	1291	1045	1625
研发费用	1142	987	768	836	996
财务费用	-360	549	1413	1613	1533
资产和信用减值损失	-2419	-3329	-795	-572	-493
其他收益	733	504	527	588	213
公允价值变动收益	126	-249	-62	19	-21
投资净收益	-71	-10	159	77	119
资产处置收益	-110	-52	-106	-89	-83
营业利润	8114	-4972	-4012	1286	3791
营业外收入	21	28	33	27	29
营业外支出	92	252	181	175	203
利润总额	8043	-5196	-4160	1138	3617
所得税	850	-101	-444	112	474
净利润	7192	-5095	-3716	1025	3143
少数股东损益	153	-439	-135	15	144
归属母公司净利润	7039	-4656	-3582	1010	2999
EBITDA	11983	1514	2286	8657	11708
EPS (元/股)	2.13	-1.41	-1.08	0.31	0.91

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	11.7	-14.0	-12.4	13.3	16.7
营业利润 (%)	25.5	-161.3	19.3	132.0	194.8
归属母公司净利润 (%)	27.2	-166.1	23.1	128.2	197.0
获利能力					
毛利率 (%)	17.6	4.5	1.4	8.3	11.7
净利率 (%)	8.8	-7.3	-6.0	1.5	3.9
ROE (%)	18.9	-17.9	-15.0	4.1	11.6
ROIC (%)	14.1	-6.7	-3.2	2.8	5.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	64.3	74.7	81.1	80.2	80.2
净负债比率 (%)	1.9	55.2	99.6	110.1	88.7
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9
速动比率	0.5	0.7	0.8	0.8	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	9.3	7.7	8.5	8.6	8.4
应付账款周转率	9.6	7.2	2.8	3.0	2.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.13	-1.41	-1.08	0.31	0.91
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.75	1.01	3.06	2.42	4.94
每股净资产 (最新摊薄)	10.45	8.27	7.19	7.23	7.86
估值比率					
P/E	6.0	-9.0	-11.7	41.5	14.0
P/B	1.2	1.5	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	3.8	38.5	28.6	7.8	5.5

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031

传真：86-10-88366686