

公司研究 | 点评报告 | 晶科能源（688223.SH）

Q2 毛利率环比大幅修复，上半年储能发货超预期

报告要点

晶科能源发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现收入 318.31 亿元，同比下降 32.63%；归母净利润-29.09 亿元；其中，2025Q2 实现收入 179.88 亿元，同比下降 25.57%，环比增长 29.95%；归母净利润-15.19 亿元；扣非归母净利润-13.09 亿元，环比改善 5.57 亿元。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001
SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



王耀

SAC: S0490524120006



任佳惠

SAC: S0490524070005



申浩树

SAC: S0490525060004

晶科能源 (688223.SH)

2025-09-04

Q2 毛利率环比大幅修复，上半年储能发货超预期

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

晶科能源发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现收入 318.31 亿元，同比下降 32.63%；归母净利润-29.09 亿元；其中，2025Q2 实现收入 179.88 亿元，同比下降 25.57%，环比增长 29.95%；归母净利润-15.19 亿元；扣非归母净利润-13.09 亿元，环比改善 5.57 亿元。

事件评论

- 2025 年上半年，公司实现组件出货 41.84GW，出货量稳居全球第一，海外出货占比超 6 成。其中 2025Q2 由于需求旺季拉动，出货量为 24.3GW。2025 年上半年，公司储能签单与出货的增速超预期，凭借卓越的产品性能与市场表现，公司连续多个季度荣登 BNEF Tier1 一级储能厂商名录，获得客户与市场的广泛认可。盈利层面，受益于产业链涨价影响，公司 Q2 环比 Q1 减亏，2025Q2 毛利率为-1.02%，环比提升 2.27pct，扣非单瓦净利大幅减亏，Q2 测算亏损在 5-6 分/W。
- 财务数据方面，随着出货规模扩大，公司销售、管理、财务费用率均有所降低，2025Q2 公司期间费用率为 7.19%，环比降低 3.45pct。在手货币资金为 298 亿元，资金较为充裕。
- 展望后续，公司已具备高功率组件产能超 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，640W+产品有望较传统产品产生单瓦 0.5-1 美分溢价，保障公司盈利。2025Q3 公司规划出货 20-23GW，更加聚焦于价格与盈利修复，且受《大美丽法案》落地影响，预计出货有望加速，保障公司 Q3 利润。全年公司储能计划完成 6GWh 出货目标，光储一体化企业布局初现，后续有望打造成为第二成长曲线。

公司基础数据

当前股价(元)	5.67
总股本(万股)	1,000,520
流通A股/B股(万股)	1,000,520/0
每股净资产(元)	2.83
近12月最高/最低价(元)	10.57/4.85

注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《24 年资产负债率优化，25 年产能升级保障溢价及订单》2025-05-08
- 《美国出货规模超预期，资本结构持续优化》2024-11-12
- 《出货量延续第一，费用管控优异》2024-09-09

风险提示

- 1、竞争格局恶化；
- 2、光伏装机不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、竞争格局恶化。行业产能投放较为积极，如果行业产能释放节奏超出预期，行业竞争或加剧，盈利或有收缩。
- 2、光伏装机不及预期。如果因消纳压力、政策波动等因素导致全球光伏装机增速不达预期，各环节企业出货将相应减少。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	92471	71163	85902	100587	货币资金	30301	34743	41368	57363
营业成本	85684	71163	78212	90858	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6787	0	7690	9730	应收账款	13524	10197	13664	8688
%营业收入	7%	0%	9%	10%	存货	12510	11211	10514	9676
营业税金及附加	426	213	258	302	预付账款	3390	3202	3128	3634
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	9066	5398	7040	6114
销售费用	1946	712	859	1006	流动资产合计	68790	64752	75715	85476
%营业收入	2%	1%	1%	1%	长期股权投资	814	814	814	814
管理费用	2965	1281	1203	1207	投资性房地产	91	91	91	91
%营业收入	3%	2%	1%	1%	固定资产合计	41614	39504	37344	35134
研发费用	719	1067	1289	1509	无形资产	2290	2390	2490	2590
%营业收入	1%	2%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	655	2126	1491	1928	递延所得税资产	3214	3214	3214	3214
%营业收入	1%	3%	2%	2%	其他非流动资产	4297	3997	3647	3247
加: 资产减值损失	-1458	-500	-550	-600	资产总计	121110	114761	123314	130566
信用减值损失	-269	0	0	0	短期贷款	2758	2758	2758	2758
公允价值变动收益	-481	0	0	0	应付款项	21183	16375	20559	19823
投资收益	934	1000	258	20	预收账款	0	0	0	0
营业利润	793	-4117	3072	4104	应付职工薪酬	894	854	860	954
%营业收入	1%	-6%	4%	4%	应交税费	1217	498	558	604
营业外收支	-870	0	0	0	其他流动负债	24038	25402	26939	31094
利润总额	-77	-4117	3072	4104	流动负债合计	50090	45887	51675	55232
%营业收入	0%	-6%	4%	4%	长期借款	14098	14098	14098	14098
所得税费用	-228	-412	307	410	应付债券	9555	9555	9555	9555
净利润	151	-3705	2765	3694	递延所得税负债	31	31	31	31
归属于母公司所有者的净利润	99	-3705	2765	3694	其他非流动负债	13415	13415	13415	13415
少数股东损益	52	0	0	0	负债合计	87189	82986	88774	92332
EPS (元)	0.01	-0.37	0.28	0.37	归属于母公司所有者权益	32310	30164	32929	36623
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	1611	1611	1611	1611
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	33921	31775	34540	38234
经营活动现金流净额	7867	4404	8874	18467	负债及股东权益	121110	114761	123314	130566
取得投资收益收回现金	168	1000	258	20	基本指标				
长期股权投资	263	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-8893	-1029	-1014	-999	每股收益	0.01	-0.37	0.28	0.37
其他	725	0	0	0	每股经营现金流	0.79	0.44	0.89	1.85
投资活动现金流净额	-7737	-29	-756	-979	市盈率	711.00	—	20.52	15.36
债券融资	374	0	0	0	市净率	2.20	1.88	1.72	1.55
股权融资	1500	0	0	0	EV/EBITDA	7.17	153.83	6.07	3.25
银行贷款增加 (减少)	6982	0	0	0	总资产收益率	0.1%	-3.2%	2.2%	2.8%
筹资成本	-2601	-1492	-1492	-1492	净资产收益率	0.3%	-12.3%	8.4%	10.1%
其他	-452	0	0	0	净利率	0.1%	-5.2%	3.2%	3.7%
筹资活动现金流净额	5803	-1492	-1492	-1492	资产负债率	72.0%	72.3%	72.0%	70.7%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	5933	2882	6625	15995	总资产周转率	0.73	0.60	0.72	0.79

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。