

晶澳科技 (002459.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

亏损环比持稳，经营现金流持续正流入

业绩简评

10 月 30 日公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 368 亿元，同比-32%；实现归母净利润-35.5 亿元、扣非归母净利润-34.5 亿元，亏损同比加深。其中 Q3 实现营收 129 亿元，同比-24%、环比-3%，实现归母净利润-9.73 亿元，同比转亏，环比基本持平（Q2 为-9.42 亿元）。

经营分析

出货环比持平，海外占比维持较高水平。前三季度公司电池组件出货量 51.96GW（含自用 139MW），其中组件海外出货量占比 49.78%，维持较高水平；测算公司 Q3 电池组件出货 18.2GW，环比基本持平。

原材料涨价背景下盈利维持平稳。三季度产业链上游价格显著上涨，但电池组件环节并未完全顺价，据硅业分会及 InfoLink，Q3 国内多晶硅/硅片/电池片/组件价格涨幅分别为 56%/50%/36%/2%，电池组件环节经营承压。公司凭借精益管理维持盈利平稳，Q3 实现销售毛利率-0.88%，环比略回升 0.1 PCT，测算组件单位亏损环比持平。

经营性现金流持续为正，在手现金充足，启动 H 股发行提升综合竞争力。公司现金管理能力优秀，经营承压背景下持续维持现金净流入，Q3 在亏损背景下实现经营活动现金净流入 1.87 亿元。截至报告期末公司货币资金余额 242 亿元，在手现金充足助力公司穿越周期。此外，公司已启动发行境外上市外资股（H 股）股票并申请在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市工作，有望提高公司资本实力和综合竞争力。

股权激励彰显扭亏信心，“反内卷”有望推动产业链景气度修复。公司 2025 年股票期权激励计划行权条件要求，2025 年净利润减亏不低于 5%、2026 年净利润回正，充分彰显扭亏信心。6 月底以来光伏行业反内卷推进，预计后续随着下游价格传导，产业链景气度有望修复，带动公司电池组件盈利持续改善。

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-44、19、36 亿元。公司为一体化龙头，存量 PERC 产能减值计提较为充分，在手现金充裕抗风险能力较强，光伏“反内卷”推进下盈利有望逐步改善，股权激励彰显扭亏信心，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

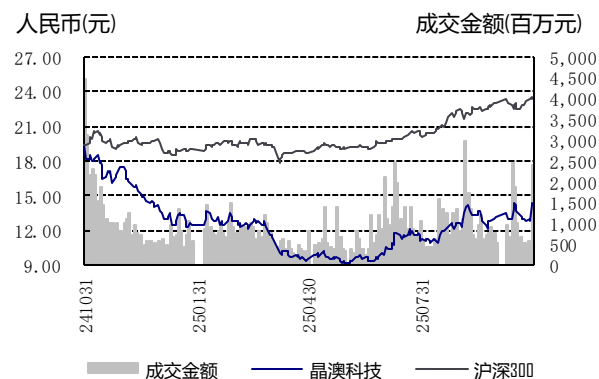
分析师：张嘉文（执业 S1130523090006）

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价（人民币）：14.35 元

相关报告：

- 《晶澳科技公司点评：亏损显著收窄，股权激励彰显信心》，2025.8.23
- 《晶澳科技公司点评：充分减值轻装上阵，加速海外产能布局》，2025.4.25
- 《晶澳科技公司点评：产能爬坡影响消除，盈利提升大超预期》，2024.10.31



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	81,556	70,121	50,000	59,120	63,931
营业收入增长率	11.74%	-14.02%	-28.69%	18.24%	8.14%
归母净利润(百万元)	7,039	-4,656	-4,398	1,873	3,642
归母净利润增长率	27.23%	-166.14%	-5.55%	N/A	94.47%
摊薄每股收益(元)	2.123	-1.407	-1.329	0.566	1.101
每股经营性现金流净额	3.74	1.01	-1.11	2.39	3.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.05%	-16.69%	-17.98%	7.17%	12.38%
P/E	9.76	-9.77	-10.80	25.36	13.04
P/B	1.96	1.63	1.94	1.82	1.61

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	72,989	81,556	70,121	50,000	59,120	63,931
增长率	11.7%	-14.0%	-28.7%	18.2%	8.1%	
主营业务成本	-62,205	-66,773	-66,979	-50,940	-52,861	-55,797
%销售收入	85.2%	81.9%	95.5%	101.9%	89.4%	87.3%
毛利	10,785	14,783	3,141	-940	6,260	8,134
%销售收入	14.8%	18.1%	4.5%	n.a	10.6%	12.7%
营业税金及附加	-242	-422	-357	-350	-355	-320
%销售收入	0.3%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%
销售费用	-1,050	-1,380	-1,078	-1,000	-1,064	-1,023
%销售收入	1.4%	1.7%	1.5%	2.0%	1.8%	1.6%
管理费用	-1,708	-2,345	-2,007	-1,650	-1,833	-1,918
%销售收入	2.3%	2.9%	2.9%	3.3%	3.1%	3.0%
研发费用	-1,007	-1,142	-987	-650	-769	-831
%销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	6,778	9,494	-1,287	-4,590	2,239	4,043
%销售收入	9.3%	11.6%	n.a	n.a	3.8%	6.3%
财务费用	529	360	-549	-114	-608	-534
%销售收入	-0.7%	-0.4%	0.8%	0.2%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-1,144	-2,419	-3,329	-525	-168	-115
公允价值变动收益	-199	126	-249	250	0	0
投资收益	317	-71	-10	-250	80	150
%税前利润	5.0%	n.a	n.a	n.a	3.8%	3.7%
营业利润	6,468	8,114	-4,972	-4,679	2,093	4,093
营业利润率	8.9%	9.9%	n.a	n.a	3.5%	6.4%
营业外收支	-150	-71	-224	15	10	10
税前利润	6,317	8,043	-5,196	-4,664	2,103	4,103
利润率	8.7%	9.9%	n.a	n.a	3.6%	6.4%
所得税	-778	-850	101	187	-210	-410
所得税率	12.3%	10.6%	n.a	n.a	10.0%	10.0%
净利润	5,540	7,192	-5,095	-4,478	1,893	3,692
少数股东损益	7	153	-439	-80	20	50
归属于母公司的净利润	5,533	7,039	-4,656	-4,398	1,873	3,642
净利率	7.6%	8.6%	n.a	n.a	3.2%	5.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	5,540	7,192	-5,095	-4,478	1,893	3,692
少数股东损益	7	153	-439	-80	20	50
非现金支出	4,203	6,430	9,815	6,780	5,979	5,471
非经营收益	-73	76	660	554	836	738
营运资金变动	-1,484	-1,285	-2,033	-6,543	-787	1,337
经营活动现金净流	8,186	12,414	3,347	-3,687	7,922	11,238
资本开支	-7,660	-17,777	-11,769	-547	-4,140	-5,140
投资	-51	227	251	-433	0	0
其他	495	-243	-1,594	-250	80	150
投资活动现金净流	-7,215	-17,793	-13,112	-1,231	-4,060	-4,990
股权募资	7,911	1,195	144	515	0	0
债权募资	-5,046	7,982	20,279	422	-1,128	-1,535
其他	-4,340	-3,216	-5,099	-528	-1,164	-1,312
筹资活动现金净流	-1,476	5,960	15,324	410	-2,291	-2,847
现金净流量	-410	643	5,809	-4,508	1,571	3,402

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,183	15,988	25,089	20,270	21,583	24,770
应收款项	9,895	11,089	11,034	10,421	11,681	11,764
存货	11,909	14,472	10,571	9,525	9,834	10,380
其他流动资产	4,168	7,583	8,245	6,642	6,681	6,736
流动资产	38,156	49,132	54,939	46,858	49,778	53,650
%总资产	52.7%	46.1%	48.6%	46.7%	49.0%	51.0%
长期投资	806	1,375	981	1,665	1,665	1,665
固定资产	24,053	46,606	44,828	41,597	39,907	39,698
%总资产	33.2%	43.7%	39.7%	41.5%	39.3%	37.8%
无形资产	1,732	2,686	2,328	2,268	2,355	2,409
非流动资产	34,193	57,457	58,019	53,475	51,764	51,508
%总资产	47.3%	53.9%	51.4%	53.3%	51.0%	49.0%
资产总计	72,349	106,589	112,958	100,333	101,541	105,158
短期借款	3,692	1,803	10,263	7,743	6,615	5,081
应付款项	24,175	41,795	34,392	27,561	27,582	29,098
其他流动负债	7,130	6,668	5,321	3,281	3,976	4,351
流动负债	34,997	50,266	49,976	38,586	38,172	38,530
长期贷款	1,777	1,477	14,242	18,562	18,562	18,562
其他长期负债	5,411	16,842	20,211	18,179	18,094	18,025
负债	42,185	68,585	84,429	75,326	74,829	75,117
普通股股东权益	27,505	35,116	27,896	24,454	26,139	29,418
其中：股本	2,356	3,316	3,310	3,310	3,310	3,310
未分配利润	10,816	17,072	10,572	6,614	8,300	11,578
少数股东权益	2,659	2,888	633	553	573	623
负债股东权益合计	72,349	106,589	112,958	100,333	101,541	105,158

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.348	2.123	-1.407	-1.329	0.566	1.101
每股净资产	11.673	10.589	8.429	7.389	7.898	8.888
每股经营现金净流	3.474	3.743	1.011	-1.114	2.394	3.396
每股股利	0.000	0.200	0.240	-0.133	0.057	0.110
回报率						
净资产收益率	20.12%	20.05%	-16.69%	-17.98%	7.17%	12.38%
总资产收益率	7.65%	6.60%	-4.12%	-4.38%	1.84%	3.46%
投入资本收益率	16.49%	16.86%	-2.04%	-7.32%	3.32%	5.82%
增长率						
主营业务收入增长率	76.72%	11.74%	-14.02%	-28.69%	18.24%	8.14%
EBIT 增长率	95.54%	40.06%	-113.56%	256.55%	-148.79%	80.52%
净利润增长率	171.40%	27.23%	-166.14%	-5.55%	N/A	94.47%
总资产增长率	27.00%	47.33%	5.97%	-11.18%	1.20%	3.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.0	39.2	47.2	59.0	55.0	50.0
存货周转天数	58.3	72.1	68.2	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	31.5	38.2	50.8	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	107.3	165.0	216.5	281.4	228.2	210.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.26%	-11.47%	28.18%	59.13%	46.22%	25.38%
EBIT 利息保障倍数	-12.8	-26.4	-2.3	-40.2	3.7	7.6
资产负债率	58.31%	64.35%	74.74%	75.08%	73.69%	71.43%

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	5	12	24
增持	0	0	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.29	1.29	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-31	买入	22.72	N/A
2	2024-04-30	买入	15.00	N/A
3	2024-09-01	买入	9.89	N/A
4	2024-10-31	买入	17.56	N/A
5	2025-04-25	买入	9.60	N/A
6	2025-08-23	买入	12.27	N/A

来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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