

晶科能源（688223）

2025 年三季报点评：毛利率转正、大幅减亏，TOPCon 持续升级

买入（维持）

2025 年 10 月 31 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

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	118,682	92,471	61,488	83,265	100,599
同比（%）	43.55	(22.08)	(33.51)	35.42	20.82
归母净利润（百万元）	7,440.48	98.93	(4,116.34)	1,122.61	3,536.15
同比（%）	153.20	(98.67)	(4,260.96)	127.27	214.99
EPS-最新摊薄（元/股）	0.74	0.01	(0.41)	0.11	0.35
P/E（现价&最新摊薄）	7.62	573.44	(13.78)	50.53	16.04

投资要点

■ **事件：**公司 25 年 Q1-3 营收 479.9 亿元，同-33.1%，归母净利润-39.2 亿元，同-422.7%，毛利率-0.1%，同-9.7pct，归母净利率-8.2%，同-9.9pct。其中 25 年 Q3 营收 161.5 亿元，同环比-34.1%/-10.2%，归母净利润-10.1 亿元，同环比-6900.6%/-33.4%，毛利率 3.8%，同环比-8.1/+4.8pct，归母净利率-6.3%，同环比-6.3/+2.2pct。

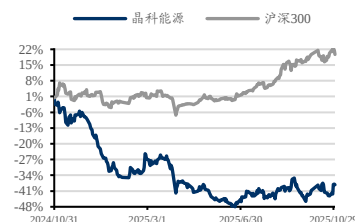
■ **25Q3 毛利率转正、大幅减亏，TOPCon 功率持续升级。**公司 25Q1-3 组件出货 61-62GW，其中根据我们测算，Q3 出货 20GW，若冲回 6 亿的资产减值，则测算单瓦亏损约 2 分，环比改善约 4 分，原因：1）根据我们测算，美国出货由 Q2 的 0.6-0.7GW 提升至 1.3GW，贡献约 3-4 亿利润；2）进行高功率升级改造，640W+组件溢价明显；3）提前储备部分硅料库存平滑成本。25 年我们预计公司出货 80-90GW。我们预计 25 年底将有 40%-50%的现有产能实现功率 640W+技术升级，有望拉动 26 年盈利大幅改善。

■ **公司资本开支收缩，经营质量提升。**公司 25 年 Q1-3 期间费用 43.5 亿元，同-14.7%，费用率 9.1%，同+2pct，其中 Q3 期间费用 15.9 亿元，费用率 9.8%，同环比+0.9/+2.6pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流-13.4 亿元，同+267.8%，其中 Q3 经营性现金流 24.7 亿元；25 年 Q1-3 资本开支 19.3 亿元，同-66.2%，其中 Q3 资本开支 7.1 亿元；25 年 Q3 末存货 149.4 亿元，较年初+19.4%。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到原材料价格波动及出口政策影响等因素，我们上调公司 25 年盈利预测为-41.2（原值为-42.3）亿元，同比-4260%；下调公司 26-27 年盈利预测为 11.2/35.4（原值为 17.5/40.5）亿元，同比 127%/215%，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、竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.81
一年最低/最高价	4.85/9.51
市净率(倍)	2.13
流通 A 股市值(百万元)	58,130.23
总市值(百万元)	58,130.23

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.73
资产负债率(% ,LF)	74.48
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)：2025 半年报点评：组件出货保持龙一，TOPCon 持续升级》

2025-09-01

《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	57,776	93,264	113,042	营业总收入	92,471	61,488	83,265	100,599
货币资金及交易性金融资产	30,301	28,491	45,262	56,512	营业成本(含金融类)	85,684	61,059	76,348	90,310
经营性应收款项	20,247	16,012	20,636	24,756	税金及附加	426	307	375	453
存货	12,510	9,555	23,009	26,969	销售费用	1,946	1,660	1,915	2,012
合同资产	546	251	416	456	管理费用	2,965	1,906	2,331	2,515
其他流动资产	5,187	3,467	3,941	4,348	研发费用	719	830	999	1,006
非流动资产	52,319	46,946	42,177	37,164	财务费用	655	839	938	560
长期股权投资	814	649	435	246	加:其他收益	2,448	1,230	1,457	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	(215)	416	503
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)	(1,210)	(351)	(511)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(459)	(31)	(42)	(50)
长期待摊费用	716	216	266	316	营业利润	793	(5,851)	1,734	5,274
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	104,722	135,441	150,206	利润总额	(77)	(5,846)	1,779	5,296
流动负债	50,090	38,391	67,488	77,641	减:所得税	(228)	(877)	267	794
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	(4,969)	1,512	4,502
经营性应付款项	32,373	22,334	43,522	51,216	减:少数股东损益	52	(853)	389	966
合同负债	4,966	3,612	11,452	14,450	归属母公司净利润	99	(4,116)	1,123	3,536
其他流动负债	5,180	4,633	4,701	4,663	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.01	(0.41)	0.11	0.35
非流动负债	37,099	37,309	37,419	37,529	EBIT	2,069	(4,276)	1,296	4,303
长期借款	14,098	14,108	14,118	14,128	EBITDA	10,096	2,795	7,418	11,216
应付债券	9,555	9,555	9,555	9,555	毛利率(%)	7.34	0.70	8.31	10.23
租赁负债	325	525	625	725	归母净利率(%)	0.11	(6.69)	1.35	3.52
其他非流动负债	13,121	13,121	13,121	13,121	收入增长率(%)	(22.08)	(33.51)	35.42	20.82
负债合计	87,189	75,700	104,907	115,170	归母净利润增长率(%)	(98.67)	(4,260.96)	127.27	214.99
归属母公司股东权益	32,310	28,263	29,386	32,922					
少数股东权益	1,611	759	1,148	2,114					
所有者权益合计	33,921	29,022	30,534	35,036					
负债和股东权益	121,110	104,722	135,441	150,206					

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	1,924	19,149	14,588	每股净资产(元)	3.12	2.72	2.83	3.18
投资活动现金流	(7,737)	(2,568)	(1,284)	(1,936)	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)	(5.75)	1.78	5.65
现金净增加额	6,632	(1,259)	16,896	11,190	ROE-摊薄(%)	0.31	(14.56)	3.82	10.74
折旧和摊销	8,028	7,070	6,122	6,913	资产负债率(%)	71.99	72.29	77.46	76.67
资本开支	(8,893)	(1,992)	(1,026)	(1,526)	P/E (现价&最新股本摊薄)	573.44	(13.78)	50.53	16.04
营运资本变动	(1,189)	(3,256)	10,350	2,095	P/B (现价)	1.82	2.09	2.00	1.78

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>