

晶科能源 (688223.SH)

2025 年三季报点评：毛利率转正，组件出货领先

2025 年 10 月 30 日，公司披露三季报。前三季度，公司实现营业收入 479.9 亿元，同比下滑 33.1%；归母净利润为-39.2 亿元；毛利率为-0.1%。第三季度，公司实现营收 161.5 亿元；归母净利润为-10.1 亿元，环比收窄 33.4%；毛利率回升至 3.755%，环比提升 4.77%。

毛利率转正，亏损大幅收窄。第三季度毛利率达 3.755%，环比提升 4.77 个百分点，主要得益于高功率组件出货占比提升、美国及中东高溢价市场订单增加。前三季度累计净亏损 39.20 亿元；单季度净亏损 9.72 亿元，较第二季度的 15.11 亿元收窄超 35%，显示盈利修复动能增强。

经营性现金流显著改善，费用管控与资本开支收缩。第三季度经营性现金流净额达 24.71 亿元，扭转上半年累计-38.12 亿元的被动局面，全年经营性现金流有望转正，反映公司回款能力与运营效率提升。前三季度期间费用 43.5 亿元，同比下降 14.7%；资本开支 20.15 亿元，同比减少 65.2%，公司聚焦产能升级，经营质量持续优化。

组件出货领先，储能业务高速增长。前三季度，公司实现光伏组件出货量 61.85GW，稳居全球第一。公司持续推进 N 型 TOPCon 技术的规模化应用，高功率产能占比显著提升。同时公司精耕储能业务，前三季度公司储能产品发货量快速增长，向储能全年 6GWh 发货目标稳步推进。

盈利预测：基于公司组件龙头地位、行业处于加速出清阶段等因素，预计公司 2025-2027 年归母净利润为-44.73/23.55/42.33 亿元，同比增长-4621.2%/152.6%/79.8%。“反内卷”政策持续推进，光伏产业链各环节盈利修复，维持“增持”评级。

风险提示：行业竞争技术迭代风险；需求不及预期。

增持（维持）

股票信息

行业	光伏设备
前次评级	增持
11 月 03 日收盘价（元）	6.11
总市值（百万元）	61,131.79
总股本（百万股）	10,005.20
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	124.46

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

相关研究

- 《晶科能源 (688223.SH)：2024 一季报点评：至暗时刻业绩承压，高效 TOPCon 构筑壁垒》 2024-05-04
- 《晶科能源 (688223.SH)：N 型 TOPCon 效率再突破，一体化结构持续优化》 2023-11-02
- 《晶科能源 (688223.SH)：N 型组件产销快速增长，全年组件出货量指引上修》 2023-08-17

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	118,682	92,471	62,171	73,236	84,831
增长率 yoy (%)	43.6	-22.1	-32.8	17.8	15.8
归母净利润（百万元）	7,440	99	-4,473	2,355	4,233
增长率 yoy (%)	153.2	-98.7	-4,621.2	152.6	79.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.74	0.01	-0.45	0.24	0.42
净资产收益率 (%)	21.7	0.3	-16.1	7.8	12.3
P/E (倍)	8.2	617.9	—	26.0	14.4
P/B (倍)	1.8	1.9	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 11 月 03 日收盘价

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	82611	68790	63577	76829	94462
现金	27837	30301	36676	47834	62100
应收票据及应收账款	26221	15820	10636	12529	14513
其他应收款	1130	2662	1790	2109	2442
预付账款	4611	3390	2521	2643	3012
存货	18216	12510	8302	7753	8114
其他流动资产	4597	4108	3652	3961	4280
非流动资产	49506	52319	44141	35718	27295
长期投资	1077	814	814	814	814
固定资产	37001	41614	32691	23768	14845
无形资产	2432	2290	2290	2290	2290
其他非流动资产	8995	7601	8346	8846	9346
资产总计	132117	121110	107718	112547	121757
流动负债	71841	50090	44367	47317	52751
短期借款	6256	2758	3758	4758	5758
应付票据及应付账款	48279	32373	24073	25238	28762
其他流动负债	17306	14958	16536	17320	18231
非流动负债	25915	37099	33989	33489	32989
长期借款	3618	14098	13598	13098	12598
其他非流动负债	22297	23002	20392	20392	20392
负债合计	97756	87189	78356	80806	85740
少数股东权益	0	1611	1566	1590	1633
股本	10005	10005	10005	10005	10005
资本公积	9029	9022	9022	9022	9022
留存收益	14434	12299	7807	10161	14395
归属母公司股东权益	34360	32310	27796	30150	34384
负债和股东权益	132117	121110	107718	112547	121757

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	24816	7867	4610	11934	14938
净利润	7440	151	-4518	2378	4276
折旧摊销	8170	8028	8923	8923	8923
财务费用	173	839	1387	1387	1387
投资损失	47	-948	-870	-1025	-1188
营运资金变动	8406	-1189	64	-1023	187
其他经营现金流	581	986	-376	1294	1351
投资活动现金流	-20128	-7737	1370	111	216
资本支出	-19953	-8893	741	-814	-871
长期投资	0	1189	-100	-100	-100
其他投资现金流	-175	-33	729	1025	1188
筹资活动现金流	3434	5803	415	-887	-887
短期借款	-3876	-3498	1000	1000	1000
长期借款	440	10479	-500	-500	-500
普通股增加	5	0	0	0	0
资本公积增加	295	-7	0	0	0
其他筹资现金流	6570	-1171	-85	-1387	-1387
现金净增加额	8692	6632	6375	11158	14266

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	118682	92471	62171	73236	84831
营业成本	103023	85684	63715	66800	76126
营业税金及附加	372	426	286	337	391
营业费用	1602	1946	1308	1465	1612
管理费用	2647	2965	1989	2270	2545
研发费用	1578	719	484	570	660
财务费用	-6	655	1020	1020	1020
资产减值损失	-1324	-1458	-1000	-1000	-1000
其他收益	1174	2448	1865	2197	2545
公允价值变动收益	69	-481	20	20	20
投资净收益	-48	934	870	1025	1188
资产处置收益	-114	-459	-309	-364	-421
营业利润	9112	793	-5184	2653	4809
营业外收入	53	71	300	300	300
营业外支出	471	941	250	250	250
利润总额	8694	-77	-5134	2703	4859
所得税	1253	-228	-616	324	583
净利润	7440	151	-4518	2378	4276
少数股东损益	0	52	-45	24	43
归属母公司净利润	7440	99	-4473	2355	4233
EBITDA	18036	10096	4809	12645	14802
EPS (元/股)	0.74	0.01	-0.45	0.24	0.42

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	43.6	-22.1	-32.8	17.8	15.8
营业利润(%)	188.7	-91.3	-753.7	151.2	81.3
归属母公司净利润(%)	153.2	-98.7	-4621.2	152.6	79.8
获利能力					
毛利率(%)	13.2	7.3	-2.5	8.8	10.3
净利率(%)	6.3	0.1	-7.2	3.2	5.0
ROE(%)	21.7	0.3	-16.1	7.8	12.3
ROIC(%)	14.8	-6.2	-5.5	4.8	7.1
偿债能力					
资产负债率(%)	74.0	72.0	72.7	71.8	70.4
净负债比率(%)	-14.9	3.7	-2.4	-35.8	-69.8
流动比率	1.1	1.4	1.4	1.6	1.8
速动比率	0.8	1.0	1.1	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.7	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	6.1	5.1	5.5	7.4	7.3
应付账款周转率	5.5	3.9	3.5	4.1	4.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.01	-0.45	0.24	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	2.48	0.79	0.46	1.19	1.49
每股净资产(最新摊薄)	3.43	3.23	2.78	3.01	3.44
估值比率					
P/E	8.2	617.9	—	26.0	14.4
P/B	1.8	1.9	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	4.6	7.2	12.6	3.9	2.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 11 月 03 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com