

晶澳科技 (002459)

2025 年年报 & 2026 年一季报点评: 出货量居行业前列, 海外新产能开始释放

买入 (维持)

2026 年 04 月 29 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

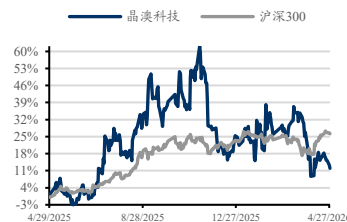
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	70,121	49,129	51,163	59,409	69,208
同比 (%)	(14.02)	(29.94)	4.14	16.12	16.50
归母净利润 (百万元)	(4,655.94)	(4,608.26)	285.59	1,451.62	3,268.58
同比 (%)	(166.14)	1.02	106.20	408.28	125.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	(1.41)	(1.39)	0.09	0.44	0.99
P/E (现价&最新摊薄)	(7.50)	(7.58)	122.26	24.05	10.68

投资要点

- 公司发布 2026 年一季报和 2025 年年报, 公司 25 年营收 491.3 亿元, 同比-29.9%, 归母净利润-46.1 亿元, 同比+1%, 扣非净利润-50.3 亿元, 同比-17.8%, 毛利率-2.1%, 同比-6.6pct; 其中 25 年 Q4 营收 123.2 亿元, 同环比-21.9%/-4.5%, 归母净利润-10.6 亿元, 同环比-74.7%/8.5%, 扣非净利润-15.7 亿元, 同环比-57.2%/35%。26Q1 营收 92.2 亿元, 同环比-13.6%/-25.2%, 归母净利润-10.7 亿元, 同环比-34.9%/1.1%, 扣非净利润-14.3 亿元, 同环比 1.4%/-9.5%。
- 出货量居行业前列、海外新产能开始释放: 公司 25 年实现组件收入 450 亿元, 同比-32.4%, 毛利率-4.03%, 同比-8.84pct。25 年电池组件出货量 69.56GW (含自用 157MW), 其中组件海外出货量占比 51%, 考虑冲回 8.7 亿资产及信用减值后, 我们测算单瓦亏损约 5 分。公司稳步推进海外供应链建设, 在越南基地稳定运营的基础上, 参与全球合作伙伴共建的阿曼 6GW 高效电池与 3GW 高功率组件项目, 一期 26 年 Q1 底正式投产。26Q1 电池组件出货量 11.9GW, 其中组件海外出货量占比约 77%, 我们测算单瓦亏损约 7-8 分。26Q2 预计出货环比略增, 随落后产能退出, 下半年有望逐步扭亏。
- 25 年现金流改善、资本开支收缩。公司 25 年期间费用 41 亿元, 同比-11.2%, 费用率 8.3%, 同比+1.8pct, 其中 Q4 期间费用 15.1 亿元, 费用率 12.2%, 同环比+4.8/+4pct; 26Q1 费用 14.6 亿元, 同环比+74.5%/-3.1%, 费用率 15.9%, 同环比+8/+3.6pct。25 年经营性净现金流 42.8 亿元, 同比+27.9%, 26Q1 经营性净现金流 2 亿元, 同比-74.1%, 环比由负转正, 较 25Q4 改善约 6.2 亿元; 26Q1 资本开支 9 亿元, 同环比-46.4%/161.3%; 26Q1 末存货 114 亿元, 较年初+13.3%。
- 盈利预测与投资评级: 考虑到 25 年公司亏损幅度大于此前预期, 同时银价上涨致使组件的盈利修复低于此前预期, 我们下调 26-27 年盈利预测, 预计 26-27 年归母净利润为 2.9/14.5 亿元 (原预期为 10.6/30.3 亿元), 新增预期 28 年归母净利润 32.7 亿元, 同比+106%/+408%/+125%。考虑到公司电池组件出货量维持行业前列, 海外产能逐步释放, 同时行业供给侧优化及落后产能退出有望推动盈利修复, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 行业装机不及预期、行业自律不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.55
一年最低/最高价	9.05/15.54
市净率(倍)	1.54
流通 A 股市值(百万元)	34,875.97
总市值(百万元)	34,917.47

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.85
资产负债率(% ,LF)	77.90
总股本(百万股)	3,309.71
流通 A 股(百万股)	3,305.78

相关研究

《晶澳科技(002459): 2025 年中报点评: 25Q2 组件大幅减亏, 现金流显著改善, 股权激励彰显信心》
2025-08-27

《晶澳科技(002459): 2024 年三季报点评: Q3 成本改善拉动利润回归, 明年盈利修复可期》

2024-10-31

晶澳科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	55,159	71,792	82,866	100,589	营业总收入	49,129	51,163	59,409	69,208
货币资金及交易性金融资产	25,242	38,810	50,215	66,035	营业成本(含金融类)	50,161	46,532	52,210	59,593
经营性应收款项	12,582	13,304	12,963	14,074	税金及附加	313	307	356	415
存货	10,058	11,324	10,778	10,663	销售费用	1,041	870	951	1,107
合同资产	0	358	297	277	管理费用	1,876	1,433	1,663	1,938
其他流动资产	7,277	7,997	8,613	9,541	研发费用	784	716	713	830
非流动资产	49,851	44,060	38,671	33,314	财务费用	401	861	1,920	1,714
长期股权投资	1,228	1,368	1,733	1,986	加:其他收益	800	512	653	554
固定资产及使用权资产	38,361	31,632	25,086	18,566	投资净收益	(99)	10	(89)	104
在建工程	2,125	2,665	3,130	3,596	公允价值变动	339	25	20	20
无形资产	2,086	2,292	2,336	2,454	减值损失	(871)	(872)	(485)	(509)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	177	92	(59)	(69)
长期待摊费用	139	332	490	665	营业利润	(5,103)	211	1,636	3,709
其他非流动资产	5,911	5,770	5,895	6,048	营业外净收支	52	115	20	20
资产总计	105,010	115,852	121,537	133,903	利润总额	(5,051)	326	1,656	3,729
流动负债	45,760	54,306	58,500	67,561	减:所得税	(375)	33	166	373
短期借款及一年内到期的非流动负债	14,812	21,812	23,812	26,812	净利润	(4,676)	293	1,490	3,356
经营性应付款项	18,895	21,558	23,003	26,932	减:少数股东损益	(68)	8	39	87
合同负债	3,013	3,955	3,583	4,578	归属母公司净利润	(4,608)	286	1,452	3,269
其他流动负债	9,040	6,980	8,102	9,239	每股收益-最新股本摊薄(元)	(1.39)	0.09	0.44	0.99
非流动负债	36,795	38,795	38,795	38,795	EBIT	(5,046)	1,305	3,515	5,324
长期借款	17,520	18,843	18,843	18,843	EBITDA	908	7,172	9,356	11,119
应付债券	8,879	8,879	8,879	8,879	毛利率(%)	(2.10)	9.05	12.12	13.89
租赁负债	1,953	2,630	2,630	2,630	归母净利率(%)	(9.38)	0.56	2.44	4.72
其他非流动负债	8,444	8,444	8,444	8,444	收入增长率(%)	(29.94)	4.14	16.12	16.50
负债合计	82,556	93,101	97,295	106,356	归母净利润增长率(%)	1.02	106.20	408.28	125.17
归属母公司股东权益	22,347	22,636	24,087	27,306					
少数股东权益	107	115	154	241					
所有者权益合计	22,454	22,751	24,241	27,547					
负债和股东权益	105,010	115,852	121,537	133,903					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,280	6,867	12,527	15,955	每股净资产(元)	6.60	6.68	7.11	8.09
投资活动现金流	(904)	(501)	(1,054)	(943)	最新发行在外股份(百万股)	3,310	3,310	3,310	3,310
筹资活动现金流	127	7,201	(67)	808	ROIC(%)	(7.24)	1.67	4.13	5.87
现金净增加额	3,513	13,567	11,405	15,820	ROE-摊薄(%)	(20.62)	1.26	6.03	11.97
折旧和摊销	5,954	5,867	5,840	5,795	资产负债率(%)	78.62	80.36	80.05	79.43
资本开支	(4,944)	(320)	(317)	(466)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(7.58)	122.26	24.05	10.68
营运资本变动	2,348	(1,725)	2,536	4,178	P/B(现价)	1.60	1.58	1.48	1.30

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>