



晶科能源 (688223.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 毛利率显著修复， 高功率产品放量有望带动盈利改善

业绩简评

2026年4月29日公司披露2025年报及2026年一季报，2025年实现营收655亿元，同降29%；实现归母净利润-68.8亿元，同比转亏。26Q1实现营收122亿元，同降12%、环降30%；实现归母净利润-13.5亿元，同比减亏3%、环比减亏54%。

经营分析

组件出货稳居行业第一，26Q1毛利率显著修复。2025年公司实现组件出货86.8GW，组件出货量继续位列行业第一；报告期内光伏行业供需矛盾凸显，公司组件经营承压，2025年光伏产品毛利率-0.82%。26Q1公司组件出货13.7GW，组件交付价格环比改善，带动公司销售毛利率转正至6.16%，同比/环比分别修复9.45/8.20PCT；但受汇率波动、资产减值影响，公司26Q1仍处于亏损状态。

TOPCon产品持续迭代，高功率产品有望带动盈利修复。公司持续推进技术升级，新一代飞虎3系列高端组件量产效率突破24.8%，功率最高可达670W，有望凭借多方面优势形成溢价。公司预计2026年组件出货75-85GW，其中640W以上高功率组件的出货占比超过60%，技术及产品优势有望带动盈利修复。

储能系统放量贡献第二增长曲线。公司深化储能业务布局，2025年储能产线实现规模化稳定运营，关键核心零部件自研、量产能力持续增强，全年储能系统出货量实现跨越式增长，业务规模与市场份额显著提升，连续多个季度荣登BNEF Tier 1一级储能厂商名录。26Q1公司储能系统产品交付1.42GWh，2026年储能系统出货力争实现同比翻倍，储能产品放量有望贡献业绩增量。

坚持研发创新，AI助力钙钛矿研发。公司2025年TOPCon电池转化效率刷新至27.79%、N型TOPCon-钙钛矿叠层电池效率达34.76%，深化TOPCon技术领先优势。此外，公司与晶泰科技合作成立合资公司，共建全球首个“AI决策-机器人执行-数据反馈”全闭环实验线，利用AI与机器人技术加速高效率、高稳定性的钙钛矿叠层电池研发，推动钙钛矿电池规模化量产。

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2026-2027年净利润预测至2.92、35.15亿元，新增2028年净利润预测50.25亿元。公司TOPCon技术全面领先，储能系统放量有望贡献业绩增量，维持“买入”评级。

风险提示

国际贸易环境恶化；下游需求不及预期；人民币汇率波动。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

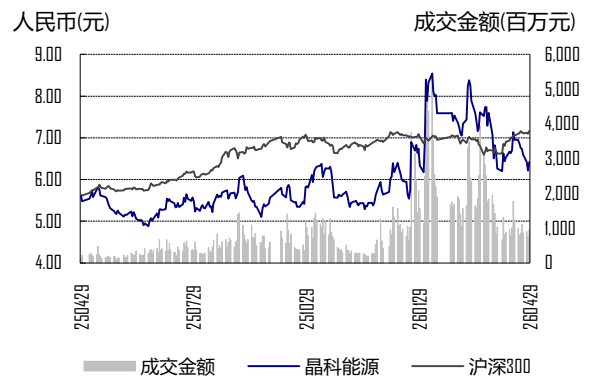
分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.42元

相关报告：

- 《晶科能源公司点评：盈利显著改善，储能逐步进入放量期》，2025.10.31
- 《晶科能源公司点评：出货稳居第一，持续巩固技术优势》，2025.8.28
- 《晶科能源公司点评：组件出货稳居第一，全球化战略与储能放量提速》，2025.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	92,471	65,492	74,900	86,540	94,527
营业收入增长率	-22.08%	-29.18%	14.37%	15.54%	9.23%
归母净利润(百万元)	99	-6,882	292	3,515	5,025
归母净利润增长率	-98.67%	-7056.11%	N/A	1103.00%	42.96%
摊薄每股收益(元)	0.010	-0.688	0.028	0.342	0.489
每股经营性现金流净额	0.79	0.00	0.60	1.52	1.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.31%	-27.12%	1.15%	12.62%	16.02%
P/E	719.08	-8.20	225.64	18.76	13.12
P/B	2.20	2.22	2.60	2.37	2.10

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	118,682		65,492	74,900	86,540	94,527
增长率		-22.1%	-29.2%	14.4%	15.5%	9.2%
主营业务成本	-102,016	-85,684	-65,882	-67,919	-76,206	-82,107
%销售收入	86.0%	92.7%	100.6%	90.7%	88.1%	86.9%
毛利	16,665	6,787	-390	6,981	10,334	12,420
%销售收入	14.0%	7.3%	n.a	9.3%	11.9%	13.1%
营业税金及附加	-372	-426	-408	-449	-519	-567
%销售收入	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-2,609	-1,946	-1,978	-2,097	-2,250	-2,363
%销售收入	2.2%	2.1%	3.0%	2.8%	2.6%	2.5%
管理费用	-2,647	-2,965	-2,185	-2,397	-2,683	-2,836
%销售收入	2.2%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%
研发费用	-1,578	-719	-879	-861	-952	-945
%销售收入	1.3%	0.8%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	9,460	732	-5,840	1,176	3,930	5,709
%销售收入	8.0%	0.8%	n.a	1.6%	4.5%	6.0%
财务费用	6	-655	-1,370	-1,296	-837	-813
%销售收入	0.0%	0.7%	2.1%	1.7%	1.0%	0.9%
资产减值损失	-1,436	-1,727	-2,656	-381	-44	-35
公允价值变动收益	69	-481	-415	-200	50	50
投资收益	-50	921	-69	-200	50	50
%税前利润	n.a	-1195.7%	n.a	n.a	1.2%	0.8%
营业利润	9,112	793	-9,201	303	4,154	5,966
营业利润率	7.7%	0.9%	n.a	0.4%	4.8%	6.3%
营业外收支	-418	-870	-45	5	5	5
税前利润	8,694	-77	-9,246	308	4,159	5,971
利润率	7.3%	n.a	n.a	0.4%	4.8%	6.3%
所得税	-1,253	228	2,349	-46	-624	-896
所得税率	14.4%	n.a	n.a	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	7,440	151	-6,897	262	3,535	5,075
少数股东损益	0	52	-15	-30	20	50
归属于母公司的净利润	7,440	99	-6,882	292	3,515	5,025
净利率	6.3%	0.1%	n.a	0.4%	4.1%	5.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	7,440	151	0	262	3,535	5,075
少数股东损益	0	52	-15	-30	20	50
非现金支出	9,606	9,754	0	6,414	6,848	7,872
非经营收益	-635	-849	0	907	992	1,053
营运资金变动	8,406	-1,189	0	-1,532	3,788	-665
经营活动现金净流	24,816	7,867	0	6,051	15,162	13,335
资本开支	-19,953	-8,893	-2,654	-3,864	-7,770	-7,770
投资	0	1,189	-1,179	-45	100	100
其他	-175	-33	-403	-200	50	50
投资活动现金净流	-20,128	-7,737	-4,236	-4,109	-7,620	-7,620
股权募资	45	1,500	0	-188	0	0
债权募资	7,515	8,456	3,111	925	959	3,438
其他	-4,127	-4,154	-3,855	-1,156	-2,189	-2,670
筹资活动现金净流	3,434	5,803	-744	-419	-1,230	767
现金净流量	8,692	6,632	-5,124	1,523	6,312	6,483

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	27,837	30,301	27,181	27,188	32,210	37,779
应收款项	27,785	19,519	18,737	18,846	21,071	23,015
存货	18,216	12,510	14,486	11,853	13,300	14,329
其他流动资产	8,774	6,461	7,624	8,495	7,804	8,118
流动资产	82,611	68,790	68,027	66,383	74,385	83,241
%总资产	62.5%	56.8%	57.7%	57.2%	59.5%	62.2%
长期投资	1,256	985	921	771	721	671
固定资产	40,775	44,470	36,507	34,427	35,596	35,716
%总资产	30.9%	36.7%	30.9%	29.7%	28.5%	26.7%
无形资产	3,051	3,006	3,211	3,292	3,359	3,433
非流动资产	49,506	52,319	49,935	49,681	50,658	50,601
%总资产	37.5%	43.2%	42.3%	42.8%	40.5%	37.8%
资产总计	132,117	121,110	117,963	116,064	125,043	133,842
短期借款	9,351	7,570	10,796	12,221	16,179	19,617
应付款项	48,534	32,721	31,892	30,595	34,808	36,377
其他流动负债	13,955	9,799	10,068	8,565	10,441	11,290
流动负债	71,841	50,090	52,757	51,381	61,428	67,284
长期贷款	3,618	14,098	14,363	15,363	15,363	15,363
其他长期负债	22,297	23,002	23,946	22,437	18,888	18,263
负债	97,756	87,189	91,066	89,181	95,679	100,911
普通股股东权益	34,360	32,310	25,377	25,394	27,854	31,372
其中：股本	10,005	10,005	10,005	10,005	10,005	10,005
未分配利润	14,043	11,907	5,025	5,230	7,690	11,208
少数股东权益	0	1,611	1,520	1,490	1,510	1,560
负债股东权益合计	132,117	121,110	117,963	116,064	125,043	133,842

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.744	0.010	-0.688	0.028	0.342	0.489
每股净资产	3.434	3.229	2.536	2.473	2.712	3.055
每股经营现金净流	2.480	0.786	0.000	0.605	1.515	1.333
每股股利	0.000	0.000	0.224	0.009	0.105	0.151
回报率						
净资产收益率	21.65%	0.31%	-27.12%	1.15%	12.62%	16.02%
总资产收益率	5.63%	0.08%	-5.83%	0.25%	2.81%	3.75%
投入资本收益率	14.31%	-2.19%	-7.02%	1.59%	5.04%	6.62%
增长率						
主营业务收入增长率	43.55%	-22.08%	-29.18%	14.37%	15.54%	9.23%
EBIT 增长率	201.12%	-92.27%	-89.20%	-120.14%	234.12%	45.26%
净利润增长率	153.41%	-98.67%	-705.61%	N/A	1103.00%	42.96%
总资产增长率	25.06%	-8.33%	-2.60%	-1.61%	7.74%	7.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.2	71.2	74.6	68.0	65.0	65.0
存货周转天数	63.8	65.4	74.8	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	67.5	93.2	118.4	115.0	110.0	105.0
固定资产周转天数	113.8	164.3	199.0	161.4	142.5	129.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.85%	2.38%	24.34%	27.78%	11.60%	3.87%
EBIT 利息保障倍数	-1,511.2	1.1	-4.3	0.9	4.7	7.0
资产负债率	73.99%	71.99%	77.20%	76.84%	76.52%	75.40%

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	4	5	17
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究