

晶科能源 (688223)

2025 年年报&2026 年一季报点评: 银包铜+高功率行业领先, 海外储能逐步上量

买入 (维持)

2026 年 05 月 01 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

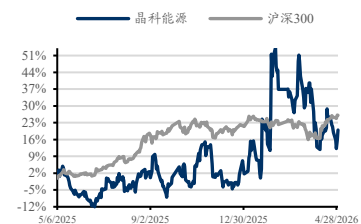
执业证书: S0600523070003
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	92,471	65,492	70,523	83,079	96,224
同比 (%)	(22.08)	(29.18)	7.68	17.80	15.82
归母净利润 (百万元)	98.93	(6,881.51)	614.32	2,857.89	5,128.09
同比 (%)	(98.67)	(7,056.11)	108.93	365.21	79.44
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.01	(0.67)	0.06	0.28	0.50
P/E (现价&最新摊薄)	666.44	(9.58)	107.32	23.07	12.86

投资要点

- **事件:** 公司发布 25 年年报与 26 年一季报, 公司 25 年营收 654.9 亿元, 同比-29.2%, 归母净利润-68.8 亿元, 同比-7056.1%, 扣非净利润-76.8 亿元; 其中 25 年 Q4 营收 175.1 亿元, 同环比-15.4%/+8.4%, 归母净利润-29.6 亿元, 同环比+165.3%/+192.7%。26Q1 公司营收 122.48 亿元, 同比-11.52%; 归母净利润-13.5 亿元, 同比+2.85%。
- **组件出货全球第一、银包铜+高功率拉开差距。** 25 年组件出货达 86.8GW, 位居行业首位, 年内刷新 N 型 TOPCon 电池转化效率至 27.79%。26 年 Q1 光伏组件出货 13.7GW, 组件交付价格环比有所改善, 同时我们测算高溢价 640W 高功率组件出货达 25%, 剔除汇兑/期货及政府补贴影响后, 我们测算单瓦亏损收窄至 5 分左右。Q2 出货预计 14-16GW, 我们预计其中高功率占比提升至 40%。公司持续推进贱金属化和高功率改造, 我们预计到 26 年底银包铜产能超 40GW、高功率产能超 70GW, 从降成本和高溢价两端入手, 争取下半年扭亏为盈。我们预计 26 年公司组件出货 75-85GW, 高功率占比超 60%。
- **海外储能出货亮眼、预计 Q2 贡献利润。** 25 年储能系统出货 5.2GWh, 同比+384%, 海外出货占比 81%。26Q1 储能系统交付 1.42GWh, 海外占比达 71%, 确收约 0.5-0.55GWh (南美项目延后至 Q2 确收), Q1 储能微亏, 预计 Q2 出货 3GWh, 开始贡献盈利。26 年预计储能交付 10GWh+, 同比翻倍增长, 下半年数据中心储能将有所突破, 储能有望成为公司第二增长曲线。
- **25 年资本开支收缩、费用略有增长。** 公司 25 年期间费用 64.1 亿元, 同比+2%, 费用率 9.8%, 同比+3pct, 其中 Q4 期间费用 20.6 亿元, 费用率 11.8%, 同环比+6.1/+1.9pct; 26Q1 期间费用 18.8 亿元, 同比+27.7%, 费用率 15.4%, 同环比+4.7/+3.6pct。25 年资本开支 26.5 亿元, 同比-70.2%; 26Q1 资本开支 11.3 亿元, 同比+99.1%。26Q1 末存货 177.1 亿元, 较年初+22.2%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到 25 年行业价格竞争加剧、组件盈利修复弱于此前预期, 叠加白银等辅材价格上涨对成本端形成压力, 公司 25 年亏损幅度大于我们此前预期, 我们下调 26-27 年盈利预测, 并新增 28 年盈利预测。我们预计 26-28 年归母净利润为 6.1/28.6/51.3 亿元, (26-27 年前值为 11.2/35.4 亿元), 同比+108.9%/+365.2%/+79.4%, 对应 PE 为 107/23/13 倍。基于公司高功率组件、银包铜降本及储能业务放量有望推动盈利修复, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 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)	6.65
一年最低/最高价	4.85/9.66
市净率(倍)	2.74
流通 A 股市值(百万元)	68,291.55
总市值(百万元)	68,291.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.43
资产负债率(% ,LF)	76.49
总股本(百万股)	10,269.41
流通 A 股(百万股)	10,269.41

相关研究

- 《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》
2025-10-31
- 《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	68,027	68,391	90,679	104,228	营业总收入	65,492	70,523	83,079	96,224
货币资金及交易性金融资产	28,483	33,570	42,170	49,347	营业成本(含金融类)	65,882	63,481	74,100	83,989
经营性应收款项	19,001	18,239	20,415	23,615	税金及附加	408	317	374	433
存货	14,486	11,313	22,332	25,082	销售费用	1,978	1,904	1,911	2,021
合同资产	562	511	657	729	管理费用	2,185	2,116	2,326	2,502
其他流动资产	5,496	4,758	5,105	5,456	研发费用	879	846	914	962
非流动资产	49,935	47,927	47,567	46,185	财务费用	1,370	979	1,059	785
长期股权投资	675	473	303	117	加:其他收益	1,145	1,410	1,454	1,443
固定资产及使用权资产	39,627	38,048	37,532	36,299	投资净收益	(52)	353	415	481
在建工程	805	1,063	1,222	1,143	公允价值变动	(415)	(510)	(105)	80
无形资产	2,568	2,636	2,809	2,929	减值损失	(2,656)	(1,213)	(478)	(576)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(12)	(35)	(42)	(48)
长期待摊费用	643	143	193	243	营业利润	(9,201)	884	3,640	6,913
其他非流动资产	5,618	5,564	5,509	5,454	营业外净收支	(45)	(10)	45	22
资产总计	117,963	116,318	138,246	150,413	利润总额	(9,246)	874	3,685	6,935
流动负债	52,757	50,090	68,776	74,938	减:所得税	(2,349)	131	553	1,040
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,796	12,330	12,330	11,830	净利润	(6,897)	743	3,132	5,895
经营性应付款项	31,556	27,866	42,053	46,825	减:少数股东损益	(15)	128	274	767
合同负债	5,041	4,268	8,892	10,919	归属母公司净利润	(6,882)	614	2,858	5,128
其他流动负债	5,364	5,625	5,501	5,364	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.67)	0.06	0.28	0.50
非流动负债	38,309	38,519	38,629	38,739	EBIT	(5,840)	1,858	3,454	6,317
长期借款	14,363	14,373	14,383	14,393	EBITDA	2,759	6,729	8,067	11,246
应付债券	9,929	9,929	9,929	9,929	毛利率(%)	(0.60)	9.98	10.81	12.72
租赁负债	4,245	4,445	4,545	4,645	归母净利率(%)	(10.51)	0.87	3.44	5.33
其他非流动负债	9,773	9,773	9,773	9,773	收入增长率(%)	(29.18)	7.68	17.80	15.82
负债合计	91,066	88,609	107,405	113,677	归母净利润增长率(%)	(7,056.11)	108.93	365.21	79.44
归属母公司股东权益	25,377	26,062	28,920	34,048					
少数股东权益	1,520	1,648	1,922	2,689					
所有者权益合计	26,897	27,710	30,841	36,736					
负债和股东权益	117,963	116,318	138,246	150,413					

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	2,000	8,289	14,170	12,411	每股净资产(元)	2.43	2.50	2.78	3.30
投资活动现金流	(4,236)	(3,189)	(4,313)	(3,667)	最新发行在外股份(百万股)	10,269	10,269	10,269	10,269
筹资活动现金流	(744)	537	(1,132)	(1,627)	ROIC(%)	(6.62)	2.34	4.17	7.18
现金净增加额	(3,124)	5,637	8,725	7,117	ROE-摊薄(%)	(27.12)	2.36	9.88	15.06
折旧和摊销	8,599	4,871	4,613	4,929	资产负债率(%)	77.20	76.18	77.69	75.58
资本开支	(2,654)	(3,270)	(4,036)	(3,271)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(9.58)	107.32	23.07	12.86
营运资本变动	(2,819)	2	4,968	260	P/B(现价)	2.64	2.57	2.31	1.95

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>