

## 公司研究

## 2025 年组件出货及盈利阶段性承压，稳步推进海外供应链建设

——晶澳科技（002459.SZ）2025 年年报&amp;2026 年一季报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2025 年年报&2026 年一季报，2025 年实现营业收入 491.29 亿元，同比-29.94%，实现归母净利润-46.08 亿元，同比小幅减亏；2026Q1 实现营业收入 92.16 亿元，同比-13.65%，实现归母净利润-10.67 亿元，同比亏损收窄。

## 2025 年组件出货及盈利阶段性承压，2026Q1 盈利能力有所改善。

(1) 2025 年公司组件销量同比-8.46%至 66.53GW(不含公司自用 157.14MW)，根据 Infolink 统计排名全球第三（并列），其中组件海外出货量占比 51.29%；但在行业竞争加剧背景下公司收入和盈利持续承压，组件板块营业收入同比-32.41%至 450.31 亿元，毛利率同比-8.85 个 pct 至-4.03%。(2) 2026Q1 公司电池组件出货量 11.87GW(含自用 11.7MW)，其中组件海外出货量占比约 77.16%；海外出货占比的提升也使得公司盈利能力有所改善，毛利率同比/环比+7.83/+1.73 个 pct 至 1.12%。

## 稳步推进海外供应链建设，持续坚持技术创新迭代突破。

(1) 公司在越南基地稳定运营的基础上，和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预计于 2026 年正式投产，有助于提升公司全球供应链的韧性，同时公司将进一步完善中东、北非区域的供应链布局。(2) 公司持续加大研发创新力度，2025 年研发投入 29.58 亿元，占营业收入比例同比+0.73 个 pct 至 6.02%，2025 年 6 月创下 N 型 TOPCon 组件转换效率纪录(TÜV 测试达到 25.5%)，8 月商用大尺寸钙钛矿叠层电池效率取得突破，N 型倍秀电池量产转换效率最高突破 27.5%。

## 持续推进“光储一体化”战略，以需求为导向丰富产品多样性。

公司持续推进多元化业务布局，在储能业务方面以“光储+X”为核心发展方向，构建覆盖大型储能、工商业储能、户用储能的全谱系产品体系，截至 2025 年底已初步建立覆盖欧洲、中东非洲等全球重点区域。

**维持“买入”评级：**光伏产业链盈利持续承压，审慎起见我们下调盈利预测，预计公司 2026-28 年实现归母净利润 4.58/15.83/29.34 亿元(下调 46%/下调 51%/新增)，当前股价对应 27 年 PE 为 23 倍。公司作为一体化组件龙头，虽阶段性盈利承压但公司成本管控、供应链协调控制、全球化布局优势明显，叠加海外产能放量后综合单位盈利未来有望提升，**维持“买入”评级。**

**风险提示：**外部因素影响光伏装机；竞争加剧、产能过剩；汇率波动风险；关税政策变化风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	70,121	49,129	48,812	55,027	61,772
营业收入增长率	-14.02%	-29.94%	-0.64%	12.73%	12.26%
归母净利润(百万元)	-4,656	-4,608	458	1,583	2,934
归母净利润增长率	-166.14%	-	-	245.34%	85.29%
EPS(元)	-1.41	-1.39	0.14	0.48	0.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	-16.69%	-20.62%	2.01%	6.49%	10.74%
P/E	-	-	78	23	12
P/B	1.3	1.6	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

## 买入（维持）

当前价：10.87 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

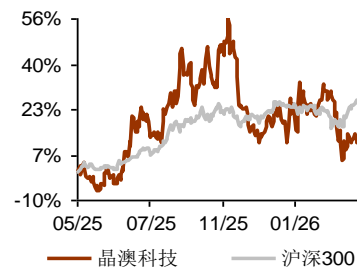
021-52523827

[haoqian@ebsecn.com](mailto:haoqian@ebsecn.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	33.10
总市值(亿元)	359.77
一年最低/最高(元)	9.05/15.54
近 3 月换手率	137.73%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.42	-18.82	-15.31
绝对	5.84	-16.51	10.92

资料来源：Wind

## 相关研报

经营活动现金流大幅转正，股权激励考核目标为 26 年净利润转正——晶澳科技（002459.SZ）2025 年中报点评（2025-08-25）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	70,121	49,129	48,812	55,027	61,772
营业成本	66,979	50,161	43,932	48,825	53,987
折旧和摊销	5,840	5,669	5,583	5,830	6,042
税金及附加	357	313	311	351	394
销售费用	1,078	1,041	976	1,046	1,112
管理费用	2,007	1,876	1,708	1,871	2,038
研发费用	987	784	830	880	927
财务费用	549	401	693	691	683
投资收益	-10	-99	0	0	0
营业利润	-4,972	-5,103	495	1,691	3,153
利润总额	-5,196	-5,051	495	1,721	3,179
所得税	-101	-375	37	128	236
净利润	-5,095	-4,676	458	1,593	2,944
少数股东损益	-439	-68	0	10	10
归属母公司净利润	-4,656	-4,608	458	1,583	2,934
EPS(元)	-1.41	-1.39	0.14	0.48	0.89

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,347	4,280	3,568	6,346	7,855
净利润	-4,656	-4,608	458	1,583	2,934
折旧摊销	5,840	5,669	5,583	5,830	6,042
净营运资金增加	-921	-1,001	1,212	4,913	5,219
其他	3,083	4,220	-3,687	-5,980	-6,340
投资活动产生现金流	-13,112	-904	-2,288	-2,300	-2,300
净资本支出	-11,769	-4,944	-2,300	-2,300	-2,300
长期投资变化	639	1,228	0	0	0
其他资产变化	-1,982	2,812	12	0	0
融资活动现金流	15,324	127	-2,116	-939	-2,183
股本变化	-7	0	0	0	0
债务净变化	21,489	8,083	-1,423	-248	-1,499
无息负债变化	-5,646	-9,956	-2,483	-350	-335
净现金流	5,809	3,513	-836	3,107	3,372

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	4.5%	-2.1%	10.0%	11.3%	12.6%
EBITDA 率	12.2%	4.4%	16.3%	16.7%	17.3%
EBIT 率	3.4%	-7.3%	4.8%	6.1%	7.5%
税前净利润率	-7.4%	-10.3%	1.0%	3.1%	5.1%
归母净利润率	-6.6%	-9.4%	0.9%	2.9%	4.7%
ROA	-4.5%	-4.5%	0.5%	1.6%	2.8%
ROE (摊薄)	-16.7%	-20.6%	2.0%	6.5%	10.7%
经营性 ROIC	3.2%	-5.3%	3.6%	5.0%	6.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	75%	79%	77%	76%	74%
流动比率	1.10	1.21	1.29	1.45	1.68
速动比率	0.89	0.99	1.06	1.20	1.40
归母权益/有息债务	0.84	0.54	0.57	0.62	0.72
有形资产/有息债务	3.30	2.45	2.45	2.48	2.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	112,958	105,010	101,562	102,557	103,666
货币资金	25,089	25,242	24,406	27,514	30,886
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	8,971	9,208	10,055	10,704	11,321
应收票据	209	165	146	165	185
其他应收款 (合计)	1,208	1,237	1,229	1,385	1,555
存货	10,571	10,058	9,938	10,373	10,872
其他流动资产	4,404	5,264	5,264	5,264	5,264
流动资产合计	54,939	55,159	55,210	59,773	64,656
其他权益工具	41	4	4	4	4
长期股权投资	639	1,228	1,228	1,228	1,228
固定资产	41,567	36,135	33,395	29,979	26,168
在建工程	3,244	2,125	1,304	1,016	916
无形资产	2,163	2,086	2,274	2,453	2,622
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	6,366	3,066	3,066	3,066	3,066
非流动资产合计	58,019	49,851	46,352	42,784	39,010
总负债	84,429	82,556	78,650	78,051	76,217
短期借款	8,498	9,061	6,638	5,390	2,891
应付账款	9,814	8,008	7,908	8,789	9,718
应付票据	14,346	10,887	10,544	11,230	11,877
预收账款	27	0	0	0	0
其他流动负债	266	179	179	179	179
流动负债合计	49,976	45,760	42,853	41,255	38,421
长期借款	14,242	17,520	18,520	19,520	20,520
应付债券	8,624	8,879	8,879	8,879	8,879
其他非流动负债	1,311	1,403	1,403	1,403	1,403
非流动负债合计	34,453	36,795	35,796	36,796	37,796
股东权益	28,529	22,454	22,912	24,506	27,449
股本	3,310	3,310	3,310	3,310	3,310
公积金	13,740	12,934	12,980	13,139	13,432
未分配利润	10,572	5,978	6,390	7,815	10,455
归属母公司权益	27,896	22,347	22,805	24,388	27,322
少数股东权益	633	107	107	117	127

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.54%	2.12%	2.00%	1.90%	1.80%
管理费用率	2.86%	3.82%	3.50%	3.40%	3.30%
财务费用率	0.78%	0.82%	1.42%	1.26%	1.11%
研发费用率	1.41%	1.60%	1.70%	1.60%	1.50%
所得税率	2%	7%	7%	7%	7%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.01	1.29	1.08	1.92	2.37
每股净资产	8.43	6.75	6.89	7.37	8.26
每股销售收入	21.19	14.84	14.75	16.63	18.66

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	-	-	78	23	12
PB	1.3	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.7	35.9	9.4	8.1	6.9
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼