

公司研究

组件出货量稳居行业第一，预计 2026 年高功率组件出货占比超 60%

——晶科能源（688223.SH）2025 年年报&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 654.92 亿元，同比-29.18%，实现归母净利润-68.82 亿元，同比转亏；2026Q1 实现营业收入 122.48 亿元，同比-11.52%，实现归母净利润-13.5 亿元，同环比均减亏。

2025 年组件出货量维持行业第一，2026Q1 盈利能力显著改善。（1）2025 年公司组件出货量同比-6.53%至 86.81GW 维持行业第一，但收入和盈利阶段性承压，光伏产品收入同比-30.56%至 625.28 亿元，毛利率同比-8.27 个 pct 至 -0.82%。（2）2026Q1 公司实现组件出货 13.7GW，环比改善，储能系统产品交付 1.42GWh 保持增长态势；2026Q1 公司毛利率同比/环比+9.45/+8.20 个 pct 至 6.16%，盈利能力显著改善。公司预计 2026Q2 组件出货量为 14~16GW。

2026 年公司全年组件出货目标 75~85GW，储能系统出货力争实现同比翻倍。

（1）在 2026 年光伏行业需求阶段性承压的背景下，公司制定了 75~85GW 的组件出货目标，并且在市场结构和产品结构上设定了针对性目标：市场方面，公司将持续深耕盈利能力行业领先的北美市场，计划 2026 年同比提升北美组件销售规模；产品方面，针对市场需求公司已提前完成产能布局与产品迭代，预计 2026 年 640W 以上高功率组件的出货占比将超过 60%。

（2）2025 年公司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，储能系统产品交付量同比大幅提升至 5.2GWh；未来公司将进一步加大海外市场开拓力度，深度布局零碳园区、数据中心、微电网等细分应用场景，2026 年储能系统出货量力争实现同比翻倍。

TOPCon 电池技术维持行业领先，数字化变革引领提效降本。（1）公司通过持续的研发创新保持 TOPCon 技术的行业领先，2025 年 N 型 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%维持行业领先，飞虎 3 系列 N 型 TOPCon 组件已较普通组件产品达成明显溢价。

（2）公司积极推进数字化变革，技术方面与晶泰科技合作共建全球首个“AI 决策-机器人执行-数据反馈”全闭环试验线，利用 AI 与机器人技术加速高效高稳定性的钙钛矿叠层电池研发；运营方面围绕山西大基地打造的工厂项目实现一体化贯通生产时间大幅缩短，一体化制费较国内其他生产基地降低近 20%。

维持“买入”评级：光伏产业供需形势仍持续承压，我们下调盈利预测，预计公司 26-28 年实现归母净利润 4.17/20.05/44.37 亿元（下调 74%/下调 43%/新增），当前股价对应 27 年 PE 为 34 倍。在光伏装机需求增长、组件市场集中度逐步提升的背景下，公司的品牌、渠道及产品竞争力优势将保障公司组件出货量的持续提升；同时公司在技术创新的不断投入使得公司在 TOPCon 产品的产能、出货、良率、成本等方面行业领先，**维持“买入”评级。**

风险提示：装机不及预期；TOPCon 产品成本降幅、产品销售量不及预期；产能过剩价格战激烈程度高于预期；技术迭代速度超预期；关税政策变动风险。

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）	92,471	65,492	63,291	68,713	74,320
营业收入增长率	-22.08%	-29.18%	-3.36%	8.57%	8.16%
归母净利润（百万元）	99	-6,882	417	2,005	4,437
归母净利润增长率	-98.67%	-7056.11%	-	381.27%	121.30%
EPS（元）	0.01	-0.69	0.04	0.20	0.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	0.31%	-27.12%	1.62%	7.21%	13.76%
P/E	673	-	164	34	15
P/B	2.1	2.6	2.6	2.5	2.1

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：6.65 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

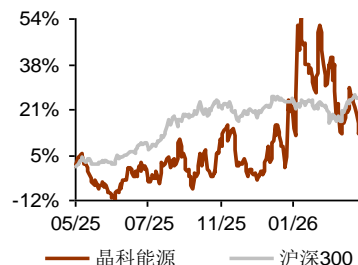
021-52523827

haoqian@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	102.69
总市值(亿元):	682.92
一年最低/最高(元):	4.85/9.66
近 3 月换手率:	142.13%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.02	-8.16	-6.19
绝对	6.23	-5.00	20.04

资料来源：Wind

相关研报

组件出货量维持行业第一，储能产品订单与出货增速超预期——晶科能源（688223.SH）2025 年中报点评（2025-08-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	92,471	65,492	63,291	68,713	74,320
营业成本	85,684	65,882	56,583	60,083	62,690
折旧和摊销	7,744	7,894	5,512	5,716	5,896
税金及附加	426	408	291	316	342
销售费用	1,946	1,978	1,912	1,938	1,948
管理费用	2,965	2,185	2,111	2,155	2,182
研发费用	719	879	849	785	700
财务费用	655	1,370	1,580	1,501	1,411
投资收益	934	-52	0	0	0
营业利润	793	-9,201	556	2,674	5,916
利润总额	-77	-9,246	556	2,674	5,916
所得税	-228	-2,349	139	668	1,479
净利润	151	-6,897	417	2,005	4,437
少数股东损益	52	-15	0	0	0
归属母公司净利润	99	-6,882	417	2,005	4,437
EPS(元)	0.01	-0.69	0.04	0.20	0.43

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	7,867	2,000	4,822	10,959	13,505
净利润	99	-6,882	417	2,005	4,437
折旧摊销	7,744	7,894	5,512	5,716	5,896
净营运资金增加	-4,576	-9,394	-7	432	482
其他	4,600	10,381	-1,100	2,806	2,690
投资活动产生现金流	-7,737	-4,236	-795	-2,200	-2,200
净资本支出	-8,893	-2,654	-2,200	-2,200	-2,200
长期投资变化	814	675	0	0	0
其他资产变化	342	-2,256	1,405	0	0
融资活动现金流	5,803	-744	-2,846	-1,301	-1,211
股本变化	0	0	264	0	0
债务净变化	9,071	3,865	-1,266	200	200
无息负债变化	-19,639	12	-3,218	1,872	1,418
净现金流	6,632	-3,124	1,181	7,458	10,094

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	7.3%	-0.6%	10.6%	12.6%	15.6%
EBITDA 率	13.7%	9.2%	13.9%	16.0%	19.3%
EBIT 率	5.0%	-3.4%	5.2%	7.7%	11.4%
税前净利润率	-0.1%	-14.1%	0.9%	3.9%	8.0%
归母净利润率	0.1%	-10.5%	0.7%	2.9%	6.0%
ROA	0.1%	-5.8%	0.4%	1.7%	3.6%
ROE (摊薄)	0.3%	-27.1%	1.6%	7.2%	13.8%
经营性 ROIC	-12.4%	-2.8%	4.4%	7.4%	12.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	72%	77%	76%	75%	73%
流动比率	1.37	1.29	1.35	1.45	1.59
速动比率	1.12	1.01	1.08	1.19	1.35
归母权益/有息债务	1.03	0.72	0.76	0.82	0.94
有形资产/有息债务	3.68	3.13	3.12	3.22	3.38

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	121,110	117,963	113,896	117,974	124,029
货币资金	30,301	27,181	28,362	35,819	45,914
交易性金融资产	0	1,302	0	0	0
应收账款	13,524	13,257	13,584	13,321	12,895
应收票据	2,296	3,200	3,092	3,357	3,631
其他应收款 (合计)	2,662	1,803	1,743	1,892	2,046
存货	12,510	14,486	13,656	13,501	13,052
其他流动资产	3,390	3,829	3,829	3,829	3,829
流动资产合计	68,790	68,027	67,373	74,966	84,717
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	814	675	675	675	675
固定资产	41,614	35,701	33,084	29,804	26,248
在建工程	2,857	805	241	128	106
无形资产	2,290	2,568	2,634	2,698	2,758
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	240	426	426	426	426
非流动资产合计	52,319	49,935	46,524	43,008	39,312
总负债	87,189	91,066	86,583	88,655	90,273
短期借款	2,758	1,466	0	0	0
应付账款	21,183	21,559	19,804	21,029	21,942
应付票据	11,190	9,997	8,586	9,117	9,512
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,099	2,890	2,890	2,890	2,890
流动负债合计	50,090	52,757	49,943	51,815	53,234
长期借款	14,098	14,363	14,563	14,763	14,963
应付债券	9,555	9,929	9,929	9,929	9,929
其他非流动负债	0	-	-	-	-
非流动负债合计	37,099	38,309	36,640	36,840	37,040
股东权益	33,921	26,897	27,314	29,319	33,756
股本	10,005	10,005	10,269	10,269	10,269
公积金	9,413	9,440	9,217	9,418	9,861
未分配利润	11,907	5,025	5,400	7,205	11,199
归属母公司权益	32,310	25,377	25,794	27,799	32,237
少数股东权益	1,611	1,520	1,520	1,520	1,520

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	2.10%	3.02%	3.02%	2.82%	2.62%
管理费用率	3.21%	3.34%	3.34%	3.14%	2.94%
财务费用率	0.71%	2.09%	2.50%	2.18%	1.90%
研发费用率	0.78%	1.34%	1.34%	1.14%	0.94%
所得税率	295%	25%	25%	25%	25%

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	0.79	0.20	0.47	1.07	1.32
每股净资产	3.23	2.54	2.51	2.71	3.14
每股销售收入	9.24	6.55	6.16	6.69	7.24

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	673	-	164	34	15
PB	2.1	2.6	2.6	2.5	2.1
EV/EBITDA	8.6	18.0	11.5	8.7	6.2
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。
基准指数说明：		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