

## 晶科能源（688223）

### 2026 年半年报点评：组件高功率占比提升，储能确收环比翻倍

买入（维持）

2026 年 08 月 28 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

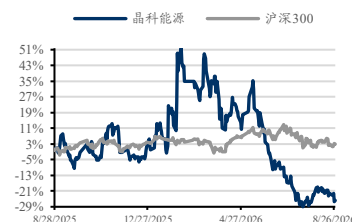
guoyn@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2024A   | 2025A      | 2026E      | 2027E    | 2028E    |
|---------------|---------|------------|------------|----------|----------|
| 营业总收入（百万元）    | 92,471  | 65,492     | 59,273     | 70,209   | 82,067   |
| 同比（%）         | (22.08) | (29.18)    | (9.50)     | 18.45    | 16.89    |
| 归母净利润（百万元）    | 98.93   | (6,881.51) | (1,150.31) | 1,333.99 | 3,169.65 |
| 同比（%）         | (98.67) | (7,056.11) | 83.28      | 215.97   | 137.61   |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 0.01    | (0.67)     | (0.11)     | 0.13     | 0.31     |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 435.99  | (6.27)     | (37.50)    | 32.33    | 13.61    |

#### 投资要点

- **事件：**公司 26H1 实现营收 247.27 亿元，同比-22.3%，归母净利润-30.76 亿元，同比亏损扩大 5.8%，扣非净利润-33.61 亿元，同比亏损扩大 5.8%，毛利率 3.4%，同比+5.4pct，归母净利率-12.4%，同比-3.3pct；其中 26Q2 营收 124.80 亿元，同环比-30.6%/+1.9%，归母净利润-17.26 亿元，同/环比分别亏损扩大 13.6%/27.9%，毛利率 0.7%，同环比+1.7/-5.5pct，归母净利率-13.8%，同环比-5.4/-2.8pct。
- **出货规模全球领先、高功率+银包铜铸就优势。**26H1 公司光伏产品收入 228.86 亿元，毛利率 2.78%；组件出货 29.64GW，保持行业领先，其中 Q2 出货 15.96GW。我们预计 Q3 组件出货 15-17GW，公司将更加注重出货规模与盈利，我们预计 26 年出货为 60-70GW，同比下降 20-30%。公司预计 2026 年底具备超 40GW 的 TOPCon 3.0 产能，我们预计 TOPCon 3.0 产能 Q3 有望接近满产，高功率产品放量叠加银包铜降本有望进一步拉开与同行的价格和成本优势，推动下半年盈利修复。
- **储能确收环比翻倍、下半年毛利率继续提升。**26H1 公司储能系统交付 3.1GWh，储能出货同比高增且毛利率同比改善；我们预计 26H1 储能系统确认收入规模约 1.5GWh，其中 Q2 超过 1GWh，26H1 储能毛利率约 15%。我们预计 26 年公司储能交付可达 10GWh 以上，我们预计其中海外占比约 75%，其中欧洲占比超过 30%；随着原材料价格回落、出货规模提升及成本改善，下半年储能毛利率有望维持或小幅提升。
- **经营性现金流转正、资产负债率略降。**公司 26H1 期间费用 36.68 亿元，同比+32.5%，费用率 14.8%，同比+6.1pct，其中 Q2 期间费用 17.86 亿元，费用率 14.3%，同环比+7.1/-1.1pct；费用增长主因财务费用大增，主要系汇兑损失大幅增加所致。26H1 经营性净现金流 6.82 亿元，同比转正，其中 Q2 经营性净现金流 15.13 亿元，同比、环比均转正；26H1 资本开支 27.15 亿元，同比+110.7%，其中 Q2 资本开支 15.88 亿元，同环比+119.8%/+41.0%；26H1 末存货 164.74 亿元，较 25 年末+13.7%，货币资金 224.67 亿元，较 25 年末-17.3%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到光伏行业供需格局仍处调整阶段、组件价格及盈利水平持续承压，我们下调 26-28 年归母净利润预测至-11.5/13.3/31.7 亿元，同比+83%/+216%/+138%。基于公司全球领先的组件出货规模，高功率 TOPCon 产品与银包铜技术有望推动组件盈利修复，叠加储能业务加速放量贡献新增量，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期，竞争加剧等。

#### 股价走势



#### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 4.20      |
| 一年最低/最高价      | 3.92/9.66 |
| 市净率(倍)        | 1.86      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 43,131.53 |
| 总市值(百万元)      | 43,131.53 |

#### 基础数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元,LF)  | 2.26      |
| 资产负债率(% ,LF) | 76.17     |
| 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》  
2026-05-01
- 《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         |               |
| <b>流动资产</b>      | <b>68,027</b>  | <b>61,415</b>  | <b>85,303</b>  | <b>97,269</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>65,492</b>  | <b>59,273</b>  | <b>70,209</b> | <b>82,067</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 28,483         | 31,365         | 43,485         | 49,470         | 营业成本(含金融类)      | 65,882         | 54,465         | 63,233        | 72,758        |
| 经营性应收款项          | 19,001         | 15,352         | 17,278         | 20,188         | 税金及附加           | 408            | 267            | 316           | 369           |
| 存货               | 14,486         | 9,663          | 19,056         | 21,728         | 销售费用            | 1,978          | 1,600          | 1,615         | 1,723         |
| 合同资产             | 562            | 429            | 555            | 622            | 管理费用            | 2,185          | 1,778          | 1,966         | 2,134         |
| 其他流动资产           | 5,496          | 4,604          | 4,929          | 5,262          | 研发费用            | 879            | 711            | 772           | 821           |
| <b>非流动资产</b>     | <b>49,935</b>  | <b>47,927</b>  | <b>47,567</b>  | <b>46,185</b>  | 财务费用            | 1,370          | 1,806          | 1,594         | 1,102         |
| 长期股权投资           | 675            | 473            | 303            | 117            | 加:其他收益          | 1,145          | 1,185          | 1,229         | 1,231         |
| 固定资产及使用权资产       | 39,627         | 38,048         | 37,532         | 36,299         | 投资净收益           | (52)           | 296            | 351           | 410           |
| 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)           | (30)           | (35)          | (41)          |
| 长期待摊费用           | 643            | 143            | 193            | 243            | <b>营业利润</b>     | <b>(9,201)</b> | <b>(1,626)</b> | <b>1,675</b>  | <b>4,265</b>  |
| 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            |
| <b>资产总计</b>      | <b>117,963</b> | <b>109,342</b> | <b>132,871</b> | <b>143,454</b> | <b>利润总额</b>     | <b>(9,246)</b> | <b>(1,636)</b> | <b>1,720</b>  | <b>4,287</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>52,757</b>  | <b>45,246</b>  | <b>67,204</b>  | <b>74,033</b>  | 减:所得税           | (2,349)        | (245)          | 258           | 643           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 10,796         | 12,330         | 12,330         | 11,830         | <b>净利润</b>      | <b>(6,897)</b> | <b>(1,390)</b> | <b>1,462</b>  | <b>3,644</b>  |
| 经营性应付款项          | 31,556         | 23,908         | 40,216         | 45,547         | 减:少数股东损益        | (15)           | (240)          | 128           | 474           |
| 合同负债             | 5,041          | 3,662          | 9,485          | 11,641         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>(6,882)</b> | <b>(1,150)</b> | <b>1,334</b>  | <b>3,170</b>  |
| 其他流动负债           | 5,364          | 5,346          | 5,172          | 5,015          | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | (0.67)         | (0.11)         | 0.13          | 0.31          |
| <b>非流动负债</b>     | <b>38,309</b>  | <b>38,519</b>  | <b>38,629</b>  | <b>38,739</b>  | EBIT            | (5,679)        | 451            | 2,307         | 4,262         |
| 长期借款             | 14,363         | 14,373         | 14,383         | 14,393         | EBITDA          | 2,920          | 5,322          | 6,921         | 9,191         |
| 应付债券             | 9,929          | 9,929          | 9,929          | 9,929          | 毛利率(%)          | (0.60)         | 8.11           | 9.94          | 11.34         |
| 租赁负债             | 4,245          | 4,445          | 4,545          | 4,645          | 归母净利率(%)        | (10.51)        | (1.94)         | 1.90          | 3.86          |
| 其他非流动负债          | 9,773          | 9,773          | 9,773          | 9,773          | 收入增长率(%)        | (29.18)        | (9.50)         | 18.45         | 16.89         |
| <b>负债合计</b>      | <b>91,066</b>  | <b>83,765</b>  | <b>105,833</b> | <b>112,772</b> | 归母净利润增长率(%)     | (7,056.11)     | 83.28          | 215.97        | 137.61        |
| 归属母公司股东权益        | 25,377         | 24,297         | 25,631         | 28,801         |                 |                |                |               |               |
| 少数股东权益           | 1,520          | 1,279          | 1,407          | 1,881          |                 |                |                |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>26,897</b>  | <b>25,576</b>  | <b>27,038</b>  | <b>30,682</b>  |                 |                |                |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>117,963</b> | <b>109,342</b> | <b>132,871</b> | <b>143,454</b> |                 |                |                |               |               |

| 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   | 6,135   | 17,747  | 11,282  | 每股净资产(元)       | 2.43    | 2.32    | 2.46   | 2.77   |
| 投资活动现金流    | (4,236) | (3,239) | (4,371) | (3,731) | 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(%)        | (6.43)  | 0.58    | 2.91   | 5.19   |
| 现金净增加额     | (3,124) | 3,433   | 12,244  | 5,925   | ROE-摊薄(%)      | (27.12) | (4.73)  | 5.20   | 11.01  |
| 折旧和摊销      | 8,599   | 4,871   | 4,613   | 4,929   | 资产负债率(%)       | 77.20   | 76.61   | 79.65  | 78.61  |
| 资本开支       | (2,654) | (3,264) | (4,030) | (3,264) | P/E(现价&最新股本摊薄) | (6.27)  | (37.50) | 32.33  | 13.61  |
| 营运资本变动     | (2,819) | (70)    | 10,158  | 1,319   | P/B(现价)        | 1.73    | 1.81    | 1.71   | 1.51   |

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>