

晶科能源（688223.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年10月29日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	5.82
总市值	582.30亿
PE-TTM	-14.52
PB-MRQ	2.05

估值结果

DDM估值	价值	514.31亿
	上行空间	-12%
	状态	合理估值
动态估值	价值	507.64亿
	上行空间	-13%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★ ★ ☆ ☆ ☆
盈利趋势	★ ★ ★ ☆ ☆
产业格局	★ ★ ☆ ☆ ☆
护城河	★ ★ ★ ☆ ☆

核心评级结论

晶科能源为全球光伏组件龙头，2024年光伏组件出货量位居全球首位。

公司成长空间星级较低，主要预计后续光伏新增装机需求增速将显著下降，公司光伏组件销量增速或将同步下降。公司盈利趋势星级较好，目前光伏组件位于周期底部，在行业反内卷持续推进的情况下，未来公司盈利能力有望迎来改善。公司产业格局星级一般，光伏组件行业竞争激烈，叠加行业产能出清较难。公司护城河星级一般，目前公司因光伏组件产能过剩使得业绩亏损，盈利能力差。此外，未来光伏电池技术迭代有望带动盈利提升，但公司的技术优势难以长期保持，公司护城河持续性有被削弱的风险。

未来在光伏行业反内卷政策推动下，光伏组件价格有望触底回升，叠加公司作为TOPCon电池龙头，随着落后产能出清，公司市占率有望提升，基于此假设，目前公司估值合理。

我们区别于市场的观点

相较于市场观点，我们在需求端及价格端采取更保守的预测。需求端：考虑到目前光伏新增装机基数大，叠加国内光伏消纳问题凸显，预计后续全球光伏新增装机需求增速将显著放缓，体现在对公司光伏组件销量预测上更为保守；价格端：在行业反内卷推动下，光伏组件价格有所回升，但基本面仍未出现明显改善，叠加目前国内下游需求疲软，后续还需观察是否有更进一步的反内卷举措出台推动落后产能加速出清，因此在价格预测上更为保守。

风险提示

1) 若下游光伏新增装机需求不及预期，或将导致公司销量不及预期，进而对公司业绩产生影响；2) 若光伏组件落后产能出清不及预期，或将导致公司光伏产品价格回升不及预期，进而对公司业绩产生影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
3.4 供应商集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

晶科能源具备光伏硅片、光伏电池及光伏组件垂直一体化产能，自产硅片、电池主要自用于继续制造太阳能光伏组件，对外销售的产品主要为光伏组件，销售网络覆盖全球。此外，公司布局储能系统，未来有望贡献业绩增量。

2. 业务介绍

对于晶科能源公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

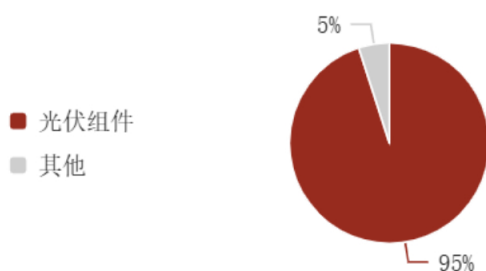
光伏组件：

光伏组件由若干个太阳能电池通过串并联的方式封装而成，是光伏发电系统的核心部件，通过光电效应将太阳能转化为电能。我们对该业务的界定为全球光伏组件市场。

其他：

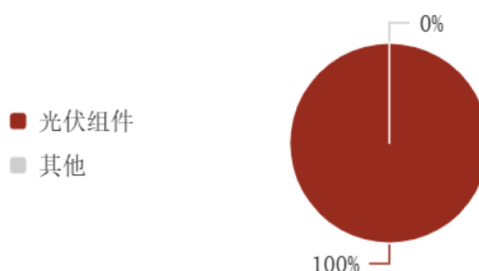
公司其他业务包括光伏硅片、光伏电池、储能系统等。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

晶科能源以垂直一体化的全产业链布局为核心，通过持续高水平研发投入推动技术迭代，结合全球化产能与市场布局，构建从硅片、电池到组件的高效生产体系，同时延伸光储融合业务，以技术创新、成本优化和全球化服务打造综合能源解决方案。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司资产强度较高，2024年公司固定资产合计值占营业收入的比例达45%，主要因为光伏硅片、光伏电池、光伏组件均为重资产行业，单GW产线投资额较大所致。

3.2 研发强度

低

较低

中等

较高

高

公司保持较高的研发投入，2024年公司研发投入占营业收入的比例为4.8%，主要原因为公司持续深耕N型电池技术研发，巩固TOPCon技术领先优势。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司客户集中度较低，2024年公司前五名客户销售额合计占比为18.6%，主要原因为公司光伏组件下游行业集中度较低，涉及大型地面电站、户用分布式等应用场景，叠加公司进行全球化布局所致。

3.4 供应商集中度

低

较低

中等

较高

高

公司供应商集中度较低，2024年公司前五名供应商采购额合计占比为24.9%，主要原因为公司通过垂直一体化布局提升自供能力，减少了对外部供应商的依赖。

4. 历史经营绩效

2024年以来，公司经营绩效星级有所下降，主要原因为光伏组件产能过剩，使得公司光伏组件售价大幅下降，盈利承压所致。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



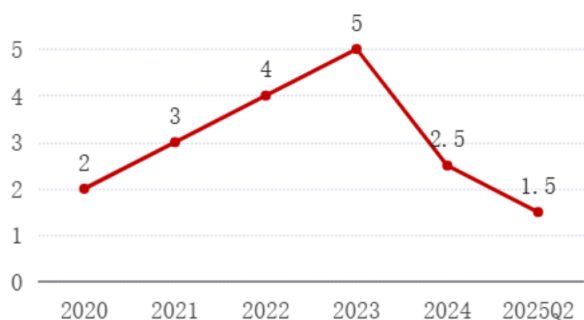
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2022年公司盈利能力星级保持稳定。2023年公司盈利能力星级有所提升，主要原因为公司产品结构优化，高毛利N型TOPCon组件出货占比提升，使得公司盈利能力提升所致。2024年以来公司盈利能力星级有所下降，主要随着TOPCon组件产能释放，光伏组件竞争加剧，公司光伏组件毛利率下降所致。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



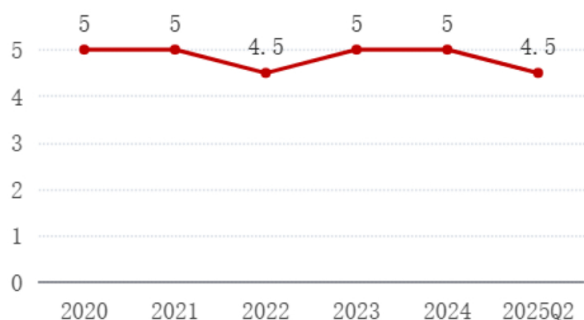
数据来源：公司财报，壹评级

2020-2023年公司成长能力星级呈上升趋势，主要受益于下游光伏新增装机需求快速增长，公司光伏组件销量大幅增长所致。2024年以来公司成长能力星级有所下降，主要原因为光伏组件竞争加剧，使得公司光伏组件售价大幅下降，公司业绩承压所致。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

近年来公司业务控制力星级维持高位，主要原因为光伏组件行业集中度较高，公司作为光伏组件龙头，且向上游延申布局，提高原材料自供比例，使得公司在产业链具备较高的话语权。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2024年以来，公司股东回报能力星级有所下降，主要原因为光伏组件行业竞争加剧，公司光伏组件售价大幅下降，使得公司业绩承压下行，叠加光伏组件行业整体处于亏损状态，公司需储备资金以度过周期底部。

5. 四维评级

公司盈利趋势星级较好，目前光伏行业位于周期底部，在行业反内卷持续推进的情况下，未来公司盈利能力有望迎来改善。公司产业格局星级一般，光伏组件行业竞争激烈，叠加产能出清较难。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间星级较低，主要预计后续光伏新增装机需求增速将显著下降，公司光伏组件销量增速将同步下降所致。

光伏组件(1.5星)：

公司光伏组件成长空间星级较低，目前光伏新增装机量基数高，叠加国内消纳问题凸显，预计后续光伏新增装机需求增速或将显著下降，公司光伏组件销量增速或将同步下降。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势星级较好，目前光伏组件位于周期底部，在行业反内卷持续推进的情况下，未来公司盈利能力有望迎来改善。

光伏组件(3.5星)：

公司光伏组件盈利趋势星级较好，目前光伏组件价格位于历史低位，预计随着光伏行业反内卷推进，公司光伏组件盈利有望迎来边际改善。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局星级一般，光伏组件行业竞争激烈，叠加产能出清较难所致。

光伏组件(2.5星)：

公司光伏组件产业格局星级一般，光伏组件同质化程度较高，竞争激烈，且属于重资产行业，产能出清较难所致。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级一般，光伏组件行业进入壁垒较低，目前竞争激烈使得行业亏损，叠加光伏电池技术仍在迭代中，若公司不能持续引领光伏电池技术迭代，公司护城河存在被削弱的风险。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
光伏组件	(4星) 公司光伏组件护城河宽度星级较高，公司为光伏组件龙头，2024年光伏组件出货量位于全球首位，叠加公司向上游延申布局，提高核心原材料自供比例，使其在产业链具备较强的话语权，业务控制力星级较高所致。	(3星) 公司具备规模经济及技术优势护城河。规模经济方面，公司为光伏组件龙头，2024年公司光伏组件出货量位居全球第一，具备一定的规模效应。技术优势方面，公司在TOPCon技术上具备先发优势。由于目前光伏电池技术仍在迭代中，后续现有的光伏电池技术或将被其他技术替代，如BC、HJT、钙钛矿技术等，如若公司不能持续引领光伏电池技术迭代，那么公司现有优势将被削弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于未来在光伏行业反内卷政策推动下，光伏组件价格有望触底回升，叠加公司作为TOPCon电池龙头，随着落后产能出清，公司市占率有望提升的假设，目前公司估值合理。

6.1 核心假设及逻辑

光伏组件：

收入假设：

1) 销量：2025年公司组件出货量目标为85-100GW，考虑到下半年国内光伏新增装机需求或将显著下滑，取最低值85GW。2026-2029年假设随着下游需求增长及落后产能出清有望推动公司市占率提升，此期间公司光伏组件出货量有望持续增长。

2) 单价：光伏组件竞争加剧，其中2025年前三季度TOPCon双玻组件(182mm)市场均价同比下降21.5%，假设2025年公司光伏组件售价同比下降。2026-2029年随着光伏行业反内卷推进，假设公司光伏组件售价有所回升。

盈利能力假设：

毛利率：假设2025年公司光伏组件毛利率随着光伏组件价格下降进一步承压，2026-2029年随着光伏组件价格回升有所改善，假设2025/2026/2027/2028/2029年公司毛利率分别为0.9%/6.5%/9.3%/12%/12%。

表2：公司整体业绩预测

晶科能源	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	826.8	1186.8	924.7	687.9	788.3	850.3	997.5	1074.2
归母净利润(亿)	29.3	74.4	1.0	-34.8	-0.8	21.6	51.8	61.8
归母净利润增速(%)	157.5	153.5	-98.7	-3579.9	97.7	2817.2	139.2	19.3
经营性净利润(亿)	29.9	73.7	-2.0	-37.4	-3.5	19.0	49.2	59.3
经营性净利润增速(%)	166.8	146.7	-102.8	-1741.3	90.8	649.9	158.9	20.4
经营性归母净利润(亿)	29.9	73.7	-1.3	-37.3	-3.2	19.0	49.2	59.2
经营性归母净利润增速(%)	166.8	146.7	-101.8	-2686.2	91.4	691.3	158.7	20.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

光伏组件	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	798.0	1143.8	890.7	652.2	750.8	810.9	956.2	1030.8
收入增速(%)	111.9	43.3	-22.1	-26.8	15.1	8.0	17.9	7.8
经营性净利润(亿)	30.0	74.8	-9.8	-34.2	-2.2	19.2	48.6	57.4
经营性净利率(%)	3.8	6.5	-1.1	-5.3	-0.3	2.4	5.1	5.6
经营性净利润增速(%)	188.5	149.1	-113.1	-250.4	93.7	994.6	152.3	18.3
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	28.7	43.0	34.0	35.7	37.5	39.3	41.3	43.4
收入增速(%)	-1.2	49.6	-21.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	-0.2	-1.1	7.7	-3.2	-1.3	-0.2	0.7	1.8
经营性净利率(%)	-0.6	-2.6	22.8	-8.9	-3.5	-0.6	1.6	4.2
经营性净利润增速(%)	-120.3	-605.5	785.9	-140.8	58.7	81.6	373.0	179.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
光伏组件	4.0%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	53.7
其他	2.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	1.3
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
光伏组件(亿)	-18.2	514.6	496.4	-	-	-	496.4
其他(亿)	-7.1	11.6	4.5	-	0.2	7.0	11.3
公司整体测算(亿)	-25.3	526.1	500.8	-	0.2	7.0	507.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
光伏组件(亿)	129.8	371.1	500.9	—	—	—	500.9
其他(亿)	-2.9	9.5	6.6	—	0.2	7.0	13.4
公司整体测算(亿)	126.9	380.6	507.5	—	0.2	7.0	514.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。一方面，通过对比公司历史实际业绩与预测业绩，发现历史可预测性一般；另一方面，目前光伏组件基本面仍未出现明显改善，后续还需持续关注光伏行业反内卷对光伏组件落后产能出清的推动情况。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。