

晶澳科技 (002459.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

方田
光伏行业研究员

2026年4月23日

基本信息

所属行业	TMT
当前股价	10.87
总市值	359.77亿
PE-TTM	-7.74
PB-MRQ	1.59

估值结果

价值	410.55亿
DDM估值	上行空间 14%
状态	合理估值
价值	366.18亿
动态估值	上行空间 1.8%
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

晶澳科技为光伏组件龙头，紧抓储能行业发展机遇，加大储能市场开拓，打造新的业绩增长点。

公司成长空间星级较低，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。公司盈利趋势星级较高，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。公司产业格局星级较低，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。公司护城河星级较高，作为光伏组件龙头企业，公司光伏组件规模及效率均位于行业前列，具备一定的规模经济及技术优势护城河。

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，叠加公司作为光伏组件龙头，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。

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 研发高端度	4
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	5
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	6
5.1 成长空间	6
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	9
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	5
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	7
表2：公司整体业绩预测	8
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	9

1. 基本信息

晶澳科技主营业务涵盖光伏硅片、电池、组件及储能系统的研发、生产和销售，以及光伏电站的开发、建设与运营，形成垂直一体化布局，以光伏组件为核心业务，同时积极拓展储能系统业务，未来致力于打造光储一体化综合能源解决方案，推动全球能源转型。

2. 业务介绍

对于晶澳科技公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

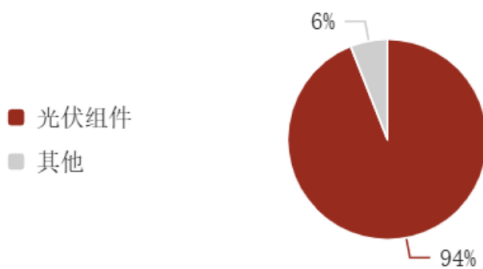
光伏组件：

光伏组件是由若干个太阳能电池通过串并联的方式封装而成的，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：

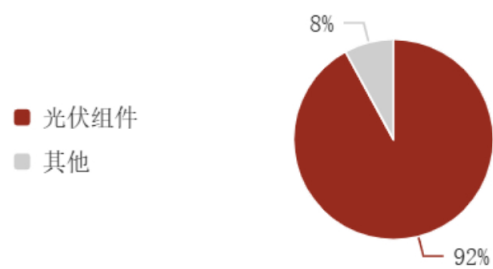
公司其他业务包括光伏电站、储能系统等。

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

晶澳科技通过高资产强度的垂直一体化布局，覆盖硅片、电池、组件及光伏电站全产业链，并以高强度研发投入驱动技术迭代，凭借全球化销售网络和多元化客户策略，实现产品竞争力与市场覆盖的双重领先。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

公司资产强度较高，2025年前三季度公司固定资产占总资产的比例为35%，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 研发高端度

低 较低 **中等** 较高 高

公司研发高端度中等，公司高度重视技术研发，研发人员需具备专业知识和技能，其工作成果对产品创新和企业竞争力至关重要，因此薪酬水平相应较高。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度较低，近两年公司前五名客户销售额合计占比均低于25%，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。

3.4 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司供应商集中度中等，近两年公司前五名供应商采购额合计占比均低于30%，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

受益于下游光伏新增装机量快速提升，2021-2023年公司光伏组件销量保持高增，业绩表现良好。2024年以来，公司经营绩效星级有所下降，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。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



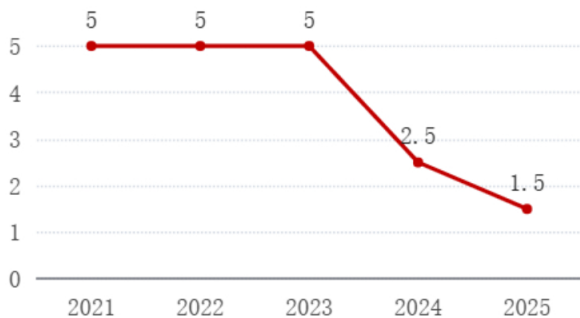
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2023年公司盈利能力星级呈上升趋势，其中2022年公司加强费用管控，叠加光伏组件销量大幅提升使得规模效应加强，公司净利率有所提升；2023年原料多晶硅价格下降及公司高毛利美国市场光伏组件销售占比提升，公司盈利能力进一步提升。2024年以来，公司盈利能力星级有所下降，光伏组件竞争加剧，公司光伏组件售价大幅下降，致使其盈利能力承压。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



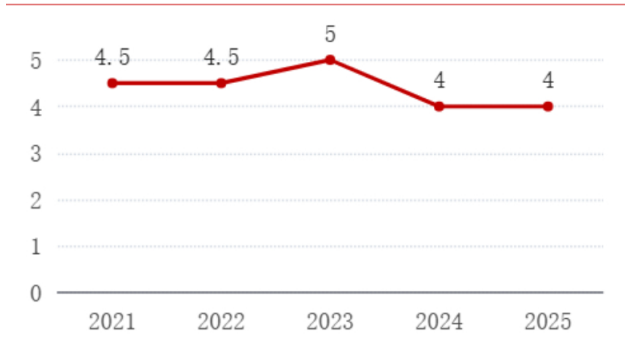
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2023年公司成长能力星级位于高位，下游光伏新增装机量快速增长带动公司光伏组件出货量持续提升，公司业绩维持高增。2024年以来，公司成长能力星级有所下降，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。

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



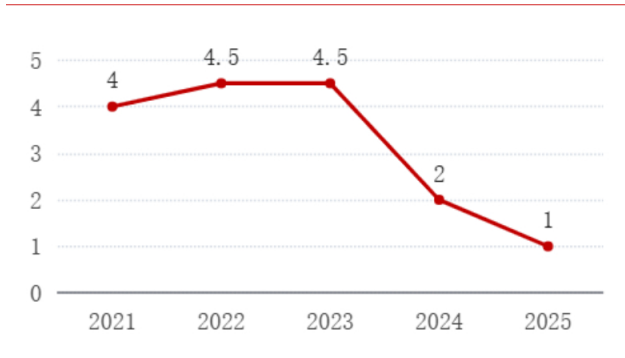
数据来源: 公司财报, 壹评级

近年来公司业务控制力星级维持高位, 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

2021-2023年公司股东回报能力星级呈上升趋势, 公司业绩表现良好, 通过分红回报股东, 并增强投资者信心。2024年以来, 公司股东回报能力星级有所下降, 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。公司盈利趋势星级较高, 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。公司产业格局星级较低, 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。公司护城河星级较高, 作为光伏组件龙头企业, 公司光伏组件规模及效率均位于行业前列, 具备一定的规模经济及技术优势护城河。

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。

光伏组件(2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高，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高，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

★★★★☆

公司产业格局星级较低，光伏组件行业竞争激烈，叠加重资产行业产能出清较难。

光伏组件(2.5星):

公司光伏组件产业格局星级较低，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。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河星级较高，作为光伏组件龙头企业，公司光伏组件规模及效率均位于行业前列，具备一定的规模经济及技术优势护城河。

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	(3.5星)公司光伏组件护城河宽度星级较高，一方面，公司作为光伏组件龙头，其市占率较高，叠加后续随着光伏行业反内卷推进，公司市占率有望提升；另一方面，光伏组件行业集中度较高，公司对上下游议价能力较强，使得其业务控制力星级较高。	(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TOPCon电池规模位居行业前列，有利于优化公司资源配置，降低公司生产成本。技术优势方面，公司N型倍秀（BYCiium+）电池量产转换效率达26.5%，TOPCon组件转换效率突破25.5%，位居行业前列。此外，公司布局了BC、HJT及钙钛矿叠层技术等前沿领域，通过自主研发与试验线建设，推动技术迭代与商业化应用。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，叠加公司作为光伏组件龙头，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

公司业务主要为光伏组件，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入：

1) 销量：2024年全球光伏新增装机基数高，预计后续下游光伏新增装机需求增速或将显著放缓，假设2025-2029年全球光伏组件需求量年均复合增长率为6.1%。公司为光伏组件龙头，后续随着光伏行业反内卷推进，预计公司光伏组件市占率有所提升，假设2025-2029年公司光伏组件销量年均复合增长率为8.1%。

2) 单价：受光伏组件竞争加剧影响，假设2025年公司光伏组件售价同比下降。后续随着光伏行业反内卷推进，假设2026-2029年公司光伏组件单价有所提升，年均复合增长率为3.2%。

盈利能力：

毛利率：预计2025年公司光伏组件盈利进一步承压，后续随着光伏行业反内卷持续推进，假设2026-2029年公司光伏组件毛利率跟随价格回升而修复。

表2：公司整体业绩预测

晶澳科技	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	729.9	815.6	701.2	544.9	656.2	694.0	834.0	882.4
归母净利润(亿)	55.3	70.4	-46.6	-46.1	-9.0	8.8	41.0	46.9
归母净利润增速(%)	171.3	27.3	-166.2	1.1	80.5	198.0	365.3	14.6
经营性净利润(亿)	53.4	68.6	-50.8	-50.7	-12.7	5.4	38.8	44.9
经营性净利润增速(%)	178.7	28.6	-174.1	0.1	75.0	142.9	613.4	15.7
经营性归母净利润(亿)	53.3	67.1	-46.4	-49.2	-12.3	5.3	37.7	43.6
经营性归母净利润增速(%)	185.1	26.0	-169.1	-6.0	75.0	142.9	613.4	15.7

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)	703.4	781.7	666.3	508.9	619.1	655.9	794.7	841.9
收入增速(%)	78.3	11.1	-14.8	-23.6	21.7	5.9	21.2	5.9
经营性净利润(亿)	48.6	67.0	-46.0	-49.2	-12.7	4.7	37.5	43.4
经营性净利率(%)	6.9	8.6	-6.9	-9.7	-2.0	0.7	4.7	5.2
经营性净利润增速(%)	191.5	37.9	-168.7	-7.0	74.3	136.9	703.3	15.6
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	26.4	33.8	34.9	36.0	37.1	38.2	39.3	40.5
收入增速(%)	43.6	27.9	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	4.8	1.6	-4.8	-1.5	-0.0	0.8	1.3	1.5
经营性净利率(%)	18.1	4.8	-13.7	-4.2	-0.0	2.0	3.3	3.7
经营性净利润增速(%)	93.0	-66.0	-393.4	68.4	99.7	17294.6	68.8	16.5

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	3.3%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	51.0
其他	3.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	1.7
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)	-3.0	362.4	359.3	-	10.8	-	348.5
其他(亿)	0.3	11.2	11.4	-	0.3	6.5	17.6
公司整体测算(亿)	-2.8	373.5	370.8	-	11.1	6.5	366.2

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)	97.9	304.4	402.4	-	10.8	-	391.6
其他(亿)	3.3	9.4	12.8	-	0.3	6.5	19.0
公司整体测算(亿)	101.3	313.9	415.1	-	11.1	6.5	410.5

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，复盘公司过往经营表现可见，其实际业绩与市场及机构前期预测值偏差较大，盈利兑现稳定性偏弱，历史可预测性不佳；另一方面，当前光伏组件环节仍处于产能过剩、价格竞争激烈的阶段，行业基本面尚未出现明确、持续的改善信号，后续盈利修复高度依赖行业反内卷进程与落后产能出清节奏，而这一过程存在较强不确定性，难以精准量化与跟踪，进一步降低了公司未来业绩与估值的确定性。

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。