

评级变动报告

晶科能源 688223.SH



鉴于原材料价格上涨及光伏组件竞争激烈，2025年公司光伏组件盈利能力不及预期，叠加目前光伏组件竞争激烈，下游需求疲软，为平衡量与价的关系，我们全面下调了晶科能源未来三年及远期光伏组件销量及盈利能力预期。核心原因如下：

下游需求疲软：2026年1-5月我国光伏新增装机约59.59GW，同比下降69.9%，其中5月我国光伏新增装机量为8.68GW，同比下降90.7%，主要系去年同期“531”新政前抢装潮导致高基数及需求前置透支。

反内卷效果弱化：2026以来光伏行业反内卷效果有所弱化，叠加基本面情况未出现明显改善，近期光伏主产业链价格重回下行通道，或将导致后续公司盈利修复不及预期。

公司为TOPCon组件龙头企业，但在当前行业仍处磨底阶段、盈利修复节奏偏慢的背景下，短期业绩与估值中枢均承压。综合评估，我们对晶科能源DDM估值下调8.3%。

公司基本信息



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。

公司深度评级

所属行业	TMT	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	471.81亿(较上期-8.26%)
当前股价	4.7元	盈利趋势	★★★★☆	状态	合理估值(上行空间-2.3%)
总市值	482.66亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	-7.05	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	456.06亿(较上期-10.16%)
PB-MRQ	1.94			状态	合理估值(上行空间-5.5%)

公司盈利预测

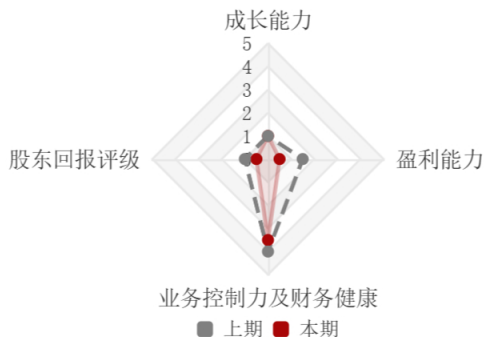
晶科能源	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1186.8	924.7	654.9	637.7	690.3	833.8	983.6	1042.8
归母净利润(亿)	74.4	1.0	-68.8	-29.5	-9.1	23.8	52.7	57.6
归母净利润增速(%)	153.5	-98.7	-6985.1	57.1	69.3	362.8	121.2	9.2
经营性净利润(亿)	73.7	-2.0	-65.2	-32.4	-12.1	20.8	49.8	54.7
经营性净利润增速(%)	146.7	-102.8	-3107.3	50.2	62.7	271.3	140.0	9.7
经营性归母净利润(亿)	73.7	-1.3	-65.0	-32.4	-12.1	20.7	49.7	54.5
经营性归母净利润增速(%)	146.7	-101.8	-4756.4	50.2	62.7	271.8	139.8	9.7

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

股东回报评级下降0.5星级：上期星级1.0星，本期星级0.5星。

受光伏行业产能过剩导致组件价格大幅下降、汇率波动导致汇兑损失增加、资产减值损失等多重因素叠加影响，2026年一季度公司业绩仍处于亏损状态，使得公司股东回报评级有所下降。

业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

2026年一季度公司业务控制力有所下降，主要受光伏行业产能过剩导致价格战加剧、海外核心市场（如美国）面临贸易壁垒、汇兑损失增加带来的财务费用高企，以及部分老旧资产减值拖累等多重因素叠加影响。

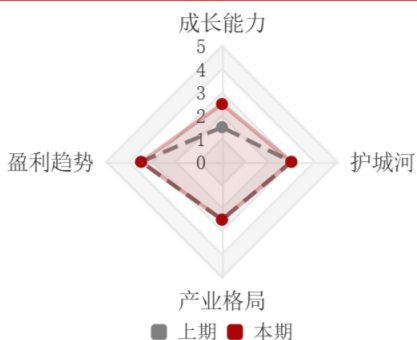
盈利能力下降1.0星级：上期星级1.5星，本期星级0.5星。

受光伏组件竞争激烈、资产及信用减值损失及汇率波动导致汇兑损失增加等因素影响，2026年一季度公司业绩仍处于亏损状态。

深度评级变动分析

四维深度评级

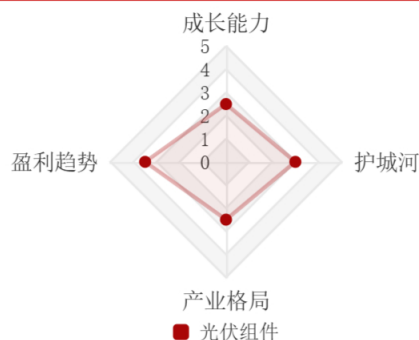
四维深度评级变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-29

分业务四维深度评级情况



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-06-29

成长空间提升1.0星级：上期星级1.5星，本期星级2.5星。

受光伏组件竞争激烈影响，2025年公司业绩同比进一步下降，业绩基数较低。此外，目前光伏行业处于磨底阶段，预计后续随着光伏行业反内卷推进，公司业绩有望迎来修复，因此上调公司成长空间星级。

估值评级

DDM估值下降-8.26%：上期 514.31亿，本期 471.81亿。动态估值下降-10.16%：上期 507.64亿，本期 456.06亿。

公司DDM估值下调8.3%，主要是我们对公司近期盈利预测及远期市占率假设进行了下修。

1、近期：我们对公司2026-2029年收入及归母净利润预测进行了全面下调，主要基于对公司光伏组件出货量、盈利能力及资产减值损失的重新评估。

1) 未来三年收入预测的下降：

我们对公司营业收入的预测出现下调，主要是我们对公司光伏组件出货量的预测做出调整。

光伏组件出货量：经过评估，在当前光伏组件竞争仍然激烈的背景下，公司更加注重量价平衡，我们将2026年公司全年光伏组件出货量目标调整为80GW，此前为93GW。考虑到下游需求偏弱、价格竞争延续，出货目标下修将直接拖累公司2026年及后续年份的收入预测。

2) 未来三年归母净利润预测的下降：

我们对公司归母净利润预测的下调幅度大于收入，主要是我们下调了公司光伏组件毛利率预测，并上调了资产减值损失预测。

光伏组件毛利率：经过评估，我们对2026年公司光伏组件盈利能力进行了下调，主要基于2025年公司归母净利润低于预期，考虑到当前光伏行业仍处于磨底阶段，我们预计2026年盈利修复斜率偏缓，因此同步下调2027-2029年光伏组件盈利能力预测。

资产减值损失：经过评估，我们对公司资产减值损失预测值进行上调，主要系2025年公司计提资产减值损失超预期。考虑到行业仍处底部调整阶段，后续存货及相关资产仍存在一定减值压力，因此减值假设上修进一步压低公司未来利润预测。

2、远期：考虑到公司产能规划及2026年光伏组件出货量预期，我们小幅下调了公司远期市占率假设，使得公司远期业绩同步下降。

长期光伏组件市占率：经过评估，我们对公司远期市占率进行小幅下调，主要基于公司现有产能规划及2026年公司光伏组件出货量预期，使得公司远期光伏组件收入有所下滑。

盈利预测

核心假设及逻辑

光伏组件：

收入假设：

1) 销量：2026年晶科能源全年光伏组件出货量目标为75-85GW，取中间值80GW。2027-2030年，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，假设此期间公司光伏组件出货量有望持续增长。

2) 单价：受光伏组件出口退税取消、光伏行业反内卷推动等因素影响，假设2026-2030年公司光伏组件售价年均复合增长率约3.2%。

盈利能力假设：

毛利率：假设2026-2030年公司光伏组件盈利能力随着光伏组件价格回升有所改善，假设2026/2027/2028/2029/2030年公司光伏组件毛利率分别为3.0%/5.9%/10.3%/12.5%/12.5%。

公司整体业绩预测

晶科能源	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1186.8	924.7	654.9	637.7	690.3	833.8	983.6	1042.8
归母净利润(亿)	74.4	1.0	-68.8	-29.5	-9.1	23.8	52.7	57.6
归母净利润增速(%)	153.5	-98.7	-6985.1	57.1	69.3	362.8	121.2	9.2
经营性净利润(亿)	73.7	-2.0	-65.2	-32.4	-12.1	20.8	49.8	54.7
经营性净利润增速(%)	146.7	-102.8	-3107.3	50.2	62.7	271.3	140.0	9.7
经营性归母净利润(亿)	73.7	-1.3	-65.0	-32.4	-12.1	20.7	49.7	54.5
经营性归母净利润增速(%)	146.7	-101.8	-4756.4	50.2	62.7	271.8	139.8	9.7

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

光伏组件	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1143.8	890.7	625.3	605.1	652.8	790.7	936.1	991.6
收入增速(%)	43.3	-22.1	-29.8	-3.2	7.9	21.1	18.4	5.9
经营性净利润(亿)	74.8	-9.8	-63.3	-31.3	-11.5	20.5	48.4	53.0
经营性净利率(%)	6.5	-1.1	-10.1	-5.2	-1.8	2.6	5.2	5.3
经营性净利润增速(%)	149.1	-113.1	-547.4	50.5	63.4	278.5	136.3	9.6
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	43.0	34.0	29.6	32.6	37.5	43.1	47.4	51.2
收入增速(%)	49.6	-21.0	-12.7	10.0	15.0	15.0	10.0	8.0
经营性净利润(亿)	-1.1	7.7	-1.9	-1.1	-0.6	0.3	1.4	1.6
经营性净利率(%)	-2.6	22.8	-6.4	-3.5	-1.7	0.6	3.0	3.2
经营性净利润增速(%)	-605.5	785.9	-124.4	39.5	43.8	143.1	420.1	14.3

数据来源：壹评级

动态估值

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	3.7%	中低	一般	较强	7.8%	12.91	52.6
其他	3.0%	中低	一般	一般	7.8%	11.62	1.6
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)	-62.0	504.1	442.0	-	-	-	442.0
其他(亿)	-5.8	14.1	8.2	-	0.5	6.3	14.0
公司整体测算(亿)	-67.9	518.1	450.3	-	0.5	6.3	456.1

数据来源：壹评级

DDM估值

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)	83.1	376.5	459.6	-	-	-	459.6
其他(亿)	-4.2	10.7	6.4	-	0.5	6.3	12.2
公司整体测算(亿)	78.8	387.2	466.0	-	0.5	6.3	471.8

数据来源：壹评级

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。

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任何变更。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。