

芯能科技（603105.SH）

Q3 业绩同比小幅下降，分布式光伏业务稳步发展

买入

核心观点

三季度利用小时数及电价同比下降，营收和归母净利润有所下降。2023 年前三季度，公司实现营收 5.43 亿元（+4.83%），归母净利润 1.86 亿元（+15.49%），扣非归母净利润 1.79 亿元（+11.30%）。其中，第三季度单季营收 2.12 亿元（-5.45%），归母净利润 0.77 亿元（-4.87%），扣非归母净利润 0.75 亿元（-6.34%）。公司前三季度业绩增长的原因在于，公司自持电站规模稳步扩大，光伏发电收入及毛利较上年同期保持增长。第三季度营业收入和归母净利润下降的原因在于，一是受阴雨、台风天气影响，光伏发电等效小时数同比减少 41 小时，单位发电量有所降低；二是缺电现象较上年有所缓解，电力交易损益分摊相应减少，光伏度电价格有所降低，综合度电收入同比降低 0.02 元/KWh。

可转债发行推进，分布式光伏项目建设稳步开展。10 月 23 日，公司发布公告可转债公开发行，本次发行可转债募资 8.80 亿元用于分布式光伏电站建设项目和偿还银行贷款，其中 6.16 亿元用于 55 个分布式光伏电站建设项目，合计装机容量为 166.26MW。随着可转债募集资金到位，公司资本实力增强，将推动在手分布式光伏项目资源加快开发，保障公司业绩持续稳健增长。

电力现货市场建设加快推进，公司充电桩+储能业务迎来发展。2023 年 9 月 18 日，国家发改委、国家能源局印发《电力现货市场基本规则（试行）》，推动电力现货市场建设。公司以分布式客户为基础，结合充电桩、储能、微网、虚拟电厂等技术的应用场景，布局电动汽车充电桩业务，稳步推进工商业储能运营业务，构建“工商业储能运营+户用储能产品研发与制造”双轮驱动的储能业务发展格局，提供“发电+充电+储电”的一体化服务，深度挖掘工商业资源价值。电力现货市场加快建设，为公司工商业储能和充电桩业务带来新的盈利途径，有助于推动公司充电桩+储能业务发展。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；分布式光伏项目投运不及预期；行业政策变化。

投资建议：下调盈利预测。由于公司第三季度业绩同比下降，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 2.38/3.21/3.87 亿元（原预测值分别为 2.71/3.55/4.17 亿元），同比增长率分别为 24.0%/35.2%/20.4%，EPS 分别为 0.48/0.64/0.77，当前股价对应 PE 分别为 25.3/18.7/15.5x。给予公司 2024 年 22-24 倍 PE，对应 71-77 亿元目标市值，对应 14.13-15.42 元/股合理价值，较目前股价有 18%-28%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	445	650	914	1,154	1,408
(+/-%)	4.3%	46.0%	40.7%	26.3%	22.0%
净利润(百万元)	110	192	238	321	387
(+/-%)	36.0%	74.1%	24.0%	35.2%	20.4%
每股收益(元)	0.22	0.38	0.48	0.64	0.77
EBIT Margin	44.0%	45.2%	37.2%	39.2%	40.4%
净资产收益率 (ROE)	6.8%	10.9%	12.4%	15.3%	16.5%
市盈率 (PE)	54.6	31.4	25.3	18.7	15.5
EV/EBITDA	21.8	17.0	16.0	13.8	11.9
市净率 (PB)	3.74	3.40	3.15	2.85	2.57

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

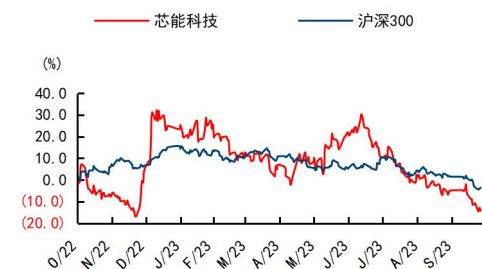
公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
证券分析师：李依琳 010-88005029 liyilin1@guosen.com.cn S0980521070002	联系人：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	14.13 - 15.42 元
收盘价	12.02 元
总市值/流通市值	6010/6010 百万元
52 周最高价/最低价	19.60/11.63 元
近 3 个月日均成交额	78.71 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《芯能科技（603105.SH）-业绩持续稳健增长，充电桩+储能业务持续推进》——2023-08-30
- 《芯能科技（603105.SH）-分布式光伏发电量价齐升，2022 年归母净利润同比增长 74.1%》——2023-03-22
- 《芯能科技（603105.SH）-“自发自用、余电上网”光伏运营龙头，独立储能业务具备先发优势》——2022-12-27
- 《芯能科技（603105.SH）-分布式光伏发电量价齐升，三季度净利润同比增长 129%》——2022-10-22
- 《芯能科技（603105.SH）-电价上涨驱动分布式光伏业绩大增，积极布局独立储能运营》——2022-08-17

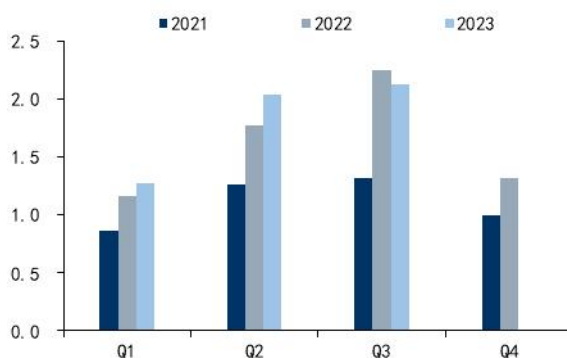
三季度利用小时数及电价同比下降，营收和归母净利润有所下降。2023 年前三季度，公司实现营收 5.43 亿元（+4.83%），归母净利润 1.86 亿元（+15.49%），扣非归母净利润 1.79 亿元（+11.30%）。其中，第三季度单季营收 2.12 亿元（-5.45%），归母净利润 0.77 亿元（-4.87%），扣非归母净利润 0.75 亿元（-6.34%）。公司前三季度业绩增长的原因在于，公司自持电站规模稳步扩大，光伏发电收入及毛利较上年同期保持增长。第三季度营业收入和归母净利润下降的原因在于，一是受阴雨、台风天气影响，光伏发电等效小时数同比减少 41 小时，单位发电量有所降低；二是缺电现象较上年有所缓解，电力交易损益分摊相应减少，光伏度电价格有所降低，综合度电收入同比降低 0.02 元/KWh。受上述因素影响，2023 年第三季度光伏发电收益较上年同期略有减少。

图1：芯能科技营业收入及增速（单位：亿元）



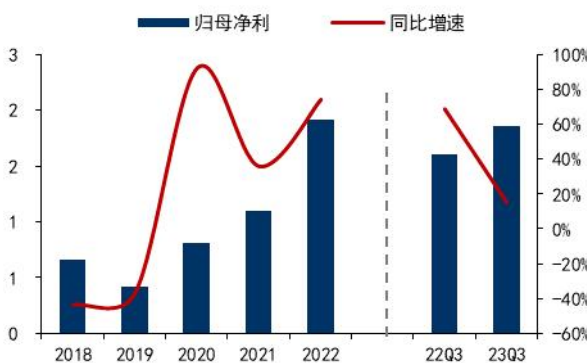
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：芯能科技单季营业收入（单位：亿元）



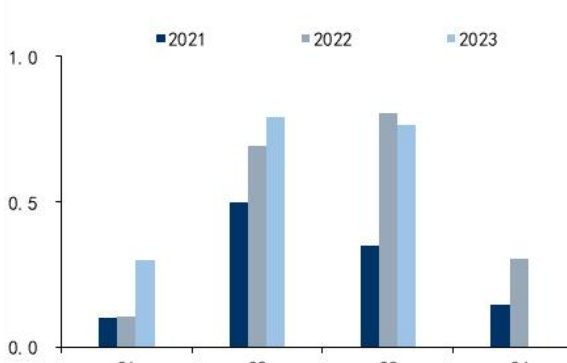
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：芯能科技归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

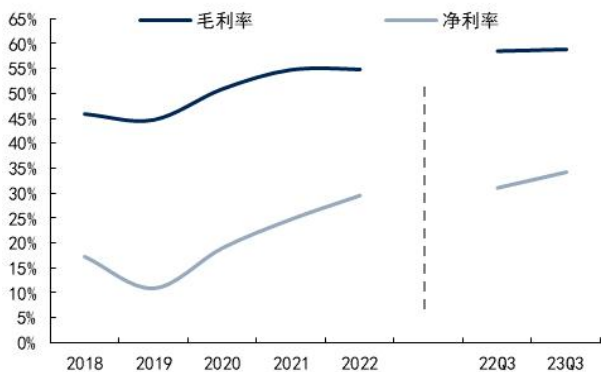
图4：芯能科技单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

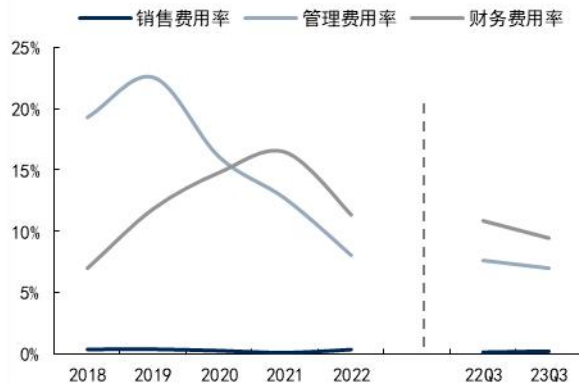
毛利率提升及费用率水平下降，净利率水平上行。2023 年前三季度，公司毛利率为 58.90%，同比增加 0.34pct，主要系高毛利的光伏发电业务收入占比提升影响。费用率方面，2023 年前三季度，公司对存量、新增贷款低息置换，整体费用率水平有所下降，公司财务费用率、管理费用率分别为 9.46%、6.97%，财务费用率、管理费用率分别同比减少 1.42、0.64pct。同期内，受毛利率提升及费用率水平下降影响，公司净利率较 2022 年同期增加 3.16pct 至 34.17%。

图5：芯能科技毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

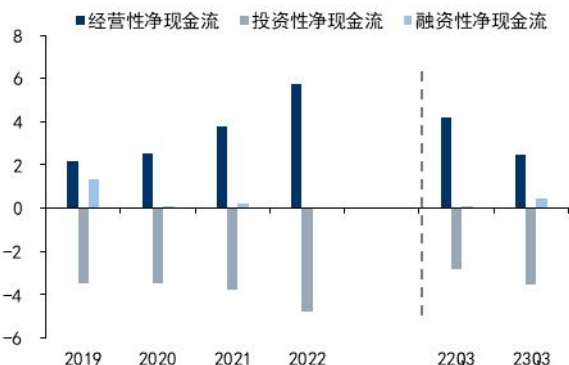
图6：芯能科技三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

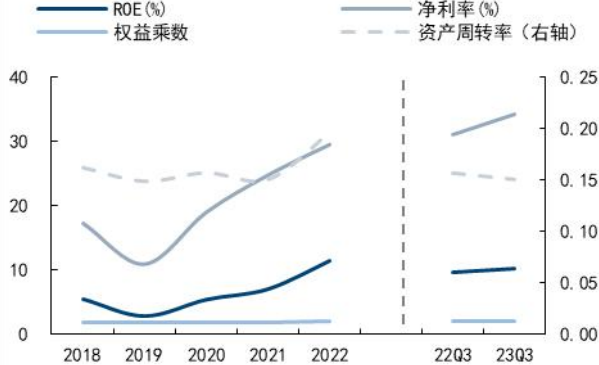
ROE 提升，经营性净现金流显著下降。2023 年前三季度，受益于公司净利率上行，公司 ROE 提升，较 2022 年同期增加 0.57pct 至 10.18%。现金流方面，2023 年前三季度，公司经营性净现金流为 2.47 亿元，同比下降 41.06%，经营性净现金流大幅下降的原因在于 2023 前三季度公司收到的税费返还同比减少以及光伏发电补贴结算周期变长导致补贴发放滞后。

图7：芯能科技现金流情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：芯能科技 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

可转债发行推进，分布式光伏项目建设稳步开展。10月23日，公司发布公告可转债公开发行，本次发行可转债募资8.80亿元用于分布式光伏电站建设项目和偿还银行贷款，其中6.16亿元用于55个分布式光伏电站建设项目，合计装机容量为166.26MW。随着可转债募集资金到位，公司资本实力进一步增强，将推动在手分布式光伏项目资源加快开发，保障公司业绩持续稳健增长。同时，当前光伏产业链上游价格维持低位，有助于公司分布式光伏项目收益率水平提升。

电力现货市场建设加快推进，公司充电桩+储能业务迎来发展。2023年9月18，国家发改委、国家能源局印发《电力现货市场基本规则（试行）》，推动电力现货市场建设。公司以分布式客户为基础，结合充电桩、储能、微网、虚拟电厂等技术的应用场景，布局电动汽车充电桩业务，稳步推进工商业储能运营业务，构建“工商业储能运营+户用储能产品研发与制造”双轮驱动的储能业务发展格局，提供“发电+充电+储电”的一体化服务，深度挖掘工商业资源价值。电力现货市场加快建设，为公司工商业储能和充电桩业务带来新的盈利途径，有助于推动公司充电桩+储能业务发展。

投资建议：下调盈利预测。由于公司第三季度业绩同比下降，下调公司盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 2.38/3.21/3.87 亿元（原预测值分别为 2.71/3.55/4.17 亿元），同比增长率分别为 24.0%/35.2%/20.4%，EPS 分别为 0.48/0.64/0.77，当前股价对应 PE 分别为 25.3/18.7/15.5x。给予公司 2024 年 22-24 倍 PE，对应 71-77 亿元目标市值，对应 14.13-15.42 元/股合理价值，较目前股价有 18%-28%的溢价空间，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
600116.SH	三峡水利	7.74	148	0.25	0.38	0.56	0.68	30.96	20.37	13.82	11.38	4.3%	买入
600821.SH	金开新能	6.61	132	0.48	0.52	0.73	0.92	13.77	12.71	9.05	7.18	8.7%	买入
003035.SZ	南网能源	5.42	205	0.15	0.19	0.32	0.45	36.13	28.53	16.94	12.04	8.6%	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	113	253	512	443	566	营业收入	445	650	914	1154	1408
应收款项	67	70	74	61	36	营业成本	201	293	452	552	655
存货净额	35	15	29	35	39	营业税金及附加	1	3	4	6	7
其他流动资产	188	70	98	124	151	销售费用	1	3	4	5	6
流动资产合计	410	408	713	663	793	管理费用	59	56	93	117	142
固定资产	2546	2919	3455	4810	5719	财务费用	73	74	62	93	133
无形资产及其他	37	36	42	49	56	投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
投资性房地产	147	146	146	146	146	资产减值及公允价值变动	2	(3)	(8)	(4)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	14	(4)	(16)	(6)	(14)
资产总计	3140	3509	4356	5667	6713	营业利润	126	214	275	372	449
短期借款及交易性金融负债	308	234	234	234	234	营业外净收支	2	1	1	1	1
应付款项	200	292	576	681	766	利润总额	128	215	276	373	450
其他流动负债	24	36	69	83	96	所得税费用	18	24	39	52	63
流动负债合计	532	563	879	999	1095	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	892	1079	1438	2398	3092	归属于母公司净利润	110	192	238	321	387
其他长期负债	107	102	130	166	185						
长期负债合计	999	1181	1568	2564	3277	现金流量表（百万元）					
负债合计	1531	1744	2447	3562	4372	净利润	110	192	238	321	387
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(17)	4	5	(4)	4
股东权益	1609	1765	1910	2105	2340	折旧摊销	150	163	187	239	303
负债和股东权益总计	3140	3509	4356	5667	6713	公允价值变动损失	(17)	4	5	(4)	4
						财务费用	73	74	62	93	133
关键财务与估值指标						营运资本变动	134	240	270	101	90
每股收益	0.22	0.38	0.48	0.64	0.77	其它	18	(30)	57	97	130
每股红利	0.07	0.15	0.19	0.25	0.30	经营活动现金流	378	573	762	749	917
每股净资产	3.22	3.53	3.82	4.21	4.68	资本开支	(344)	(448)	(735)	(1596)	(1222)
ROIC	5.91%	9.05%	10%	11%	11%	其它投资现金流	(5)	7	0	0	0
ROE	6.84%	10.85%	12.44%	15.26%	16.52%	投资活动现金流	(375)	(478)	(735)	(1596)	(1222)
毛利率	55%	55%	51%	52%	53%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	44%	45%	37%	39%	40%	负债净变化	84	187	359	960	694
EBITDA Margin	78%	70%	58%	60%	62%	支付股利、利息	(35)	(75)	(93)	(126)	(151)
收入增长	4%	46%	41%	26%	22%	其它融资现金流	(44)	(33)	0	0	0
净利润增长率	36%	74%	24%	35%	20%	融资活动现金流	19	0	231	777	428
资产负债率	49%	50%	56%	63%	65%	现金净变动	45	140	259	(69)	124
股息率	0.6%	1.2%	1.5%	2.1%	2.5%	货币资金的期初余额	69	113	253	512	443
P/E	54.6	31.4	25.3	18.7	15.5	货币资金的期末余额	113	253	512	443	566
P/B	3.7	3.4	3.1	2.9	2.6	企业自由现金流	0	217	15	(867)	(340)
EV/EBITDA	21.8	17.0	16.0	13.8	11.9	权益自由现金流	0	371	321	13	240

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032