

芯能科技 (603105.SH)

业绩表现稳健，分布式光伏项目开发有望提速

买入

核心观点

分布式光伏装机规模增加，营收和归母净利润稳步增长。2023年，公司实现营业收入6.86亿元(+5.59%)，归母净利润2.20亿元(+14.99%)，扣非归母净利润2.13亿元(+13.79%)。其中，第四季度单季营收1.43亿元(+8.61%)，归母净利润0.34亿元(+12.09%)。2023年公司收入和归母净利润增长的原因在于随着自持电站规模持续扩大，光伏发电量增加，光伏发电收入、毛利随发电量增加而同步提升，截至2023年，公司累计自持分布式光伏电站并网容量828MW，同比增加14.05%，2023年公司自持电站发电量8.09亿千瓦时(+19.85%)，实现光伏发电收入5.96亿元(+12.88%)，光伏发电毛利3.91亿元(+13.01%)。

持续推动分布式光伏项目开发，保障公司业绩稳健增长。2024年，公司将按照“聚焦分布式电站业务，紧跟产品技术发展，围绕主业拓展分布式新应用领域”的业务发展战略，加快在手分布式光伏电站项目建设、并网节奏，同时推动向全国高耗电、高购电等经济发达地区稳步扩张，积极开发、储备优质屋顶资源，实现装机规模持续增加。截至2023年，公司有在建、待建和拟签订合同的自持分布式光伏电站约163MW，未来公司分布式光伏项目将持续投运，驱动公司业绩增长。

工商业储能运营业务稳步推进，加快户用储能产品的研发与制造，深度挖掘分布式资源价值。公司将围绕不断扩大的分布式客户资源，布局充电桩业务，加快推进公司储能业务，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；公司拥有的超千家工商业客户大多为高耗能的大工业用电客户，年总用电量近100亿千瓦时，涉及的工商业厂房面积超1300万平方米，客户巨大的用电需求和资源空间为公司工商业储能、充电桩、户储产品等多元化业务提供了广阔的应用空间。未来，公司将围绕工商业客户，提供“发电+充电+储电”的一体化服务，实现工商业资源价值的深度挖掘。

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。

投资建议：由于分布式光伏装机规模增长不及预期，下调盈利预测。预计2024-2026年净利润分别为2.73/3.37/3.90亿元（2024/2025年原预测值分别为3.21/3.87亿元），同比增长率分别为23.9%/23.6%/15.7%，EPS分别为0.55/0.67/0.78，当前股价对应PE分别为17.5/114.1/12.2。给予公司2024年20-21倍PE，对应55-57亿元目标市值，对应10.91-11.46元/股合理价值，较目前股价有15%-20%的溢价空间，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	650	686	830	969	1,101
(+/-%)	46.0%	5.6%	20.9%	16.7%	13.7%
净利润(百万元)	192	220	273	337	390
(+/-%)	74.1%	14.9%	23.9%	23.6%	15.7%
每股收益(元)	0.38	0.44	0.55	0.67	0.78
EBIT Margin	45.2%	47.1%	45.2%	46.7%	47.2%
净资产收益率(ROE)	10.9%	10.6%	12.1%	13.6%	14.3%
市盈率(PE)	24.9	21.6	17.5	14.1	12.2
EV/EBITDA	14.3	14.1	13.1	11.6	10.8
市净率(PB)	2.70	2.30	2.11	1.92	1.74

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：李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

证券分析师：郑汉林 0755-81982169
zhenghanlin@guosen.com.cn
S0980522090003

联系人：崔佳诚 021-60375416
cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

	买入(维持)
投资评级	10.91 - 11.46元
合理估值	9.35元
收盘价	4675/4675百万元
总市值/流通市值	18.57/6.82元
52周最高价/最低价	67.33百万元
近3个月日均成交额	

市场走势



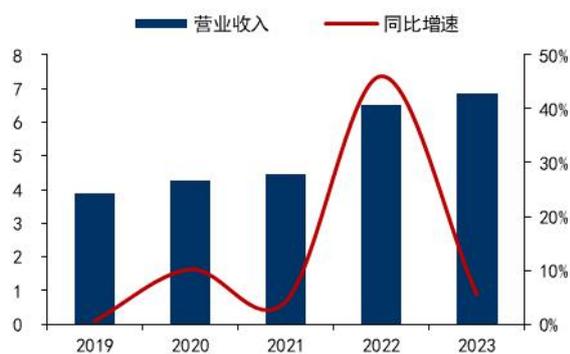
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《芯能科技(603105.SH)-Q3业绩同比小幅下降，分布式光伏业务稳步发展》——2023-10-26
- 《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

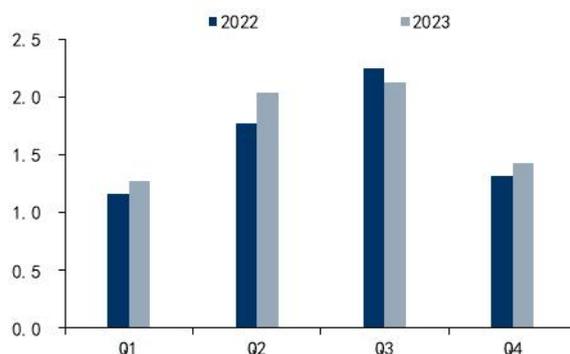
分布式光伏装机规模增加，营收和归母净利润稳步增长。2023年，公司实现营收6.86亿元(+5.59%)，归母净利润2.20亿元(+14.99%)，扣非归母净利润2.13亿元(+13.79%)。其中，第四季度单季营收1.43亿元(+8.61%)，归母净利润0.34亿元(+12.09%)。2023年公司收入和归母净利润增长的原因在于随着自持电站规模持续扩大，光伏发电量增加，光伏发电收入、毛利随发电量增加而同步提升，截至2023年，公司累计自持分布式光伏电站并网容量828MW，同比增加14.05%，2023年公司自持电站发电量8.09亿千瓦时(+19.85%)，实现光伏发电收入5.96亿元(+12.88%)，光伏发电毛利3.91亿元(+13.01%)。

图1：芯能科技营业收入及增速（单位：亿元）



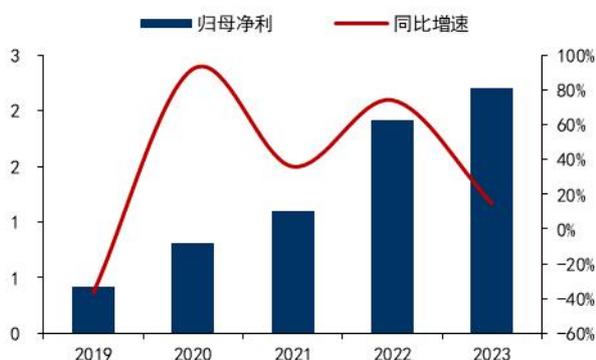
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：芯能科技单季营业收入（单位：亿元）



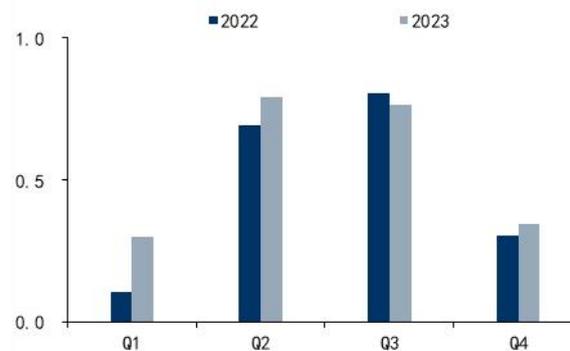
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

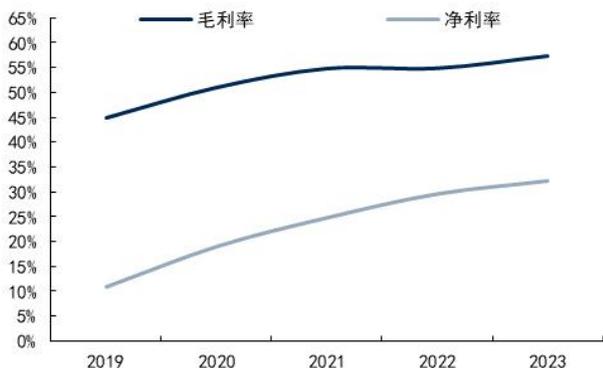
图4：芯能科技单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

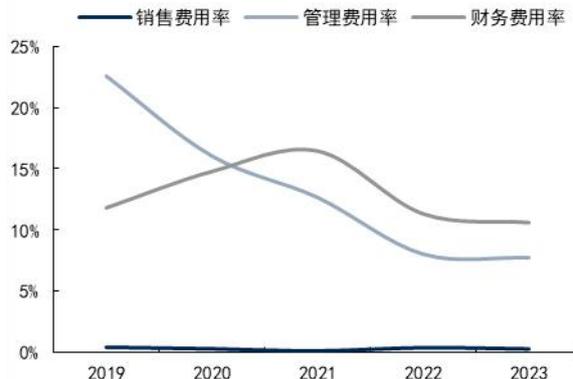
毛利率提升及费用率水平下降，净利率水平上行。2023年，公司毛利率为57.38%，同比增加2.48pct，主要系高毛利的光伏发电业务收入占比提升影响。费用率方面，2023年，公司对存量、新增贷款低息置换，整体费用率水平有所下降，公司财务费用率、管理费用率分别为10.66%、7.74%，财务费用率、管理费用率分别同比减少0.71、0.30pct。同期内，受毛利率提升及费用率水平下降影响，公司净利率较2022年同增加2.61pct至32.08%。

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

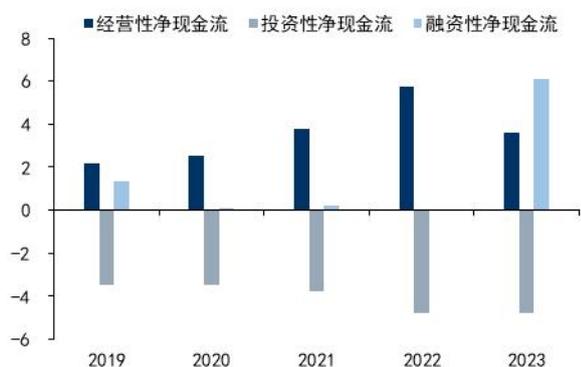
图6: 芯能科技三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

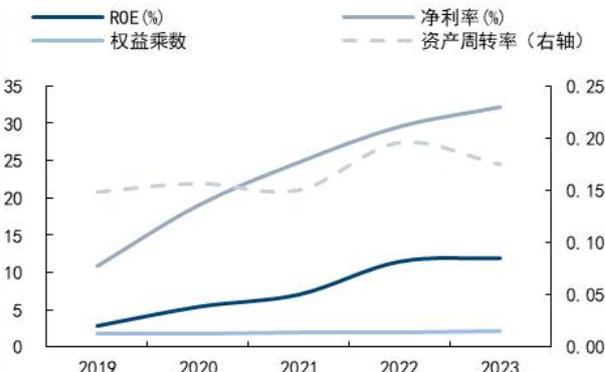
ROE 提升, 经营性净现金流显著下降。2023 年, 受益于公司净利率上行, 公司 ROE 提升, 较 2022 年同期增加 0.46pct 至 11.83%。现金流方面, 2023 年, 公司经营性净现金流为 3.59 亿元, 同比下降 37.32%, 经营性净现金流大幅下降的原因在于公司收到的税费返还、光伏发电国补同比减少; 公司投资性净现金流出 4.80 亿元, 与 2022 年基本持平; 公司融资性净现金流为 6.12 亿元, 同比大幅增加, 主要系公司发行可转债所募集的资金到账。

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

持续推动分布式光伏项目开发, 保障公司业绩稳健增长。2024 年, 公司将按照“聚焦分布式电站业务, 紧跟产品技术发展, 围绕主业拓展分布式新应用领域”的业务发展战略, 加快在手分布式光伏电站项目建设、并网节奏, 同时推动向全国高耗电、高购电等经济发达地区稳步扩张, 积极开发、储备优质屋顶资源, 实现装机规模持续增加。截至 2023 年, 公司有在建、待建和拟签订合同的自持分布式光伏电站约 163MW, 未来公司分布式光伏项目将陆续投运, 驱动公司业绩增长。

工商业储能运营业务稳步推进, 加快户用储能产品的研发与制造, 深度挖掘分布式资源价值。公司将围绕不断扩大的分布式客户资源, 布局充电桩业务, 加快推进公司储能业务, 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; 公司拥有的超千家工商业客户大多为高耗能的大工业用电客户, 年总用电量近 100 亿千瓦时, 涉及的工商业厂房面积超 1300 万平方米, 客户巨大的用电需求和资源空间为公司工商业储能、充电桩、户储产品等多元化业务提供了广阔的应用空间。未来, 公司将围绕工商业客户, 提供“发电+充电+储电”

的一体化服务，实现工商业资源价值的深度挖掘。

投资建议：由于分布式光伏装机规模增长不及预期，下调盈利预测。预计2024-2026年净利润分别为2.73/3.37/3.90亿元（2024/2025年原预测值分别为3.21/3.87亿元），同比增长率分别为23.9%/23.6%/15.7%，EPS分别为0.55/0.67/0.78，当前股价对应PE分别为17.5/114.1/12.2。给予公司2024年20-21倍PE，对应55-57亿元目标市值，对应10.91-11.46元/股合理价值，较目前股价有15%-20%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		EPS				PE				ROE (22A)	投资 评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600116.SH	三峡水利	7.28	139	0.25	0.38	0.56	0.68	29.12	19.16	13.00	10.71	4.3%	买入	
600821.SH	金开新能	5.85	117	0.48	0.52	0.73	0.92	12.19	11.25	8.01	6.36	8.7%	买入	
003035.SZ	南网能源	4.95	205	0.15	0.19	0.32	0.45	33.00	26.05	15.47	11.00	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)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	253	685	840	1032	1217	营业收入	650	686	830	969	1101
应收款项	70	185	201	208	206	营业成本	293	292	362	414	464
存货净额	15	31	44	50	55	营业税金及附加	3	3	3	4	5
其他流动资产	70	50	60	70	80	销售费用	3	2	2	3	3
流动资产合计	408	951	1145	1361	1558	管理费用	56	55	66	76	86
固定资产	2919	3209	3653	3994	4559	财务费用	74	73	66	77	91
无形资产及其他	36	42	51	60	69	投资收益	(0)	0	0	0	0
投资性房地产	146	148	148	148	148	资产减值及公允价值变动	(3)	0	(0)	(1)	4
长期股权投资	0	2	2	3	4	其他收入	(4)	(16)	(28)	(19)	(23)
资产总计	3509	4351	4999	5565	6338	营业利润	214	244	303	374	433
短期借款及交易性金融负债	234	352	352	352	352	营业外净收支	1	0	0	0	0
应付款项	292	188	266	304	333	利润总额	215	244	303	374	433
其他流动负债	36	64	87	100	111	所得税费用	24	24	30	37	43
流动负债合计	563	605	705	755	796	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1079	1571	1911	2198	2661	归属于母公司净利润	192	220	273	337	390
其他长期负债	102	103	131	138	151						
长期负债合计	1181	1674	2042	2337	2812	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1744	2279	2747	3092	3607	净利润	192	220	273	337	390
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	4	(3)	0	1	(1)
股东权益	1765	2071	2251	2473	2731	折旧摊销	163	178	198	226	258
负债和股东权益总计	3509	4351	4999	5565	6338	公允价值变动损失	4	(3)	0	1	(1)
						财务费用	74	73	66	77	91
关键财务与估值指标						营运资本变动	240	(187)	61	27	28
每股收益	0.38	0.44	0.55	0.67	0.78	其它	(30)	153	65	76	91
每股红利	0.12	0.15	0.19	0.23	0.27	经营活动现金流	573	359	597	668	766
每股净资产	3.53	4.14	4.50	4.95	5.46	资本开支	(448)	(531)	(651)	(578)	(831)
ROIC	9.05%	8.55%	9%	10%	10%	其它投资现金流	7	0	0	0	0
ROE	10.85%	10.63%	12.12%	13.63%	14.29%	投资活动现金流	(478)	(480)	(652)	(578)	(832)
毛利率	55%	57%	56%	57%	58%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	45%	47%	45%	47%	47%	负债净变化	187	(243)	340	287	463
EBITDA Margin	70%	73%	69%	70%	71%	支付股利、利息	(60)	(75)	(93)	(115)	(133)
收入增长	46%	6%	21%	17%	14%	其它融资现金流	(48)	267	0	0	0
净利润增长率	74%	15%	24%	24%	16%	融资活动现金流	0	612	209	103	251
资产负债率	50%	52%	55%	56%	57%	现金净变动	140	431	155	192	185
股息率	1.3%	1.6%	2.0%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	113	253	685	840	1032
P/E	24.9	21.6	17.5	14.1	12.2	货币资金的期末余额	253	685	840	1032	1217
P/B	2.7	2.3	2.1	1.9	1.7	企业自由现金流	0	(249)	(54)	82	(78)
EV/EBITDA	14.3	14.1	13.1	11.6	10.8	权益自由现金流	0	(225)	227	300	303

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提及的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