

芯能科技 (603105.SH)

优于大市

利用小时数下降影响收入，财务费用增加导致利润下降

核心观点

2024年上半年营业收入小幅增长，归母净利润同比下降。2024H1，公司实现营收 3.39 亿元 (+2.15%)，归母净利润 1.04 亿元 (-4.74%)。其中，第二季度单季营收 1.79 亿元 (-12.11%)，归母净利润 0.73 亿元 (-7.68%)。二季度公司营业收入下降的原因在于受梅雨季节影响，阴雨天数和时长同比增加，光伏单位发电量有所降低；2024H1，公司自持电站等效发电小时数约 503 小时，同比减少 13 小时，根据自持电站装机及公司光伏平均综合电价推算，由于等效发电小时数的降低，约少发 1100 万千瓦时电量；公司归母净利润同比下降除受利用小时数下降影响外，可转债按照实际利率计提利息，财务费用增加亦使得归母净利润同比下降。

分布式光伏装机容量不断增加，公司业绩有望实现稳步增长。截至 2024H1，公司累计自持分布式光伏电站并网容量约 859MW，2024 年上半年新增分布式光伏装机容量 31MW，较 2023 年的 828MW 增长 3.74%，另有在建、待建和拟签订合同的自持分布式光伏电站约 152MW，未来分布式光伏项目逐步投运保障公司业绩稳步增长。

储能业务逐步落地，未来或成为新的利润增长点。公司以分布式客户为基础，结合充电桩、储能、微网、虚拟电厂等技术应用场景，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。工商业储能运营方面，公司稳步推进工商业储能运营业务，目前已拥有超 10MWh 的项目储备。储能产品业务方面，公司有序开展户储逆变器和便携式移动电源销售，已实现小批量投放市场，产生少量试销收入，随着销售渠道的搭建承接更多销售订单，产品市场份额将逐步增加。

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：由于利用小时数下降及财务费用增加，下调盈利预测。预计 2024-2026 年净利润分别为 2.31/2.76/3.14 亿元（原预测值为 2.73/3.37/3.90 亿元），同比增长率分别为 5.1%/19.1%/13.9%，EPS 分别为 0.46/0.55/0.63，当前股价对应 PE 分别为 16.7/14.0/12.3。给予公司 2024 年 18-20 倍 PE，对应 42-46 亿元目标市值，对应 8.33-9.26 元/股合理价值，较目前股价有 8%-20%的溢价空间，维持“优于大市”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	781	881	975
(+/-%)	46.0%	5.6%	13.8%	12.8%	10.6%
净利润(百万元)	192	220	231	276	314
(+/-%)	74.1%	14.9%	5.1%	19.1%	13.9%
每股收益(元)	0.38	0.44	0.46	0.55	0.63
EBIT Margin	45.2%	47.1%	43.5%	44.5%	44.9%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	10.6%	10.4%	11.5%	12.0%
市盈率 (PE)	20.1	17.5	16.7	14.0	12.3
EV/EBITDA	12.3	12.3	12.2	11.2	10.5
市净率 (PB)	2.18	1.86	1.73	1.60	1.48

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

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

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	8.33 - 9.26 元
收盘价	7.71 元
总市值/流通市值	3855/3855 百万元
52 周最高价/最低价	14.80/6.82 元
近 3 个月日均成交额	186.81 百万元

市场走势



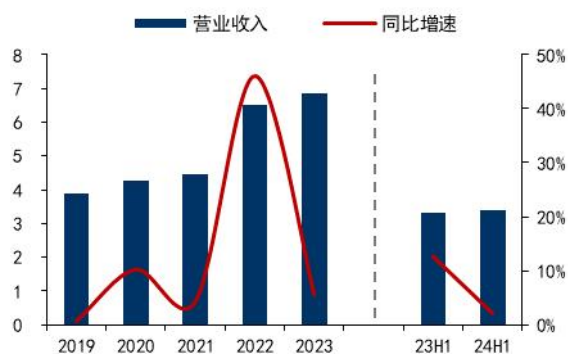
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《芯能科技 (603105.SH) - 业绩表现稳健，分布式光伏项目开发有望提速》——2024-04-08
- 《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

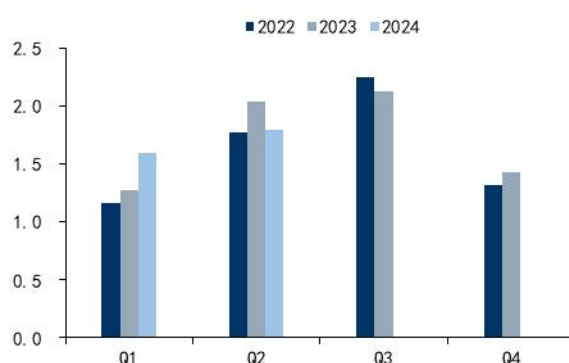
2024 年上半年营业收入小幅增长，归母净利润同比下降。2024H1，公司实现营收 3.39 亿元（+2.15%），归母净利润 1.04 亿元（-4.74%），扣非归母净利润 0.97 亿元（-6.89%）；光伏发电业务 1 收入 2.98 亿元（+5.13%）。其中，第二季度单季营收 1.79 亿元（-12.11%），归母净利润 0.73 亿元（-7.68%），扣非归母净利润 0.67 亿元（-10.67%）。二季度公司营业收入下降的原因在于受梅雨季节影响，阴雨天数和时长同比增加，光伏单位发电量有所降低；2024H1，公司自持电站等效发电小时数约 503 小时，同比减少 13 小时，根据自持电站装机及公司光伏平均综合电价推算，由于等效发电小时数的降低，约少发 1100 万千瓦时电量；公司归母净利润同比下降除受利用小时数下降影响外，可转债按照实际利率计提利息，财务费用增加使得归母净利润同比下降。

图1：芯能科技营业收入及增速（单位：亿元）



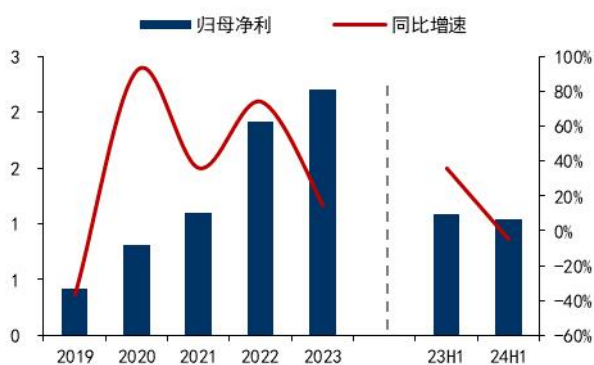
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：芯能科技单季营业收入（单位：亿元）



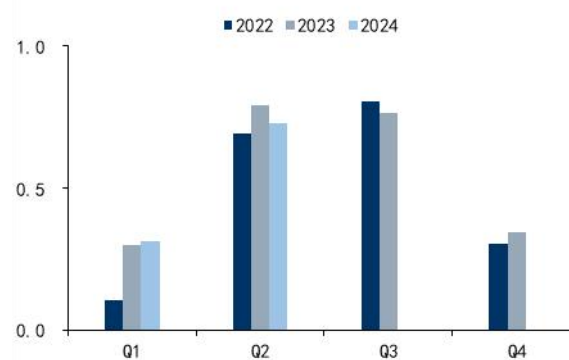
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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）

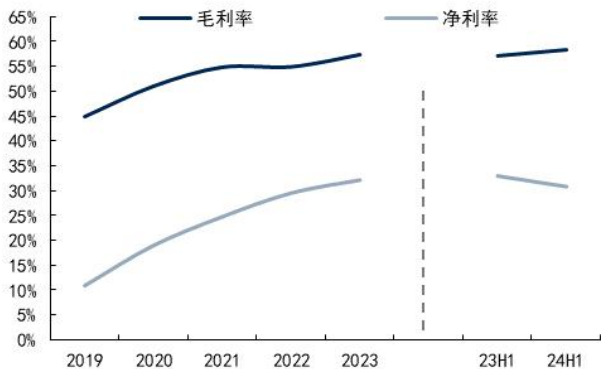


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率提升，费用率水平增加，净利率有所下降。2024H1，公司毛利率为 58.36%，同比增加 1.22pct，毛利水平进一步增加。费用率方面，2024H1，公司财务费用 4491.22 万元，同比增长 30.77%，主要原因是公司于 2023 年 10 月 26 日向不特定对象发行 8.8 亿元可转换公司债券，虽然可转债每年按照票面利率付息（第一年票面利率为 0.30%），但债券利息费用需按照实际利率 6.62% 计提，而同期银行长期借款利率为 4.20%，实际利率远高于长期借款利率，因而财务费用较高，财务费用率为 13.26%，同比增加 2.90pct；同时，2024H1，公司销售费用率、管理费用率分别为 0.37%、6.81%，分别同比增加 0.17、0.33pct，整体费用率水平显著

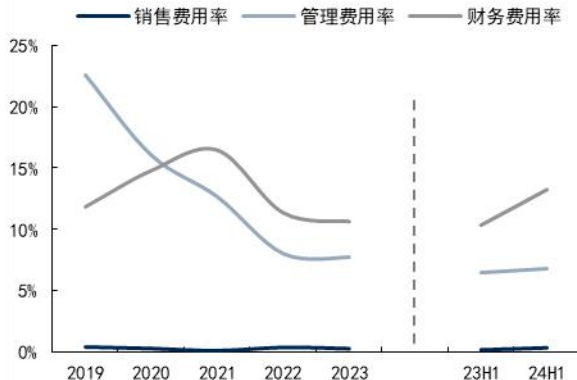
增加。同期内，由于费用率水平增长影响，公司净利率较 2023 年同期减少 2.15pct 至 30.76%。

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

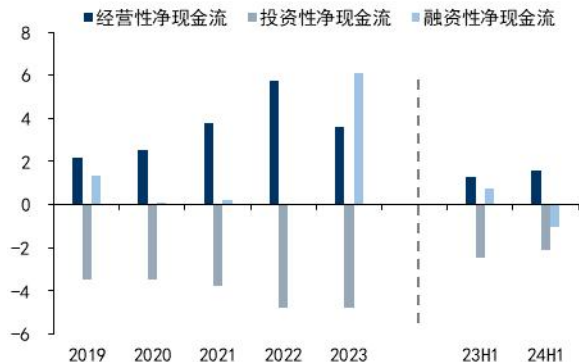
图6: 芯能科技三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

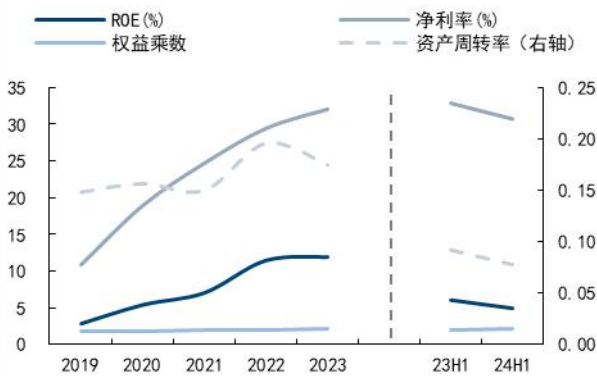
ROE 有所下降，经营性净现金流改善。2024H1，由于公司净利率下降，公司 ROE 下行，较 2023 年同期减少 1.10pct 至 4.96%。现金流方面，2024H1，公司经营性净现金流为 1.55 亿元，同比增长 21.56%，经营性净现金流增加的原因在于随着光伏发电业务、EPC 业务收入的增加，收到的电费及工程款相应增加，同时公司收到与光伏发电相关地方补助同比增加；投资性净现金流流出 2.08 亿元，同比下降 16.46%，主要原因是光伏产品价格下降，光伏电站投资成本相应降低，同时新增已并网的自持电站装机容量较少，与光伏电站建设相关的支出同比减少；融资性净现金流-1.06 亿元，同比大幅下降，主要原因是公司使用可转债募集资金偿还银行贷款，与筹资活动相关的现金流出相应增加，同时新增的光伏电站项目贷款较少，与筹资活动相关的现金流入相应减少。

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

分布式光伏装机容量不断增加，公司业绩有望实现稳步增长。截至 2024H1，公司累计自持分布式光伏电站并网容量约 859MW，2024 年上半年新增分布式光伏装机容量 31MW，较 2023 年的 828MW 增长 3.74%，另有在建、待建和拟签订合同的自持分布式光伏电站约 152MW，未来分布式光伏项目逐步投运保障公司业绩稳步增长。2024 年上半年，公司新增自持电站并网节奏有所放缓，主要原因是公司在建的自持电站项目单体装机容量较大，项目施工周期较长，新增自持电站的并网及转固时间有一定滞后，随着项目的陆续完工验收，2024 年 7 月单月共计 33MW 新增自

持电站完成并网, 预计 2024 年公司新增分布式光伏装机仍有望维持在往年同期正常水平。

储能业务逐步落地, 未来或成为新的利润增长点。公司以分布式客户为基础, 结合充电桩、储能、微网、虚拟电厂等技术应用场景, 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。工商业储能运营方面, 公司稳步推进工商业储能运营业务, 目前已拥有超 10MWh 的项目储备。储能产品业务方面, 公司有序开展户储逆变器和便携式移动电源销售, 已实现小批量投放市场, 产生少量试销收入, 随着销售渠道的搭建承接更多销售订单, 产品市场份额将逐步增加。

配电网高质量发展推进, 有利于分布式光伏业务发展。2024 年以来, 国家发改委、能源局先后发布《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见》、《关于新形势下配电网高质量发展的指导意见等政策文件, 推动配电网的建设和更新改造, 配变容量扩容将有效解决变压器容量不足和供配电紧张等重点难题, 为分布式光伏的接入电网创造有利条件。

投资建议: 由于利用小时数下降及财务费用增加, 下调盈利预测。预计 2024-2026 年净利润分别为 2.31/2.76/3.14 亿元 (原预测值为 2.73/3.37/3.90 亿元), 同比增长率分别为 5.1%/19.1%/13.9%, EPS 分别为 0.46/0.55/0.63, 当前股价对应 PE 分别为 16.7/14.0/12.3。给予公司 2024 年 18-20 倍 PE, 对应 42-46 亿元目标市值, 对应 8.33-9.26 元/股合理价值, 较目前股价有 8%-20%的溢价空间, 维持“优于大市”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 (23A)	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600905.SH	三峡能源	4.73	1,354	0.25	0.31	0.35	0.40	18.92	15.26	13.51	11.83	8.7%	优于大市	
600821.SH	金开新能	5.55	111	0.48	0.50	0.71	0.87	11.56	11.10	7.82	6.38	9.0%	优于大市	
003035.SZ	南网能源	4.07	205	0.08	0.15	0.20	0.24	50.88	27.13	20.35	16.96	4.6%	优于大市	

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	813	957	1139	营业收入	650	686	781	881	975
应收款项	70	185	189	189	183	营业成本	293	292	354	396	434
存货净额	15	31	42	45	47	营业税金及附加	3	3	3	4	4
其他流动资产	70	50	57	64	71	销售费用	3	2	2	3	3
流动资产合计	408	951	1100	1255	1439	管理费用	56	55	62	69	76
固定资产	2919	3209	3653	3994	4361	财务费用	74	73	76	85	93
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)	5
长期股权投资	0	2	2	3	4	其他收入	(4)	(16)	(26)	(17)	(20)
资产总计	3509	4351	4954	5460	6022	营业利润	214	244	257	306	348
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	254	275	289	利润总额	215	244	257	306	349
其他流动负债	36	64	82	90	96	所得税费用	24	24	25	30	35
流动负债合计	563	605	688	718	738	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1079	1571	1911	2198	2521	归属于母公司净利润	192	220	231	276	314
其他长期负债	102	103	131	138	151						
长期负债合计	1181	1674	2042	2337	2672	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1744	2279	2730	3054	3409	净利润	192	220	231	276	314
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	2224	2406	2613	折旧摊销	163	178	198	226	255
负债和股东权益总计	3509	4351	4954	5460	6022	公允价值变动损失	4	(3)	0	1	(1)
						财务费用	74	73	76	85	93
关键财务与估值指标						营运资本变动	240	(187)	62	18	18
每股收益	0.38	0.44	0.46	0.55	0.63	其它	(30)	153	76	84	94
每股红利	0.12	0.15	0.16	0.19	0.21	经营活动现金流	573	359	567	606	679
每股净资产	3.53	4.14	4.45	4.81	5.23	资本开支	(448)	(531)	(651)	(578)	(631)
ROIC	9.05%	8.55%	8%	9%	9%	其它投资现金流	7	0	0	0	0
ROE	10.85%	10.63%	10.41%	11.46%	12.02%	投资活动现金流	(478)	(480)	(652)	(578)	(632)
毛利率	55%	57%	55%	55%	55%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	45%	47%	43%	45%	45%	负债净变化	187	(243)	340	287	323
EBITDA Margin	70%	73%	69%	70%	71%	支付股利、利息	(60)	(75)	(79)	(94)	(107)
收入增长	46%	6%	14%	13%	11%	其它融资现金流	(48)	267	0	0	0
净利润增长率	74%	15%	5%	19%	14%	融资活动现金流	0	612	213	116	135
资产负债率	50%	52%	55%	56%	57%	现金净变动	140	431	128	144	182
股息率	1.6%	1.9%	2.0%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	113	253	685	813	957
P/E	20.1	17.5	16.7	14.0	12.3	货币资金的期末余额	253	685	813	957	1139
P/B	2.2	1.9	1.7	1.6	1.5	企业自由现金流	0	(249)	(86)	20	36
EV/EBITDA	12.3	12.3	12.2	11.2	10.5	权益自由现金流	0	(225)	186	230	274

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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