

2025 年 04 月 22 日

投资评级： 增持（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

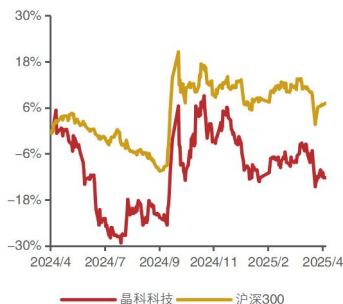
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超

doupengchao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 21 日

收盘价（元）	2.63
一年内最高/最低（元）	3.33/2.10
总市值（百万元）	9,391.66
流通市值（百万元）	9,391.66
总股本（百万股）	3,570.97
资产负债率（%）	62.45
每股净资产（元/股）	4.34

资料来源：聚源数据

晶科科技 (601778. SH)

——电价下行等因素致业绩承压 期待电价企稳

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 47.75 亿元，同比上升 9.25%；实现归母净利润 3.24 亿元，同比下降 15.39%。
- **电价下滑、电站转让利润减少、财务费用增长等因素致业绩承压。**1) 以电费收入/结算电量观察电价变动，公司 2024 年平均电价约 0.487 元/千瓦时，较 2023 年 0.580 元/千瓦时下滑约 0.08 元/千瓦时。2) 2024 年公司分别转让地面集中式/工商业分布式/户用光伏分别转让 301MW、55MW、434MW，同比分别增加 80MW、减少 51MW、增加 169MW，出售电站对业绩税前影响数为 2.86 亿元，2023 年同期为 3.75 亿元。3) 财务费用增长 0.69 亿元，其中利息费用增长 0.98 亿元，或主因新建电站使得长期借款规模扩大所致。
- **自持电站与发电量规模稳增；后续需关注各省电力市场建设进展及电价波动。**截至 2024 年底，公司自持电站规模达到 6448MW，同比增长 20%；自持电站中，地面集中式/工商业分布式/户用光伏电站分别为 3983/1388/1077MW。全年电量来看，2024 年公司实现发电量 67.1 亿千瓦时，同比增长 28.6%；实现电费收入 32.6 亿元，同比增长 8.0%。发电收入增速低于发电量增速，主要系弃光限电率上升及上网电价下滑所致。
- **在手指标充裕，为后续电站装机增长奠定基础。**1) 公司 2024 年合计取得地面集中式电站指标 3349MW（光伏 2789MW，风电 560MW）；2) 工商业分布式 2024 年签约 307MW，其中超 80% 为 500 强和上市公司；3) 户用光伏建档 548MW；重点向共建预收购模式布局 and 转型，目前已签约多家资方。发电作为盈利基本盘，项目资源储备为装机增长奠定基础。
- **布局储能电站，有望成为新增长点。**截至 2024 年底，公司在手储能电站 11 座、装机容量 147.07MW/298.27MWh，2024 年全年新增备案储能项目容量超 1970MWh。
- **经营性现金流转好；补贴占发电收入比例进一步下降。**现金流方面，公司 2024 年经营性现金流净流入 10.45 亿元，较 2023 年净流出 5.97 亿元转好。2024 年公司补贴收入 11.70 亿元，占发电收入 32.6 亿元的 36%，较 2023 年 44%明显下降。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 3.87/3.92/4.42 亿元，同比 +19.31%/+1.35%/+12.77%。当前股价对应 PE 分别为 24/24/21 倍。我们认为随着各地政策和电价机制的完善，以及电站装机规模的提升，公司业绩有望恢复稳步增长。维持“增持”评级。
- **风险提示：**电价波动风险；新增装机增长不及预期；补贴回款不及预期；电站转让收益下降。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,370	4,775	4,922	5,034	5,095
同比增长率（%）	36.72%	9.25%	3.09%	2.28%	1.22%
归母净利润（百万元）	383	324	387	392	442
同比增长率（%）	77.05%	-15.39%	19.31%	1.35%	12.77%
每股收益（元/股）	0.11	0.09	0.11	0.11	0.12
ROE（%）	2.46%	2.04%	2.38%	2.36%	2.59%
市盈率（P/E）	24.50	28.95	24.27	23.94	21.23

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,034	3,692	2,927	2,725
应收票据及账款	6,856	7,435	7,977	8,502
预付账款	90	400	410	414
其他应收款	450	713	729	738
存货	4,687	4,437	3,937	3,687
其他流动资产	1,448	1,326	1,353	1,368
流动资产总计	18,566	18,003	17,333	17,435
长期股权投资	1,154	1,197	1,240	1,283
固定资产	20,957	21,514	23,397	24,658
在建工程	959	1,970	1,490	1,490
无形资产	207	211	236	258
长期待摊费用	77	73	70	66
其他非流动资产	673	754	754	754
非流动资产合计	24,027	25,719	27,187	28,509
资产总计	42,593	43,722	44,519	45,944
短期借款	1,841	3,511	4,360	5,457
应付票据及账款	3,794	3,416	2,828	3,143
其他流动负债	4,409	3,905	4,212	4,076
流动负债合计	10,044	10,832	11,400	12,676
长期借款	12,443	12,387	12,215	11,910
其他非流动负债	4,112	4,112	4,112	4,112
非流动负债合计	16,555	16,499	16,327	16,022
负债合计	26,599	27,332	27,727	28,698
股本	3,571	3,571	3,571	3,571
资本公积	8,511	8,511	8,511	8,511
留存收益	3,792	4,179	4,571	5,014
归属母公司权益	15,874	16,261	16,653	17,096
少数股东权益	120	129	139	150
股东权益合计	15,994	16,390	16,792	17,245
负债和股东权益合计	42,593	43,722	44,519	45,944

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	332	155	160	171
折旧与摊销	1,239	1,442	1,610	1,756
财务费用	810	796	848	879
投资损失	-266	-235	-235	-285
营运资金变动	-1,359	-1,662	-375	-125
其他经营现金流	289	244	300	350
经营性现金净流量	1,045	741	2,308	2,746
投资性现金净流量	-1,191	-2,901	-2,901	-2,861
筹资性现金净流量	1,026	818	-172	-87
现金流量净额	863	-1,343	-765	-202

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,775	4,922	5,034	5,095
营业成本	2,901	3,084	3,121	3,129
税金及附加	52	54	55	55
销售费用	132	137	140	142
管理费用	494	509	521	527
研发费用	4	4	4	4
财务费用	810	796	848	879
资产减值损失	-89	-50	-50	-50
信用减值损失	-134	-100	-100	-100
其他经营损益	3	3	3	3
投资收益	266	235	235	285
公允价值变动损益	17	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	46	46	46	46
营业利润	492	472	478	542
营业外收入	19	19	19	19
营业外支出	100	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	411	491	497	561
所得税	79	94	96	108
净利润	332	397	402	453
少数股东损益	8	9	10	11
归属母公司股东净利润	324	387	392	442
EPS(元)	0.09	0.11	0.11	0.12

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	9.25%	3.09%	2.28%	1.22%
营业利润增长率	-14.31%	-4.22%	1.40%	13.28%
归母净利润增长率	-15.39%	19.31%	1.35%	12.77%
经营现金流增长率	274.78%	-29.10%	211.70%	18.97%
盈利能力				
毛利率	39.24%	37.35%	38.00%	38.58%
净利率	6.96%	8.06%	7.98%	8.89%
ROE	2.04%	2.38%	2.36%	2.59%
ROA	0.76%	0.89%	0.88%	0.96%
估值倍数				
P/E	28.95	24.27	23.94	21.23
P/S	1.97	1.91	1.87	1.84
P/B	0.61	0.59	0.58	0.56
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	9	9	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。