

轻资产运营持续推进，海外电站建设加速

2025 年 09 月 02 日

► **事件：**2025 年 8 月，公司发布 2025 年半年报，根据公告，公司 25H1 实现营业收入 21.24 亿元，同比+10.47%，归母净利润 1.23 亿元，同比+39.76%，扣非归母净利润 0.63 亿元，同比-27.14%。分季度看，公司 25Q2 实现营业收入 10.12 亿元，同比-11.62%，环比-9.01%，归母净利润 1.58 亿元，同比-15.48%，扣非归母净利润 0.97 亿元，同比-45.42%。公司 25H1 营业收入增长主要系户用光伏电站滚动开发业务营收规模增长所致，归母净利润上涨主要系报告期内公司电站产品化交易规模增加，电站交易带来的收益较上年同期增长所致。

► **加快户用项目周转，持续推进轻资产运营。**截至 2025H1，公司自持电站装机容量为 5.953GW，在收紧自投节奏的背景下新增装机 233MW。其中：**集中式：**25H1 新增并网 97MW，获取开发指标 1465MW。**工商业：**25H1 新增并网 124MW，合作业主包括阿里云、京东、顺丰、福特、苏泊尔等等。公司下半年亦将主要围绕乙方服务模式开展工商业分布式业务，力争创造更多核心利润。**户用：**面对政策和市场变化，公司快速决策，推动户用光伏业务聚焦存货周转，实现出售 652MW，对比年初存量 1,077MW，周转率超过 60%，助力公司实现“轻资产转型”。下半年持续推进存量资产转让的同时，合作共建模式继续开展。随着户用运维规模提升，公司也正在打造专业的运维商团队，通过数字化运维，提升发电效率，同时围绕分布式光伏资源聚合，寻求绿电交易、虚拟电厂等长期能源服务模式创新。公司持续推进“轻资产”运营战略，25H1 转让电站合计约 729MW。其中户用约 652MW，预计全年转让规模有望较去年进一步增长。

► **储能业务陆续放量，海外电站建设加速。**截至 25H1，公司自持独立储能电站约 657MWh，新增开发储能项目规模达到 3.9GWh，储备资源快速放量，为后续储能业务发展奠定坚实基础。海外方面，截至 25H1 公司海外电站已并网运营规模达到 444MW，新增开发光伏和储能项目 900MW。公司海外项目已建立从项目开发到出售的利润闭环模式，未来这些海外项目也将逐步兑现，对公司业绩持续增长形成强大支撑。

► **投资建议：**我们预计公司 25-27 年营收分别为 50.73/53.99/57.39 亿元，归母净利润分别为 4.18/4.64/5.17 亿元，对应 PE 分别为 41x/37x/33x。公司持续贯彻轻资产运营战略，加快项目周转，有望对业绩贡献正向收益，海外项目有望为公司业绩提供支撑，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**需求不及预期、市场竞争加剧、市场开拓不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格：

4.79 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@glms.com.cn

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@glms.com.cn

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@glms.com.cn

分析师 林誉韬

执业证书：S0100524070001

邮箱：linyutao@glms.com.cn

相关研究

- 1.晶科科技 (601778.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：自持规模持续增长，海外电站建设提速-2025/05/05
- 2.晶科科技 (601778.SH) 2023 年年报点评：业绩同比高增，轻资产战略持续推进-2024/03/30

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,775	5,073	5,399	5,739
增长率 (%)	9.3	6.3	6.4	6.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	324	418	464	517
增长率 (%)	-15.4	28.7	11.1	11.6
每股收益 (元)	0.09	0.12	0.13	0.14
PE	53	41	37	33
PB	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 1 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,775	5,073	5,399	5,739
营业成本	2,901	3,022	3,219	3,420
营业税金及附加	52	56	59	63
销售费用	132	127	124	121
管理费用	494	482	502	522
研发费用	4	5	5	6
EBIT	1,019	1,337	1,441	1,557
财务费用	810	984	1,045	1,110
资产减值损失	-89	-49	-52	-55
投资收益	266	254	270	287
营业利润	492	557	613	679
营业外收支	-81	-50	-50	-50
利润总额	411	507	563	629
所得税	79	81	90	101
净利润	332	426	473	528
归属于母公司净利润	324	418	464	517
EBITDA	2,258	2,633	2,836	3,057

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,034	5,674	6,008	6,276
应收账款及票据	6,479	6,312	6,717	7,140
预付款项	90	91	97	103
存货	4,687	4,836	5,152	5,472
其他流动资产	2,275	2,261	2,241	2,299
流动资产合计	18,566	19,173	20,214	21,290
长期股权投资	1,154	1,407	1,677	1,964
固定资产	19,250	19,491	19,714	19,930
无形资产	207	206	205	204
非流动资产合计	24,027	25,905	27,776	29,658
资产合计	42,593	45,078	47,990	50,948
短期借款	1,841	2,841	3,841	4,841
应付账款及票据	3,794	3,957	4,216	4,478
其他流动负债	4,409	4,458	4,564	4,671
流动负债合计	10,044	11,257	12,621	13,990
长期借款	8,670	9,670	10,670	11,670
其他长期负债	7,885	7,811	8,011	8,211
非流动负债合计	16,555	17,480	18,680	19,880
负债合计	26,599	28,737	31,301	33,871
股本	3,571	3,571	3,571	3,571
少数股东权益	120	128	138	148
股东权益合计	15,994	16,341	16,689	17,077
负债和股东权益合计	42,593	45,078	47,990	50,948

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.25	6.25	6.42	6.30
EBIT 增长率	9.07	31.18	7.78	8.05
净利润增长率	-15.39	28.74	11.07	11.56
盈利能力 (%)				
毛利率	39.24	40.44	40.37	40.41
净利润率	6.79	8.23	8.59	9.02
总资产收益率 ROA	0.76	0.93	0.97	1.02
净资产收益率 ROE	2.04	2.58	2.80	3.06
偿债能力				
流动比率	1.85	1.70	1.60	1.52
速动比率	1.21	1.12	1.06	1.01
现金比率	0.50	0.50	0.48	0.45
资产负债率 (%)	62.45	63.75	65.22	66.48
经营效率				
应收账款周转天数	494.37	460.00	460.00	460.00
存货周转天数	589.76	590.00	590.00	590.00
总资产周转率	0.11	0.12	0.12	0.12
每股指标 (元)				
每股收益	0.09	0.12	0.13	0.14
每股净资产	4.45	4.54	4.63	4.74
每股经营现金流	0.29	0.72	0.61	0.68
每股股利	0.03	0.04	0.04	0.04
估值分析				
PE	53	41	37	33
PB	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	12.87	11.04	10.25	9.51
股息收益率 (%)	0.58	0.73	0.81	0.91

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	332	426	473	528
折旧和摊销	1,239	1,297	1,395	1,500
营运资金变动	-1,313	78	-573	-602
经营活动现金流	1,045	2,584	2,193	2,435
资本开支	-2,053	-2,673	-2,752	-2,851
投资	323	19	0	0
投资活动现金流	-1,191	-2,679	-2,675	-2,851
股权募资	0	0	0	0
债务募资	3,077	1,734	2,000	2,000
筹资活动现金流	1,026	734	817	684
现金净流量	863	639	334	268

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048