

公司研究

Q2 业绩边际改善，探索各类商业模式聚焦未来成长

——金开新能（600821.SH）2025 年中报点评

要点

事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年，公司实现营收 19.22 亿元，同比+2.07%；归母净利润 4.39 亿元，同比-9.80%。Q2 单季度，公司实现营收 10.69 亿元，同比+2.77%；归母净利润 3.19 亿元，同比+18.53%。

利用小时数提升拉动 Q2 营收边际改善，上半年投资收益下行压制公司盈利水平。25Q2 单季度，公司风电/光伏上网电量分别为 11.81/13.37 亿千瓦时，同比+17.16%/+8.28%，环比+26.79%/+23.28%；Q2 风电/光伏装机容量同比+17.59%/+27.71%；环比+6.53%/+3.30%；Q2 上网电量环比增速远超装机容量增速，我们判断风光利用小时数环比提升显著。通过我们统计，公司 Q2 单季度风电/光伏电价基本维持 Q1 水平，分别为 0.422/0.402 元/千瓦时（除税），环比+0.63%/-1.37%。对应公司 Q2 风电/光伏营收分别为 4.98/5.37 亿元，环比+27.59%/+21.69%。我们认为 Q2 单季度营收边际改善主要原因是风光利用小时数改善所致。盈利维度，由于上半年公司投资收益同比减少 0.29 亿元（其中 Q1 单季度同比减少 0.21 亿元），因此压制上半年公司盈利水平。

新能源装机容量持续扩容，核准项目充沛贡献未来稳定增量。截至 2025 年上半年，公司风电/光伏装机容量分别为 1.63/4.15GW，同比新增 0.24/0.90GW。截至 2025 年上半年，公司核准装机规模 7.85GW，同比+12.85%，公司核准项目充沛将持续夯实行业地位。

积极探索各类绿电商业模式，释放营收空间。公司积极探索绿电各类商业模式，1) 围绕“绿电+”产业融合。公司紧抓传统产业转型升级及新疆“三基地一通道”战略机遇，双向构建绿色增长极。一方面积极与电解铝、铁合金等高载能用户合作，探索开展源网荷储一体化、绿电直供业务；2) 布局“电算协同”。建设高端算力基础设施及管理平台，赋能绿电运营提质增效，探索 AI 相关高技术研发和产业培育，抢占电算协同发展新机遇。

盈利预测、估值与评级：公司新能源发电上网电价持续下行，其中上半年风电/光伏上网电价同比下降 2.67%/9.43%；我们下调公司 2025E-2027E 归母净利润至 8.98/10.40/11.86 亿元（前值为 9.01/11.08/12.29 亿元），折合 EPS 分别为 0.45/0.52/0.59 元，对应 PE 为 13/11/10 倍。鉴于公司在手核准项目丰厚且持续扩张业务蓝图，未来增长确定性强，**维持“买入”评级。**

风险提示：行业支持政策退坡；税收优惠政策变化；上网电价及补贴变动风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,328	3,612	3,965	4,665	5,494
营业收入增长率	7.96%	8.55%	9.78%	17.65%	17.76%
归母净利润（百万元）	802	803	898	1,040	1,186
归母净利润增长率	9.61%	0.05%	11.90%	15.77%	14.10%
EPS（元）	0.40	0.40	0.45	0.52	0.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.97%	8.64%	9.17%	9.98%	10.66%
P/E	14	14	13	11	10
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-04

买入（维持）

当前价：5.69 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004
010-58452071

yinzs@ebscn.com

分析师：宋黎超

执业证书编号：S0930523060001
021-52523817

songlichao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	19.97
总市值(亿元):	114.44
一年最低/最高(元):	4.74/6.33
近 3 月换手率:	93.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.62	-9.70	-22.97
绝对	2.69	6.88	14.21

资料来源：Wind

相关研报

绿电持续扩容，“绿电+算力”新模式积极拓展——金开新能（600821.SH）2024 年年报点评（2025-04-23）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,328	3,612	3,965	4,665	5,494
营业成本	1,431	1,622	1,960	2,306	2,769
折旧和摊销	1,061	1,184	1,376	1,499	1,672
税金及附加	39	36	39	46	55
销售费用	4	3	4	4	5
管理费用	232	215	236	278	327
研发费用	14	17	19	23	27
财务费用	788	820	774	851	964
投资收益	145	301	200	200	200
营业利润	918	1,068	1,202	1,392	1,588
利润总额	974	1,068	1,210	1,400	1,596
所得税	114	161	181	210	239
净利润	860	908	1,028	1,190	1,356
少数股东损益	58	105	130	150	170
归属母公司净利润	802	803	898	1,040	1,186
EPS(元)	0.40	0.40	0.45	0.52	0.59

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,155	1,881	2,614	2,235	2,562
净利润	802	803	898	1,040	1,186
折旧摊销	1,061	1,184	1,376	1,499	1,672
净营运资金增加	1,928	809	466	1,304	1,467
其他	-1,636	-914	-127	-1,608	-1,764
投资活动产生现金流	-2,856	-1,763	-2,472	-3,836	-4,586
净资本支出	-2,081	-1,284	-2,483	-4,036	-4,786
长期投资变化	867	1,328	0	0	0
其他资产变化	-1,643	-1,808	11	200	200
融资活动现金流	-1,634	584	560	1,559	1,907
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	258	5,717	1,734	2,822	3,347
无息负债变化	-1,584	1,825	348	555	743
净现金流	-2,335	702	702	-42	-117

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	57.0%	55.1%	50.6%	50.6%	49.6%
EBITDA 率	83.9%	85.5%	78.5%	75.9%	73.3%
EBIT 率	51.3%	51.8%	43.8%	43.8%	42.8%
税前净利润率	29.3%	29.6%	30.5%	30.0%	29.0%
归母净利润率	24.1%	22.2%	22.7%	22.3%	21.6%
ROA	2.7%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
ROE (摊薄)	9.0%	8.6%	9.2%	10.0%	10.7%
经营性 ROIC	5.3%	4.8%	4.2%	4.5%	4.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	71%	75%	75%	76%	76%
流动比率	1.43	1.54	1.65	1.74	1.81
速动比率	1.42	1.54	1.65	1.74	1.80
归母权益/有息债务	0.47	0.37	0.37	0.35	0.34
有形资产/有息债务	1.53	1.47	1.47	1.47	1.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	31,933	40,070	42,781	46,936	51,906
货币资金	292	1,028	1,729	1,687	1,570
交易性金融资产	90	256	256	256	256
应收账款	5,890	7,988	8,812	10,367	12,208
应收票据	181	188	206	243	286
其他应收款 (合计)	88	87	95	112	132
存货	44	22	26	31	37
其他流动资产	244	460	460	460	460
流动资产合计	6,889	10,256	11,860	13,478	15,335
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	867	1,328	1,328	1,328	1,328
固定资产	18,800	21,646	22,315	24,107	26,602
在建工程	618	781	1,257	2,040	2,693
无形资产	145	216	213	209	205
商誉	1,508	2,166	2,166	2,166	2,166
其他非流动资产	1,336	1,569	1,569	1,569	1,569
非流动资产合计	25,044	29,814	30,921	33,458	36,571
总负债	22,539	30,081	32,163	35,539	39,629
短期借款	90	1	0	0	0
应付账款	261	328	396	466	560
应付票据	749	2,044	2,470	2,906	3,491
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6	29	29	29	29
流动负债合计	4,824	6,642	7,178	7,733	8,476
长期借款	17,299	21,389	23,123	25,945	29,292
应付债券	0	1,547	1,547	1,547	1,547
其他非流动负债	3	3	3	3	3
非流动负债合计	17,715	23,439	24,984	27,806	31,153
股东权益	9,394	9,990	10,618	11,397	12,277
股本	1,997	1,997	1,997	1,997	1,997
公积金	5,767	5,855	5,944	6,048	6,167
未分配利润	1,166	1,565	1,974	2,499	3,091
归属母公司权益	8,943	9,295	9,793	10,422	11,133
少数股东权益	451	695	825	975	1,145

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.11%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
管理费用率	6.98%	5.95%	5.95%	5.95%	5.95%
财务费用率	23.68%	22.69%	19.53%	18.25%	17.55%
研发费用率	0.43%	0.48%	0.48%	0.48%	0.48%
所得税率	12%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.18	0.20	0.21	0.24	0.27
每股经营现金流	1.08	0.94	1.31	1.12	1.28
每股净资产	4.48	4.65	4.90	5.22	5.57
每股销售收入	1.67	1.81	1.99	2.34	2.75

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	14	13	11	10
PB	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.3	11.8	12.0	11.5	11.2
股息率	3.1%	3.5%	3.6%	4.2%	4.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP