

股票投资评级

增持 | 下调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	4.60
总股本/流通股本(亿股)	35.71 / 35.71
总市值/流通市值(亿元)	164 / 164
52周内最高/最低价	4.79 / 2.26
资产负债率(%)	62.5%
市盈率	51.11
第一大股东	晶科新能源集团有限公司

研究所

分析师: 杨帅波
SAC 登记编号: S1340524070002
Email: yangshuaibo@cnpsec.com

晶科科技(601778)

经营现金流净额持续改善，电改持续推进下，看好公司综合能源业务的持续开拓

● 投资要点

事件：公司于 2025 年 8 月 28 日发布公司 2025 年半年报。

2025H1 公司营收 21.2 亿元，同比+10.5%；归母净利润 1.2 亿元，同比+39.8%；其中 2025Q2 公司营收 10.1 亿元，同环比分别-11.6%/-9.0%，归母净利润 1.6 亿，同环比分别-15.5%/+551.9%，利润增长主要是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。

可再生能源补贴发放加速。2025 年 8 月公司收到可再生能源补贴资金 6.46 亿元，其中国家可再生能源补贴资金 6.33 亿元；2025 年 1-8 月补贴资金 8.91 亿元，同比 248%，其中国家补贴 8.5 亿元，同比+272%。

经营现金流持续改善：2025H1 公司经营活动现金流净额为 19.9 亿元，去年同期为-7.3 亿元。

电站开发与运营业务：进一步推进轻资产运营战略+精细化运营自持电站，加大海外电站的开发。截止 2025H1 末，公司持有电站 5953MW，相较于 2024 年底，净减少 495MW。2025H1，新增并网 233MW（地面、工商业分别为 97、124MW），2025H1 出售电站 729MW（工商业、户用分别为 77、652MW）。2025H1 公司结算电量 35.7 亿度，自持电站精细化运营，例如公司山西部分电站合理利用市场机会，通过提前锁定高价中长期，择机峰谷套利，上半年平均结算电价高于市场均价。**海外电站方面**，截止 2025H1，公司海外电站已并网运营规模达到 444MW，2025H1，新增开发光伏和储能项目达到 900MW。

综合能源业务 1：储能业务持续放量。截止 2025H1，公司自持独立储能电站规模 325.7MW，2025H1，新增开发储能项目规模达到 3.9GWh。

综合能源业务 2：售电业务持续拓展+虚拟电厂静待时机。2025H1 实现签约电量 16 亿度，交易电量 75 亿度；公司已在浙江、上海、四川、江西、天津五个省份布局虚拟电厂业务，市场化储能代运营实现突破，成功签约 66MWh，新能源电站代理交易规模达到 342MW。

● 盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 54.9/55.3/54.1 亿元，归母净利润分别为 5.1/5.3/5.6 亿元，（2025 年 9 月 5 日）对应 PE 分别为 32/31/29 倍，市场持续推进下，绿电资产的价值得到重估（合理 PB 大于 1），同时考虑到 136 号文各地细则陆续发放，市场主体需要一定时间消化，电站的运营和转让可能均受影响，其核心在于电力交易的运营能力的持续升级，因此下调评级，给予“增持”评级。

● 风险提示：

公司综合能源业务开拓不及预期的风险；电站转让不及预期的风

险；补贴发放不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4775	5493	5533	5414
增长率(%)	9.25	15.04	0.73	-2.16
EBITDA（百万元）	2258.04	2816.59	2925.07	3055.71
归属母公司净利润（百万元）	324.38	513.63	528.39	562.76
增长率(%)	-15.39	58.34	2.87	6.51
EPS(元/股)	0.09	0.14	0.15	0.16
市盈率（P/E）	50.64	31.98	31.09	29.19
市净率（P/B）	1.03	1.01	0.99	0.97
EV/EBITDA	9.79	9.63	9.10	8.31

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	4775	5493	5533	5414	营业收入	9.3%	15.0%	0.7%	-2.2%
营业成本	2901	3646	3701	3617	营业利润	-14.3%	48.0%	2.2%	6.1%
税金及附加	52	67	66	64	归属于母公司净利润	-15.4%	58.3%	2.9%	6.5%
销售费用	132	137	138	135	获利能力				
管理费用	494	483	526	514	毛利率	39.2%	33.6%	33.1%	33.2%
研发费用	4	4	4	4	净利率	6.8%	9.4%	9.5%	10.4%
财务费用	810	733	719	703	ROE	2.0%	3.2%	3.2%	3.3%
资产减值损失	-89	-50	-50	-50	ROIC	2.5%	3.2%	3.2%	3.2%
营业利润	492	729	745	790	偿债能力				
营业外收入	19	20	20	20	资产负债率	62.5%	65.6%	64.6%	63.8%
营业外支出	100	100	100	100	流动比率	1.85	1.69	1.77	1.85
利润总额	411	649	665	710	营运能力				
所得税	79	119	122	131	应收账款周转率	0.79	0.79	0.75	0.75
净利润	332	530	543	579	存货周转率	0.69	0.74	0.70	0.68
归母净利润	324	514	528	563	总资产周转率	0.11	0.12	0.12	0.11
每股收益(元)	0.09	0.14	0.15	0.16	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.09	0.14	0.15	0.16
货币资金	5034	8203	8487	9627	每股净资产	4.45	4.54	4.64	4.75
交易性金融资产	47	47	47	47	估值比率				
应收票据及应收账款	6479	7390	7320	7149	PE	50.64	31.98	31.09	29.19
预付款项	90	344	240	250	PB	1.03	1.01	0.99	0.97
存货	4687	5138	5402	5228	现金流量表				
流动资产合计	18566	23918	24186	24948	净利润	332	530	543	579
固定资产	19250	19059	18648	18079	折旧和摊销	1239	1435	1542	1643
在建工程	959	730	615	557	营运资本变动	-1313	763	-532	98
无形资产	207	202	196	190	其他	786	664	648	592
非流动资产合计	24027	23623	23092	22459	经营活动现金流净额	1045	3391	2201	2911
资产总计	42593	47541	47278	47408	资本开支	-2053	-1089	-1089	-1089
短期借款	1841	2841	2841	2841	其他	862	321	414	460
应付票据及应付账款	3794	6681	6181	6019	投资活动现金流净额	-1191	-768	-675	-629
其他流动负债	4409	4589	4642	4624	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	10044	14112	13664	13484	债务融资	3077	1534	-200	-100
其他	16555	17079	16879	16779	其他	-2051	-951	-1042	-1042
非流动负债合计	16555	17079	16879	16779	筹资活动现金流净额	1026	583	-1242	-1142
负债合计	26599	31191	30543	30264	现金及现金等价物净增加额	863	3168	284	1140
股本	3571	3571	3571	3571					
资本公积金	8511	8511	8511	8511					
未分配利润	3539	3784	4074	4383					
少数股东权益	120	136	151	167					
其他	253	348	427	512					
所有者权益合计	15994	16350	16734	17144					
负债和所有者权益总计	42593	47541	47278	47408					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048