

晶科科技 (601778.SH)

主业轻资产经营稳健，储能与算电协同打开成长空间

2026 年 07 月 17 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

王高展（分析师）

黄懿轩（联系人）

wanggaozhan@kysec.cn

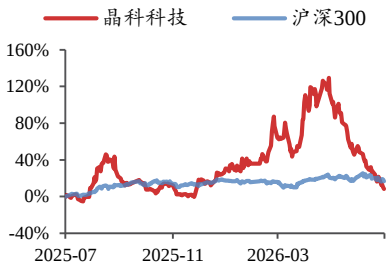
huangyixuan1@kysec.cn

证书编号：S0790525070003

证书编号：S0790125070014

日期	2026/7/16
当前股价(元)	3.52
一年最高最低(元)	7.88/3.07
总市值(亿元)	131.05
流通市值(亿元)	131.05
总股本(亿股)	37.23
流通股本(亿股)	37.23
近 3 个月换手率(%)	554.87

股价走势图



数据来源：聚源

● 光伏运营龙头轻资产转型，“绿电+储能+算力”三箭齐发

晶科科技是国内领先的清洁能源供应商和服务商，业务涵盖地面集中式、工商业分布式、户用光伏及海外电站，并积极向储能、绿色算力延伸。公司依托晶科系绿电资源与成本优势切入储能与绿色算力赛道，有望打造第二、第三增长曲线。我们看好晶科系在新能源行业的技术积淀，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.57/3.93/6.94 亿元，yoy-52.5%/+150.9%/+76.6%，EPS 分别为 0.04/0.11/0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 83.6/33.3/18.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 光伏主业：坚持轻资产滚动开发，在手项目贡献稳定现金流

公司深化轻资产运营战略，2025 年公司新增装机 0.4GW，出售 1.4GW，持有电站规模较 2024 年底减少 1.0GW。截至 2025 年底公司地面集中式、工商业分布式电站持有规模分别为 4.0GW、1.4GW；海外储备项目 9GW。

● 储能业务：提升至核心战略层级，重开发、强落地、高周转

公司布局储能业务较早，积累电网侧、用户侧、光储一体化多类型项目资源与运营经验，2025 年将储能提升至核心战略层级，围绕“重开发、强落地、高周转、精运营”形成业务闭环。2025 年全年新获取网侧储能项目资源超 11GWh，储能业务有望成为业绩高增的核心驱动力。

● 绿色算力：宁夏中卫 1GW 算电协同项目从 0 到 1 突破

公司依托绿电资源与成本优势切入绿色算力赛道。公司已公告落地宁夏中卫 1GW 算力中心项目，总投资约 245 亿元，计划部署机柜约 5 万架、分三期建设，后续引入战略合作方共同投资。项目盈利模式以机柜租赁为基础，并择机延伸至算力租赁。公司在八大算力枢纽省份合计拥有超 22GWh 储能资源，绿电直连与算力园区供电打开高溢价消纳场景。

● **风险提示：**电价下行风险、项目开发转让不及预期、算力需求不及预期、新业务进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,775	3,900	5,890	8,800	12,940
YOY(%)	9.3	-18.3	51.0	49.4	47.0
归母净利润(百万元)	324	330	157	393	694
YOY(%)	-15.4	1.7	-52.5	150.9	76.6
毛利率(%)	39.2	41.8	20.7	22.1	23.0
净利率(%)	6.8	8.5	2.7	4.5	5.4
ROE(%)	2.1	2.1	1.0	2.9	5.6
EPS(摊薄/元)	0.09	0.09	0.04	0.11	0.19
P/E(倍)	40.4	39.7	83.6	33.3	18.9
P/B(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 稳定现金流筑底，轻资产转型推动业务重估.....	4
1.1、 民营新能源运营平台，向综合能源服务商升级.....	4
1.2、 经营稳健，现金流充裕	5
2、 绿电市场化改革持续，公司资产轻、质地优、风险可控.....	7
2.1、 绿电市场化改革进入深水区，补贴欠款有望陆续发放.....	7
2.2、 公司自持光伏发电项目质地优，贡献稳定现金流.....	8
3、 储能行业迎政策催化，有望成为公司第二增长曲线.....	9
3.1、 储能容量电价政策出台，项目收益得到保障.....	9
3.2、 公司储能业务快速推进，项目资源储备丰富.....	12
4、 算电协同写入政府工作报告，有望成为公司第三增长曲线.....	13
4.1、 算电协同首次写入政府工作报告，行业战略地位提升.....	13
4.2、 建设宁夏中卫 1GW 算力中心，公司切入绿色算力赛道.....	15
5、 盈利预测与投资建议.....	15
5.1、 核心假设.....	15
5.2、 估值与评级.....	17
6、 风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1： 晶科科技是晶科系在下游新能源基础设施领域的重要运营平台	4
图 2： 公司股权结构稳定，控股股东为晶科新能源集团.....	4
图 3： 2025 年公司实现营业收入 39.00 亿元，yoy-18.32%.....	5
图 4： 2025 年公司实现归母净利润 3.30 亿元，yoy+1.69%.....	5
图 5： 公司利润率稳健.....	5
图 6： 公司费用管控能力较强.....	5
图 7： 公司现金流充裕，净现比较高.....	6
图 8： 光伏发电运营是公司的主要收入来源（亿元）.....	6
图 9： 光伏发电运营是公司的主要利润来源（亿元）.....	6
图 10： 公司光伏电站运营业务毛利率整体维持在较高水平.....	6
图 11： 2025 年公司自持电站规模同比缩减.....	8
图 12： 2025 年出售电站 1415MW，户用为主（MW）.....	8
图 13： 新能源发电补贴退坡后，公司新增装机放缓.....	9
图 14： 2025 年公司电站利用小时数 1283.30 小时.....	9
图 15： 2025 年公司单位发电收入 0.46 元/千瓦时.....	9
图 16： 我国新型储能行业由早期“政策驱动”逐步转向“市场化盈利”.....	10
图 17： 我国新型储能装机规模快速增长.....	12
图 18： AI 发展推动算力与电力需求同步增长逻辑.....	13
图 19： 我国算力总规模快速增长.....	13
图 20： 智能算力占比持续提升.....	13
图 21： 我国在用算力中心标准机架快速增长.....	14
图 22： 我国在用数据中心服务器规模快速增长.....	14

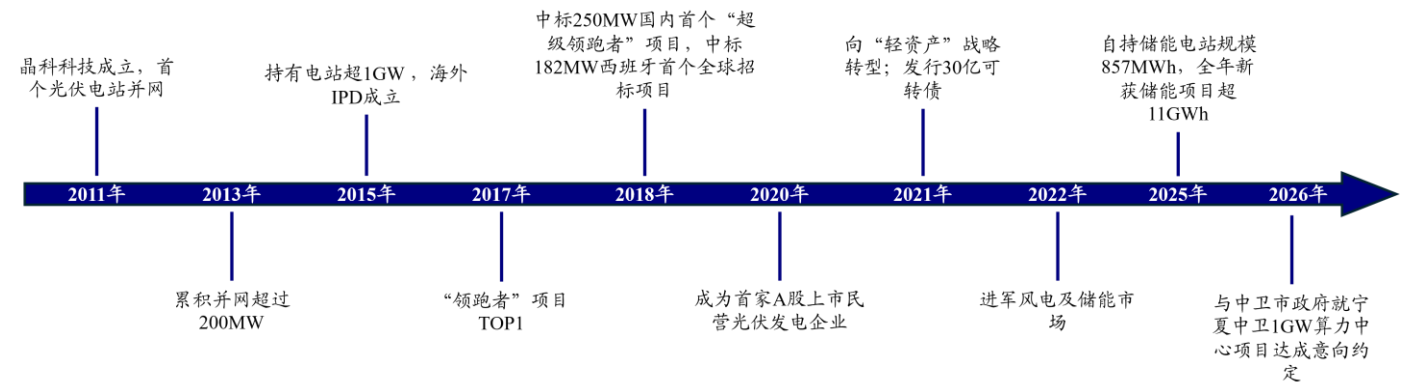
表 1: 136 号文明确新能源可持续发展价格结算机制的电量规模、机制电价和执行期限	7
表 2: 多家上市公司 8 月收到大量可再生能源补贴（单位：亿元）	7
表 3: 中国新型储能行业政策演变：由政策驱动迈向市场化盈利.....	11
表 4: 公司主要已投运独立储能电站项目	12
表 5: 部分上市公司已有算电协同项目布局.....	14
表 6: 公司宁夏中卫 1GW 算力中心项目分三期建设.....	15
表 7: 盈利预测	16
表 8: 公司短期估值高于可比公司均值、远期估值低于可比公司均值.....	17

1、稳定现金流筑底，轻资产转型推动业务重估

1.1、民营新能源运营平台，向综合能源服务商升级

晶科科技深耕新能源电站开发、建设、运营与转让，已形成覆盖“开发-投资-建设-运营-交易”的全链条一体化体系。公司成立于2011年，首个光伏电站于当年建成并网，并于2020年在A股上市。围绕“行业领先的清洁能源供应商和服务商”定位，公司主营光伏电站开发运营转让、户用光伏滚动开发及光伏电站EPC业务，业务范围覆盖地面集中式、工商业分布式、户用光伏等多种电站类型，并在全球范围内开展海外新能源电站投资。随着新能源电站存量规模扩大和电力市场化改革深入，公司同步布局储能、代运维、售电、绿电交易、虚拟电厂、碳交易等综合能源服务，业务边界已从传统电站运营延伸至平台化综合能源服务。

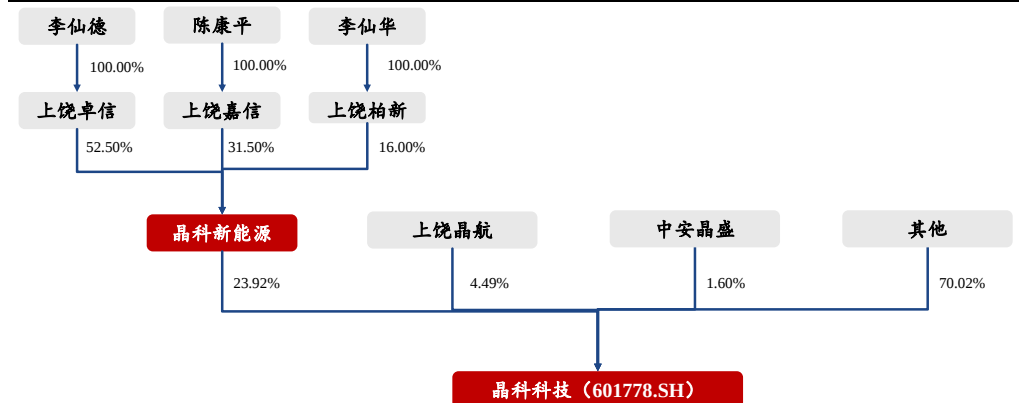
图1：晶科科技是晶科系在下游新能源基础设施领域的重要运营平台



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

公司股权结构稳定，控股股东为晶科新能源集团，持股比例23.89%，实际控制人为李仙德、陈康平及李仙华三人（三人为一致行动人）。

图2：公司股权结构稳定，控股股东为晶科新能源集团

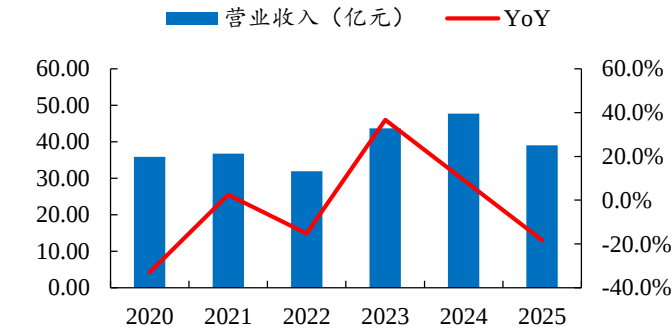


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、经营稳健，现金流充裕

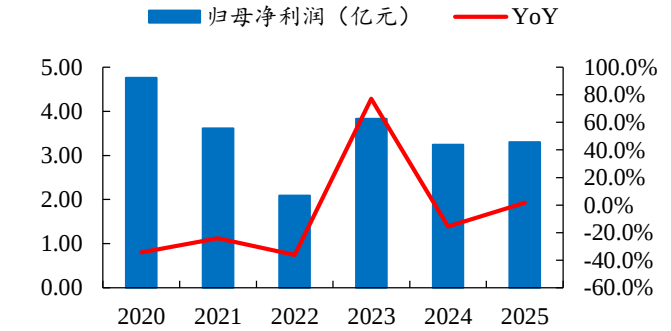
2025 年公司营收阶段性承压，归母净利润维持正增长。2025 年，公司实现营业收入 39.00 亿元，同比下降 18.3%；实现归母净利润 3.30 亿元，同比增长 1.7%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.73 亿元，同比增长 16.7%。

图3：2025 年公司实现营业收入 39.00 亿元, yoy-18.32%



数据来源：Wind、开源证券研究所

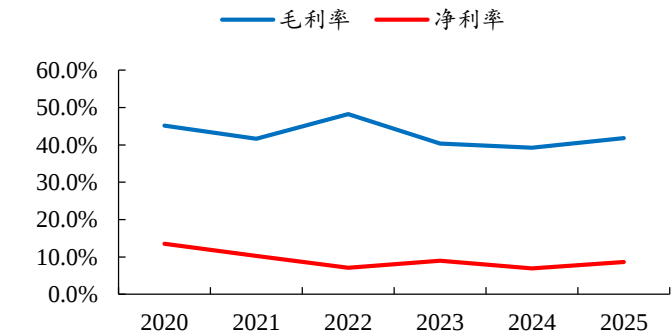
图4：2025 年公司实现归母净利润 3.30 亿元, yoy+1.69%



数据来源：Wind、开源证券研究所

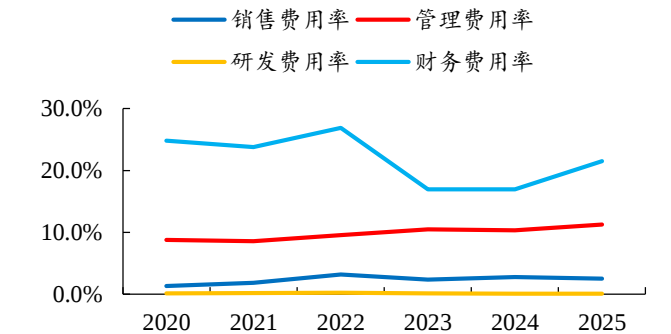
公司利润率稳健，费用管控能力强。2025 年公司销售毛利率 41.8%，同比+2.6pct；期间费用率约 35.4%，同比+5.2pct。公司财务费用长期维持较高水平，2025 年财务费用率约 21.5%，同比+4.5pct。截至 2025 年底，公司有息负债规模较大，资产负债率 61.1%，同比下降 1.4 个百分点，资本结构有所优化。

图5：公司利润率稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

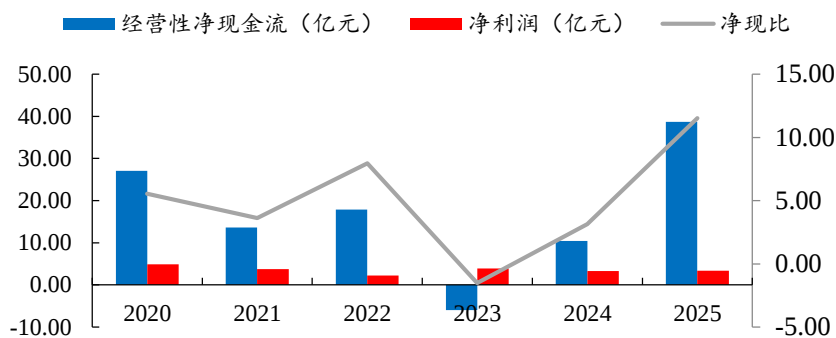
图6：公司费用管控能力较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司现金流充裕，净现比较高。2025 年经营活动产生的现金流量净额 38.71 亿元，同比增长 270.61%，主要系公司收到的可再生能源补贴资金及户用滚动开发业务回款增加所致。2025 年 9 月，公司等多家新能源上市公司公告称 8 月收到大量可再生能源补贴资金，同比大幅增长：公司 1-8 月累计收到补贴 8.91 亿元，同比增长 248.0%，可再生能源补贴欠款有望陆续补发，进一步缓解公司现金流压力。

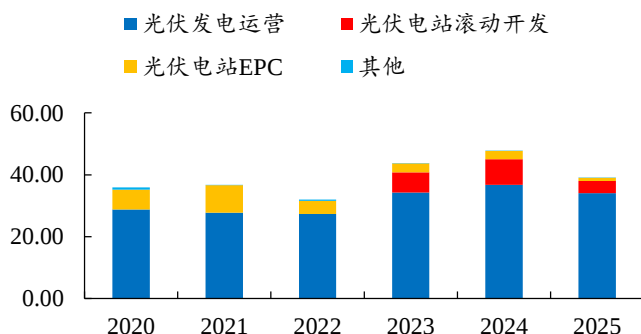
图7：公司现金流充裕，净现比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

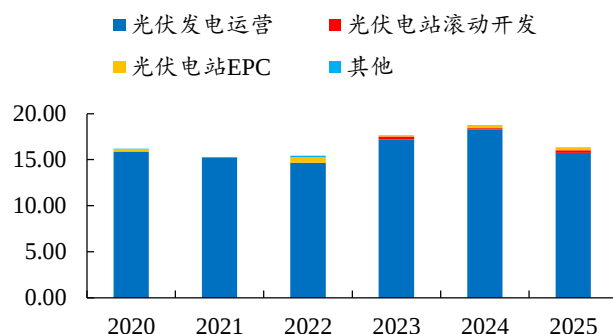
从业务结构看，2025年公司光伏电站运营、光伏电站滚动开发、光伏电站EPC业务收入分别为34.03、3.95、1.03亿元，应收占比87.2%、10.1%、2.6%；毛利率分别为46.3%、6.7%、29.3%，毛利占比96.5%、1.6%、1.8%。

图8：光伏发电运营是公司的主要收入来源（亿元）



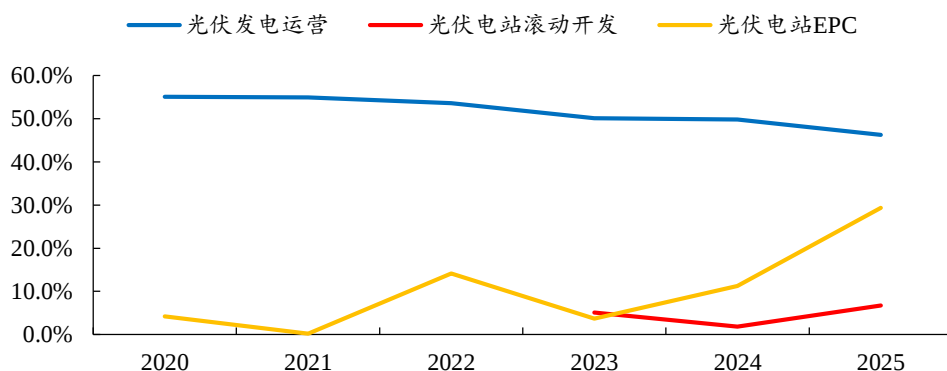
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：光伏发电运营是公司的主要利润来源（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司光伏电站运营业务毛利率整体维持在较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、绿电市场化改革持续，公司资产轻、质地优、风险可控

2.1、绿电市场化改革进入深水区，补贴欠款有望陆续发放

2025 年 2 月，发改委、能源局印发《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》（发改价格〔2025〕136 号），推动新能源上网电价全面由市场形成，建立健全支持新能源高质量发展的制度机制。新能源参与电力市场交易后，在市场外建立差价结算的机制，纳入机制的新能源电价水平（以下简称机制电价）、电量规模、执行期限等由省级价格主管部门会同省级能源主管部门、电力运行主管部门等明确。对纳入机制的电量，市场交易均价低于或高于机制电价的部分，由电网企业按规定开展差价结算，结算费用纳入当地系统运行费用。

表1：136 号文明确新能源可持续发展价格结算机制的电量规模、机制电价和执行期限

项目类型	2025 年 6 月 1 日以前投产的存量项目	2025 年 6 月 1 日起投产的增量项目
机制电量	各地妥善衔接现行具有保障性质的相关电量规模政策。 新能源项目在规模范围内每年自主确定执行机制的电量比例、但不得高于上一年	各地根据国家下达的年度非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况，以及用户承受能力等因素确定。
机制电价	按现行价格政策执行，不高于当地煤电基准价	各地每年组织已投产和未来 12 个月内投产、且未纳入过机制执行范围的项目自愿参与竞价形成
执行期限	按照现行相关政策保障期限确定。	按照同类项目回收初始投资的平均期限确定

资料来源：国家发改委、开源证券研究所

根据三峡能源招股书，纳入补贴目录或补贴清单的项目，将根据可再生能源基金的拨付进度结算新能源补贴电费，未纳入补贴目录或补贴清单的项目，暂时不能获得新能源补贴电费的结算。发电项目实现并网发电后，燃煤脱硫标杆电价部分，由电网公司直接支付，通常跨月结收电费，即本月对上月发电收入进行结算，账龄一般在 1 个月之内；可再生能源补贴发放周期较长，已经纳入补贴目录或补贴清单的发电项目，通常 1-3 年方能收回补贴。2025 年 9 月，太阳能、吉电股份、林洋能源、晶科科技、金开新能等多家上市公司公告称，8 月收到大量可再生能源补贴资金，同比大幅增长。可再生能源补贴有望陆续补发，缓解上市公司现金流压力。

表2：多家上市公司 8 月收到大量可再生能源补贴（单位：亿元）

股票代码	公司简称	8 月收到补贴	1-8 月累计收到补贴	1-8 月累计收到补贴占补贴同比	1-8 月累计收到补贴占 2024 全年补贴总额
000591.SZ	太阳能	16.92	23.19	232.2%	169.8%
000875.SZ	吉电股份	9.13	12.71	154.2%	135.4%
601222.SH	林洋能源	2.03	3.06	210.1%	177.1%
601778.SH	晶科科技	6.46	8.91	248.0%	166.0%
600821.SH	金开新能	9.39	12.14	341.7%	190.1%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

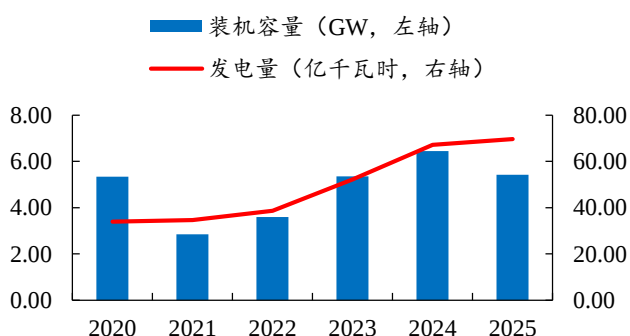
2.2、公司自持光伏发电项目质地优，贡献稳定现金流

截至 2025 年底,公司自持电站规模 5.4GW,其中集中式 4.0GW、分布式 1.5GW;业务覆盖全国 30 多个省市,并持续推进海外新能源项目开发。2022 年以来政策补贴持续退坡,公司新增装机放缓。2025 年公司累计出售电站规模 1415MW,同比增长 79.11%,其中户用光伏电站出售规模达到 978MW,同比增长 125.35%。地面集中式及工商业分布式电站出售规模分别为 296MW、141MW。

在项目储备方面,公司坚持从优原则,积极进行项目储备。2025 年合计获取开发指标 1,495MW,其中包含光伏项目 1,165MW,风电项目 330MW,并着手积极向零碳园区、绿电直连和制氢制甲醇等新兴场景模式做探索和机会储备;工商业分布式开发签约 191MW。截至 2025 年底,公司在手已核准的总装机容量达 6,452MW。

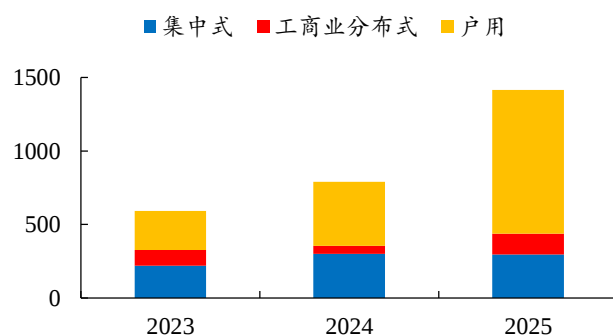
在海外业务方面,公司在海外市场拥有卓越的项目开发能力,良好的金融机构合作关系及成功的 EPC 管理经验。截至 2025 年底,公司海外电站存量运营规模为 444MW,绿地项目储备总量达到 9GW,主要分布在欧洲、拉丁美洲、中东和亚太等地区,包括光伏、储能、光储互补及数据中心类项目等不同类型。报告期内,公司新增开发光伏和储能项目 815MW,沙特 400MW 项目主体工程已基本完工,西班牙 175MW 项目主体工程已完工,哥伦比亚 200MW 项目工程总包确定并启动预收购协议谈判。2025 年公司海外业务毛利率 63.74%,高于境内业务的 40.5%,随着公司海外储备项目逐步转化,有望对公司业绩形成持续支撑。

图11: 2025 年公司自持电站规模同比缩减



数据来源:公司公告、开源证券研究所

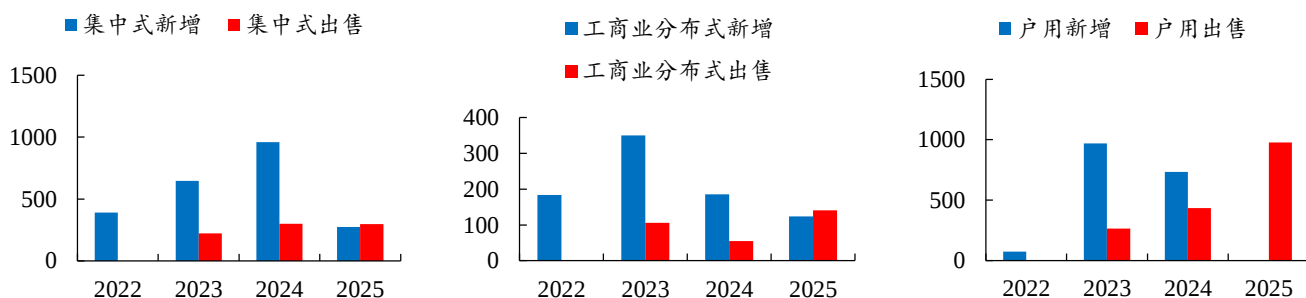
图12: 2025 年出售电站 1415MW, 户用为主 (MW)



数据来源:公司公告、开源证券研究所

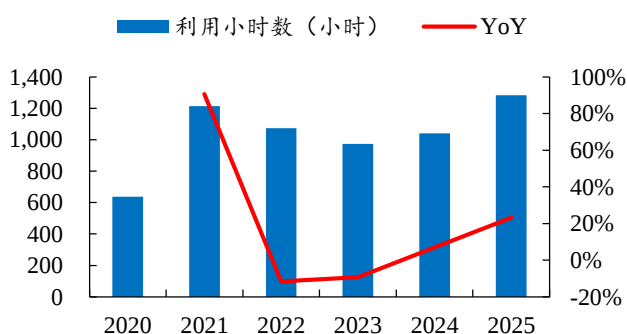
从新增装机与项目出售节奏来看,公司近年来的经营重点已逐步由装机规模扩张转向资产周转效率优化。2022-2024 年,公司新增装机规模持续提升,分别达到 649MW、2356MW 和 1879MW,自持电站规模快速增长;2025 年,在 136 号文出台导致光伏投资预期不稳定、市场观望情绪变重的不利背景下,公司主动放缓新增并网节奏,全年新增装机并网降至 395MW,同期项目出售规模进一步提升至 1,415MW,出售规模已显著高于新增并网规模,公司经营策略开始向"控投资、重周转"切换。

2025 年,公司新增装机并网 395MW,完成电站出售 1,415MW,公司持有电站规模较 2024 年底减少 1,020MW,轻资产战略向纵深发展。报告期内,公司完成项目出售合计 1,415MW,实现出售电站成交额 20.16 亿元(税前影响),其中:地面集中式电站出售 296MW,工商业分布式电站出售 141MW,户用光伏电站出售 978MW,实现大比例存货电站出清,有效保障了公司的现金流和资产周转效率。

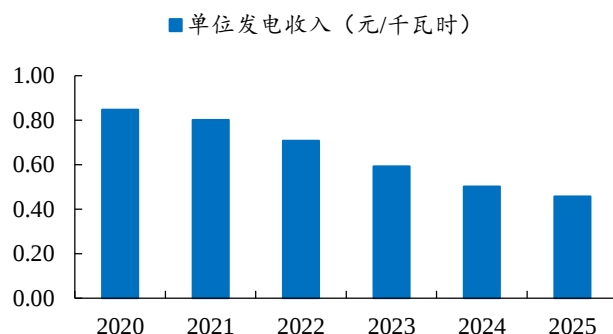
图13：新能源发电补贴退坡后，公司新增装机放缓


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司电站利用小时数整体维持在较高水平，电价下行对业务毛利率影响可控。2020-2025年，公司利用小时数基本维持在1000小时以上，2025年进一步提升至1283小时。随着新能源市场化交易比例提升，公司平均上网电价由2020年的0.85元/千瓦时下降至2025年的0.46元/千瓦时，业务毛利率下降8.8pct至46.3%。

图14：2025年公司电站利用小时数1283.30小时


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2025年公司单位发电收入0.46元/千瓦时


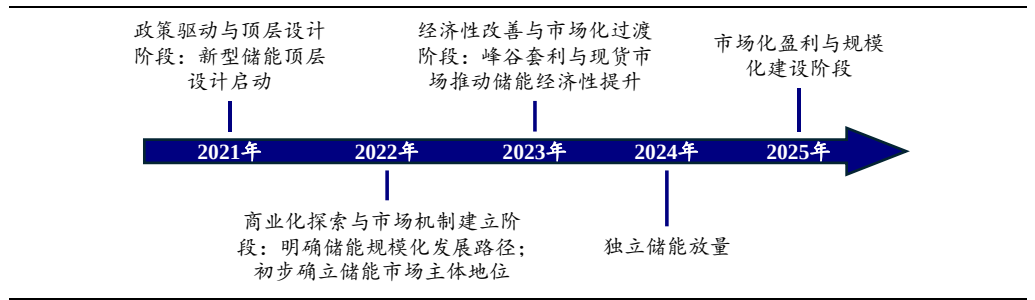
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、储能行业迎政策催化，有望成为公司第二增长曲线

3.1、储能容量电价政策出台，项目收益得到保障

我国新型储能行业由早期“政策驱动”逐步转向“市场化盈利”。2021年行业重点在顶层设计与政策推动，储能在新型电力系统中的战略定位首次明确。2022年，储能参与电力市场、辅助服务及容量市场等机制逐步建立，行业开始由示范应用向商业化运营过渡。2023年成为行业经济性改善的重要节点。峰谷价差扩大、电力现货市场推进以及辅助服务机制完善，使储能逐步具备稳定收益来源，行业开始由“政策配储”向“经济性驱动”转变。2024年后，随着新能源消纳压力提升，独立储能重要性明显提高，行业进入放量阶段。2025年，在新能源全面入市、容量补偿机制完善及规模化建设政策推动下，储能行业市场化收益体系进一步成熟，行业逐步进入市场化盈利与规模化建设并行发展阶段。

图16：我国新型储能行业由早期“政策驱动”逐步转向“市场化盈利”



资料来源：国家发改委、国家能源局、开源证券研究所

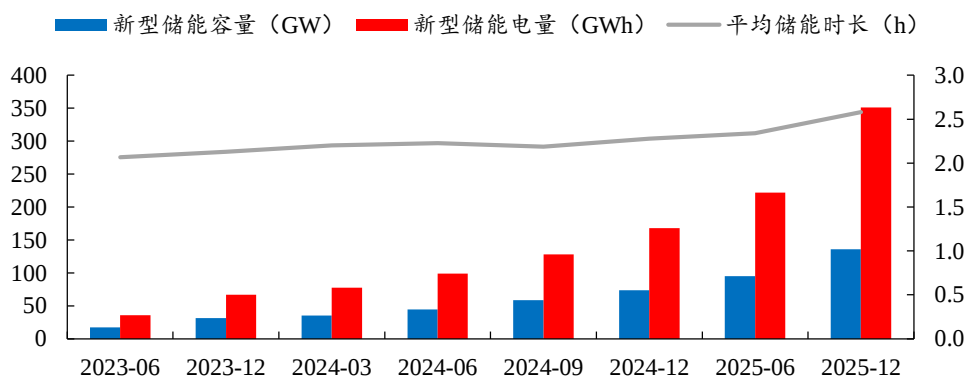
2025 年，国内新型储能行业市场化改革明显加速。1 月，国家发改委、国家能源局印发《电力系统调节能力优化专项行动实施方案（2025-2027 年）》，提出推动新型储能、电力现货、峰谷电价及容量补偿机制建设，推动新型储能由“配建资源”进一步向“核心调节资源”转变，独立储能商业模式持续完善。2 月，《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》（发改价格〔2025〕136 号）发布，明确新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，同时提出“不得将配置储能作为新能源项目核准、并网、上网等前置条件”，标志着行业由“强制配储”逐步转向市场化盈利阶段。此前新能源项目配储多以“成本项”形式存在，配储利用率低、收益难以保障；取消强制配储后，储能项目需依靠自身盈利能力参与市场，倒逼行业向经济性驱动转型。9 月，《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027 年）》（发改能源〔2025〕1144 号）正式对外发布，提出到 2027 年全国新型储能装机规模达到 1.8 亿千瓦以上的总体目标，带动项目直接投资约 2500 亿元，新型储能行业进入快速发展期。同年，容量电价机制逐步确立，为电网配备“超级充电宝”，独立储能项目的容量补偿收益路径更加清晰。

表3：中国新型储能行业政策演变：由政策驱动迈向市场化盈利

政策文件	发布时间	主要内容	核心变化
《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	2021.07	首次提出到 2025 年实现新型储能由商业化初期向规模化发展转变，装机规模达到 3000 万千瓦以上；到 2030 年实现新型储能全面市场化发展，并明确储能可参与电力市场及辅助服务。	首次明确新型储能在新型电力系统中的战略定位，提出“政策驱动、市场主导”发展方向；同时强调独立市场主体地位、峰谷电价机制及“新能源+储能”模式。
《“十四五”新型储能发展实施方案》	2022.01	提出到 2025 年新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件；电化学储能系统成本降低 30% 以上，并推动储能参与电力市场、辅助服务及共享储能等商业模式探索。	首次系统规划“十四五”期间新型储能发展路径，明确储能由示范应用向规模化、市场化发展过渡；同时提出独立市场主体地位、峰谷价差、辅助服务及共享储能等方向。
《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》	2022.06	到 2030 年实现新型储能全面市场化发展，并明确储能可参与电力市场、辅助服务及“新能源+储能”等模式。	该文件首次明确新型储能在新型电力系统中的战略定位，提出“政策驱动、市场主导”发展方向；同时强调独立市场主体地位、峰谷电价机制及共享储能等商业模式。
《电力系统调节能力优化专项行动实施方案（2025—2027 年）》	2024.12	提出到 2027 年全国新能源利用率不低于 90%，支撑 2025—2027 年年均新增 2 亿千瓦以上新能源合理消纳；同时明确推动新型储能、电力现货、峰谷电价及容量补偿机制建设。	该方案重点提升电力系统调节能力，推动新型储能由“配建资源”向“核心调节资源”转变；同时完善峰谷电价、辅助服务及容量补偿机制，独立储能商业模式和市场化收益体系进一步成熟。
《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》发改价格〔2025〕136 号	2025.01	明确新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，通过市场交易形成电价；同时提出“不得将配置储能作为新能源项目核准、并网、上网等前置条件”。	该文件标志着新能源及储能行业由“强制配储”逐步转向市场化盈利阶段；随着新能源全面入市、电力现货及峰谷价差机制完善，储能开始更多依赖峰谷套利、辅助服务及容量补偿等市场化收益模式。
《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027 年）》发改能源〔2025〕1144 号	2025.12	资料来源：开源证券研究所提出到 2027 年全国新型储能装机规模达到 1.8 亿千瓦以上，带动项目直接投资约 2500 亿元；同时推动新型储能全面参与电能市场、辅助服务市场及容量补偿机制建设。	该方案标志着储能行业由“强制配储”进一步进入“规模化建设”阶段；独立储能、电网侧储能及虚拟电厂等应用场景加速拓展，市场化收益机制和商业模式进一步完善，行业进入市场化与规模化并行发展阶段。

资料来源：国家发改委、国家能源局、开源证券研究所

我国新型储能行业已进入规模化建设阶段，装机规模快速增长。2022 年末，全国新型储能装机容量仅为 8.70GW；至 2025 年末已提升至 136GW，三年增长超过 15 倍。新型储能装机电量由 2023 年中的 35.80GWh 增长至 2025 年末的 351GWh。时长方面，新型储能平均时长由 2023 年的 2.1h 逐步提升至 2025 年的 2.6h。随着新能源全面入市、电力现货及容量补偿机制逐步完善，长时储能经济性持续改善，行业中长期成长趋势较为明确。

图17：我国新型储能装机规模快速增长


数据来源：iFind、开源证券研究所

3.2、公司储能业务快速推进，项目资源储备丰富

截至 2025 年底，公司已投运独立储能项目主要包括甘肃金塔二期储能和安徽肥东储能两个项目，合计规模达到 280MW/560MWh，占公司 857MWh 自持独立储能规模的 65.34%。其中，甘肃金塔二期储能规模为 180MW/360MWh，于 2025 年 9 月投运；安徽肥东储能规模为 100MW/200MWh，于 2025 年 12 月投运，均为 2 小时储能项目。2025 年新获取网侧储能项目资源超过 11GWh，项目覆盖山西、河北、山东、广东、安徽、江西、宁夏、内蒙古等多个省份，储备规模明显高于当前已投运规模。

公司明确提出，储能业务将坚持“重开发、强落地、高周转、精运营”发展策略，重点推进网侧独立储能和用户侧储能项目开发，并同步探索储能项目利润转让路径，有望于 2026 年取得阶段性成效。该模式与公司此前光伏电站“开发-运营-转让”的轻资产模式具有较强相似性，储能业务有望复制公司光伏电站高周转运营路径。2025 年，公司新获取网侧储能项目资源超过 11GWh，在手项目充裕。随着新能源全面入市、电力现货市场及容量补偿机制逐步完善，独立储能项目盈利模式逐渐成熟，公司储能业务有望复制光伏电站开发转让路径，逐步形成新的成长曲线。

表4：公司主要已投运独立储能电站项目

在运营项目	储能容量 (MW)	储能电量 (MWh)	储能时长 (小时)	投运时间
甘肃金塔二期储能	180	360	2	2025.09
安徽肥东储能	100	200	2	2025.12
合计	280	560	2	

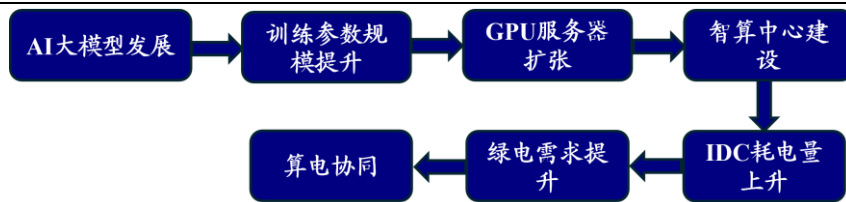
资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、算电协同写入政府工作报告，有望成为公司第三增长曲线

4.1、算电协同首次写入政府工作报告，行业战略地位提升

随着 AI 大模型参数规模提升，训练与推理需求快速增长，推动 GPU 服务器扩张及智算中心建设加速。相较于传统数据中心，智算中心功耗更高，带动 IDC 耗电量上升，并进一步提升对低成本、稳定绿电的需求，推动行业向“算力+能源”协同发展演进。

图18：AI 发展推动算力与电力需求同步增长逻辑

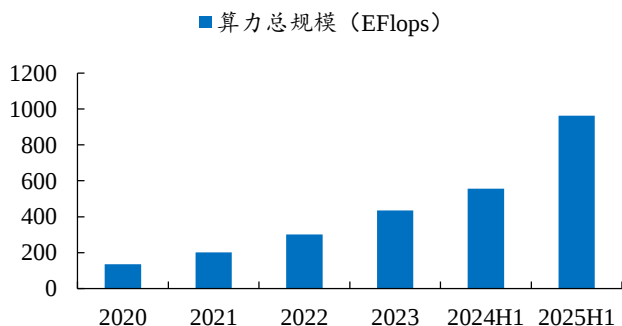


资料来源：中国信通院、开源证券研究所

我国算力规模在人工智能、大模型训练与推理需求驱动下快速扩张。中国信通院测算，2020-2025H1 期间，我国算力总规模由 135 EFlops 提升至 962 EFlops，2021-2023 年同比增速均维持在 44%-50% 的较高水平，2025 年上半年同比增速进一步提升至 73%。2023 年我国计算设备算力总规模达到 435 EFlops，同比增长 44%；截至 2025 年 6 月，总规模已达 962 EFlops，较 2024 年同期大幅增长 73%。

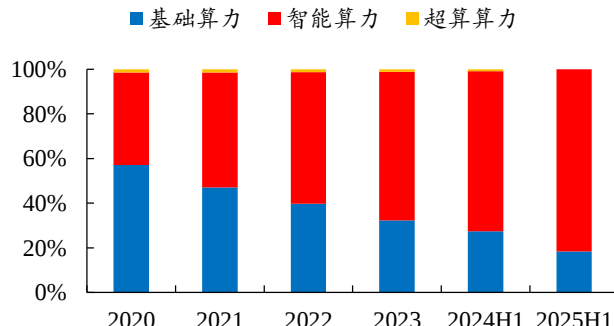
从算力结构变化来看，我国正经历由“通用计算主导”向“智能计算主导”的深刻转型，智能算力已成为行业增长的核心驱动力。2020 年基础算力占比仍高达 57%，智能算力占比仅 41%；但随着大模型训练、推理需求爆发，以及 GPU 加速服务器快速部署，智能算力规模持续高速增长。2021-2023 年智能算力同比增速分别达到 85%、72%和 62%，显著高于基础算力同期增速。截至 2025H1，智能算力规模增至 782 EFlops，占总算力比重 81.3%，而基础算力占比则下降至 18.2%。表明 AI 训练和推理需求正在重塑我国算力产业结构，算力增长逻辑已由传统云计算和互联网需求，逐步转向以生成式 AI、智能制造、自动驾驶等场景驱动的高密度智算需求。

图19：我国算力总规模快速增长



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

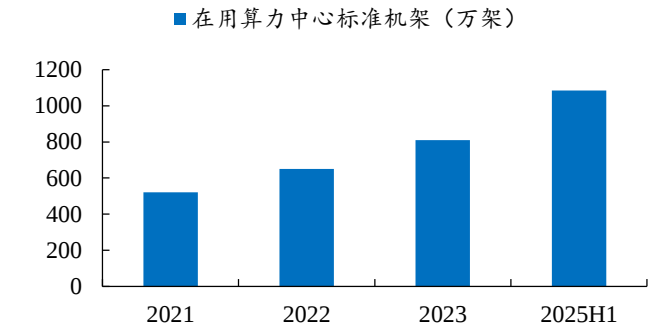
图20：智能算力占比持续提升



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

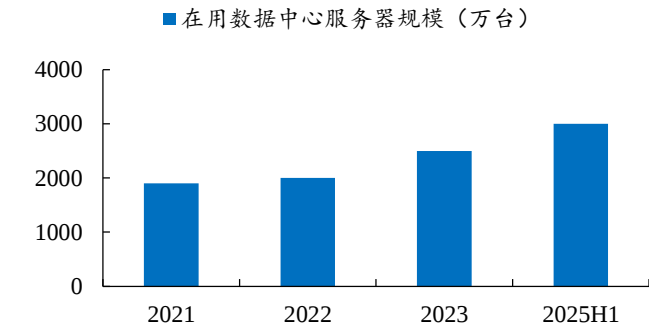
数据中心机架、服务器数量快速增长，平均上架率提升。2021-2025H1 期间，我国在用算力中心标准机架规模由 520 万架提升至 1085 万架，在用数据中心服务器规模由 1900 万台增长至 3000 万台，平均上架率由 55%提升至 60%。

图21：我国在用算力中心标准机架快速增长



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

图22：我国在用数据中心服务器规模快速增长



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

2026 年政府工作报告将“超大规模智算集群”“算电协同”等列为新基建重点工程。2023 年，《关于深入实施“东数西算”工程加快构建全国一体化算力网的实施意见》（发改数据〔2023〕1779 号）首次提出“创新算力电力双向协同机制”；2025 年，《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》定义绿电直连为风电、光伏、生物质发电等新能源不直接接入公共电网，通过直连线路向单一电力用户供给绿电，可实现供给电量清晰物理溯源的模式。2025 年，《关于促进新能源消纳和调控的指导意见》（发改能源〔2025〕1360 号）提出绿色燃料制备、高载能产业转移、源网荷储一体化、绿电直连、增量配电网等新能源就近消纳新业态。**截至 2026 年 2 月，全国已有涵盖算力中心在内的 84 个绿电直连项目完成审批，新能源总装机规模达 3259 万千瓦，应用场景涵盖算力中心供电、零碳园区等。**

中国信通院数据显示，2019~2024 年，我国数据中心年度用电量从 824 亿千瓦时增至 1660 亿千瓦时，年均增速 15.0%，远高于同期全社会用电量 6.4%的增速。截至 2025 年，我国智能算力规模已超过 1590EFLOPS，建成万卡智算集群 42 个，算力总规模与智能算力规模双双位居全球第二。到 2030 年，我国数据中心年度用电量或将达到 3900 亿千瓦时至 8200 亿千瓦时。

表5：部分上市公司已有算电协同项目布局

上市公司	项目布局
豫能控股	2026 年 2 月 11 日发布公告，增资参股公司先天算力用于收购合盈数据；合盈数据主要从事第三方超大规模数据中心业务，主要位于京津冀节点；截至公告日，合盈数据持有及规划的数据中心 IT 容量超 1GW。
晶科科技	2024 年腾讯河北怀来东园数据中心“风光储”新能源微电网示范项目投运，2025H1 江西上饶园区级源网荷储一体化微电网项目投运；2026Q2 签署宁夏中卫 1GW 算力中心项目投资协议。
金开新能	2025 年 2 月 5 日发布公告，公司全资子公司金开伊吾与无问芯穹签署 6912 万元服务合同，系公司在新能源与智算中心一体化领域的首次项目落地。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

4.2、建设宁夏中卫 1GW 算力中心，公司切入绿色算力赛道

晶科科技依托宁夏中卫国家算力枢纽节点，正式切入绿色智算基础设施赛道，规划建设绿色智算中心项目，项目总投资 245 亿元，总 IT 功率达 1GW，对应约 5 万架高密度机柜。项目采取分期建设模式，整体分为三期推进：一、一期投资 100 亿元，建设 400MW IT 功率，占整体规模的 40%；二、三期分别建设 300MW，对应投资额 60 亿元和 85 亿元。

中卫是国家“东数西算”八大枢纽节点之一，已形成较成熟的数据中心产业基础，绿电资源丰富。公司源网荷储微电网项目经验丰富，2024 年腾讯河北怀来东园数据中心风光储新能源微电网示范项目投运；2025 年江西上饶园区级源网荷储一体化微电网项目投运，项目依托园区电源侧、电网侧、负荷侧资源的优化整合，构筑“主-配-微”高效协同的新型电力系统运行格局。公司有望依托源网荷储微电网项目经验，横向拓展应用场景，打造绿色算力、算点协同第三增长曲线。

表6：公司宁夏中卫 1GW 算力中心项目分三期建设

期数	投资额（亿元）	投资额占比	IT 功率（MW）	IT 功率占比	机柜数量（架，按 IT 功率口径计算）
一期	100	40.8%	400	40%	20000
二期	60	24.5%	300	30%	15000
三期	85	34.7%	300	30%	15000
合计	245		1000		50000

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设

（1）光伏发电和 EPC 业务：考虑到 136 号文影响，假设公司光伏发电业务毛利率有所下降，EPC 主业经营稳健。

（2）储能业务：2025 年，公司新获取网侧储能项目资源超过 11GWh，在手项目充裕，假设 2026 年起陆续放量。

（3）IDC 业务：假设公司 IDC 业务收入随宁夏项目落地快速增长。

综上，我们预计 2026-2028 年公司营业收入 73.57/107.39/150.84 亿元，同比增长 89%/46%/40%，毛利率 25.7%/24.2%/25.1%。

表7：盈利预测

分类	项目	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
光伏发电业务	营业收入（亿元）	30.95	33.72	31.83	23.42	22.25	23.36
	YOY	13%	9%	-6%	-26%	-5%	5%
	营业成本（亿元）	14.67	16.91	17.01	17.57	16.69	17.52
	YOY	16%	15%	1%	3%	-5%	5%
	毛利（亿元）	16.28	16.81	14.82	5.86	5.56	5.84
	毛利率	52.6%	49.8%	46.6%	25.0%	25.0%	25.0%
光伏电站开发及其他 光伏业务	营业收入（亿元）	11.08	13.84	6.95	2.77	2.91	3.05
	YOY	163%	25%	-50%	-60%	5%	5%
	营业成本（亿元）	9.80	11.97	5.54	2.35	2.47	2.59
	YOY	171%	22%	-54%	-58%	5%	5%
	毛利（亿元）	1.28	1.86	1.41	0.42	0.44	0.46
	毛利率	11.5%	13.5%	20.3%	15.1%	15.0%	15.0%
储能电站开发业务	营业收入（亿元）				25.00	40.00	60.00
	YOY					60.0%	50.0%
	营业成本（亿元）				21.25	34.00	51.00
	YOY					60%	50%
	毛利（亿元）				3.75	6.00	9.00
	毛利率				15.0%	15.0%	15.0%
IDC	营业收入（亿元）				5.00	20.00	40.00
	YOY					300.0%	100.0%
	营业成本（亿元）				3.25	13.00	26.00
	YOY					300%	100%
	毛利（亿元）				1.75	7.00	14.00
	毛利率				35.0%	35.0%	35.0%
其他业务	营业收入（亿元）	1.68	0.19	0.23	0.40	0.42	0.44
	YOY	294%	-89%	17%	78%	5.0%	5.0%
	营业成本（亿元）	1.59	0.13	0.14	0.26	0.21	0.22
	YOY	554%	-92%	14%	80%	-19%	5%
	毛利（亿元）	0.09	0.07	0.08	0.14	0.21	0.22
	毛利率	5.6%	34.6%	35.8%	35.0%		50.0%
合计	营业收入（亿元）	43.70	47.75	39.00	58.90	88.00	129.40
	YOY	37%	9%	-18%	51%	49%	47%
	营业成本（亿元）	26.06	29.01	22.69	46.69	68.53	99.61
	YOY	58%	11%	-22%	106%	47%	45%
	毛利（亿元）	17.65	18.74	16.31	12.21	19.47	29.79
	毛利率	40.4%	39.2%	41.8%	20.7%	22.1%	23.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、估值与评级

晶科科技是国内领先的清洁能源供应商和服务商，业务涵盖地面集中式、工商业分布式、户用光伏及海外电站，并积极向储能、绿色算力延伸。公司依托晶科系绿电资源与成本优势切入储能与绿色算力赛道，有望打造第二、第三增长曲线。我们选取新能源/光伏发电运营商三峡能源、南网能源、芯能科技、太阳能作为可比公司。我们看好晶科系在新能源行业的技术积淀，公司有望依托集团平台和在新能源行业的技术积淀，拓展储能和绿色算力业务，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.57/3.93/6.94 亿元，yoy-52.5%/+150.9%/+76.6%，EPS 分别为 0.04/0.11/0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 83.6/33.3/18.9 倍，短期估值高于可比公司均值、远期估值低于可比公司均值，我们看好公司储能和绿色算力业务放量成为第二、第三增长曲线。首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：公司短期估值高于可比公司均值、远期估值低于可比公司均值

公司代码	公司名称	评级	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE				PB (MRQ)
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600905.SH	三峡能源	未评级	1077.8	37.1	38.7	43.6	48.0	29.0	27.9	24.7	22.5	1.2
003035.SZ	南网能源	未评级	199.2	3.5	4.6	5.4	6.4	57.5	43.2	37.1	31.3	2.8
603105.SH	芯能科技	未评级	33.9	2.0	2.1	2.3	2.4	16.9	15.8	15.0	14.4	1.6
000591.SZ	太阳能	未评级	170.3	8.2	11.0	11.4	11.9	20.7	15.5	14.9	14.4	0.7
	平均值							31.0	25.6	23.0	20.6	1.6
601778.SH	晶科科技	买入	131.1	3.3	1.6	3.9	6.9	39.7	83.6	33.3	18.9	0.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已评级的标的盈利预测来自开源证券研究所，未评级的标的盈利预测来自 Wind 一致预期；收盘价截至 2026 年 7 月 16 日。）

6、风险提示

电价下行风险：电价下行将影响公司在手光伏发电项目收益；

项目开发转让不及预期：项目开发转让不及预期将影响公司业务拓展与现金流；

算力需求不及预期：算力需求不及预期将影响公司新业务拓展。

新业务进展不及预期：新业务进展不及预期将影响公司成长性；

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	18566	17963	25001	27643	48286	营业收入	4775	3900	5890	8800	12940
现金	5034	5864	8855	13231	19455	营业成本	2901	2269	4669	6853	9961
应收票据及应收账款	6479	6603	0	0	0	营业税金及附加	52	54	47	53	65
其他应收款	450	419	894	1067	1817	营业费用	132	98	71	88	104
预付账款	90	304	291	597	709	管理费用	494	440	353	396	492
存货	4687	3035	12855	10468	23431	研发费用	4	3	6	9	13
其他流动资产	1825	1740	2106	2280	2874	财务费用	810	839	801	1056	1294
非流动资产	24027	23813	32600	45620	63032	资产减值损失	-89	-16	-50	-20	-20
长期投资	1154	1200	1566	1913	2259	其他收益	46	37	40	50	50
固定资产	19250	18662	26646	38510	54817	公允价值变动收益	17	1	0	0	0
无形资产	207	270	270	277	286	投资净收益	266	288	320	300	300
其他非流动资产	3417	3680	4117	4922	5669	资产处置收益	1	5	1	0	0
资产总计	42593	41776	57601	73264	111318	营业利润	492	485	213	655	1322
流动负债	10044	9576	24687	38226	72953	营业外收入	19	19	0	0	0
短期借款	1841	1872	17512	30315	59970	营业外支出	100	50	0	0	0
应付票据及应付账款	3794	3238	0	0	0	利润总额	411	454	213	655	1322
其他流动负债	4409	4467	7175	7911	12983	所得税	79	118	53	164	331
非流动负债	16555	15943	16598	18331	20767	净利润	332	336	160	491	992
长期借款	10821	11922	12577	14310	16746	少数股东损益	8	6	3	98	298
其他非流动负债	5735	4021	4021	4021	4021	归属母公司净利润	324	330	157	393	694
负债合计	26599	25519	41286	56557	93720	EBITDA	1555	1666	1503	2571	4131
少数股东权益	120	126	129	228	525	EPS(元)	0.09	0.09	0.04	0.11	0.19
股本	3571	3571	3571	3571	3571						
资本公积	8511	8535	8535	8535	8535	主要财务比率					
留存收益	3633	3865	3976	4317	5005	成长能力					
归属母公司股东权益	15874	16130	16186	16479	17072	营业收入(%)	9.3	-18.3	51.0	49.4	47.0
负债和股东权益	42593	41776	57601	73264	111318	营业利润(%)	-14.3	-1.5	-56.0	207.4	101.8
						归属于母公司净利润(%)	-15.4	1.7	-52.5	150.9	76.6
						获利能力					
						毛利率(%)	39.2	41.8	20.7	22.1	23.0
						净利率(%)	6.8	8.5	2.7	4.5	5.4
						ROE(%)	2.1	2.1	1.0	2.9	5.6
						ROIC(%)	0.9	0.9	0.3	0.7	1.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	62.5	61.1	71.7	77.2	84.2
						净负债比率(%)	90.2	83.8	166.2	230.4	375.4
						流动比率	1.8	1.9	1.0	0.7	0.7
						速动比率	1.2	1.4	0.4	0.4	0.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
						应收账款周转率	0.8	0.6	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	0.8	0.8	3.5	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.09	0.09	0.04	0.11	0.19
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	1.04	-0.76	1.19	-1.68
						每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.26	4.27	4.35	4.51
						估值比率					
						P/E	40.4	39.7	83.6	33.3	18.9
						P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
						EV/EBITDA	17.4	15.7	26.4	19.9	19.1

现金流量表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1045	3871	-2840	4413	-6252
净利润	332	336	160	491	992
折旧摊销	1143	1212	1290	1916	2808
财务费用	810	839	801	1056	1294
投资损失	-266	-288	-320	-300	-300
营运资金变动	-1359	1572	-4811	1230	-11066
其他经营现金流	385	201	39	20	20
投资活动现金流	-1191	-1757	-9756	-14636	-19920
资本支出	2128	2493	9711	14590	19873
长期投资	-68	-200	-366	-346	-346
其他投资现金流	1005	936	321	300	300
筹资活动现金流	1026	-1408	-52	1796	2741
短期借款	-17	30	15640	12803	29655
长期借款	1271	1101	656	1733	2436
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	64	24	0	0	0
其他筹资现金流	-292	-2564	-16348	-12740	-29350
现金净增加额	863	686	-12649	-8427	-23431

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
518000
research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn