

浙江芯能光伏科技股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【221】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

浙江芯能光伏科技股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

| | 本次评级 | 上次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA- | AA- |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 芯能转债 | AA- | AA- |

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：浙江芯能光伏科技股份有限公司（以下简称“公司”或“芯能科技”，股票代码“603105.SH”）深耕分布式光伏发电领域，分布式光伏行业未来发展空间仍然广阔，公司自持光伏电站集中于浙江等经济发达地区，客户资源仍较好，自发自用比例高，2025年公司光伏装机量和发电量继续增长，经营活动现金流保持大幅净流入。同时中证鹏元也关注到，随着电力市场化改革推进，公司获取优质屋顶资源将面临更激烈的竞争，电价向下波动也可能对电站收益率造成不利影响，2026年一季度公司营业收入及净利润均有不同程度下滑，公司已终止部分募投子项目，光伏电站受限规模较大且存在一定的运营稳定性风险，国家光伏补贴回款仍然较滞后，公司应收账款进一步增加。

评级日期

2026年06月23日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2026.3 | 2025 | 2024 | 2023 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 44.76 | 45.22 | 42.97 | 43.51 |
| 归母所有者权益 | 22.78 | 22.76 | 21.90 | 20.71 |
| 总债务 | 20.52 | 20.32 | 19.40 | 21.13 |
| 营业收入 | 1.21 | 7.38 | 6.89 | 6.86 |
| 净利润 | 0.02 | 2.01 | 1.94 | 2.20 |
| 经营活动现金流净额 | 0.03 | 4.02 | 3.89 | 3.59 |
| 净债务/EBITDA | -- | 3.01 | 2.95 | 2.84 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 5.82 | 5.16 | 6.44 |
| 总债务/总资本 | 47.38% | 47.17% | 46.97% | 50.50% |
| FFO/净债务 | -- | 22.13% | 23.61% | 25.79% |
| EBITDA 利润率 | -- | 73.66% | 76.75% | 73.25% |
| 总资产回报率 | -- | 7.45% | 7.81% | 8.19% |
| 速动比率 | 1.15 | 1.14 | 1.21 | 1.52 |
| 现金短期债务比 | 0.67 | 0.90 | 0.88 | 1.52 |
| 销售毛利率 | 41.46% | 56.05% | 58.82% | 57.38% |
| 资产负债率 | 49.11% | 49.67% | 49.04% | 52.39% |

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：鲍应洁
baoyj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司光伏电站仍主要分布在浙江等经济发达地区，自发自用比例较高，业务盈利能力较强。**公司运营的分布式光伏电站装机仍主要集中在工业经济发达、大工业电价水平较高、优质企业多的浙江等地区，自发自用比例接近 80%，2025 年分布式光伏电站装机量和发电量进一步增加，营业收入有所增长，业务盈利能力较强。
- **公司光伏发电业务客户资源优质，经营活动现金流持续净流入。**公司在工商业分布式光伏发电行业内具有良好的口碑，包括娃哈哈、中国巨石、桐昆股份等知名优质企业均为公司客户。公司发电收入主要通过月结现金结款，2025 年经营活动现金流保持大幅净流入。

关注

- **电力市场化改革背景下，为获取优质屋顶资源将面临更加激烈的竞争，且需关注结算电价波动对盈利的影响。**近年来国家电力体制改革深入推进，行业内企业在开发新项目时需进一步加强项目资源筛选，优质屋顶客户资源将面临更加激烈的竞争。公司大部分自持光伏电站的“自发自用”电量锚定大工业用电价格结算，2025 年以来大工业电价有所下降导致光伏发电业务毛利率小幅下降，叠加阴雨天气影响，2026 年一季度公司营业收入及净利润分别同比下滑 14.00% 和 91.70%。
- **公司终止部分募投子项目，电站抵押受限规模较大且存在一定的运营稳定性风险。**公司可转债募投项目经历多次变更和延期，至 2025 年末分布式光伏电站建设项目募集资金累计投入进度为 73.17%，2026 年 6 月，公司终止分布式光伏电站建设项目中经最新评估已不具备实施条件的部分子项目，并将剩余募集资金全部永久补充流动资金。此外，公司用于抵押借款而受限的光伏电站资产规模较大，且项目屋顶租赁年限一般为 20 年左右，期间可能发生自发自用比例降低、屋顶不能继续存续等情况。
- **国家光伏补贴发放存在一定滞后。**由于国家光伏补贴部分发放有一定滞后，2025 年公司应收账款规模进一步增加，对公司营运资金形成一定占用。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司自持分布式光伏电站自发自用比例高，发电业务收入稳定性较好，公司经营和财务风险稳定。

同业比较（单位：亿元）

| 指标 | 艾能聚 | 晶科科技 | 南网能源 | 芯能科技 |
|-------|--------|--------|--------|---------------|
| 总资产 | 9.10 | 417.76 | 230.55 | 45.22 |
| 营业收入 | 1.83 | 39.00 | 36.78 | 7.38 |
| 净利润 | 0.45 | 3.36 | 4.17 | 2.01 |
| 销售毛利率 | 53.17% | 41.82% | 38.34% | 56.05% |
| 资产负债率 | 32.06% | 61.09% | 66.15% | 49.67% |

注：（1）艾能聚为浙江艾能聚光伏科技股份有限公司的简称、晶科科技为晶科电力科技股份有限公司的简称、南网能源为南方电网综合能源股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2025 年末/度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|-----------------|--------------------|
| 电力生产企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2025V1.0 |

外部特殊支持评价方法和模型

cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

| 评分要素 | 指标 | 评分等级 | 评分要素 | 指标 | 评分等级 |
|----------|-----------|------|----------|--------|------------|
| 业务状况 | 宏观环境 | 4/5 | 财务状况 | 初步财务状况 | 8/9 |
| | 行业&经营风险状况 | 4/7 | | 杠杆状况 | 6/9 |
| | 行业风险状况 | 4/5 | | 盈利状况 | 非常强 |
| | 经营状况 | 4/7 | | 流动性状况 | 4/7 |
| 业务状况评估结果 | | 4/7 | 财务状况评估结果 | | 8/9 |
| 调整因素 | ESG 因素 | | | | 0 |
| | 重大特殊事项 | | | | 0 |
| | 补充调整 | | | | 0 |
| 个体信用状况 | | | | | aa- |
| 外部特殊支持 | | | | | 0 |
| 主体信用等级 | | | | | AA- |

注：各指标得分越高，表示表现越好

本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期 | 债券到期日期 |
|------|----------|----------|-----------|------------|
| 芯能转债 | 8.80 | 8.80 | 2026-6-18 | 2029-10-25 |

注：债券余额查询日期为 2026 年 6 月 22 日。

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于投资建设总规模为166.26MW的工商业分布式光伏电站及偿还银行贷款。截至2025年12月31日，芯能转债募集资金专项账户余额为17,305.16万元。

2023年12月29日，公司2023年第二次临时股东大会决议通过了《关于增加部分募集资金投资项目的议案》，公司拟在保持募集资金继续投向分布式光伏电站的前提下，增加公司本期债券募投项目的投资总额及项目总装机容量。在增加部分分布式光伏电站建设项目作为募投项目前，募投项目涉及分布式光伏项目总规模约为166.26MW，投资总金额为72,340.78万元，拟投入募集资金金额为61,600.00万元，项目总数量为55个，增加部分分布式光伏电站建设项目作为募投项目后，募投涉及分布式光伏项目总规模增加到至204.31MW，投资总金额为77,845.94万元，项目总数量增加到67个，拟投入募集资金金额不变。

2024年10月25日，公司发布《关于募集资金投资项目延期的公告》，将公司本期债券募投项目分布式光伏电站建设项目实施期限延长至2025年10月。

2025年7月15日，公司发布《关于变更部分募集资金投资子项目的公告》，将分布式光伏电站建设项目中部分不具备实施条件的电站建设子项目以公司储备的新分布式电站项目进行置换，项目调整后，募投涉及分布式光伏项目总规模增加至213.39MW，投资总金额为70,070.96万元，项目总数量增加到77个，拟投入募集资金金额不变。

2025年10月25日，公司发布《关于募集资金投资项目延期的公告》，将公司本期债券募投项目分布式光伏电站建设项目实施期限延长至2026年10月。

2026年5月26日，公司发布《关于终止部分募集资金投资子项目并将剩余募集资金永久补充流动资金的公告》，拟终止实施本期债券募投项目分布式光伏电站建设项目中经最新评估已不具备实施条件的部分子项目，将剩余募集资金16,527.51万元（含募集资金银行存款产生的利息并扣除手续费的支出，实际金额以资金转出当日专户余额为准）永久补充流动资金。2026年6月11日，上述变更事项已经过公司股东会和债券持有人会议审议通过。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。由于可转债转股，跟踪期内公司总股本略有增加，截至2026年3月末，公司总股本为50,001.09万股。

截至2026年3月31日，公司控股股东及实际控制人仍为张利忠、张文娟夫妇及其子张震豪，三人直接持有并通过法人股东海宁市正达经编有限公司和海宁市乾潮投资有限公司间接合计持有公司40.11%的股权，公司股权结构图详见附录二。截至2026年5月末，实际控制人累计有8,900万股处于质押状态，占其持有公司股份总数的44.38%，占公司总股本的17.80%。

“芯能转债”自2024年5月1日起进入转股期，当前转股价格12.55元/股，截至2026年6月22日，公司股票收盘价7.33元/股。

跟踪期内公司仍然定位为以分布式光伏为核心的清洁能源服务商，以分布式光伏电站投资运营为核心业务，同时覆盖分布式光伏项目开发建设及服务、光伏产品生产销售、充电桩投资与运营等业务。2025年公司通过投资新设贵州芯能新能源有限公司、芯豪（香港）有限公司等2家子公司，分别从事分布式光伏电站的投资运营、光伏及储能产品的国际销售等业务；公司将嘉兴能发电子科技有限公司、吉安芯能新能源有限公司等2家子公司进行了注销工商登记。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

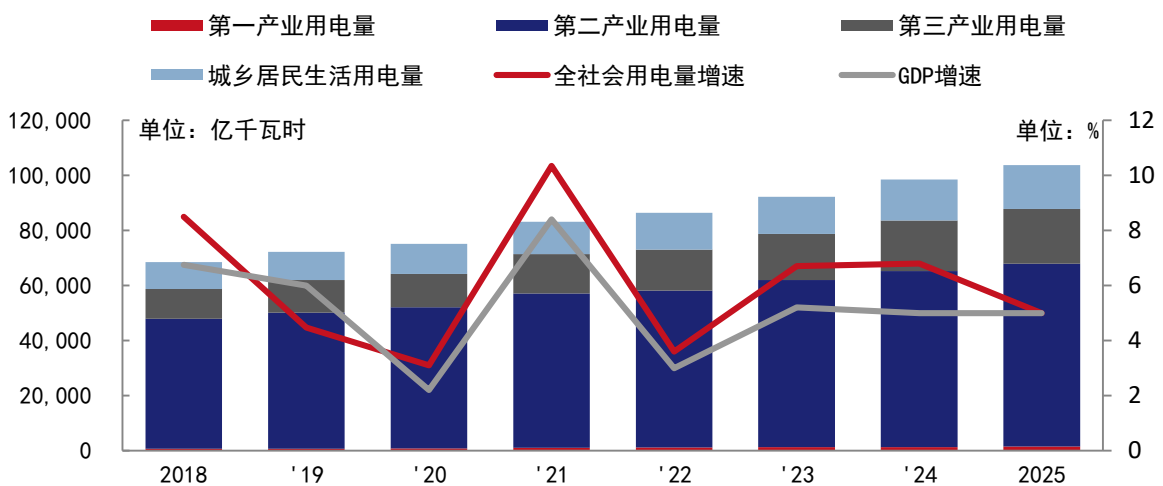
行业环境

2025年我国全社会用电量保持增长，新能源装机维持高速增长；基于国内稳增长政策持续发力、新兴产业加速扩张，制造业转型升级提速、AI算力等数字经济用电需求激增、极端天气频发等因素，预计2026年我国电力供需基本平衡，电源清洁化趋势延续，风电和太阳能发电仍是新增装机的主力

2025年我国电力消费延续增长势头，全社会用电量首次突破10万亿千瓦时，达到10.37万亿千瓦时，

同比增长5.0%；2026年一季度我国全社会用电量2.51万亿千瓦时，同比增长5.2%。从未来用电形势来看，2026年及未来一段时期，我国用电形势预计呈现“需求平稳增长、结构加速转型、供需总体平衡但局部偏紧”的鲜明特征。随着宏观经济的平稳运行、新质生产力（尤其是高端制造业）加速培育、AI算力等数字经济加速发展、算电协同与电力出海持续，以及以6G、数据中心、充换电服务为代表的新型基础设施建设的持续拉动，叠加近年极端天气频发，预计2026年及中长期，我国全社会用电需求将保持稳定增长。据中国电力企业联合会发布报告，预计2026年全社会用电量将达到10.9万亿至11万亿千瓦时，同比增长5%至6%。

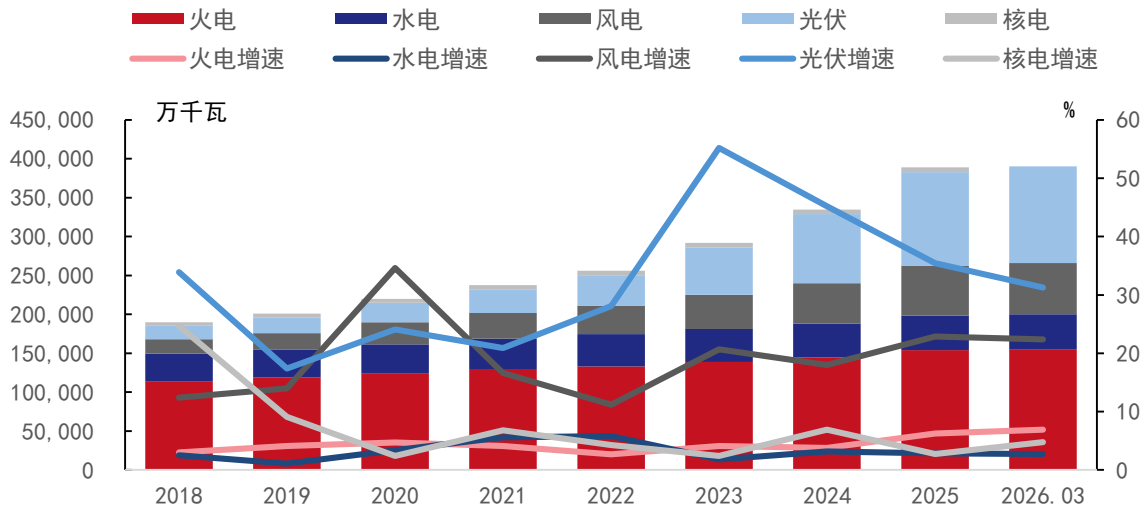
图1 我国全社会用电量



资料来源：Wind，中证鹏元整理

截至2026年3月末，我国全口径发电装机容量39.6亿千瓦，同比增长15.5%，其中并网火电、光伏、风电、水电、核电发电装机容量占比分别为39.18%、31.34%、16.53%、11.34%、1.61%，新能源装机容量占比提升至47.87%，电力行业绿色低碳转型成效显著。在“双碳”等政策目标推动下，我国风光装机规模保持快速增长，已成为装机增量的主力军，装机占比将持续提升。但受新能源全面入市导致的电价市场化竞争、消纳压力增大等因素影响，增速或将有所放缓。2025年我国风电和太阳能发电合计新增装机容量4.34亿千瓦，占新增发电装机总容量的比重达到80.04%。其中，新增太阳能装机3.15亿千瓦，新增风电装机1.19亿千瓦。截至2025年末，我国以风电、太阳能发电为主的新能源发电装机规模达到18.42亿千瓦，已超过火电装机规模，并超额完成国内《2030年前碳达峰行动方案》提出的“2030年12亿千瓦”目标。2025年，全国光伏新增装机3.17亿千瓦，同比增长14%，其中集中式光伏新增1.64亿千瓦，分布式光伏新增1.53亿千瓦。截至2025年12月，全国光伏发电装机容量达到12亿千瓦，同比增长35%，其中集中式光伏6.7亿千瓦，分布式光伏5.3亿千瓦，能源绿色低碳转型取得显著成效，其中浙江省光伏已超过煤电成为第一大电源。此外，我国风电和光伏产业链的快速发展、技术持续进步以及度电成本的不断降低等，为整个风电和光伏市场进一步扩容奠定了坚实基础。

图2 近年我国各品类电源装机情况

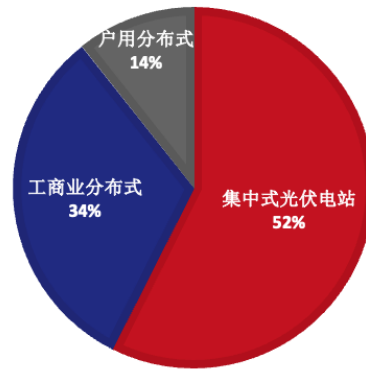
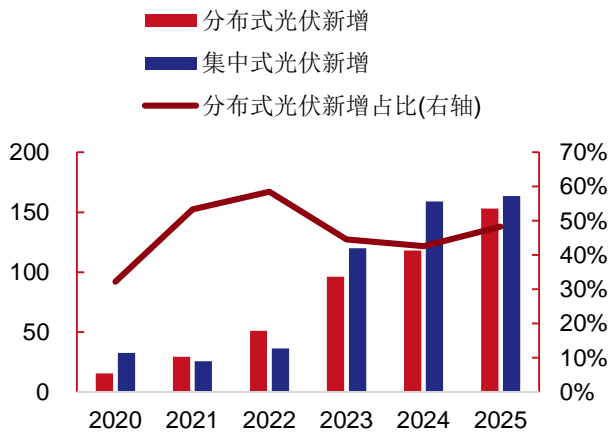


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

具体到光伏发电来看,光伏电站通常可分为集中式光伏电站和分布式光伏电站,2020年以来分布式光伏新增装机呈现高速增长态势,2025年分布式光伏新增装机占比达48.33%,与集中式光伏相接近。具体来看,2025年,集中式光伏电站新增装机占比仍为最高,但同比减少5.8个百分点,工商业分布式光伏占比同比提升1.9个百分点,户用分布式占比同比提升3.9个百分点。

图3 我国光伏新增装机结构情况 (单位: GW)

图4 2025年我国新增光伏装机容量构成



资料来源: 国家能源局, 中证鹏元整理

资料来源: 国家能源局, 中证鹏元整理

2025年全国发电设备平均利用小时数继续走低,风光利用小时数整体承压,预计2026年新能源消纳压力仍较大;随着新型电力系统、电网和储能设施建设的不断推进,新能源消纳问题有望逐步缓解

2025年全国发电设备利用效率总体呈下滑趋势,新能源消纳压力依然突出。2025年全国发电设备累计平均利用小时数为3,119小时,比上年同期减少323小时。分电源类型看,风电与太阳能发电装机保持高速增长,但由于用电需求增量有限,电网及调节设施建设滞后,以及新能源发电和用电区域错配等因素,两者利用率均显著下降(风电利用小时数同比减少148小时,太阳能发电减少123小时),且“三北”等新能源富集区域弃风弃光现象加剧。为缓解消纳矛盾,近年风光大基地建设推动特高压直流

输电通道工程投资快速增长，跨区、跨省输送电量较快增长。2025 年全国完成跨区输送电量 9,984 亿千瓦时，同比增长 7.9%；跨省输送电量 21,237 亿千瓦时，同比增长 6.3%。展望未来，随着特高压电网、储能设施建设推进，以及源网荷储一体化、产业布局调整和政策强化，新能源消纳问题有望逐步缓解。“十五五”期间，为实现新型电力系统建设目标，国家电网预计完成固定资产投资 4 万亿元，较“十四五”期间增长 40%左右；南方电网计划于 2026 年完成固定资产投资 1,800 亿元。电网建设的不断推进，为“十五五”期间电力供应和消纳提供有力支撑。

为构建全国统一电力市场体系，2025年以来我国发布一系列深化电力市场化改革的核心政策，随着电力体制改革的不断深化以及电力市场化交易程度持续加深，短期电价竞争压力或将进一步加大

近年来我国电力体制改革持续深化，逐步建立了适应新型电力系统的统一电力市场体系，有效促进了资源的优化配置和能源清洁低碳转型，电力136号文推动新能源上网电价全面市场化，以“全面入市+差价结算”为核心，结束“保量保价”政策，促进行业从规模驱动转向价值驱动的高质量发展。随着国家电力体制改革的深入推进，以及稳妥推进新能源参与电力市场的相关政策推动，近年来电力市场交易规模及占比持续增长。2025年全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量66,394.00亿千瓦时，同比增长7.4%，占全社会用电量比重为64.0%，同比增长1.3个百分点。其中，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为63,522.0亿千瓦时，同比增长36.50%。随着国家发展改革委、国家能源局出台的《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的意见》全面落地实施，我国电力市场化进程将显著加快。新能源参与市场交易规模的不断扩大，将成为拉动全国市场化交易电量总量和占比持续上升的核心动力，但随着新能源全面入市，电力市场竞争加剧，各电源上网电价面临下行压力。

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司仍聚焦于“自发自用、余电上网”模式的工商业屋顶分布式光伏电站的投资运营，2025年公司各项主营业务收入均有所增长，其中光伏发电收入随着发电量规模提升而增长，光伏电站EPC收入随着公司积极承接订单而进一步增加，同时公司根据市场行情适度开展光伏产品贸易业务，带动光伏产品收入提升。2025年公司整体销售毛利率小幅下降，其中光伏发电业务毛利率仍维持较高水平，其他业务毛利率相对较低。2026年一季度，由于公司电站所在区域阴雨天气较往年同期增多，光伏发电利用小时数同比减少，且大工业电价较上年同期有所下降，公司营业收入同比下降14.00%，销售毛利率为41.46%，同比有所下降。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2025年 | | | 2024年 | | |
|----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 光伏发电 | 6.47 | 88.24% | 63.36% | 6.22 | 90.93% | 64.06% |
| 光伏电站 EPC | 0.62 | 8.44% | 4.43% | 0.45 | 6.58% | 7.77% |
| 光伏产品 | 0.17 | 2.26% | -5.32% | 0.11 | 1.57% | 2.15% |

| | | | | | | |
|-----------|-------------|----------------|---------------|-------------|----------------|---------------|
| 充电桩及储能 | 0.08 | 1.06% | 14.81% | 0.06 | 0.93% | 12.22% |
| 合计 | 7.33 | 100.00% | 56.32% | 6.85 | 100.00% | 58.91% |

注：各项之和与合计数不一致是由于四舍五入所致。

资料来源：公司 2024-2025 年年报，中证鹏元整理

跟踪期内公司光伏发电业务仍立足工业经济发达的浙江省，2025年装机规模和发电量保持增长；公司未来仍将继续建设分布式光伏电站，但已终止部分可转债募投子项目建设并将剩余募集资金永久补充流动资金

公司主营业务仍然聚焦于工商业屋顶分布式光伏电站的投资运营，所持工商业屋顶分布式光伏电站均为“自发自用，余电上网”模式经营，随着业务的不断拓展，2025年公司分布式光伏电站装机容量保持增长，并带动发电量增加，由于公司进一步向省外布局，浙江省装机容量和发电量占比小幅下降。截至2025年末，公司持有电站总装机容量1,000.75MW，在手已核准的总装机容量（含前述公司持有电站）合计为1,060.70MW，仍面临一定的资金支出需求，随着分布式光伏行业的发展及对屋顶资源的开拓，公司分布式光伏的装机规模有望继续增长并带动发电量的增加。

可转债募投项目建设方面，截至2026年5月19日，“分布式光伏电站建设项目”的所有77个募投子项目中，已全部并网项目62个，备案装机容量为136.03MW，实际建成装机容量为134.09MW；在建项目0个；未建项目15个，备案装机容量77.35MW。经公司评估确认部分募投电站建设子项目存在继续按原计划实施无法达到公司预期的合理投资收益率、业主屋顶资源规划调整、与屋顶资源业主重新协商相关商业条款时最终未能达成合意、项目所在地目前处于并网接入“红区”等情况从而不具备实施条件，对募集资金使用效率和公司经营效益产生影响，因而公司已在履行相应程序后终止部分募集资金投资子项目并将剩余募集资金永久补充流动资金。

表2 公司分布式光伏电站经营指标情况

| 项目 | 2025 年 | 2024 年 |
|-------------------|----------|--------|
| 装机容量（MW） | 1,000.75 | 911.49 |
| 其中：浙江（MW） | 788.74 | 721.35 |
| 其中：浙江装机容量占比 | 78.81% | 79.14% |
| 发电量（亿度） | 10.26 | 8.96 |
| 其中：浙江（亿度） | 8.09 | 7.30 |
| 其中：浙江发电量占比 | 78.88% | 81.51% |
| 期末在手已核准的总装机容量（MW） | 1,060.70 | 957.77 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司光伏电站自发自用比例仍保持较高水平，但2025年平均结算电价进一步下降；公司客户资源相对优质，但受光伏新政影响，未来为获取优质屋顶资源可能会面临更激烈的竞争，且电站存在一定的运营稳定性风险；需关注国家光伏补贴滞后发放的情况

在“自发自用，余电上网”模式下，针对“自发自用”部分的用电，公司与屋顶资源业主结算光伏发电电费主要分为两种模式：一是固定折扣模式，该模式电费收入=屋顶资源业主自用电量×业主大工业实

时电价×折扣+余电上网电量×上网电价。二是固定电价模式，即采用固定的度电价格收取光伏发电费。目前公司在运营电站仍主要采用固定折扣模式，新建电站中采用固定电价模式项目有所增加。2025年公司自持电站近年自发自用比例小幅降低，仍处于较高水平。

2025年，受大工业电价调整影响，公司自持电站平均结算电价和光伏发电毛利率同比均小幅下降。在当前电力市场化改革背景下，工商业电价存在一定的波动性，公司面临一定的电价下调导致收益率下降的风险。在电费结算上，公司仍每月定时与屋顶资源业主及电网进行电费结算并收取相关电费，公司合作的屋顶资源业主较分散，电网公司信誉良好，但由于国家光伏补贴结算周期变长导致其发放存在一定滞后。

屋顶资源质量作为公司光伏电站投资的重要考虑因素，对公司电站的收益率影响较大，公司需要对屋顶资源业主进行严格的筛选开发。截至2025年末，公司已累计获取屋顶资源超1,500万平方米，涉及工业企业1,217家，主要客户中不乏娃哈哈、中国巨石、桐昆股份、立讯精密、珀莱雅、雅戈尔、索菲亚、飞利浦、德赛电池等海内外知名优质企业。随着《分布式光伏开发建设管理办法》的出台，单体规模大于6MW的新增分布式光伏项目原则上采用自发自用模式，在电力现货市场连续运行地区可采用自发自用余电上网模式参与现货市场，优质分布式光伏资源面临更激烈的竞争。截至2025年末，在公司存量自持电站中，单体规模大于6MW的项目合计装机量仅占自持电站总装机量的14.52%，且该类大型电站项目的自发自用水平普遍都超过85%，浙江地区属于电力现货市场连续运行地区，因此对公司影响整体可控。

此外，由于屋顶租赁年限通常较长，一般为20年左右，在此过程中，可能发生企业经营不稳或不善、建筑物征拆、自然灾害等不可抗力因素致使光伏电站自发自用比例降低、屋顶不能继续存续的情况，因此，公司存在一定的电站运营稳定性风险。

表3 公司分布式光伏电站自发自用比例及平均结算电价情况

| 项目 | 2025年 | 2024年 |
|-----------------|--------|--------|
| 自发自用比例 | 79.66% | 80.46% |
| 其中：浙江 | 78.42% | 79.47% |
| 平均结算电价（元/度，不含税） | 0.63 | 0.69 |
| 其中：浙江 | 0.68 | 0.73 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

我国光伏行业当前已全面进入平价时代，分布式光伏补贴逐步退坡，2021年以后新备案的工商业分布式光伏项目不再享受国家补贴。公司部分项目获得了一定的发电补贴，其中国补、省补计入主营业务收入，地方电价补贴计入非经常性损益。2025年公司分布式光伏电站获得的与分布式光伏电站相关的地方补贴为100.45万元，占同期利润总额的比重为0.43%，同比下降较多。随着自持电站补贴退坡，未来公司可获得的补助规模预计较少。

表4 2025年公司分布式光伏电站补贴情况

| 区域 | 容量 (MW) | 国补 (元/千瓦时) | 省补 (元/千瓦时) | 地方电价补贴 |
|-----------|-----------------|------------|------------|--------|
| 浙江 | 4.92 | 0.4347 | 0.1 | 无 |
| | 249.82 | 0.42 | 0.1 | 部分有 |
| | 42.33 | 0.37 | 0.1 | 部分有 |
| | 7.94 | 0.0583 | 0.0666 | 无 |
| | 6.45 | 0.0338 | 0.0666 | 无 |
| | 49.93 | 0.0236 | 0.0666 | 部分有 |
| | 2.68 | 0.0201 | 0.0635 | 无 |
| | 0.42 | 0.0136 | 0.0666 | 无 |
| | 424.23 | 无 | 无 | 部分有 |
| 江苏 | 5.40 | 0.42 | 无 | 无 |
| | 96.03 | 无 | 无 | 无 |
| 江西 | 21.22 | 无 | 无 | 无 |
| 安徽 | 26.72 | 无 | 无 | 无 |
| 天津 | 11.86 | 无 | 无 | 无 |
| 广东 | 29.52 | 无 | 无 | 部分有 |
| 湖北 | 18.39 | 无 | 无 | 无 |
| 上海 | 2.88 | 无 | 无 | 无 |
| 合计 | 1,000.75 | - | - | - |

注：由于电站项目并网时间、并网地区不同，补贴金额和补贴时长存在差异，以上为各地区补贴金额情况，其中国补（含竞价补贴）自项目并网后持续发放 20 年；各个项目地方电价补贴金额和补贴时长根据地方补贴政策存在差异，难以一一详细列示。

资料来源：公司 2025 年年报，中证鹏元整理

公司自产组件优先供应自持电站组件需求，2025年组件产量及对外销售收入有所下降，产销率小幅提升

2025年，公司新增自持分布式光伏电站投资中组件成本占比超过30%，为保证公司光伏发电及光伏EPC业务所需组件产品的质量和维持稳定的供货周期，公司自行生产所需的组件产品，同时会根据市场行情及需求向国内客户销售组件产品。

2025年，公司组件设计年产能仍为500MW，受产业供需关系影响，光伏组件价格进一步走低，同时公司主动缩减低毛利率的光伏组件外销规模，因此组件产量和对外销售收入均有所减少，产能利用率进一步下降。2025年组件销售对象主要包括福建三峰能源科技有限公司、巴马百年食品饮料有限公司等，账期通常在三个月以内。

表5 公司组件生产销售情况

| 项目 | 产量 (MW) | 产能利用率 | 设计产能 (MW) | 产销率 | 对外销售收入 (万元) |
|--------|---------|--------|-----------|--------|-------------|
| 2025 年 | 92.51 | 18.50% | 500.00 | 11.78% | 699.95 |
| 2024 年 | 116.00 | 23.20% | 500.00 | 10.61% | 842.81 |

注：公司产销率未考虑自用部分及承接 EPC 配套销售的光伏组件。

资料来源：公司 2024-2025 年年报，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2024-2025 年审计报告及 2026 年 1-3 月未经审计财务报表。

公司资产仍以自持的光伏电站及货币资金为主，自持电站受限比例较高，但业务回款总体较好，资产质量尚可，应收账款由于国补发放滞后而持续增长；2025 年公司营业收入保持增长，盈利能力仍维持在较高水平；2025 年，公司总债务规模小幅增加，经营活动现金流仍表现较好

资本实力与资产质量

跟踪期内，公司净资产规模受益于自身经营积累保持小幅增长，负债规模略有波动，产权比率接近 100.00%，整体来看净资产对负债的保障程度尚可。公司资产仍主要为自持的光伏电站、货币资金及应收账款，2025 年末受限的固定资产账面价值为 15.35 亿元，主要为用于借款抵押的光伏电站资产，受限规模较大且运营期限较长，存在一定的运营稳定性风险，货币资金随着项目建设推进小幅波动。此外，公司应收账款由于国家光伏补贴发放存在一定滞后而不断增长，对营运资金造成一定占用，但公司业务回款总体较好。

图5 公司资本结构

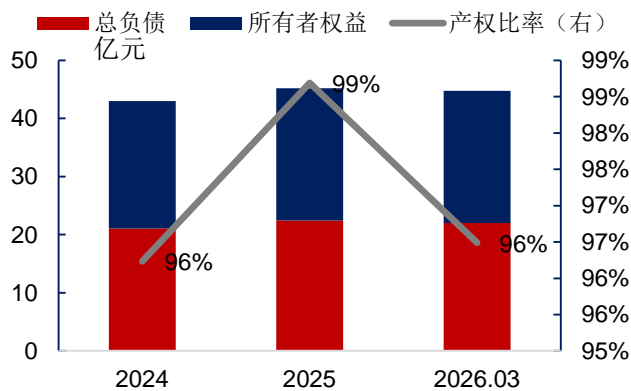
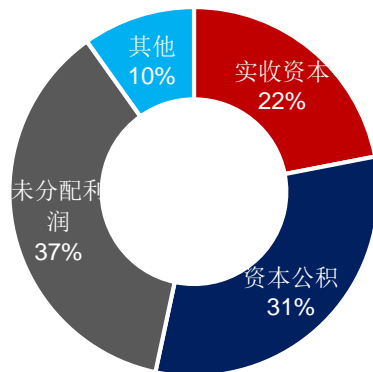


图6 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2026年3月 | | 2025年 | | 2024年 | |
|--------|---------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 3.22 | 7.20% | 3.94 | 8.72% | 3.88 | 9.04% |
| 应收账款 | 3.22 | 7.19% | 2.98 | 6.59% | 2.77 | 6.44% |
| 流动资产合计 | 7.32 | 16.36% | 7.57 | 16.75% | 7.20 | 16.76% |

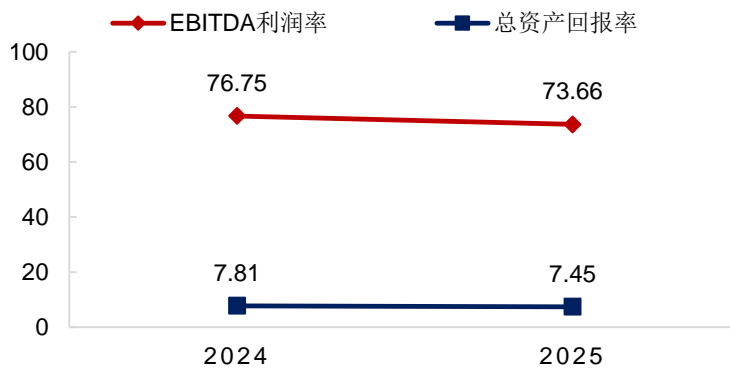
| | | | | | | |
|---------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 固定资产 | 35.02 | 78.24% | 35.16 | 77.75% | 30.65 | 71.31% |
| 在建工程 | 0.64 | 1.44% | 0.76 | 1.68% | 3.33 | 7.76% |
| 非流动资产合计 | 37.44 | 83.64% | 37.64 | 83.25% | 35.77 | 83.24% |
| 资产总计 | 44.76 | 100.00% | 45.22 | 100.00% | 42.97 | 100.00% |

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司2025年营业收入保持增长，销售毛利率小幅下降，但业务盈利能力仍维持较高水平；2026年一季度，受阴雨天气增加以及电力市场化交易影响，公司光伏发电利用小时数及客户结算电价均下降，当期营业收入同比下降14.00%，净利润大幅下降。2025年，公司加大了光伏、户储产品的研发投入，研发费用有所增加，主要受益于收入增长，当期公司EBITDA小幅增加，而EBITDA利润率则有所下降，仍持续处于较高水平，总资产回报率亦小幅下滑。公司仍聚焦于“自发自用，余电上网”模式经营的光伏发电业务，自发自用比例较高，销售毛利率处于较高水平，预计盈利能力仍将维持稳定。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内公司债务情况整体变化不大，期限结构仍以长期债务为主，2025年末，由于业务规模扩大，公司长期借款和短期借款规模相应有所增加，租赁负债规模较稳定，应付债券为“芯能转债”，在摊销的影响下有所增加。

应付票据为公司购买的原材料使用的银行承兑汇票，2025年末略有增加，应付账款主要为公司长期资产购置款项，2025年末随着公司应付产业园工程款增加而大幅增加。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2026年3月 | | 2025年 | | 2024年 | |
|------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 2.60 | 11.84% | 2.09 | 9.31% | 1.90 | 9.02% |
| 应付票据 | 0.74 | 3.37% | 0.69 | 3.06% | 0.61 | 2.88% |

| | | | | | | |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 应付账款 | 0.59 | 2.67% | 1.04 | 4.63% | 0.52 | 2.47% |
| 一年内到期的非流动负债 | 1.56 | 7.11% | 1.76 | 7.84% | 1.93 | 9.16% |
| 流动负债合计 | 6.14 | 27.93% | 6.47 | 28.79% | 5.85 | 27.78% |
| 长期借款 | 6.32 | 28.73% | 6.60 | 29.39% | 6.29 | 29.84% |
| 应付债券 | 8.44 | 38.38% | 8.30 | 36.95% | 7.81 | 37.08% |
| 租赁负债 | 0.86 | 3.90% | 0.88 | 3.91% | 0.86 | 4.07% |
| 非流动负债合计 | 15.84 | 72.07% | 15.99 | 71.21% | 15.22 | 72.22% |
| 负债合计 | 21.98 | 100.00% | 22.46 | 100.00% | 21.07 | 100.00% |
| 总债务 | 20.52 | 93.34% | 20.32 | 90.46% | 19.40 | 92.05% |
| 其中：短期债务 | 4.91 | 23.92% | 4.54 | 22.35% | 4.44 | 22.88% |
| 长期债务 | 15.61 | 76.08% | 15.78 | 77.65% | 14.96 | 77.12% |

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年，由于光伏发电收入增长，公司经营活动现金流净额进一步提高，由于支付的各项税费增加，FFO有所下降，随着净债务小幅增加，经营活动现金流净额及FFO对净债务的覆盖程度均有所下降。2025年，公司EBITDA小幅提高，EBITDA对利息的保障程度有所提高，由于净债务的增加，公司EBITDA对净债务保障程度有所下降。2025年末，随着债务规模增加，公司资产负债率及总债务/总资本均有所上升。

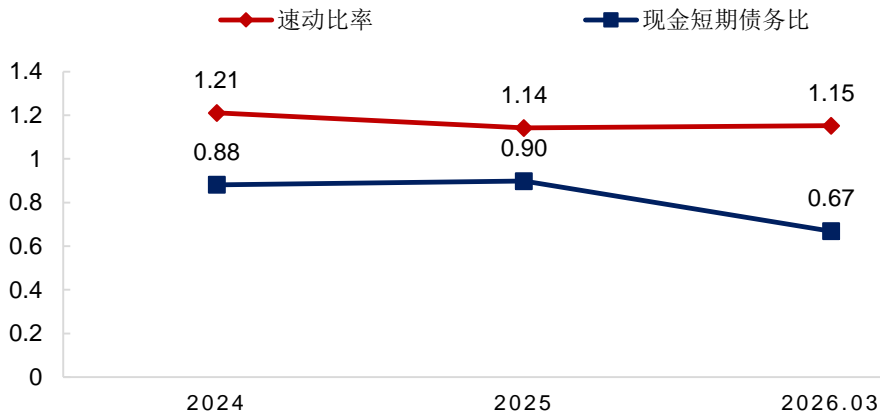
表8 公司现金流及杠杆状况指标

| 指标名称 | 2026年3月 | 2025年 | 2024年 |
|---------------|---------|--------|--------|
| 经营活动现金流净额（亿元） | 0.03 | 4.02 | 3.89 |
| FFO（亿元） | -- | 3.62 | 3.68 |
| 资产负债率 | 49.11% | 49.67% | 49.04% |
| 净债务/EBITDA | -- | 3.01 | 2.95 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 5.82 | 5.16 |
| 总债务/总资本 | 47.38% | 47.17% | 46.97% |
| FFO/净债务 | -- | 22.13% | 23.61% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 0.17% | 24.60% | 24.94% |
| 自由现金流/净债务 | -4.57% | 7.16% | 1.20% |

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年末及2026年3月末，公司速动比率较2024年末小幅下降，2026年3月末，由于公司货币资金减少，同时短期债务规模有所增加，因此现金短期债务比出现一定程度下降，现金类资产对短期债务保障程度较低。公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，截至2025年末，银行授信总额和未使用额度分别为28.84亿元和18.07亿元，光伏电站资产仍有部分未受限可出售变现，获取流动性资源的能力尚可。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。公司公开发行的“芯能转债”已按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月12日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

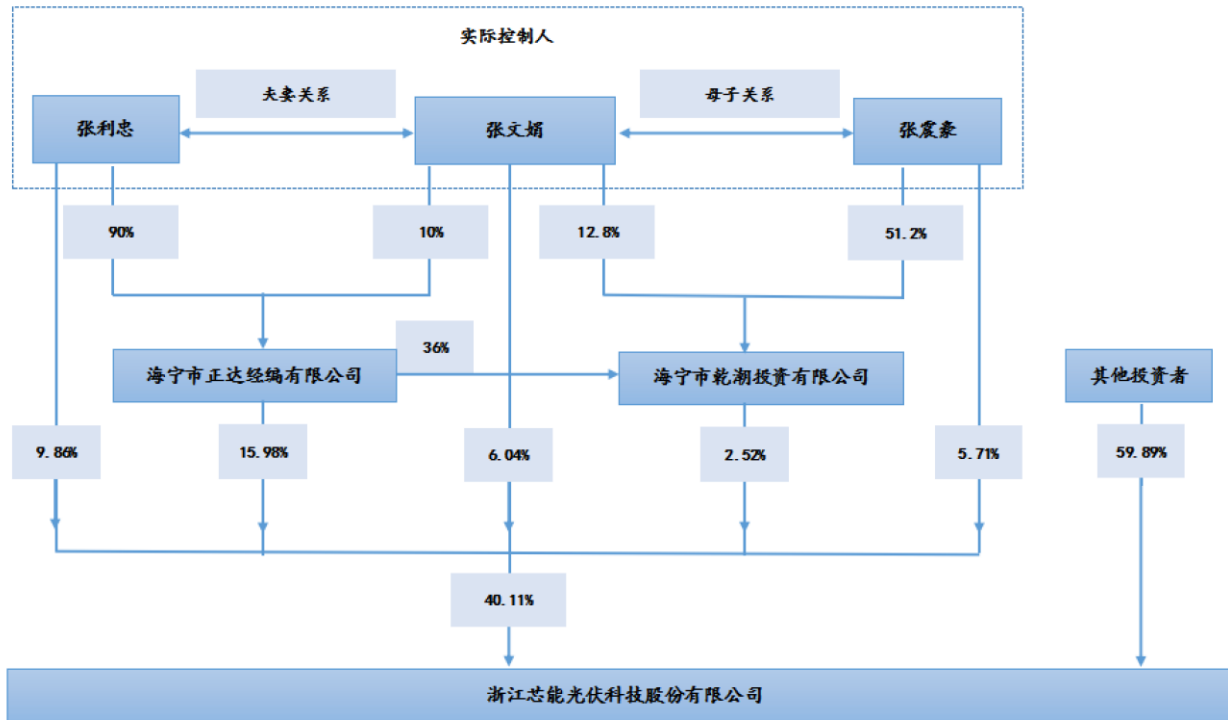
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元） | 2026年3月 | 2025年 | 2024年 | 2023年 |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 3.22 | 3.94 | 3.88 | 6.85 |
| 应收账款 | 3.22 | 2.98 | 2.77 | 1.80 |
| 流动资产合计 | 7.32 | 7.57 | 7.20 | 9.51 |
| 固定资产 | 35.02 | 35.16 | 30.65 | 28.93 |
| 非流动资产合计 | 37.44 | 37.64 | 35.77 | 34.00 |
| 资产总计 | 44.76 | 45.22 | 42.97 | 43.51 |
| 短期借款 | 2.60 | 2.09 | 1.90 | 1.60 |
| 一年内到期的非流动负债 | 1.56 | 1.76 | 1.93 | 1.92 |
| 流动负债合计 | 6.14 | 6.47 | 5.85 | 6.05 |
| 长期借款 | 6.32 | 6.60 | 6.29 | 8.37 |
| 应付债券 | 8.44 | 8.30 | 7.81 | 7.34 |
| 非流动负债合计 | 15.84 | 15.99 | 15.22 | 16.74 |
| 负债合计 | 21.98 | 22.46 | 21.07 | 22.79 |
| 总债务 | 20.52 | 20.32 | 19.40 | 21.13 |
| 其中：短期债务 | 4.91 | 4.54 | 4.44 | 4.59 |
| 长期债务 | 15.61 | 15.78 | 14.96 | 16.55 |
| 所有者权益 | 22.78 | 22.76 | 21.90 | 20.71 |
| 营业收入 | 1.21 | 7.38 | 6.89 | 6.86 |
| 营业利润 | 0.03 | 2.35 | 2.38 | 2.44 |
| 净利润 | 0.02 | 2.01 | 1.94 | 2.20 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.03 | 4.02 | 3.89 | 3.59 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.65 | -2.87 | -3.52 | -4.80 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -0.10 | -1.16 | -3.10 | 6.12 |
| 财务指标 | 2026年3月 | 2025年 | 2024年 | 2023年 |
| EBITDA（亿元） | -- | 5.44 | 5.29 | 5.03 |
| FFO（亿元） | -- | 3.62 | 3.68 | 3.68 |
| 净债务（亿元） | 17.26 | 16.36 | 15.59 | 14.28 |
| 销售毛利率 | 41.46% | 56.05% | 58.82% | 57.38% |
| EBITDA 利润率 | -- | 73.66% | 76.75% | 73.25% |
| 总资产回报率 | -- | 7.45% | 7.81% | 8.19% |
| 资产负债率 | 49.11% | 49.67% | 49.04% | 52.39% |
| 净债务/EBITDA | -- | 3.01 | 2.95 | 2.84 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 5.82 | 5.16 | 6.44 |
| 总债务/总资本 | 47.38% | 47.17% | 46.97% | 50.50% |
| FFO/净债务 | -- | 22.13% | 23.61% | 25.79% |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 0.17% | 24.60% | 24.94% | 25.15% |
| 速动比率 | 1.15 | 1.14 | 1.21 | 1.52 |

| | | | | |
|---------|------|------|------|------|
| 现金短期债务比 | 0.67 | 0.90 | 0.88 | 1.52 |
|---------|------|------|------|------|

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 短期债务 | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项 |
| 长期债务 | 长期借款+应付债券+其他长期债务调整项 |
| 总债务 | 短期债务+长期债务 |
| 现金类资产 | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项 |
| 净债务 | 总债务-盈余现金 |
| 总资本 | 总债务+经调整所有者权益 |
| EBITDA | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出) |
| FFO | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费 |
| 自由现金流 (FCF) | 经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出 |
| 毛利率 | (营业收入-营业成本)/营业收入×100% |
| EBITDA 利润率 | EBITDA/营业收入×100% |
| 总资产回报率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100% |
| 产权比率 | 总负债/所有者权益合计*100% |
| 资产负债率 | 总负债/总资产*100% |
| 速动比率 | (流动资产-存货)/流动负债 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|--|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| aa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| a | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| bbb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| bb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| b | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| ccc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| cc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| c | 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。 |

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号