下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

国资赋能绿电转型，内生外延共筑成长空间

新能股份（000595）

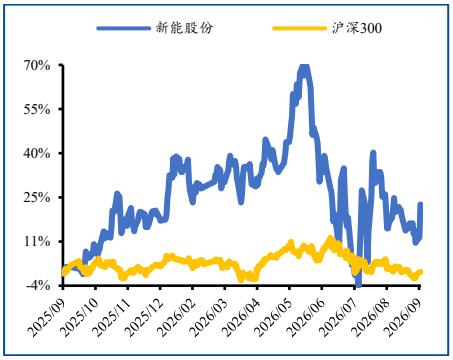
证券研究报告

电力 / 公司深度研究报告 / 2026.09.23

投资评级:增持（首次）

基本数据	2026-09-22
收盘价（元）	5.85
流通股本（亿股）	11.39
每股净资产（元）	0.45
总股本（亿股）	11.39

最近 12 月市场表现



分析师 严家源
SAC 证书编号：S0160525110004
yanjy@ctsec.com

分析师 罗鑫
SAC 证书编号：S0160526060001
luoxin@ctsec.com

相关报告

核心观点

- **重组开启转型，国资打造新能源平台：**2025 年，公司完成重大资产重组，置出原轴承业务相关资产，置入新能源发电资产，转型为风电、光伏及储能电站运营商。重组后，公司实控人为宁夏回族自治区人民政府，控股股东为宁夏国有资本运营集团。截至 2025 年底，除去上市公司体内，宁夏国有资本运营集团下属新能源发电项目总规模 598 万千瓦，其中风电装机容量 83 万千瓦，光伏装机容量 515 万千瓦。

- **新增装机集中投产，带动发电量与公司业绩快速提升：**2025 年公司新增装机 214.2 万千瓦，发电利用小时数 1471 小时，发电量 21.65 亿千瓦时，同比增长 107%。受新增装机驱动，去年实现营业收入 6.65 亿元，同比增长 180.81%；实现归母净利润 0.83 亿元，扭亏为盈。2026 年上半年公司归母净利润与扣非归母净利润均处于 2300 万元-3400 万元区间，主营业务持续盈利能力基本确立。

- **深耕宁夏风光资源，政策红利与算电协同打开成长空间：**公司新能源项目集中布局于宁夏资源优势区域，风光资源禀赋优势明显；同时，作为国家新能源综合示范区，公司持续受益于宁夏新能源产业政策支持。此外，宁夏中卫市算力枢纽是国家“东数西算”工程八大枢纽之一，截至 2026 年 3 月中卫现有标准机架 23 万架，算力规模达 13 万 P，城市算力分指数位居全国第五。公司作为宁夏国资委控股的唯一绿电上市公司，有望充分受益算电协同发展。

- **投资建议：**公司完成新能源转型，新增装机进入业绩释放期，同时集团储备装机丰富。预计公司 2026-2028 年实现营业收入 9.0、14.9、22.0 亿元，归母净利润分别为 0.84、1.48、2.06 亿元，对应 PE 倍数分别为 79.2X、45.1X、32.3X。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**集团装机注入不及预期；公司经营业绩波动剧烈风险；补贴应收款及现金流持续性风险。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	628	665	904	1,490	2,195
收入增长率（%）	110.8	6.0	35.9	64.8	47.3
归母净利润（百万元）	-107	83	84	148	206
净利润增长率（%）	34.1	—	1.0	75.7	39.3
EPS（元）	-0.09	0.07	0.07	0.13	0.18
PE	—	79.9	79.2	45.1	32.3
ROE（%）	-10.1	17.4	15.9	21.7	21.6
PB	6.9	13.3	12.6	9.8	7.0

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 22 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 重组开启转型，国资打造新能源平台 4
1.1 优质新能源资产置入，集团协同优势凸显 4
1.2 集团项目储备充足，资产注入承诺明确 5
1.3 存量装机结构：光伏为主，补贴项目比重少 5
2 重组驱动收入规模跃升，新能源主业盈利拐点初现 8
2.1 电价是收入增速低于装机、电量增速的核心矛盾 8
2.2 主营业务持续盈利能力基本确立 9
2.3 补贴回款改善应收，经营现金流支撑资本开支 11
3 深耕宁夏风光资源，政策红利与算电协同打开成长空间 13
4 盈利预测与估值 16
4.1 公司收入拆分 16
4.2 公司费率与税率预测 17
4.3 可比公司估值 18
5 风险提示 18

图表目录

图 1: 2025 年完成资产重组，转型为新能源运营商 4
图 2: 公司股权结构 4
图 3: 2025 年公司风电光伏装机规模合计 282 万千瓦(单位：万千瓦) 7
图 4: 2025 年公司储能容量为 30 万千瓦(单位：万千瓦) 7
图 5: 2025 年新增装机调试拖累公司发电利用小时数(单位：小时) 7
图 6: 2025 年新增装机带动公司发电量快速增长(单位：亿千瓦时) 7
图 7: 2025 年电价市场化拖累公司上网电价(单位：元/KWh,含税) 8
图 8: 2025 年宁国运集团新能源上网电价同样下降(单位：元/KWh，含税) 8
图 9: 2025 年公司市场化交易电量占比达到 94.15% 8
图 10: 重大资产重组推动公司收入规模快速扩张(单位：亿元) 9
图 11: 电价下行是收入增速低于装机、上网电量增速的核心矛盾 9
图 12: 2025 年公司分业务中，光伏收入规模 2.5 亿元(单位：亿元) 9
图 13: 2025 年公司分业务中，光伏收入比重最大 9
图 14: 2025 年新增光伏场站利用率爬坡与折旧成本时间不匹配导致毛利率下降 10
图 15: 2026Q1 公司长期借款增加提高了公司财务费率 10

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16: 2026Q1 公司归母净利润与扣非归母净利润均实现转正(单位：亿元)..... 11
图 17: 2025 年公司营收保持较快增速 11
图 18: 2026 年上半年公司盈利能力略低于其他公司 11
图 19: 补贴回款降低了公司应收账款(单位：亿元)..... 12
图 20: 受电费结算、补贴回款影响，2026 年上半年经营活动现金流量净额达到 3.6 亿元..... 13
图 21: 2026 年上半年公司资本开支回归项目建设为主 13

表 1: 上市公司体外，宁国运集团储备了丰富的新能源发电项目 5
表 2: 公司带补贴项目装机容量 37.85 万千瓦 6
表 3: 截至 2025 年底，公司发电项目装机容量达到 282 万千瓦 6
表 4: 可比公司电力销售组合预期信用损失率情况 12
表 5: 公司存量项目梳理（截至 2025 年） 14
表 6: 宁夏新能源产业政策持续加码 15
表 7: 宁夏中卫在建数据中心项目汇总 16
表 8: 公司关键经营数据预测 17
表 9: 公司营业收入预测（单位：亿元） 17
表 10: 公司期间费率、有效所得税率预测 18
表 11: 可比公司估值 18

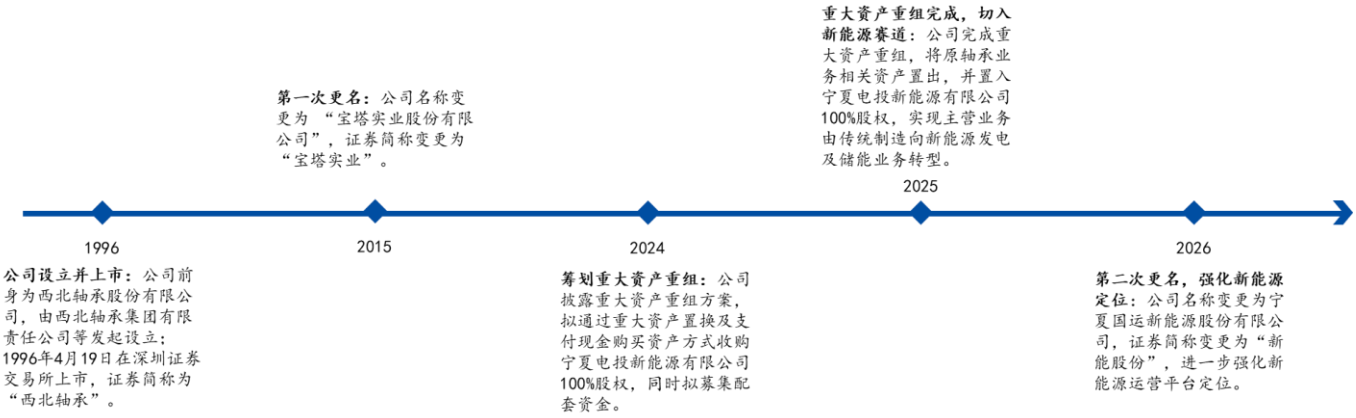
下载日志已记录，仅供内部参考

1 重组开启转型，国资打造新能源平台

1.1 优质新能源资产置入，集团协同优势凸显

公司前身西北轴承股份有限公司于 1996 年成立并登陆资本市场，长期主营轴承制造业务。随着公司经营环境变化以及战略方向调整，公司逐步推进业务结构优化，于 2024 年启动重大资产重组，拟通过资产置换及支付现金购买资产方式收购宁夏电投新能源有限公司 100%股权。2025 年，公司完成重大资产重组，置出原轴承业务相关资产，置入新能源发电资产，实现主营业务由传统制造向风电、光伏及储能电站投资运营转变。2026 年，公司更名为宁夏国运新能源股份有限公司，标志着公司由传统制造业企业向新能源运营平台转型进一步落地。

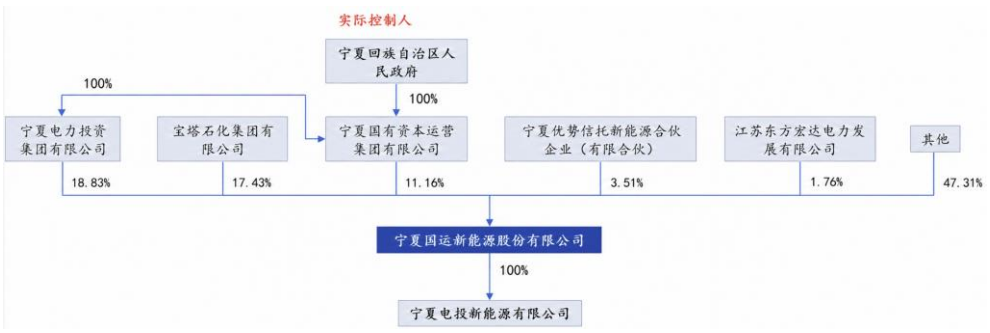
图1: 2025 年完成资产重组，转型为新能源运营商



数据来源：公司公告，财通证券研究所

宁夏国资控股，能源产业资源赋能新能源平台发展。公司实际控制人为宁夏回族自治区人民政府，第一大股东为宁夏电力投资集团有限公司，持有公司 18.83%股份；宁夏国有资本运营集团有限责任公司（以下简称“宁国运集团”或“宁国运”）持有宁夏电力投资集团有限公司 100%股权，并直接持有公司 11.16%股份，为公司重要股东。此外，宝塔石化集团有限公司持有公司 17.43%股份。整体上看，公司形成了以宁夏国资体系为核心的股权结构，实际控制人及主要股东持股比例较高，控制权稳定，有利于公司依托国资背景和区域资源优势，增强长期发展确定性。

图2: 公司股权结构



数据来源：iFinD，财通证券研究所，数据截止至 2026 年 8 月 13 日

下载日志已记录，仅供内部参考

集团赋能，煤炭火电绿电协同优势明显。宁国运集团是宁夏政府出资设立的国有独资企业，主要承担自治区重大基础设施、重要民生工程、重点产业项目投资建设任务，是宁夏铁路建设投融资主体，在发电、供水、供热和铁路运输领域区域专营优势显著。集团发电业务运营主体是宁夏电投，包含火电与新能源发电；火电方面，截至 2025 年底宁夏电投拥有发电机组 4 台，总装机容量 110.80 万千瓦。此外，2024 年 11 月，宁国运拟向宁夏煤业转让西部创业 5%股份，目前《股份转让协议》尚未生效。若后续股份转让成功，公司将成为宁夏国资委实际控制的唯一上市主体。

1.2 集团项目储备充足，资产注入承诺明确

除去上市公司体内，宁夏国有资本运营集团下属新能源发电业务存有 6 个新能源项目，项目总规模 598 万千瓦，其中风电装机容量 83 万千瓦，光伏装机容量 515 万千瓦。其中，永利（中卫）300 万千瓦光伏基地由永利能源控股，属于煤电与可再生能源联营项目。

根据控股股东宁国运出具的《关于避免同业竞争的承诺函》，其控制的除上市公司及电投新能源以外的其他企业取得的光伏、风电等新能源指标及项目，在项目取得核准/备案且开工前，将通过无偿划转、协议转让等方式将项目所在企业控股权划转或转让给上市公司，或由其代为培育、待条件成熟后以市场化方式注入上市公司;对暂无法由上市公司直接实施的“煤电与可再生能源联营项目”等，同意将项目托管给上市公司，并在构成同业竞争时优先将项目注入上市公司。因此，公司储备了丰富的潜在项目资源。

目前项目公司股权统一托管给上市公司全资子公司宁夏电投新能源有限公司，托管期限至 2031 年 8 月 11 日，每家公司托管费 100 万元/年。同时，新能股份为其提供管理、运维、并网协调、技术咨询等服务，每年收取服务费用。

表1: 上市公司体外，宁国运集团储备了丰富的新能源发电项目

上市公司体外项目	体外项目公司	控股股东及持股比例	类型及规模
太阳山风电场三四期	宁夏电投盐池新能源有限公司	宁夏电投持股100%	风电10万千瓦
盐池惠安堡750MW风光同场项目	宁夏电投盐池新能源有限公司	宁夏电投持股100%	75万千瓦：风电30万千瓦、光伏45万千瓦
盐池高沙窝28万千瓦风电项目	宁夏电投盐池新能源有限公司	宁夏电投持股100%	风电28万千瓦
中宁徐套100万千瓦风光同场项目	宁国运新能源（中宁）有限公司	宁国运持股51%	100万千瓦：风电15万千瓦、光伏85万千瓦
盐池惠安堡85万千瓦光伏项目	宁国运浩能新能源（盐池县）有限公司	宁国运持股51%	光伏85万千瓦
永利（中卫）300万千瓦光伏基地	宁夏电投永利（中卫）新能源有限公司	宁夏电投永利能源有限公司持股100%	光伏300万千瓦
合计	4家体外项目公司	—	总规模598万千瓦：风电83万千瓦、光伏515万千瓦

数据来源：公司公告，财通证券研究所，截止到 2026 年 7 月 1 日

1.3 存量装机结构：光伏为主，补贴项目比重少

公司存量装机中，带补贴项目装机容量 37.85 万千瓦，占比 13.4%。根据《宁夏回族自治区物价局关于电价调整有关事项的通知》（宁价商发[2016]3 号）文件规定，燃煤发电标杆上网电价为 0.2595 元/千瓦时；整体平均上网电价为 0.522 元/KWh。2025 年补贴回款对应的结算电量 10.3 亿千瓦时，收到国网电费补贴 3.14 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

表2: 公司带补贴项目装机容量 37.85 万千瓦

项目名称	装机容量（MW）	上网电价批复文件	批复上网电价（元/kWh，含税）	当地燃煤基准价（元/kWh，	补贴电价（元/kWh，含税）	全部机组并网时间	纳入补贴目录时间	2025年收到补贴金额（万元）	补贴对应发电量（万kWh）
太阳山风电场一期	49.5	宁夏回族自治区物价局《关于太阳山风电场宁夏电投一期49.5MW风电项目上网电价的通知》（宁价商发[2012]8号）	0.58	0.2595	0.3205	2012年3月5日	2012年12月20日	5,079	15,848
太阳山风电场二期	49.5	宁夏回族自治区物价局《关于宁夏中电投黄河公司中宁二期光伏电站等可再生能源发电项目上网电价的通知》（宁价商发[2015]38号）	0.58	0.2595	0.3205	2015年12月4日	2016年8月24日	4,874	15,208
太阳山风电场五六期	100	国家发展改革委《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》（发改价格[2015]3044号）	0.54	0.2595	0.2805	2019年12月22日	2020年6月30日	9,737	34,714
灵武风电场一期	49.5	宁夏回族自治区物价局《关于宁夏电投灵武风电场一期49.5MW风电项目上网电价的通知》（宁价商发[2014]1号）	0.58	0.2595	0.3205	2013年8月1日	2016年8月24日	3,973	12,396
太阳山光伏电站一期	10	宁夏回族自治区物价局《关于核定青铜峡大唐国际一期10MWp太阳能光伏并网发电等项目上网电价的通知》（宁价商发[2011]40号）	1.15	0.2595	0.8905	2011年1月31日	2012年12月20日	3,024	3,396
太阳山光伏电站二期	20	宁夏回族自治区物价局《关于核定宁夏中电投红墩子矿区30MWp光伏并网发电等项目上网电价的通知》（宁价商发[2013]76号）	1	0.2595	0.7405	2013年12月20日	2016年8月24日	4,587	6,194
太阳山光伏电站三期	100	国家能源局综合司《国家能源局综合司关于公布2020年光伏发电项目国家补贴竞价结果的通知》（国能综通新能[2020]64号）	0.2722	0.2595	0.0127	2020年12月9日	2024年7月15日	196	15,414

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2025 年公司新增装机 214.2 万千瓦，全部为光伏项目，光伏装机比重达到 91%；风电装机容量 24.9 万千瓦，装机比重 9%。此外，公司储能容量 30 万千瓦，较去年新增 10 万千瓦。2025 年公司发电利用小时数 1471 小时，主要受到新增装机全部为光伏项目，投产集中在下半年，投运后属调试期，发电量未充分消纳，场站累计利用小时数较低。

表3: 截至 2025 年底，公司发电项目装机容量达到 282 万千瓦

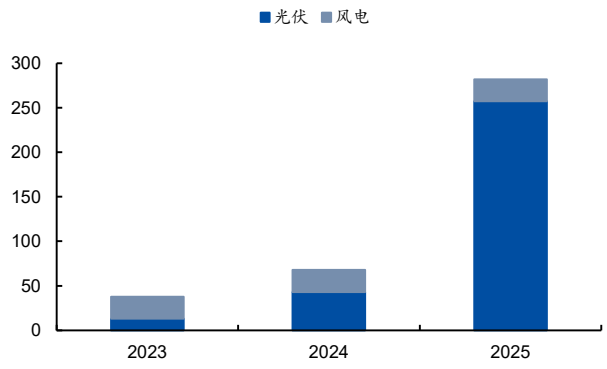
项目名称	装机容量（MW）	并网时间	年度发电量（万千瓦时）	利用小时数（小时）
太阳山风电场一期	49.5	2012.02	7803	1576
太阳山风电场二期	49.5	2015.02	8584	1734
太阳山风电场五六期	100	2019.11	22860	2286
灵武风电场一期	49.5	2013.07	6408	1295
太阳山光伏电站一期	10	2010.05	1414	1414
太阳山光伏电站二期	20	2013.12	2836	1418
太阳山光伏电站三期	100	2020.12	15902	1590
宁东光伏	200	2022.12	29855	1493
中卫光伏	100	2023.12	17546	1755
小计	**678.5**	**/**	**113208**	**1669**
中卫迎水桥350MW风光同场一期项目	221.8	2025.10	2475	112
宁国运灵武100万千瓦光伏复合项目	920	2025.06	51083	555
宁国运盐池高沙窝92万千瓦光伏复合项目	1000	2025.06	49694	497
小计	**2141.8**	**/**	**103252**	**482**
合计	**2820.3**	**/**	**216461**	**768**

数据来源：公司公告，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

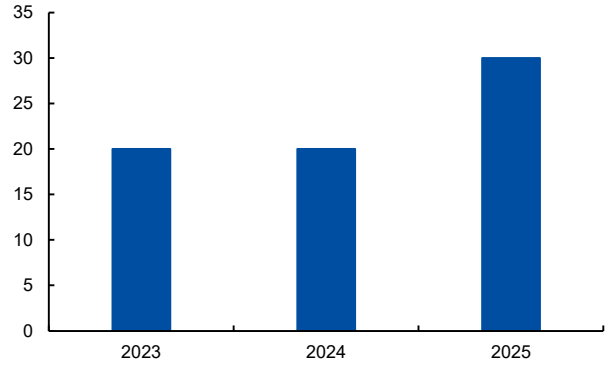
随着装机的快速增长，公司 2025 年发电量 21.65 亿千瓦时，同比增长 107%。其中，光伏发电量实现 17.08 亿千瓦时，同比增长 169%；风力发电量实现 4.57 亿千瓦时，同比增长 11%。

图3: 2025 年公司风电光伏装机规模合计 282 万千瓦(单位：万千瓦)



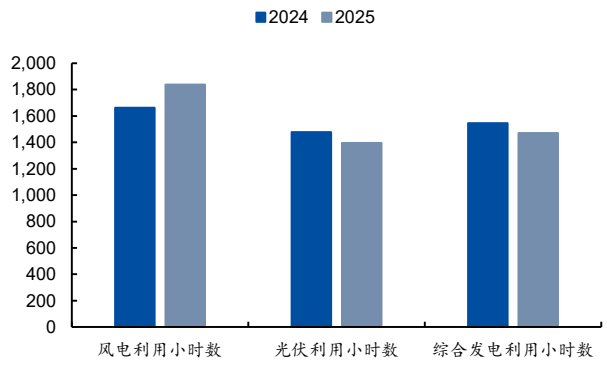
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4: 2025 年公司储能容量为 30 万千瓦(单位：万千瓦)



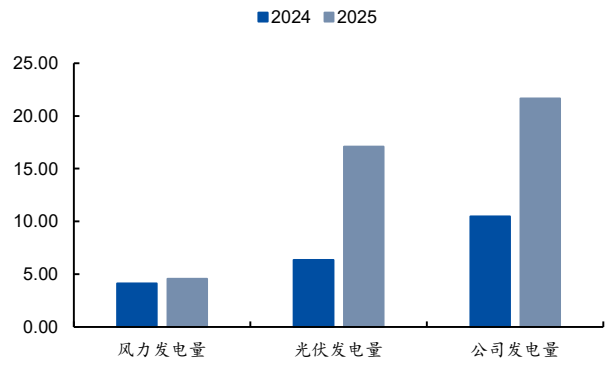
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图5: 2025 年新增装机调试拖累公司发电利用小时数(单位：小时)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6: 2025 年新增装机带动公司发电量快速增长(单位：亿千瓦时)

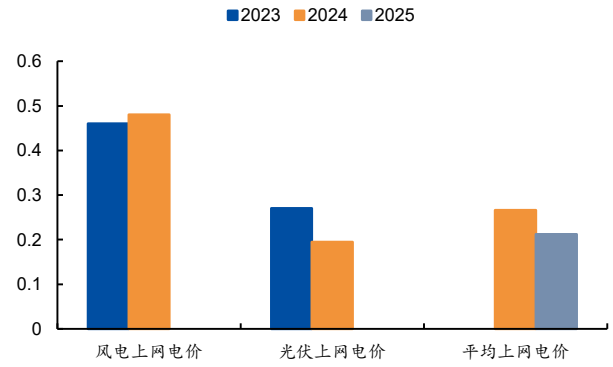


数据来源：公司公告，财通证券研究所

2025 年公司含税平均上网电价是 0.212 元 KWh，相比 2024 年有所下滑。原因在于 136 号文件落地后公司新能源项目上网电价全面市场化，原有保障性电量标杆电价结算变为差价结算，区域内新能源机组集中并网，带动整体电价持续回落。2025 年参与市场交易电量达到 19.63 亿千瓦时，占同期上网电量约 94.15%，新能源电量市场化程度较高。但与宁夏区域同行业可比公司相比，公司上网电价处于区域中上水平。

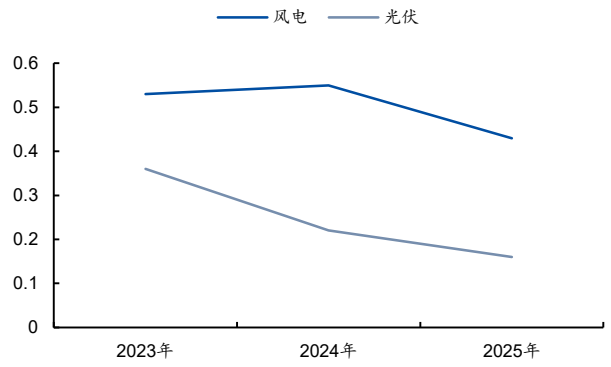
下载日志已记录，仅供内部参考

图7: 2025 年电价市场化拖累公司上网电价(单位：元/KWh,含税)



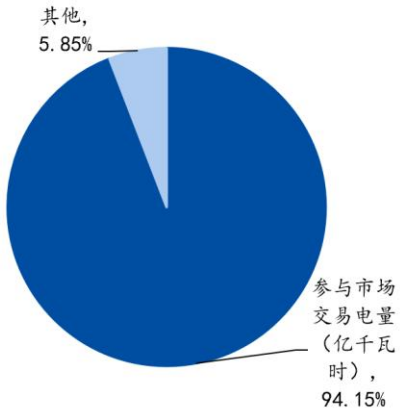
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图8: 2025 年宁国运集团新能源上网电价同样下降(单位：元/KWh，含税)



数据来源:《宁夏国有资本运营集团有限责任公司 2026 年跟踪评级报告》，财通证券研究所

图9: 2025 年公司市场化交易电量占比达到 94.15%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2 重组驱动收入规模跃升，新能源主业盈利拐点初现

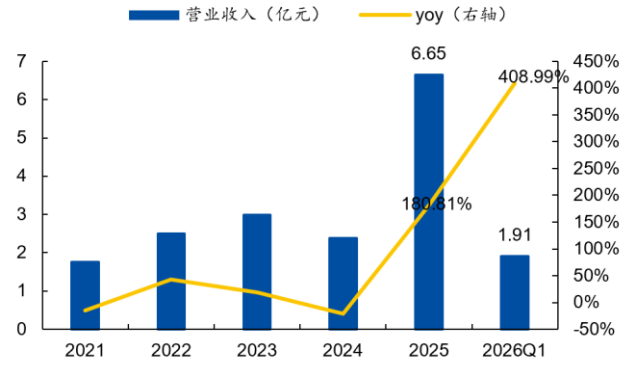
2.1 电价是收入增速低于装机、电量增速的核心矛盾

重大资产重组推动公司收入规模快速扩张。2021-2024 年，公司营业收入整体维持在较低水平，分别为 1.75 亿元、2.50 亿元、2.98 亿元和 2.37 亿元，主要受原有轴承业务经营影响，收入增长相对有限。2025 年，公司完成重大资产重组，新能源资产纳入上市公司体系，带动营业收入快速增长，全年实现营业收入 6.65 亿元，同比增长 180.81%;2026 年一季度，公司实现营业收入 1.91 亿元，同比增长 408.99%，收入增长趋势延续。

电价下行是收入增速低于装机、上网电量增速的核心矛盾。2025 年公司发电业务收入增速 36%，低于上网电量同比增长 109%，低于装机容量增速 316%。原因在于年内并网 214.18 万千瓦装机，增加上网电量 10.07 亿千瓦时，但由于无可再生能源电费补贴，平均电价 0.13 元/千瓦时，电价下降导致收入增速慢于电量增速。

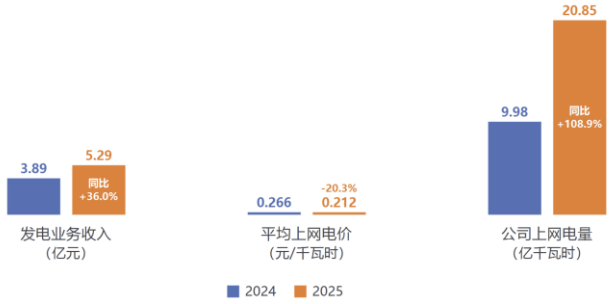
下载日志已记录，仅供内部参考

图10: 重大资产重组推动公司收入规模快速扩张(单位：亿元)



数据来源：IFinD，财通证券研究所

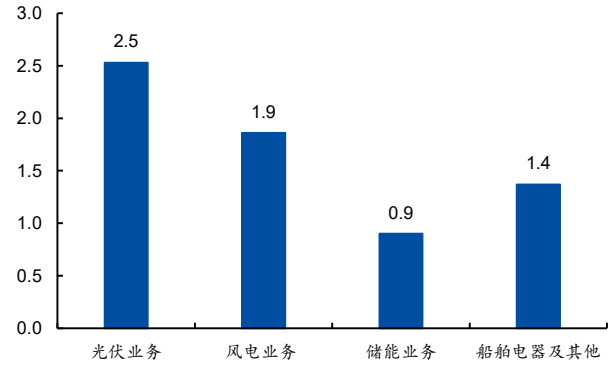
图11: 电价下行是收入增速低于装机、上网电量增速的核心矛盾



数据来源：公司公告，财通证券研究所

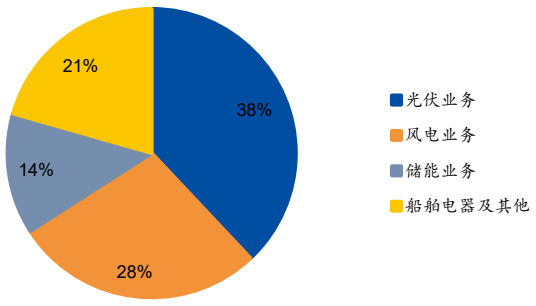
2025 年公司收入结构中，光伏发电业务、风力发电业务、储能业务及船舶电气及其他业务分别实现营收 2.5 亿元/1.9 亿元/0.9 亿元/1.4 亿元，占总营收比重分别为 37.96%/28.00%/13.48%/20.55%。其中，光伏收入同比增长 113%，原因在于年内并网 3 个大型光伏项目，影响营业收入增加 12,691 万元。风电收入同比下降 0.67%，在上网电量增加情况下主要受上网电价下降影响。储能收入增长 8.5%，主要由于储能容量增加带动。其他业务收入同比下降 43%，主要是公司 2025 年 7 月完成重大资产重组，2025 年收入仅包括轴承板块 1-6 月，但 2024 年收入为轴承板块全年。

图12: 2025 年公司分业务中，光伏收入规模 2.5 亿元(单位：亿元)



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图13: 2025 年公司分业务中，光伏收入比重最大



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2 主营业务持续盈利能力基本确立

新增光伏场站利用率爬坡与折旧成本的不匹配导致毛利率下降。2025 年公司整体毛利率 26.2%，受光伏收入占比大幅提高，但是毛利率较低拖累出现下滑。光伏发电毛利率 15.42%,同比下降 7.98%，原因在于 2025 年新并网场站属调试期，发电量受限；同时折旧成本固定均摊，导致毛利率较低。风电业务毛利率 56%，同比提高 2.6%，主要由于风电项目本身为带补贴项目，核定电价较高；同时运营效率的提高，节省了运维成本。

下载日志已记录，仅供内部参考

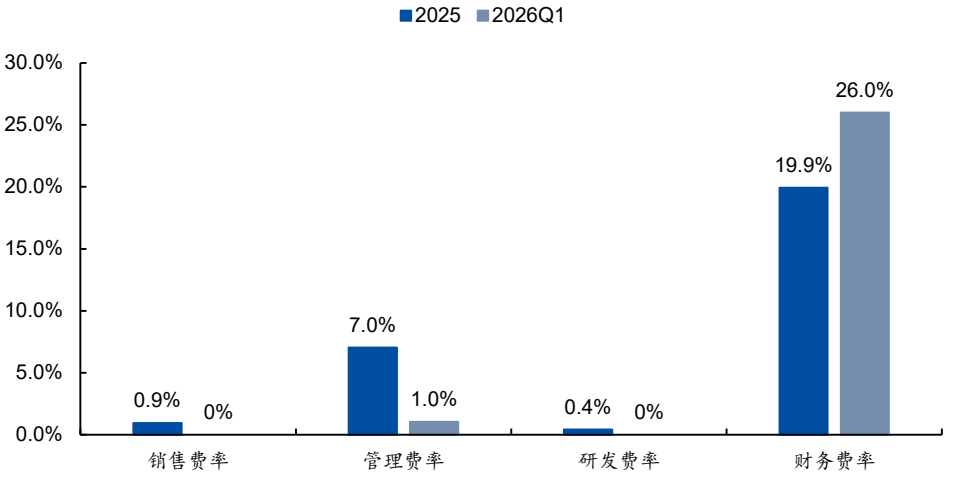
图14: 2025 年新增光伏场站利用率爬坡与折旧成本时间不匹配导致毛利率下降



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2025 年公司销售费用与研发费用均由轴承板块产生，因此随着公司彻底转型为新能源运营商，销售费用与研发费用下降为 0。2025 年管理费率为 7%，2026Q1 大幅下降，主要系 2026Q1 没有包含轴承板块费用所致。2026Q1 财务费率达到 26.2%，主要系借款增加所致。一季度，公司短期借款压降 76%，从 23.89 亿元降至 5.85 亿元；长期借款提升 51%至 55.61 亿元，债务期限结构改善，显著降低了流动性压力。

图15: 2026Q1 公司长期借款增加提高了公司财务费率

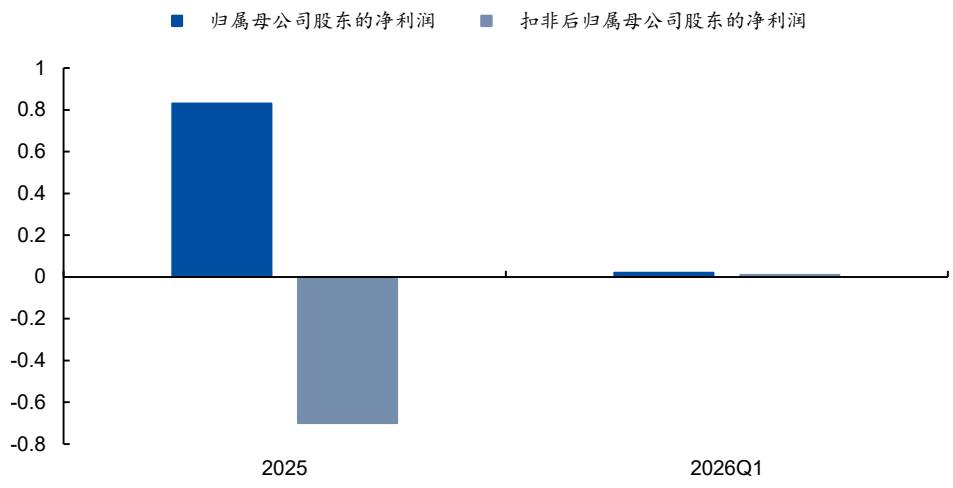


数据来源：Wind，财通证券研究所

2025 年公司实现归母净利润 0.83 亿元，扭亏为盈，但利润贡献主要来自老厂区房产、土地等资产处置收益；扣除非经常性损益后，归母净利润为-0.7 亿元，仍然亏损。2026Q1 公司归母净利润与扣非归母净利润均实现转正，2026 年上半年公司归母净利润与扣非归母净利润均处于 2,300 万元-3,400 万元，主营业务持续盈利能力基本确立。

下载日志已记录，仅供内部参考

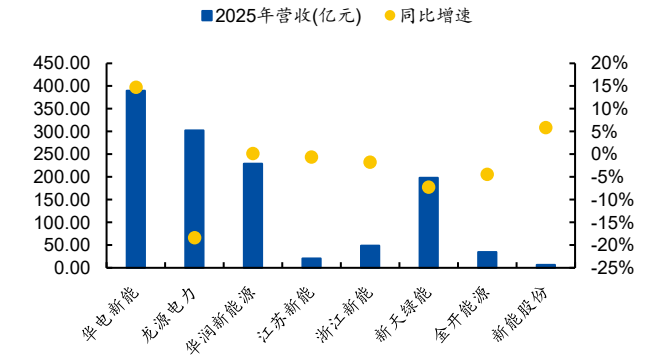
图16: 2026Q1 公司归母净利润与扣非归母净利润均实现转正(单位：亿元)



数据来源：Wind，财通证券研究所

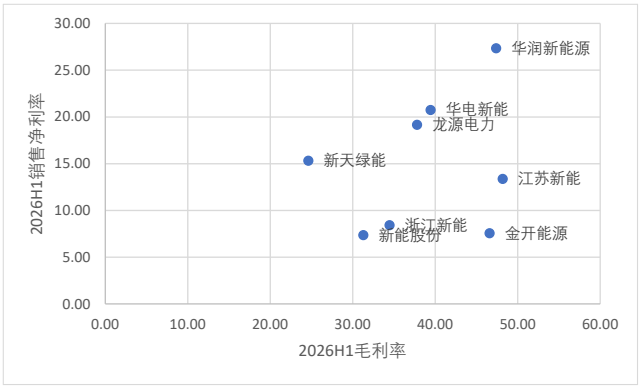
与行业内央企及地方新能源运营商相比，新能股份 2025 年公司营业收入增速较快；同期多数可比公司收入出现下滑。2026 年上半年，公司毛利率和净利率虽然与运营成熟、补贴项目占比较高的央企龙头仍有差距，但与地方新能源运营商差距不大。考虑到公司目前装机规模不大，未来随着新增项目逐步注入，公司盈利能力将逐步提升。

图17: 2025 年公司营收保持较快增速



数据来源：IFinD，财通证券研究所

图18: 2026 年上半年公司盈利能力略低于其他公司



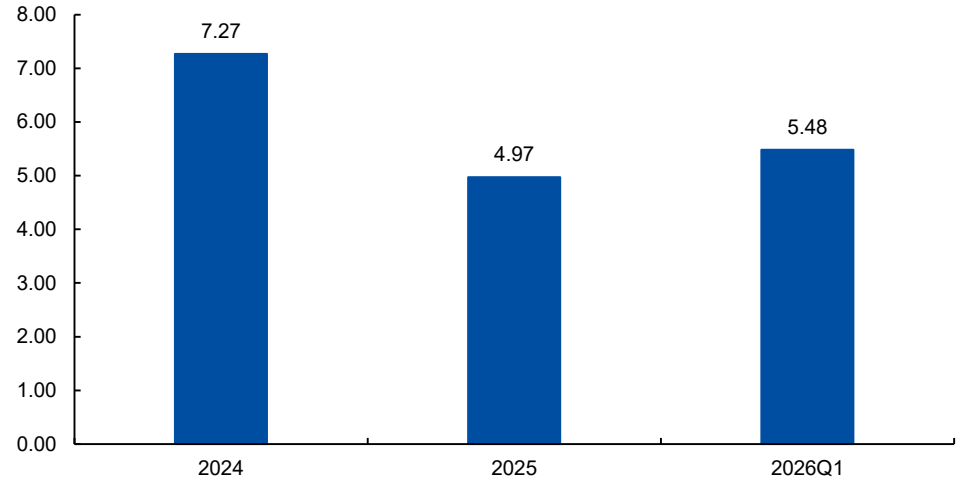
数据来源：IFinD，财通证券研究所

2.3 补贴回款改善应收，经营现金流支撑资本开支

2025 年公司收到以前年度可再生能源补贴电费 3.15 亿元，对应发电量 10.3 亿度，应收电费余额减少为 4.61 亿元，占应收账款的 91.29%。公司对于应收电费按 1%计提坏账准备，与同行业公司节能风电、太阳能、新天绿能一致，同行业其他公司如金天新能、云南能投未对补贴电费计提坏账。2025 年末，公司坏账准备余额为 733.71 万元，账面价值为 4.97 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图19: 补贴回款降低了公司应收账款(单位：亿元)



数据来源：公司财报，财通证券研究所

表4: 可比公司电力销售组合预期信用损失率情况

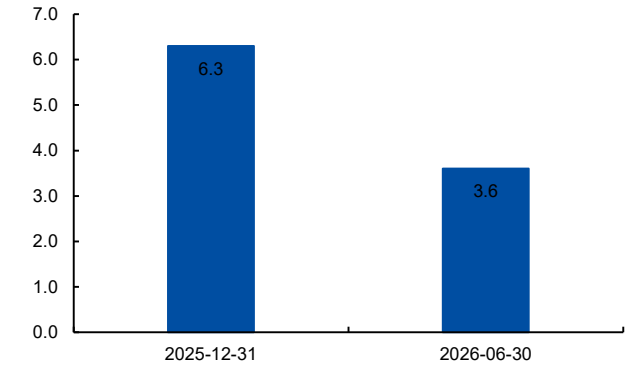
同行业公司	电力销售组合预期信用损失率
嘉泽新能	不同账龄不同计提比例，1.44%–2.26%
浙江新能	0.5%（基础电费）、9.86%（补贴电费）
立新能源	电费组合综合计提比例为 28.52%
金开新能	0.5%（只计提补贴，未计提基础电费）
三峡能源	不同账龄不同计提比例，0.3%–50%（基础电费） 不同账龄不同计提比例，0.3%–14.36%（补贴电费）
节能风电	1.00%（电费组合全部计提）
太阳能	1.00%（电费组合全部计提）
云南能投	1.00%（只计提补贴，未计提基础电费）
新天绿能	1.00%（电费组合全部计提）

数据来源：公司公告，财通证券研究所

经营现金流显著改善，资本开支回归常态。2026 年上半年，公司经营活动现金流量净额进一步达到 3.56 亿元，较追溯调整后的 2025 年同期 0.86 亿元增长 315.64%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 43.96%至 4.30 亿元，带动经营活动现金流入同比增长 43.00%至 4.64 亿元，主要源于售电量及电费结算增加，同时收到电费补贴和财政贴息。由于去年支付以前年度重大资产重组现金，公司资本开支额度较大。2026 年上半年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 6.12 亿元，公司资本开支回归新能源项目建设支出。

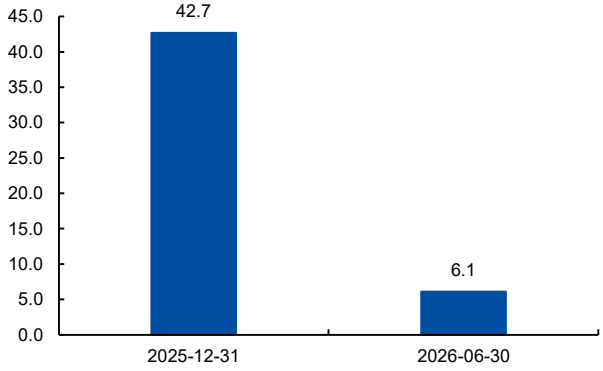
下载日志已记录，仅供内部参考

图20：受电费结算、补贴回款影响，2026 年上半年经营活动现金流量净额达到 3.6 亿元



数据来源：Wind，财通证券研究所

图21：2026 年上半年公司资本开支回归项目建设为主



数据来源：Wind，财通证券研究所

3 深耕宁夏风光资源，政策红利与算电协同打开成长空间

公司新能源项目集中布局于宁夏资源优势区域，形成“风光储共进”的多元化发展格局。从区域布局来看，公司现有新能源项目主要分布于宁夏回族自治区吴忠、灵武、中卫、宁东等地区，上述区域均属于宁夏新能源资源重点开发区域，具备丰富的太阳能、风能资源。公司依托上述区域资源禀赋开展新能源项目布局，有利于提升优质资源获取能力，降低项目开发及运营成本，并为后续装机规模扩张和新能源业务持续发展提供支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

表5: 公司存量项目梳理（截至 2025 年）

项目类型	项目名称	位置	投运时间	装机容量(MW)	项目状态
光伏	太阳山光伏电站一期	吴忠市太阳山开发区小泉村林小庄	2011 年	10	已并网
光伏	太阳山光伏电站二期	吴忠市太阳山开发区小泉村塘清公路西侧	2014 年	20	已并网
光伏	太阳山光伏电站三期	红寺堡区太阳山镇巴庄村	2021 年	100	已并网
光伏	宁东光伏复合项目	灵武市宁东镇东湾村	2023 年	200	已并网
光伏	中卫光伏项目	中卫市沙坡头区东园镇新北山区	2024 年	100	已并网
光伏	灵武 1GW 光伏发电项目	灵武市马家滩镇	2025 年	1000	已并网
光伏	盐池高沙窝 92 万千瓦光伏发电项目	吴忠市盐池县高沙窝镇	2025 年	920	已并网
光伏	中卫迎水桥 350MW 风光同场一期项目（光伏部分）	中卫市沙坡头区迎水桥镇	2025 年	221.8	已并网
		光伏装机总容量：257.18KWh			
风电	太阳山风电场一期	太阳山镇盐中高速公路南侧、大中银铁路北侧	2012 年	49.5	已并网
风电	灵武风电场	灵武市白土岗乡新火村	2013 年	49.5	已并网
风电	太阳山风电场二期	太阳山移民开发区宁夏电投风电一期西南侧、中大铁路北侧	2015 年	49.5	已并网
风电	太阳山风电场五六期	吴忠市太阳山开发区盐兴公路北侧、宁电投一期风电场西侧、苦水河东侧	2019 年	100	已并网
风电	中卫迎水桥 350MW 风光同场一期项目（风电部分）	中卫市沙坡头区迎水桥镇	原计划 2025 年投运	87	在建
		风电装机总容量：24.85KWh			
储能	青龙山共享储能电站一期	灵武市马家滩镇西三村	2023 年	100MW/200MWh	已并网
储能	宁东储能电站一期	宁东镇东湾村	2023 年	100MW/200MWh	已并网
储能	青龙山共享储能电站二期	灵武市马家滩镇西三村	2025 年	100MW/200MWh	已并网
		储能装机总容量：300MW/600MWh			

数据来源：公司公告，财通证券研究所

自治区政策持续推动新能源产业发展，为公司长期成长提供良好外部环境。作为国家新能源综合示范区，宁夏是全国首个实现“绿电自足”的省区，风光资源富集、新能源发展基础良好。“十四五”期间，宁夏新能源装机年均增长 17%，2025 年达到 5732 万千瓦，占电力总装机比重 63%，利用率保持 95%左右，连续 7 年位居西北首位，绿电开发利用水平全国领先。宁夏“十五五”期间将深入实施能源强区战略，加快构建以非化石能源为供应主体、化石能源为兜底保障、新型电力系统为关键支撑的新型能源体系，推动高质量发展取得新突破。未来五年，宁夏将稳妥有序扩大新能源规模，规划建设盐池、灵武、沙坡头 3 个千万千瓦级新能源基地。根据宁夏回族自治区政府预计到 2030 年，宁夏新能源装机突破 1 亿千瓦、占比达到 70%，年发电量可替代原煤 6300 万吨，减少碳排放 1.2 亿吨。同时，依托“小省区、强电网”优势，宁夏将加快建设新型电力系统。在巩固宁夏至山东、浙江、湖南三条西电东送通道基础上，推进第四条外送通道建设，提升新能源外送比例。宁夏还将实施电网智能化升级，加快发展新型储能，力争 2030 年储能装机达到 3000 万千瓦，不断增强电网灵活调节能力。公司作为宁夏自治区重要

下载日志已记录，仅供内部参考

新能源投资运营平台，有望依托区域国资资源协调能力，充分受益于新能源产业政策支持和区域发展机遇，持续获取优质项目资源，推动装机规模稳步提升。

表6: 宁夏新能源产业政策持续加码

时间	政策文件	发布部门	核心内容
2025 年	《宁夏回族自治区国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	宁夏回族自治区人民政府	1）新建清洁能源基地电力外送通道及配套电源工程，全区直流外送能力达到 2800 万千瓦。2）建设特色优势产业绿电园区等新能源项目。实施老旧风电场、低效光伏电站更新改造项目，新能源装机规模突破 1 亿千瓦。
2022 年 12 月	《宁夏回族自治区可再生能源发展“十四五”规划》	宁夏发展改革委	1）加快建设宁夏黄河几字弯绿能基地和千万千瓦级“宁电入湘”绿能基地，实现可再生能源发电装机“倍增”，可再生能源占新增电力装机、发电量比重达到 80%。到 2025 年，可再生能源装机规模超过 5000 万千瓦，力争达到 5500 万千瓦。可再生能源发电装机和发电量占比分别提高到 55%和 30%以上。2）可再生能源电力消纳比重提高到 30%以上、非水可再生能源电力消纳比重提高到 28%以上。新能源综合利用率力争保持在 95%以上。非化石能源占一次能源消费比重提高到 15%左右。
2021 年 9 月	《宁夏回族自治区能源发展“十四五”规划》	宁夏回族自治区人民政府	1）加快发展太阳能发电，到 2025 年达到 3250 万千瓦以上；2）稳定推进风电开发，到 2025 年，全区风电装机规模达到 1750 万千瓦以上；3）因地制宜发展其他可再生能源；4）打造“西电东送”网架枢纽，到 2025 年，力争直流电力外送能力提升至 2200 万千瓦，建成内外互达、多能互补、区域互济的“西电东送”网架枢纽。

数据来源：中国政府网，国家发改委，财通证券研究所

宁夏中卫市算力枢纽是国家“东数西算”工程八大枢纽之一，也是全国首个同时拥有“全国一体化算力网络国家枢纽节点”和“国家新型互联网交换中心”的“双中心”城市。目前中卫算力枢纽汇聚了众多头部企业，形成了“运营商为骨干、互联网巨头为补充、第三方 IDC 为支撑”的产业生态，包括中国联通中卫云数据中心、中国电信宁夏数据中心、中交智数谷、亚马逊 AWS 中卫云计算项目等。随着算力产业发展、AI 大模型训练、高密智算等业务增长，电力需求将呈爆发式增长。公司作为宁夏国资委控股的唯一绿电上市公司，有望充分受益算电协同发展。

下载日志已记录，仅供内部参考

表7: 宁夏中卫在建数据中心项目汇总

项目名称	建设单位	建设规模 / 投资	项目进度 / 主要参建单位
1. 中国移动宁夏中卫数据中心B区二期（B3/B4机房楼）	中国移动通信集团宁夏分公司	B3、B4两栋机房楼，新增约6,000架机柜 以高密智算机柜为主；总投资3.38亿元 用途：移动云、AI大模型、互联网及算力租赁	在建：幕墙施工，计划2026年下半年逐步完工 土建：中建系；设计：中国移动设计院 机电候选：香江系统工程、中兴通讯 B01、B02已竣工交付
2. 中国移动中卫D区D05-D06机房楼（宣和园区）	中国移动通信集团宁夏分公司	2栋机房楼，规划约5,000架机柜 总投资约2.8亿元 用途：移动云、大模型训练及推理算力租赁	在建：2026年7月开工，基础施工阶段 EPC：中建八局联合体 设计：同济大学建筑设计研究院联合体 机电纳入整体EPC
3. 中金数据中卫零碳算力产业基地二期、三期（B3/C5/C6）	中金数据（中卫）信息科技有限公司	B3建筑面积5.16万㎡；C5、C6合计10.2万㎡ 整体规划超2万架机柜，配套330kV专用变电站 总投资超25亿元 用途：AI大模型、EDA仿真及政企数字化	在建：已获规划许可，主体土建施工 设计：中国电子工程设计院（CEEDI） 土建、机电分标段招标 完整EPC总包尚未全部公示
4. 中国联通中卫云数据中心四期（DC8、DC9）	中国联通宁夏分公司	DC8、DC9两栋；DC9建筑面积约8万㎡ 规划1,625架20kW高密智算机柜 总投资约10亿元；设计PUE低至1.197 用途：联通云、AI算力及大模型客户	在建：DC8土建施工，DC9已开工 EPC：中讯邮电设计院＋中建三局联合体 设计：中讯邮电咨询设计院 机电整体纳入EPC
5. 中联零碳智算（云基地）产业园B区	宁夏中云智算数据科技有限公司	规划4栋数据中心楼，单栋4,928个16kW机柜 合计约19,712架；用地195.9亩 总投资约50亿元 用途：面向AI企业、芯片设计公司的智算出租	开工前准备：已获用地规划许可证 即将进入大规模土建阶段 设计：上海建筑设计院 EPC结果未完整公示；机电尚未招标
6. 特加森云计算中心（中卫）	宁夏特加森云计算有限公司	规划约1.6万架机柜、40万台服务器 总投资108.3亿元；一期建设1栋数据中心楼 用途：算力租赁、AI模型训练及互联网业务承载	一期在建：主体框架施工，整体进度偏缓 EPC、设计及机电单位暂未完整对外公示

数据来源：算力基建科，财通证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 公司收入拆分

风光新增装机：根据集团发展规划 2030 年达到 1533 万千瓦，假设公司每年新增 250 万千瓦装机容量，光伏占比为 90%。从而 2026-2028 年光伏装机容量分别为 482、707、932 万千瓦，风电装机容量分别为 50、75、100 万千瓦。

发电利用小时数：公司风光发电利用小时受风速、光照资源以及消纳状况影响，存在一定波动，因此假设 2026-2028 年风光发电利用小时数取前两年均值。厂用电率、线损等因素影响假设与 2025 年保持一致。据此，测算公司 2026-2028 年风电上网电量分别为 5.9 亿千瓦时、10.0 亿千瓦时、14.2 亿千瓦时，光伏上网电量分别为 48.7 亿千瓦时、79.9 亿千瓦时、111.2 亿千瓦时。

上网电价：考虑到公司存量项目机制电量比例为 10%，受市场化电价影响较大，因此假设 2026 年风电上网电价下降到 0.343、光伏上网电价下降到 0.118 元/千瓦时。目前市场化交易均价持续下探，导致发电企业低价竞争机制电量，以对冲市场均价带来的利润压力。亏损压力下差异化结算机制的兜底作用预计会使机制电价上调。目前，甘肃、黑龙江、新疆等地 2027 年机制电价已经上调，预计宁夏地区的机制电价也会上调，因此假设 2027-2028 年公司风电上网电价上升至 0.357、0.385 元/千瓦时，光伏上网电价上升至 0.123、0.132 元/千瓦时。综上，测算公司

下载日志已记录，仅供内部参考

2026-2028 年光伏发电收入分别为 5.7、9.8、14.7 亿元，风电业务收入分别为 2.0、3.6、5.5 亿元。

储能电站放电量：考虑到公司未来风光装机的配储要求，假设 2026-2028 年公司新增储能容量年均 132MW。假设公司储能电站等效循环次数为 236 次，考虑到公司储能电站均为 2 小时储能，储能时长及充放电运行模式基本一致，因此假设 2026-2028 年等效循环次数与其保持一致。

公司船舶电气及其他业务主要包括桂林海威的船舶电器生产与销售业务以及对上市公司体外新能源项目的托管费、项目管理、技术咨询费。考虑到未来体外新能源项目注入上市公司体内，托管费、项目管理、技术咨询费不再产生，船舶电气及其他业务出现下滑，因此假设 2026-2028 年该业务收入维持为 0.5 亿元。

综上，预测公司 2026-2028 年营业总收入分别为 9.0、14.9、22.0 亿元，同比增长 36%、65%、47%。2026 年低毛利轴承业务剥离后收入结构改善，较高毛利的电力业务占比显著提升，且 2026 年上半年综合毛利率已达 31%。2027、2028 年新增光伏项目逐步进入稳定运营阶段、单位发电成本下降，毛利率预计进一步提高。因此假设公司 2026-2028 年毛利率分别为 31%、33%、34%。

表8: 公司关键经营数据预测

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
光伏	新增装机:万千瓦	10	214	225	225	225
	装机容量:万千瓦	43	257	482	707	932
	上网电量:亿千瓦时	6.1	16.5	48.7	79.9	111.2
	上网电价:不含税，元/KWh	0.193	0.153	0.118	0.123	0.132
风电	新增装机:万千瓦	0	0	25	25	25
	装机容量:万千瓦	25	25	50	75	100
	上网电量:亿千瓦时	3.9	4.4	5.9	10.0	14.2
	上网电价:不含税，元/KWh	0.480	0.429	0.343	0.357	0.385
储能	储能容量:MW	200	300	432	564	696
	放电量:亿千瓦时	1.0		1.0	1.3	1.6
	放电收入隐含单价:元/度	0.23		0.23	0.23	0.23
	辅助服务收入隐含单价:元/度	0.55		0.55	0.55	0.55

数据来源：公司年报，《重大资产置换及支付现金购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，财通证券研究所

表9: 公司营业收入预测（单位：亿元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	6.3	6.7	9.0	14.9	22.0
YOY		6%	36%	65%	47%
毛利率	27%	26%	31%	33%	34%
发电业务收入	3.9	5.3	8.5	14.4	21.5
YOY	18%	-16%	28%	59%	44%
光伏业务	1.2	2.5	5.7	9.8	14.7
YOY	16%	113%	127%	71%	50%
风电业务	1.9	1.9	2.0	3.6	5.5
YOY	-8%	-1%	9%	78%	53%
储能业务	0.8	0.9	0.8	1.0	1.3
YOY	248%	9%	-13%	30%	23%
其他业务收入	2.4	1.4	0.5	0.5	0.5
YOY		-43%	-64%	0%	0%

数据来源：Wind，公司年报，财通证券研究所

4.2 公司费率与税率预测

下载日志已记录，仅供内部参考

2025 年公司销售费用由轴承业务产生，而新能源发电业务不产生销售费用，因此假设 2026-2028 年公司销售费率为 0%。2025 年公司管理费用主要产生于体外公司的日常管理，未来随着体外公司的注入，管理费用将逐步下降，因此假设 2026-2028 年公司管理费率分为为 7%、6.5%、6%。2025 年公司研发费用同样产生于轴承业务，随着公司转型为新能源发电公司，研发费率预计变为 0%。

有效税率：公司新能源项目基础所得税率为 15%，同时适用于“三免三减半”政策。考虑到公司处于新增装机快速增长阶段，每年新增装机与 2025 年规模相近，因此假设 2026-2028 年有效税率保持不变。

表10：公司期间费率、有效所得税率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费率	2.4%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费率	11.2%	7.0%	7.0%	6.5%	6.0%
研发费率	1.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
有效所得税率	-9.9%	9.2%	9.4%	9.4%	9.4%

数据来源：Wind，公司公告，财通证券研究所

4.3 可比公司估值

公司主营业务是光伏、风力发电运营，与金开新能、三峡能源、节能风电、华电新能、龙源电力、电投绿能业务相同，选取作为可比公司。可比公司 2026-2028 年 PE 估值倍数均值分别为 30.7X、25.9X、22.7X。公司 2026-2028 年归母净利润分别为 0.84、1.48、2.06 亿元，同比增长分别为 1.0%、75.7%、39.3%；EPS 分别为 0.07、0.13、0.18 元，对应 PE 倍数分别为 79.2X、45.1X、32.3X，高于行业均值。考虑到公司资产注入预期带来的盈利提升以及算电协同区位优势明显，首次覆盖，给予“增持”评级。

表11：可比公司估值

可比公司		总市值：亿元	归母净利润：亿元					PE倍数				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
600821.SH	金开新能	119.8	8.0	1.0	3.5	5.1	6.0	13.4	100.6	33.8	23.6	20.0
600905.SH	三峡能源	1,040.6	61.1	37.1	34.2	39.4	43.7	20.5	31.5	30.4	26.4	23.8
601016.SH	节能风电	221.9	13.3	6.9	6.8	8.2	9.9	15.4	27.7	32.1	26.6	22.0
600930.SH	华电新能	1,647.7	88.3	72.6	64.4	69.2	73.0	0.0	36.1	25.7	23.9	22.6
001289.SZ	龙源电力	1,258.2	63.5	45.3	43.6	50.0	57.7	20.7	27.8	29.0	25.3	21.9
000875.SZ	电投绿能	175.2	11.0	5.1	5.3	5.9	6.7	17.4	39.7	32.9	29.6	26.1
	均值							14.6	43.9	30.7	25.9	22.7
000595.SZ	新能股份	60.6	-1.7	0.8	0.8	1.5	2.1	-43.6	76.4	79.2	45.1	32.3

数据来源：Wind，财通证券研究所，可比公司估值基于 2026 年 9 月 22 日 Wind 一致预期

5 风险提示

集团装机注入不及预期风险。集团新能源项目规划规模较大，但项目规划及托管并不代表必然注入上市公司。相关项目能否注入上市公司，还取决于盈利情况等因素。若部分项目收益率偏低、或不具备注入条件，可能继续留在集团体内或仅由上市公司受托管理。

公司经营业绩波动剧烈风险。新能源发电行业受到风光资源、消纳限电等因素影响，影响风光场站利用小时数；同时新能源全面入市以后电价存在调整，可能对公司经营业绩存在压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

补贴应收款及现金流持续性风险。2025 年末应收账款账面余额约 5.05 亿元，其中应收国网宁夏电力电费及补贴款约 4.61 亿元，部分账龄超过 3 年。补贴回款周期较长，可能形成资金占用；如果回款速度下降，公司需要更多借款支持项目建设和偿债。

股权冻结风险。截至 2026 年 1 月 13 日，宝塔石化持有公司股份 198,415,924 股，其中，司法冻结或司法再冻结 198,415,924 股，占其所持股份的 100%；质押 94,194,342 股，占其所持股份的 47.47%。宝塔石化不排除未来 12 个月内按照法院裁定后的《宝塔石化集团有限公司等 167 家公司实质合并重整计划》或相应质权人要求，在合法合规且不违背相关规则和承诺的前提下，选择合适时机继续减持公司股份，从而造成公司股价波动。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**627.92**	**665.45**	**904.14**	**1490.45**	**2195.30**
减:营业成本	473.02	490.88	620.54	994.21	1439.23
营业税费	9.21	21.23	28.84	47.54	70.02
销售费用	15.22	6.30	0.00	0.00	0.00
管理费用	70.04	46.78	63.29	96.88	131.72
研发费用	7.68	2.86	0.00	0.00	0.00
财务费用	95.61	132.61	153.70	267.86	439.06
资产减值损失	-84.47	-10.80	41.14	-1.21	-60.99
加:公允价值变动收益	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	0.75	0.17	0.27	0.45	0.66
营业利润	**-93.48**	**72.12**	**95.93**	**168.57**	**234.81**
加:营业外净收支	-3.07	-1.99	0.01	0.01	0.01
利润总额	**-96.55**	**70.13**	**95.94**	**168.58**	**234.82**
减:所得税	9.58	6.57	8.99	15.80	22.00
净利润	**-106.80**	**83.32**	**84.13**	**147.83**	**205.92**
资产负债表（百万元）	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
货币资金	508.13	1308.83	623.99	956.12	1355.39
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	726.87	497.47	547.00	814.22	1072.87
应收票据	40.84	0.00	1.26	1.66	1.83
预付账款	14.23	6.66	6.21	8.95	11.51
存货	175.60	30.21	38.09	59.38	83.96
其他流动资产	166.19	556.17	556.17	556.17	556.17
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2833.24	6854.55	13626.56	19805.95	25405.17
在建工程	169.84	132.39	86.48	81.30	84.26
无形资产	91.30	31.23	29.76	28.29	26.82
其他非流动资产	124.09	0.00	150.83	150.83	150.83
资产总额	**5703.88**	**10305.50**	**16379.45**	**23025.59**	**29159.21**
短期债务	504.85	2388.96	5893.31	7411.20	7823.54
应付账款	321.22	1013.79	1241.09	2154.13	3358.21
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	279.73	0.34	0.34	0.34	0.34
长期借款	2201.03	3673.89	6212.78	10269.66	14509.27
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**4267.12**	**9215.34**	**15238.47**	**21727.76**	**27582.14**
少数股东权益	**375.57**	**610.24**	**613.05**	**618.00**	**624.90**
股本	1138.66	1138.66	1138.66	1138.66	1138.66
留存收益	-1385.25	-1234.24	-1190.02	-1038.12	-765.78
股东权益	**1436.76**	**1090.16**	**1140.98**	**1297.83**	**1577.06**
现金流量表（百万元）	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
净利润	-106.80	83.32	84.13	147.83	205.92
加:折旧和摊销	226.83	330.44	1351.49	2123.38	2915.40
资产减值准备	78.48	18.36	-34.38	12.35	77.40
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	97.38	133.79	271.30	440.92	597.54
投资收益	-0.75	-0.17	-0.27	-0.45	-0.66
少数股东损益	0.67	-19.76	2.82	4.95	6.90
营运资金的变动	-100.43	196.65	-476.98	619.10	911.98
经营活动产生现金流量	**195.62**	**628.14**	**1197.20**	**3346.59**	**4712.27**
投资活动产生现金流量	**-963.89**	**-4206.10**	**-8049.64**	**-8118.05**	**-8337.14**
融资活动产生现金流量	**531.49**	**2453.25**	**2663.26**	**3585.70**	**3611.80**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	110.8%	6.0%	35.9%	64.8%	47.3%
营业利润增长率	42.8%	—	33.0%	75.7%	39.3%
净利润增长率	34.1%	—	1.0%	75.7%	39.3%
EBITDA 增长率	—	45.1%	266.1%	59.9%	40.2%
EBIT 增长率	—	43.5%	133.4%	74.8%	54.4%
NOPLAT 增长率	—	18.3%	133.4%	74.8%	54.4%
投资资本增长率	484.8%	66.6%	81.2%	41.0%	25.0%
净资产增长率	165.4%	-24.1%	4.7%	13.7%	21.5%
利润率					
毛利率	24.7%	26.2%	31.4%	33.3%	34.4%
营业利润率	-14.9%	10.8%	10.6%	11.3%	10.7%
净利润率	-16.9%	9.6%	9.6%	10.3%	9.7%
EBITDA/营业收入	48.0%	65.7%	177.1%	171.7%	163.5%
EBIT/营业收入	11.9%	16.1%	27.6%	29.3%	30.7%
运营效率					
固定资产周转天数	902	2620	4077	4038	3707
流动营业资本周转天数	**97**	**-203**	**-316**	**-232**	**-284**
流动资产周转天数	667	1143	852	520	464
应收账款周转天数	253	331	208	164	155
存货周转天数	135	75	20	18	18
总资产周转天数	1948	4330	5313	4759	4279
投资资本周转天数	1547	3324	4299	4050	3619
投资回报率					
ROE	-10.1%	17.4%	15.9%	21.7%	21.6%
ROA	-3.1%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
ROIC	1.8%	1.3%	1.6%	2.0%	2.5%
费用率					
销售费用率	2.4%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	11.2%	7.0%	7.0%	6.5%	6.0%
财务费用率	15.2%	19.9%	17.0%	18.0%	20.0%
三费/营业收入	28.8%	27.9%	24.0%	24.5%	26.0%
偿债能力					
资产负债率	74.8%	89.4%	93.0%	94.4%	94.6%
负债权益比	297.0%	845.3%	1,335.6%	1,674.2%	1,749.0%
流动比率	1.12	0.55	0.24	0.24	0.27
速动比率	0.81	0.41	0.15	0.18	0.21
利息保障倍数	0.77	0.80	0.92	0.99	1.13
分红指标					
DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
分红比率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业绩和估值指标	**2024A**	**2025A**	**2026E**	**2027E**	**2028E**
EPS(元)	-0.09	0.07	0.07	0.13	0.18
BVPS(元)	0.93	0.42	0.46	0.60	0.84
PE(X)	—	79.9	79.2	45.1	32.3
PB(X)	6.9	13.3	12.6	9.8	7.0
P/FCF					
P/S	11.6	9.6	7.4	4.5	3.0
EV/EBITDA	33.0	26.6	11.7	9.4	7.9
CAGR(%)					
PEG	—	0.4	81.5	0.6	0.8
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 09 月 22 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。
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价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。