

公司研究

生物质资产减值拖累业绩，2025 年预算安排收入约 35 亿元

——南网能源（003035.SZ）2024 年年报点评

要点

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 31.55 亿元，同比增长 5.58%，实现归母净利润-0.58 亿元，同比减少 118.71%；2024Q4 实现营业收入 8.76 亿元，同比增长 10.56%，实现归母净利润-2.10 亿元，亏损额增长 481.38%。

两大节能业务收入稳中有升，生物质综合资源利用业务亏损严重拖累公司业绩。

2024 年公司持续做强节能业务，两大核心主业工业节能和建筑节能的营业收入均实现较好增长：工业节能业务 2024 年实现营业收入 16.42 亿元，同比增长 11.70%，毛利率同比下降 1.93 个 pct 至 52.56%；建筑节能业务 2024 年实现营业收入 9.49 亿元，同比增长 4.89%，但受个别项目节电量减少、项目改造成本增加等因素影响，毛利率同比下降 6.57 个 pct 至 14.78%。

另一方面，公司持续推进业务转型升级，战略性退出亏损压力较大的生物质资源利用项目，使得综合资源利用业务 2024 年实现营业收入 3.28 亿元，同比减少 16.12%，毛利率则在项目结构优化背景下提升 48.46 个 pct 至 29.02%；但是公司运营的生物质项目在补贴核减、资产减值等因素影响下 2024 年计提减值准备 5.59 亿元。若剔除生物质业务相关影响，2024 年公司其他板块实现营业收入 30.99 亿元，利润总额 6.90 亿元，归母净利润 5.43 亿元。

从“投资持有”到“投资持有+高端服务”，2025 年预算安排收入约 35 亿元。

2024 年受生物质项目亏损等因素影响，公司并未完成年初制定的预算收入（37.08 亿元）和利润总额计划（6.30 亿元）。2025 年公司预算安排收入约 35 亿元，其中：截至 2024 年末已投产运营的项目产生收入约 30 亿元，预计新投资项目贡献收入约 5 亿元。

在业务转型升级背景下，公司经营由原单一的“投资持有”向“投资持有+高端服务”并重转变，2025 年投资预计超过 30 亿元，其中拟投向建筑节能高端节能服务业务方向 10 亿元，工业节能方向 20 亿元。此外，公司针对剩余的两个生物质综合资源利用项目将采取“一厂一策”管控策略，持续优化运营模式。

维持“增持”评级：公司两大节能业务营业收入保持稳健增长，但生物质业务面临较大经营压力，叠加电价市场化后公司分布式光伏业务盈利不确定性增强，审慎起见我们下调公司盈利预测，预计 25-27 年公司实现归母净利润 5.43/5.79/6.01 亿元（下调 21%/下调 33%/新增），当前股价对应 25 年 PE 为 30 倍。公司重点围绕分布式光伏和建筑节能等主营业务实现较快发展，未来持续探索向负荷聚合商转型进一步打开成长空间，**维持“增持”评级。**

风险提示：可再生能源发电回款不及预期；光伏原材料价格波动风险；生物质项目经营恶化风险；市场竞争加剧风险。

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）	2,988	3,155	3,401	3,656	3,882
营业收入增长率	3.46%	5.58%	7.80%	7.50%	6.18%
净利润（百万元）	311	-58	543	579	601
净利润增长率	-43.85%	-118.71%	-	6.65%	3.84%
EPS（元）	0.08	-0.02	0.14	0.15	0.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.61%	-0.88%	7.59%	7.54%	7.31%
P/E	52	-	30	28	27
P/B	2.4	2.4	2.3	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-02

增持（维持）

当前价：4.26 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebcn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	37.88
总市值(亿元):	161.36
一年最低/最高(元):	3.89/5.42
近 3 月换手率:	20.58%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.11	2.73	-22.02
绝对	0.00	4.41	-13.54

资料来源：Wind

相关研报

分布式光伏运营规模达 2.1GW，大力拓展分布式风电业务——南网能源（003035.SZ）2024 年中报点评（2024-09-03）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,988	3,155	3,401	3,656	3,882
营业成本	1,994	1,997	2,160	2,332	2,480
折旧和摊销	616	772	892	1,010	1,136
税金及附加	6	7	8	8	9
销售费用	51	44	48	51	50
管理费用	175	222	239	257	269
研发费用	37	28	31	33	31
财务费用	255	273	265	309	355
投资收益	55	63	50	50	50
营业利润	446	-37	620	663	689
利润总额	453	11	664	708	734
所得税	91	79	133	142	147
净利润	362	-68	531	566	587
少数股东损益	51	-10	-11	-13	-14
归属母公司净利润	311	-58	543	579	601
EPS(元)	0.08	-0.02	0.14	0.15	0.16

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,030	1,428	1,681	1,990	2,203
净利润	311	-58	543	579	601
折旧摊销	616	772	892	1,010	1,136
净营运资金增加	-641	-214	82	-28	-56
其他	744	928	164	430	522
投资活动产生现金流	-2,687	-2,473	-2,970	-2,970	-2,970
净资本支出	-2,683	-2,578	-3,005	-3,005	-3,005
长期投资变化	740	697	0	0	0
其他资产变化	-745	-592	35	35	35
融资活动现金流	1,809	1,292	1,115	1,056	835
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,884	612	1,380	1,418	1,247
无息负债变化	761	1,807	112	247	226
净现金流	152	247	-175	76	68

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	33.3%	36.7%	36.5%	36.2%	36.1%
EBITDA 率	46.0%	65.5%	54.9%	56.0%	57.7%
EBIT 率	25.3%	40.9%	28.7%	28.3%	28.4%
税前净利润率	15.2%	0.3%	19.5%	19.4%	18.9%
归母净利润率	10.4%	-1.8%	16.0%	15.8%	15.5%
ROA	2.0%	-0.3%	2.3%	2.3%	2.2%
ROE (摊薄)	4.6%	-0.9%	7.6%	7.5%	7.3%
经营性 ROIC	4.5%	-59.5%	4.9%	4.6%	4.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	60%	64%	65%	66%	67%
流动比率	0.77	0.94	0.84	0.79	0.75
速动比率	0.77	0.93	0.84	0.78	0.75
归母权益/有息债务	0.98	0.89	0.81	0.75	0.72
有形资产/有息债务	2.65	2.74	2.55	2.41	2.32

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	18,383	20,771	22,794	24,972	26,976
货币资金	938	1,195	1,020	1,097	1,165
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,803	2,808	2,906	3,025	3,107
应收票据	43	41	44	47	50
其他应收款 (合计)	75	91	98	105	111
存货	22	17	18	20	21
其他流动资产	250	331	331	331	331
流动资产合计	4,217	4,614	4,559	4,777	4,947
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	740	697	697	697	697
固定资产	10,805	13,117	14,598	16,141	17,684
在建工程	1,762	1,502	2,101	2,521	2,815
无形资产	89	85	85	86	86
商誉	23	9	9	9	9
其他非流动资产	346	174	174	174	174
非流动资产合计	14,166	16,158	18,235	20,195	22,029
总负债	10,960	13,379	14,870	16,536	18,009
短期借款	160	560	940	1,358	1,605
应付账款	1,524	1,725	1,728	1,865	1,984
应付票据	12	0	0	0	0
预收账款	0	1	1	1	1
其他流动负债	10	49	49	49	49
流动负债合计	5,459	4,929	5,420	6,085	6,558
长期借款	4,440	5,987	6,987	7,987	8,987
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	108	101	101	101	101
非流动负债合计	5,501	8,451	9,451	10,451	11,451
股东权益	7,423	7,392	7,924	8,437	8,968
股本	3,788	3,788	3,788	3,788	3,788
公积金	1,223	1,210	1,264	1,322	1,382
未分配利润	1,707	1,579	2,067	2,535	3,020
归属母公司权益	6,739	6,613	7,156	7,682	8,227
少数股东权益	683	779	767	755	741

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.69%	1.40%	1.40%	1.40%	1.30%
管理费用率	5.85%	7.04%	7.04%	7.04%	6.94%
财务费用率	8.53%	8.65%	7.79%	8.45%	9.16%
研发费用率	1.24%	0.90%	0.90%	0.90%	0.80%
所得税率	20%	742%	20%	20%	20%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.01	0.00	0.01	0.01	0.02
每股经营现金流	0.27	0.38	0.44	0.53	0.58
每股净资产	1.78	1.75	1.89	2.03	2.17
每股销售收入	0.79	0.83	0.90	0.97	1.02

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	52	-	30	28	27
PB	2.4	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	17.2	11.7	13.8	13.3	12.7
股息率	0.2%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体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

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 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