



股票投资评级

增持 | 首次覆盖

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)	7.16
总股本/流通股本(亿股)	16.23 / 16.23
总市值/流通市值(亿元)	116 / 116
52周内最高/最低价	10.64 / 6.34
资产负债率(%)	66.7%
市盈率	23.64
第一大股东	上海其辰企业管理有限公司

研究所

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

协鑫能科(002015)

持续优化能源资产，看好能源服务业务的持续开拓

● 投资要点

事件：2025 年 4 月 25 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季度报。

2024 年公司营收 98.0 亿元，同比-5.4%；归母净利润 4.9 亿元，同比-46.9%；其中 2024Q4 公司营收 22.4 亿元，同环比分别+60.4%/-21.2%，归母净利润-1.2 亿，同环比分别-266.8%/-159.9%；2024 年利润下滑主要是（1）对部分运营情况不佳的换电等项目相应计提资产减值损失（2）转让部分燃煤、燃机电厂，取得较大金额的股权处置收益，另取得部分债权清偿收益，2024 年此类非经收益大幅减少。2025Q1 公司营收 29.3 亿元，同比+21.5%；归母净利润 2.5 亿元，同比+35.1%。

利润端：费用率下降，盈利能力提升。2025Q1 公司毛利率、净利率分别 23.3%/10.2%，同比分别+0.5pct/+1.6pcts，公司主要费用中，销售费用率（0.7%）和研发费用率（0.02%）有所下降，管理费用率（5.4%）和财务费用率（6.3%）下降较多，四项费用率总体下降 4.2pcts，有利于提升公司的盈利能力。

能源资产业务：持续拓展热电联产、新能源资产等业务。截止 2024 年底，并网运营总装机 5871.01MW，其中燃机热电联产 2017.14MW，燃煤热电联产 203MW，光伏发电（含集中式和分布式）2022.27MW，风电 817.85MW，垃圾发电 149MW，储能 661.75MW。此外，公司控股持有浙江建德协鑫抽水蓄能有限公司，建德抽蓄电站装机规模 2400MW，项目稳步推进中。

能源服务业务：聚焦节能和交易服务。2024 年能源服务业务营收 11.9 亿元，同比+337.25%，其中节能服务业务营收 7.8 亿元，同比+500.67%，交易服务业务营收 4.1 亿元，同比+188.46%。**在节能服务领域**，加强对分布式光伏的投资、建设和运营，2024 年公司分布式光伏新增并网 1719.98MW，转让 548.62MW，其中，工商业分布式光伏新增并网 463.80MW，转让 114.29MW；户用光伏新增并网 1256.18MW，转让 434.33MW。**在能源交易服务领域**，（1）AI 赋能助力虚拟电厂，截止 2024 年底，公司在江苏省虚拟电厂可调负荷规模约 300MW，占江苏省内实际可调负荷规模比例约 20%，公司需求响应规模约 500MW（2）积极布局储能业务，截止 2024 年底，公司电网侧储能总规模 650MW/1300MWh，用户侧储能总规模 11.75MW/31.96MWh。

● 盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2025-2027 年营收分别为 100.2/105.5/110.7 亿元，归母净利润分别为 9.0/10.0/11.0 亿元，（2025 年 4 月 30 日）对应 PE 分别为 13/12/11 倍，首次评级，给予“增持”评级。

● 风险提示：

电价下行的风险；原材料价格波动的风险；能源服务开拓不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9796	10018	10551	11065
增长率(%)	-5.42	2.26	5.32	4.87
EBITDA（百万元）	2736.18	3805.23	4286.83	4679.81
归属母公司净利润（百万元）	489.04	896.24	1001.30	1095.92
增长率(%)	-46.92	83.26	11.72	9.45
EPS（元/股）	0.30	0.55	0.62	0.68
市盈率（P/E）	23.77	12.97	11.61	10.61
市净率（P/B）	0.99	0.94	0.89	0.84
EV/EBITDA	8.97	6.09	5.16	4.46

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)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	9796	10018	10551	11065	营业收入	-5.4%	2.3%	5.3%	4.9%
营业成本	7086	7102	7341	7614	营业利润	-27.4%	46.4%	17.6%	10.4%
税金及附加	89	80	87	92	归属于母公司净利润	-46.9%	83.3%	11.7%	9.5%
销售费用	108	110	106	111	获利能力				
管理费用	855	862	876	907	毛利率	27.7%	29.1%	30.4%	31.2%
研发费用	30	30	32	33	净利率	5.0%	8.9%	9.5%	9.9%
财务费用	716	729	784	834	ROE	4.2%	7.3%	7.7%	8.0%
资产减值损失	-262	-100	-100	-100	ROIC	3.1%	4.6%	4.7%	4.8%
营业利润	944	1382	1626	1795	偿债能力				
营业外收入	51	15	15	15	资产负债率	66.7%	66.5%	67.0%	67.1%
营业外支出	59	20	20	20	流动比率	0.97	1.11	1.24	1.37
利润总额	936	1377	1621	1790	营运能力				
所得税	354	390	497	556	应收账款周转率	2.16	2.18	2.34	2.32
净利润	582	987	1123	1234	存货周转率	13.46	13.73	20.02	24.96
归母净利润	489	896	1001	1096	总资产周转率	0.26	0.24	0.24	0.24
每股收益(元)	0.30	0.55	0.62	0.68	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.30	0.55	0.62	0.68
货币资金	4151	6848	9697	12667	每股净资产	7.23	7.61	8.02	8.48
交易性金融资产	5	5	5	5	估值比率				
应收票据及应收账款	5010	4482	4823	5043	PE	23.77	12.97	11.61	10.61
预付款项	264	244	253	266	PB	0.99	0.94	0.89	0.84
存货	640	394	339	271	现金流量表				
流动资产合计	11968	13934	17121	20289	净利润	582	987	1123	1234
固定资产	18164	18737	18971	18940	折旧和摊销	1242	1699	1882	2056
在建工程	1927	1516	1270	1122	营运资本变动	-184	-598	-33	-65
无形资产	2664	2696	2721	2739	其他	784	592	667	742
非流动资产合计	28491	28299	28167	27861	经营活动现金流净额	2425	2681	3640	3966
资产总计	40459	42233	45288	48150	资本开支	-6199	-1741	-1750	-1749
短期借款	3956	4756	5556	6356	其他	965	583	369	387
应付票据及应付账款	1175	1008	1090	1136	投资活动现金流净额	-5234	-1159	-1380	-1362
其他流动负债	7239	6736	7109	7346	股权融资	150	0	0	0
流动负债合计	12370	12500	13754	14838	债务融资	2564	2251	1800	1700
其他	14625	15570	16570	17470	其他	854	-1075	-1211	-1334
非流动负债合计	14625	15570	16570	17470	筹资活动现金流净额	3568	1175	589	366
负债合计	26995	28070	30325	32308	现金及现金等价物净增加额	754	2698	2849	2970
股本	1623	1623	1623	1623					
资本公积金	8592	8592	8592	8592					
未分配利润	1724	2196	2723	3300					
少数股东权益	1725	1816	1938	2075					
其他	-200	-64	86	251					
所有者权益合计	13464	14163	14963	15842					
负债和所有者权益总计	40459	42233	45288	48150					

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

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