

扣非净利润高增, “资产-服务”双轮驱动协同

投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报&2025 年一季报。2024 年实现收入 97.96 亿元, 同比-5.42%, 归母净利润 4.89 亿元, 同比-46.92%, 扣非归母净利润 2.94 亿元, 同比+109.83%; 25Q1 实现收入 29.33 亿元, 同比+21.49%, 归母净利润 2.54 亿元, 同比+35.15%, 扣非归母净利润 1.93 亿元, 同比+176.61%。
- **扣非净利润高增, 资产结构优化。**2024 年公司业绩出现较大下滑, 主要系 (1) 公司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 2.6 亿元 (2) 23 年公司取得较大金额的股权处置收益和部分债权清偿收益, 24 年同期减少; 25Q1 业绩增长主要系 (1) 公司分布式光伏电站、储能电站等项目收入及利润同比大幅提升; (2) 煤炭等燃料价格同比下降, 存量电厂业绩同比有所提升。
- **夯实热电联产, “资产-服务”双轮驱动协同。**公司在夯实核心热电联产业务的基础上, 持续优化资产结构, 不断加大新能源项目的开发力度, 截至 25Q1 公司并网运营总装机容量为 5978MW, 可再生能源装机占发电总装机的比例为 58.23%; 公司以热电联产机组、新能源分布式等实体资产为触点, 快速获取客户, 精准识别客户绿电消纳、能效优化等深度服务需求, 提供绿电交易代理、负荷聚合运营等轻资产服务, 实现客户资源跨业务线的价值传导。
- **持续深化能源服务领域布局, 聚焦节能服务业务及交易服务业务。**节能服务方面, 公司大力开发分布式光伏, 截至 25Q1 公司分布式光伏项目并网装机容量 1664MW; 交易服务方面, 截至 25Q1 公司在江苏省虚拟电厂可调负荷规模约 550MW, 占江苏省内实际可调负荷规模比例约 30%; 2025 年 1-3 月, 公司参与市场化交易服务电量 59.7 亿 kWh, 绿电交易 1.3 亿 kWh, 国内国际绿证对应电量合计 6.1 亿 kWh; 截至 25Q1 公司电网侧储能总规模 650MW/1300MWh, 在建项目 150MW/300MWh; 用户侧储能总规模 12.55MW/33.82MWh, 在建项目 20MW/52MWh。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.2 亿元、9.6 亿元、11.9 亿元, 对应动态 PE 分别为 14.4 倍、12.3 倍、10.0 倍。考虑到公司已形成规模化、场景化的能源服务网络, 于此同时着重在虚拟电厂、售电以及新型储能业务领域加大布局力度。我们给予公司 2025 年 18 倍 PE, 对应目标价 9.18 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、项目投产不及预期、原材料价格大幅波动等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	9796.41	9901.45	12199.53	15413.77
增长率	-3.42%	1.07%	23.21%	26.35%
归属母公司净利润 (百万元)	489.04	823.36	962.18	1190.87
增长率	-46.20%	68.36%	16.86%	23.77%
每股收益 EPS (元)	0.30	0.51	0.59	0.73
净资产收益率 ROE	4.32%	5.29%	5.96%	6.93%
PE	24.2	14.4	12.3	10.0
PB	0.88	0.67	0.63	0.60

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 巢语欢
执业证号: S1250524090002
电话: 021-58351923
邮箱: cyh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.23
流通 A 股(亿股)	16.23
52 周内股价区间(元)	6.34-10.64
总市值(亿元)	118.50
总资产(亿元)	407.93
每股净资产(元)	7.39

相关研究

1. 协鑫能科(002015): 清洁能源盈利修复, 持续打造“光储充”一体化 (2024-04-30)

盈利预测

关键假设：

假设 1：参考公司在建项目及投产规划，假设 25-27 年公司装机容量分别达到 6.4/7.4/8/9GW；参考公司 24 年电力销售业务的毛利率为 26.1%，假设 24-26 年电力销售业务毛利率稳定在 26.1%。

假设 2：考虑到天然气及煤炭供需格局逐渐改善，下游需求逐渐复苏，假设 25-27 年公司售汽量维持在 10.4 百万吨；参考公司 24 年蒸汽销售业务的毛利率为 15.5%，假设 25-27 年蒸汽销售业务毛利率稳定在 15.5%。

假设 3：公司在虚拟电厂、售电以及新型储能业务领域加大布局力度，我们假设 25-27 年能源服务业务收入增速分别为 30%/38%/35%；参考公司 23-24 年能源服务业务的毛利率分别为 58.8%、59.0%，假设 25-27 年能源服务业务毛利率稳定在 59%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入及利润如下表：

表 1：2025-2027 年公司各业务板块收入与利润预测

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
电力销售	收入	5234.6	4870.4	6439.9	8719.2
	增速	-12.1%	-7.0%	32.2%	35.4%
	毛利率	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%
蒸汽销售	收入	2678.6	2651.8	2625.3	2612.1
	增速	-19.8%	-1.0%	-1.0%	-0.5%
	毛利率	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
能源服务	收入	1193.5	1551.6	2141.2	2890.6
	增速	337.3%	30.0%	38.0%	35.0%
	毛利率	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%
其他	收入	689.7	827.6	993.2	1191.8
	增速	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
合计	收入	9796.4	9901.5	12199.5	15413.8
	增速	-3.4%	1.1%	23.2%	26.3%
	毛利率	27.7%	29.2%	27.3%	26.5%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取节能风电、龙源电力、金开新能作为公司可比公司，2025 年 3 家企业平均 PE 为 15.3 倍。考虑到公司依托热电联产、风光清洁能源及新型储能等多元化能源资产组合，已形成规模化、场景化的能源服务网络，于此同时着重在虚拟电厂、售电以及新型储能业务领域加大布局力度。我们给予公司 18 倍 PE，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 8.2、9.6、11.9 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.51、0.59、0.73 元，对应目标价 9.18 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				PB(倍)
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	LF
601016.SH	节能风电	2.92	0.21	0.23	0.25	0.25	15.43	12.71	11.75	11.85	1.07
001289.SZ	龙源电力	16.8	0.76	0.81	0.88	0.95	20.70	20.78	19.02	17.65	1.87
600821.SH	金开新能	5.56	0.40	0.45	0.53	0.61	13.44	12.28	10.39	9.17	1.18
平均值							16.52	15.26	13.72	12.89	1.37

数据来源：Wind，西南证券整理（截至5月6日收盘数据）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9796.41	9901.45	12199.53	15413.77	净利润	582.14	941.14	1114.58	1373.35
营业成本	7086.34	7006.40	8872.32	11323.49	折旧与摊销	1093.02	1283.25	1440.24	1725.73
营业税金及附加	88.51	89.46	110.23	139.27	财务费用	715.62	724.21	740.28	870.18
销售费用	107.58	108.73	133.97	169.27	资产减值损失	-261.70	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	854.76	863.93	1064.44	1344.89	经营营运资本变动	-399.82	840.92	-252.08	-280.61
财务费用	715.62	724.21	740.28	870.18	其他	695.62	-153.42	-247.36	-344.74
资产减值损失	-261.70	-50.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	2424.88	3586.10	2745.66	3293.90
投资收益	279.66	200.00	300.00	400.00	资本支出	-8695.21	-2000.00	-8000.00	-10000.00
公允价值变动损益	5.15	5.15	5.15	5.15	其他	3461.08	210.69	304.74	405.29
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5234.13	-1789.31	-7695.26	-9594.71
营业利润	944.22	1263.87	1533.43	1921.83	短期借款	791.42	-918.06	495.72	327.39
其他非经营损益	-8.20	-0.39	-4.45	-3.72	长期借款	2824.23	100.00	200.00	1000.00
利润总额	936.02	1263.48	1528.98	1918.11	股权融资	546.48	3494.14	0.00	0.00
所得税	353.87	322.34	414.40	544.76	支付股利	0.00	-122.26	-205.84	-240.54
净利润	582.14	941.14	1114.58	1373.35	其他	-594.03	1298.53	2159.72	2029.82
少数股东损益	93.10	117.77	152.40	182.48	筹资活动现金流净额	3568.09	3852.36	2649.60	3116.67
归属母公司股东净利润	489.04	823.36	962.18	1190.87	现金流量净额	754.16	5649.15	-2300.00	-3184.14
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4150.85	9800.00	7500.00	4315.86	成长能力				
应收和预付款项	5804.13	5027.67	6430.82	8197.44	销售收入增长率	-3.42%	1.07%	23.21%	26.35%
存货	640.43	488.97	666.38	883.17	营业利润增长率	-26.01%	33.85%	21.33%	25.33%
其他流动资产	1372.84	893.27	1176.57	1518.32	净利润增长率	-39.52%	61.67%	18.43%	23.22%
长期股权投资	2393.73	2393.73	2393.73	2393.73	EBITDA 增长率	-3.71%	18.83%	13.53%	21.64%
投资性房地产	50.12	50.61	50.45	50.50	获利能力				
固定资产和在建工程	19931.32	20748.28	27408.26	35782.75	毛利率	27.66%	29.24%	27.27%	26.54%
无形资产和开发支出	2707.37	2613.66	2519.95	2426.24	三费率	17.13%	17.14%	15.89%	15.47%
其他非流动资产	3408.13	3401.62	3395.12	3388.61	净利率	5.94%	9.51%	9.14%	8.91%
资产总计	40458.91	45417.83	51541.28	58956.63	ROE	4.32%	5.29%	5.96%	6.93%
短期借款	3955.81	3037.75	3533.47	3860.86	ROA	1.44%	2.07%	2.16%	2.33%
应付和预收款项	1742.45	1464.47	1934.72	2480.83	ROIC	5.47%	7.63%	8.25%	7.83%
长期借款	8596.08	8696.08	8896.08	9896.08	EBITDA/销售收入	28.10%	33.04%	30.44%	29.31%
其他负债	12700.78	14442.71	18491.46	22900.51	营运能力				
负债合计	26995.12	27641.02	32855.73	39138.28	总资产周转率	0.27	0.23	0.25	0.28
股本	1623.32	1623.32	1623.32	1623.32	固定资产周转率	0.65	0.53	0.59	0.61
资本公积	8592.07	12086.21	12086.21	12086.21	应收账款周转率	2.28	2.20	2.58	2.55
留存收益	2004.01	2705.11	3461.44	4411.77	存货周转率	12.46	11.15	14.23	13.71
归属母公司股东权益	11739.01	15934.25	16690.59	17640.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.65%	—	—	—
少数股东权益	1724.78	1842.56	1994.96	2177.44	资本结构				
股东权益合计	13463.79	17776.81	18685.55	19818.35	资产负债率	66.72%	60.86%	63.75%	66.38%
负债和股东权益合计	40458.91	45417.83	51541.28	58956.63	带息债务/总负债	46.50%	42.45%	37.83%	35.15%
					流动比率	0.97	1.63	1.32	1.05
					速动比率	0.92	1.59	1.27	0.99
					股利支付率	0.00%	14.85%	21.39%	20.20%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.51	0.59	0.73
					每股净资产	8.29	10.95	11.51	12.21
					每股经营现金	1.49	2.21	1.69	2.03
					每股股利	0.00	0.08	0.13	0.15
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	2752.86	3271.33	3713.95	4517.73					
PE	24.23	14.39	12.32	9.95					
PB	0.88	0.67	0.63	0.60					
PS	1.21	1.20	0.97	0.77					
EV/EBITDA	6.86	3.50	3.86	4.15					
股息率	0.00%	1.03%	1.74%	2.03%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn