

2025 年 07 月 25 日

证券研究报告|公司研究|公司深度报告

南网能源（003035）

节能服务领军企业，立足南方辐射全国

报告摘要

◆ 背靠南网扎根华南，稳步推进节能主业

公司主营业务为节能服务，主要服务于工业与建筑节能两大领域，对节能改造项目采取投资持有模式。南方电网为其控股股东。公司以华南地区为市场重心向全国辐射，并积极进行技术和服务模式创新。2024 年公司实现营收 32 亿元、同比+5.6%，节能主业稳健增长，但净利润受生物质低效资产拖累，首次出现亏损。若忽略生物质资产影响，2024 年公司净利润达 5.4 亿元。后续公司将逐步退出生物质项目相关业务，预计业绩有望得到明显修复。

◆ 节能行业发展前景明朗，头部大企业存先发优势

工业、建筑节能、公共设施是节能服务三大应用领域，具有资本密集、政策导向强、技术依赖高、安全要求严等共同特征。随着国家级层面相关政策出台，节能服务赛道正处于发展黄金期有望实现持续发展。据国家电网测算，2025 年节能服务相关行业市场规模将达万亿元左右，2035 年行业或步入成熟期，市场规模预计将达到 1.5 万亿元左右。节能改造通常主要由节能服务商承担。由于节能投资效应边际递减，节能技术和服务创新能力是服务商的核心竞争力之一。用能客户对节能效率高、服务质量好的节能服务企业的粘性较高，双方的合作方式相对固定。当前节能服务供给侧呈现“多而弱、小而散”格局，拥有核心竞争力的头部企业有望实现业务规模持续增长。

◆ 项目经验丰富，先发优势稳固，谋求业务战略升级

公司从事节能服务行业多年，在工业、建筑节能领域积累大量优质客户及深厚的项目经验，先发优势体现在品牌和市场影响力、技术和人才优势、资本和信用等方面。公司不断尝试业务升级，从以“投资持有”为主向“投资持有+高端服务”并重发展，由“综合能源”为主向“综合能源+节能降碳”并重拓展。2025 年公司计划对外投资超 30 亿元，自 2023 年以来固定资产规模保持每年 20% 以上的增长，同时公司的融资成本呈下降趋势。基于现有竞争优势，随着未来新业务领域和下游客户的开拓，公司节能业务有望乘行业东风顺势增长。

投资建议：

公司凭借先发优势和业务升级转型，有望乘节能服务行业东风。预计 2025~2027 年归母净利润 4.8/5.9/7.2 亿元、EPS 分别为 0.13/0.16/0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 38/31/25 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

投资评级

买入
首次评级

2025 年 07 月 24 日

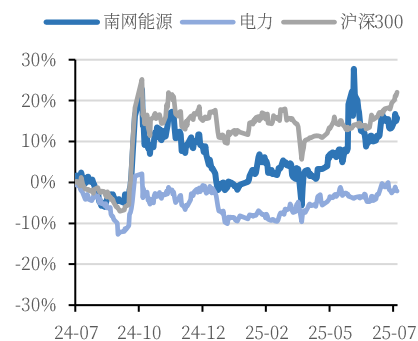
收盘价(元): 4.82

目标价(元): 6.25

公司基本数据

总股本(百万股)	3,787.88
总市值(百万)	18,257.58
流通股本(百万股)	3,787.88
流通市值(百万)	18,257.58
12 月最高/最低价(元)	5.46/3.87
资产负债率(%)	64.60
每股净资产(元)	1.77
市盈率(TTM)	-322.30
市净率(PB)	2.72
净资产收益率(%)	1.36

股价走势图



作者

王卓亚 分析师
SAC 执业证书: S0640523110001
联系电话:
邮箱: wangzybj@avicsec.com

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

风险提示：

节能行业政策变化、资金获取成本或难度增加、对外投资进展不顺利、节能行业竞争加剧。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2988.03	3154.72	3553.55	4002.23	4500.47
增长率（%）	3.46%	5.58%	12.64%	12.63%	12.45%
归母净利润（百万元）	310.74	-58.13	478.78	589.82	724.49
增长率（%）	-43.85%	-118.71%	923.70%	23.19%	22.83%
毛利率（%）	36.71%	35.82%	35.17%	34.24%	36.71%
每股收益（元/股）	0.08	-0.02	0.13	0.16	0.19
市盈率 PE	59.24	-316.71	38.45	31.21	25.41
市净率 PB	2.73	2.78	2.59	2.38	2.16
净资产收益率 ROE（%）	4.61%	-0.88%	6.72%	7.61%	8.51%

资料来源：iFind，中航证券研究所

注：按 2025 年 7 月 22 日收盘价计算

正文目录

一、 背靠南网、立足华南，节能主业稳步增长.....	5
二、 节能服务行业规模、趋势和特征	8
(一) 节能推广政策频出，行业发展潜力足.....	8
(二) 行业呈“多而弱”、“小而散”格局，应用领域.....	9
(三) 工业、建筑、公共设施为三大下游应用领域.....	10
(四) 主流合作形式中节能改造投入主要由节能商承担.....	11
(五) 节能技术革新和投资强度增加，拉动节能投资回报提升	12
三、 节能服务积累深厚，有望乘行业东风	14
(一) 以投资持有模式为主，客户集中度较为合理.....	14
(二) 节能项目经验丰富，业务能力处于行业前列.....	15
(三) 竞争优势突出，积极规划业务升级	17
四、 盈利预测和风险提示	19
(一) 盈利预测.....	19
(二) 风险提示.....	20

图表目录

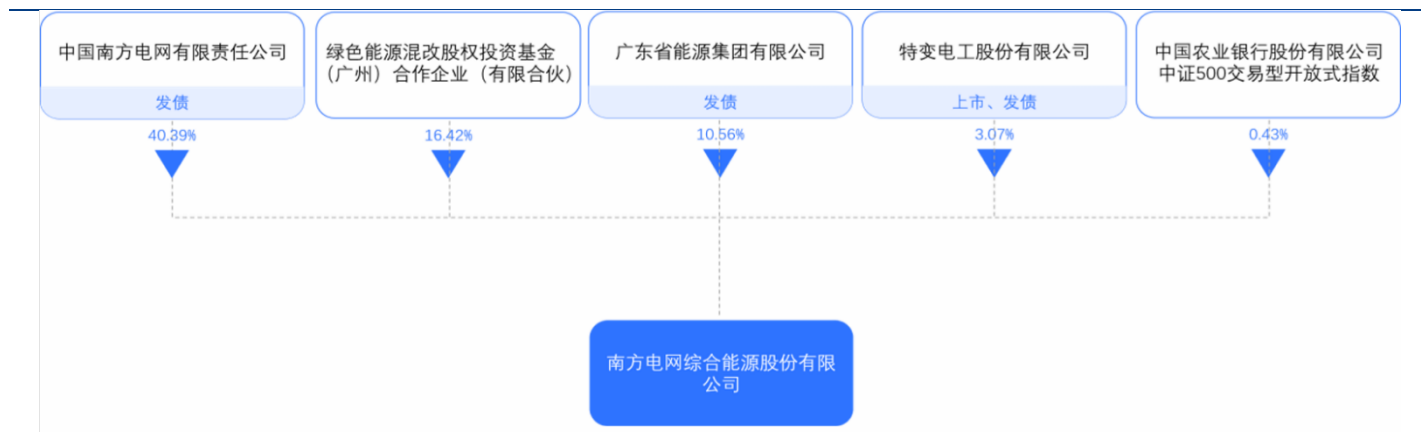
图 1 公司的股权结构	5
图 2 公司的产品或服务矩阵	5
图 3 2019~2024 年公司的营业收入和增速(亿元)	6
图 4 2019~2024 年公司的归母净利润及增速(亿元)	6
图 5 2019~2024 年公司的分业务收入构成.....	6
图 6 2019~2024 年公司的分地区收入构成.....	6
图 7 2019~2024 年公司的毛利率和净利率.....	7
图 8 2019~2024 年研发、管理、销售、财务费用率稳定	7
图 9 节能服务行业市场规模及增速.....	8
图 10 国家和部委层面节能服务相关政策	9

图 11 截至 2023 年节能服务公司注册资本情况(家数)	10
图 12 截至 2023 年节能服务公司分布区域情况(家数)	10
图 13 节能服务产业下游领域占比按产值 (2023 年)	11
图 14 节能服务产业下游领域占比按节能能力 (2023 年)	11
图 15 合同能源管理的主要合同类型	12
图 16 合同能源管理项目投资及增速	13
图 17 合同能源管理项目投资占比结构 (2023 年)	13
图 18 公司 2024 年前五大客户占比	14
图 19 公司 2024 年前五大供应商占比	14
图 20 节能服务的成本构成 (2024 年)	15
图 21 各类业务营业成本的占比 (2024 年)	15
图 22 新能源补贴收入及占比	16
图 23 公司总装机量和售电量	16
图 24 建筑节能业务的新增托管面积和毛利率	16
图 25 公司平均融资成本呈下降趋势	18
图 26 固定资产	18
图 27 主营业务拆分与预测(百万元)	19
图 28 可比公司当前估值对比	19

一、背靠南网、立足华南，节能主业稳步增长

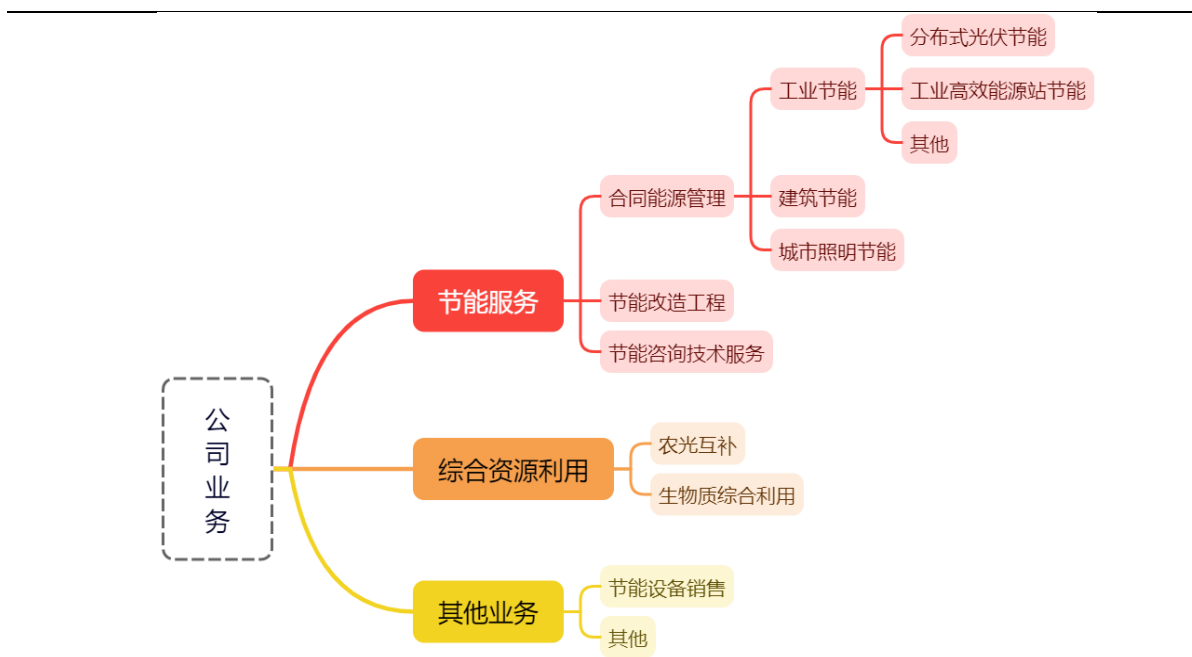
公司的主要业务是客户能源使用提供诊断、设计、改造、综合能源项目投资及运营维护等一站式综合节能服务，目前是全国领先的工业节能、建筑节能、城市照明节能投资运营服务商。南方电网是公司控股股东，目前直接持有公司股份约 40.4%。

图1 公司的股权结构



资料来源：iFind，中航证券研究所

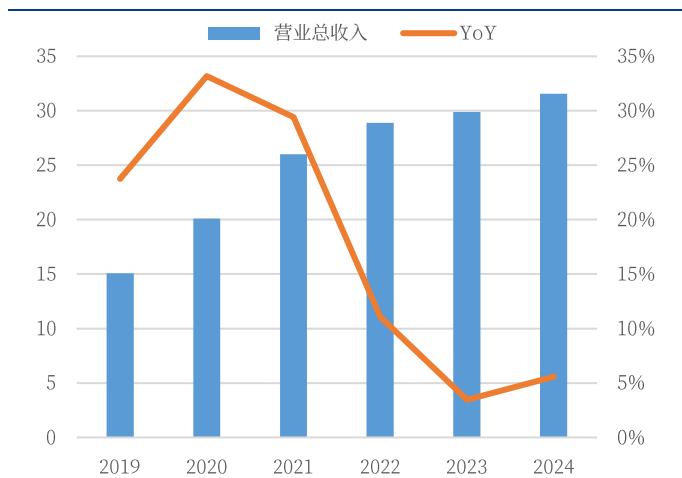
图2 公司的产品或业务矩阵



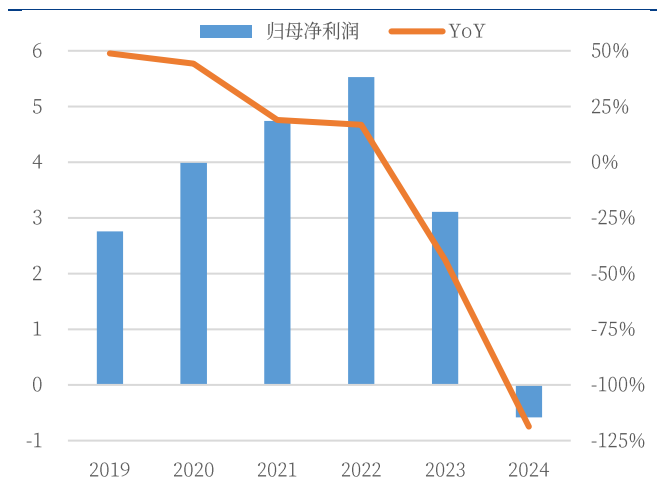
资料来源：iFind，中航证券研究所

节能主业实现稳步增长，“累赘”生物质子公司相关业务。近五年公司收入实现稳步增长，2019~2024 年 CAGR 为 15.9%，2024 年的收入规模首次突破 30 亿元，工业节能和建筑节能两大业务保持了较为稳定、持续的增长。公司的净利润增速相对收入较慢，2019~2022 年 CAGR 为 26.1%，但 2023 年净利润 3.11 亿元、同比-43.9%，2024 年归母净利润-0.58 亿元、同比-118.7%，近五年首次亏损。公司 2023 年和 2024 年的业绩接连受生物质综合资源利用业务等低效资产、信用和资产减值等因素的拖累。

若剔除生物质等低效资产相关影响，2024 年归母净利润达到 5.43 亿元、接近 2022 年盈利。

图3 2019~2024 年公司的营业收入和增速(亿元)


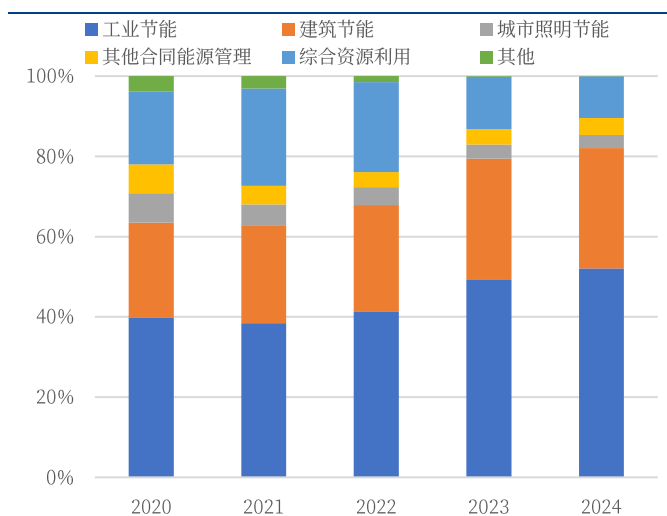
资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 2019~2024 年公司的归母净利润及增速(亿元)


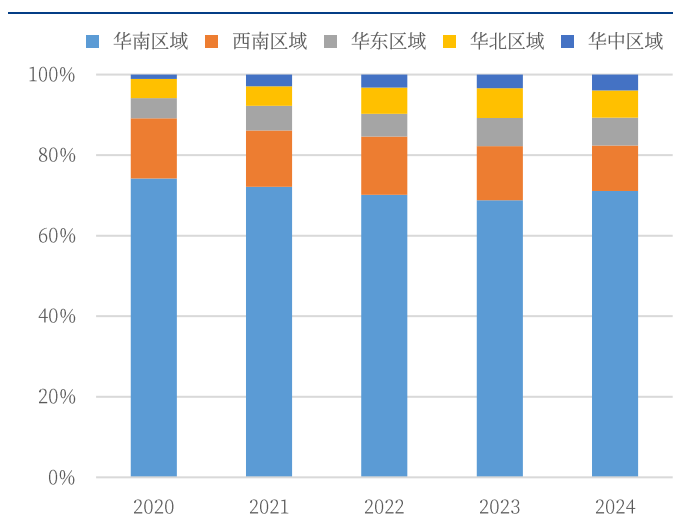
资料来源：iFind，中航证券研究所

工业节能和建筑节能为公司的两大主业。从收入构成来看，节能服务占据公司收入的 80%左右，且占比呈上升态势。节能服务主要包括工业节能、建筑节能两部分，占总收入比重分别 44.2%和 27.0%。相较之下，综合资源利用业务（农光互补、生物质）的收入占比则呈逐年下降态势，2024 年的收入占比降至约 10%。

华南地区为公司经营重心。分地区来看，华南区域是公司的市场重心，收入占比 71.3%左右。其次是西南区域，收入占比在 13.6%左右。在南网经营区域以外的地区，尚有很大的市场开发潜力。

图5 2019~2024 年公司的分业务收入构成


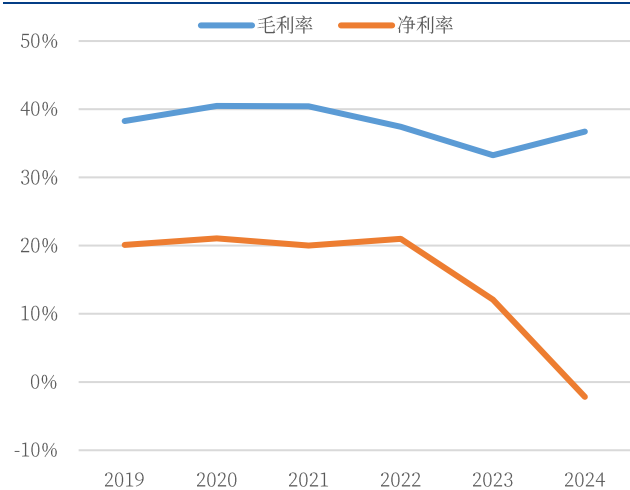
资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 2019~2024 年公司的分地区收入构成


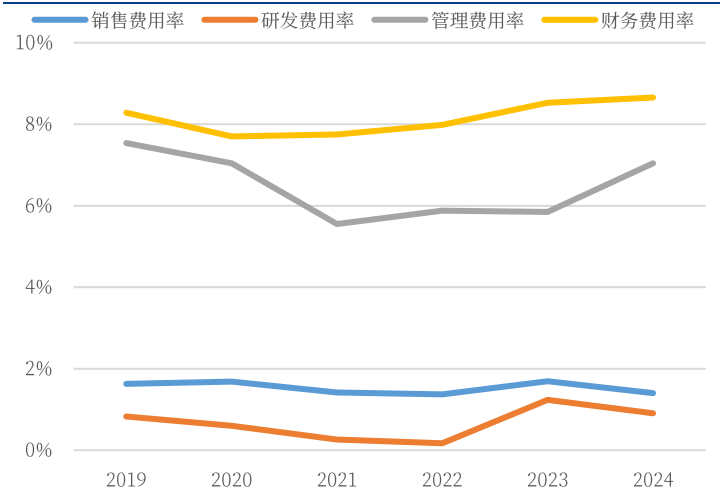
资料来源：iFind，中航证券研究所

费用率控制平稳，但非主业拖累整体盈利能力。2019~2024 年间的多数年份，公司的毛利率水平维持在 36.5%~40.5%区间。期间费用率控制较为平稳，连续多年维持

在 16%-18% 区间。从各项费用率来看，公司的财务费用和管理费用率较高，均值分别为 8.2% 和 6.5% 左右，而销售、研发费用率均值分别为 1.5% 和 0.7%。由于 2023、2024 年接连受到生物质资产拖累和减值等因素影响，净利率分别下滑至 12.1% 和 -2.2%，但 2019~2022 年的净利率水平大约在 20% 左右。预计 2025 年内在逐步退出生物质综合资源利用业务后，公司的盈利能力有望得到改善、甚至恢复到 2022 年之前的水平。

图7 2019~2024 年公司的毛利率和净利率


资料来源：iFind，中航证券研究所

图8 2019~2024 年研发、管理、销售、财务费用率稳定


资料来源：iFind，中航证券研究所

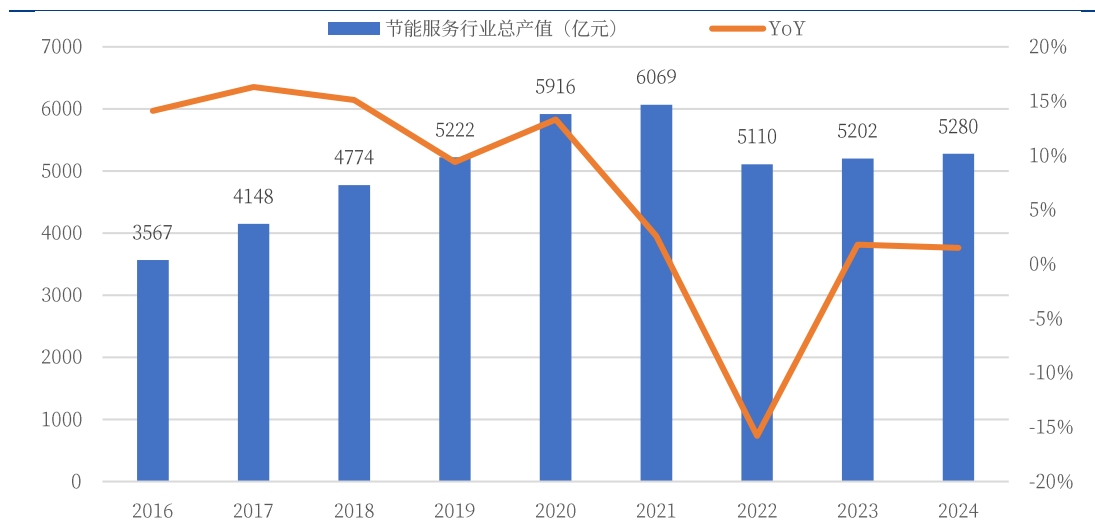
二、节能服务行业规模、趋势和特征

(一) 节能推广政策频出，行业发展潜力足

节能服务行业总体处于发展前期，呈螺旋上升式发展态势。节能服务产业是为用能单位提供节能服务和技术支持的产业。中国节能服务市场规模已连续多年保持全球第一。2016~2020 年，中国节能服务行业产值呈现逐年增长的趋势，从 3567 亿元增长到 5916 亿元，CAGR 为 13.5%。而在 2020~2023 年期间，由于疫情和宏观经济环境影响，产值和增速开始出现下降。但在政策引导、产业升级需求和节能降碳意识提升等因素的共同作用下，中国节能服务行业在 2023 和 2024 年连续两年实现正增长。

2021 年起不同业务模式和领域的中小型企业大量进入市场，节能服务市场内涵和外延不断丰富，行业步入转型升级期。根据国家电网公司研究机构初步测算，我国综合能源服务产业正步入快速增长的黄金期，预计 2020~2025 年，市场潜力规模由 0.5~0.6 万亿元增长到 0.8~1.2 万亿元，到 2035 年更将步入成熟期，市场潜力规模有望达到 1.3~1.8 万亿元。

图9 节能服务行业市场规模及增速



资料来源：EMCA，中航证券研究所

国家或部委层面在综合能源服务或节能改造上政策频出，内容涵盖从鼓励和提倡性政策，到制定具体的实施方案和目标等。《能源法》从法律层面推动提高能源利用效率，鼓励发展分布式能源和多能互补、多能联供综合能源服务，积极推广合同能源管理等市场化节约能源服务，为节能服务提供了法律保障和政策导向。发改委、国管局等机构发文推动公共机构采用能源费用托管服务。节能降碳行动方案和工作方案，明确了钢铁、石化化工、有色金属、建材、建筑、交通运输、公共机构、用能产品设备等重点领域的节能降碳目标和任务。以上政策推动节能服务在众多领域的应用，并为节能产业的市场空间提供有力支撑。

图10 国家和部委层面节能服务相关政策

发文时间	发文机构	文件名称	主要内容
2024年12月	国管局	《公共机构能源费用托管实施规程》	为公共机构实施能源费用托管项目提供了更加明确的管理要求和实操指南。
2024年11月	全国人大	《中华人民共和国能源法》	推动提高能源利用效率，鼓励发展分布式能源和多能互补、多能联供综合能源服务，积极推广合同能源管理等市场化节约能源服务
2024年10月	发改委、工信部等六部门	《关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见》	鼓励能够促进可再生能源多品种、多领域、多形态替代的商业模式创新，大力发展能够支持供需高效协同的综合能源服务，加快车网互动、电碳资产管理等新商业模式落地
2024年3月	住建部	《加快推动建筑领域节能降碳工作方案》	推动建筑用能低碳转型，统筹规划可再生能源建筑应用，推动建筑群整体参与电力需求响应和调峰
2024年5月	国务院	《2024-2025年节能降碳行动方案》	提出钢铁、石化化工、有色金属、建材、建筑、交通运输、公共机构、用能产品设备的节能降碳行动。2025年非化石能源消费占比达到20%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约5000万吨标准煤、减排二氧化碳约1.3亿吨，尽最大努力完成“十四五”节能降碳约束性指标。
2021年12月	国务院	《“十四五”节能减排综合工作方案》	到2025年，全国单位国内生产总值能源消耗比2020年下降13.5%，能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总量比2020年分别下降8%、8%、10%以上、10%以上。到2025年，产业结构、能源结构、运输结构明显优化，绿色产业比重显著提升，基础设施绿色化水平不断提高，清洁生产水平持续提高，生产生活方式绿色转型成效显著，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，主要污染物排放总量持续减少，碳排放强度明显降低，生态环境持续改善，市场导向的绿色技术创新体系更加完善，法律法规政策体系更加有效，绿色低碳循环发展的生产体系、流通体系、消费体系初步形成。到2035年，绿色发展内生动力显著增强，绿色产业规模迈上新台阶，重点行业、重点产品能源资源利用效率达到国际先进水平，广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国建设目标基本实现。
2021年2月	国务院	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	到2035年，绿色发展内生动力显著增强，绿色产业规模迈上新台阶，重点行业、重点产品能源资源利用效率达到国际先进水平，广泛形成绿色生产生活方式，碳排放达峰后稳中有降，生态环境根本好转，美丽中国建设目标基本实现。
2022年9月	国管局、发改委、财政部	《关于鼓励和支持公共机构采用能源费用托管服务的意见》	充分认识采用能源费用托管服务的意义；因地制宜采用能源费用托管服务；规范有序采用能源费用托管服务；切实保障采用能源费用托管服务。
2019年3月	工信部办公厅、国开行办公厅	《关于加快推进工业节能与绿色发展的通知》	突出重点领域，发挥绿色金融手段对工业节能与绿色发展的支撑作用

资料来源：政府官网，中航证券研究所

（二）行业呈“多而弱”、“小而散”格局，应用领域

节能服务从业主体呈现“多而弱”“小而散”的格局。受市场需求和政策等方面因素影响，节能服务行业还呈现出由“小而散”向“大而全”转变的趋势，提供全方位一站式综合服务将成为节能环保服务业的主流。

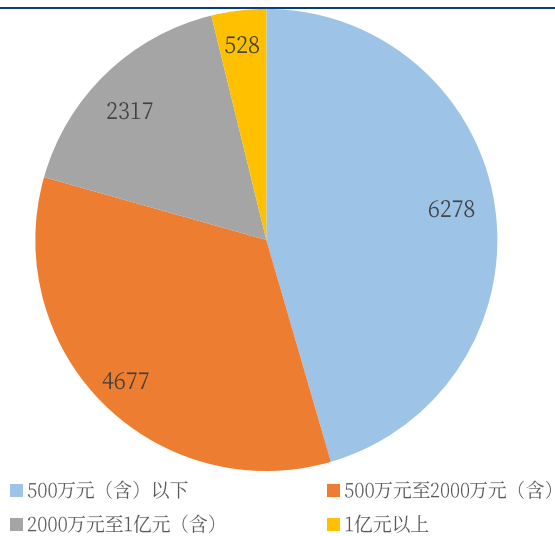
据 EMCA 不完全统计，截至 2023 年底全国节能服务公司数量达到 13801 家，节能服务产业从业人员达到 96.3 万人，总产值达 5202 亿元。其中约 51% 的节能服务公司是在 2021 年至 2023 年间注册成立。

近三年大量企业进入节能服务行业，包括能源供应商、产品提供商、环保服务商、新能源服务商等关联企业，也包括用能方、资本方等跨界入局者，其中中小企业数量居多。侧面反映，节能服务行业的进入壁垒不高，市场集中程度较低。

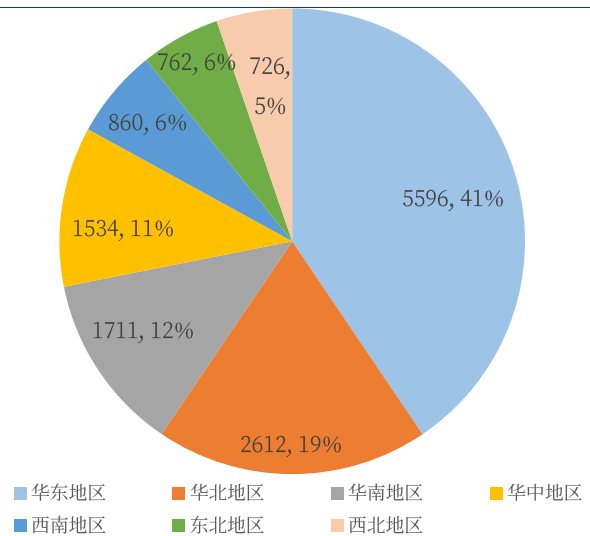
从注册资本来看，大多数节能服务公司的注册资本较少。注册资本在 500 万元（含）以下、500 万元至 2000 万元（含）、2000 万元至 1 亿元（含）、1 亿元以上的节能服务公司占比分别约为 46%、34%、17%、4%。注册资金超 1 亿元的节能服务公司主要分布在华东地区和华北地区，占比分别约为 33% 和 30%。

从分布区域来看，华东地区、华北地区、华南地区的节能服务公司数量较多，占

比分别约为 41%、19%、12%。从公司规模来看，华北地区节能服务公司规模较大，其中注册资金在 2000 万以上的节能服务公司占比超过 27%。

图11 截至 2023 年节能服务公司注册资本情况(家数)


资料来源：公司公告，中航证券研究所

图12 截至 2023 年节能服务公司分布区域情况(家数)


资料来源：公司公告，中航证券研究所

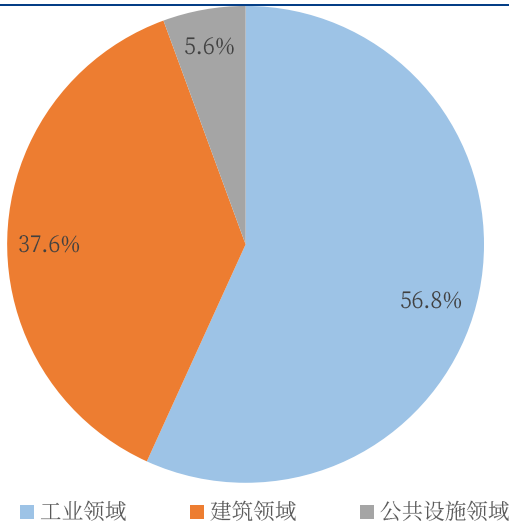
（三）工业、建筑、公共设施为三大下游应用领域

节能服务产业的主要下游应用领域包括工业领域、建筑领域、公共设施领域。2023 年节能服务总产值为 5202 亿元，工业领域 2955 亿元，建筑领域 1955 亿元，公共设施领域 292 亿元，占比分别为 56.8%、37.6%、5.6%。2023 年节能能力约为 4384 万吨标准煤，工业领域、建筑领域、公共设施领域的年节能能力占比分别为 70%、20%、10%。其中，在建筑领域中，公共机构建筑占比 14%，而其他建筑占比仅 6%。工业领域、建筑领域、公共设施领域涉及的主要行业或用能主体如下：

- 1) **工业领域**：冶金（钢铁、有色）、建材(水泥、玻璃、陶瓷等)、煤炭、电力、轻工(纺织、造纸等)、机械制造、电子信息等；
- 2) **建筑领域**：公共机构(政府机关、医院、学校等)、商业建筑(写字楼、商场、超市等)、工业建筑(工业厂房、工业区配套设施建筑等)、住宅建筑、农业建筑等；
- 3) **公共设施领域**：如园区、城市道路、隧道、桥梁、地铁、管网、市政热力、燃气、给排水、广场、垃圾治理、绿化等。

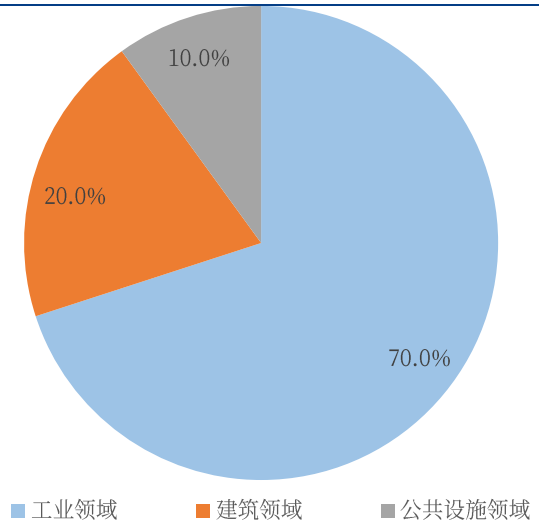
工业、建筑和公共设施领域都是支撑现代社会运行的关键基础设施领域，具有资本密集、政策导向强、技术依赖高、安全要求严等共同特征。

图13 节能服务产业下游领域占比按产值（2023 年）



资料来源：EMCA，中航证券研究所

图14 节能服务产业下游领域占比按节能能力（2023 年）



资料来源：EMCA，中航证券研究所

（四）主流合作形式中节能改造投入主要由节能商承担

合同能源管理是节能服务行业重要的商业模式。节能服务企业在满足用能客户对各类能源(电、热、冷、蒸汽、压缩气体等)需求的同时，降低客户用能投资风险，提升客户能源使用效率、减少能源费用和碳排放，并基于此分享节能收益。节能项目的主要投资方向包括安装分布式能源设备、升级和改造供能和用能系统等。项目资金来源包括用能单位、节能服务企业的自有资金，以及融资机构的贷款。为了满足不同的节能需求和合作模式，合同能源管理分为多种类型，主要包括节能效益分享型、节能量保证型、能源费用托管型和混合型合同。

1) 节能效益分享型：由节能服务公司单独承担项目投入，减轻了用能单位的财务负担。节能服务公司与用能单位按照约定的比例共同分享节能效益。

2) 节能量保证型：节能服务公司需保证承诺的节能量。允许双方或任一方出资实施节能项目。用能单位向节能服务公司支付相应的费用，包括服务费、投资及合理利润、税费等。如果节能量未达预期，节能服务公司需按合同约定给予用能单位补足或赔偿。

3) 能源费用托管型：用能单位向节能服务公司支付约定费用，并将能源系统的运行管理、节能改造工作委托给节能服务公司。

4) 混合型：综合以上几种合同模式的特点。为双方提供了更灵活和多元化的合作选择。

据 EMCA 统计分析，2022 年~2023 年新签约的节能降碳项目中，节能效益分享类型合同占比约 36%，位居第一。自 2022 年《关于鼓励和支持公共机构采用能源费用托管服务的意见》推出以来，全国公共机构推动能源费用托管服务政策落地，在 2022

年~2023 年新签约项目中，能源费用托管类型合同占比超 20%，相比上一年增长约 6 个百分点。此外，节能量保证类型合同占比约 15%。

对于主业与节能服务行业相关，或者用能成本占比较高的企业，比如大型钢铁、水泥企业等，可能更倾向于专门成立能源管理部门，来负责核心生产环节和工艺的节能降耗，但对于核心生产环节以外的节能活动，则更倾向于外包给节能服务企业。对于主业与节能服务行业不相关，或者用能成本在总成本中占比较小的用能主体，更依靠外部专业的节能服务公司。节能服务行业的客户由于主业不相关，或缺乏专业技术积累，主动投入节能改造的意愿较低。

在主流的商业模式中，以节能服务公司承担投入风险为主。用能客户对节能效率高、服务质量好的节能服务企业的粘性较高，双方的合作方式相对固定。

图15 合同能源管理的主要合同类型

合同类型	节能效益分享型	节能量保证型	能源费用托管型
参与方	节能服务公司、用能单位	节能服务公司、用能单位	节能服务公司、用能单位
项目投入	节能服务公司单独承担资金和技术投入	双方或任一方出资	节能服务公司单独承担资金和技术投入
节能方收益	节能服务公司与用能单位按约定比例分享节能效益。	用能单位向节能单位支付的费用扣减去节能公司的各项支出。(节能公司需保证承诺的节能量，未达目标需赔偿。)	用能单位支付的约定费用扣减去节能公司的各项支出。
用能方收益	节能服务公司与用能单位按约定比例分享节能效益。	节能收益扣减去向节能单位支付的费用(服务费、投资及合理利润)。	节能收益扣减去约定的能源托管费
项目收益	节能收益	节能收益	节能收益
项目投入	节能服务公司单独承担资金和技术投入，减轻用能单位财务负担。	双方或任一方出资，节能服务公司需保证承诺的节能量。	用能单位委托节能服务公司进行能源系统运行管理和节能改造。
风险承担	节能服务公司承担项目投入风险，用能单位承担节能效益未达预期的风险。	节能服务公司承担节能量未达预期的风险，需按合同约定补足或赔偿。	节能服务公司承担能源管理与改造的风险，用能单位承担费用支付风险。
合作灵活性	合作方式相对固定，主要围绕节能效益分享。	合作方式相对固定，主要围绕节能量保证。	合作方式相对固定，主要围绕能源费用托管。

资料来源：资产信息网，千际投行，中航证券研究所

(五) 节能技术革新和投资强度增加，拉动节能投资回报提升

节能商的主要服务内容体现在，根据客户所在行业特性、外部环境资源禀赋情况、客户自身经营特点和节能减排需求，通过整合先进节能环保技术，充分利用高效节能环保设备，转变客户用能来源、用能方式。

由于节能投资的边际效应递减及节能行动的不断深入等原因，节能与能效提升项目的投资强度（每节约一吨标准煤所需投资额）在提升。为实现节能目标和获取节能收益，节能服务公司需加大投资力度，并主动升级节能技术和服务方案。2019~2022 年的合同能源管理项目投资额的快速增长，CAGR 为 13.1%。相较之下 2023 年和 2024 年的投资额增长放缓，与节能服务公司出于对宏观经济环境的判断而主动降低投资意愿相关。

尽管节能服务行业总体投资强度呈上升趋势，但具体到节能项目层面，由于所处领域和行业，以及使用的技术路线不同，不同项目间的投资强度差异较大。2023

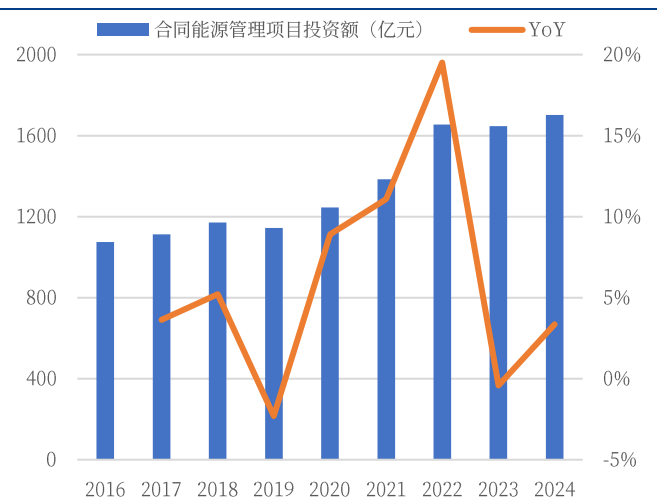
年合同能源管理项目投资额达到 1647 亿元，工业领域 822 亿元、占比 49.9%，建筑领域 613 亿元、占比 37.2%，公共设施领域 212 亿元、占比 12.9%。2023 年工业领域、建筑领域、公共设施领域的节能投资强度分别约为 2679、6991、4836 万元/吨标准煤。工业领域、建筑领域和公共设施领域的节能改造涉及主要内容如下：

1) **工业领域**：从新签项目数量上看，排名前三位的依次是供配电系统节能、高效泵/循环水系统节能和工业空调/制冷节能项目。从投资额来看，排名前三位的依次是工业空调/制冷系统节能（39%）、屋顶光伏或光伏+储能（21%）及余热余压余气利用（17%）。

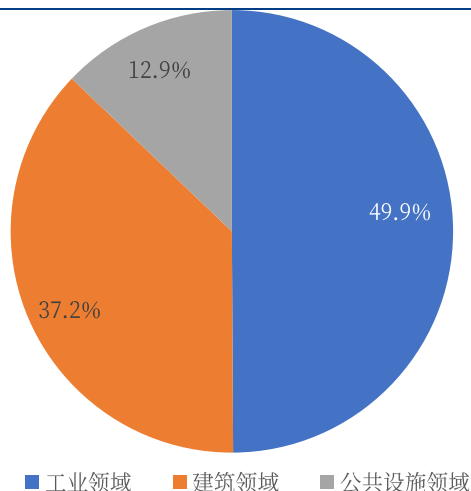
2) **建筑领域**：从新签项目数量上看，排名前三位的依次是中央空调节能、建筑综合节能、室内照明节能项目；从投资额来看，排名前三位的依次是建筑综合节能（35%）、建筑中央空调节能（32%）、热泵技术应用，屋顶光伏/光伏+储能紧随其后。

3) **公共设施领域**：从新签项目数量上看，市政照明、集中供热项目数量较多；从投资额来看，市政照明、分布式光伏/储能投资额较大。

各行业和领域的用能模式存在差异，各用能客户的外部资源禀赋情况、客户自身经营特点和节能减排需求都各不相同。这意味着节能服务内容偏项目化、定制化，难以通过大规模扩张来有效降低成本。同时，受制于节能边际效应递减，缺乏创新的节能服务供应商，意味着同样规模的节能量会付出更高的成本，在节能服务中将缺少竞争优势。

图16 合同能源管理项目投资及增速


资料来源：EMCA，中航证券研究所

图17 合同能源管理项目投资占比结构（2023 年）


资料来源：EMCA，中航证券研究所

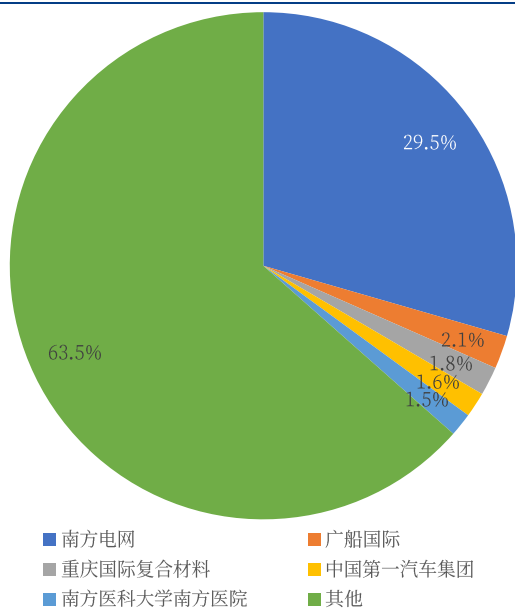
三、节能服务积累深厚，有望乘行业东风

(一) 以投资持有模式为主，客户集中度较为合理

公司是行业中少数能够为客户提供节能服务一揽子解决方案的大型节能综合服务机构之一。在医院、学校、通信等建筑节能领域形成独特优势，尤其在于分布式光伏节能服务行业领先地位。业务操作层面，根据客户的经营特点和外部环境状况，在充分了解客户节能需求的基础上，公司为客户提供节能诊断服务以及定制化的节能系统方案，并对客户的用能系统进行投资改造等。用能系统改造完成后，由公司负责运营管理。最后，根据客户协商或实际使用的电量、冷量、热量、气量，或按照节能改造后双方认可的节能效益，来回收投资并获取利润。

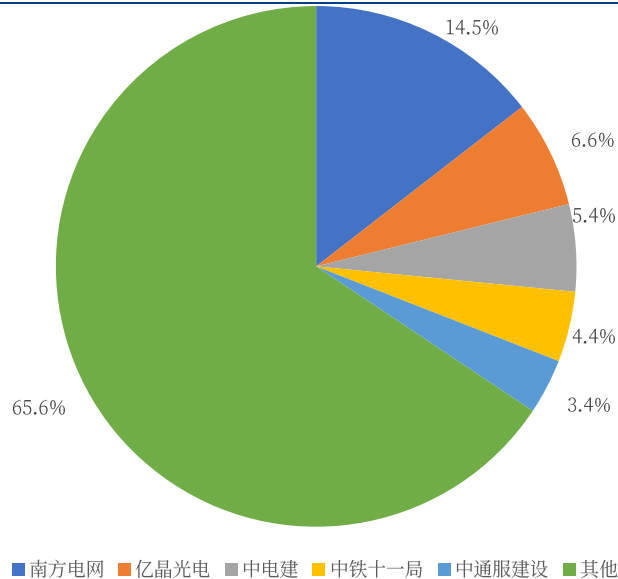
南方电网为公司第一大客户和供应商。公司业务立足南方五省、遍及全国格局。前五大客户包括南方电网、广船国际、重庆国际复合材料、中国一汽集团、南方医科大学南方医院，占比分别为 29.5%、2.1%、1.8%、1.6%、1.5%，合计占比 36.5%。公司前五大供应商包括南方电网、亿晶光电、中电建、中铁十一局、中通服建设等，占比分别约为 14.5%、6.6%、5.4%、4.4%、3.4%，合计占比约为 34.4%。

图18 公司 2024 年前五大客户占比



资料来源：公司公告，中航证券研究所

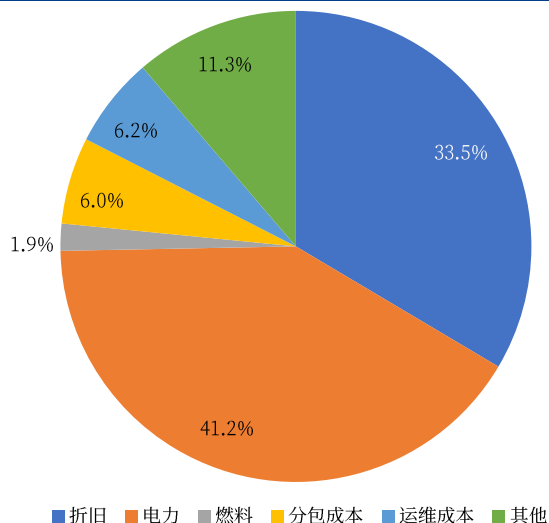
图19 公司 2024 年前五大供应商占比



资料来源：公司公告，中航证券研究所

节能服务业务贡献主要营业成本，其中电力费用为节能服务的第一大成本构成。公司最主要的营业成本来自于节能服务业务，2024 年占比约 88%。而且，电力费用和折旧是公司节能服务业务的主要成本构成，2024 年分别占比 41.2%、33.5%。电力费用主要源于运营维护用能设施所缴纳的电费。折旧成本主要源于固定资产机器设备计提折旧。

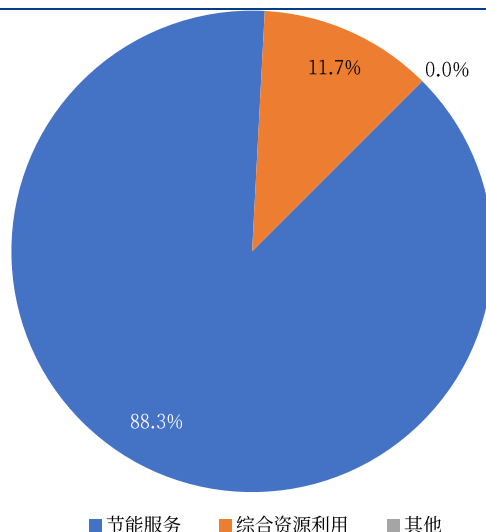
图20 节能服务的成本构成（2024 年）



资料来源：公司公告，中航证券研究所

注：

图21 各类业务营业成本的占比（2024 年）



资料来源：公司公告，中航证券研究所

（二）节能项目经验丰富，业务能力处于行业前列

公司的工业节能服务涉及汽车制造、家电、烟草、造船、机械重工、生物制药、食品加工、仓储物流等多个行业，客户包括东风日产、广汽本田、四川长虹、美的、可口可乐、TCL、海信等大型企业。为工业客户提供综合节能解决方案和高效节能的用电、用冷、用热、用气等综合节能服务，主要包括分布式光伏节能服务、工业高效能源站节能服务等。

分布式光伏项目主要采取自发自用、余电上网模式。截至 2024 年，公司持有和管理的发电装机量突破 3GW。装机构成主要是分布式光伏装机，和少部分生物质、农光互补装机。2024 年公司 450 多个节能降碳项目的平均自发自用比率超过 75%。由于上网售电的光伏电量占比较小，售电量增速明显慢于装机增长。但售电量的规模不断上升，在 2024 年达到 25.6 亿千瓦时。另外，由于 2021 年前备案的工商业分布式光伏，可享受国补，存在可再生能源补贴输入。但随着国补的取消，其营收占比逐年下降，2023 年占比仅约为 14%。

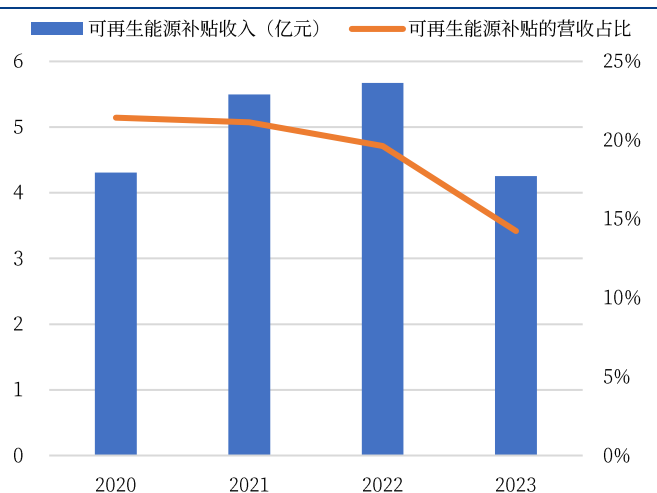
在 136 文于 6 月 1 日生效后，新能源全面入市的节奏大幅加快。对于公司开发和运营的分布式光伏项目，存量项目的全电量、增量项目的自发自用电量不会受到影响，但增量项目的余电上网电量则将会直面上网电价波动的影响。自发自用比例高的分布式光伏项目将会面临更加激烈的市场竞争，这给公司的市场开发和获取优质项目资源带来压力。为此，公司采取如下应对措施：

- 1) 进一步优化投资策略，加强投资项目审核，适时调整资产持有策略，重点布局南方

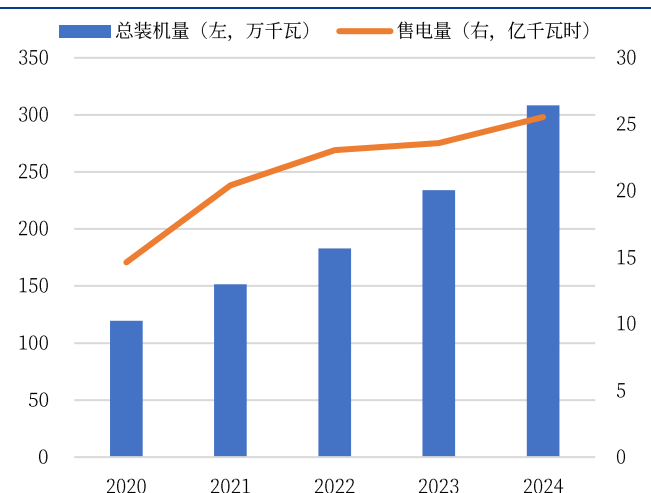
五省区域、长三角、京津冀、成渝、国家中心城市等投资经济环境较好用电负荷较高的客户实施新能源项目；

2) 积极主动提升电力市场交易能力，做好“交易全周期发电预测”，建立适应新能源高波动特性的高频市场交易能力；

3) 拓展代理用户市场化售电、绿电绿证等增值服务。

图22 新能源补贴收入及占比


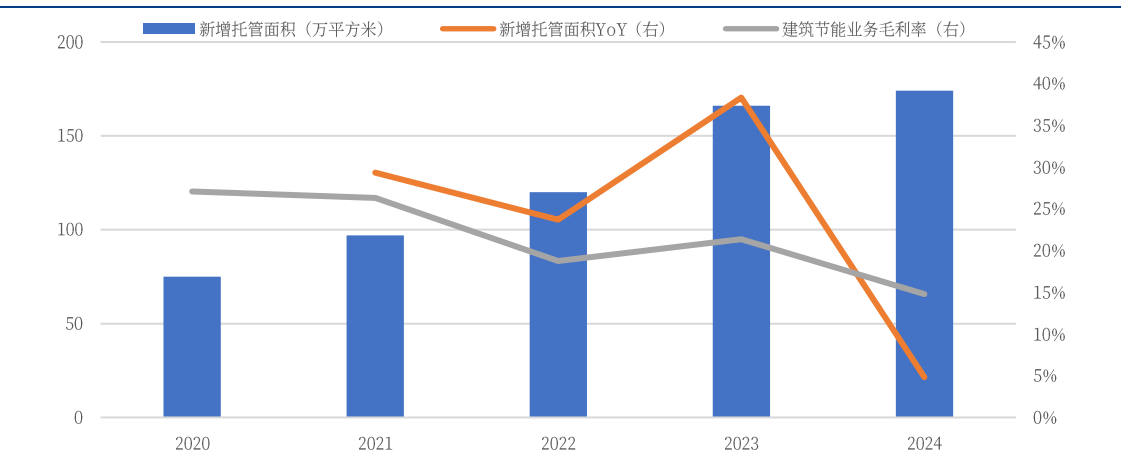
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图23 公司总装机量和售电量


资料来源：公司公告，中航证券研究所

建筑节能业务前景广阔。国内存量建筑仅有少数采用先进能效改进措施，而且每年新增建筑数量较大。中央部委多次出台政策强制要求降低建筑能耗、减少碳排放、实现绿色可持续发展。通过推进存量建筑的节能改造，以及提高新建建筑节能标准，绿色节能建筑的占比有望进一步增加。

公司建筑节能业务的主要内容为建筑楼宇的节能改造运维服务，营业成本占前两位的依次是电力和折旧。随着托管面积攀升，公司建筑节能业务收入逐步提高，也伴随折旧和电力成本增长，毛利率出现下行。

图24 建筑节能业务的新增托管面积和毛利率


资料来源：iFind，中航证券研究所

公司在建筑节能领域拥有成熟的节能改造技术和丰富的项目实施经验，在各类应用场景实施了多个具有代表性的大型节能项目，并在医院、学校、通信、轨道交通等领域积累优质客户资源和项目经验。比如南方医科大学南方医院等多家三甲医院，三大通信运营商，广东多家大学、高职、中学及小学等客户。同时，公司组建北京工作组全面支撑国管局全国节约型机关创建行动，为多个中央国家机关、部委提供高端节能咨询服务，并与国家国防科工局、国家林草局等签订节能服务合同，为公司建筑节能业务开辟了新领域和空间。

公司还在公共设施领域开展城市照明改造节能服务，此外还提供节能咨询技术服务及节能工程服务。城市照明节能服务是对城市照明系统开展节能诊断，分析其能耗情况，设计节能方案并对照明系统进行运营管理，以达到光源利用率最大化的目的，从而推动城市节能减排。在综合资源利用业务，公司逐步战略调整退出生物质综合资源利用业务。

（三）竞争优势突出，积极规划业务升级

拥有较多优质客户资源、项目经验的头部企业，积累了丰富的项目经验和技術能力，以及较强的资金实力和良好行业口碑。尽管随着越来越多的新主体进入节能服务行业，竞争的激烈程度在增加。但头部企业依然有望保持竞争优势。总结来看，公司的竞争优势主要体现在品牌和市场影响力、技术和人才优势、资本和信用优势。

- 1) **品牌和市场影响力：**深度耕耘行业十余载，在工业、建筑、公共设施等领域积累大量优质客户资源，在服务领域的广度、深度上均具有较强业务能力和较多经验积累。由于节能项目偏定制化、项目化等特点，客户的粘性较高。公司拥有中国节能协会节能服务产业委员会颁发的公共设施节能领域 5A 级证书、工业节能领域 5A 级证书、建筑节能领域 5A 级证书，是国家发改委备案、国家工信部推荐的节能服务公司。前期积累的优质客户资源和大量项目成功经验，有助于公司形成品牌效应和积攒行业信誉，为后续业务拓展铺垫基础。
- 2) **技术和人才优势：**节能服务处在不断的技术更新和技术进步过程中，是具备较高技术门槛的产业。凭借丰富的项目经验和技术研发积累，公司已形成具有自身特色的节能服务系统集成解决方案及工具，并建立了行业领先的建筑业节能和光伏标准体系。成立数字服务公司，聚焦综合能源数字化运检维护服务、数字源荷聚合运营服务，有效支撑公司业务结构由现在单一的“投资持有”向“投资持有+高端服务”并重转变的落地。

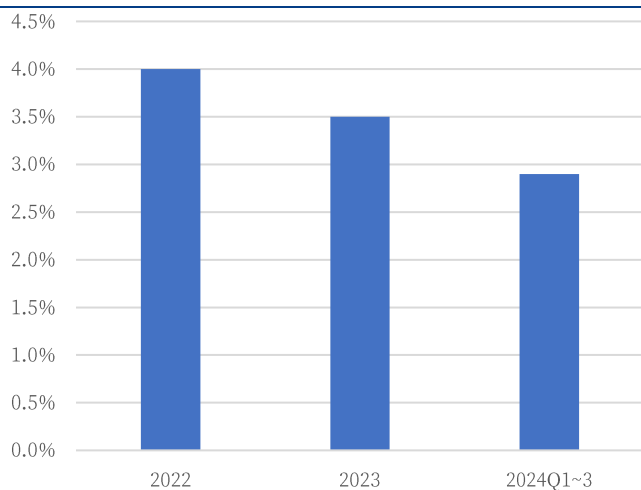
节能技术服务专有人才的积累是节能服务产业市场竞争的主导要素之一。节能服务企业高水平技术研发方案的研发和市场应用主要源于高素质专业人才的支撑。通过多年的市场锻炼，公司打造了一支专业的技术队伍的项目运营团队，并积极依托公司和项目平台开展人力资源培养。同时，在业务转型升级过程中，公司围绕“市场开发-项目建设项目运检-客户服务”全业务链条实施组织架构优化调整，发

挥集约化、扁平化管理优势，进一步提高核心业务的管理效率和资源利用效率。

- 3) **资本和信用优势：**在节能服务行业主流的商业模式中，主要由节能服务公司承担用能系统的投资改造。对于节能服务企业来说，能够以较低成本获取外部资金，有助于其控制成本和扩张业务。中小节能服务企业经济实力较弱，自有资金和资产规模较为有限，融资渠道不足或融资成本较高，在业务扩张上的资金优势较弱。相较之下，公司背靠南方电网，现金流状况良好，资产规模较大，受益于碳减排支持工具等一系列优惠政策，平均融资成本呈下降趋势。

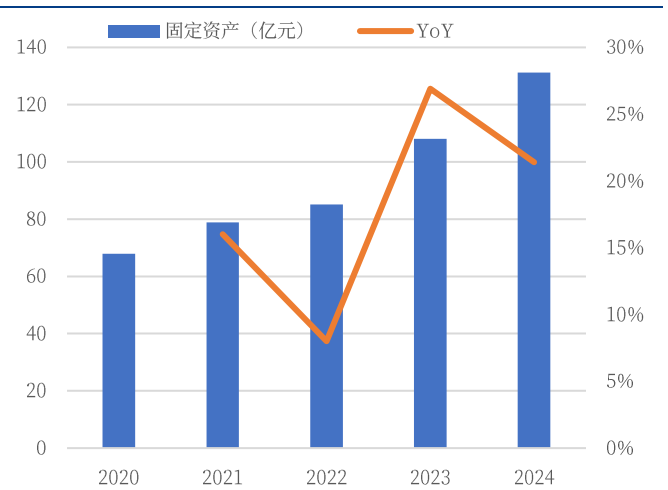
公司积极谋求业务拓展，并围绕公司战略积极投资固定资产。2023 年以来公司固定资产规模保持 20%以上的增速，2024 年公司固定资产规模已达 131 亿元。2025 年公司计划对外投资超 30 亿元。根据《公司战略规划 2025 重点执行计划》，公司积极谋求业务转型，其业务结构将从以“投资持有”为主，转向“投资持有+高端服务”并重转变。业务类型将由“综合能源”为主向“综合能源+节能降碳”并重拓展。

图25 公司平均融资成本呈下降趋势



资料来源：公司公告，中航证券研究所

图26 固定资产



资料来源：公司公告，中航证券研究所

四、盈利预测和风险提示

(一) 盈利预测

在节能行业规模逐步走向成熟，行业规模持续扩张的背景下。我们认为公司凭借深厚节能服务行业的经验和技術积累，以及形成的品牌、技术、信用和資本优势，以及业务上转型升级和积极开拓下游市场和应用领域等举措，有望充分获益于节能服务行业增长。

图27 主营业务拆分与预测(百万元)

业务	财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
节能服务	收入	2825	3323	3840	4371
	成本	1762	2121	2486	2875
	毛利率	37.6%	36.2%	35.3%	34.2%
综合资源	收入	328	230	161	129
	成本	233	158	108	84
	毛利率	29.0%	31.0%	33.0%	35.0%
其他	收入	1	1	1	1
	成本	2	1	1	1
	毛利率	-22.2%	-17.2%	-15.2%	-12.2%
合计	收入	3155	3554	4002	4500
	成本	1997	2281	2595	2960
	毛利率	36.7%	35.8%	35.2%	34.2%

资料来源：公司公告，中航证券研究所

可比公司中，芯能科技主要从事分布式光伏开发、运维业务，能辉科技主要从事光伏电站设计和运维等业务，双良节能第二大业务为节能改造，协鑫能科专注于能源资产运营和能源服务。相较于可比公司，公司当前估值处于合理水平。首次覆盖给予公司“买入”评级。

图28 可比公司当前估值对比

股票代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		(元/股)		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603105	芯能科技	8.6	42.7	0.39	0.42	0.45	0.49	23.3	20.4	19.0	17.5
301046	能辉科技	21.0	32.0	0.35	0.48	0.60	0.75	57.2	43.8	35.0	28.0
600481	双良节能	6.1	32.1	-1.14	0.15	0.38	0.68	-4.8	40.6	16.0	9.0
002015	协鑫能科	12.5	202.9	0.30	0.53	0.61	0.70	49.6	23.6	20.5	17.9
	可比公司均值			-0.03	0.40	0.51	0.66	31.3	32.1	22.6	18.1
003035	南网能源	4.9	184.1	-0.02	0.13	0.16	0.19	-311.5	38.4	31.2	25.4

资料来源：iFind，中航证券研究所

注：收盘价为7月22日收盘价，可比公司盈利预测来源于iFind一致预期

(二) 风险提示

- 1) 节能行业政策变化：节能需求受政策影响较大。如果节能行业政策推行力度不及预期，或节能政策对节能的要求减弱，对于节能行业需求的影响较大。
- 2) 资金获取成本或难度增加：节能商承担节能改造的主要投入。如果资金获取成本或难度增加，将影响节能项目收益。
- 3) 对外投资进展不顺利：如果对外投资进展不顺利，会影响公司业务转型升级和影响资金效率。
- 4) 节能行业竞争加剧：如果节能行业竞争加剧，会影响节能项目的投资收益率。

财务报表与财务指标
利润表(百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3154.72	3553.55	4002.23	4500.47
营业成本	1996.56	2280.71	2594.78	2959.62
税金及附加	7.17	8.28	9.33	10.49
销售费用	44.18	52.90	59.57	66.99
管理费用	222.10	213.21	240.13	270.03
研发费用	28.50	17.77	24.01	31.50
财务费用	273.01	307.64	244.58	145.67
资产减值损失	-423.32	-71.07	-80.04	-90.01
信用减值损失	-270.57	-71.07	-80.04	-90.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	63.30	73.83	73.83	73.83
公允价值变动损益	-0.02	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	1.28	0.55	0.55	0.55
其他收益	9.51	13.75	13.75	13.75
营业利润	-36.62	619.03	757.86	924.29
营业外收入	52.53	21.86	21.86	21.86
营业外支出	5.24	3.33	3.33	3.33
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	10.67	637.55	776.38	942.81
所得税	79.14	89.26	100.93	113.14
净利润	-68.47	548.30	675.45	829.67
少数股东损益	-10.34	69.51	85.63	105.19
归属母公司股东净利润	-58.13	478.78	589.82	724.49
EBITDA	1098.19	3859.28	4119.02	4396.75
NOPLAT	-1518.61	796.47	871.64	941.08
EPS(元)	-0.02	0.13	0.16	0.19

资产负债表(百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1195.07	355.36	400.22	450.05
应收票据及账款	2849.74	3161.98	3561.21	4004.56
预付账款	129.92	93.93	105.79	118.96
其他应收款	91.01	95.68	107.76	121.17
存货	17.06	73.16	83.24	94.94
其他流动资产	330.99	288.56	324.99	365.45
流动资产总计	4613.78	4068.67	4583.22	5155.13
长期股权投资	697.38	759.74	822.10	884.47
固定资产	13479.50	11446.63	9564.23	7780.09
在建工程	1503.21	4169.34	5002.14	5501.61
无形资产	84.51	68.00	52.55	37.79
长期待摊费用	52.69	26.35	0.00	0.00
其他非流动资产	340.34	349.43	355.77	359.94
非流动资产合计	16157.64	16819.50	15796.80	14563.89
资产总计	20771.42	20888.17	20380.02	19719.03
短期借款	560.27	863.07	709.63	135.32
应付票据及账款	1725.07	1686.18	1918.39	2188.12
其他流动负债	2643.40	3000.41	3413.56	3892.38
流动负债合计	4928.74	5549.66	6041.57	6215.82
长期借款	6301.33	5220.23	3509.44	1801.19
其他非流动负债	2149.25	2149.25	2149.25	2149.25
非流动负债合计	8450.58	7369.48	5658.68	3950.43
负债合计	13379.32	12919.13	11700.25	10166.25
股本	3787.88	3787.88	3787.88	3787.88
资本公积	1039.03	1039.03	1039.03	1039.03
留存收益	1786.48	2293.90	2919.00	3686.83
归属母公司权益	6613.39	7120.81	7745.92	8513.74
少数股东权益	778.70	848.22	933.85	1039.04
股东权益合计	7392.09	7969.03	8679.77	9552.78
负债和股东权益合计	20771.42	20888.17	20380.02	19719.03

现金流量表(百万元)

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金净流量	1427.80	3733.51	4133.24	4448.49
资本支出	1282.37	3513.00	2013.00	2013.00
长期投资	-7.33	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1183.01	-2.91	-1.85	-0.78
投资性现金净流量	-2472.72	-3515.91	-2014.85	-2013.78
短期借款	399.85	302.79	-153.44	-574.31
长期借款	1654.05	-1081.11	-1710.79	-1708.25
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-25.61	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-736.28	-279.00	-209.29	-102.33
筹资性现金净流量	1292.02	-1057.31	-2073.53	-2384.89
现金流量净额	247.10	-839.71	44.87	49.82

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
P/E	-316.71	38.45	31.21	25.41
P/S	5.84	5.18	4.60	4.09
P/B	2.78	2.59	2.38	2.16
股息率	0.12%	-0.16%	-0.19%	-0.24%
EV/EBIT	79.64	26.81	23.08	19.64
EV/EBITDA	20.57	6.57	5.72	4.86
EV/NOPLAT	-14.88	31.81	27.03	22.72

资料来源：中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637