

2025 年 09 月 03 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

邹佩轩

SAC: S1350524070004

zoupeixuan01@huayuanstock.com

戴映忻

SAC: S1350524080002

daiyingxin@huayuanstock.com

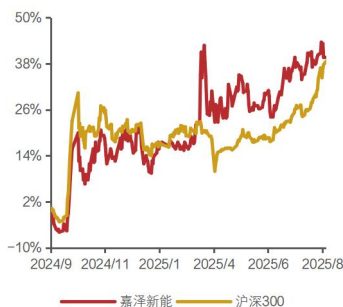
蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 09 月 01 日

收盘价（元）	3.87
一年内最高/最低（元）	4.18/2.64
总市值（百万元）	9,420.99
流通市值（百万元）	9,420.99
总股本（百万股）	2,434.36
资产负债率（%）	70.50
每股净资产（元/股）	2.76

资料来源：聚源数据

嘉泽新能 (601619.SH)

——业绩低于预期 进军绿色甲醇打开成长空间

投资要点：

- 事件：公司发布 2025 年半年度业绩，2025H1 公司实现营业收入 13.1 亿元，同比增长 5.87%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 11.6%，对应 Q2 实现归母净利润 2.2 亿元，同比增长 2.44%，低于我们的预期。
- 电价下降幅度较高拖累公司盈利，增效降费效果显著。在收入端，2025H1 公司实现发电量 30.4 亿千瓦时，同比增长 14.14%，电价有所下降，综合影响下公司收入小幅增长 5.9%，毛利率下降 3 个百分点。在费用端，2025H1 公司管理费用同比下降 0.17 亿元，财务费用同比下降 0.24 亿元，投资净收益同比增加 0.1 亿元，公司增效降费效果显著。
- 进军绿色化工类业务，有望大幅打开公司成长空间。与宁夏嘉泽集团共同进军绿色化工类业务，有望大幅打开公司成长空间。根据中化新网的数据，2025 年 4 月，宁夏嘉泽集团（实控人陈波持股 99.3%）投资的绿氢醇航油化工联产项目在黑龙江省鸡西市鸡东县化工园区正式开工，该项目投资额 80 亿元，主要以生物质秸秆为原料，经发酵生产绿色乙醇，催化合成绿色航油，项目建成后可达到年产绿色甲醇 45 万吨、绿色乙醇 15 万吨、绿色航煤 12 万吨的规模，预计年产值约 6 亿美元（43.8 亿人民币）。2025 年 5 月，嘉泽新能孙公司黑龙江嘉益荣源绿色化工有限公司同步成立，主营业务为绿色化工，与上述提及宁夏嘉泽集团投资的绿氢醇航油化工联产项目一脉相承（同样位于鸡西）。
- 主业坚守风电运营，在手及拟建装机约 2GW 保障未来持续增长。公司作为宁夏新能源上市民企，2019 年从宁夏走向全国，截至 2024 年底，公司拥有在运风电装机 2GW，在建及待建风电装机 2GW，主要位于广西、黑龙江等地，未来两年陆续投产有望保障公司持续成长。
- 风电 REITs 有望落地贡献短期业绩，同时改善公司现金流。除持续开发新项目外，公司还积极优化装机结构，通过出售带补贴项目回笼资金，支持新项目的开展。以 2021-2023 年公司出售电站获得的投资收益进行测算，公司电站出售单瓦净利维持在 0.8-1.2 元，主要原因在于公司风电项目平均资本金回报率 15%左右，高于当前一般国企所要求的项目收益率 6%-8%，公司出售存量电站能够获取回报率差额对应的利润空间，2023 年底公司公告计划以下属风力发电项目作为基础资产开展国金嘉泽新能源封闭式基础设施证券投资基金（REITs）项目的申报发行工作，预计该 REITs 项目有望逐步落地，为公司带来可观的业绩增量，同时回笼现金流，为后续持续投资风电资产奠定基础。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.1、10.2、12.2 亿元，同比增速分别为 44.2%、12.28%、19.48%，当前股价对应的 PE 分别为 10、9、8 倍，考虑到公司未来成长性，继续维持“买入”评级。
- 风险提示。新增项目投产进度不及预期、REITs 项目发行进度不及预期、应收账款持续拖欠风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,403	2,422	2,529	3,003	3,853
同比增长率（%）	30.53%	0.79%	4.43%	18.71%	28.31%
归母净利润（百万元）	803	630	909	1,020	1,219
同比增长率（%）	49.98%	-21.53%	44.20%	12.28%	19.48%
每股收益（元/股）	0.33	0.26	0.37	0.42	0.50
ROE（%）	12.29%	9.14%	12.25%	12.74%	14.00%
市盈率（P/E）	11.73	14.95	10.37	9.23	7.73

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	422	253	300	385	营业收入	2,422	2,529	3,003	3,853
应收票据及账款	3,415	3,811	4,360	5,383	营业成本	935	988	1,275	1,769
预付账款	3	3	3	4	税金及附加	21	17	20	26
其他应收款	85	89	106	135	销售费用	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	管理费用	200	208	247	317
其他流动资产	155	162	192	247	研发费用	0	0	0	0
流动资产总计	4,080	4,318	4,961	6,155	财务费用	508	488	551	588
长期股权投资	236	229	222	215	资产减值损失	0	-2	-2	-3
固定资产	13,369	15,428	18,844	20,950	信用减值损失	-45	-27	-32	-41
在建工程	2,417	2,708	1,500	1,500	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	1,569	1,482	1,395	1,308	投资收益	-6	218	274	274
长期待摊费用	4	5	3	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	549	549	549	549	资产处置收益	1	0	0	0
非流动资产合计	18,144	20,402	22,514	24,523	其他收益	73	48	48	48
资产总计	22,225	24,720	27,475	30,678	营业利润	781	1,065	1,197	1,431
短期借款	0	1,083	1,890	2,628	营业外收入	3	17	17	17
应付票据及账款	1,420	1,500	1,936	2,685	营业外支出	18	12	12	12
其他流动负债	1,183	1,247	1,589	2,179	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	2,603	3,831	5,415	7,492	利润总额	766	1,071	1,202	1,436
长期借款	6,970	7,713	8,296	8,719	所得税	135	161	180	215
其他非流动负债	5,839	5,839	5,839	5,839	净利润	631	910	1,022	1,221
非流动负债合计	12,809	13,552	14,135	14,558	少数股东损益	1	1	2	2
负债合计	15,412	17,383	19,550	22,050	归属母公司股东净利润	630	909	1,020	1,219
股本	2,434	2,434	2,434	2,434	EPS(元)	0.26	0.37	0.42	0.50
资本公积	1,544	1,544	1,544	1,544	主要财务比率				
留存收益	2,918	3,441	4,027	4,728	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	6,896	7,419	8,005	8,706	成长能力				
少数股东权益	-83	-82	-80	-78	营收增长率	0.79%	4.43%	18.71%	28.31%
股东权益合计	6,813	7,337	7,925	8,628	营业利润增长率	-10.54%	36.45%	12.34%	19.57%
负债和股东权益合计	22,225	24,720	27,475	30,678	归母净利润增长率	-21.53%	44.20%	12.28%	19.48%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	20.46%	-4.96%	42.00%	16.10%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	631	679	743	942	毛利率	61.38%	60.92%	57.53%	54.09%
折旧与摊销	771	739	882	984	净利率	26.06%	35.98%	34.03%	31.69%
财务费用	508	488	551	588	ROE	9.14%	12.25%	12.74%	14.00%
投资损失	6	-218	-274	-274	ROA	2.84%	3.68%	3.71%	3.97%
营运资金变动	-172	-262	181	231	估值倍数				
其他经营现金流	42	271	328	328	P/E	14.95	10.37	9.23	7.73
经营性现金净流量	1,786	1,697	2,410	2,798	P/S	3.89	3.72	3.14	2.45
投资性现金净流量	-1,348	-2,820	-2,768	-2,768	P/B	1.38	1.28	1.18	1.09
筹资性现金净流量	-557	953	405	54	股息率	2.84%	4.10%	4.60%	5.50%
现金流量净额	-119	-170	47	85	EV/EBITDA	7	8	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。