

2025 年 09 月 02 日

协鑫能科（002015.SZ）

业绩稳健增长，新能源 RWA 前景广阔

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2025 年中报。2025H1 公司实现营收 54.22 亿元，同比+15.29%；归母净利润 5.19 亿元，同比+26.42%；扣非归母净利润 4.64 亿元，同比+67.91%。其中 2025Q2 实现营收 24.89 亿元，同比+8.75%，环比-15.12%；归母净利润 2.66 亿元，同比+19.08%，环比+4.75%；扣非归母净利润 2.71 亿元，同比+31.18%，环比+40.33%。
- ◆ **扣非净利增长，能源服务增长突出。**公司 25H1 实现扣非归母净利润 4.64 亿元，同比+67.91%。报告期内，公司持续滚动开发分布式光伏项目，不断拓展虚拟电厂、售电、绿电和绿证等能源交易服务业务，能源服务收入及利润同比大幅提升。同时，公司下属风电、热电联产等存量电厂本期业绩同比也有所提升。分业务来看，2025H1 电力销售营业收入 27.86 亿元，同比+3.09%；热力销售业务营业收入 11.57 亿元，同比-14.42%；能源服务业务表现亮眼，营业收入 10.79 亿元，同比+378.81%，其中节能与技术服务营业收入 8.82 亿元，同比+474.49%；交易服务营业收入 1.97 亿元，同比+174.44%。公司有望持续受益于能源清洁低碳转型与电力市场化改革，未来业绩具备持续增长潜力。
- ◆ **“能源资产+能源服务”双轮驱动，构建能源生态闭环。**能源资产业务方面，公司持续开发新能源项目，优化资产结构，不断提升可再生能源装机占比（截至 25H1 末为 60.7%）。截至 2025 年 6 月 30 日，公司并网运营总装机容量为 6,479.19MW，其中：燃机热电联产 2,017.14MW，燃煤热电联产 203MW，光伏发电 2,462.91MW（分布式光伏 1,998.57MW，集中式光伏 464.34MW），风电 817.85MW，垃圾发电 149MW，储能 829.29MW（电网侧储能 800MW，用户侧储能 29.29MW）。此外，公司海门异地重建燃煤热电联产项目（27MW）、重庆石柱二期风电项目（20MW）和建德抽水蓄能电站项目（2,400MW）等重点项目正在按照既定建设节点稳步推进中。能源服务业务方面，聚焦节能服务及交易服务两大方向：1）节能服务端，截至 2025 年 6 月 30 日，公司分布式光伏项目并网装机容量 1,998.57MW。累计新增并网 740.97MW，转让 300.33MW。2）交易服务端，报告期内，公司管理售电量约 156 亿 kWh，绿电交易 3.55 亿 kWh，虚拟电厂业务可调负荷规模约 690MW，平台管理用户规模超 20GW。未来，公司将持续强化“资产推动服务客户导入，服务驱动资产增值”的模式，可显著提升资产利用率和投资回报率。
- ◆ **数字能源耦合深化，新能源 RWA 前景广阔。**新能源资产凭借稳定现金流预期、实体价值锚定明确、全生命周期运营成本低等核心特性，已成为当前能源资产通证化的最优锚定标的。2024 年 12 月，公司携手蚂蚁数科，依托区块链技术，成功完成基于光伏实体资产的 RWA 发行。这是国内首单光伏实体资产 RWA，助力国内绿色资产与境外资金高效连接，实现数字技术赋能实体产业。2025 年 6 月，公司携手蚂蚁数科成立合资企业“蚂蚁鑫能”，通过融合蚂蚁数科的尖端数字技术与公司深耕能源产业的场景积淀，聚焦电站智能运维、电力交易策略优化及虚拟电厂协同控制三大核心场景的 AI 技术落地。蚂蚁鑫能将成为协鑫在新时代的核心增长引擎

公司快报

电力及公用事业 | 其他发电III

投资评级

买入(维持)

股价(2025-09-01)

12.80 元

交易数据	
总市值（百万元）	20,778.56
流通市值（百万元）	20,778.56
总股本（百万股）	1,623.32
流通股本（百万股）	1,623.32
12 个月价格区间	13.70/6.47

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.97	45.49	46.77
绝对收益	9.59	63.28	82.97

分析师

贺朝晖

SAC 执业证书编号：S0910525030003

hezhaohui@huajinsc.cn

分析师

周涛

SAC 执业证书编号：S0910523050001

zhoutao@huajinsc.cn

相关报告

协鑫能科：24 年扣非净利润增长，能源服务增速亮眼-华金证券-电新-协鑫能科-公司快报 2025.5.2

协鑫能科：扣非净利润高增，“电力+算力”战略稳步推进-华金证券-电新-协鑫能科-公司快报 2024.10.30

之一，标志着公司实现从“业务驱动”到“价值驱动”的战略升级，科技能力将全面转化为公司的核心竞争优势。

◆ **投资建议：**公司持续优化资产结构，深入推进“双轮驱动”战略。立足多业态绿色能源资产管理，打造多品类综合能源服务，有望成为领先的能源生态服务商。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.05、8.48 和 9.80 亿元，对应 EPS 为 0.43、0.52 和 0.60 元，PE 为 30、25、21 倍，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**1、政策落地风险。2、新能源装机低于预期。3、行业竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,144	9,796	10,910	12,050	13,392
YoY(%)	-5.0	-3.4	11.4	10.5	11.1
归母净利润(百万元)	909	489	705	848	980
YoY(%)	33.7	-46.2	44.3	20.2	15.6
毛利率(%)	21.7	27.7	23.4	23.9	23.7
EPS(摊薄/元)	0.56	0.30	0.43	0.52	0.60
ROE(%)	7.5	4.3	5.1	5.9	6.4
P/E(倍)	22.9	42.5	29.5	24.5	21.2
P/B(倍)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
净利率(%)	9.0	5.0	6.5	7.0	7.3

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8973	11968	10337	10625	10003
现金	3167	4151	3367	1377	1588
应收票据及应收账款	3847	5010	4854	6041	6067
预付账款	232	264	317	609	233
存货	412	640	87	711	178
其他流动资产	1315	1904	1712	1887	1937
非流动资产	22920	28491	28661	28286	28216
长期投资	2907	2394	2570	2425	2456
固定资产	11854	18164	18227	18171	18115
无形资产	2607	2688	3006	3141	3352
其他非流动资产	5552	5245	4858	4548	4293
资产总计	31893	40459	38998	38911	38220
流动负债	9300	12370	12080	13181	13484
短期借款	3164	3956	3956	3956	3956
应付票据及应付账款	1070	1175	1473	1432	1805
其他流动负债	5066	7239	6651	7793	7723
非流动负债	9727	14625	12904	11111	9360
长期借款	5772	8596	6875	5081	3330
其他非流动负债	3955	6029	6029	6029	6029
负债合计	19027	26995	24984	24292	22844
少数股东权益	1891	1725	1732	1740	1750
股本	1623	1623	1623	1623	1623
资本公积	8046	8592	8592	8592	8592
留存收益	1802	2004	2487	3057	3745
归属母公司股东权益	10975	11739	12282	12879	13626
负债和股东权益	31893	40459	38998	38911	38220

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2279	2425	3064	1150	3563
净利润	962	582	713	857	990
折旧摊销	893	1093	1172	1246	1324
财务费用	690	716	676	607	521
投资损失	-906	-280	-376	-362	-384
营运资金变动	231	-186	915	-1177	1136
其他经营现金流	409	500	-36	-21	-24
投资活动现金流	-1351	-5234	-930	-488	-847
筹资活动现金流	-1681	3568	-2917	-2652	-2505

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.56	0.30	0.43	0.52	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.49	1.89	0.71	2.19
每股净资产(最新摊薄)	6.76	7.23	7.57	7.93	8.39

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10144	9796	10910	12050	13392
营业成本	7938	7086	8361	9173	10220
营业税金及附加	74	89	87	86	95
营业费用	124	108	120	145	174
管理费用	870	855	927	1024	1205
研发费用	32	30	34	42	54
财务费用	690	716	676	607	521
资产减值损失	-114	-382	-164	-121	-134
公允价值变动收益	0	5	5	5	5
投资净收益	906	280	376	362	384
营业利润	1276	944	1037	1313	1477
营业外收入	41	51	30	32	39
营业外支出	60	59	40	43	51
利润总额	1257	936	1027	1302	1465
所得税	295	354	315	446	475
税后利润	962	582	713	857	990
少数股东损益	53	93	7	9	10
归属母公司净利润	909	489	705	848	980
EBITDA	2628	2712	2837	3112	3262

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-5.0	-3.4	11.4	10.5	11.1
营业利润(%)	76.9	-26.0	9.8	26.6	12.5
归属于母公司净利润(%)	33.7	-46.2	44.3	20.2	15.6
获利能力					
毛利率(%)	21.7	27.7	23.4	23.9	23.7
净利率(%)	9.0	5.0	6.5	7.0	7.3
ROE(%)	7.5	4.3	5.1	5.9	6.4
ROIC(%)	5.2	3.1	3.7	4.1	4.6
偿债能力					
资产负债率(%)	59.7	66.7	64.1	62.4	59.8
流动比率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.9	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	8.5	6.3	6.3	6.3	6.3
估值比率					
P/E	22.9	42.5	29.5	24.5	21.2
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.9	14.4	13.3	12.2	11.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

贺朝晖、周涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn