

协鑫能科 (002015)

能源服务快速放量，新能源 RWA 打造新增长引擎

报告摘要

◆ 事件：公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 54.22 亿元，同比增长 15.29%；归母净利润 5.19 亿元，同比增长 26.42%；扣非归母净利润 4.64 亿元，同比+67.91%。2025 年 Q2 公司实现营业收入 24.89 亿元，同比增长 8.75%；归母净利润 2.66 亿元，同比增长 19.08%；扣非归母净利润 2.71 亿元，同比+31.18%。

◆ 2025H1 利润增速亮眼，能源服务快速放量

2025 年上半年公司业绩表现优异，主要原因为：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。盈利能力来看，2025H1 毛利率为 26.93%，同比+1.57pcts，主要系电厂盈利好转及新业务能源服务占比提升。期间费用管控良好，2025H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.74/5.82/6.86/0.04%，分别同比-0.42/-1.22/-1.06/-0.28pcts。

◆ “能源资产+能源服务”双轮驱动，基本盘业务持续夯实

1) 能源资产：2025 年上半年，公司以电力、热力销售为业务根基，自持优质能源资产，并通过精细化资产运营稳固整体收益底盘；同时持续开发新能源项目优化资产结构。截至 2025 年 6 月 30 日，公司并网运营总装机容量为 6479.19MW，其中可再生能源装机占发电总装机的比例为 60.7%。2) 能源服务：2025 年上半年能源服务业务收入 10.79 亿元，同比+378.81%，占营收比重提升至 19.9%。节能服务领域，公司持续滚动开发分布式光伏，分布式能源资产运营管理规模稳步增长。截至 2025 年 6 月 30 日，公司分布式光伏项目并网装机容量 1998.57MW。交易服务领域，公司持续提升能源资产管理、虚拟电厂、售电、绿电、绿证、储能等业务规模。2025 年上半年，公司管理售电量约 156 亿 kWh，绿电交易 3.55 亿 kWh，国内国际绿证对应电量合计 10.89 亿 kWh。公司虚拟电厂业务已由江苏逐步拓展至上海、浙江、四川、深圳等区域，截至 2025 年 6 月 30 日，公司虚拟电厂业务可调负荷规模约 690MW，其中，公司在江苏省内辅助服务市场实际可调负荷规模占比约 30%，平台管理用户规模超 20GW。

◆ 携手蚂蚁数科成立蚂蚁鑫能，能源 AI 有望成为新增长引擎

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，已成为当前资产上链的最优锚定标的。2024 年 12 月，公司与蚂蚁数科战略签约并合作完成超 2 亿元人民币光伏绿色资产 RWA，是国内首单光伏实体资产 RWA。2025 年 6 月，公司与蚂蚁数科宣布成立新公司蚂蚁鑫能，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，并进一步探索能源资产通证化创新方案的规模化

投资评级

买入

维持评级

2025 年 09 月 19 日

收盘价(元):

11.60

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	1,623.32
总市值(百万)	18,830.57
流通股本(百万股)	1,623.32
流通市值(百万)	18,830.57
12 月最高/最低价(元)	15.00/6.32
资产负债率(%)	66.72
每股净资产(元)	7.45
市盈率(TTM)	31.51
市净率(PB)	1.56
净资产收益率(%)	4.29

股价走势图



作者

闫智 分析师
SAC 执业证书：S0640524070001
联系电话：
邮箱：yanz@avicsec.com

卢正羽 分析师
SAC 执业证书：S0640521060001
联系电话：010-59219562
邮箱：luzy@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
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

应用，未来有望成为公司的新增长引擎，标志着公司实现从“业务驱动”到“价值驱动”的战略升级。

◆ 投资建议

预计公司 2025-27 年实现营收 106.62 亿元/118.84 亿元/131.67 亿元，归母净利润 9.01 亿元/11.33 亿元/13.17 亿元，当前股价对应市盈率为 21.0X/16.6X/14.3X，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观经济下行；原材料价格波动；客户拓展不及预期；能源服务推进不及预期等

能源资产主业盈利修复，能源服务新业务初具规模 —2025-05-26

Q3 业绩大幅提升，新能源业务快速推进 —2024-11-13

主业盈利能力提升，“光储充算”一体化持续发力 —2024-09-22

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10143.69	9796.41	10662.05	11883.84	13166.72
增长率（%）	-5.05	-3.42	8.84	11.46	10.80
归母净利润（百万元）	908.99	489.04	900.50	1133.29	1317.38
增长率（%）	33.71	-46.20	84.14	25.85	16.24
毛利率（%）	21.75	27.66	28.67	29.14	29.72
每股收益	0.56	0.30	0.55	0.70	0.81
市盈率 PE	20.72	38.50	20.91	16.62	14.29
市净率 PB	1.72	1.60	1.52	1.44	1.34
净资产收益率 ROE（%）	8.28	4.17	7.29	8.64	9.41

资料来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3167	4151	2132	2377	2633	营业收入	10144	9796	10662	11884	13167
应收票据及账	3899	5083	4536	4730	4880	营业成本	7938	7086	7605	8421	9254
预付账款	232	264	290	323	358	税金及附加	74	89	96	107	119
其他应收款	542	567	574	640	709	销售费用	124	108	107	119	132
存货	412	640	473	524	575	管理费用	870	855	906	1010	1053
其他流动资产	721	1263	879	979	1084	研发费用	32	30	27	24	40
流动资产总计	8973	11968	8883	9572	10239	财务费用	690	716	606	500	329
长期股权投资	2907	2394	2450	2507	2564	资产减值损失	-72	-262	-181	-119	-132
固定资产	13386	19748	17973	17443	15315	信用减值损失	-41	-120	-107	-119	-92
在建工程	2526	1927	4106	3285	2463	其他经营损益	-0	-0	-0	-0	-0
无形资产	2534	2664	2143	1621	1099	投资收益	906	280	217	207	157
长期待摊费用	43	130	65	0	0	公允价值变动	0	5	0	0	0
其他非流动资	1524	1628	1635	1624	1612	资产处置收益	-30	58	11	11	11
非流动资产合	22920	28491	28373	26480	23053	其他收益	97	70	50	50	50
资产总计	31893	40459	37256	36052	33292	营业利润	1276	944	1304	1732	2234
短期借款	3164	3956	4312	4373	3199	营业外收入	41	51	33	33	33
应付票据及账	1070	1175	984	1090	1197	营业外支出	60	59	43	43	43
其他流动负债	5066	7239	5291	5860	6433	其他非经营损	0	0	0	0	0
流动负债合计	9300	12370	10587	11323	10829	利润总额	1257	936	1294	1722	2223
长期借款	7308	10058	7971	5192	1952	所得税	295	354	336	516	823
其他非流动负	2420	4568	4568	4568	4568	净利润	962	582	958	1205	1401
非流动负债合	9727	14625	12539	9760	6519	少数股东损益	53	93	57	72	83
负债合计	19027	26995	23126	21083	17348	归属母公司净	909	489	901	1133	1317
股本	1623	1623	1623	1623	1623	EBITDA	2961	2894	7094	8171	9036
资本公积	8046	8592	8592	8592	8592	NOPLAT	872	906	1406	1555	1608
留存收益	1306	1524	2133	2900	3791	EPS (元)	0.56	0.30	0.55	0.70	0.81
归属母公司权	10975	11739	12348	13115	14006	主要财务比率					
少数股东权益	1891	1725	1782	1854	1937	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	12866	13464	14130	14969	15944	成长能力					
负债和股东权	31893	40459	37256	36052	33292	营收增长率	-5.0%	-3.4%	8.8%	11.5%	10.8%
现金流量表						营业利润增长	76.9%	-26.0%	38.1%	32.8%	29.0%
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	23.8%	-15.2%	15.0%	16.9%	14.9%
税后经营利润	962	582	760	1025	1270	EBITDA增长率	13.5%	-2.3%	145.1%	15.2%	10.6%
折旧与摊销	1013	1242	5194	5950	6484	归母净利润增	33.7%	-46.2%	84.1%	25.9%	16.2%
财务费用	690	716	606	500	329	经营现金流增	145.4%	6.4%	127.1%	40.6%	8.4%
投资损失	-906	-280	-217	-207	-157	盈利能力					
营运资金变动	231	-186	-1073	231	269	毛利率	21.7%	27.7%	28.7%	29.1%	29.7%
其他经营现金	289	351	237	246	196	净利率	9.5%	5.9%	9.0%	10.1%	10.6%
经营性现金流	2279	2425	5508	7745	8393	营业利润率	12.6%	9.6%	12.2%	14.6%	17.0%
资本支出	3228	4086	5000	4000	3000	ROE	8.3%	4.2%	7.3%	8.6%	9.4%
长期投资	245	684	0	0	0	ROA	2.9%	1.2%	2.4%	3.1%	4.0%
其他投资现金	1632	-1833	101	83	34	ROIC	4.1%	4.1%	5.6%	5.9%	6.6%
投资性现金流	-1351	-5234	-4899	-3917	-2966	估值倍数					
短期借款	690	791	356	61	-1174	P/E	20.7	38.5	20.9	16.6	14.3
长期借款	-1034	2750	-2086	-2779	-3241	P/S	1.9	1.9	1.8	1.6	1.4
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
资本公积增加	604	546	0	0	0	股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金	-1941	-520	-897	-867	-755	EV/EBIT	16.1	15.8	17.3	13.6	10.1
筹资性现金流	-1681	3568	-2627	-3585	-5170	EV/EBITDA	10.6	9.0	4.6	3.7	2.9
现金流量净额	-753	754	-2018	244	257	EV/NOPLAT	35.9	28.8	23.4	19.4	16.1

资料来源：iFind，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:

中航证券先进制造团队: 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

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发送或为任何就发送、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