

2026年04月06日

嘉泽新能 (601619.SH)

投资评级：买入（维持）

——业绩符合预期 电价机制改革开启盈利新篇章

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

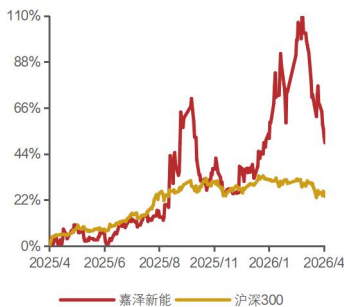
蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026年04月03日

收盘价(元)	5.01
一年内最高/最低(元)	7.15/3.34
总市值(百万元)	14,593.00
流通市值(百万元)	12,197.78
总股本(百万股)	2,912.77
资产负债率(%)	65.13
每股净资产(元/股)	2.70

资料来源:聚源数据

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2025 年年报, 2025 年公司实现营业收入 25 亿元, 同比增长 3.2%, 实现归母净利润 7.14 亿元, 同比增长 13.35%, 对应 Q4 实现归母净利润 1.19 亿元, 同比增长 50.6%, 略超我们的预期。
- **风资源较好+费用压降+减值冲回, 公司全年业绩亮眼。在收入端, 公司收入小幅上涨 3.2%, 电量上涨弥补电价下滑的影响, 公司 2025 年实现上网电量 55 亿 kwh, 同比增长 10.37%, 实现度电收入 0.412 元/千瓦时, 同比下降 4 分钱, 其中宁夏风电电价下降 7 分钱, 山东风电电价基本持平; 在成本端, 公司成本同比增长 13.9%, 预计主因新增装机带来折旧增加, 受此影响公司毛利率同比下滑 4 个百分点; 在费用端, 公司全年压降费用效果显著, 2025 年公司压降管理费用和财务费用合计约 0.7 亿元, 同时公司信用减值收益 0.1 亿元(去年同期为 -0.45 亿元), 预计主因公司收回大比例应收账款后部分减值冲回。**
- **预计后续电价下降幅度有限, 公司存量机组盈利稳健。** 公司风电装机主要位于山东、宁夏两地, 2025 年公司宁夏风电上网电价 0.48 元/千瓦时, 同比下滑 0.07 元/千瓦时, 宁夏地区外送特高压投产+新增装机放缓, 预计未来交易电价降幅有限; 2025 年公司山东风电上网电价 0.5354 元/千瓦时, 同比下降 0.007 元/千瓦时, 近几年基本持平, 山东 136 号文细则延续政策友好性, 预计其未来电价维持较高水平。
- **在建待建风电 2GW, 预计未来几年陆续投产贡献业绩增长。** 截至 2025 年底, 公司拥有在建待建风电约 2GW, 主要位于黑龙江、广西、吉林三地, 按照当前 136 号文政策导向, 新增项目采用竞价模式确定是否进入机制电量以及机制电价, 考虑到黑龙江、广西两地风资源较好, 且当前风电建造成本较低, 我们预计未来项目投产后收益率较高, 有望持续为公司贡献业绩成长。
- **公司立足黑龙江、吉林两大基地, 稳步推进绿色燃料项目建设, 整体规划规模为 19 万吨绿色乙醇+60 万吨绿色甲醇。1) 黑龙江项目:** 规划总产能为 45 万吨绿色甲醇、15 万吨绿色乙醇、10 万吨绿色航煤; 其中一期计划 2025—2027 年投资建设, 建成后可形成 24 万吨/年绿色甲醇、8 万吨/年绿色乙醇或 5 万吨绿色航煤产能。2) 吉林项目: 2025 年 8 月 1 日, 敦化市绿氢醇化工联产项目完成备案, 建成后可年产 4 万吨乙醇、15 万吨绿色甲醇。公司采用绿色乙醇与绿色甲醇联产工艺, 能源利用效率更高、项目成本优势显著。同时, 乙醇可通过 ATJ 醇喷合成技术转化为可持续航空燃料(SAF)。依托当前旺盛的 SAF 下游需求, 当前行业技术发展给公司在乙醇生产基础上进一步延伸产业链、提升附加值提供可行性。
- **盈利预测与评级:** 我们预计公司 2026—2028 年归母净利润分别为 8.95、9.84、16.3 亿元, 同比增速分别为 25.3%、9.96%、65.6%, 当前股价对应的 PE 分别为 16、15、9 倍, 继续维持“买入”评级。
- **风险提示。** 风电投产进度不及预期; 风电电量、电价波动风险; 绿色甲醇投产进度不及预期

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,422	2,499	2,613	2,999	4,796
同比增长率(%)	0.79%	3.20%	4.56%	14.75%	59.92%
归母净利润(百万元)	630	714	895	984	1,629
同比增长率(%)	-21.53%	13.35%	25.26%	9.96%	65.62%
每股收益(元/股)	0.22	0.25	0.31	0.34	0.56
ROE(%)	9.14%	9.01%	10.40%	10.53%	15.41%
市盈率(P/E)	23.16	20.43	16.31	14.83	8.96

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)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,136	1,488	1,676	1,677
应收票据及账款	2,846	3,938	4,354	6,701
预付账款	6	6	7	11
其他应收款	95	100	114	183
存货	0	0	0	0
其他流动资产	143	150	172	275
流动资产总计	4,226	5,682	6,324	8,847
长期股权投资	145	154	162	170
固定资产	13,427	14,045	16,020	18,329
在建工程	2,580	3,064	3,048	2,532
无形资产	1,500	1,408	1,316	1,223
长期待摊费用	2	4	2	0
其他非流动资产	931	931	931	931
非流动资产合计	18,585	19,605	21,478	23,184
资产总计	22,811	25,287	27,802	32,031
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	676	753	875	1,485
其他流动负债	1,395	1,576	1,817	2,929
流动负债合计	2,071	2,329	2,692	4,414
长期借款	4,874	6,415	7,824	9,099
其他非流动负债	7,913	7,913	7,913	7,913
非流动负债合计	12,786	14,328	15,737	17,012
负债合计	14,857	16,657	18,429	21,426
股本	2,913	2,913	2,913	2,913
资本公积	2,259	2,259	2,259	2,259
留存收益	2,754	3,429	4,172	5,403
归属母公司权益	7,925	8,601	9,344	10,575
少数股东权益	29	29	29	30
股东权益合计	7,954	8,630	9,374	10,605
负债和股东权益合计	22,811	25,287	27,802	32,031

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	715	701	787	1,433
折旧与摊销	887	992	1,135	1,302
财务费用	461	362	439	502
投资损失	-17	-179	-179	-179
营运资金变动	717	-845	-91	-800
其他经营现金流	-14	229	229	228
经营性现金净流量	2,750	1,259	2,321	2,487
投资性现金净流量	-1,473	-1,867	-2,861	-2,861
筹资性现金净流量	-532	961	728	375
现金流量净额	745	352	188	1

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,499	2,613	2,999	4,796
营业成本	1,065	1,187	1,379	2,341
税金及附加	26	27	31	50
销售费用	0	0	0	0
管理费用	179	222	244	254
研发费用	0	0	0	0
财务费用	461	362	439	502
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	10	10	12	18
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	17	179	179	179
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	60	60	60	60
营业利润	855	1,063	1,155	1,906
营业外收入	1	4	4	4
营业外支出	13	14	14	14
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	843	1,053	1,145	1,895
所得税	129	158	160	265
净利润	715	895	984	1,630
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司股东净利润	714	895	984	1,629
EPS(元)	0.25	0.31	0.34	0.56

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	3.20%	4.56%	14.75%	59.92%
营业利润增长率	9.53%	24.38%	8.60%	65.02%
归母净利润增长率	13.35%	25.26%	9.96%	65.62%
经营现金流增长率	53.97%	-54.22%	84.33%	7.16%
盈利能力				
毛利率	57.38%	54.56%	54.00%	51.18%
净利率	28.59%	34.25%	32.82%	33.99%
ROE	9.01%	10.40%	10.53%	15.41%
ROA	3.13%	3.54%	3.54%	5.09%
估值倍数				
P/E	20.43	16.31	14.83	8.96
P/S	5.84	5.58	4.87	3.04
P/B	1.85	1.71	1.57	1.39
股息率	1.20%	1.50%	1.65%	2.73%
EV/EBITDA	8	8	8	6

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）。