

南网能源 (003035.SZ)

业绩稳健增长，积极推进业务转型升级

优于大市

核心观点

业绩稳健增长。2026年上半年，公司实现营业收入人民币17.39亿元，同比增长8.48%，营收增速快于成本增速1.56pct，带动综合毛利率提升至36.01%，同比提高0.93pct。公司实现归母净利润2.27亿元，同比增长5.97%。利润总额增速低于营业利润增速主要系费用有所增加以及资产减值损失增加、信用减值损失减少等因素的综合影响所致。

分业务看，2026H1公司智慧能源项目实现收入9.82亿元，占比56.47%，同比增长7.73%，毛利率49.66%，同比提高1.00pct，主要系2025年投产的智慧绿电能源站项目收益持续释放以及供冷热项目提质增效所致。节能降碳项目实现收入4.47亿元，占比25.73%，同比增长1.19%，毛利率11.26%，同比提高1.32pct，报告期内公司新增节能服务面积82.8万平方米，中标佛山市禅城区全国首个公共机构虚拟电厂标杆项目。综合资源利用项目实现收入2.82亿元，占比16.23%，同比增长16.68%，主要系藤县项目和赤水项目发电量同比增长所致，但毛利率28.03%，同比下降2.29pct。节能服务实现收入0.27亿元，占比1.56%，同比大幅增长265.49%，公司以高端服务拓展多元化收益渠道，能碳交易服务与数字化服务业务持续增长。

全面推动业务转型。公司以“投资+服务+产品”为核心业务载体，持续优化退出智慧绿电项目策略，推动实现智慧绿电项目平稳退出，积极推进业务转型升级，全面启动基于节能降碳的气体、高效节能热泵、电能质量治理业务、碳业务、新型储能、绿电氢能等6项新业务，盈利能力有望进一步改善，带动公司业绩稳健成长。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，项目建设不及预期，政策不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司优化退出智慧绿电项目等因素的影响，下调盈利预测，预计2026-2028年公司归母净利润4.5/5.3/6.4亿元（2026-2027原为6.5/7.4亿元，新增2028年预测），同比增速31%/16%/20%，对应当前股价PE为47/40/33X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,155	3,678	3,996	4,319	4,641
(+/-%)	5.6%	16.6%	8.63%	8.10%	7.44%
净利润(百万元)	-58	346	453	528	635
(+/-%)	-118.7%	-696.1%	30.7%	16.5%	20.4%
每股收益(元)	-0.02	0.09	0.12	0.14	0.17
EBIT Margin	28.0%	29.4%	28.9%	29.9%	31.4%
净资产收益率(ROE)	-0.9%	5.0%	6.2%	6.7%	7.6%
市盈率(PE)	-364.3	61.1	46.7	40.1	33.3
EV/EBITDA	20.8	18.6	17.5	16.0	14.7
市净率(PB)	3.20	3.05	2.88	2.70	2.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·电力

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：刘汉轩

010-88005198

liuhanxuan@guosen.com.cn

S0980524120001

证券分析师：崔佳诚

021-60375416

cuijiacheng@guosen.com.cn

S0980525070002

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

5.59元

总市值/流通市值

21174/21174百万元

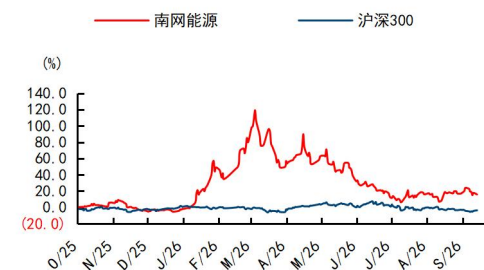
52周最高价/最低价

11.00/4.56元

近3个月日均成交额

232.82百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

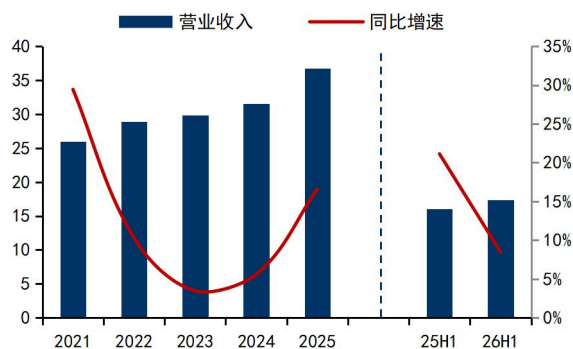
相关研究报告

《南网能源(003035.SZ)-生物质业务减值拖累业绩增长，业务结构转型推进》——2025-03-31

业绩稳健增长。2026 年上半年，公司实现营业收入人民币 17.39 亿元，同比增长 8.48%，营收增速快于成本增速 1.56pct，带动综合毛利率提升至 36.01%，同比提高 0.93pct。公司实现归母净利润 2.27 亿元，同比增长 5.97%。利润总额增速低于营业利润增速主要系费用有所增加以及资产减值损失增加、信用减值损失减少等因素的综合影响所致。

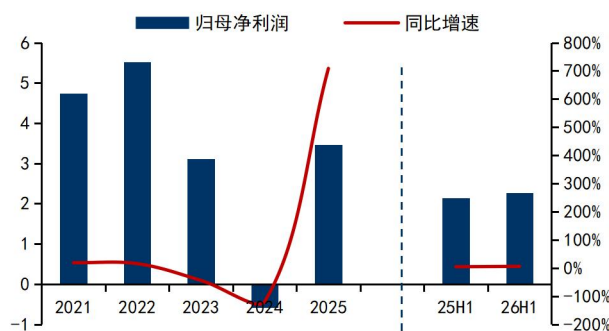
分业务看，2026H1 公司智慧能源项目实现收入 9.82 亿元，占比 56.47%，同比增长 7.73%，毛利率 49.66%，同比提高 1.00pct，主要系 2025 年投产的智慧绿电能源站项目收益持续释放以及供冷热项目提质增效所致。节能降碳项目实现收入 4.47 亿元，占比 25.73%，同比增长 1.19%，毛利率 11.26%，同比提高 1.32pct，报告期内公司新增节能服务面积 82.8 万平方米，中标佛山市禅城区全国首个公共机构虚拟电厂标杆项目。综合资源利用项目实现收入 2.82 亿元，占比 16.23%，同比增长 16.68%，主要系藤县项目和赤水项目发电量同比增长所致，但毛利率 28.03%，同比下降 2.29pct。节能服务实现收入 0.27 亿元，占比 1.56%，同比大幅增长 265.49%，公司以高端服务拓展多元化收益渠道，能碳交易服务与数字化服务业务持续增长。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



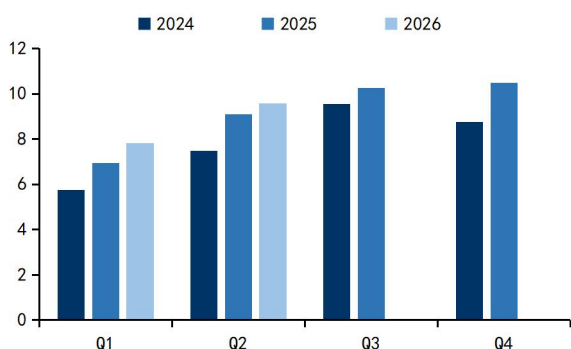
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



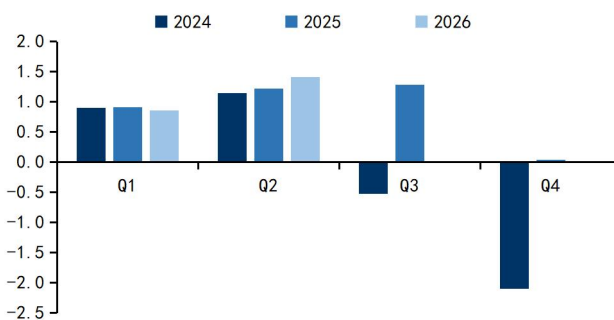
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



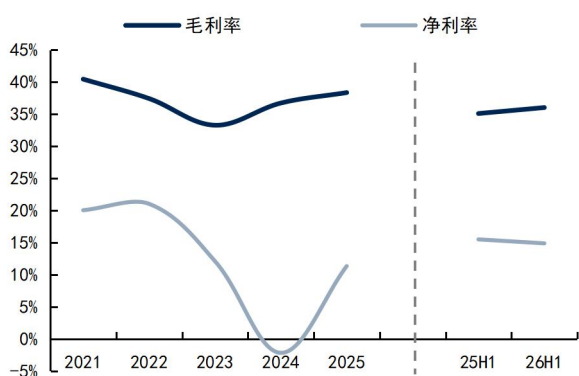
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率提高但净利率下降，费用水平有所提高。2026 上半年，公司毛利率为 36.01%，同比提升 0.93pct；但净利率为 14.87%，同比下降 0.62pct。公司经营期间费用率合计 18.28%，同比提高 1.70pct。其中，销售费用同比增加 1.60%；

管理费用同比大幅增加 31.46%主要系人员增加，人工成本增长所致；财务费用同比增加 9.61%；研发费用同比增加 106.84%，主要系报告期内公司加大科技项目投入，导致研发投入同比增加所致。

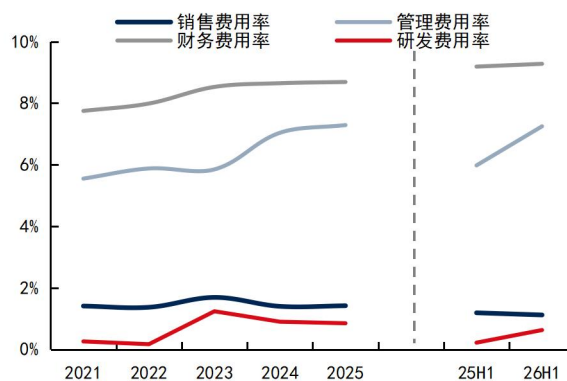
ROE 平稳，投资性现金流规模缩减。2026 年上半年，公司 ROE 为 3.21%，同比提高 0.03pct，资产周转率及权益乘数略微提高。公司经营性现金净流入 6.43 亿元，同比增长 19.94%；投资性现金净流出 5.96 亿元，同比减少 71.47%，主要系报告期内公司由持有智慧绿电项目向多能协同与智慧运营转型，重点拓展节能降碳及智慧能源领域的高端服务业务，不再新增持有智慧绿电项目，因此购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年同期有所下降所致；融资性现金流转为净流出 1.46 亿元，主要系报告期内新增带息负债同比下降所致。

图5：公司毛利率、净利率情况



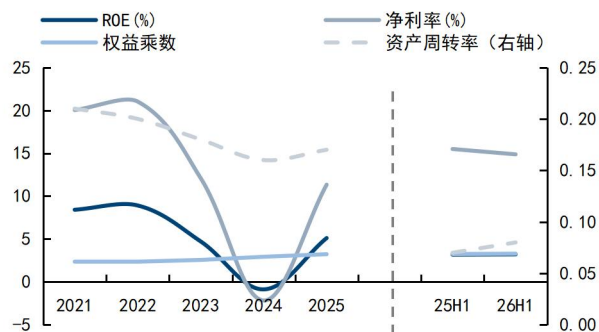
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司三项费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司 ROE 及杜邦分析



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司现金流情况（单位：亿元，未经调整）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

假设前提

2026 年全国用电量保持较高增速，数据中心及充换电贡献边际增量，叠加新能源上网电价下行，项目收益率下降，装机增速放缓，电力市场边际供需向紧平衡态势演进。目前广东、江苏等多省月度电价出现回升迹象，我们认为已出现电价触

底信号，2027 年电价有望回升，带动电力公司收益能力修复。同时，行业对综合能源服务的需求更趋多元精细，智慧能源行业加速发展，节能降碳行业加速升级。南网能源以“投资+服务+产品”为核心业务载体，持续优化退出智慧绿电项目策略，推动实现智慧绿电项目平稳退出，积极推进业务转型升级，全面启动基于节能降碳的气体、高效节能热泵、电能质量治理业务、碳业务、新型储能、绿电氢能等 6 项新业务，盈利能力有望进一步改善，带动公司业绩稳健成长。我们对公司未来业务拆分和预测如下：

表1：公司业务拆分和预测（单位：百万元）

		2025	2026E	2027E	2028E
节能降碳项目	营业收入	962	1,127	1,195	1,266
	毛利率	14%	13%	10%	12%
智慧能源项目	营业收入	2,079	2,030	2,273	2,511
	毛利率	52%	55%	56%	57%
节能服务	营业收入	132	157	166	174
	毛利率	57%	30%	34%	37%
综合资源利用项目	营业收入	555	639	639	639
	毛利率	32%	32%	32%	32%

资料来源：Wind，公司公告、国信证券经济研究所整理和测算

综合上述假设，预计 2026-2028 年公司营收为 40.0/43.2/46.4 亿元，同比增长 8.6%/8.1%/7.4%；归母净利润为 4.5/5.3/6.4 亿元，同比增长 30.7%/16.5%/20.4%。

表2：未来 3 年盈利预测表（单位：百万元）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3678	3996	4319	4641
营业成本	2268	2475	2644	2770
销售费用	52	57	61	66
管理费用	277	305	312	331
研发费用	7	15	16	18
财务费用	320	363	386	397
营业利润	378	742	864	1039
利润总额	375	739	861	1037
归母净利润	346	453	528	635

资料来源：Wind，公司公告、国信证券经济研究所整理和测算

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司优化退出智慧绿电项目等因素的影响，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润 4.5/5.3/6.4 亿元（2026-2027 原为 6.5/7.4 亿元，新增 2028 年预测），同比增速 31%/16%/20%，对应当前股价 PE 为 47/40/33X，维持“优于大市”评级。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (25A)	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E		
600116.SH	三峡水利	6.15	118	0.23	0.31	0.33	0.36	28.7	19.8	18.6	17.1	3.9%	无
600821.SH	金开新能	6.12	121	0.05	0.15	0.25	0.26	100.6	40.8	24.5	23.5	1.1%	优于大市
603105.SH	芯能科技	8.18	41	0.40	0.43	0.45	0.47	22.9	19.1	18.1	17.3	9.1%	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：三峡水利、芯能科技为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1195	938	1000	1266	2001	营业收入	3155	3678	3996	4319	4641
应收款项	2929	2958	2518	2367	2289	营业成本	1997	2268	2475	2644	2770
存货净额	17	13	14	14	13	营业税金及附加	7	10	11	11	12
其他流动资产	473	611	664	718	771	销售费用	44	52	57	61	66
流动资产合计	4614	4520	4196	4364	5074	管理费用	231	277	305	312	331
固定资产	14673	16777	19303	21377	22882	财务费用	273	320	363	386	397
无形资产及其他	85	64	55	47	39	投资收益	63	41	50	50	50
投资性房地产	703	953	953	953	953	资产减值及公允价值变动	(423)	(108)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	697	741	763	770	795	其他收入	(279)	(306)	(43)	(41)	(26)
资产总计	20771	23055	25270	27511	29743	营业利润	(37)	378	742	864	1039
短期借款及交易性金融负债	1471	1642	1775	1642	1642	营业外净收支	47	(3)	(3)	(3)	(3)
应付款项	1725	1787	1871	1871	1829	利润总额	11	375	739	861	1037
其他流动负债	1733	248	262	264	263	所得税费用	79	(41)	148	172	207
流动负债合计	4929	3678	3907	3777	3734	少数股东损益	(10)	70	138	161	194
长期借款及应付债券	5987	7913	8632	9260	9761	归属于母公司净利润	(58)	346	453	528	635
其他长期负债	2463	3660	4381	5488	6496						
长期负债合计	8451	11573	13013	14748	16258	现金流量表（百万元）					
负债合计	13379	15251	16920	18526	19992	净利润	(58)	346	453	528	635
少数股东权益	779	855	993	1154	1348	资产减值准备	405	(315)	18	16	13
股东权益	6613	6949	7357	7832	8404	折旧摊销	776	878	1025	1190	1347
负债和股东权益总计	20771	23055	25270	27511	29743	公允价值变动损失	405	(315)	18	16	13
						财务费用	273	320	363	386	397
关键财务与估值指标						营运资本变动	265	(1586)	484	100	(18)
每股收益	(0.02)	0.09	0.12	0.14	0.17	其它	(366)	2621	433	482	528
每股红利	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	经营活动现金流	1428	1629	2431	2331	2517
每股净资产	1.75	1.83	1.94	2.07	2.22	资本开支	(2578)	(3196)	(3561)	(3271)	(2857)
ROIC	-41.04%	7.80%	5%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	-0.88%	4.99%	6.16%	6.74%	7.56%	投资活动现金流	(2473)	(3269)	(3583)	(3278)	(2881)
毛利率	37%	38%	38%	39%	40%	权益性融资	151	19	0	0	0
EBIT Margin	28%	29%	29%	30%	31%	负债净变化	1548	1926	719	628	501
EBITDA Margin	53%	53%	55%	57%	60%	支付股利、利息	0	0	(45)	(53)	(64)
收入增长	6%	17%	9%	8%	7%	其它融资现金流	(1599)	(1496)	133	(133)	0
净利润增长率	-119%	-696%	31%	16%	20%	融资活动现金流	1292	1367	1215	1213	1099
资产负债率	68%	70%	71%	72%	72%	现金净变动	257	(257)	62	266	735
股息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.3%	货币资金的期初余额	938	1195	938	1000	1266
P/E	(364.3)	61.1	46.7	40.1	33.3	货币资金的期末余额	1195	938	1000	1266	2001
P/B	3.2	3.0	2.9	2.7	2.5	企业自由现金流	0	(2704)	(1128)	(947)	(361)
EV/EBITDA	20.8	18.6	17.5	16.0	14.7	权益自由现金流	0	(2275)	(567)	(761)	(178)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032