

协鑫能科（002015）

扣非稳增验证经营韧性，能源服务驱动增长提速

报告摘要

◆ 事件：公司发布 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年公司实现营业收入 103.26 亿元，同比增长 5.40%；归母净利润 4.04 亿元，同比下降 17.35%；扣非归母净利润 3.29 亿元，同比+11.82%。2026 年 Q1 公司实现营业收入 23.06 亿元，同比下降 21.37%；归母净利润 2.88 亿元，同比增长 13.50%；扣非归母净利润 2.53 亿元，同比+31.01%。

◆ 扣非净利稳增，减值扰动不改经营向好

2025 年归母净利下滑主因全年计提资产减值 5.08 亿元（含充换电、碳酸锂、燃煤热电等历史包袱），影响归母净利 4.85 亿元；若剔除减值，归母利润中枢约 9 亿元，同比+4.7%。2026Q1 扣非归母净利 2.53 亿元（+31.01%），利润增速显著快于收入端，主因燃机电厂运营效率优化、成本降幅高于收入降幅，叠加高毛利能源服务占比提升。盈利能力方面，2025 年/2026Q1 毛利率分别为 28.40%/30.62%，同比+0.74/+7.32pct；经营现金流净额分别为 31.67 亿元/5.17 亿元，同比+30.60%/+33.43%，经营现金流/归母净利约 7.84 倍，利润兑现质量较高。

◆ 能源资产：存量盈利修复显著，装机结构持续优化

2025 年电力销量 102.93 亿度（+13.03%），电力毛利 14.73 亿元（+7.8%），毛利率 27.5%（+1.4pct）；蒸汽销量 993.71 万吨（-4.70%），蒸汽毛利 5.16 亿元（+24.2%），毛利率 21.1%（+5.6pct），受益于燃料成本下行与精细化运营，存量资产盈利能力显著修复。装机方面，截至 2026Q1 末公司并网总装机 6023.53MW，可再生能源占比 57.98%，其中燃机热电联产 2017.14MW、光伏 2047MW、风电 837.85MW、垃圾发电 149MW、储能 790.54MW。在建项目方面，海门异地重建热电联产（27MW）、湖州热电联产技改（20MW）及建德抽水蓄能（2400MW）稳步推进。

◆ 能源服务：高增长第二曲线成型，收入占比持续提升

2025 年能源服务收入 17.93 亿元（+50.19%），占营收比重提升至 17.4%，其中节能与技术服务 12.66 亿元（+62.06%），交易服务 5.26 亿元（+27.69%）。节能服务端，2025 年分布式光伏新增并网 915.49MW，截至 26Q1 末累计并网 1583.29MW。交易服务端，26Q1 管理售电量约 103 亿 kWh，绿电交易 1.46 亿 kWh，绿证对应电量 6.21 亿 kWh；虚拟电厂可调负荷约 830MW（江苏省内辅助服务市场占比约 33%），已拓展至沪浙川深等区域；平台管理用户规模超 29.5GW，拥有国家“需求侧管理服务机构”一级资质。未来五年，公司将重点打造以能源服务为核心的业务协同生态，通过跨区域服务网络布局、数字化平台能力建设及标准化产品体系输出，有望推动能源服务收入占比突破 50%，使其成为驱动公司规模增长、利润提升及估值重构的战略支柱。

投资评级

买入

维持评级

2026 年 05 月 29 日

收盘价(元):

23.38

公司基本数据

总股本(百万股)	1,623.32
总市值(百万)	37,953.33
流通股本(百万股)	1,623.32
流通市值(百万)	37,953.33
12 月最高/最低价(元)	25.63/7.90
资产负债率(%)	64.23
每股净资产(元)	7.45
市盈率(TTM)	86.57
市净率(PB)	3.14
净资产收益率(%)	2.38

股价走势图



作者

闫智

分析师

SAC 执业证书：S0640524070001

邮箱：yanz031@avic.com

相关研究报告

能源服务快速放量，新能源 RWA 打造新增长引擎 —2025-09-25

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

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

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

◆ 投资建议

预计公司 2026-28 年实现营收 112.03 亿元/122.47 亿元/134.35 亿元，归母净利润 8.68 亿元/11.05 亿元/13.49 亿元，当前股价对应市盈率为 43.7X/34.4X/28.1X，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

财务数据与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	9796.41	10325.55	11203.44	12247.48	13434.53
增长率（%）	-3.42	5.40	8.50	9.32	9.69
归母净利润（百万元）	489.04	404.18	868.13	1104.64	1348.81
增长率（%）	-46.20	-17.35	114.79	27.24	22.10
毛利率（%）	27.66	28.40	30.30	31.33	31.88
每股收益	0.30	0.25	0.53	0.68	0.83
市盈率 PE	77.61	93.90	43.72	34.36	28.14
市净率 PB	3.23	3.21	3.03	2.83	2.61
净资产收益率 ROE（%）	4.17	3.42	6.93	8.23	9.29

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	4151	4582	3361	3674	4030	营业收入	9796	10326	11203	12247	13435
应收票据及账	5083	4402	4739	5181	5683	营业成本	7086	7394	7808	8411	9151
预付账款	264	192	255	279	306	税金及附加	89	93	95	104	114
其他应收款	567	849	723	790	867	销售费用	108	93	95	104	114
存货	640	348	493	531	578	管理费用	855	864	896	980	1075
其他流动资产	1263	995	1105	1208	1325	研发费用	30	18	22	24	27
流动资产总计	11968	11368	10676	11663	12789	财务费用	716	713	596	455	285
长期股权投资	2394	1870	1969	2067	2166	资产减值损失	-262	-423	-279	-305	-335
固定资产	19748	19201	17400	16843	14689	信用减值损失	-120	-85	-92	-100	-110
在建工程	1927	1913	4094	3276	2457	其他经营损益	-0	0	-0	-0	-0
无形资产	2664	2540	2025	1509	994	投资收益	280	209	199	199	199
长期待摊费用	130	123	61	0	0	公允价值变动	5	0	0	0	0
其他非流动资	1628	1593	1612	1603	1594	资产处置收益	58	228	85	85	85
非流动资产合	28491	27241	27161	25299	21899	其他收益	70	63	60	60	60
资产总计	40459	38609	37837	36962	34688	营业利润	944	1143	1663	2108	2568
短期借款	3956	3648	3746	3734	2363	营业外收入	51	36	43	43	43
应付票据及账	1175	490	955	1028	1119	营业外支出	59	93	71	71	71
其他流动负债	7239	7075	6811	7344	7995	其他非经营损	0	0	0	0	0
流动负债合计	12370	11213	11512	12106	11477	利润总额	936	1085	1635	2080	2540
长期借款	10058	9588	7595	4952	1874	所得税	354	437	553	704	860
其他非流动负	4568	4171	4171	4171	4171	净利润	582	648	1081	1376	1680
非流动负债合	14625	13759	11766	9123	6045	少数股东损益	93	243	213	271	331
负债合计	26995	24972	23278	21229	17522	归属母公司净	489	404	868	1105	1349
股本	1623	1623	1623	1623	1623	EBITDA	2894	3174	7437	8496	9323
资本公积	8592	8427	8427	8427	8427	NOPLAT	906	1028	1438	1639	1830
留存收益	1524	1761	2470	3373	4474	EPS (元)	0.30	0.25	0.53	0.68	0.83
归属母公司权	11739	11812	12521	13423	14525	主要财务比率					
少数股东权益	1725	1825	2038	2310	2641	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
股东权益合计	13464	13637	14559	15733	17166	成长能力					
负债和股东权	40459	38609	37837	36962	34688	营收增长率	-3.4%	5.4%	8.5%	9.3%	9.7%
现金流量表						营业利润增长	-26.0%	21.0%	45.5%	26.8%	21.8%
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	EBIT增长率	-15.2%	8.9%	24.1%	13.6%	11.4%
税后经营利润	582	648	872	1167	1471	EBITDA增长率	-2.3%	9.7%	134.3%	14.2%	9.7%
折旧与摊销	1242	1376	5206	5961	6498	归母净利润增	-46.2%	-17.4%	114.8%	27.2%	22.1%
财务费用	716	713	596	455	285	经营现金流增	6.4%	30.6%	100.5%	18.9%	9.4%
投资损失	-280	-209	-199	-199	-199	盈利能力					
营运资金变动	-186	262	-329	-67	-28	毛利率	27.7%	28.4%	30.3%	31.3%	31.9%
其他经营现金	351	377	202	230	230	净利率	5.9%	6.3%	9.7%	11.2%	12.5%
经营性现金流	2425	3167	6350	7547	8258	营业利润率	9.6%	11.1%	14.8%	17.2%	19.1%
资本支出	4086	3655	5000	4000	3000	ROE	4.2%	3.4%	6.9%	8.2%	9.3%
长期投资	684	182	0	0	0	ROA	1.2%	1.0%	2.3%	3.0%	3.9%
其他投资现金	-1833	2034	79	79	79	ROIC	3.9%	3.9%	5.7%	6.3%	7.5%
投资性现金流	-5234	-1439	-4921	-3921	-2921	估值倍数					
短期借款	791	-308	98	-12	-1371	P/E	77.6	93.9	43.7	34.4	28.1
长期借款	2750	-470	-1993	-2643	-3078	P/S	3.9	3.7	3.4	3.1	2.8
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	3.2	3.2	3.0	2.8	2.6
资本公积增加	546	-165	0	0	0	股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金	-520	-365	-755	-657	-532	EV/EBIT	16.4	16.5	23.0	19.3	15.9
筹资性现金流	3568	-1308	-2650	-3313	-4980	EV/EBITDA	9.4	9.4	6.9	5.8	4.8
现金流量净额	754	416	-1221	313	356	EV/NOPLAT	29.9	28.9	35.7	29.8	24.5

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。本报告仅供中航证券客户使用, 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、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

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