

电力设备与新能源行业|公司深度

证券研究报告

2025/9/11

九洲集团深度——

装备制造稳步增长，进击的综合能源服务商

证券分析师： 刘强

分析师登记编号： S1190522080001

证券分析师： 钟欣材

分析师登记编号： S1190524110004

报告摘要

1、专注智能配电网和网络能源，大额减值完成轻装上阵

公司专注智能配电网和网络能源，主营可分智能装备制造、新能源发电、综合智慧能源三大业务。智能装备制造业务上，公司保持与国内外头部企业合作，技术达到国际领先水平，具备国际化智能电气成套设备生产基地。新能源发电业务上，公司具备丰富的可再生能源前期开发和建设施工经验，截止2025年6月，公司累计建设、控制和持有新能源电站装机容量超2.7GW。综合智慧能源上，截止2025年6月，公司生物质业务顺利扭亏为盈，在2024年完成技改、大额减值后，轻装上阵效果初显，分散式风电在手项目充裕，有力保障远期成长。

2、电网工程投资持续增长，公司产品矩阵丰富紧抓行业增长

2024年全国电网工程完成投资6083亿元，同比增长15.3%，创历史新高。根据南网部署，预计2024年至2027年，大规模设备更新投资规模将达到1953亿元。电网工程投资持续增长打开了电力设备市场空间。公司产品矩阵丰富，紧抓行业机遇，智能配电网及网络能源订单持续扩张，增量打破同时期历史记录。

3、综合智慧能源业务迎来盈利拐点，营业收入有望保持持续增长

生物质业务方面，在收入端，通过技术改造增加连续发电时间、拓展供售热等非电收入；在费用端通过加强供应链管理，优化燃料采购、运输和存储成本。公司生物质资产创收结构得到优化，燃料收储成本有效降低，同时机组利用率提升，2025年上半年迎来营收与盈利双增长。随着分散式“风电+储能”、“风电+供热”等模式逐步展开，公司综合智慧能源业务营收与盈利有望保持增长。

5、估值与盈利预测

我们预计2025/2026/2027年公司营业收入分别为16.46/18.37/19.84亿元,同比增长11.13%/11.58%/8.05%；归母净利润分别为0.98亿元、1.58亿元、1.88亿元，同比增长117.98%/61.51%/18.61%，对应EPS分别为0.16/0.26/0.31元，当前股价对应PE为45.49/28.16/23.75。首次评级，给予“买入”评级。

5、风险提示

行业增速不及预期风险；产品报价波动超预期风险；项目推进不及预期风险；市场竞争超预期风险。

目录

- 1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发
- 2、智能装备制造：产品矩阵丰富，营收持续增长
- 3、新能源发电：区位优势明显，持续优化资产结构
- 4、综合智慧能源：分散式风电是亮点，远期成长可期
- 5、估值与盈利预测
- 6、风险提示

1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发

1.1 领先的电力与能源基础设施供应商，专注智能配电网和网络能源

图表1.1.1：九洲集团发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券

公司深耕智能配电网与网络能源行业，技术保持行业前列。九洲集团成立于1993年，于2010年在中国创业板上市（股票代码：300040）。在智能配电网业务上，公司保持与施耐德电气、西门子、ABB等头部企业合作，技术达到国际领先水平，具备国际化智能电气成套设备生产基地。在能源领域，能够提供多领域综合解决方案、系统集成服务以及业务组合，同时公司具备丰富的可再生能源前期开发和建设施工经验，截止2024年12月，公司累计建设、控制和持有新能源电站装机容量超2.7GW。

1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发

1.1 创始团队技术底蕴丰厚，管理团队稳定

图表1.1.2：九洲集团部分管理层介绍

管理层	国籍	出生年份	介绍
李寅	中国	1962	现任本公司董事长，哈尔滨市工商联副主席。1984年毕业于黑龙江大学，任黑龙江省科学院技术物理研究所研究实习员；1986年哈尔滨工业大学应用化学系攻读硕士研究生学位，主修高分子材料专业；1989年于哈尔滨工业大学应用化学系工作，任讲师，同时攻读在职博士；1993年任哈尔滨九洲高技术公司高级工程师，1997年任哈尔滨九洲电力设备制造有限公司董事长；2000年至今，任九洲集团董事长。
赵晓红	中国	1963	哈尔滨九洲集团股份有限公司总裁。九三学社黑龙江省省委委员、九三学社黑龙江省委妇委会主任，第十二届市政协常委，第十五届、十六届市人大代表；黑龙江省侨联副主席、哈尔滨市侨联副主席；黑龙江省工商联常委、黑龙江省妇联常委、省女企业家协会会长。1993年创办哈尔滨九洲高技术公司，现任九洲集团总经理、总裁。
刘富利	中国	1979	2004年进入哈尔滨九洲集团股份有限公司研发中心工作，历任电源产品项目经理、电源事业部总经理、销售电网行业部经理、总裁助理，现任副总裁。
刘振新	中国	1980	曾任职于华普天健高商会计师事务所，担任项目经理职务，2010年9月进入哈尔滨九洲集团股份有限公司，先后担任成本会计、审计部经理、财务经理兼总裁助理，现任九洲集团副总裁、财务总监。
卢志国	中国	1977	2005年进入哈尔滨九洲集团股份有限公司工作，历任信息中心总经理、市场部总经理、产业园区建设委员会总指挥、董事长助理，现任九洲集团副总裁。
李斌	中国	1963	曾任国营第六七一厂（哈尔滨龙江电工厂）财务处会计、会计科长、财务处副处长。1999年进入九洲集团，曾任哈尔滨九洲集团股份有限公司财务部经理、财务总监，现任九洲集团副总裁。
李真	中国	1983	曾任职于利安达会计师事务所黑龙江分所，担任项目经理职务，2010年9月进入本公司，先后担任总账会计，证券部总监，投融资部总监，董事长助理。现任公司董事会秘书，九洲集团副总裁职务。
李辰	中国	1988	2018年8月进入哈尔滨九洲集团股份有限公司，先后担任董事长助理、战略发展部总经理，现任九洲集团副总裁。

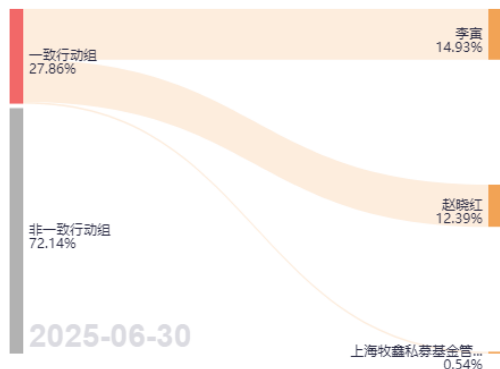
资料来源：公司公告，太平洋证券

创始团队技术底蕴丰厚，管理团队稳定。董事长李寅曾任哈尔滨工业大学应用化学系讲师；副总裁刘富利毕业于佳木斯大学工学院电子信息专业，参与研发的电力电子功率模块和电力电子功率产品二个项目是国家发改委高技术示范工程项目，是九洲集团核心产品之一；副总裁李辰毕业于美国弗吉尼亚理工大学电力电子专业。团队技术底蕴较为丰厚，同时管理层人员较为稳定。

1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发

1.1 股权结构集中且稳定

图表1.1.3：李寅与赵晓红为一致行动人



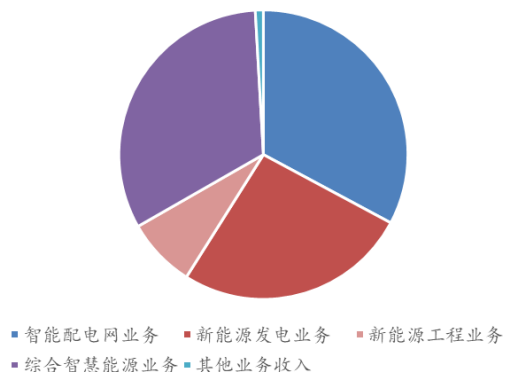
资料来源：ifind，公司公告，太平洋证券

公司控股股东为李寅，实控人为李寅、赵晓红夫妇，公司股权结构集中且稳定。截止2025年6月30日，实控人李寅、赵晓红夫妇分别持股14.93%、12.39%，一致行动人上海牧鑫私募基金持股0.54%，该基金是赵晓红为唯一所有人的私募基金产品。一致行动组合计持股比例达到27.86%，公司股权结构较为集中且稳定。

1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发

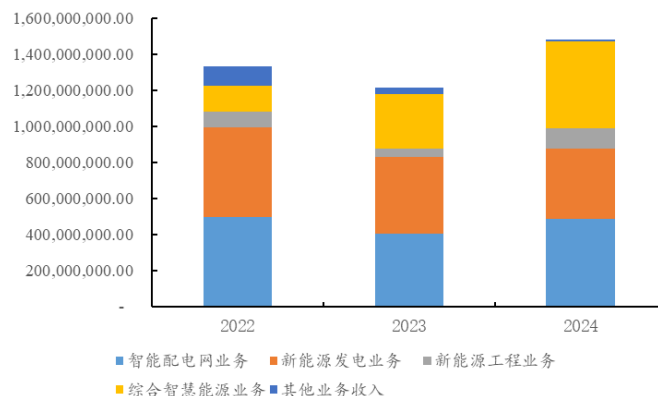
1.2 智能配电网、新能源发电、综合智慧能源业务为主要营业收入来源

图表1.2.1：2024年公司主营构成



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表1.2.2：2022-2024年公司主营变化（单位：元）



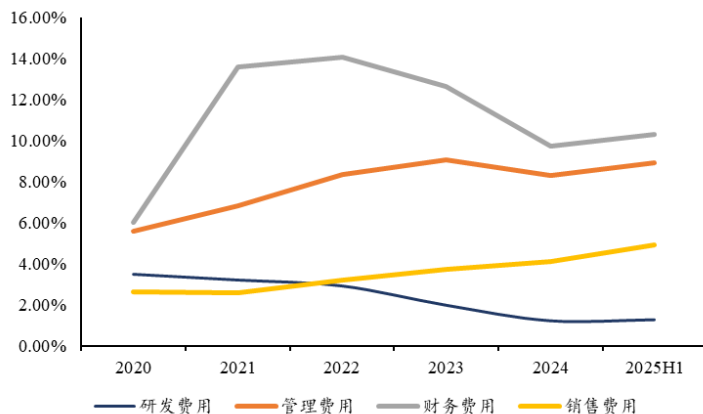
资料来源：公司公告，太平洋证券

公司主营由智能配电网、新能源发电、综合智慧能源三大业务构成。2024年公司总营业收入约14.81亿元，其中智能配电网、新能源发电、综合智慧能源分别为4.86、3.87、4.79亿元，占比约32.81%、26.14%、32.36%。2024年总营收增速约22.09%，智能配电网业务、新能源发电、综合智慧能源营业收入增速约20.26%、-8.91%、60.30%，综合智慧能源业务营业收入增速较高。

1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发

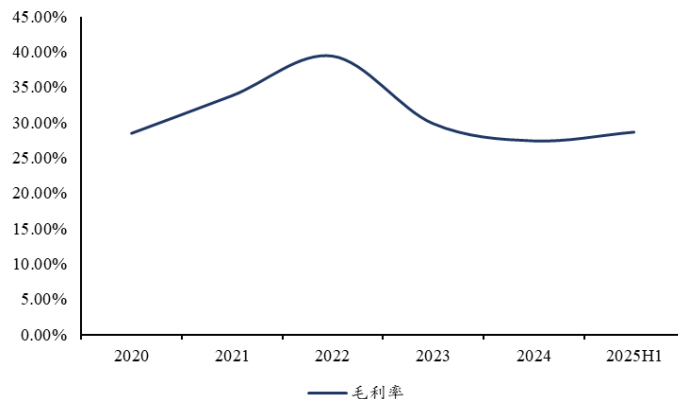
1.2 费用管控能力增强，毛利率迎来修复

图表1.2.3：公司费用管控能力增强



资料来源：ifind，公司公告，太平洋证券

图表1.2.4：公司毛利率迎来回升



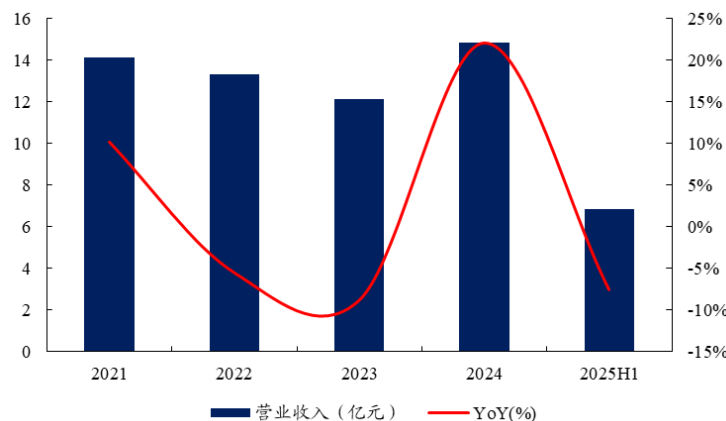
资料来源：ifind，公司公告，太平洋证券

四费率管控能力显著增强，盈利能力有望迎来修复。2024年公司四费率为23.36%，同比2023年下降约4个pcts，公司从2021年来费用管控能力持续增强。同时随着公司生物质电站优化调整和产能提升技改，2025年上半年公司毛利率水平得到明显改善。随着公司费用管控能力增强以及毛利率回升，公司盈利水平有望迎来持续修复。

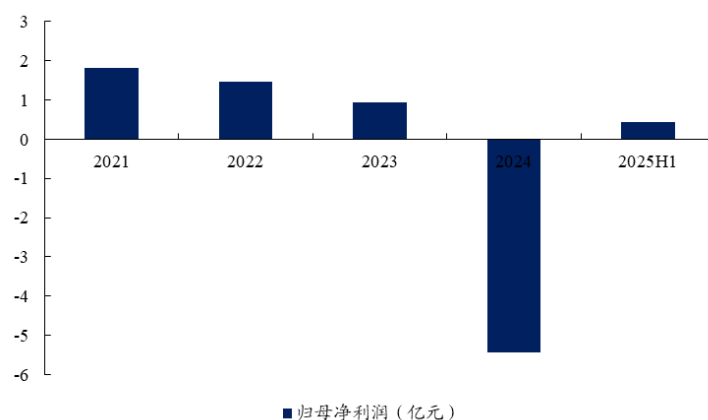
1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发

1.3 轻装上阵盈利触底回升

图表1.3.1：2021-2025H1公司营业收入



图表1.3.2：2021-2025H1公司归母净利润



资料来源：公司公告，ifind，太平洋证券

资料来源：公司公告，ifind，太平洋证券

轻装上阵盈利触底回升。2024年营业收入为14.81亿元，归母净利润为-5.45亿元，其中资产减值损失达4.57亿元，信用减值损失约0.88亿元，两项减值合计约5.45亿元。该减值主要来自生物质发电资产，生物质固定资产计提固定资产减值损失4.22亿元、权益持有生物质公司投资收益损失0.68亿元。2025年上半年生物质业务见底回升、智能配电网业务发力，公司成功扭亏为盈，2025H1扣非归母约0.43亿元，同比+65.6%。

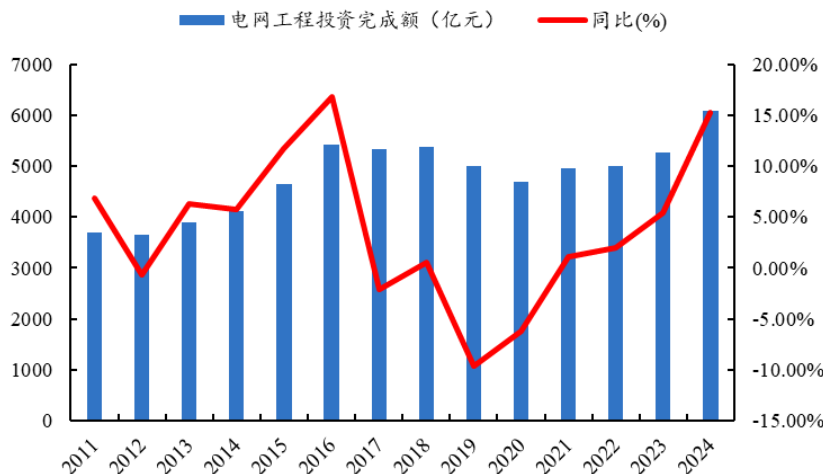
目录

- 1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发
- 2、智能装备制造：产品矩阵丰富，营收持续增长
- 3、新能源发电：区位优势明显，持续优化资产结构
- 4、综合智慧能源：分散式风电是亮点，远期成长可期
- 5、估值与盈利预测
- 6、风险提示

2、智能装备制造：产品矩阵丰富，紧抓行业机遇营收持续增长

2.1 电网工程投资持续增长提升电力设备市场空间

图表2.1.1：2011-2024年电网工程投资完成额与增速



资料来源：ifind，太平洋证券

电网工程投资持续增长提升电力设备市场空间。我国电网工程投资额从2021年以来恢复增长态势，2024年全国电网工程完成投资6083亿元，同比增长15.3%，创历史新高。电网建设是能源转型中极为重要的环节，特高压和配电网领域的投入获得显著增加。根据南网部署，预计2024年至2027年，大规模设备更新投资规模将达到1953亿元。电网工程投资持续增长打开了电力设备市场空间。

2、智能装备制造：产品矩阵丰富，紧抓行业机遇营收持续增长

2.2 公司技术位于行业前列，高低压产品矩阵丰富

图表2.2.1：公司高低压产品矩阵



资料来源：公司公告，ifind，太平洋证券

公司技术位居行业前列，产品矩阵丰富。公司拥有30多年智能配电网行业经验，以数字赋能和绿色发展作为企业创新发展驱动力，截止2025年年中，公司已申请成功234项专利，其中包括22项发明专利，并承担了众多国家重点技术创新项目、科技支撑计划项目以及国家科技攻关项目。

公司四大生产制造基地可提供110kV以下的各类高低压成套开关设备、环保气体绝缘开关柜、固体绝缘开关柜、一二次融合产品、变压器、组合变压器、美式箱变、高压变频器等全系列产品。

2、智能装备制造：产品矩阵丰富，紧抓行业机遇营收持续增长

2.2 与国内外头部企业保持稳定合作

图表2.2.2：公司持续中标国内重点项目

序号	项目类型	项目名称	项目地点
1	智能开关成套设备	国网四川省电力有限公司2023年第一次配网物资协议库存招标采购项目	四川省
3	智能开关成套设备	国网江苏省电力有限公司2023年第二次配网物资协议库存招标采购项目	江苏省
4	智能开关成套设备	国网湖南省电力有限公司2023年第二次配网物资协议库存招标采购	湖南省
5	智能开关成套设备	国网福建省电力有限公司2023年第二次配网物资协议库存公开招标采购	福建省
6	智能开关成套设备	国网四川省电力有限公司2023年第二次配网物资协议库存招标采购	四川省
7	智能开关成套设备	国网福建省电力有限公司2022年第一次配网物资协议库存公开招标采购	福建省
8	智能开关成套设备	国网河南省电力有限公司2022年第三次配网物资协议库存招标采购	河南省
10	智能开关成套设备	国网辽宁省电力有限公司2022年第一次配网物资协议库存招标采购项目	辽宁省
13	智能开关成套设备	国网黑龙江省电力有限公司2021年四煤城三供一业改造项目配网物资协议库存招标采购项目	黑龙江省
14	智能开关成套设备	国网湖南省电力有限公司2021年第二次配网物资协议库存招标采购项目	湖南省
17	智能开关成套设备	国网辽宁省电力有限公司2021年增补第一次配网物资协议库存招标采购项目	辽宁省

资料来源：公司官网，太平洋证券

订单持续扩张，与海外龙头保持战略合作。公司近年来持续增加对智能配电网业务板块的投入，成立了全新的大客户销售团队，专门服务粘性较高的集团性大客户。2025H1新增入围中石油、国家电网江苏等大型客户白名单。公司智能配电网及网络能源订单持续扩张，增量打破同时期历史记录。公司与施耐德、ABB、西门子等海外龙头企业保持战略合作关系，获得龙头企业授权产品。

2、智能装备制造：产品矩阵丰富，紧抓行业机遇营收持续增长

2.2 电源与储能产品丰富，与通合科技签署战略合作协议

图表2.2.3：电源与储能产品



资料来源：公司公告，ifind，太平洋证券

图表2.2.4：公司与通合科技签署战略合作协议



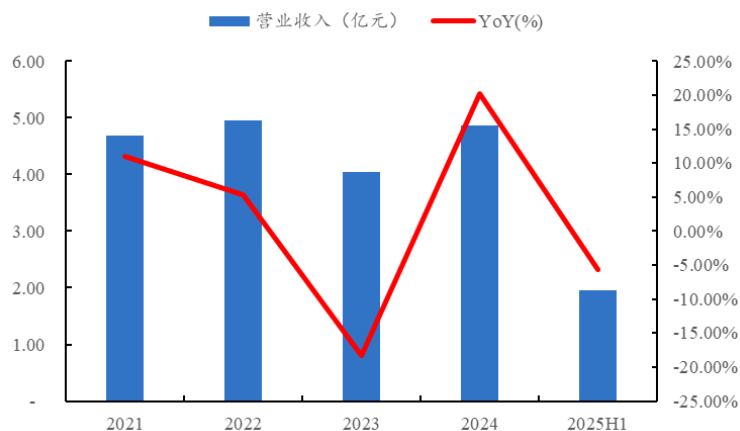
资料来源：公司公众号，太平洋证券

电源与储能产品丰富，与通合科技签署战略合作协议。公司电源系统构建了电力转换、通信供电、精密配电的闭环体系，满足新型电力系统与数字基础设施对电源的高品质、低中断率需求。公司生产储能设备已有近30年历史，拥有深厚的技术和品牌积淀。2025年7月14日上午，九洲集团与通合科技在九洲集团隆重举行战略合作签约仪式。此次签约旨在推动双方在直流及一体化电源、数据中心HVDC、充电桩、工商业储能等领域开展深度合作。

2、智能装备制造：产品矩阵丰富，紧抓行业机遇营收持续增长

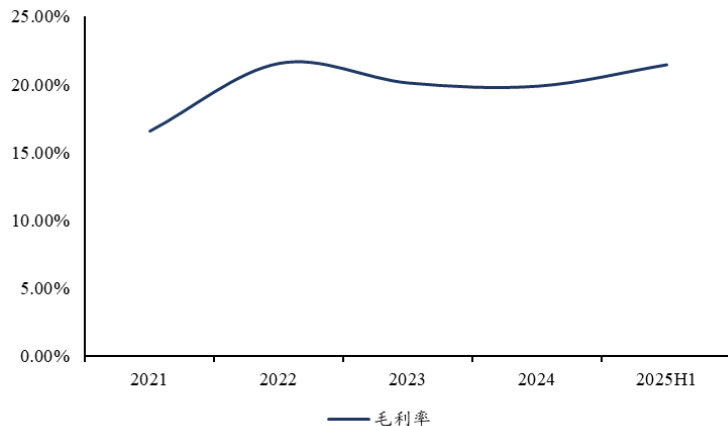
2.3 智能装备制造业务毛利率提升明显

图表2.3.1：2021-2025H1智能配电网业务营业收入与增速



资料来源：公司公告，ifind，太平洋证券

图表2.3.2：2021-2025H1智能配电网业务毛利率



资料来源：公司公告，ifind，太平洋证券

智能配电网业务毛利率提升明显。2024年公司智能配电网业务营业收入约4.86亿元，同比增长20.26%，毛利率为19.87%。2025年上半年受到交付节奏影响营业收入约1.96亿元，同比-5.65%，毛利率为21.45%。公司深挖五大六小发电企业、地方能源龙头企业机会，联动市场支持，打造大客户商机的识别和快速支持机制，本期新增入围中石油、国家电网江苏等大型客户白名单。2025年上半年，公司智能配电网及网络能源订单持续扩张，全年营业收入有望保持增长态势。

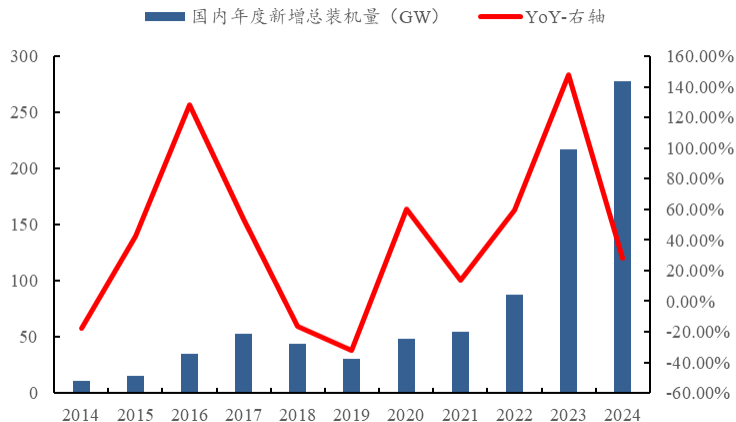
目录

- 1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发
- 2、智能装备制造：产品矩阵丰富，营收持续增长
- 3、新能源发电：区位优势明显，持续优化资产结构
- 4、综合智慧能源：分散式风电是亮点，远期成长可期
- 5、估值与盈利预测
- 6、风险提示

3、新能源发电：区位优势明显，持续优化资产结构

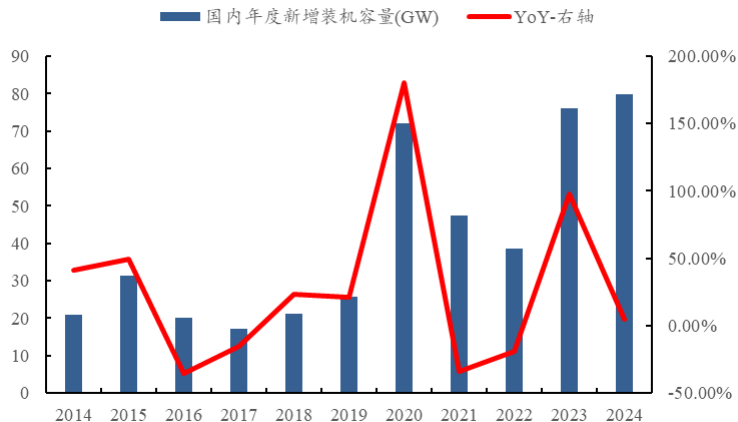
3.1 助力双碳目标，我国风光新增装机快速提升

图表3.1.1：2014-2024年我国每年新增光伏装机



资料来源：ifind，太平洋证券

图表3.1.2：2014-2024年我国每年新增风电装机



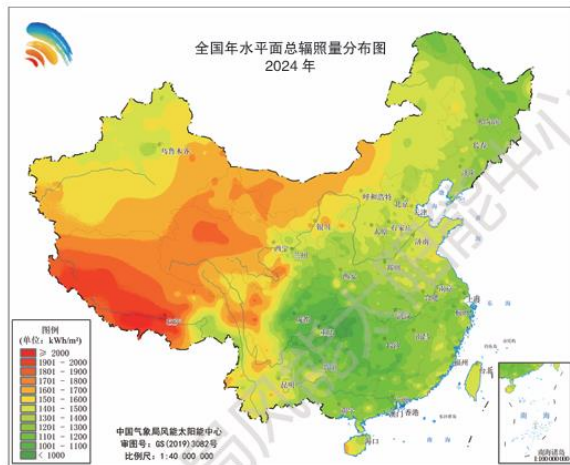
资料来源：ifind，太平洋证券

我国风光新增装机快速提升。2020年，习近平在第七十五届联合国大会讲话中，首次宣布“二氧化碳排放力争2030年前达峰，2060年前实现碳中和”目标，开启中国气候行动新阶段。我国正在加快推进绿色低碳转型，风光新增装机迎来快速提升。2024年我国光伏新增装机达277.57GW，同比+27.98%，我国风电新增装机达79.82GW，同比+4.72%。

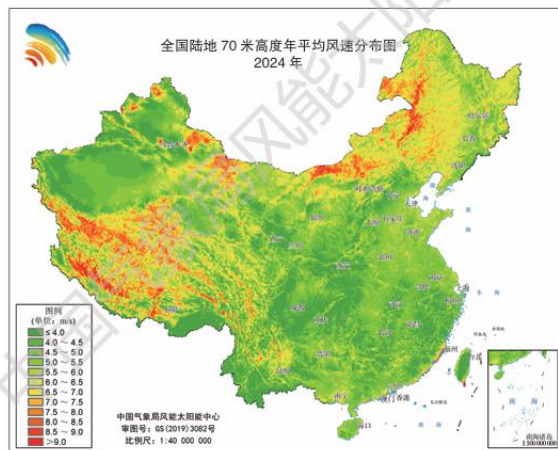
3、新能源发电：区位优势明显，持续优化资产结构

3.1 我国风光资源充裕，内蒙古、东北地区新能源资源较好

图表3.1.3：2024年全国年水平面总辐照量分布图（单位：kWh/m²）



图表3.1.4：2024年全国陆地70米高度年平均风速分布（单位：m/s）



资料来源：2024中国风能太阳能资源年景公报，太平洋证券

资料来源：2024中国风能太阳能资源年景公报，太平洋证券

我国风光资源充裕，其中黑龙江省风光资源较为充裕。从2024年各省（区、市）70米高度年平均风速与平均风功率密度来看，内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、新疆5个省（区）年平均风功率密度超过200W/m²。根据我国太阳能资源总量等级划分标准《太阳能资源等级总辐射》，东北大部、西北地区东部、华中、华东中南部、华南等地年水平面总辐照量1050kWh/m²至1400kWh/m²，为太阳能资源丰富区。

3、新能源发电：区位优势明显，持续优化资产结构

3.2 深耕黑龙江风光市场，区域规模优势明显

图表3.2.1：公司持有和正在筹建的新能源电站项目（截止2025年中报数据）

序号	名称	地点	项目类型	规模(MW)
1	大庆时代汇能风力发电投资有限公司	黑龙江大庆市	风电	48
2	大庆世纪锐能风力发电投资有限公司	黑龙江大庆市	风电	48
3	贵州关岭国风新能源有限公司	贵州关岭自治县	风电	48
4	齐齐哈尔达族风力发电有限公司	黑龙江齐齐哈尔市	风电	2
5	泰来县九洲风力发电有限责任公司	黑龙江齐齐哈尔市	风电	100
6	莫力达瓦达斡尔族自治旗九洲纳热光伏扶贫有限责任公司	内蒙古莫旗	光伏	48.6
7	莫力达瓦达斡尔族自治旗九洲太阳能发电有限责任公司	内蒙古莫旗	光伏	10
8	泰来立志光伏发电有限公司	黑龙江齐齐哈尔市	光伏	10
9	泰来九洲新风光光伏发电有限责任公司	黑龙江齐齐哈尔市	光伏	100
10	泰来九洲新清光伏发电有限责任公司	黑龙江齐齐哈尔市	光伏	100
11	通化中康电力开发有限公司	吉林通化市	光伏	10
12	齐齐哈尔市昂瑞太阳能发电有限公司	黑龙江齐齐哈尔市	光伏	3
13	齐齐哈尔市群利太阳能发电有限公司	黑龙江齐齐哈尔市	光伏	5
14	阳谷光耀新能源有限责任公司	山东聊城市	光伏	12
15	安达市九洲火山发电有限责任公司	黑龙江安达市	光伏	250(在建)
16	安达市九洲石山发电有限责任公司	黑龙江安达市	光伏	250(在建)
	合 计			1,044.60

资料来源：公司公告，太平洋证券

深耕黑龙江风光市场，区域性民营龙头。公司持有和正在筹建的新能源电站项目合计超过1GW，其中黑龙江项目产业规模较大，区位优势较为明显。

3、新能源发电：区位优势明显，持续优化资产结构

3.2 合作开发，持续优化资产结构

图表3.2.2：公司作为少数股东持有49%股权的新能源电站项目（截止2025年中报数据）

序号	名称	地点	规模(MW)
1	安达市晟晖新能源科技有限公司	黑龙江安达市	40
2	安达市亿晶新能源发电有限公司	黑龙江安达市	40
3	讷河齐能光伏电力开发有限公司	黑龙江讷河市	20
4	泰来宏浩风力发电有限公司	黑龙江齐齐哈尔市	49.5
5	泰来环球光伏电力有限公司	黑龙江齐齐哈尔市	10
6	亚洲新能源（宝应）风力发电有限公司	江苏扬州市	100
7	亚洲新能源（金湖）风力发电有限公司	江苏淮安市	100
8	七台河佳兴风力发电有限公司	黑龙江七台河市	49.25
9	七台河万龙风力发电有限公司	黑龙江七台河市	46
10	华电哈尔滨呼兰新能源有限公司	黑龙江哈尔滨市	100
11	华电哈尔滨巴彦新能源有限公司	黑龙江哈尔滨市	200
	合 计		754.75

资料来源：公司公告，太平洋证券

合作开发，持续优化资产结构。公司采取联合央国企伙伴“合作开发”的整体战略，在新增电站资产不断投建及并网发电后，持续优化在手新能源资产结构和质量，对成熟电站项目择机出让。一方面从总体控制存量资产规模，以进一步整合公司资源，提升投资效益，另一方面通过和央国企伙伴的深度合作，实现全国范围内开发资源的共享共赢。

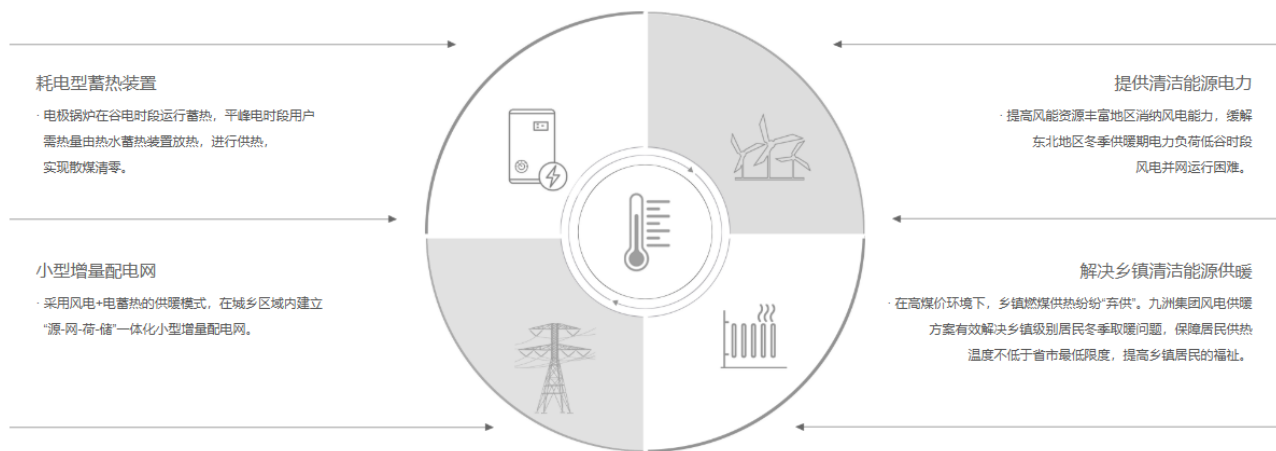
目录

- 1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发
- 2、智能装备制造：产品矩阵丰富，营收持续增长
- 3、新能源发电：区位优势明显，持续优化资产结构
- 4、综合智慧能源：分散式风电是亮点，远期成长可期
- 5、估值与盈利预测
- 6、风险提示

4、综合智慧能源业务：分散式风电是亮点，远期成长可期

4.1 以分散式风电及供热为核心，推出“风电+”模式

图表4.1.1：风电清洁能源供暖示意图



资料来源：公司官网，太平洋证券

公司以分散式风电及供热为核心，推出“风电+储能”、“风电+供热”等模式，打造多能互补的综合能源解决方案。公司分散式风电项目选址皆在工业园区内或毗邻工业园区，除发电外还能够为园区企业和居民提供热力、为农业大棚供应蒸汽、冷气；同时，园区及城镇的污水处理后也可作为发电及供热循环中水再次利用。

4、综合智慧能源业务：分散式风电是亮点，远期成长可期

4.2 生物质业务技改效果显著，供应源头稳定，2025H1实现扭亏为盈

图表4.2.1：公司自持自建生物质电厂



资料来源：公司公告，太平洋证券

生物质业务2025H1实现扭亏为盈。2024年经过战略调整与资产结构优化后完成生物质资产减值，2025年上半年通过技改提升机组效率、拓展售热及工业蒸汽非电业务，2025年一季度，公司完成首笔绿色电力证书交易，公司生物质资产创收结构得到优化。在成本端，公司通过加强供应链管理，显著降低燃料采购、运储成本。富裕和泰来两厂协同效应下，生物质业务板块实现扭亏为盈。

4、综合智慧能源业务：分散式风电是亮点，远期成长可期

4.3 分散式风电业务保障远期成长

图表4.3.1：公司持有和正在筹建的综合能源服务项目

序号	名称	地点	规模	状态
1	泰来农林生物质（秸秆）热电联产项目	黑龙江齐齐哈尔市	80MW	已并网
2	富裕农林县生物质（秸秆）热电联产项目	黑龙江齐齐哈尔市	80MW	已并网
3	九洲零碳产业园分散式风电项目	黑龙江哈尔滨市	49.5MW	在建
4	道外九洲二号分散式风电项目	黑龙江哈尔滨市	50MW	核准
5	松北九洲一号分散式风电项目	黑龙江哈尔滨市	25MW	核准
6	宾县九洲三号分散式风电项目	黑龙江哈尔滨市	50MW	核准
7	宾县九洲四号分散式风电项目	黑龙江哈尔滨市	50MW	核准
8	齐市梅里斯区九洲分散式风电项目	黑龙江齐齐哈尔市	20MW	在建
9	齐市铁锋区九洲分散式风电项目	黑龙江齐齐哈尔市	32MW	核准
10	齐市富区九洲分散式风电项目	黑龙江齐齐哈尔市	48MW	核准
11	泰来汤池镇分布式风力发电项目	黑龙江齐齐哈尔市	25MW	在建

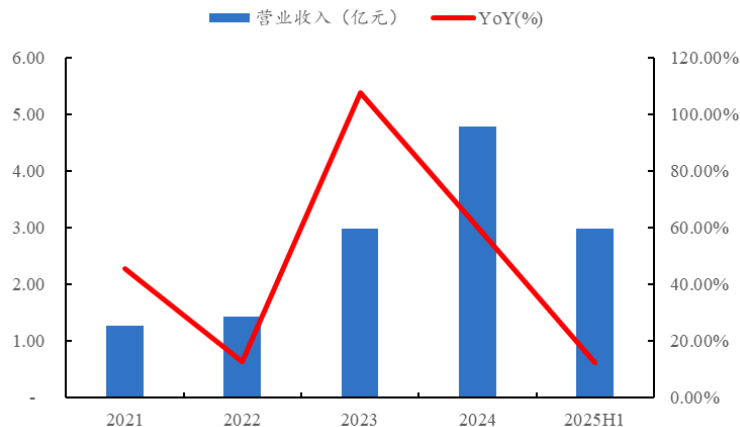
资料来源：公司官网，太平洋证券

公司在手储备的分散式风电项目充足，保障远期成长。截止2025年年中，公司在手储备风力发电清洁能源供暖示范项目超300MW，在建分散式风电项目94.5MW，已核准项目255MW，其中九洲零碳产业园49.5MW分散式风电项目获得进一步推进。充足储备项目有力保障公司远期成长。

4、综合智慧能源业务：分散式风电是亮点，远期成长可期

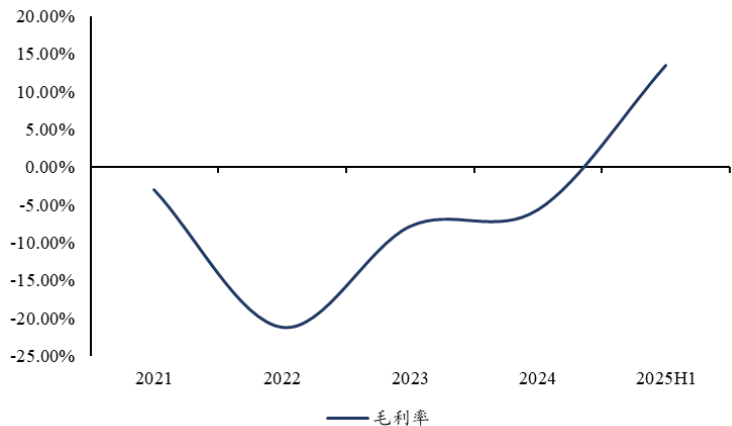
4.3 综合智慧能源营收保持高速增长，2025年上半年实现扭亏为盈

图表4.3.2：2021-2025H1综合智慧能源业务营业收入与增速



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表4.3.3：2021-2025H1综合智慧能源业务毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券

综合智慧能源营收保持高速增长，2025年上半年实现扭亏为盈。2025年上半年，公司综合智慧能源业务营业收入约2.99亿元，同比增长12.45%，毛利率为13.48%，同比提升19.15个pcts，成功实现扭亏为盈。随着分散式风电项目持续建设、冬季供暖业务展开以及生物质业务继续改善（若放开生物质发电CCER认证，有望带动公司业务加速修复），全年营业收入有望保持高速增长。

目录

- 1、专注智能配电网和网络能源，轻装上阵再出发
- 2、智能装备制造：产品矩阵丰富，营收持续增长
- 3、新能源发电：区位优势明显，持续优化资产结构
- 4、综合智慧能源：分散式风电是亮点，远期成长可期
- 5、估值与盈利预测
- 6、风险提示

5、估值与盈利预测

智能配电网业务方面，公司产品矩阵丰富、技术保持行业前列，公司有望充分受益于电网工程投资持续增长，我们预计2025/2026/2027年营业收入有望达5.83/6.77/7.44亿元。新能源发电业务方面，公司在手累计500MW的在建项目，受到光伏发电行业波动和公司建设进度影响，在建项目有望在2026年开始发力，我们预计2025/2026/2027年营业收入为3.68/3.75/3.86亿元。综合智慧能源业务方面，公司轻装上阵重新出发，生物质业务扭亏为盈叠加分散式“风电+”业务模式发力，我们预计2025/2026/2027年营业收入为5.39/6.06/6.67亿元。我们预计2025/2026/2027年公司营业收入分别为16.46/18.37/19.84亿元,同比增长11.13%/11.58%/8.05%；归母净利润分别为0.98亿元、1.58亿元、1.88亿元，同比增长117.98%/61.51%/18.61%，对应EPS分别为0.16/0.26/0.31元，当前股价对应PE为45.49/28.16/23.75。首次评级，给予“买入”评级。

图表5.1：公司2024-2027年盈利能力预测指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,481	1,646	1,837	1,984
营业收入增长率(%)	22.09%	11.13%	11.58%	8.05%
归母净利（百万元）	-545	98	158	188
净利润增长率(%)	-678.26%	117.98%	61.51%	18.61%
摊薄每股收益（元）	-0.93	0.16	0.26	0.31
市盈率（PE）	—	45.49	28.16	23.75

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

5、估值与盈利预测

图表5.2：公司业务拆分

业务板块	项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
智能配电网业务	营业收入(亿元)	4.04	4.86	5.83	6.77	7.44
	YoY(%)	-18.30%	20.26%	20.00%	16.00%	10.00%
	营业成本(亿元)	3.23	3.89	4.72	5.51	6.07
	毛利率(%)	20.11%	19.87%	19.00%	18.50%	18.50%
新能源发电业务	营业收入(亿元)	4.25	3.87	3.68	3.75	3.86
	YoY(%)	-15.12%	-8.91%	-5.00%	2.00%	3.00%
	营业成本(亿元)	1.55	1.27	1.25	1.28	1.31
	毛利率(%)	63.61%	67.19%	66.00%	66.00%	66.00%
新能源工程业务	营业收入(亿元)	0.49	1.15	0.81	0.81	0.81
	YoY(%)	-42.98%	136.41%	-30.00%	0.00%	0.00%
	营业成本(亿元)	0.40	0.43	0.57	0.57	0.57
	毛利率(%)	17.48%	62.62%	30.00%	30.00%	30.00%
综合智慧能源业务	营业收入(亿元)	2.99	4.79	5.99	6.89	7.58
	YoY(%)	107.74%	60.30%	25.00%	15.00%	10.00%
	营业成本(亿元)	3.23	5.06	5.39	6.06	6.67
	毛利率(%)	-7.87%	-5.66%	10.00%	12.00%	12.00%
其他业务收入	营业收入(亿元)	0.36	0.13	0.15	0.15	0.15
	YoY(%)	-66.03%	-63.14%	13.00%	0.00%	0.00%
	营业成本(亿元)	0.11	0.10	0.11	-0.04	-0.19
	毛利率(%)	69.73%	27.58%	25.00%	125.00%	225.00%
合计	营业收入(亿元)	12.13	14.81	16.46	18.37	19.84
	YoY(%)	-8.89%	22.09%	11.13%	11.58%	8.05%
	营业成本(亿元)	8.51	10.76	12.04	13.38	14.42
	毛利率(%)	29.83%	27.38%	26.82%	27.15%	27.31%

资料来源：ifind，公司公告，太平洋证券

5、估值与盈利预测

图表5.3：相对估值法（未评级归母净利润采用ifind一致预期）

公司代码	公司简称	评级	收盘价	归母净利润（百万元）			PE			EPS		
			2025/9/11	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002028.SZ	思源电气	未评级	93.00	2,703.29	3,405.89	4,212.07	26.78	21.25	17.18	3.47	4.38	5.41
300001.SZ	特锐德	未评级	25.50	1,210.11	1,588.62	2,058.80	22.24	16.93	13.06	1.15	1.51	1.95
600163.SH	中闽能源	未评级	5.30	727.05	808.24	911.03	13.90	12.66	11.29	0.38	0.42	0.47
601778.SH	晶科科技	未评级	4.71	509.14	556.08	622.24	33.05	30.13	27.10	0.14	0.16	0.17
A股	平均						23.99	20.25	17.16			
300040.SZ	九洲集团	买入	7.28	98.00	158.00	188.00	45.49	28.16	23.75	0.16	0.26	0.31

资料来源：ifind，公司公告，太平洋证券

5、估值与盈利预测

图表5.4：盈利预测表

资产负债表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	436	358	2,333	2,867	3,433
应收和预付款项	1,048	1,309	0	0	0
存货	186	259	0	0	0
其他流动资产	402	276	189	189	189
流动资产合计	2,072	2,202	2,522	3,056	3,622
长期股权投资	879	865	865	865	865
投资性房地产	57	53	53	53	53
固定资产	3,457	3,242	2,956	2,670	2,383
在建工程	344	99	99	99	99
无形资产开发支出	184	181	148	116	83
长期待摊费用	91	100	100	100	100
其他非流动资产	2,416	2,597	2,815	3,302	3,821
资产总计	7,427	7,136	7,035	7,204	7,404
短期借款	187	310	390	390	390
应付和预收款项	544	483	0	0	0
长期借款	2,377	1,934	1,934	1,934	1,934
其他负债	1,363	1,963	2,172	2,172	2,172
负债合计	4,470	4,690	4,496	4,496	4,496
股本	588	603	603	603	603
资本公积	1,044	1,127	1,127	1,127	1,127
留存收益	1,184	599	703	872	1,072
归母公司股东权益	2,899	2,381	2,474	2,643	2,843
少数股东权益	58	65	65	65	65
股东权益合计	2,957	2,447	2,539	2,708	2,908
负债和股东权益	7,427	7,136	7,035	7,204	7,404

现金流量表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	633	126	1,590	634	664
投资性现金流	-685	-335	50	0	0
融资性现金流	47	170	334	-100	-98
现金增加额	-5	-38	1,974	534	566

利润表（百万）					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,213	1,481	1,646	1,837	1,984
营业成本	851	1,076	1,204	1,338	1,442
营业税金及附加	16	18	20	22	24
销售费用	45	61	66	73	79
管理费用	110	123	135	151	163
财务费用	153	144	101	64	53
资产减值损失	-21	-457	0	0	0
投资收益	94	-4	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	113	-496	111	180	213
其他非经营损益	3	-2	0	0	0
利润总额	116	-497	111	180	213
所得税	15	41	13	22	26
净利润	101	-538	98	158	188
少数股东损益	7	7	0	0	0
归母股东净利润	94	-545	98	158	188

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.83%	27.38%	26.82%	27.15%	27.31%
销售净利率	7.77%	-36.78%	5.95%	8.61%	9.45%
销售收入增长率	-8.89%	22.09%	11.13%	11.58%	8.05%
EBIT 增长率	-43.39%	-48.40%	117.41%	14.37%	9.35%
净利润增长率	-36.19%	-678.26%	117.98%	61.51%	18.61%
ROE	3.25%	-22.88%	3.96%	5.99%	6.60%
ROA	1.34%	-7.39%	1.38%	2.22%	2.57%
ROIC	2.68%	1.93%	3.43%	3.80%	4.02%
EPS (X)	0.16	-0.93	0.16	0.26	0.31
PE (X)	35.00	—	45.49	28.16	23.75
PB (X)	1.14	1.84	1.80	1.69	1.57
PS (X)	2.71	2.95	2.71	2.43	2.24
EV/EBITDA (X)	13.81	20.74	8.72	7.41	6.24

资料来源：携宁，太平洋证券

6、风险提示

- 行业增速不及预期风险；
- 产品报价波动超预期风险；
- 项目推进不及预期风险；
- 市场竞争超预期风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。