

把握绿氢海风产业机遇，新签订单再放量

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 我国海风发展提速，GWEC 预计中国将在 2025 年至 2034 年期间新增 165GW 装机量；2) 绿色能源需求旺盛，绿氢氨醇已成为备受瞩目的未来产业，绿色甲醇成为当前市场比较热门的环保燃料选择，氢作为原材料，后续需求有望进一步释放；3) 公司新签合同逐步开始体现，利润有望加速释放，2025 年 1-9 月，公司实现归母净利润 1.20 亿元，同比增加 11.58%。
- **通过风机大型化、叶片轻量化、规模化开发等方式实现海风降本增效，我国海风发展提速。**2025 年初以来，广东、江苏项目陆续启动，浙江等地区深远海示范项目加速推进，国家能源局数据显示，2025 年上半年，全国海上风电装机 249 万千瓦（2024 年上半年海风 83 万千瓦）。GWEC 预计中国将在 2025 年至 2034 年期间新增 165GW 装机量，保持其领先地位，其中预计 2025 年装机有望实现 10GW，2030 年有望实现年新增 20GW。
- **绿氢氨醇已然成为国内备受瞩目的未来产业。**2024 年底，全国各地累计规划建设绿氢项目超 600 个，建成绿氢产能达到 12.5 万吨/年，绿色甲醇成为当前市场比较热门的环保燃料选择，氢作为原材料，后续需求有望进一步释放。当前为应对日趋严格的碳排放要求，航运公司需要采取相应的措施来应对环保政策。各种考虑下，绿色甲醇成为当前市场比较热门的环保燃料选择。生物制和电制甲醇是目前绿色甲醇的主要生产方式，两种方式均需要绿氢作为原材料，目前我国绿色甲醇项目主要分布在接近风光发电区域。
- **新签合同逐步开始体现，利润有望加速释放。**2025 年 1-9 月，公司实现营业收入 65.34 亿元，同比增加 32.64%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比增加 11.58%。2025 年 1-9 月，公司新签销售合同 112.96 亿元，同比增加 18.51%，11 月公司披露重大合同签署情况，公司作为牵头人协同 3 家联合体成员与中国电建签署合同，总金额达 34.15 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 93.2、103.8、115 亿元，归母净利润分别为 2.1、2.9、3.5 亿元，EPS 分别为 0.18 元、0.25 元、0.30 元，对应动态 PE 分别为 41 倍、30 倍、25 倍。我们认为下游海风运营商加快海风装机、同时全球经济向绿色转型，公司作为具有国际竞争力的工程系统方案提供商，能够享受行业快速发展带来的盈利弹性，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**下游建设需求下滑风险、汇率波动及反倾销税风险、原材料成本波动风险、宏观经济环境风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7541.21	9323.46	10378.09	11504.62
增长率	5.11%	23.63%	11.31%	10.85%
归属母公司净利润（百万元）	115.18	213.50	293.19	347.45
增长率	18.11%	85.36%	37.32%	18.51%
每股收益 EPS（元）	0.10	0.18	0.25	0.30
净资产收益率 ROE	2.64%	4.74%	6.22%	7.03%
PE	75	41	30	25
PB	2.02	1.95	1.87	1.78

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光悌
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：颜阳春
执业证号：S1250517090004
电话：021-58351883
邮箱：yyc@swsc.com.cn

分析师：杨蕊
执业证号：S1250525070007
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.66
流通 A 股(亿股)	11.62
52 周内股价区间(元)	5.68-8.49
总市值(亿元)	86.50
总资产(亿元)	111.37
每股净资产(元)	3.74

相关研究

目 录

1 华电科工：具有国际竞争力的工程系统方案提供商	1
2 海风装机再提速，绿色能源需求旺盛	3
2.1 我国海风发展提速，项目运输安装持续旺盛	3
2.2 绿色能源需求旺盛，绿氢氨醇已成为备受瞩目的未来产业	7
3 新签合同逐步开始体现，利润有望加速释放	9
4 盈利预测与估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）	1
图 2：公司工程业务示意图	2
图 3：2024&2025H1 公司营收占比（分行业）	2
图 4：2024&2025H1 公司营收占比（分地区）	3
图 5：我国风电发展历程	3
图 6：我国风电总装机量情况	4
图 7：2024 年中国各省发电用电差（亿千瓦时）	5
图 8：中国海风新装机量	5
图 9：GWEC 对 2025-2034 年海风新装机量预测预测（MW）	6
图 10：绿色甲醇生产途径	8
图 11：中国部分绿色甲醇项目分布情况	8
图 12：公司新签合同情况	9
图 13：公司历年营收情况（亿元）	9
图 14：公司高端钢结构工程营收情况	10
图 15：公司物料输送系统工程营收情况	10
图 16：公司热能工程营收情况	10
图 17：公司海洋与环境工程营收情况	10
图 18：公司毛利情况	11
图 19：公司主要业务毛利率情况	11
图 20：公司期间费用情况	11
图 21：公司净利情况	11

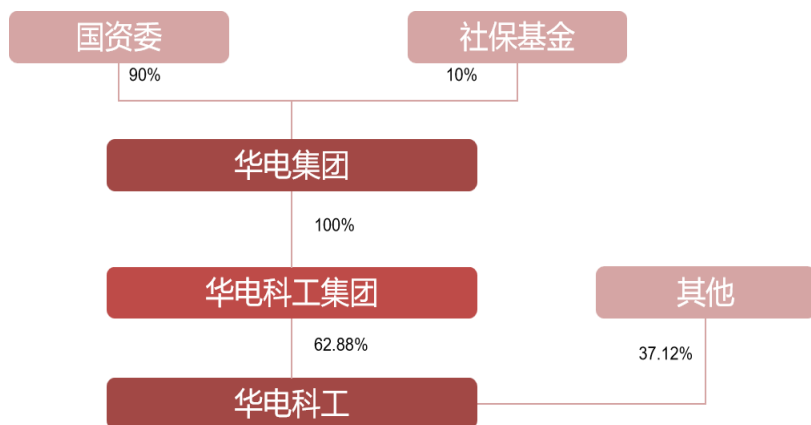
表 目 录

表 1：各种发电方式发电成本	6
表 2：海上风电降本测算	6
表 3：2025 年以来氢能相关政策	7
表 4：分业务收入及毛利率	12
表 5：可比公司估值	13
附表：财务预测与估值	14

1 华电科工：具有国际竞争力的工程系统方案提供商

华电科工成立于 2008 年 12 月，2014 年 12 月公司在上海证券交易所成功上市，是中国华电科工产业板块的重要组成部分，也是华电科工核心业务板块及资本运作平台，历经多年发展，公司已成为国内集系统设计与工程总承包、高端装备制造和投资运营等全产业链一体化的系统解决方案服务商。华电科工集团是公司控股股东，实际控制人为国资委。2025 年 4 月股东基于对公司投资价值的认可 and 未来发展前景的信心，开始增持公司股份，截止 2025 年三季报，控股股东华电科工集团持有公司 62.88% 的股份。

图 1：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）



数据来源：wind，西南证券整理

公司围绕“绿色低碳能源”“智慧交通物流”“传统火电建设”三大产业集群，逐步形成物料输送工程、热能工程、高端钢结构工程、海上风电工程、工业噪声治理工程、光伏、氢能、绿色智慧港机等核心业务板块，业务涵盖了电力、煤炭、石化、矿山、冶金、港口、水利、建材、城建等领域，致力于为客户提供工程系统整体解决方案，经营业绩遍布国内及海外多个国家和地区。

公司主营业务涵盖五大业务板块。公司物料输送系统工程业务为电力、港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等行业提供物料输送系统工程的整体解决方案。公司热能工程业务专业从事管道工程、空冷系统研究、设计、供货、安装、调试和总承包服务，业务范围涉及火电、核电、石油化工、煤化工等领域。公司高端钢结构工程业务是以高端钢结构的新产品、新技术的设计研发和工程总承包为龙头，业务范围涵盖钢结构的工程系统设计、技术研发、新产品制造与安装、工程总承包服务，涉及电力、化工、冶金、矿山、民用建筑等领域。海洋工程业务范围包括海上风电场及海上光伏设计、设备制造、工程施工、风电场运营维护等。公司氢能业务开展包括技术咨询、方案策划、场景开发、EPC 总承包项目建设、装备制造、科研开发等工作。

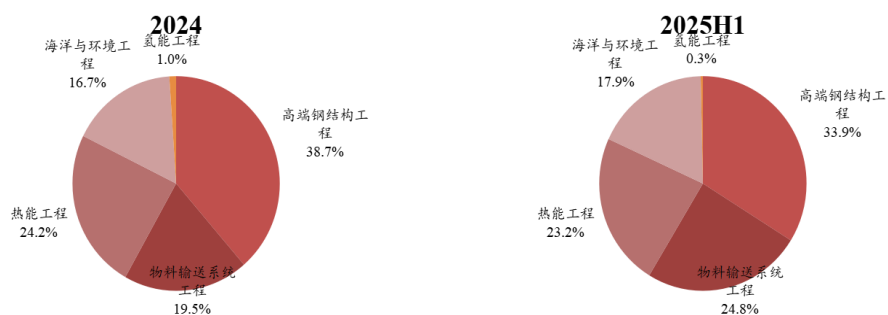
图 2：公司工程业务示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司拓宽传统业务，发力战新业务。2024 年，公司实现营业收入 75.41 亿元，同比增加 5.11%。其中，高端钢结构实现营收 29.15 亿元，占比为 38.7%（2025H1 占比为 33.9%）；热能工程实现营收 18.22 亿元，占比为 24.2%（2025H1 占比为 23.2%）；物料输送实现营收 14.7 亿元，占比为 19.5%（2025H1 占比为 24.8%）；海洋与环境实现营收 12.56 亿元，占比为 16.7%（2025H1 占比为 17.9%）；氢能实现营收 0.79 亿元，占比为 1%（2025H1 占比为 0.3%）。

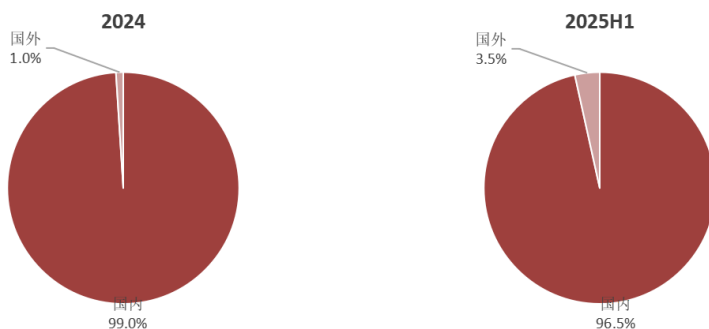
图 3：2024&2025H1 公司营收占比（分行业）



数据来源：wind，西南证券整理

加大力度拓展海外业务。2024 年，公司签订了南美、东南亚的海外合同，随着项目的陆续执行，海外收入有所增长，2024 年实现海外收入 0.76 亿元，占比 1%，2025H1 占比提升至 3.5%。2025 年 7 月，公司签订印尼努萨拉项目，海外业务实现重大突破，为该模式在海外市场的拓展奠定了坚实基础。公司聚焦重点国别、重点项目，深度整合内部各层面国际业务资源，在重点国家开设代表处，探索 EPC+OM、EPC+F、融资服务+EPC 等多种营销模式，进一步开拓国际市场。

图 4：2024&2025H1 公司营收占比（分地区）



数据来源：wind，西南证券整理

2 海风装机再提速，绿色能源需求旺盛

2.1 我国海风发展提速，项目运输安装持续旺盛

中国风电产业发展过程中离不开政策的引导。早期国家先后组织实施了“乘风计划”、国家科技攻关计划等，支持风电技术的研究和开发。2005 年，国家发改委在《关于风电建设管理有关要求的通知》中提出“风电设备国产化率要达到 70%以上”，旨在推动国内风电产业的国产化进程。2006 年开始对陆上风电进行补贴，风电企业从 2008 年开始享受所得税“三免三减半”优惠政策。2014 年 6 月，国家发改委发布《关于海上风电上网电价政策的通知》。

产业链搭建完善后进入市场竞争。而后政策导向由补贴支持逐渐转向竞争配置，2019 年，国家发展改革委印发《关于完善风电上网电价政策的通知》，风电项目分别必须在 2020 年底和 2021 年底前完成并网发电才能获得补贴。风电标杆上网电价改为指导价，通过竞争方式确定电价。

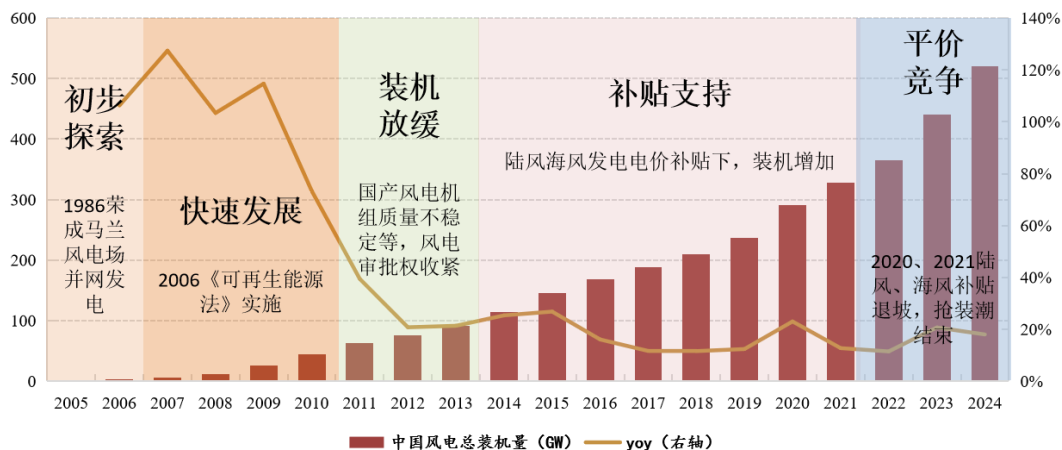
图 5：我国风电发展历程



数据来源：各政府网站，西南证券整理

我国风电开启平价时代新格局。1986 年，我国荣成马兰风电场并网发电，风电进入产业探索阶段，2006 年，《可再生能源法》实施，风电进入快速发展期，而后受质量不稳定等因素影响，风电审批权收紧，增速放缓。在补贴政策的利好下，风电装机持续新高，但弃风增加，2019 年至今，政策导向开始由补贴支持逐渐转向竞争配置，风电标杆上网电价改为指导价，陆上和海上风电分别在 2020、2021 年补贴退坡，风电迎来集中抢装。当前风电发展从依赖政策补贴进入平价时代新格局，在风电技术不断提升中，单位发电成本更具经济性，竞争力加强。

图 6：我国风电总装机量情况



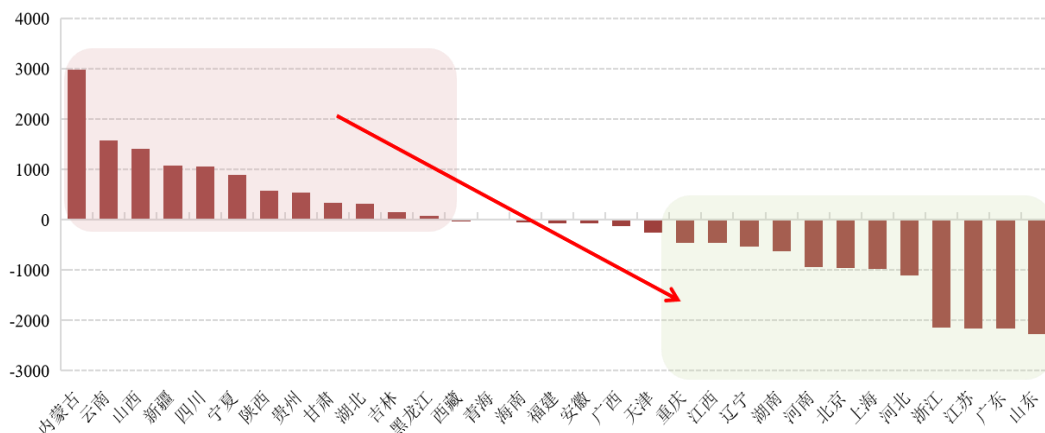
数据来源: wind, 西南证券整理

海上风电资源丰富。我国风能资源丰富和较丰富的地区主要分布在两个大地带。一是三北地区丰富带，以内蒙古、新疆、黑龙江、甘肃为代表的省份风能资源最为丰富，该等地区主要以陆上风电为主。二是沿海及岛屿地丰富带，其中东部部分沿海区域属于高风功率密度区域，例如江苏、广东、福建、浙江等省份，是较为理想的海上风电场建设区域。

发电效率高、土地资源占用小。海上风电风能资源的能量效益比陆地风电场高，平均空气密度较高，发电效率高，普遍数据年度发电量能多出 20%到 40%左右，同时海上风湍流强度小、风切变小，受地形和气候的影响也比陆上更小。此外，海上风电场建设受噪音、景观、电磁波等问题的限制少，也不占用陆上土地资源，环境影响程度较低等优势，近年来逐渐受市场认可。

海上风电主要位于东南部沿海地区，距离负荷中心较近，并且可免去长距离输电的问题，便于电网消纳。过往我国风电开发以陆上风电为主，主要集中在三北地区，该等地区由于经济发展水平较弱，电力需求不旺盛，风电就地消化较难，对风电外送条件影响较大影响，且成本相对较高，导致风电产地与消纳地的空间错配。同时实现风电远距离输送仍需要对电网基础设施持续进行投入，近年来风电技术发展较快，尤其是海上风电方面降本增效成果较好，在我国东部沿海地区大规模开发海上风电成为可能，而东部沿海地区也恰为电力需求旺盛的经济发达地区，充分满足就地消纳条件。

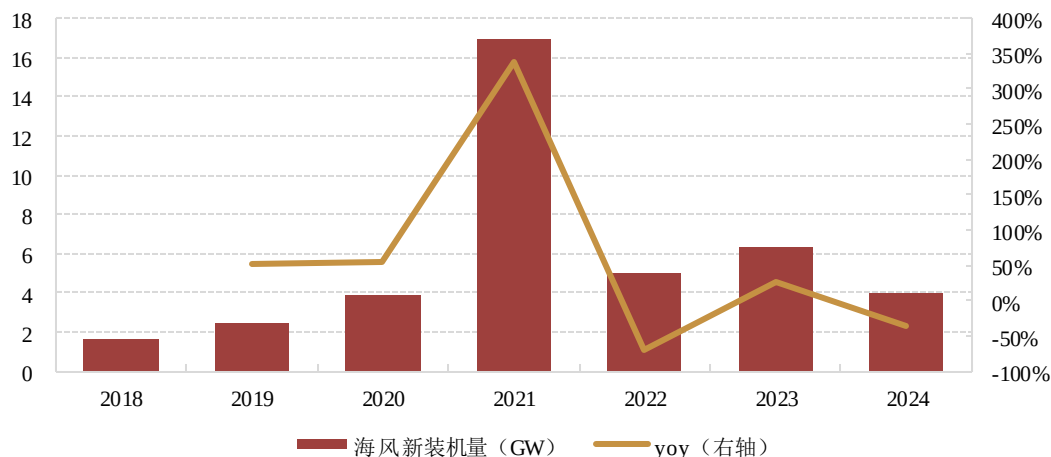
图 7：2024 年中国各省发电用电差（亿千瓦时）



数据来源：wind，西南证券整理

我国中国海上风电的发展进入市场化竞争。2007 年，中海油在渤海绥中海域竖立起国内第一台海上风电试验机组。2010 年，我国首座海上风电场示范工程—上海东海大桥海上风电场正式并网发电；国家能源局、国家海洋局制定《海上风电开发建设管理暂行办法》，并启动海上风电特许权项目招标，开发沿海风电资源步伐逐步加快。2014 年，中国出台近海风电和潮间带风电标杆电价政策，海上风电进入规模化发展阶段，装机规模逐年扩大。2019 年，国家发展改革委印发《关于完善风电上网电价政策的通知》，风电项目分别必须在 2020 年底和 2021 年底前完成并网发电才能获得补贴。2021 年，海上风电迎来抢装潮，全年新增装机 16.9GW，新增装机和累计装机跃居世界第一。2022 年，新并网投运的海上风电项目国家电价补贴完全退出，海上风电自此全面实现平价和低价上网，向有序、高质量、融合发展方向迈进。

图 8：中国海风新装机量



数据来源：公司公告，西南证券整理

海上风电方面，因行业起步较晚、技术难度较高、投资成本较大，目前度电成本与其他发电方式仍有一定差距。通过风机大型化、叶片轻量化、规模化开发等方式实现海风降本增效。随着海上风电技术升级创新的持续推行、运行时间的有效延长，将进一步降低海上风电

建设成本，为平价上网提供路径支撑。当前 8 至 10MW 机组已成为主流，16 MW 机型实现商业化应用，带动项目平准化度电成本下降 40% 以上。

表 1：各种发电方式发电成本

发电方式	水电	陆上风电	海上风电	太阳能
全球平均度电成本（美元/KWH）	0.057	0.034	0.079	0.043
中国平均度电成本（美元/KWH）	0.049	0.029	0.056	0.033

数据来源：irena，西南证券整理

表 2：海上风电降本测算

海上风电度电成本 （2018）注 1	降本幅度		增效幅度		海上风电度电成本 （预计）注 6
	风机大型化注 2	电缆优化注 3	叶片大型化注 4	增发消纳注 5	
0.640（元/KWH）	-17%	-4%	8%	30%	0.366（元/KWH）

数据来源：海力风电招股说明书，西南证券整理

注 1：海上风电度电成本（2018）数据来自国网能源研究院《中国新能源发电分析报告 2019》2018 年中国数据；

注 2：风机大型化参数来自罗兰贝格对某风电场 6MW 机型替换为 3MW 带来的成本降幅；

注 3：电缆优化参数按华东勘测设计研究院测算取值；

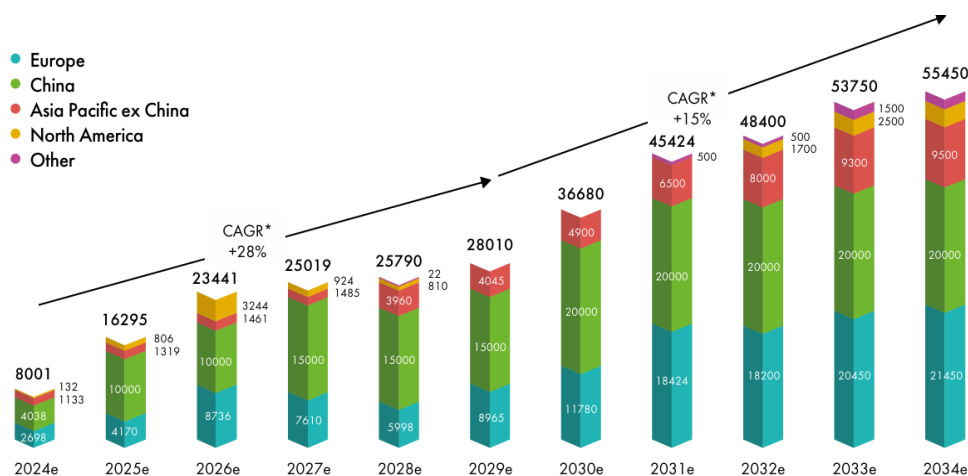
注 4：叶片大型化参数来自金风科技关于 GW130/2.5MW 机型（叶轮直径 130m）相比 GW121/2.5MW 机型发电量增幅相关数据；

注 5：增发消纳参数=英国及美国风电平均利用小时数的平均值/2019 年中国风电平均利用小时；

注 6：海上风电度电成本（预计）=（1+降本幅度）/（1+增效幅度）*海上风电度电成本（2018）

我国海风发展提速。据国家能源局的数据，2024 年中国海上风电新增装机容量为 4.04GW，同比下降 36.2%，未来一旦针对深水区域项目开发的引导与扶持法规落地，我国装机速度还将进一步加快。2025 年初以来，广东、江苏项目陆续启动，浙江等地区深远海示范项目加速推进，国家能源局数据显示，2025 年上半年，全国风电新增并网容量 5139 万千瓦，同比增长 6%，其中海上风电 249 万千瓦（2024 年上半年海风 83 万千瓦）。截至 2025 年 6 月底，全国风电累计并网容量达到 5.73 亿千瓦，同比增长 22.7%，其中海上风电 4420 万千瓦。GWEC 预计中国将在 2025 年至 2034 年期间新增 165GW 装机量，保持其领先地位，其中预计 2025 年装机有望实现 10GW，2030 年有望实现年新增 20GW。

图 9：GWEC 对 2025-2034 年海风新装机量预测预测（MW）



数据来源：GWEC，西南证券整理

2.2 绿色能源需求旺盛，绿氢氨醇已成为备受瞩目的未来产业

氢能作为一种来源丰富、绿色低碳、应用广泛的二次能源，是全球能源转型发展的重要载体。从国际看，绿氢产业政策支持力度不断加大，截至 2024 年,美国、欧盟、日韩等全球超过 60 个国家和地区发布了绿氢发展战略，出台了补贴、税收优惠等支持政策，努力推动绿氢产业发展。绿氢发展明显提速但占比仍然较低，2024 年，全球氢能（含灰氢、蓝氢和绿氢，下同）新增产能 315 万吨，其中绿氢新增 7 万吨，同比增长约 42%；绿氢产能达到 25 万吨/年（主要集中在亚太、欧洲、北美及拉美地区），但仅占全球氢能产能 1.05 亿吨的 0.24%，替代市场空间巨大。绿氢技术装备不断创新，美国建成 15 吨/天质子交换膜电解水规模化制氢和液氢工厂，葡萄牙完成国家天然气运输网络(RNTG)10%-20%掺氢天然气运输和分配能力认证，德国完成为期五年的 500 立方米地下盐穴储氢测试、对地下储氢技术的安全性进行验证，日本氨燃料商船完成“卡车对船”燃料加注作业，为未来氨燃料船舶商业化奠定基础。

绿氢氨醇已然成为国内备受瞩目的未来产业。从国内看，绿氢战略定位日益凸显，我国高度重视氢能产业发展，加强顶层设计，通过立法方式将氢能纳入能源管理体系，研究制定产业政策，先后发布专项政策超 560 项，30 个省级行政单位已出台氢能产业发展相关规划，积极推动氢能技术创新和产业发展。绿氢产业发展提档加速，2024 年底，全国各地累计规划建设绿氢项目超 600 个，建成绿氢产能达到 12.5 万吨/年（主要集中在华北和西北地区，占我国氢产能 5000 万吨的 0.25%），其中 2024 年新增产能 4.8 万吨，同比增长约 62%，占全球新增产能的 70%。

表 3：2025 年以来氢能相关政策

时间	名称	内容
2025 年 1 月	新版《能源法》	首次将氢能明确纳入能源管理体系，赋予其法律地位。国家积极有序推进氢能开发利用，促进氢能产业高质量发展。
2025 年 1 月	《交通运输标准提升行动方案(2024-2027 年)》	为促进新能源车辆应用，将加快制定氢气道路运输技术规范等标准，支撑构建氢能制储输用全产业链标准体系。
2025 年 2 月	《新型储能制造业高质量发展行动方案》	适度超前布局氢储能等超长时储能技术，鼓励结合应用需求开发多类型混合储能技术。
2025 年 2 月	《2025 年能源工作指导意见》	探索大型风电光伏基地与相关产业集成式发展新模式，稳步发展可再生能源制氢及可持续燃料产业，稳步推动燃料电池汽车试点应用，有序推进全国氢能信息平台建设，稳妥有序探索开展管道输氢项目试点应用，推动各地建立完善氢能管理机制。
2025 年 3 月	《关于推动交通运输与能源融合发展的指导意见》	加快提升液化天然气（LNG）、生物柴油、绿醇、绿氨、氢能、生物航油等供给能力。鼓励依托交通基础设施因地制宜开展清洁能源制氢。积极稳妥推广多元化氢能储运方式。
2025 年 6 月	《组织开展能源领域试点工作》的通知	遴选部分项目和区域开展氢能试点工作，进一步推动创新氢能管理模式，探索氢能产业发展的多元化路径，形成可复制可推广的经验，支撑氢能“制储输用”全链条发展。
2025 年 6 月	《关于推动内河航运高质量发展的意见》	探索推动氢燃料电池动力技术应用。
2025 年 9 月	《国家发展改革委国家能源局关于推进“人工智能+”能源高质量发展的实施意见》	融合风光功率波动预测、储氢罐容量、电解槽温度、催化剂状态等多维数据，基于人工智能算法，智能驱动电解槽电流密度动态导优，构建电解制氢-储氢-用氢全链条智能调控系统。

数据来源：各政府网站，西南证券整理

此外绿色甲醇成为当前市场比较热门的环保燃料选择，氢作为原材料，后续需求有望进一步释放。当前为应对日趋严格的碳排放要求，航运公司需要采取相应的措施来应对环保政策。各种考虑下，绿色甲醇成为当前市场比较热门的环保燃料选择。生物制和电制甲醇是目前绿色甲醇的主要生产方式，两种方式均需要绿氢作为原材料，目前我国绿色甲醇项目主要分布在接近风光电发电区域。

图 11：中国部分绿色甲醇项目分布情况

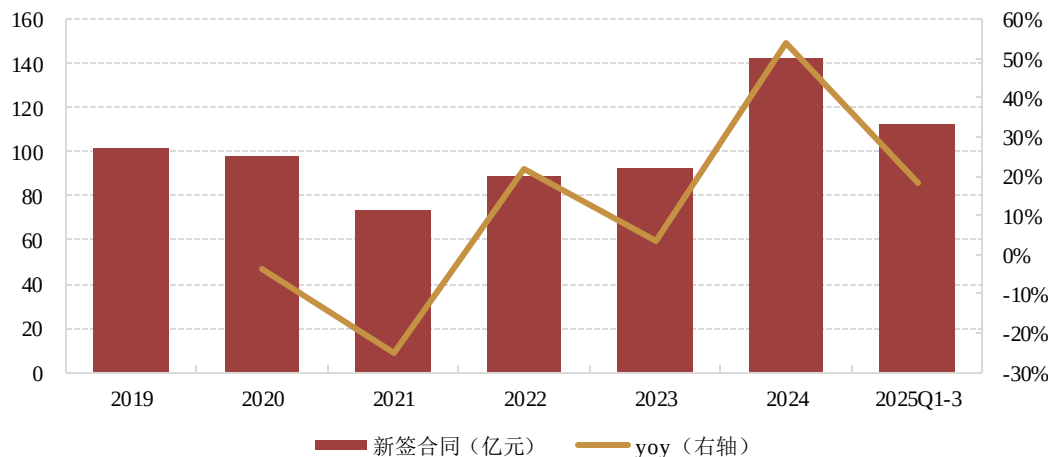


数据来源: Methanol Institute, 西南证券整理

3 新签合同逐步开始体现，利润有望加速释放

我国经济向绿色转型加快，公司新签合同持续新高。2024 年，公司新签销售合同 142.72 亿元，其中，于 2024 年确认收入 31.95 亿元；2025 年 1-9 月，公司新签销售合同 112.96 亿元，同比增加 18.51%。11 月公司披露重大合同签署情况，公司作为牵头人协同 3 家联合体成员与中国电建签署合同，总金额达 34.15 亿元。

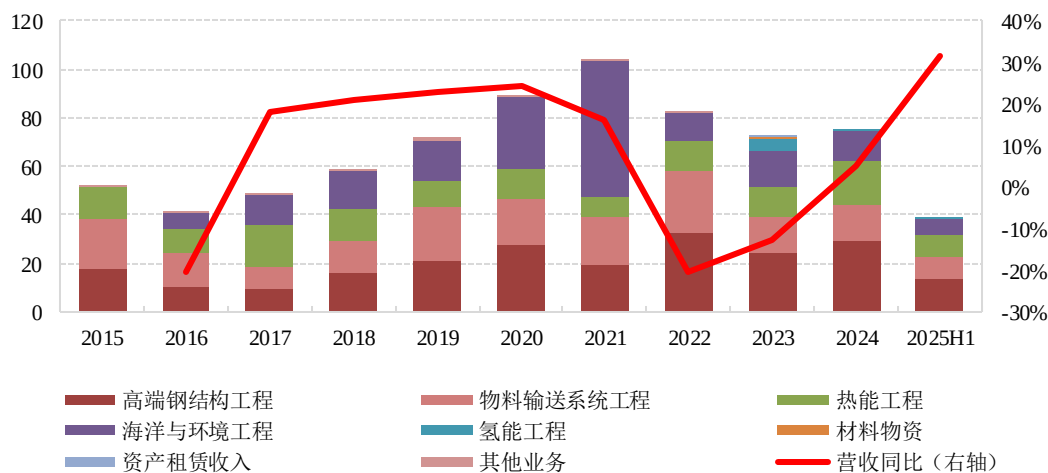
图 12：公司新签合同情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营收受新签合同持续增长影响，实现积极增长。公司丰富的主营业务使得公司能够抵御下游需求变动周期，2016-2020 年期间公司实现业务稳定增长，2021-2022 由于风电进入“抢装潮”，公司海洋与环境工程业务实现快速增长后，相关业务下滑明显，使得公司 2022-2023 年整体经营下滑，2024 年公司新签销售合同金额增幅为 54.19%，营收同比增长 5.1%，营业收入增幅小于新签销售合同金额增幅的主要原因为新签销售合同受执行周期影响在当期形成收入的规模有限，2025 年 1-9 月，公司实现营业收入 65.34 亿元，同比增加 32.64%，未来在新签订单持续新高下公司营收有望进一步加速。

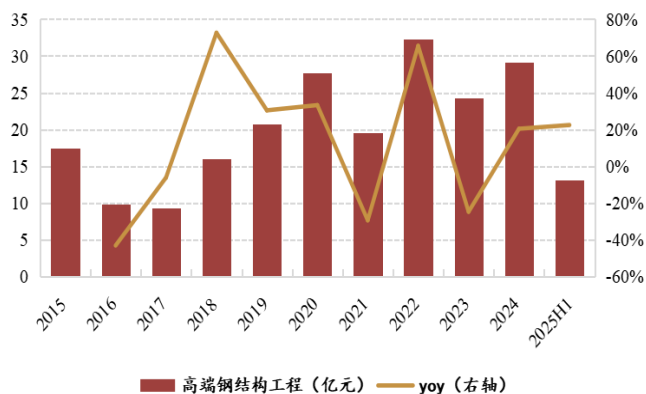
图 13：公司历年营收情况 (亿元)



数据来源：wind，西南证券整理

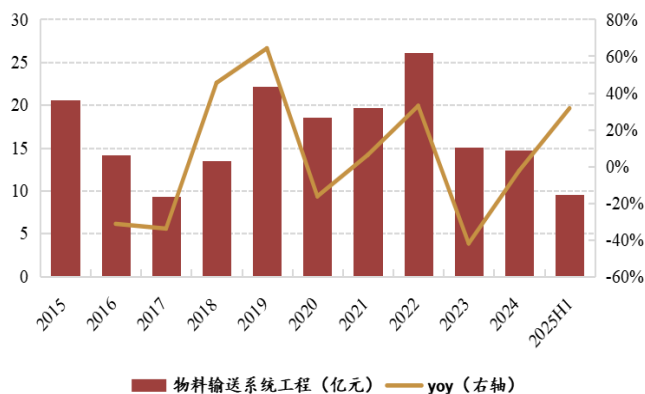
高端钢结构、物料输送、热能工程业务作为公司业务基石偶有波动，基本保持稳健，海洋工程受我国海风装机节奏影响，公司自 2020 年筹划发展氢能产业，目前已储备多项技术专利，未来公司受益于氢能产业链发展实现收入积极增长。

图 14：公司高端钢结构工程营收情况



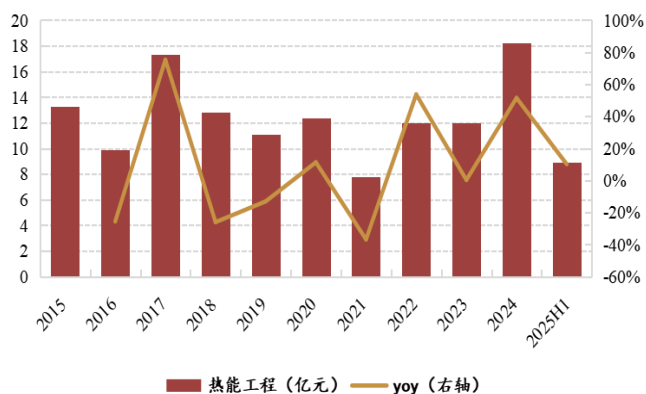
数据来源：wind，西南证券整理

图 15：公司物料输送系统工程营收情况



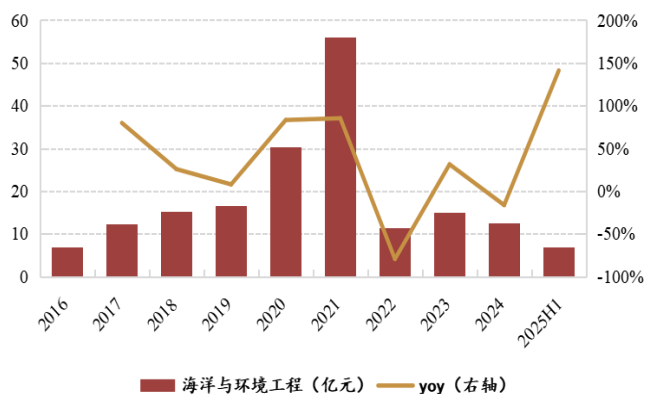
数据来源：wind，西南证券整理

图 16：公司热能工程营收情况



数据来源：wind，西南证券整理

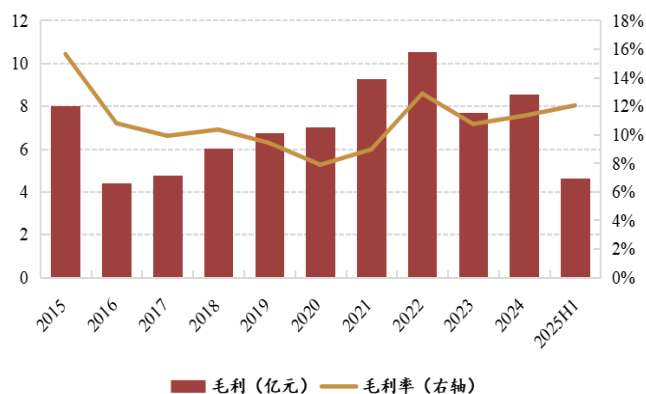
图 17：公司海洋与环境工程营收情况



数据来源：wind，西南证券整理

公司整体盈利能力平稳，毛利率波动较小。2016-2019 年公司整体毛利率保持相对平稳，在 11% 上下浮动，2021-2022 年受海洋与环境工程业务影响，毛利率持续提升，2023 年下滑，随着海上风电项目装机再提速，当前海洋与环境工程业务毛利率有较为明显提升，2025 年半年度，毛利率为 4.4%，较 23 年底部提升 6.7pp，2025 年上半年高端钢结构、物料输送工程、热能工程业务毛利率分别为 15.3%、12.7%、14.8%，公司整体毛利率提升为 12%。

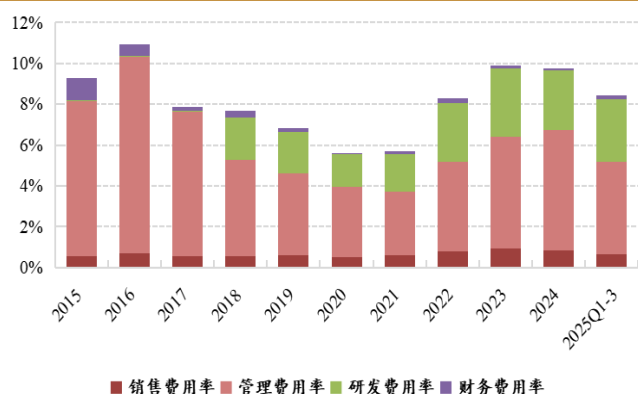
图 18：公司毛利情况



数据来源：wind，西南证券整理

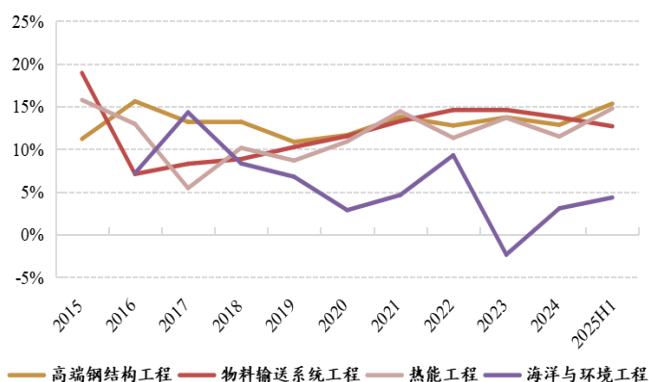
公司盈利能力较为稳定，2021-22 年表现较好。作为工程类企业，公司整体盈利能力偏低，2017-2020 年净利率在 0.8%-1.2%，2021-2022 年公司毛利率有明显提升背景下，公司加大了项目管控、结算及清理力度，提升了项目盈利能力，归母净利率分别提升至 2.9%、3.8%，2023 年利润率回归常态为 1.4%，2024 年公司期间费用率为 9.8%，实现归母净利润 1.15 亿元，归母净利率 1.5%，较上年提升 0.1pp，2025 年前 9 月，公司归母净利率为 1.8%。

图 20：公司期间费用情况



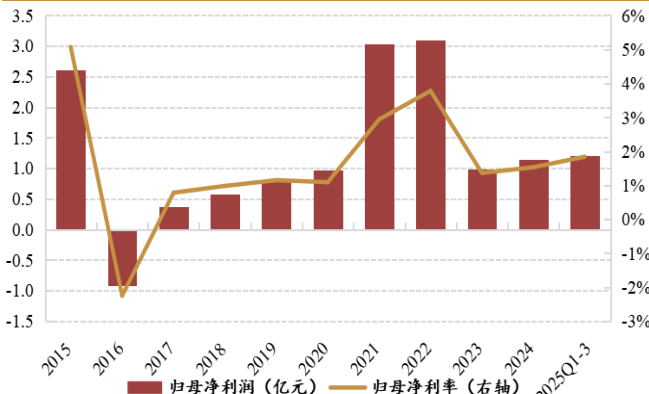
数据来源：wind，西南证券整理

图 19：公司主要业务毛利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 21：公司净利情况



数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 公司各项业务营收增长趋势主要和签订的合同相关，2025 年 1-9 月，公司新签销售合同 112.96 亿元，同比增加 18.51%，我们预计公司 2025 年能够较好完成年初预定 150 亿新签合同目标，同时由于我国海风建设提速，同时氢能业务保持高速增长，我们预计公司 2026-2027 年新签合同能够保持复合 10% 增速增长。

2) 2025 年初，公司在执行销售合同金额合计 155.15 亿元，于上半年内形成收入 31.20 亿元。2025H，公司新签销售合同金额合计 71.23 亿元，于上半年内形成收入 7.38 亿元。截至 2025H1 末，公司在手销售合同总金额为 199.84 亿元，其中已签订合同尚未开工项目 15.02 亿元，在建项目中未完工部分的总金额 184.82 亿元。按照合同确认收入的节奏，我们对主要业务营收进行预测，预计 2025-2027 年高端钢结构工程营收同比+20%、0%、0%；物料输送系统工程营收同比+30%、+20%、+15%；热能工程营收同比+10%、0%、0%；海洋环境工程营收同比+50%、+35%、+30%，合计营收同比+23.63%、+11.31%、+10.85%

3) 同时随着公司加大力度拓展海外业务，通过加强成本控制、规范和强化项目结算等措施提质增效，促使项目毛利率有所增加，预计 2025-2027 年公司整体毛利率为 11.58%、11.53%、11.61%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿元）	75.41	93.23	103.78	115.04
yoy	5.1%	23.6%	11.3%	10.9%
高端钢结构工程	29.15	34.98	34.98	34.98
yoy	20.3%	20%	0%	0%
物料输送系统工程	14.7	19.11	22.932	26.3718
yoy	-2.6%	30%	20%	15%
热能工程	18.22	20.042	20.042	20.042
yoy	51.4%	10%	0%	0%
海洋与环境工程	12.56	18.84	25.434	33.0642
yoy	-16.5%	50%	35%	30%
氢能工程	0.79	0.26	0.39	0.585
yoy	-84.7%	-67%	50%	50%
营业成本（亿元）	66.9	82.4	91.8	101.7
毛利率	11.31%	11.58%	11.53%	11.61%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 93.2、103.8、115 亿元，归母净利润分别为 2.1、2.9、3.5 亿元，EPS 分别为 0.18 元、0.25 元、0.30 元，对应动态 PE 分别为 41 倍、30 倍、25 倍。

综合考虑到公司主营业务范围涵盖多个板块，选取了振华重工、运机集团、上海电气作为估值参考，从 PE 角度看，公司 2025 年、2026 年、2027 年估值为 41、30、25 倍，行业平均值为 53、33、26 倍。我们认为下游海风运营商加快海风装机、同时全球经济向绿色转型，公司作为具有国际竞争力的工程系统方案提供商，能够享受行业快速发展带来的盈利弹性，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600320.SH	振华重工	4.71	0.10	0.14	0.17	0.20	47	34	28	24
001288.SZ	运机集团	29.57	0.94	1.06	1.6	2.25	31	28	18	13
601727.SH	上海电气	8.80	0.05	0.09	0.17	0.21	176	98	52	42
平均值							85	53	33	26

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2025-11-18 收盘价

5 风险提示

下游建设需求下滑风险、汇率波动及反倾销税风险、原材料成本波动风险、宏观经济环境风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7541.21	9323.46	10378.09	11504.62	净利润	118.00	218.74	300.38	355.98
营业成本	6688.35	8243.48	9181.97	10168.63	折旧与摊销	111.17	112.21	112.21	112.21
营业税金及附加	39.76	34.50	36.32	37.97	财务费用	7.05	8.94	12.72	15.23
销售费用	64.95	59.67	62.27	66.73	资产减值损失	6.09	15.99	13.87	18.52
管理费用	443.15	699.26	705.71	759.31	经营营运资本变动	-913.95	-285.82	453.17	296.89
财务费用	7.05	8.94	12.72	15.23	其他	996.67	36.79	10.46	19.16
资产减值损失	6.09	15.99	13.87	18.52	经营活动现金流净额	325.02	106.84	902.80	817.99
投资收益	-0.28	-0.30	-0.33	-0.37	资本支出	-26.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.32	0.00	0.00	0.00	其他	-43.42	-0.30	-0.33	-0.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-69.62	-0.30	-0.33	-0.37
营业利润	136.72	261.32	364.90	437.88	短期借款	-31.30	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	20.46	9.07	9.08	9.11	长期借款	26.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	157.18	270.38	373.98	446.99	股权融资	-3.03	0.00	0.00	0.00
所得税	39.18	51.65	73.61	91.02	支付股利	-39.67	-46.85	-86.85	-119.27
净利润	118.00	218.74	300.38	355.98	其他	-114.36	-1027.97	-1012.72	-1015.23
少数股东损益	2.83	5.24	7.19	8.52	筹资活动现金流净额	-162.35	-1074.82	-1099.57	-1134.50
归属母公司股东净利润	115.18	213.50	293.19	347.45	现金流量净额	93.05	-968.28	-197.10	-316.88
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2557.73	1589.45	1392.35	1075.47	成长能力				
应收和预付款项	2554.38	3187.37	3536.30	3924.79	销售收入增长率	5.11%	23.63%	11.31%	10.85%
存货	651.88	802.34	904.38	997.58	营业利润增长率	22.82%	91.13%	39.64%	20.00%
其他流动资产	3095.82	2797.04	2802.08	2876.16	净利润增长率	19.54%	85.36%	37.32%	18.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.07%	50.03%	28.07%	15.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	994.10	897.88	801.66	705.44	毛利率	11.31%	11.58%	11.53%	11.61%
无形资产和开发支出	423.32	407.54	391.76	375.97	三费率	6.83%	8.24%	7.52%	7.31%
其他非流动资产	1032.82	1032.61	1032.41	1032.20	净利率	1.56%	2.35%	2.89%	3.09%
资产总计	11310.05	10714.23	10860.93	10987.62	ROE	2.64%	4.74%	6.22%	7.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.04%	2.04%	2.77%	3.24%
应付和预收款项	5814.11	6617.88	7507.47	8351.63	ROIC	10.23%	12.91%	19.28%	31.57%
长期借款	26.02	26.02	26.02	26.02	EBITDA/销售收入	3.38%	4.10%	4.72%	4.91%
其他负债	1006.14	-546.31	-1502.73	-2456.91	营运能力				
负债合计	6846.27	6097.59	6030.76	5920.74	总资产周转率	0.66	0.85	0.96	1.05
股本	1166.60	1165.72	1165.72	1165.72	固定资产周转率	8.67	11.41	14.39	18.42
资本公积	1256.44	1257.32	1257.32	1257.32	应收账款周转率	3.30	3.53	3.36	3.35
留存收益	1851.05	2017.70	2224.03	2452.22	存货周转率	9.79	11.19	10.68	10.65
归属母公司股东权益	4281.50	4429.12	4635.45	4863.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.12%	—	—	—
少数股东权益	182.29	187.52	194.72	203.24	资本结构				
股东权益合计	4463.78	4616.64	4830.17	5066.88	资产负债率	60.53%	56.91%	55.53%	53.89%
负债和股东权益合计	11310.05	10714.23	10860.93	10987.62	带息债务/总负债	0.38%	0.43%	0.43%	0.44%
					流动比率	1.30	1.38	1.44	1.51
					速动比率	1.21	1.25	1.29	1.34
					股利支付率	34.44%	21.95%	29.62%	34.33%
					每股指标				
					每股收益	0.10	0.18	0.25	0.30
					每股净资产	3.67	3.80	3.98	4.17
					每股经营现金	0.28	0.09	0.77	0.70
					每股股利	0.03	0.04	0.07	0.10
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	254.93	382.47	489.83	565.32					
PE	75.10	40.51	29.50	24.89					
PB	2.02	1.95	1.87	1.78					
PS	1.15	0.93	0.83	0.75					
EV/EBITDA	20.21	13.37	8.80	6.42					
股息率	0.46%	0.54%	1.00%	1.38%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn