

2025 年 11 月 16 日

九洲集团（300040.SZ）

前三季度扣非业绩高增，现金流大幅改善

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2025 年三季报。报告期内，公司实现营业总收入 94,676.38 万元，同比-2.75%，归母净利润 4311.73 万元，同比-41.09%，扣非归母净利润 4801.27 万元，同比+170.88%。单季度看，第三季度实现营业总收入 26,130.92 万元，同比+12.77%，归母净利润 30.23 万元，同比+104.38%，扣非归母净利润 492.37 万元，同比+159.36%。
- ◆ **智能配电网及网络能源业务突破，现金流大幅改善。**公司在智能配电网领域积累了三十多年的行业经验，形成了智能配电网、新能源和综合能源服务三大核心业务，广泛的产品、解决方案和服务涵盖发电、输电、配电，以及充电、储能、多能转化等整个电力和能源工业应用价值链。2025H1，公司综合智慧能源业务/智能装备制造业务/新能源发电业务/其他业务收入分别为 2.99/1.96/1.84/0.06 亿元，同比 +12.45%/-5.65%/-4.37%/+17.03%，毛利率分别为 13.48%/21.45%/61.42%/9.97%，同比 +16.29/-1.83/-7.49/-5.57pct。期间/管理/财务/研发费用率 25.37%/8.88%/10.30%/1.28%，同比+2.83/+0.51/+0.69/+0.12pct。公司前三季度经营现金流达 3.06 亿元，较上年同期增长 321.95%，实现大幅改善。扣非归母净利润和经营现金流的显著变化得益于国家可再生能源补贴的加速回款，6 月 16 日，财政部正式发布《关于下达 2025 年可再生能源电价附加补贴地方资金预算的通知》，明确建立“按月拨付”机制，要求电网企业对已纳入补贴清单的风电、太阳能等项目优先足额拨付补助资金，标志着新能源企业长期面临的“资金荒”时代正式结束，为行业注入稳定发展信心。公司进一步巩固央企合作市场，智能配电网设备中标金额同比例大幅提升，覆盖国网江苏省电力有限公司配网物资协议库存招标及多个风电项目升压站设备供应。市场拓展方面，公司通过准入中石油供应商资格、与国家电网商务关系协同，进一步渗透央企市场；与阿里合作拓展国际业务，形成“国内+国际”双轮驱动。9 月 24 日，国家主席习近平在联合国气候变化峰会上宣布中国新一轮国家自主贡献：到 2035 年，中国全经济范围温室气体净排放量比峰值下降 7%-10%，力争做得更好。非化石能源消费占能源消费总量的比重达到 30%以上，风电和太阳能发电总装机容量达到 2020 年的 6 倍以上、力争达到 36 亿千瓦。国外方面，根据 IEA 数据，2024 年欧洲智能电网投资增长 18%，主要受能源危机推动电网改造加速。欧洲近年来加速推进电网现代化，以应对可再生能源并网需求及地区冲突导致的电力设备损坏问题；与此同时，东南亚、中东等新兴市场电网订单增长超 30%。中东地区因储能需求爆发成为全球增长极，东南亚市场则受益于电力基础设施重建需求，国外需求预期良好。近期，公司在海外市场拓展中再获突破，成功中标乌兹别克斯坦 400MW/800MWh 四大储能项目交直流电源系统采购标段，标志着公司在中亚能源市场的参与度与影响力进一步提升；子公司沈阳昊诚电气持续斩获行业重点客户订单，接连中标充矿能源智慧园区项目与攀钢集团攀长特技术升级项目。
- ◆ **地域与产业链优势显著，新能源装机稳步扩张。**新能源业务方面，公司 2024 年末

公司快报

电力设备及新能源 | 配电设备III

投资评级

买入(首次)

股价(2025-11-14)

7.08 元

交易数据	
总市值（百万元）	4,555.35
流通市值（百万元）	3,663.02
总股本（百万股）	643.41
流通股本（百万股）	517.38
12 个月价格区间	8.02/5.68



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.43	-14.46	-9.86
绝对收益	2.91	-4.32	6.75

分析师

贺朝晖

SAC 执业证书编号：S0910525030003

hezhaohui@huajinsc.cn

分析师

周涛

SAC 执业证书编号：S0910523050001

zhoutao@huajinsc.cn

相关报告

发电量超 10 亿度，累计装机容量超 2.5GW，有在手项目，业务模式包括自主与合作开发。黑龙江拥有优良风光资源，电站利用小时数高，公司通过自主开发及与国企合作共同开发、建设、持有清洁能源电站，在新增电站资产不断投建及并网发电后，择机择时向央国企合作伙伴出售部分新能源电站股权，总体控制存量资产规模，优化自持新能源资产结构的同时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。

◆ **生物质项目扭亏，分散式风电供暖潜力大。**公司深度参与国家“千乡万村驭风行动”，2024 年齐市梅里斯区九洲 20MW 分散式风电项目、松北九洲一号 25MW 分散式风电项目、齐市富区九洲 48MW 分散式风电项目、齐市铁锋区九洲 32MW 分散式风电项目获核准，共储备 300MW 分散式风电指标，重点布局东北地区风资源丰富的县域市场。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。黑龙江作为农业大省，秸秆资源密集且便于收储，公司依托地域优势布局生物质热电联产项目，推出“分散式风电+储能+供暖”综合能源方案，上半年，经战略调整与资产结构优化，公司生物质热电联产业务在完成上年度生物质资产减值计提后，通过提升管理水平，深化技术革新，深度整合供应链和商业模式创新，成功实现板块扭亏为盈。此外，通过股权转让优化现金流，与国电投等央国企合作开发项目，降低资产负债率并提升项目资源获取能力，推动生物质资产打包出售或配比风光项目，优化运营结构。

◆ **投资建议：**公司深耕智能配电行业，稳步推进“风光新能源 + 智能装备制造”的双引擎业务格局，分散式风电供暖与海外业务有望贡献业绩增量。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 0.81/1.33/1.61 亿元，对应 EPS 为 0.13、0.21 和 0.25 元/股，对应 PE 为 56/35/28 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**1、行业增速不及预期风险 2、产品报价波动超预期风险 3、项目推进不及预期风险 4、市场竞争超预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,213	1,481	1,601	1,777	2,002
YoY(%)	-8.9	22.1	8.1	11.0	12.6
归母净利润(百万元)	94	-545	81	132	161
YoY(%)	-36.2	-678.3	114.8	63.4	21.8
毛利率(%)	29.8	27.4	28.3	29.8	30.8
EPS(摊薄/元)	0.15	-0.85	0.13	0.21	0.25
ROE(%)	3.4	-22.0	3.4	5.4	6.1
P/E(倍)	48.4	-8.4	56.3	34.5	28.3
P/B(倍)	1.6	2.0	1.9	1.9	1.8
净利率(%)	7.8	-36.8	5.1	7.4	8.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

我们预测 2025-2027 年公司整体营收 16.01 /17.77 /20.02 亿元,毛利率 28.3%/29.8%/30.8%。借助长期深耕的科研技术盈利不断修复,智能装备制造业务形成“国内+国际”双轮驱动,预计 2025-2027 年实现收入 5.10/5.61/ 6.46 亿元,毛利率 20.00%/21.00%/22.00%;在综合智慧服务领域,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助力盈利修复,预计 2025-2027 年实现收入 5.36/5.90/ 6.49 亿元,毛利率 5.00%/8.00%/10.00%;新能源发电方面,黑龙江风光资源优,电站利用小时数高,公司具备全产业链能力,提供一站式服务,有望实现稳步增长,预计 2025-2027 年实现收入 3.99/4.38/ 4.82 亿元,毛利率维持 61.00%。

表 1: 公司业务分拆和预测

		2024A	2025E	2026E	2027E
智能配电网业务	收入 (亿元)	4.86	5.10	5.61	6.46
	YoY (%)	20.26%	5.00%	10.00%	15.00%
	毛利率 (%)	19.87%	20.00%	21.00%	22.00%
综合智慧能源业务	收入 (亿元)	4.79	5.36	5.90	6.49
	YoY (%)	60.30%	12.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	-5.66%	5.00%	8.00%	10.00%
新能源发电业务	收入 (亿元)	3.87	3.99	4.38	4.82
	YoY (%)	-8.91%	3.00%	10.00%	10.00%
	毛利率 (%)	67.19%	61.00%	61.00%	61.00%
新能源工程业务	收入 (亿元)	1.15	1.38	1.66	1.99
	YoY (%)	136.41%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	62.62%	55.00%	55.00%	55.00%
其他	收入 (亿元)	0.13	0.16	0.19	0.22
	YoY (%)	-63.41%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	27.58%	28.00%	28.00%	28.00%
合计	收入 (亿元)	14.81	16.01	17.77	20.02
	YoY (%)	22.1%	8.1%	11.0%	12.6%
	毛利率 (%)	27.4%	28.3%	29.8%	30.8%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司双杰电气(配网设备、新能源电站开发)、中恒电气(数字电网与综合能源服务)、晶科科技(光伏电站开发)作为可比公司。九洲集团在交直流电源上具备技术积淀,生物质项目已扭亏,分布式风电供暖具备发展潜力,“国内+国际”双轮驱动。我们看好公司未来的发展前景。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300444.SZ	双杰电气	10.99	87.77	0.34	0.45	0.61	32.8	24.3	18.1
002364.SZ	中恒电气	22.86	128.83	0.34	0.53	0.75	66.5	43.1	30.6
601778.SH	晶科科技	3.71	132.48	0.14	0.16	0.17	26.0	23.8	21.4
平均							41.7	30.4	23.4
300040.SZ	九洲集团	7.08	45.55	0.13	0.21	0.25	56.3	34.5	28.3

资料来源：数据截止 2025 年 11 月 16 日收盘，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2072	2202	2649	2451	3037
现金	436	358	80	89	100
应收票据及应收账款	1031	1289	1219	1565	1570
预付账款	18	20	40	22	43
存货	186	259	862	488	863
其他流动资产	402	276	448	288	461
非流动资产	5356	4934	5124	5426	5809
长期投资	879	865	855	847	840
固定资产	3457	3242	3375	3646	4021
无形资产	184	181	174	158	144
其他非流动资产	836	646	721	776	804
资产总计	7427	7136	7773	7877	8846
流动负债	1166	1426	2050	2596	3869
短期借款	187	310	788	1337	2371
应付票据及应付账款	542	480	611	575	741
其他流动负债	437	636	651	685	757
非流动负债	3304	3264	3187	2644	2213
长期借款	2643	2138	1774	1435	1111
其他非流动负债	661	1125	1413	1209	1102
负债合计	4470	4690	5237	5240	6082
少数股东权益	58	65	69	76	82
股本	588	603	643	643	643
资本公积	1044	1127	1127	1127	1127
留存收益	1184	599	667	778	914
归属母公司股东权益	2899	2381	2467	2561	2682
负债和股东权益	7427	7136	7773	7877	8846

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	633	126	-236	585	133
净利润	101	-538	85	139	167
折旧摊销	225	242	189	209	236
财务费用	153	144	85	108	144
投资损失	-94	4	-38	-47	-42
营运资金变动	205	-275	-557	178	-373
其他经营现金流	42	550	0	-2	1
投资活动现金流	-685	-335	-342	-464	-576
筹资活动现金流	47	170	-179	-661	-579

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.15	-0.85	0.13	0.21	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.20	-0.37	0.91	0.21
每股净资产(最新摊薄)	4.38	3.61	3.68	3.83	4.01

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1213	1481	1601	1777	2002
营业成本	851	1076	1149	1248	1384
营业税金及附加	16	18	21	23	26
营业费用	45	61	96	89	84
管理费用	110	123	160	160	170
研发费用	24	18	32	36	40
财务费用	153	144	85	108	144
资产减值损失	-16	-545	-16	-18	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	94	-4	38	47	42
营业利润	113	-496	99	161	192
营业外收入	4	2	2	3	3
营业外支出	1	4	4	3	3
利润总额	116	-497	97	160	192
所得税	15	41	13	21	25
税后利润	101	-538	85	139	167
少数股东损益	7	7	4	7	6
归属母公司净利润	94	-545	81	132	161
EBITDA	514	-107	377	484	580

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-8.9	22.1	8.1	11.0	12.6
营业利润(%)	-38.2	-538.3	120.0	62.1	19.8
归属于母公司净利润(%)	-36.2	-678.3	114.8	63.4	21.8
获利能力					
毛利率(%)	29.8	27.4	28.3	29.8	30.8
净利率(%)	7.8	-36.8	5.1	7.4	8.0
ROE(%)	3.4	-22.0	3.4	5.4	6.1
ROIC(%)	3.8	-5.9	2.4	3.4	3.9
偿债能力					
资产负债率(%)	60.2	65.7	67.4	66.5	68.8
流动比率	1.8	1.5	1.3	0.9	0.8
速动比率	1.4	1.2	0.8	0.7	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
应付账款周转率	1.4	2.1	2.1	2.1	2.1
估值比率					
P/E	48.4	-8.4	56.3	34.5	28.3
P/B	1.6	2.0	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	15.3	-77.6	23.7	18.5	16.6

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

贺朝晖、周涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn