

“两海战略”稳扎稳打，全球布局渐露峥嵘

2024年05月02日

事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报点评

公司 2023 年实现营业收入 43.25 亿元，同比下降 15.30%，主要是对部分存在风险的国内陆上项目进行了主动去化；归母净利润 4.25 亿元，同比下降 5.58%，扣非归母净利润 3.68 亿元，同比减少 11.83%。

分季度来看，公司 2023Q4 实现营业收入 9.92 亿元，同比下降 29.10%；实现归母净利润 0.17 亿元，同比下降 85.90%。2024Q1 实现营业收入 4.63 亿元，同比减少 45.83%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比减少 29.12%；实现扣非净利润 0.45 亿元，同比减少 37.84%。

未来核心看点：“两海战略”稳扎稳打，全球布局渐露峥嵘

抓住行业发展机遇，纵横拓展产业布局。公司在聚焦风电装备制造主业的同时加快推进船队运输、新能源投资开发及产业园运维等其他业务的拓展，2020 年开始逐步摸索向风电行业产业链下游延伸的风电场开发运营领域扩展；此外，计划打造专注全球风电海工装备，自有年产能超 300 万吨、自有运输船超 10 条的行业龙头。

两海先发布局，产销订单两旺。公司从十年前蓬莱海工基地的建设开始，积极布局除传统陆上风电产品的“第二增长曲线”，即海外海上风电装备，力争在未来 3~5 年，达到全球主要发达经济体海上风电市场份额第一。根据公司年报，2023 年公司海外海工和国内海工贡献收入合计占风电板块收入约 51%，相较上一年提升 17 个百分点，首次超过陆上产品；公司正在参与的欧洲、日韩、美国等地多个海工项目的总需求量超过 300 万吨，涉及管桩、导管架、浮式基础等多系列海工产品，预计在 2024-2027 年度陆续拿到开标结果。

投资建议：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 55.1、67.2、80.7 亿元，增速为 28%/22%/20%；归母净利润分别为 6.5、8.9、11.3 亿元，增速为 52%/37%/28%，对应 24-26 年 PE 为 21x/15x/12x。考虑风电行业需求景气，公司有望深化“双海”战略和产能扩张，提升全球市场份额，成长性突出，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：行业需求不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,325	5,513	6,722	8,074
增长率 (%)	-15.3	27.5	21.9	20.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	425	647	885	1,134
增长率 (%)	-5.6	52.2	36.7	28.1
每股收益 (元)	0.67	1.01	1.39	1.78
PE	32	21	15	12
PB	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

21.03 元

**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 王一如

执业证书：S0100523050004

邮箱：wangyiru_yj@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

邮箱：zhubiye@mszq.com

分析师 李佳

执业证书：S0100523120002

邮箱：lijia@mszq.com

分析师 李孝鹏

执业证书：S0100524010003

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

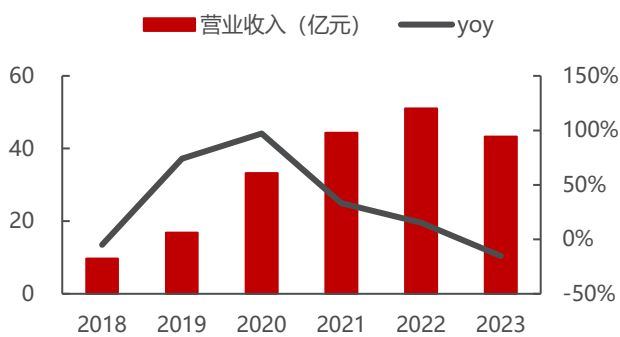
目录

1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季度	3
2 核心看点：“两海战略”稳扎稳打，全球布局渐露峥嵘	5
2.1 20 年深耕行业，打造全球化风电装备供应商.....	5
2.2 两海先发布局，产销订单两旺.....	7
3 盈利预测与投资建议	11
3.1 盈利预测假设与业务拆分	11
3.2 估值分析	12
3.3 投资建议	12
4 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

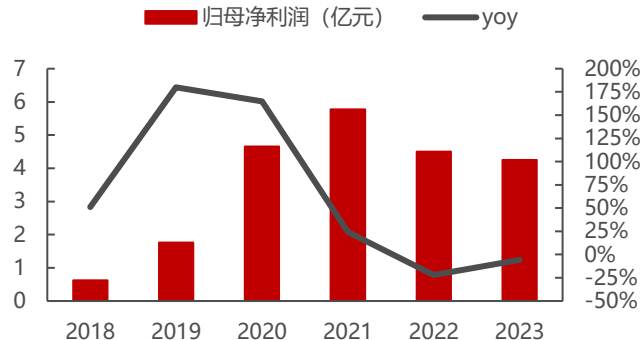
2023 年业绩短期承压。2024 年 4 月 26 日公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，23 年实现营业收入 43.25 亿元，同比下降 15.30%，主要是对部分存在风险的国内陆上产品项目进行了主动去化；归母净利润 4.25 亿元，同比下降 5.58%，扣非归母净利润 3.68 亿元，同比减少 11.83%，主要为四季度利润减少的影响；因某海外项目设计方案变更、项目所在地天气因素及特殊不可抗力等导致项目执行时间延长，减少该项目的结算金额，对公司第四季度净利润影响约 9100 万元，同时，阜新彰武风场转固，形成的折旧摊销及相关财务费用合计约 1600 万元。

图1：2018-2023 营业收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

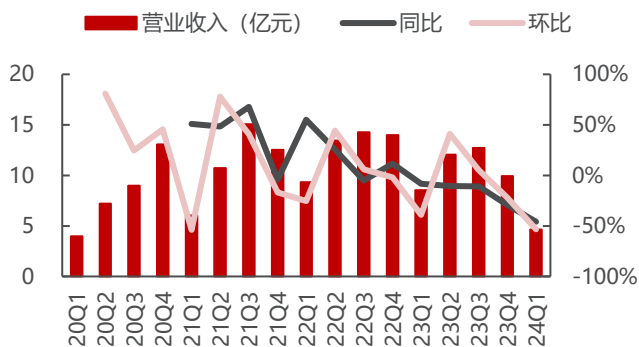
图2：2018-2023 归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

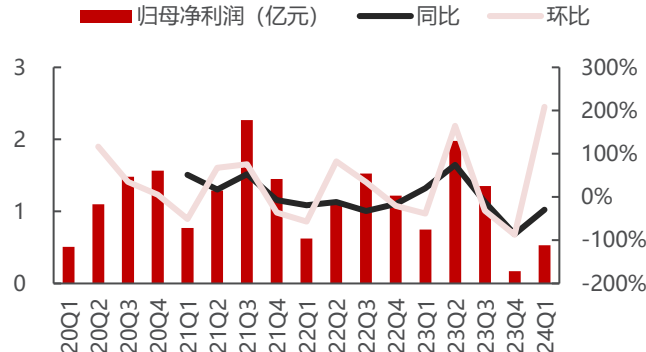
分季度来看，公司 2023Q4 实现营业收入 9.92 亿元，同比下降 29.10%；实现归母净利润 0.17 亿元，同比下降 85.90%。2024Q1 实现营业收入 4.63 亿元，同比减少 45.83%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比减少 29.12%；实现扣非净利润 0.45 亿元，同比减少 37.84%。

图3：2020Q1-2024Q1 单季度收入 (亿元) 及增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图4：2020Q1-2024Q1 单季度归母净利润 (亿元) 及增速

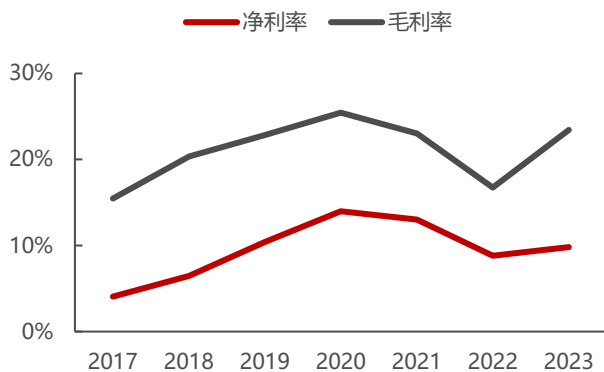


资料来源：iFinD，民生证券研究院

盈利能力有所改善。公司海外业务占比快速提升拉高整体盈利水平，2023 年毛利率为 23.44%，同比增长 6.71Pcts，净利率为 9.83%，同比增加 1.01Pcts；费用情况，23 年期间费用率为 12.63%，同比增长 0.14pct，财务、管理、研发、

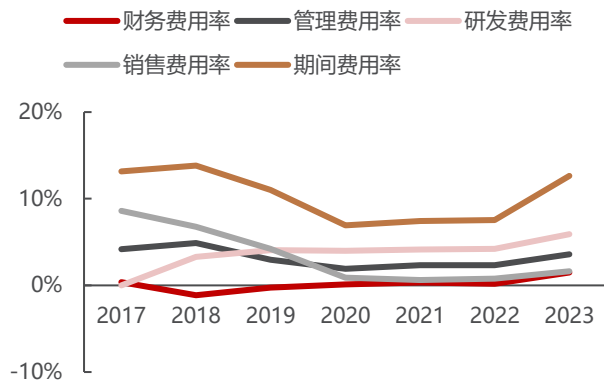
销售费用率分别为 1.49%/3.60%/5.91%/1.63%，同比增加 1.29Pcts/1.27Pcts/1.69Pcts/0.84Pct。

图5：2017-2023 销售毛利率与净利率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图6：2017-2023 销售、管理、研发、财务费用率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

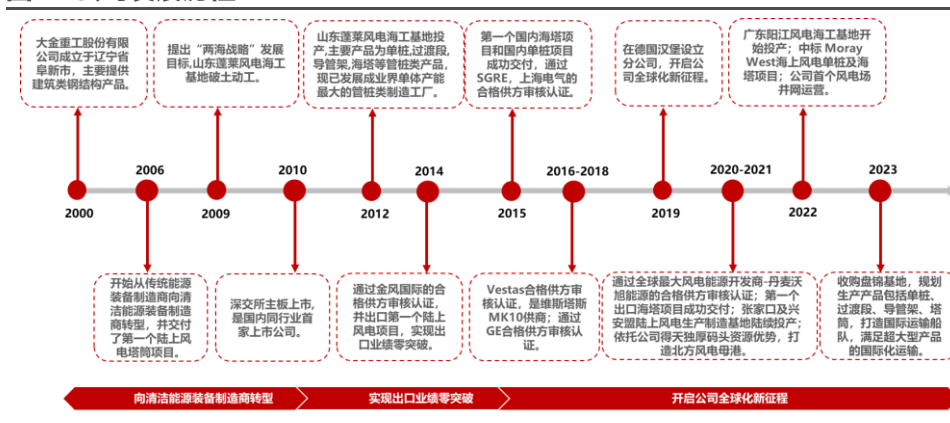
2 核心看点：“两海战略”稳扎稳打，全球布局渐露峥嵘

2.1 20 年深耕行业，打造全球化风电装备供应商

公司全球风电塔架和海上风电管桩装备供应商。大金重工是新能源领域一家全球化运营的上市公司，总部位于中国北京，主要产品包括海上风电/陆地风电全系列的塔架、转换段、基础段、大型管桩、深远海导管架、浮式基础、海上升压站等产品，并提供行业相关服务运营等系统化解决方案，在德国、波兰等欧洲国家和国内的辽宁、内蒙古、河北、山东、广东等省市拥有 10 余家成员企业，客户和销售网络遍及 30 多个国家和地区。

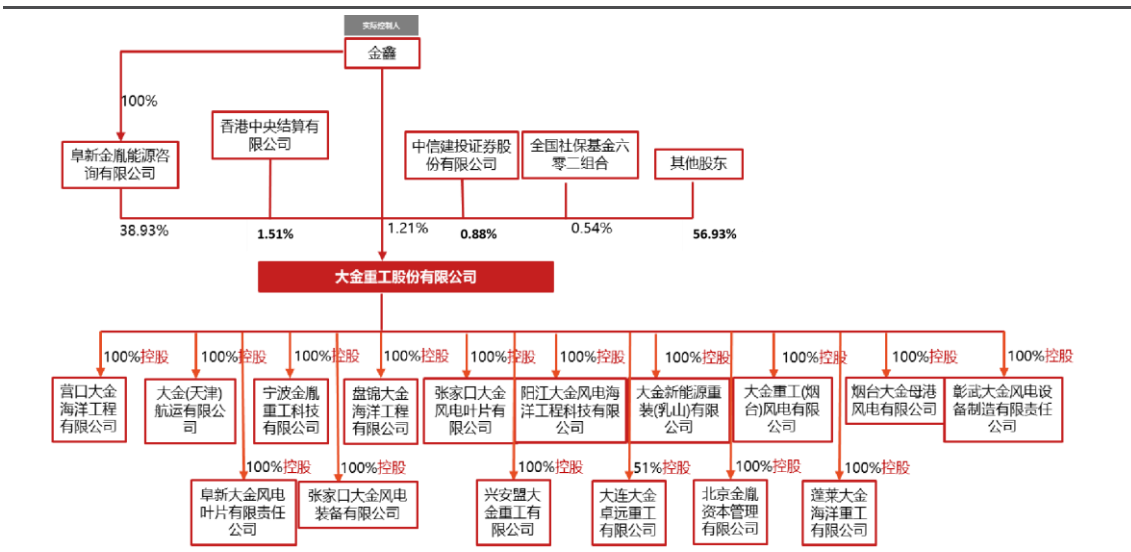
公司成立于 2000 年，2006 年开始从传统能源装备制造向清洁能源装备制造转型，并交付了第一个陆上风电塔筒项目；2010 年在深交所主板上市，2014 年通过金风国际的合格供方审核认证，并出口第一个陆上风电项目，实现出口业绩零突破；2016-2021 年加速开拓海外市场，在德国汉堡设立分公司，开启公司全球化新征程；2023 年收购盘锦基地，规划生产产品包括单桩、过渡段、导管架、塔筒，并打造国际运输船队，满足超大型产品的国际化运输。

图7：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

股权结构稳定。新金胤能源咨询有限公司为公司控股股东，金鑫先生为公司实际控制人，占总股本 40.14%。现任本公司董事长金鑫先生 1967 年出生，大专学历，曾任辽宁营口纺织厂技术工人、团委干部等职、阜新盼盼门销售服务有限公司总经理、辽宁盼盼三维钢结构工程有限公司执行董事、总经理、辽宁大金钢结构工程（集团）有限公司董事长、总经理等。

图8：公司股权结构图（截至 2024 年 5 月 1 日）


资料来源：wind，民生证券研究院

抓住行业发展机遇，纵横拓展产业布局。公司始终不移地坚持“两海战略”和全球化战略，深化海上、海外风电布局，在聚焦风电装备制造主业的同时加快推进船队运输、新能源投资开发及产业园运维等其他业务的拓展，2020 年开始逐步摸索向风电行业产业链下游延伸的风电场开发运营领域扩展，并已经在风电场开发业务上取得了一定成绩。2021 年开始启动的风电场投资建设，现已全部实现并网发电，公司规划三年内建成并网 200 万千瓦新能源项目，储备新能源开发资源 500 万千瓦。

公司加强巩固扎根行业十数年铸就的国际化能力，推动两海战略的进一步落地，不仅要参与全球化竞争，更要依托更先进的技术、更大的产能、更快的物流、更低的成本实现行业引领，打造“大金的世界”。公司计划用数年的时间，打造专注全球风电海工装备，自有年产能超 300 万吨、自有运输船超 10 条的行业龙头，真正成为全球风电海工装备领域的领军者。

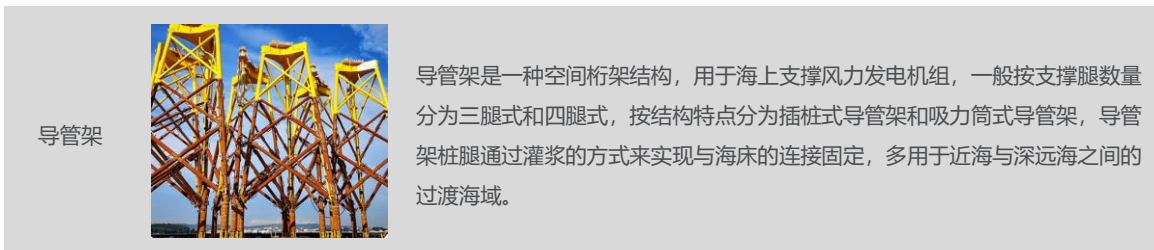
表1：公司业务介绍

业务板块	主要产品	产品示意图	产品介绍
	单桩		单桩是海上风机最常用的基础，由钢管桩构成，由桩腿插到海床以下实现固定，单桩上部通过法兰及螺栓与风电机组塔架连接，主要适用近海浅海海域。
风电装备制造板块	过渡段		过渡段主要应用于国外海上风电项，主要由主体钢管、内外平台、爬梯、靠泊系统等组成，通过法兰、螺栓连接单桩基础和风电机组塔架的过渡部分，用于实现海上船舶靠泊及风电运维功能。



塔筒

海上塔筒和陆上塔筒在风力涡轮机中起着支撑作用，并吸收机组振动，20 年塔筒制造生产经验为客户提供高品质的产品及服务。



导管架

导管架是一种空间桁架结构，用于海上支撑风力发电机组，一般按支撑腿数量分为三腿式和四腿式，按结构特点分为插桩式导管架和吸力筒式导管架，导管架桩腿通过灌浆的方式来实现与海床的连接固定，多用于近海与深远海之间的过渡海域。



漂浮基础

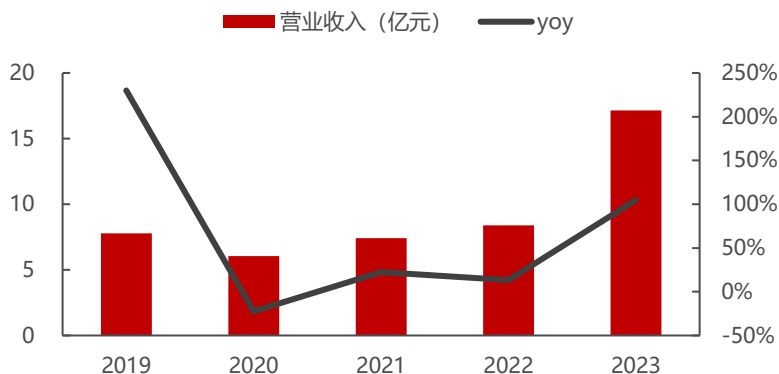
未来风电场正逐渐向深远海发展，尤其是欧洲风电市场。浮式基础利用锚固系统将浮体结构锚定于海床，并作为安装风电机组的基础平台，特别适用于水深 50m 以上的海域，具有成本较低、运输方便的优点。

国际航运船队	/		提供海运工程设计与码头作业、船舶建造、船舶管理和船舶租赁服务，一期 2~4 条甲板驳船已经开始打造，2025 年有望交付 4 条运输船只。未来将形成由 10~20 条不同吨级超大型甲板运输系列船型组建的自有运输船队。
新能源投资开发	/		目前公司建设阜新彰武西六家子 250MW 风电场并成功并网，未来还规划在三年内建成并网 200 万千瓦新能源项目。
风电产业园投资运营	/		大金重工受烟台市政府委托,联合国内外有实力的产业合作伙伴,牵头打造山东北方风电母港产业园,该项目依托“大金港”优秀的港口条件,产品可辐射全海上风电母港,全部达产后,每年将实现 300 亿元以上产值规模。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.2 两海先发布局，产销订单两旺

2023 年是公司向“海外海上”业务转型升级的关键期，公司通过优化产品和市场结构，主动降低收益率低、回款条件差的陆上产品规模，大幅提升更高技术标准、更高收益水平的海外海工产品销量。目前，大金重工已经稳居全球风电装备制造产业先驱梯队，是国内出口欧洲海塔（14.7MW 级）、亚洲出口欧洲超大型单桩（14.7MW 级）的风电海工装备制造企业。2023 年，公司出口发运总量同比增长超过 60%，出口产品贡献收入占总收入比重从 2022 年的近 17% 上升至近 40%，提高了 23 个百分点；出口业务由海工产品主导，海外海工年发运量近 10 万吨，销量同比提升超过 4000%；收入同比提升超过 4300%。2023 年，公司海外海工和国内海工贡献收入合计占风电板块收入约 51%，相较上一年提升 17 个百分点，首次超过陆上产品。

图9：2019-2023 年海外市场营收及增速（亿元）


资料来源：iFinD，民生证券研究院

2022 年以来，公司陆续中标多个海外客户的海工项目，涉及海塔、单桩、过渡段等多种产品。2023 年，公司成功交付英国 Moray West 项目超大型单桩产品，实现了海外单桩产品交付 0-1 的突破，高端产品批量交付能力和满足国际化标准能力得到进一步验证。2023 年从欧洲市场累计拿下的海上风电单桩总量全球领先，总签单量相较 2022 年同比增长超 50%，根据订单交付周期，预计将在 2024-2026 年陆续交付到英国、法国、德国、丹麦、荷兰等国家和地区。根据公司 2023 年报，公司正在参与的欧洲、日韩、美国等地多个海工项目的总需求量超过 300 万吨，涉及管桩、导管架、浮式基础等多系列海工产品，预计在 2024-2027 年度陆续拿到开标结果。

表2：2023 年已公告签署合同情况

披露时间	地区	供货产品	总金额	2022 年度经审计营业收入占比
2023/5/9	德国	单桩	6.26 亿欧元	95%
2023/5/11	欧洲	单桩	1.96 亿欧元	/
2023/12/18	欧洲	单桩	13 亿元人民币	25%

数据来源：公司公告，民生证券研究院

布局“蓬莱+唐山+盘锦”三大出口海工基地，覆盖“全球海工全系产品”。公司蓬莱海工基地作为全球单体产能最大的风电海工基地兼风电母港，拥有已投用对外开放泊位 3 个，包括 2 个 10 万吨级泊位，1 个 3.5 万吨级风电安装专用凹槽泊位，码头区域自然水深 10~16 米，是国内优质的深水码头；蓬莱海工基地已拥有 57 万平方米的海上风电塔架、单桩基础、深远海导管架专业化制造基地。此外，曹妃甸海工超级工厂，预计 2025 年 3 月建成投产；作为海上风电装备特种运输船只建造基地的盘锦海工基地，将在 2025 年陆续交付两艘海上风电装备特种运输船，未来规划将形成由 10~20 艘不同吨级超大型运输系列船型组建的自有运输船队。

表3：基地情况

基地名称	基地介绍	主要产品	产品；最大直径	最大重量	最大板厚	年生产能力
蓬莱海工装备基地	是全球风电海工单体最大工厂，是公司两海战略（海上风电和海外市场）的实施主体，蓬莱基地自有大件运输码头，码头岸线、水深条件优良，对出口海上风电产品的厂内物流、装船发运、起重能力优势明显，是蓬莱基地的核心竞争力，是较早涉足国内海上风电塔筒、单桩、过渡段、导管架等产品生产制造的企业，在行业内形成了较高的知名度和良好的信誉度。	海塔、陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础	11.5M	2500T	130mm	500000T
盘锦海工装备基地	定位为面向全球市场的风电海工装备制造兼顾风电母港功能的超大型国际化综合性风电海工基地。	海塔、陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础	16M	5000T	160mm	500000T
阳江海工装备基地	位于广东阳江港海陵湾港区吉树作业区，年产能 20 万吨，本着国际化、规模化、低碳化的投建理念，产品覆盖：海塔、陆塔、导管架等风电装备，产品辐射：广东、广西、福建、浙江、东南亚、南美、欧洲等国内外市场。	海塔、陆塔、导管架	9M	300T	110mm	200000T
阜新陆上塔筒基地	位于辽宁阜新，围绕三北地区风电产业提供服务，是东北地区规模最大、制造能力最强的风电塔筒制造基地，年产能 20 万吨。	陆塔	6M	600T	110mm	200000T
兴安盟陆上塔筒基地	位于内蒙古自治区兴安盟经济开发区，产能 10 万吨/年。陆上产品制造基地，自有重型钢结构生产车间、建设和工艺产线规划采用欧洲最先进的移动工厂设计理念。公司成品可满足方圆 500 公里的风力发电场的塔筒配套需求，服务的主要客户有中广核集团、金风科技、远景能源、国家能源集团、VESTAS 等。	陆塔	6M	600T	100mm	100000T
张家口陆上塔筒基地	位于河北张家口市，三北地区规划产能最大、制造流程最优的大金重工陆上产品制造基地。拥有国际先进水平的大型自动化生产设备 50 余台，产能 20 万吨/年。	陆塔	6M	600T	100mm	200000T

资料来源：公司官网，民生证券研究院

质量和服务优势突出。蓬莱大金可卷制最大钢板厚度 130mm,生产最大直径 11.5 米，重量为 2500 吨单桩产品。拥有单桩合拢，涂装一体化流水作业车间，最大单桩合拢、涂装长达 120 米。公司产品出口全球三十多个国家和地区，包括日本、韩国、越南、意大利、智利、挪威、芬兰、印度、加拿大、澳大利亚等，通过自身过硬的产品质量和完善的服务体系赢得了优质的信誉和市场口碑。

图10: 蓬莱海工装备基地



资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要产品包括陆上风电塔筒、海上风电塔筒、海上风电桩基等。同时，在传统优势业务的基础上，公司逐步布局风电场投资运营、造船业务等。

(1) 风电装备：考虑到国内外海风需求景气，公司在手及在跟踪的海外海风订单总量行业领先，并已布局“蓬莱+唐山+盘锦”三大出口海工基地，我们预计24-26年公司风电装备出货约为59/69/78万吨，实现营收约52.5/63.5/76.0亿元；预计公司海外海风订单交付占比提升、出货结构不断优化，产品均价和毛利率有望小幅提升。

(2) 新能源发电：公司2021年开始启动的风电场投资建设，现已全部实现并网发电，并规划三年内建成并网200万千瓦新能源项目，储备新能源开发资源500万千瓦；综合考虑公司在手电站规模及储备项目规模，我们预计24-26年公司新能源发电实现营收约2.6/3.7/4.8亿元。

表4：公司主营业务分项预测情况（单位：百万元）

汇总	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,325	5,513	6,722	8,074
YoY	-15%	27%	22%	20%
毛利率	23%	24%	25%	26%
风电装备	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,146	5,250	6,353	7,595
YoY	-17%	27%	21%	20%
毛利率	21%	22%	23%	23%
新能源发电	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	132	263	369	479
YoY	-	100%	40%	30%
毛利率	90%	80%	80%	80%
其他业务	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	47	66	86	112
YoY	-58%	40%	30%	30%
毛利率	74%	70%	70%	70%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

3.2 估值分析

我们选择同为风电行业优质设备厂商的天顺风能、海力风电、东方电缆、中际联合作为公司估值参考的可比公司。取 2024 年 4 月 30 日收盘价来看，24-25 年可比公司平均 PE 为 20x/14x，公司对应 PE 为 21x/15x，当前估值略高于行业平均；考虑到公司海外及海风布局先发优势明显，产能、订单规模及海外营收占比均行业领先，产品结构优势有望带动公司主业量利双增，当前成长性突出，仍具备投资价值。

表5: 可比公司估值

代码	公司	现价	EPS			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
002531.SZ	天顺风能	10.38	0.44	0.79	1.36	24	13	8
301155.SZ	海力风电	48.66	-0.41	2.30	3.63	-	21	13
603606.SH	东方电缆	44.09	1.45	1.90	2.79	30	23	16
605305.SH	中际联合	42.20	1.36	1.83	2.41	31	23	18
	平均值					28	20	14
002487.SZ	大金重工	21.03	0.67	1.01	1.39	32	21	15

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测 (注: 股价采用 2024 年 4 月 30 日收盘价, 中际联合采用 wind 一致预期)

3.3 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 55.1、67.2、80.7 亿元，增速为 28%/22%/20%；归母净利润分别为 6.5、8.9、11.3 亿元，增速为 52%/37%/28%，对应 24-26 年 PE 为 21x/15x/12x。考虑风电行业需求景气，公司有望深化“双海”战略和产能扩张，提升全球市场份额，成长性突出，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

1) 行业需求不及预期的风险。由于风电建设项目审批、建设等时间进度存在较大不确定性,如果未来风电建设项目批复时间滞后、下游客户风电投资进度放缓,可能会影响公司业绩。

2) 原材料价格大幅波动的风险。原材料的价格波动将直接影响公司的毛利率水平,若未来主要原材料价格出现短期内大幅上涨的情况,将直接影响公司主要产品的销售价格、生产成本及毛利率等,导致公司经营业绩出现波动。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,325	5,513	6,722	8,074
营业成本	3,311	4,168	5,023	5,977
营业税金及附加	31	33	40	48
销售费用	70	77	87	97
管理费用	156	187	215	250
研发费用	256	309	350	404
EBIT	526	754	1,024	1,318
财务费用	64	12	10	19
资产减值损失	-7	-6	-7	-8
投资收益	15	6	7	8
营业利润	477	742	1,014	1,300
营业外收支	8	2	3	3
利润总额	485	744	1,017	1,303
所得税	60	97	132	169
净利润	425	647	885	1,134
归属于母公司净利润	425	647	885	1,134
EBITDA	629	867	1,157	1,468

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,961	1,414	1,491	1,690
应收账款及票据	1,670	2,004	2,350	2,935
预付款项	279	333	402	478
存货	1,546	1,904	2,226	2,566
其他流动资产	1,839	2,029	2,111	2,097
流动资产合计	7,293	7,685	8,580	9,766
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,565	1,863	2,161	2,361
无形资产	270	270	270	270
非流动资产合计	2,931	3,348	3,648	3,848
资产合计	10,225	11,034	12,229	13,614
短期借款	10	10	10	10
应付账款及票据	1,666	1,852	2,163	2,491
其他流动负债	1,255	1,347	1,524	1,689
流动负债合计	2,930	3,209	3,696	4,190
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	381	379	379	379
非流动负债合计	381	379	379	379
负债合计	3,311	3,589	4,075	4,569
股本	638	638	638	638
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6,914	7,445	8,153	9,045
负债和股东权益合计	10,225	11,034	12,229	13,614

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-15.30	27.47	21.92	20.12
EBIT 增长率	12.06	43.25	35.83	28.76
净利润增长率	-5.58	52.20	36.72	28.13
盈利能力 (%)				
毛利率	23.44	24.41	25.27	25.97
净利润率	9.83	11.74	13.16	14.04
总资产收益率 ROA	4.16	5.86	7.23	8.33
净资产收益率 ROE	6.15	8.69	10.85	12.53
偿债能力				
流动比率	2.49	2.39	2.32	2.33
速动比率	1.59	1.43	1.35	1.34
现金比率	0.67	0.44	0.40	0.40
资产负债率 (%)	32.38	32.52	33.33	33.56
经营效率				
应收账款周转天数	141.46	118.13	115.70	116.92
存货周转天数	178.42	149.00	148.00	144.30
总资产周转率	0.40	0.52	0.58	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	0.67	1.01	1.39	1.78
每股净资产	10.84	11.67	12.78	14.18
每股经营现金流	1.27	0.18	1.10	1.25
每股股利	0.18	0.28	0.38	0.49
估值分析				
PE	32	21	15	12
PB	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	17.90	12.99	9.74	7.67
股息收益率 (%)	0.87	1.32	1.80	2.31

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	425	647	885	1,134
折旧和摊销	103	113	133	150
营运资金变动	254	-667	-340	-504
经营活动现金流	809	113	698	800
资本开支	-413	-493	-412	-328
投资	-1,022	0	0	0
投资活动现金流	-1,416	-503	-405	-320
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-965	0	0	0
筹资活动现金流	-1,011	-157	-216	-281
现金净流量	-1,674	-547	77	199

插图目录

图 1: 2018-2023 营业收入 (亿元) 及增速 (%)	3
图 2: 2018-2023 归母净利润 (亿元) 及增速	3
图 3: 2020Q1-2024Q1 单季度收入 (亿元) 及增速	3
图 4: 2020Q1-2024Q1 单季度归母净利润 (亿元) 及增速	3
图 5: 2017-2023 销售毛利率与净利率 (%)	4
图 6: 2017-2023 销售、管理、研发、财务费用率 (%)	4
图 7: 公司发展历程	5
图 8: 公司股权结构图 (截至 2024 年 5 月 1 日)	6
图 9: 2019-2023 年海外市场营收及增速 (亿元)	8
图 10: 蓬莱海工装备基地	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司业务介绍	6
表 2: 2023 年已公告签署合同情况	8
表 3: 基地情况	9
表 4: 公司主营业务分项预测情况 (单位: 百万元)	11
表 5: 可比公司估值	12
公司财务报表数据预测汇总	14

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026