



走在转型路上

2025 年 04 月 27 日

► **事件：**2025 年 4 月 24 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，24 年公司实现营业收入 48.6 亿元、同比下降 37.1%，归母净利润为 2.04 亿元、同比下降 74.3%，扣非归母净利润为 1.97 亿元、同比下降 74.2%。

分季度来看，24Q4 公司营收为 13.00 亿元，同比下降 1.53%；归母净利-0.87 亿元，同比下降 215.81%。25Q1 公司实现营收 9.26 亿元，同比下降 12.10%，归母净利 0.36 亿元，同比下降 75.98%；扣非归母净利 0.31 亿元，同比下降 79.58%。

盈利水平方面，24 年公司毛利率和净利率分别为 19.53% /4.19%，同比下降 3.28pcts /5.93pcts。25Q1 公司毛利率和净利率分别为 23.48%/7.51%，同比分别下降 6.91pcts/6.61pcts；25Q1 利润率同比下降，主要受制造板块产能利用率下降等因素影响。

► **分业务板块：**1) **风电塔筒：**24 年实现营业收入 16.65 亿元、同比下降 47.98%，销量 27.54 万吨、同比下降 39.22%，毛利率 7.15%、同比下降 5.59pcts，各项指标同比下降的主要原因在于，公司主动控制业务规模，收缩产能减少出货；2) **海工：**24 年实现营业收入 4.29 亿元、同比下降 71.59%，毛利率 3.08%、同比下降 13.25pcts，销量 6.20 万吨、同比下降 48.99%，交付量同比下降主要受部分订单延迟发货影响。3) **叶片类：**24 年实现营业收入 12.45 亿元、同比下降 20.59%，毛利率-0.72%，同比下降 11.87pcts。

► **稳中求进、进中促变：**2024 年，公司完成陆上装备业务的有序收缩及内部整合，原塔筒与叶片业务整合为“风能装备事业部”。公司进一步将发展重心转向海上风电和海洋工程装备制造，发挥国内七大沿海海工基地和德国海工基地的制造协同优势，推进产能布局的全球联动。在零碳实业板块，公司组织架构与核心能力同步升级，2024 年在武汉设立零碳实业事业部总部，2024 年底公司并网容量 1583.8MW、同比增长 14.45%。

► **投资建议：**考虑到 2024 年公司完成陆上装备业务的收缩整合，进一步将发展重心转向海上风电和海洋工程装备制造，我们预计公司 2025-2027 年实现营收 74.2/86.1/98.1 亿元，归母净利润分别为 7.6/10.6/13.0 亿元，现价对应 PE 为 16/11/9X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**政策不及预期，行业需求不及预期等。

推荐

维持评级

当前价格：

6.76 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

相关研究

- 1.天顺风能 (002531.SZ) 2024 年三季报点评：业绩阶段承压，海工订单扩充-2024/11/02
- 2.天顺风能 (002531.SZ) 2024 年半年报点评：业务结构逐步优化，海工有望加速放量-2024/09/01
- 3.天顺风能 (002531.SZ) 2023 年年报及 2024 一季报点评：多业务领域积极拓展，全球竞争力持续强化-2024/04/27
- 4.天顺风能 (002531.SZ) 2023 年三季报点评：向海而行，厚积薄发-2023/10/31
- 5.天顺风能 (002531.SZ) 2023 年半年报点评：经营稳健，着眼长远-2023/09/01

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,860	7,420	8,611	9,806
增长率 (%)	-37.1	52.7	16.1	13.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	204	760	1,061	1,304
增长率 (%)	-74.3	271.8	39.6	22.9
每股收益 (元)	0.11	0.42	0.59	0.73
PE	59	16	11	9
PB	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,860	7,420	8,611	9,806
营业成本	3,911	5,708	6,577	7,482
营业税金及附加	45	52	43	49
销售费用	19	30	34	39
管理费用	283	334	344	343
研发费用	43	45	43	49
EBIT	565	1,290	1,616	1,871
财务费用	379	439	427	419
资产减值损失	-30	0	0	0
投资收益	-11	0	0	0
营业利润	172	852	1,188	1,453
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	169	850	1,186	1,451
所得税	-34	93	131	160
净利润	204	756	1,056	1,291
归属于母公司净利润	204	760	1,061	1,304
EBITDA	1,358	2,108	2,483	2,794

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	999	2,407	3,098	4,173
应收账款及票据	4,626	4,225	4,427	4,229
预付款项	141	171	197	187
存货	2,578	2,220	2,010	1,871
其他流动资产	1,081	1,106	1,115	1,112
流动资产合计	9,425	10,129	10,847	11,572
长期股权投资	303	303	303	303
固定资产	11,043	11,343	11,643	11,943
无形资产	1,010	1,010	1,010	1,010
非流动资产合计	15,672	16,029	16,309	16,584
资产合计	25,097	26,158	27,156	28,156
短期借款	2,107	2,407	2,407	2,407
应付账款及票据	2,754	2,933	3,106	3,118
其他流动负债	2,924	2,815	2,718	2,603
流动负债合计	7,785	8,156	8,231	8,128
长期借款	6,505	6,505	6,505	6,505
其他长期负债	785	754	754	754
非流动负债合计	7,290	7,260	7,260	7,260
负债合计	15,076	15,415	15,491	15,387
股本	1,797	1,797	1,797	1,797
少数股东权益	1,097	1,093	1,087	1,075
股东权益合计	10,021	10,742	11,665	12,769
负债和股东权益合计	25,097	26,158	27,156	28,156

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-37.10	52.65	16.05	13.88
EBIT 增长率	-55.18	128.57	25.21	15.83
净利润增长率	-74.29	271.78	39.63	22.86
盈利能力 (%)				
毛利率	19.53	23.07	23.61	23.69
净利率	4.21	10.24	12.33	13.30
总资产收益率 ROA	0.81	2.91	3.91	4.63
净资产收益率 ROE	2.29	7.88	10.03	11.15
偿债能力				
流动比率	1.21	1.24	1.32	1.42
速动比率	0.75	0.84	0.94	1.06
现金比率	0.13	0.30	0.38	0.51
资产负债率 (%)	60.07	58.93	57.05	54.65
经营效率				
应收账款周转天数	356.32	209.75	175.29	153.26
存货周转天数	223.37	151.31	115.75	93.35
总资产周转率	0.20	0.29	0.32	0.35
每股指标 (元)				
每股收益	0.11	0.42	0.59	0.73
每股净资产	4.97	5.37	5.89	6.51
每股经营现金流	0.33	1.54	1.35	1.62
每股股利	0.02	0.07	0.10	0.13
估值分析				
PE	59	16	11	9
PB	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.38	10.55	8.96	7.96
股息收益率 (%)	0.30	1.10	1.54	1.89

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	204	756	1,056	1,291
折旧和摊销	793	818	867	922
营运资金变动	-730	754	27	226
经营活动现金流	599	2,771	2,430	2,918
资本开支	-868	-1,087	-1,126	-1,176
投资	-685	0	0	0
投资活动现金流	-1,583	-1,141	-1,126	-1,176
股权募资	1,010	0	0	0
债务募资	809	288	0	0
筹资活动现金流	1,144	-221	-614	-667
现金净流量	161	1,409	690	1,076

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048