

公司研究

24 年业绩承压，海工业务蓄势待发

——天顺风能（002531.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司 2024 年实现营收 48.60 亿元，同比减少 37.10%；实现归母净利润 2.04 亿元，同比减少 74.29%；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.2 元（含税）。公司 2025Q1 实现营收 9.26 亿元，同比减少 12.10%，环比减少 28.76%；实现归母净利润 0.36 亿元，同比减少 75.98%，环比由亏转盈。

24 年国内风电行业竞争加剧，致公司主营业务经营承压。24 年公司风塔及相关产品营收同比减少 47.98%至 16.65 亿元，毛利率同比下降 5.59pct 至 7.15%；海工类产品营收同比减少 71.59%至 4.29 亿元，毛利率同比下降 13.25pct 至 3.08%；叶片类产品营收同比减少 20.59%至 12.45 亿元，毛利率同比下降 11.87pct 至-0.72%；发电业务营收同比增长 2.10%至 12.72 亿元，毛利率同比下降 2.34pct 至 62.47%。

国内海风建设逐渐加速，公司海工业务有望受益。根据公司公告中援引的每日风电数据，2024 年国内海风中标容量为 13.7GW；由于海风项目从招标到装机需 2 年左右，该中标量为未来两年装机增长奠定了坚实基础。随着江苏、广东海风项目审批和航道问题逐渐解决，标志性海风项目有望在 2025 年开工并迎来大规模开发建设。截至 2024 年底，公司在手项目青洲六、华能临高等项目已陆续实现完工交付；国核院海洋牧场、青洲五/七导管架、华润苍南升压站项目相继启动施工，计划于 25 年上半年陆续发运，这为公司业绩带来较强的改善动力。此外，公司积极布局欧洲，建立德国基地，以加速出海进程，进一步打开成长空间。

积极推进零碳实业业务发展，加快新能源开发建设。公司集中投入资源进行重点区域资源开发，截至 2024 年底，在营风电场并网容量达 1583.8MW；同时，濮阳一期 200MW、京山一二期 250MW 电站已开工建设，公司预计 25 年底到 26 年上半年陆续并网；钟祥一二期 250MW 项目已获核准，正筹备开工。未来公司将持续提升风电场运营效率，同时进一步探索轻资产模式，推动业绩增长。

维持“买入”评级：考虑到行业竞争加剧，公司盈利能力或将持续承压，且公司海风及海外产能建设仍需时间，基于审慎原则，我们下调 25/26 年盈利预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 7.30/10.88/13.56 亿元（下调 33%/下调 24%/新增），对应 EPS 为 0.41/0.61/0.75 元，当前股价对应 25-27 年 PE 为 17/11/9 倍。公司产能持续扩张，并加速拓展海风业务，积极推进海外布局，“双海”战略打开成长空间，我们看好公司长期发展，**维持“买入”评级。**

风险提示：风电装机不及预期、原材料价格波动风险、产能释放不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,727	4,860	7,753	10,246	12,340
营业收入增长率	14.67%	-37.10%	59.51%	32.16%	20.44%
净利润（百万元）	795	204	730	1,088	1,356
净利润增长率	26.60%	-74.29%	257.10%	49.01%	24.62%
EPS（元）	0.44	0.11	0.41	0.61	0.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.95%	2.29%	7.59%	10.28%	11.55%
P/E	15	59	17	11	9
P/B	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

买入（维持）

当前价：6.76 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebscn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebscn.com

联系人：邓怡亮

021-52523802

dengyiliang@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.97
总市值(亿元):	121.47
一年最低/最高(元):	6.10/11.20
近 3 月换手率:	77.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.17	-4.80	-38.54
绝对	-9.87	-5.59	-34.04

资料来源：Wind

相关研报

24H1 业绩承压，静待海工业务盈利改善——天顺风能（002531.SZ）2024 年半年报点评（2024-09-08）

积极扩张海工产能，打开业绩成长空间——天顺风能（002531.SZ）2023 年年报及 2024 年一季报点评（2024-04-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,727	4,860	7,753	10,246	12,340
营业成本	5,964	3,911	6,010	7,998	9,695
折旧和摊销	560	715	780	819	852
税金及附加	41	45	72	95	115
销售费用	43	19	31	41	49
管理费用	265	283	310	359	420
研发费用	53	43	54	72	86
财务费用	360	379	505	524	534
投资收益	-6	-11	5	5	5
营业利润	891	172	829	1,235	1,540
利润总额	887	169	829	1,235	1,540
所得税	105	-34	99	148	185
净利润	782	204	729	1,087	1,355
少数股东损益	-14	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	795	204	730	1,088	1,356
EPS(元)	0.44	0.11	0.41	0.61	0.75

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,829	599	1,082	1,414	1,638
净利润	795	204	730	1,088	1,356
折旧摊销	560	715	780	819	852
净营运资金增加	325	250	1,110	1,211	1,267
其他	149	-571	-1,538	-1,704	-1,837
投资活动产生现金流	-3,156	-1,583	-798	-745	-545
净资本支出	-1,006	-868	-850	-750	-550
长期投资变化	310	303	0	0	0
其他资产变化	-2,461	-1,018	52	5	5
融资活动现金流	949	1,144	-663	-469	-925
股本变化	-6	0	0	0	0
债务净变化	2,283	738	-123	183	-199
无息负债变化	1,526	-1,039	1,207	951	791
净现金流	-378	161	-378	199	168

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	22.8%	19.5%	22.5%	21.9%	21.4%
EBITDA 率	26.6%	29.0%	27.4%	25.5%	24.0%
EBIT 率	18.7%	13.2%	17.3%	17.5%	17.1%
税前净利润率	11.5%	3.5%	10.7%	12.1%	12.5%
归母净利润率	10.3%	4.2%	9.4%	10.6%	11.0%
ROA	3.2%	0.8%	2.7%	3.8%	4.4%
ROE (摊薄)	8.9%	2.3%	7.6%	10.3%	11.5%
经营性 ROIC	7.0%	3.9%	5.6%	7.2%	8.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	63%	60%	60%	60%	58%
流动比率	1.20	1.21	1.24	1.32	1.44
速动比率	0.92	0.88	0.79	0.79	0.83
归母权益/有息债务	0.90	0.84	0.91	0.99	1.12
有形资产/有息债务	2.12	2.03	2.22	2.38	2.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	24,311	25,097	26,875	28,968	30,724
货币资金	823	999	620	820	987
交易性金融资产	5	100	0	0	0
应收账款	5,077	4,545	5,264	5,764	6,403
应收票据	155	81	129	171	206
其他应收款 (合计)	133	112	181	242	295
存货	2,275	2,578	4,010	5,351	6,497
其他流动资产	898	857	857	857	857
流动资产合计	9,591	9,425	11,134	13,296	15,354
其他权益工具	15	15	15	15	15
长期股权投资	310	303	303	303	303
固定资产	9,718	11,043	11,126	11,090	10,861
在建工程	1,148	518	499	459	380
无形资产	892	1,010	1,026	1,041	1,055
商誉	1,905	1,905	1,905	1,905	1,905
其他非流动资产	27	137	137	137	137
非流动资产合计	14,719	15,672	15,742	15,672	15,370
总负债	15,377	15,076	16,160	17,295	17,887
短期借款	1,815	2,107	2,236	2,620	2,621
应付账款	3,602	2,703	3,854	4,728	5,441
应付票据	350	51	78	104	126
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	42	84	84	84	84
流动负债合计	7,961	7,785	8,972	10,106	10,699
长期借款	6,509	6,505	6,505	6,505	6,505
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10	10
非流动负债合计	7,417	7,290	7,189	7,189	7,189
股东权益	8,933	10,021	10,715	11,673	12,836
股本	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797
公积金	1,962	2,017	2,090	2,199	2,335
未分配利润	5,127	5,111	5,732	6,583	7,611
归属母公司权益	8,886	8,924	9,619	10,578	11,742
少数股东权益	48	1,097	1,096	1,095	1,094

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.56%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
管理费用率	3.43%	5.83%	4.00%	3.50%	3.40%
财务费用率	4.66%	7.80%	6.52%	5.11%	4.33%
研发费用率	0.69%	0.88%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税率	12%	-20%	12%	12%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.08	0.02	0.07	0.11	0.13
每股经营现金流	1.02	0.33	0.60	0.79	0.91
每股净资产	4.94	4.97	5.35	5.89	6.53
每股销售收入	4.30	2.70	4.31	5.70	6.87

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	15	59	17	11	9
PB	1.4	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.8	17.7	11.6	9.5	8.3
股息率	1.1%	0.3%	1.1%	1.6%	2.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP