

2025 年 05 月 13 日

通裕重工（300185.SZ）

公司快报

山东国资拟入主，风电业务前景可期

投资要点

- ◆ 事件：公司发布 25 年一季报，公司 25Q1 实现营业收入 14.15 亿元，同比+1.34%，归母净利润 0.39 亿元，同比+270.31%，扣非归母净利润 0.36 亿元，同比+602.92%。

公司近日发布公告，控股股东珠海港集团及其控股股东珠海交通控股集团与山东国惠资本签署《股份转让协议》和《表决权委托协议》。珠海港集团将持有的 6.04 亿股股份（占公司总股本的 15.50%）转让给国惠资本，转让价格为每股 2.22 元，合计转让价款为 13.41 亿元。同时，珠海港集团将其在股份转让协议项下转让股份交割后所持有的 1.88 亿股股份（占公司总股本的 4.83%）的表决权委托给国惠资本，委托期限为 36 个月。此次股份转让将导致公司控股股东变更为国惠资本，实际控制人将变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

- ◆ 2024 年业绩承压，风电业务回暖在即。2024 年，公司实现整体营收 61.54 亿元，同比+5.94%，归母净利润 0.41 亿元，同比-79.73%，归母净利润同比下降幅度较大，主要原因是受风电行业“内卷式”竞争加剧影响，24 年风电类产品价格总体上同比下降，全年销售毛利率 12.73%，同比-4.55pct。公司依靠综合性研发制造平台优势，同时为陆上/海上风电的双馈式/直驱式/半直驱式风电机组批量提供锻件、铸件和结构件产品。从产品来看，24 年风电装备模块化业务实现营收 13.19 亿元，同比+157.92%，营收占比从 23 年的 8.81%提升至 24 年的 21.44%；铸件业务实现营收 10.59 亿元，同比+8.76%；24 年 12 月，公司首台套 14MW 大型海上风电转子房产品在青岛基地下线，为风电产品板块增添新拼图。24 年，国内公开招标市场新增招标量 164.1GW，同比+90%；25Q1 新增招标量 28.6GW，同比+22.7%；价格方面，去年四季度以来风机投标价格企稳向上，内卷现状有所改善，行业有望回归健康发展道路。25Q1 公司业绩有所修复，毛利率 13.44%，同比+1.88pct，看好风电行业回暖背景下，公司风电铸锻件、结构件、装配等业务的增长动能。

- ◆ 高端铸钢实现突破，海外布局成效显著。2024 年，公司成立铸钢事业部，实现当年投产、当年见效，为客户提供铸造、精加工及装配一体化服务，目前已为国内能源装备头部企业完成样件交付并实现铸钢产品成功“出海”，已获得白龙、海阳核电项目常规岛蒸汽轮机高压外缸订单，成为核电汽轮机外缸铸钢件供应商。公司已完成风电 UT 探伤工艺优化、大吨位不锈钢冶炼、核电 SA508-3 钢锭等多项关键技术攻关，多项自主研发产品达到国际先进水平，显著提升产品合格率与成本效率。国际化布局上，海外市场的拓展上升为公司战略，并对整合后的海外事业部给予机制赋能，推动国际化进程取得突破性进展，24 年实现境外营业收入 25.08 亿元，同比+62.11%，海外收入占比提升至 40.75%，同比+14.12pct。

- ◆ 山东国资拟入主，多项业务有望受益。公司实际控制人拟由珠海市国资委变更为山东省国资委。山东致力于打造海洋强省，24 年底印发《山东省海洋产业科技创新行动计划（2025—2027 年）》，25 年 4 月发布《山东省 2025 年新能源高水平消

电力设备及新能源 | 风电III

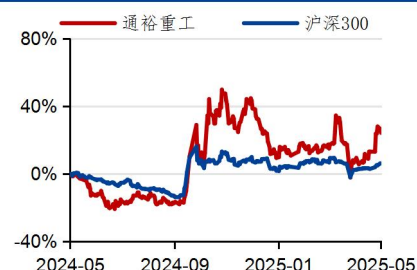
投资评级 买入(维持)

股价(2025-05-13) 2.68 元

交易数据

总市值（百万元）	10,443.92
流通市值（百万元）	9,773.72
总股本（百万股）	3,896.99
流通股本（百万股）	3,646.91
12 个月价格区间	3.16/1.75

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.64	6.95	16.83
绝对收益	16.52	6.35	23.1

分析师 贺朝晖

 SAC 执业证书编号：S0910525030003
 hezhaoahui@huajinsc.cn

分析师 周涛

 SAC 执业证书编号：S0910523050001
 zhoutao@huajinsc.cn

相关报告

通裕重工：风电零部件综合性制造平台，稳健发展致力行业降本-华金证券-电新-公司深度报告 2023.7.17



纳行动方案》，指出“快速提升风电装机规模，减少电力系统调节压力。海上风电建成华能半岛北 L、山东能源渤中 G 一期等项目”。山东海上风电产业已形成多项核心竞争力，以渤中、半岛南、半岛北三大片区为核心，建成并网 542 万千瓦海上风电，规模居全国前列，正加速推进千万千瓦级基地建设，形成产业集群效应以及重大项目带动支撑。此外，通裕储能业务可与国惠旗下鲁银投资、圣阳股份形成产业链协同。因此，山东国资入主后，有望通过整合省内重点项目资源，推动通裕重工在海上风电装备制造、储能系统集成及“一带一路”国际市场实现突破。

- ◆ **投资建议：**公司作为风电锻铸造一体零部件供应商，受益风电装备大型化、模块化及行业集中度提升。多样化产品布局使业务不过度依赖于某一下游市场的景气度，具备抗风险能力，国资赋能后有望进一步打开成长空间。预计 2025-2027 年净利润分别为 3.51、4.47、5.42 亿元，EPS 分别为 0.09、0.11、0.14 元/股，PE 分别为 30、23、19 倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**1、原材料价格波动；2、风机装机不及预期；3、行业竞争加剧；4、收购整合不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,809	6,154	7,135	8,172	9,198
YoY(%)	-1.8	5.9	15.9	14.5	12.6
归母净利润(百万元)	204	41	351	447	542
YoY(%)	-17.0	-79.7	749.2	27.3	21.3
毛利率(%)	17.3	12.7	15.7	17.0	18.3
EPS(摊薄/元)	0.05	0.01	0.09	0.11	0.14
ROE(%)	3.0	0.6	4.9	5.9	6.8
P/E(倍)	51.2	252.4	29.7	23.4	19.3
P/B(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
净利率(%)	3.5	0.7	4.9	5.5	5.9

数据来源：聚源、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	8059	7926	8867	8930	10791
现金	1454	1285	357	409	460
应收票据及应收账款	2832	2746	3721	3686	4651
预付账款	91	78	118	107	146
存货	3191	3088	3941	3994	4798
其他流动资产	490	729	731	735	736
非流动资产	7576	7594	8205	8820	9366
长期投资	48	41	31	21	10
固定资产	5336	5838	6530	7208	7810
无形资产	430	418	382	351	321
其他非流动资产	1761	1296	1262	1240	1224
资产总计	15634	15520	17072	17749	20158
流动负债	6605	6309	7850	8519	10837
短期借款	3775	3521	4291	5102	6700
应付票据及应付账款	1689	1517	2071	1979	2509
其他流动负债	1141	1272	1488	1437	1627
非流动负债	2149	2294	1946	1583	1197
长期借款	2066	2217	1869	1506	1121
其他非流动负债	83	77	77	77	77
负债合计	8754	8603	9796	10102	12034
少数股东权益	51	51	59	66	74
股本	3897	3897	3897	3897	3897
资本公积	1370	1457	1457	1457	1457
留存收益	1306	1250	1487	1794	2188
归属母公司股东权益	6829	6865	7217	7581	8049
负债和股东权益	15634	15520	17072	17749	20158

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-133	224	-295	855	111
净利润	208	42	359	454	550
折旧摊销	395	429	408	476	542
财务费用	162	151	83	103	134
投资损失	-0	4	1	2	2
营运资金变动	-1009	-517	-1147	-180	-1117
其他经营现金流	113	116	0	0	0
投资活动现金流	-553	-278	-1021	-1092	-1090
筹资活动现金流	753	-8	-383	-522	-567

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.05	0.01	0.09	0.11	0.14
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	0.06	-0.08	0.22	0.03
每股净资产(最新摊薄)	1.69	1.70	1.79	1.88	2.00

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5809	6154	7135	8172	9198
营业成本	4805	5370	6011	6786	7519
营业税金及附加	63	69	79	90	102
营业费用	54	62	64	74	83
管理费用	192	208	214	245	276
研发费用	185	149	178	221	276
财务费用	162	151	83	103	134
资产减值损失	-124	-115	-71	-82	-92
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-4	-1	-2	-2
营业利润	257	64	464	601	748
营业外收入	6	6	7	7	7
营业外支出	1	3	3	3	2
利润总额	261	68	468	605	752
所得税	54	26	109	151	202
税后利润	208	42	359	454	550
少数股东损益	3	0	8	7	8
归属母公司净利润	204	41	351	447	542
EBITDA	978	818	1156	1410	1682

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-1.8	5.9	15.9	14.5	12.6
营业利润(%)	-13.9	-75.1	624.7	29.5	24.5
归属于母公司净利润(%)	-17.0	-79.7	749.2	27.3	21.3
获利能力					
毛利率(%)	17.3	12.7	15.7	17.0	18.3
净利率(%)	3.5	0.7	4.9	5.5	5.9
ROE(%)	3.0	0.6	4.9	5.9	6.8
ROIC(%)	3.6	1.8	4.1	4.8	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	56.0	55.4	57.4	56.9	59.7
流动比率	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2
应付账款周转率	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4
估值比率					
P/E	51.2	252.4	29.7	23.4	19.3
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	15.5	18.8	14.5	12.2	11.0

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