

各项业务均高速增长，公司业绩超预期

——中际联合 2025 年半年报点评

核心要点：

相关研究：

1. 《20250522湘财证券-中际联合 605305.SH-全球风电装机爆发，公司业绩有望高增》

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-0.6	42.7	59.4
绝对收益	4.9	55.5	91.0

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：轩鹏程
证书编号：S0500521070003
Tel: (8621) 50295321
Email: xuanpc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路 88 号
中国人寿金融中心 10 楼

□ 公司发布 2025 年半年度报告，业绩超预期

2025 年 8 月 22 日，公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营业收入约 8.2 亿元，同比+43.5%；归母净利润 2.6 亿元，同比+86.6%；扣非后归母净利润 2.4 亿元，同比+97.8%；经营活动净流量 1.1 亿元，同比+35.4%；基本每股收益 1.23 元，同比+86.4%；加权平均 ROE 为 9.7%，同比上升 3.8pct。2025 年第二季度，公司营业收入约 8.2 亿元，同比+43.5%；归母净利润 2.6 亿元，同比+86.6%；扣非后归母净利润 2.4 亿元，同比+97.8%。公司上半年业绩超预期，主要系上半年公司综合毛利率上升幅度、高空防护设备收入增长以及费用率下降幅度超预期。

□ 各项业务均保持高速增长，国内外地区毛利率均同比提升

据公司 2025 年中报和国家能源局数据，今年上半年我国风电新增装机同比增长 98.9%，其中陆风和海风装机分别增长 95.5%、200.0%。受益于国内风电装机爆发式增长和海外业务快速推进，上半年公司各业务均保持高速增长。据公司 2025 年中报，今年上半年公司高空升降设备/高空防护设备/高空安全作业服务收入同比增长 34.3%/71.4%/35.2%，毛利率分别上升 3.4/-2.3/1.8pct。分地区看，上半年公司国内和国外地区收入分别增长 39.4%/46.8%，毛利率分别提升 1.6/1.0pct。

□ 毛利率上升叠加期间费用率大幅下降，公司盈利能力大幅提升

毛利率方面，据 Wind 数据，受益于国内外地区毛利率均同比上升且更高毛利的国外地区收入占比继续上升，2025 上半年公司综合毛利率同比提升 1.5pct 至 50.1%。费用率方面，通过优化产品结构、技术攻关、工艺流程改进和降本增效等多方面措施以及收入大幅增长发挥规模效应，今年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别下降 3.7/1.2/2.1/-0.6pct，期间费用率合计大幅下降 6.4pct 至 16.0%。叠加毛利率上升，2025 年上半年公司销售净利率同比大幅上升 7.4pct 至 32.0%。

□ 投资建议

公司作为国内风电高空作业设备龙头，有望充分受益于国内外风电新增装机增长和存量市场改造。同时，海风装机占比提升和风机大型化趋势持续，亦有望提升公司单机产品价值量和盈利能力。综上，我们上调 2025-2027 年公司营业收入为 18.2/22.5/27.6 亿元(前值为 16.6/19.9/24.8 亿元)，同比增长 40.1%/23.6%/22.9%(前值 27.8%/20.0%/24.6%)；归母净利润 5.0/6.1/7.5 亿元(前值 4.2/5.2/6.5 亿元)，同比增长 59.7%/20.7%/23.1%(前值为 33.6%/24.4%/24.0%)。对应 2025 年 8 月 25 日收盘价，市盈率为 16.6/13.7/11.1 倍，维持公司“买入”评级。

□ 风险提示

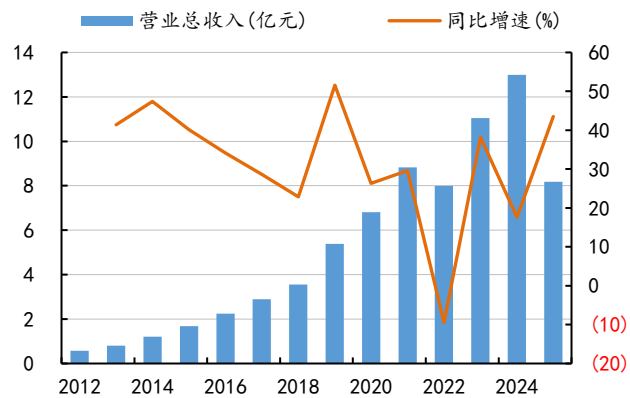
国内外风电装机不及预期。贸易摩擦升级。海外市场拓展不及预期。公司新产品收入增长不及预期。原材料价格上涨。降本增效不及预期。

财务预测	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,299	1,819	2,248	2,764
同比	17.6%	40.1%	23.6%	22.9%
归母净利润（百万元）	315	503	607	747
同比	52.2%	59.7%	20.7%	23.1%
毛利率	45.5%	48.1%	47.6%	47.7%
ROE	12.2%	17.1%	18.1%	19.3%
每股收益（元）	1.48	2.37	2.86	3.52
P/E	26.44	16.55	13.71	11.14
P/B	3.22	2.83	2.48	2.14
EV/EBITDA	19.43	10.53	8.02	6.38

资料来源：Wind、湘财证券研究所

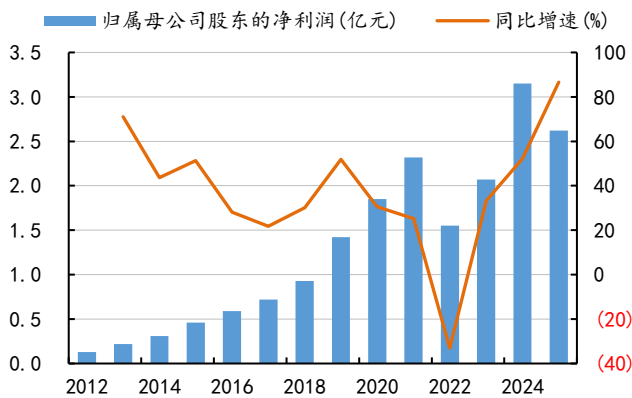
1 公司主要财务指标

图 1 公司 2012-2025H1 营业收入及增速



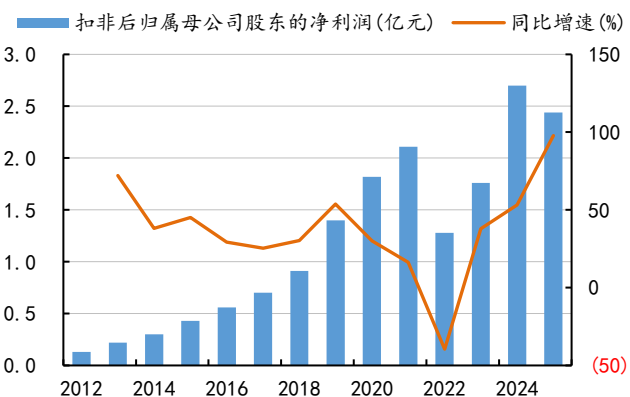
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 公司 2012-2025H1 归母净利润及增速



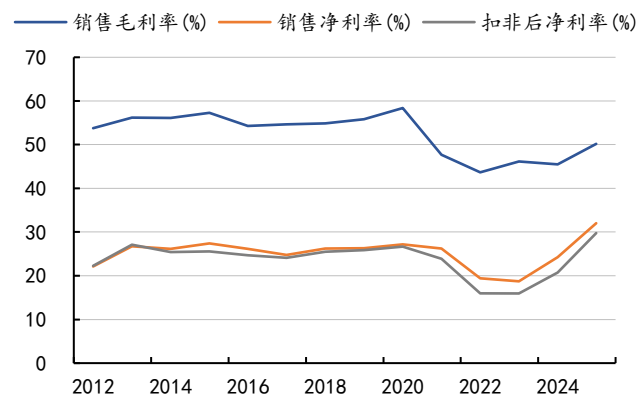
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 公司 2012-2025H1 扣非后归母净利润及增速



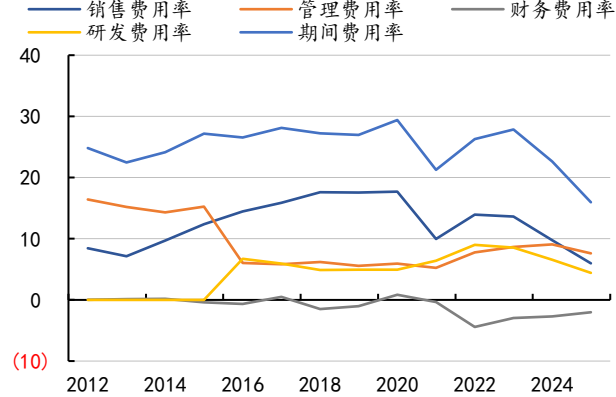
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 公司 2012-2025H1 销售毛利率和销售净利率



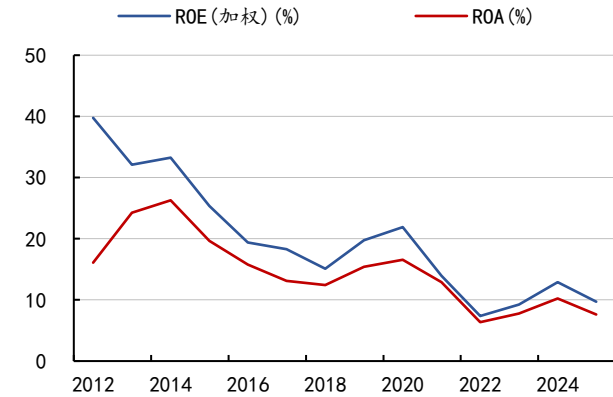
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5 公司 2012-2025H1 各项费用率变化(单位:%)



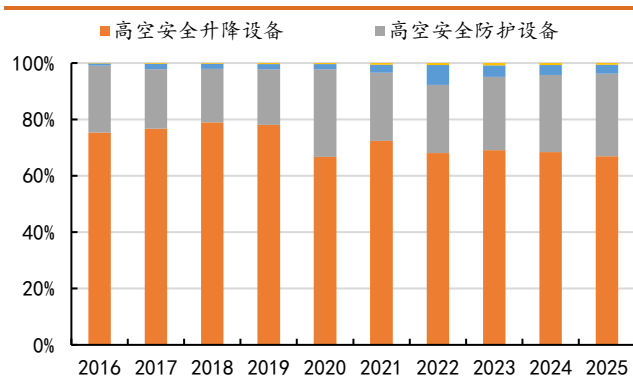
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 公司 2012-2025H1 ROE(加权)和 ROA 变化



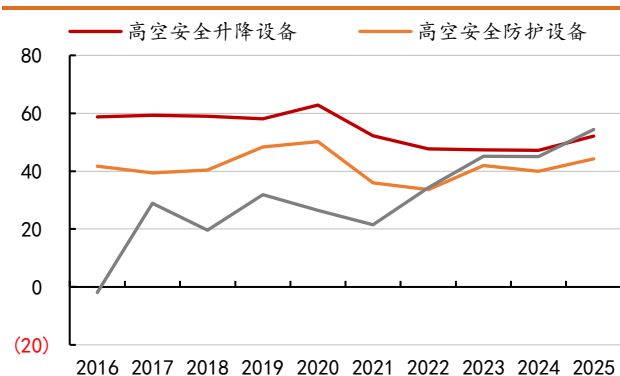
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 公司 2012-2025H1 营业收入结构(分业务)



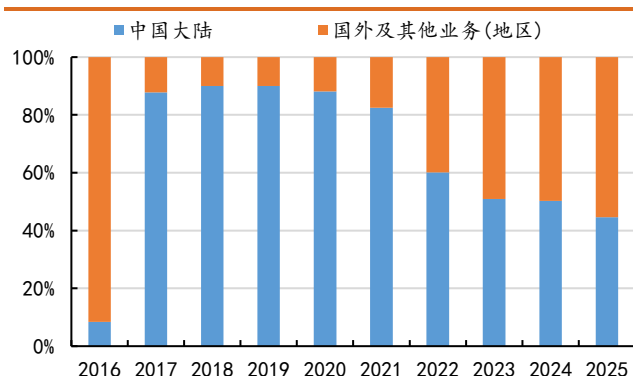
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8 公司 2012-2025H1 主要业务毛利率变化(单位:%)



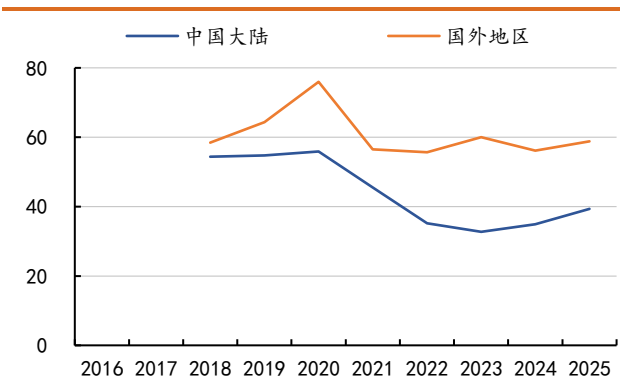
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 9 公司 2016-2025H1 营业收入结构(分地区)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 10 公司 2016-2025H1 分地区毛利率变化(位:%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 投资建议

公司作为国内风电高空作业设备龙头，有望充分受益于国内外风电新增装机增长和存量市场改造。同时，海风装机占比提升和风机大型化趋势持续，亦有望提升公司单机产品价值量和盈利能力。综上，我们上调 2025-2027 年公司营业收入为 18.2/22.5/27.6 亿元(前值为 16.6/19.9/24.8 亿元)，同比增长 40.1%/23.6%/22.9%(前值 27.8%/20.0%/24.6%)；归母净利润 5.0/6.1/7.5 亿元(前值 4.2/5.2/6.5 亿元)，同比增长 59.7%/20.7%/23.1%(前值为 33.6%/24.4%/24.0%)。对应 2025 年 8 月 25 日收盘价，市盈率为 16.6/13.7/11.1 倍，维持公司“买入”评级。

3 风险提示

国内外风电装机不及预期。贸易摩擦升级。海外市场拓展不及预期。公司新产品收入增长不及预期。原材料价格上涨。降本增效不及预期。

附表 1 中际联合财务报表以及相应指标（百万元）

利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1104.52	1298.71	1819.29	2247.92	2763.62	收益率					
减:营业成本	594.96	707.91	944.39	1178.14	1443.99	毛利率	46.13%	45.49%	48.09%	47.59%	47.75%
营业税金及附加	8.91	7.92	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	30.84%	25.37%	19.10%	18.80%	18.50%
营业费用	150.23	126.59	109.16	130.38	154.76	EBIT/销售收入	18.15%	24.17%	31.68%	30.97%	31.02%
管理费用	95.57	117.82	138.27	168.59	204.51	EBITDA/销售收入	19.86%	25.56%	33.58%	32.64%	32.49%
研发费用	94.71	84.96	100.06	123.64	152.00	销售净利率	18.73%	24.24%	27.64%	27.01%	27.04%
财务费用	-32.44	-35.38	-9.12	-12.07	-15.64	资产获利率					
减值损失	-6.33	-3.86	-4.08	-4.08	-4.08	ROE	8.96%	12.16%	17.11%	18.07%	19.25%
加:投资收益	21.73	31.85	0.00	0.00	0.00	ROA	7.11%	9.45%	15.61%	16.03%	17.28%
公允价值变动损益	6.43	15.54	35.00	35.00	35.00	ROIC	28.40%	39.44%	62.00%	52.24%	73.98%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率					
营业利润	227.09	340.14	571.54	694.24	859.00	销售收入增长率	38.17%	17.58%	40.08%	23.56%	22.94%
加:其他非经营损益	18.49	16.82	18.00	18.00	18.00	EBIT 增长率	47.14%	56.55%	83.63%	20.78%	23.16%
利润总额	245.58	356.96	589.54	712.24	877.00	EBITDA 增长率	47.88%	51.32%	84.00%	20.09%	22.38%
减:所得税	26.08	34.43	82.57	100.97	125.69	净利润增长率	33.33%	52.20%	59.75%	20.74%	23.06%
净利润	219.50	322.53	506.97	611.27	751.31	总资产增长率	12.66%	17.69%	11.25%	17.60%	14.23%
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股东权益增长率	6.67%	12.17%	13.53%	14.39%	15.48%
归属母公司股东净利润	219.50	322.53	502.89	607.19	747.23	经营营运资本增长率	26.02%	-5.11%	96.06%	-16.07%	64.92%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资本结构					
货币资金	886.63	937.00	932.71	1482.11	1646.61	资产负债率	18.20%	22.04%	20.44%	22.62%	21.77%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	22.91%	21.61%	28.33%	21.28%	25.90%
应收和预付款项	531.16	530.35	947.86	843.50	1317.08	带息债务/总负债	0.00%	4.18%	0.00%	0.00%	0.00%
其他应收款（合计）	3.22	4.07	0.00	0.00	0.00	流动比率	5.14	4.14	4.53	4.14	4.36
存货	236.15	390.47	359.37	576.07	570.45	速动比率	4.49	3.45	3.90	3.44	3.73
其他流动资产	82.39	95.59	95.59	95.59	95.59	股利支付率	20.55%	30.38%	30.38%	30.38%	30.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	0.79	0.70	0.70	0.70	0.70
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.39	0.39	0.49	0.52	0.56
固定资产和在建工程	115.44	140.53	147.01	150.49	150.98	固定资产周转率	11.58	9.38	15.55	18.66	22.84
无形资产和开发支出	138.08	135.06	119.97	104.88	89.80	应收账款周转率	2.12	2.48	1.95	2.71	2.13
其他非流动资产	45.48	113.47	-74.52	-302.85	-311.84	存货周转率	2.52	1.81	2.63	2.05	2.53
资产总计	2820.87	3319.76	3693.26	4343.36	4961.23	业绩和估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
短期借款	0.00	30.61	0.00	0.00	0.00	EBIT	200.47	313.85	576.33	696.09	857.28
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	219.39	331.99	610.88	733.63	897.80
应付和预收款项	457.90	660.85	714.84	942.22	1039.85	NOPLAT	157.11	254.90	444.83	546.62	683.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	206.84	314.80	502.89	607.19	747.23
其他负债	55.55	70.75	40.14	40.14	40.14	EPS	0.973	1.481	2.366	2.857	3.516
负债合计	513.44	731.60	754.98	982.36	1079.99	BPS	10.857	12.178	13.826	15.815	18.263
股本	151.80	212.52	212.52	212.52	212.52	PE	40.24	26.44	16.55	13.71	11.14
资本公积	1221.48	1160.76	1160.76	1160.76	1160.76	PB	3.61	3.22	2.83	2.48	2.14
留存收益	934.14	1214.88	1565.00	1987.73	2507.96	PS	7.53	6.41	4.57	3.70	3.01
归属母公司股东权益	2307.42	2588.16	2938.28	3361.01	3881.24	PCF	84.71	29.74	55.60	11.86	23.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	21.37	20.56	11.16	8.45	6.68
股东权益合计	2307.42	2588.16	2938.28	3361.01	3881.24	EV/EBITDA	19.52	19.43	10.53	8.02	6.38
负债和股东权益合计	2820.87	3319.76	3693.26	4343.36	4961.23	EV/NOPLAT	27.26	25.31	14.46	10.77	8.38
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EV/IC	6.63	8.99	6.14	6.37	4.46
经营性现金净流量	98.24	279.84	149.67	701.48	355.56	ROIC-WACC	21.84%	32.88%	55.44%	45.68%	67.42%
投资性现金净流量	-571.60	-220.09	20.30	20.30	20.30	股息率	0.51%	1.15%	1.84%	2.22%	2.73%
筹资性现金净流量	-71.16	-17.47	-174.26	-172.38	-211.36						
现金流量净额	-536.26	51.00	-4.29	549.40	164.50						

资料来源：Wind、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。