



中集安瑞科 (03899.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评
证券研究报告

水上业务持续兑现业绩，醇氢空间广阔

业绩简评

8月26日公司发布25年中报，25H1实现营收126.14亿元，同比+9.88%；实现归母净利润5.62亿元，同比+15.63%。

经营分析

清洁能源板块业绩稳健增长。清洁能源业务营收为96.26亿元，同比增长22.2%，新签订单为89.7亿元。

(1) **陆上业务稳步发展，维持细分领域龙头地位。**25H1公司陆上收入为62.28亿元，同比+10.13%，新签订单为52.9亿元。在中国天然气表观消费量及LNG进口量表现偏弱，即25H1中国LNG进口量同比下滑20.6%的情况下，公司凭借全产业链业务布局及一体化的优势，业绩仍然保持增长，龙头地位稳固。

(2) **水上业务业绩持续兑现，造船订单环比提升。**水上收入为30.61亿元，同比+72.73%。公司LNG运输加注船份额保持全球领先，25年上半年交付9条船，新签订单规模达到32.4亿元，环比增长37%；造船与船用燃料罐在手订单超过169.7亿元。高价值量造船订单将于今年起逐步兑现，贡献公司主要业绩增量。

(3) **绿色甲醇、焦炉尾气综合利用等项目即将投运，公司氢能业务迈入新阶段。**25H1氢能收入为3.37亿元，新签订单4.4亿元。截至2025年上半年，全球共签订300艘绿色甲醇燃料船舶，其中已有53艘投运，航运业对绿色甲醇燃料的需求迫切。公司大力发展绿色甲醇领域，与华光海运、中国船燃、中石化中海燃供、香港运输及物流局等开展业务合作，其广东湛江的5万吨绿色甲醇项目将于25年四季度投运，应用前景广阔。焦炉尾气综合利用方面，2027年预计达到20万吨氢气+100万吨LNG产能，为公司创造可持续性盈利，首钢水钢项目预计2026年投产。

化工订单环比回暖，液态食品多元化发展。化工环境板块营收为11.11亿元，同比下滑14.32%；25Q2新签订单环比增长43%，有所回暖，25H1新签订单共为10.8亿元。液态食品板块营收为18.77亿元，同比下滑18.64%。中国区收入占比提升，毛利率同比提升5.1pct.；新签订单25H1达到6.9亿元，25Q2环比提升62%。

盈利预测、估值与评级

预计公司25~27年实现归母净利润13.8/16.7/19.7亿元，对应PE分别为9.7倍、8.0倍和6.8倍，维持“买入”评级。

风险提示

天然气需求不及预期、油气价格大幅波动、氢能产业发展不及预期、汇率波动风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：唐雪琪 (执业S1130525020003)

tangxueqi@gjzq.com.cn

市价 (港币)：7.160元

相关报告：

- 《中集安瑞科港股公司点评：水上业务订单火爆，氢能醇“制”力提升》，2025.3.26
- 《中集安瑞科港股公司深度研究：抓LNG把握当下，向氢能放眼未来》，2024.10.28



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	23,626	24,756	29,563	34,459	39,589
营业收入增长率	20.53%	4.78%	19.42%	16.56%	14.89%
归母净利润(百万元)	1,114	1,095	1,377	1,670	1,966
归母净利润增长率	5.58%	-1.71%	25.80%	21.28%	17.71%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.54	0.68	0.82	0.97
每股经营性现金流净额	0.88	1.23	0.55	0.40	0.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.92%	9.52%	11.00%	12.08%	12.37%
P/E	11.83	12.03	9.70	8.00	6.79
P/B	1.17	1.15	1.07	0.97	0.84

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	19,602	23,626	24,756	29,563	34,459	39,589
增长率	6.4%	20.5%	4.8%	19.4%	16.6%	14.9%
主营业务成本	16,200	19,905	21,202	25,244	29,438	33,847
%销售收入	82.6%	84.3%	85.6%	85.4%	85.4%	85.5%
毛利	3,401	3,721	3,554	4,320	5,021	5,742
%销售收入	17.4%	15.7%	14.4%	14.6%	14.6%	14.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	351	467	520	579	665	752
%销售收入	1.8%	2.0%	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%
管理费用	1,824	1,960	2,022	2,247	2,516	2,811
%销售收入	9.3%	8.3%	8.2%	7.6%	7.3%	7.1%
研发费用	558	690	735	828	948	1,069
%销售收入	2.8%	2.9%	3.0%	2.8%	2.8%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	1,447	1,412	1,538	1,775	2,142	2,497
%销售收入	7.4%	6.0%	6.2%	6.0%	6.2%	6.3%
财务费用	49	-45	94	-23	-13	-8
%销售收入	0.3%	-0.2%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%
投资收益	6	26	10	10	10	10
%税前利润	0.5%	1.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	1,111	1,230	951	1,420	1,754	2,080
营业利润率	5.7%	5.2%	3.8%	4.8%	5.1%	5.3%
营业外收支						
税前利润	1,398	1,457	1,444	1,798	2,154	2,505
利润率	7.1%	6.2%	5.8%	6.1%	6.3%	6.3%
所得税	313	294	300	360	409	451
所得税率	22.4%	20.2%	20.8%	20.0%	19.0%	18.0%
净利润	1,085	1,164	1,144	1,439	1,745	2,054
少数股东损益	30	50	49	61	75	88
归属于母公司的净利润	1,055	1,114	1,095	1,377	1,670	1,966
净利率	5.4%	4.7%	4.4%	4.7%	4.8%	5.0%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,055	1,114	1,095	1,377	1,670	1,966
少数股东损益	30	50	49	61	75	88
非现金支出	210	296	95	-194	-204	-214
非经营收益						
营运资金变动	932	-17	845	-479	-1,102	-975
经营活动现金净流	2,561	1,780	2,486	1,125	814	777
资本开支	-459	-847	-1,155	-510	-407	-304
投资	-65	-738	-895	-3	0	2
其他	40	-496	152	216	429	431
投资活动现金净流	-484	-2,081	-1,098	-297	22	129
股权募资	43	32	43	0	0	0
债权募资	-62	514	179	100	70	40
其他	-58	1,434	-597	-560	-568	-114
筹资活动现金净流	-77	1,980	-375	-460	-498	-74
现金净流量	2,050	1,775	266	468	438	932

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,223	6,998	7,264	7,732	8,170	9,102
应收款项	5,272	5,884	5,817	6,767	7,593	8,314
存货	4,636	4,777	5,221	5,610	6,051	6,581
其他流动资产	1,524	3,456	4,075	4,504	5,140	5,741
流动资产	16,655	21,115	22,378	24,613	26,954	29,738
%总资产	75.0%	76.5%	76.2%	77.6%	79.2%	80.1%
长期投资	220	624	642	662	672	677
固定资产	4,066	4,444	4,951	5,031	4,981	5,281
%总资产	18.3%	16.1%	16.8%	15.9%	14.6%	14.2%
无形资产	533	652	663	673	680	684
非流动资产	5,559	6,472	7,004	7,118	7,090	7,404
%总资产	25.0%	23.5%	23.8%	22.4%	20.8%	19.9%
资产总计	22,214	27,587	29,382	31,731	34,044	37,142
短期借款	503	2,242	864	964	1,034	1,074
应付款项	3,492	4,441	5,430	5,960	6,542	7,051
其他流动负债	6,540	7,334	6,905	7,683	7,915	8,293
流动负债	10,536	14,017	13,199	14,607	15,491	16,418
长期贷款	1,466	385	2,122	2,122	2,122	2,122
其他长期负债	686	811	956	818	862	878
负债	12,687	15,214	16,277	17,547	18,475	19,418
普通股股东权益	9,142	11,232	11,499	12,517	13,827	15,894
其中：股本	19	19	19	19	19	19
未分配利润	9,591	11,680	12,074	12,991	14,202	16,268
少数股东权益	386	1,141	1,606	1,667	1,742	1,830
负债股东权益合计	22,214	27,587	29,382	31,731	34,044	37,142

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.53	0.55	0.54	0.68	0.82	0.97
每股净资产	4.51	5.54	5.67	6.17	6.82	7.84
每股经营现金净流	1.26	0.88	1.23	0.55	0.40	0.38
每股股利	0.00	0.27	0.27	0.28	0.28	0.30
回报率						
净资产收益率	11.54%	9.92%	9.52%	11.00%	12.08%	12.37%
总资产收益率	4.75%	4.04%	3.73%	4.34%	4.91%	5.29%
投入资本收益率	9.77%	7.52%	7.57%	8.22%	9.26%	9.79%
增长率						
主营业务收入增长率	6.39%	20.53%	4.78%	19.42%	16.56%	14.89%
EBIT 增长率	23.69%	-2.46%	8.90%	15.45%	20.65%	16.57%
净利润增长率	19.41%	5.58%	-1.71%	25.80%	21.28%	17.71%
总资产增长率	16.77%	24.19%	6.50%	7.99%	7.29%	9.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.0	54.3	52.7	46.9	45.4	43.4
存货周转天数	99.4	85.1	84.9	77.2	71.3	67.2
应付账款周转天数	75.5	71.7	83.8	81.2	76.4	72.3
固定资产周转天数	74.0	64.8	68.3	60.8	52.3	46.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.38%	-29.06%	-25.51%	-27.06%	-26.71%	-28.37%
EBIT 利息保障倍数	19.7	16.4	16.4	17.6	19.7	21.8
资产负债率	57.11%	55.15%	55.40%	55.30%	54.27%	52.28%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究