

香港股市 | 工业 | 设备

中集安瑞科 (3899 HK)

25H2 新签订单有望回升，业务转型持续

25H1 股东净利润同比上升 15.6%

公司 FY25 中期业绩大致符合预期。上半年股东净利润同比上升 15.6%至 5.6 亿元(人民币,下同),主因(一)总收入同比上升 9.9%至 126.1 亿元,其中清洁能源板块收入同比上涨 22.2%至 96.3 亿元;(二)毛利率轻微同比上升 0.2 个百分点至 14.5%;(三)行政费用及财务支出分别同比下跌 6.8%及 7.0%至 8.9 亿及 4,500 万元;(四)实质税率由 24H1 的 22.5% 下跌至 25H1 的 19.2%(见图表 1)。

25H1 新签订单金额同比下跌 34.5%

上半年新签订单金额同比下跌 34.5%至 107.4 亿元,其中清洁能源板块同比减少 30.6%至 89.7 亿元,当中水上清洁能源同比下跌 52.8%至 32.4 亿元。公司表示宏观波动等因素导致 25Q1 新签订单放缓,但是 25Q2 已经环比反弹。公司目标 FY25 全年水上清洁能源新签订单金额不少于 80 亿元。我们相信下半年新签订单金额有望环比回升。

无论如何,公司在手订单仍然充裕。截至 2026 年 6 月 30 日,在手订单总金额同比略降 0.6%至 291.8 亿元,其中清洁能源板块同比增长 9.9%至 252.0 亿元。

正在转型至“综合服务商”

另外,公司正在从清洁能源“关键装备+核心工艺”服务商转型至“综合服务商”,提振盈利持续增长。例如,公司成功建造并交付凌钢项目,首个焦炉气综合利用领域的交钥匙项目,总投资额约 8.9 亿元。首期年产量 5 万吨的绿色甲醇项目也料今年第四季投产。

上调目标价

基于 25H1 新签订单金额同比下跌,我们降低 FY25 股东净利润预测 3.3%。可是预料成本控制持续,我们上调 FY26 预测 0.9%。我们此外新增 FY27 预测。我们相应将目标价由 7.00 港元上调至 7.40 港元,对应 10.0 倍 FY26 目标市盈率及 4.1%上升空间。由于上行空间有限,我们维持“中性”评级。

风险提示: (一)生产或项目开发延误;(二)钢材及能源价格大幅波动;(三)汇兑损失。

主要财务数据(人民币百万元)(更新于 2025 年 8 月 27 日)

年结:12月31日	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	23,626	24,756	25,774	28,232	28,512
增长率(%)	20.5	4.8	4.1	9.5	1.0
股东净利润	1,114	1,095	1,203	1,381	1,435
增长率(%)	5.6	(1.7)	9.8	14.8	3.9
每股盈利(人民币)	0.55	0.54	0.59	0.68	0.71
市盈率(倍)	11.8	12.1	11.0	9.6	9.2
每股股息(港币)	0.30	0.30	0.32	0.37	0.38
股息率(%)	4.2	4.2	4.5	5.2	5.4
每股净资产(人民币)	5.54	5.67	5.99	6.38	6.78
市净率(倍)	1.18	1.15	1.09	1.02	0.96

来源:公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

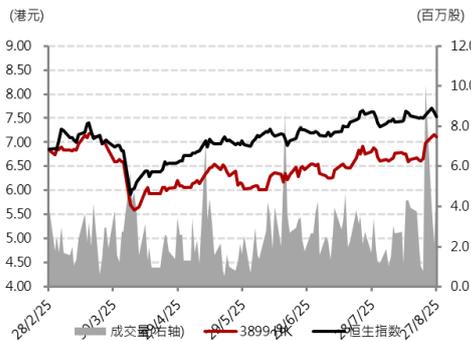
评级:中性

目标价:7.40 港元

股票数据(更新至 2025 年 8 月 27 日)

现价	7.11 港元
总市值	14,421.05 百万港元
流通股比例	29.59%
已发行总股本	2,028.28 百万
52 周价格区间	5.31-7.86 港元
3 个月日均成交额	18.16 百万港元
主要股东	中集集团(2039 HK)(占 70.04%)
来源:	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源:彭博、中泰国际研究部

相关报告

- 20250328 - 中集安瑞科(3899 HK)更新报告: FY24 核心盈利增长,在手订单保持充裕
- 20241028 - 中集安瑞科(3899 HK)更新报告: 24Q3 运营表现好坏参半

分析师

周健锋(Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1: FY25 中期业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2024 年 上半年	2025 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	11,480	12,614	9.9	
- 清洁能源	7,876	9,626	22.2	可是氢能业务收入同比下跌 23.5%至 3.4 亿元
- 化工环保	1,297	1,111	(14.3)	罐箱需求下跌
- 液体食品	2,307	1,877	(18.6)	新增订单减少
销售成本	(9,844)	(10,792)	9.6	
毛利	1,636	1,823	11.4	
其他经营收入	226	172	(23.7)	
其他收益净额	43	(57)	不适用	
金融资产减值亏损净额	(25)	(41)	61.2	
销售费用	(224)	(263)	17.4	
行政费用	(954)	(889)	(6.8)	有效成本控制
经营利润	702	746	6.2	
财务费用	(48)	(45)	(7.0)	借贷减少
应占联营和合营公司利润	(3)	15	不适用	
税前利润	651	716	10.0	
所得税	(147)	(134)	(8.4)	实质税率由 22.5%下跌至 19.2%
税后利润	504	581	15.3	
少数股东权益	(18)	(19)	6.9	
股东净利润	486	562	15.6	
每股盈利 (人民币)	0.24	0.28	15.4	
每股股息 (港币)	0.00	0.00	不适用	
利润率 (%)			变动 (百分点)	
毛利率	14.3	14.5	0.2	
- 其中-				
- 清洁能源	12.6	12.7	0.1	
- 化工环保	15.7	12.9	-2.8	生产线利用率下跌
- 液体食品	19.1	24.2	5.1	部分项目毛利率提升
经营利润率	6.1	5.9	-0.2	
股东净利润率	4.2	4.5	0.2	
订单 (亿元人民币)			增长 (同比%)	
新签订单				受宏观因素影响, 25Q1 放缓, 但是 25Q2 开始环比改善
清洁能源	129.2	89.7	(30.6)	
- 陆上清洁能源	56.1	52.9	(5.7)	
- 水上清洁能源	68.6	32.4	(52.8)	公司目标全年不低于 80 亿元
- 氢能	4.5	4.4	(2.0)	
化工环保	16.9	10.8	(36.1)	
液体食品	17.9	6.9	(61.4)	
总计	164.0	107.4	(34.5)	
在手订单				
清洁能源	229.3	252.0	9.9	
- 陆上清洁能源	67.1	73.7	9.8	
- 水上清洁能源	63.6	169.7	166.8	
- 氢能	3.3	8.6	159.3	
化工环保	15.2	8.4	(44.8)	
液体食品	49.0	31.4	(35.9)	
总计	293.5	291.8	(0.6)	

来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

损益表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	现金流量表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	23,626	24,756	25,774	28,232	28,512	经营活动现金流	1,780	2,486	2,613	2,105	2,030
销售成本	(19,905)	(21,202)	(22,070)	(24,182)	(24,427)	投资活动现金流	(2,081)	(1,898)	(1,245)	(1,465)	(1,451)
毛利	3,721	3,554	3,704	4,050	4,085	资本性支出净额	(824)	(937)	(646)	(678)	(712)
其他收/收益 (不含利息)	100	338	191	206	208	其它	(1,257)	(961)	(599)	(787)	(739)
销售费用	(467)	(520)	(554)	(582)	(556)	融资活动现金流	1,980	(375)	(1,054)	(473)	(510)
行政费用	(1,960)	(2,022)	(1,817)	(1,948)	(1,939)	股本变动	0	0	0	0	0
经营利润	1,394	1,350	1,523	1,727	1,798	净债务变动	30	780	(507)	87	137
利息收入	131	188	189	191	189	已派股息	(433)	564	(560)	(601)	(690)
财务费用	(94)	(104)	(137)	(108)	(107)	其它	2,383	(1,719)	13	42	43
应占联营和合营公司利润	26	10	10	11	11	净现金流	1,679	213	314	167	69
所得税	(294)	(300)	(329)	(378)	(393)						
税后利润	1,164	1,144	1,256	1,442	1,499						
少数股东权益	(50)	(49)	(54)	(62)	(64)						
股东净利润	1,114	1,095	1,203	1,381	1,435						
息税折旧摊销前利润	1,938	2,000	2,211	2,451	2,553						
息税前利润	1,551	1,548	1,722	1,929	1,999						
每股盈利(人民币)	0.55	0.54	0.59	0.68	0.71						
每股股息(港币)	0.30	0.30	0.32	0.37	0.38						
资产负债表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	主要财务指标	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
总资产	27,587	29,382	30,885	33,234	34,407	增长率 (%)					
流动资产	21,115	22,378	23,366	25,139	25,779	收入	20.5	4.8	4.1	9.5	1.0
现金及现金等价物	6,998	7,264	7,644	7,883	8,015	毛利	9.4	(4.5)	4.2	9.4	0.9
限制性现金	1,183	1,554	1,240	1,394	1,745	经营利润	(3.8)	(3.1)	12.8	13.4	4.1
贸易应收款	3,660	3,589	3,866	4,235	4,277	息税折旧摊销前利润	5.2	3.2	10.6	10.8	4.2
预付款项及其他应收款	2,158	2,085	2,242	2,456	2,481	息税前利润	4.9	(0.2)	11.2	12.0	3.6
合约资产	2,237	2,501	2,577	2,823	2,851	股东净利润	5.6	(1.7)	9.8	14.8	3.9
存货	4,777	5,221	5,606	6,141	6,201	每股盈利	4.9	(2.3)	9.4	14.8	3.9
其它流动资产	102	163	189	208	210	利润率 (%)					
非流动资产	6,472	7,004	7,519	8,095	8,627	毛利率	15.7	14.4	14.4	14.3	14.3
固定资产净额	3,838	4,369	4,752	5,164	5,616	经营利润率	5.9	5.5	5.9	6.1	6.3
其它非流动资产	2,634	2,635	2,767	2,931	3,011	息税折旧摊销前利润	8.2	8.1	8.6	8.7	9.0
总负债	15,214	16,277	17,077	18,568	18,865	息税前利润率	6.6	6.3	6.7	6.8	7.0
流动负债	14,017	13,199	13,885	15,148	15,297	股东净利润率	4.7	4.4	4.7	4.9	5.0
短期借款	789	244	122	72	72	净负债率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
可换股债券	1,453	0	0	0	0	其他 (%)					
贸易应付款	4,441	5,430	5,670	6,211	6,273	实际税率	20.5	20.9	20.9	20.9	20.9
其他应付账款	2,069	1,788	2,320	2,541	2,566	派息比率	49.8	51.0	50.0	50.0	50.0
合约负债	4,442	4,614	4,639	5,082	5,132	已动用资本回报率	8.2	6.8	7.1	7.6	7.5
其它流动负债	823	1,124	1,134	1,242	1,255	平均净资产收益率	10.9	9.6	10.2	11.0	10.7
非流动负债	1,197	3,078	3,192	3,420	3,568	平均资产收益率	4.5	3.8	4.0	4.3	4.2
长期借款	385	130	188	276	364	利息覆盖倍数(倍)	16.6	14.8	12.6	17.8	18.6
可换股债券	0	1,992	2,039	2,088	2,137						
其它非流动负债	811	956	964	1,056	1,066						
权益总额	12,374	13,105	13,808	14,666	15,542						
股东权益	11,232	11,499	12,149	12,945	13,757						
少数股东权益	1,141	1,606	1,660	1,721	1,785						
权益及负债总额	27,587	29,382	30,885	33,234	34,407						
净现金/(负债)	5,824	4,899	5,295	5,447	5,442						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

中集安瑞科(3899 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2024/10/25	HK\$6.81	增持 (下调)	HK\$7.55
2	2025/3/27	HK\$6.93	中性 (下调)	HK\$7.00
3	2025/8/27	HK\$7.11	中性 (维持)	HK\$7.40

来源: 彭博、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805