

## 中际联合 (605305.SH)

强烈推荐 (维持)

## 业绩符合预期, 继续看好公司创新高式发展

事件: 中际联合发布 2025 年中报, 上半年, 公司实现营业总收入 8.18 亿元, 同比+43.52%, 归母净利润 2.62 亿元, 同比+86.61%, 扣非归母净利润 2.44 亿元, 同比+97.77%; 单 Q2, 公司实现营业总收入 5.02 亿元, 同比+52.13%, 归母净利润 1.64 亿元, 同比+99.31%, 扣非归母净利润 1.5 亿元, 同比+111.39%。公司中报业绩接近预告中枢, 表现符合预期。

□ β 高景气驱动订单高增, 收入持续增长确定性较强。

- 1) 行业层面: 2025 年 1-6 月中国风电新增装机 51.39GW, 同比+98.88%, “531 政策”驱动行业迎来阶段性抢装; 展望下半年, CWEA 预测 2025 年全年风电新增装机规模为 105-115GW, 而 2024 年下半年装机量为 53.98GW, 预计 2025 年下半年风电装机量增速约为 0%~20%, 仍有望保持较好增长; 同时根据金风科技, 2025 年上半年风电公开招标量 71.9GW, 同比+8.8%, 高基数下仍保持增长、有望为 2026 年需求提供支撑, 6 月投标均价为 1616 元/kW, 较 2024 年下半年已呈稳步回升趋势, 有望优化上游环节盈利能力;
- 2) 公司层面: 2025 年 1-7 月公司新签订单同比约+30%, 其中内销订单增长高于外销订单增长 (2024 年公司新签订单同比+35%)。公司升降产品生产确收周期一般为 5-8 个月, 订单端的优异表现下, 公司下半年收入有望继续实现较好增长。

□ 规模化降本控费成效显著, 中报净利率创五年新高。上半年, 公司实现毛利率、净利率 50.15%、32.02%, 同比+2.96pct、+7.4pct, 其中半年度净利率已接近 2020 年历史最优水平。一方面, 公司加大力度推广齿轮齿条、大载荷升降机等高附加值新品, 持续优化产品结构; 另一方面, 公司技术攻关、工艺改进、精细化管理等降本增效措施成效显著, 期间费用率 15.96%, 同比-5.94pct, 其中销售、管理、研发费用率分别压降 3.28pct、1.23pct、2.05pct, 驱动净利率增幅进一步提升。我们认为公司已逐步进入新业务开花结果的收获期, 未来费用端预计继续维持较优水平, 盈利能力有望实现创新高式发展。

□ 一横一纵有序推进, 为远期成长筑基。公司沿着“一横一纵”的产品方向逐步丰富产品类别、拓展应用场景。①一纵: 指现有产品及新开发的产品继续深耕在风力发电领域的应用, 其中 2025 年上半年齿轮齿条、大载荷升降机新签订单金额占比已达 40%左右 (2024 年新签订单金额占比 30%左右), 风电大型化趋势下公司升降机产品 ASP 与利润率有望逆流而上; ②一横: 指公司所生产的高空安全作业设备向更多领域的拓展, 目前已成功拓展电网、通信、火力发电、建筑、桥梁、消防、仓储等 17 个行业, 其中 2025 年 8 月公司为西班牙及德国某储能项目定制的消防系统顺利交付, 标志着公司在可再生能源全场景解决方案的完善上迈出重要一步。

中游制造/机械  
目标估值: NA  
当前股价: 36.85 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	213
已上市流通股 (百万股)	213
总市值 (十亿元)	7.8
流通市值 (十亿元)	7.8
每股净资产 (MRQ)	13.0
ROE (TTM)	15.8
资产负债率	22.2%
主要股东	刘志欣
主要股东持股比例	24.31%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	38	73
相对表现	-9	22	36



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《中际联合 (605305) — “订单兑现+规模化控费”, 业绩弹性超预期释放》2025-07-16
- 2、《中际联合 (605305) Q1 利润大幅增长, 控费效果显著》2024-04-28

郭倩倩 S1090525060003

✉ guoqianqian@cmschina.com.cn

高杨洋 S1090525070002

✉ gaoyangyang@cmschina.com.cn

朱鹏丞 研究助理

✉ zhupengcheng1@cmschina.com.cn

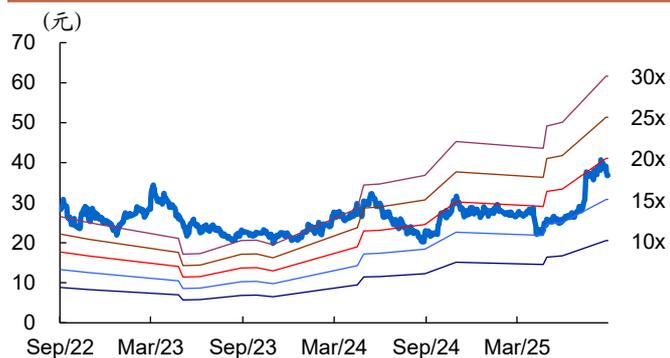
- **投资建议：**公司是风电升降设备行业全球龙头，是风电行业抗大型化通缩  $\alpha$  突出、高成长与高盈利属性兼备的优秀品种，具备较高投资价值。预计公司 2025-2027 年营业总收入为 17.28/20.85/24.99 亿元，归母净利润为 5.01/6.25/7.68 亿元，当期股价对应 PE 为 15.6/12.5/10.2 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**下游新增装机不及预期，订单确收节奏不及预期，新品推广不及预期，海外拓展不及预期，贸易摩擦加剧。

### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1105	1299	1728	2085	2499
同比增长	38%	18%	33%	21%	20%
营业利润(百万元)	233	349	557	696	857
同比增长	36%	49%	60%	25%	23%
归母净利润(百万元)	207	315	501	625	768
同比增长	33%	52%	59%	25%	23%
每股收益(元)	0.97	1.48	2.36	2.94	3.61
PE	37.9	24.9	15.6	12.5	10.2
PB	3.4	3.0	2.6	2.3	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中际联合历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 中际联合历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2522	2931	3435	4023	4737
现金	887	937	1124	1447	1856
交易性投资	786	977	977	977	977
应收票据	85	88	117	141	169
应收款项	437	435	579	699	838
其它应收款	3	4	5	7	8
存货	236	390	501	595	700
其他	89	99	131	158	189
<b>非流动资产</b>	299	389	413	434	453
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	95	138	176	209	239
无形资产商誉	138	135	122	109	98
其他	66	116	116	116	116
<b>资产总计</b>	<b>2821</b>	<b>3320</b>	<b>3849</b>	<b>4458</b>	<b>5190</b>
<b>流动负债</b>	490	709	833	967	1118
短期借款	0	31	0	0	0
应付账款	306	310	398	472	555
预收账款	100	239	307	364	429
其他	85	129	128	131	135
<b>长期负债</b>	23	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他	23	23	23	23	23
<b>负债合计</b>	<b>513</b>	<b>732</b>	<b>856</b>	<b>990</b>	<b>1142</b>
股本	152	213	213	213	213
资本公积金	1221	1161	1161	1161	1161
留存收益	934	1215	1620	2094	2675
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2307	2588	2993	3467	4048
<b>负债及权益合计</b>	<b>2821</b>	<b>3320</b>	<b>3849</b>	<b>4458</b>	<b>5190</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	98	280	296	448	569
净利润	207	315	501	625	768
折旧摊销	19	18	30	34	36
财务费用	(5)	(3)	(12)	(15)	(18)
投资收益	(22)	(32)	(64)	(64)	(64)
营运资金变动	(92)	23	(158)	(131)	(153)
其它	(9)	(42)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(572)	(220)	9	9	9
资本支出	(24)	(38)	(55)	(55)	(55)
其他投资	(548)	(182)	64	64	64
<b>筹资活动现金流</b>	(71)	(17)	(118)	(135)	(169)
借款变动	(45)	11	(35)	0	0
普通股增加	0	61	0	0	0
资本公积增加	0	(61)	0	0	0
股利分配	(67)	(62)	(96)	(150)	(187)
其他	40	34	12	15	18
<b>现金净增加额</b>	<b>(545)</b>	<b>42</b>	<b>187</b>	<b>322</b>	<b>410</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	1105	1299	1728	2085	2499
营业成本	595	708	908	1078	1268
营业税金及附加	9	8	11	13	15
营业费用	150	127	121	142	170
管理费用	96	118	121	136	150
研发费用	95	85	86	100	120
财务费用	(32)	(35)	(12)	(15)	(18)
资产减值损失	(6)	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	6	16	16	16	16
其他收益	19	16	16	16	16
投资收益	22	32	32	32	32
<b>营业利润</b>	233	349	557	696	857
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	233	349	558	697	858
所得税	26	34	57	72	90
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	207	315	501	625	768

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	38%	18%	33%	21%	20%
营业利润	36%	49%	60%	25%	23%
归母净利润	33%	52%	59%	25%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.1%	45.5%	47.5%	48.3%	49.2%
净利率	18.7%	24.2%	29.0%	30.0%	30.7%
ROE	9.3%	12.9%	17.9%	19.3%	20.4%
ROIC	7.9%	11.3%	17.3%	18.8%	19.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.2%	22.0%	22.2%	22.2%	22.0%
净负债比率	0.1%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.1	4.1	4.1	4.2	4.2
速动比率	4.7	3.6	3.5	3.5	3.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.8	2.3	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	2.5	2.5	2.8	2.7	2.7
应付账款周转率	2.4	2.3	2.6	2.5	2.5
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.97	1.48	2.36	2.94	3.61
每股经营净现金	0.46	1.32	1.39	2.11	2.68
每股净资产	10.86	12.18	14.08	16.32	19.05
每股股利	0.29	0.45	0.71	0.88	1.08
<b>估值比率</b>					
PE	37.9	24.9	15.6	12.5	10.2
PB	3.4	3.0	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	32.7	21.3	12.0	9.7	7.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。