

中集安瑞科 (3899.HK): 2025 中报点评

投资评级

买入
维持评级

清洁能源成业绩砥柱，多元化经营育新增长点

2025H1 公司实现营收 126.1 亿元、同比+9.9%，归母净利润 5.6 亿元、同比+15.6%，毛利率 14.5%、同比+0.2pct，净利率 4.6%、同比+0.2pct。海外收入 55.4 亿元、同比+5.3%，国内收入 70.8 亿元、同比+13.7%。公司的现金与应付账款周转天数显著改善，资产负债结构整体稳健，每股净资产和 ROE 同比增长。

◆ 清洁能源：陆上清洁能源业务稳健，水上清洁能源贡献增长动能，氢能等新兴业务潜力大。

国家统计局数据显示，2025 年上半年，中国天然气表观消费量 2,120 亿立方米，同比基本持平，LNG 进口量 3,011 万吨，同比-20.6%。2025H1 清洁能源业务收入 96.3 亿元、同比+22.2%，毛利率 12.7%、同比+0.1pct。分地区来看，清洁能源板块 2025H1 国内收入 65.9 亿元、同比+15.5%。海外收入 30.3 亿元、同比+40.0%。订单方面，2024H1 累计新签订单 89.7 亿元、同比-30.6%，在手订单 252 亿元、同比+10%。

1) **陆上清洁能源**：下半年天然气需求有望转好，焦炉煤气等新领域进展顺利。2025H1 收入 62.3 亿元、同比+10.1%。2025H1 累计新签订单 52.9 亿元、同比-5.7%。IEA 预测，2025 年全球天然气消费量增速约 1.3%，预计随着供应面的缓解，以及工业、发电等需求的增长，2026 年全球天然气消费量将达到历史最高水平，尤其是亚洲的天然气需求增长将超过 4%，LNG 进口量预期增长约 10%。公司的 LNG 储罐、LNG 槽车、LNG 车用瓶等关键装备，整体市场份额稳中有增，有望持续受益于天然气消费和应用。焦炉煤气综合利用项目在年内取得进展，凌钢项目投产，鞍集（营口）运营稳健，首钢水钢项目在建，未来还将继续推进与钢厂的合作。海外高端低温装备销售收入增长超 9 倍，新签订单大幅增长。同时，公司自主研发低温阀门，实现核心部件的国产替代。

2) **水上清洁能源**：2025H1 收入 30.6 亿元、同比+72.9%。2025H1 累计新签订单 32.4 亿元、同比-52.8%，在手订单 169.7 亿元、同比+12.7%。LNG 运输加注船份额继续保持全球领先，船舶交付能力在稳步提升。上半年公司成功交付 9 条船，造船与船用燃料罐在手订单 169.7 亿元，新签订造船订单 23.4 亿元。收购友奇环境，增强供气系统和液货系统工艺设计与建造能力，进一步提升在液化气船领域的核心竞争力。内河船舶改造获取超 300 条船舶订单，累计合同签约金额超 5 亿元。

3) **氢能**：2025H1 收入 3.4 亿元、同比-25.1%。2025H1 累计新签订单 4.4 亿元、同比-2.2%，在手订单 8.6 亿元、同比+160.6%。氢能全产业链布局，在产品和订单上取得突破。与海德氢能联合研发的 BOP 分离系统正式下线，并发往海外客户。中标绿氢项目，储存端新签订单达 1.4 亿元，同比+346%。上半年成功交付多个固定式及撬装式加氢站，液氢车载瓶完成性能试验，并陆续为欧洲客户交付多项订单

相关研究报告

【中航新能源】中集安瑞科 (3899.HK) 2024 年报点评-水上清洁能源板块放量在即，业务多元化增长新动能不断释放 —2025-04-02

公司基本数据

总股本(百万股)	2028
总市值(百万)	11785
1 月最高/最低价 (元港币)	7.34/6.12
资产负债率(%)	58.05
每股净资产(元)	5.39
净资产收益率(%)	4.39

相关研究报告

作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

IV 型车载储氢瓶订单。绿色甲醇项目即将于四季度投产，已与中国船燃、中石化中海燃供签署或达成战略合作。

◆ 化工环境：罐箱业务面临挑战，非罐箱业务积极寻求突破

2025H1 化工环境收 11.1 亿元、同比-14.3%，毛利率 12.9%、同比-2.8pct。分地区来看，2025H1 全球联运收入 9.3 亿元、同比-8.8%，本地联运收入 1.8 亿元、同比-34.5%。分产品来看，2025H1 标准、特种等罐箱收入 9.2 亿元、同比-17.8%，医疗设备部件、后市场服务等其他非罐箱收入 1.9 亿元、同比+8.0%。从订单情况来看，2025H1 累计新签订单 10.8 亿元、同比-36.1%，在手订单 8.4 亿元、同比-44.7%。公司罐式集装箱全球市场份额蝉联第一。但据 ITCO，全球化工深陷低谷，欧洲受去工业化与高能源成本冲击尤甚，正构成深层次的结构挑战，预计 2025 年下半年供需将继续保持相对稳定，全年增速在 3%~4%。同时，公司寻找优质收购标的，积极打造第二增长极，高端医疗核磁业务紧跟市场，业绩稳健增长。

◆ 液态食品：啤酒主业拖累板块业绩，积极进行非啤业务、全球化布局探索

2025H1 液态食品收入 18.8 亿元、同比-18.6%，毛利率 24.2%、同比+5.1pct。分地区来看，2025H1 海外收入 15.7 亿元、同比-24.4%，国内收入 3.0 亿元、同比+35.0%。分业务来看，2025H1 啤酒收入 13.1 亿元、同比-23.8%，非啤酒收入 5.7 亿元、同比-3.8%。订单方面，2025H1 累计新签订单 6.9 亿元、同比-61.5%，在手订单 31.4 亿元、同比-35.9%。2025 年 7 月承载液态食品板块的中集醇科完成新一轮定向增发，募集资金人民币 1.1 亿元。墨西哥新工厂全面投入运营，并斩获首个储罐项目。在即饮烈酒、生物制药等行业积极发展多元化机遇。

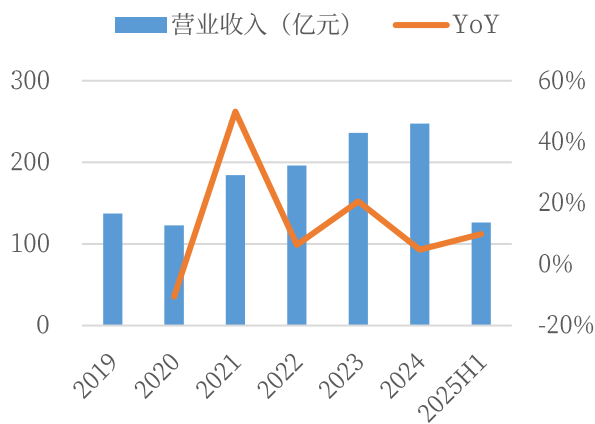
投资建议与盈利预测：公司在清洁能源领域行业领先地位稳固，天然气产销量增长和相关产业快速发展，拉动产业链装备和工程服务需求。化工环境板块所处行业景气度有望好转，新业务领域的进展有望超预期。预计公司 2025~2027 年归母净利润 13.3/14.8/17.4 亿元，当前股价对应 2025~2027 年 PE 9.9/8.9/7.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：全球经济景气度影响下游需求；汇率与原材料价格大幅波动影响公司盈利；新业务开拓不及预期。

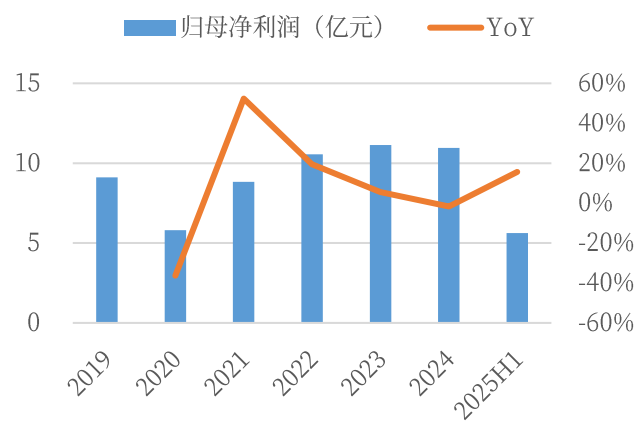
财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	23626.28	24755.74	28610.36	34381.05	40334.88
增长率（%）	20.5%	4.8%	15.6%	20.2%	17.3%
归母净利润（百万元）	1113.97	1094.87	1330.25	1476.11	1741.04
增长率（%）	5.6%	-1.7%	21.5%	11.0%	17.9%
毛利率	15.7%	14.4%	15.4%	15.0%	15.2%
每股收益（元）	0.55	0.54	0.66	0.73	0.86
市盈率 PE	11.77	11.98	9.86	8.88	7.53
市净率 PB	1.17	1.14	1.08	1.01	0.95
净资产收益率 ROE	9.9%	9.5%	10.9%	11.4%	12.6%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

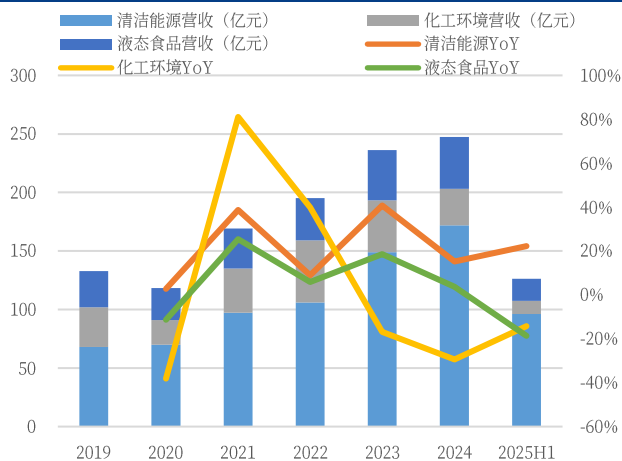
*本报告采取的货币单位如无特殊注释，均为人民币(元)

图1 公司营收与增速


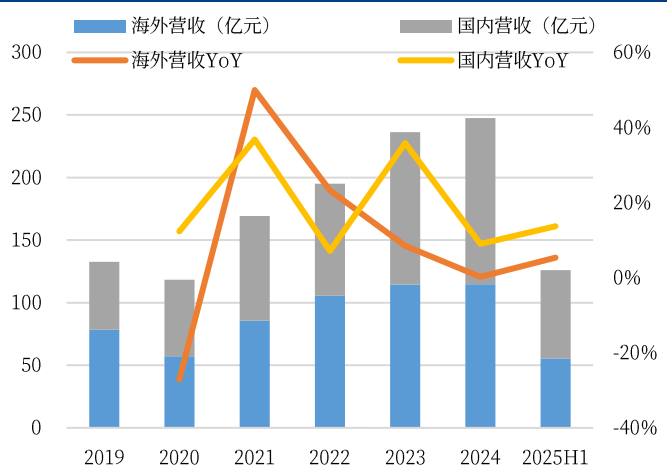
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图2 公司归母净利润与增速


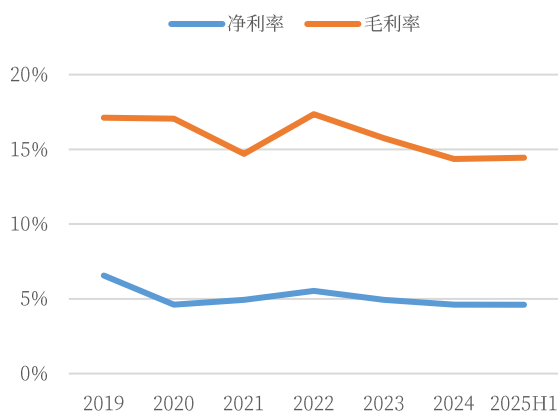
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图3 公司三大主营业务历年收入与增速


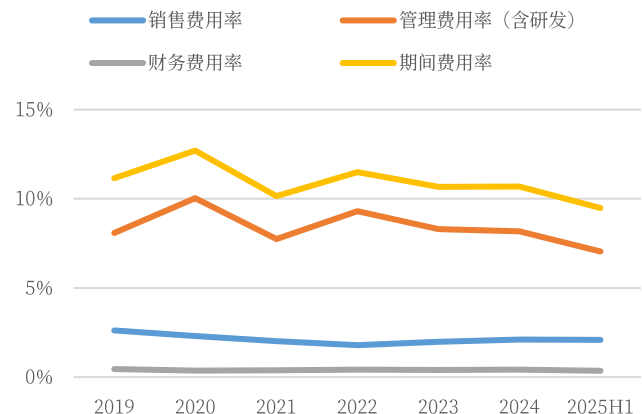
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图4 公司国内与海外历年收入与增速


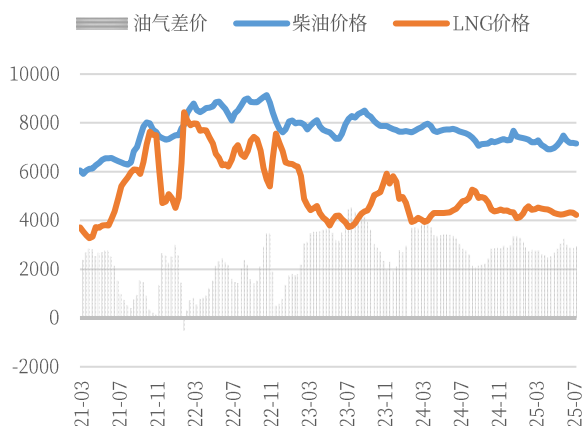
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图5 公司净利率和毛利率


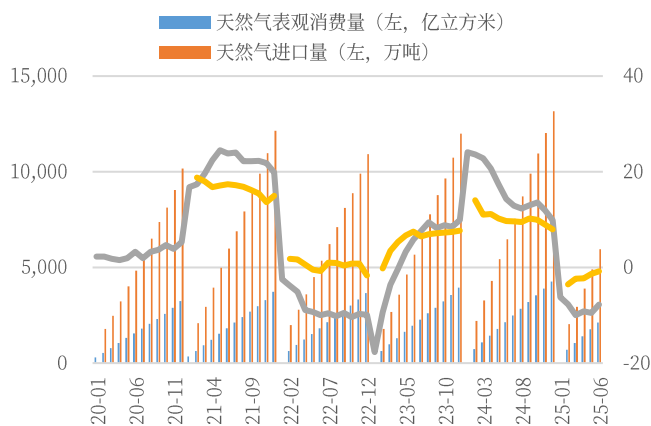
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图6 公司期间费用率及分项构成


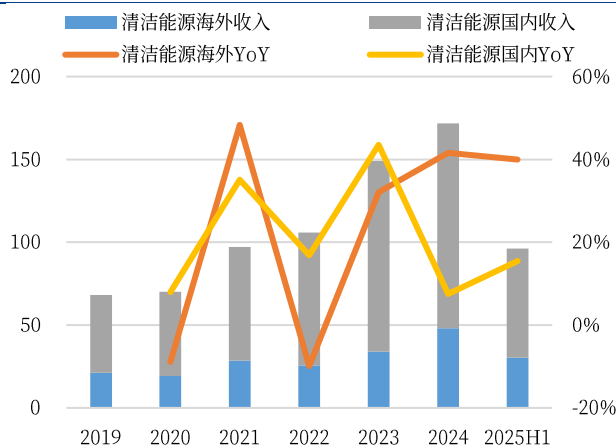
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 油气价差处于高位(元/吨)


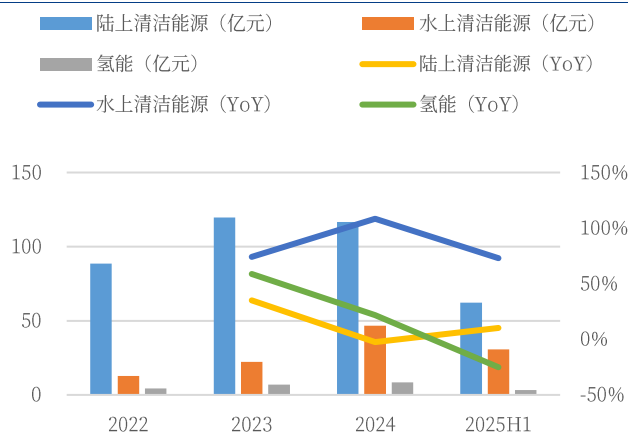
资料来源：国家统计局，中航证券研究所

图8 天然气表观消费与进口量双双增长


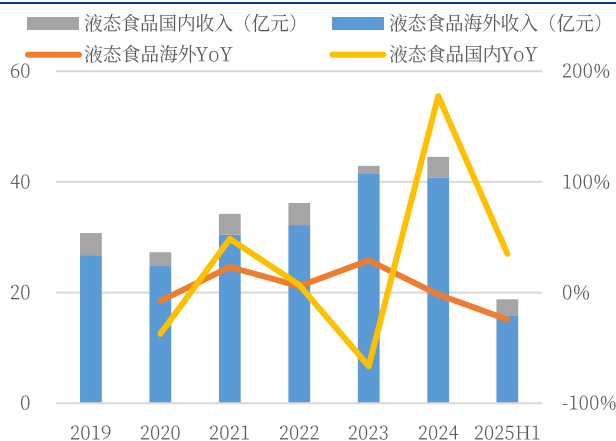
资料来源：发改委，海观总署，中航证券研究所

图9 清洁能源分地区结构 (亿元)


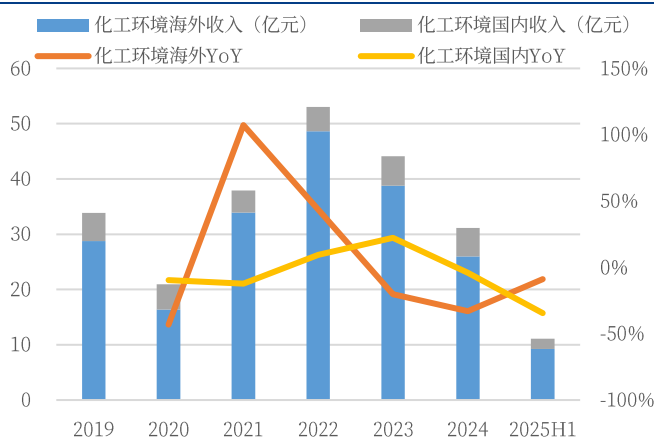
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图10 清洁能源分业务结构


资料来源：公司公告，中航证券研究所

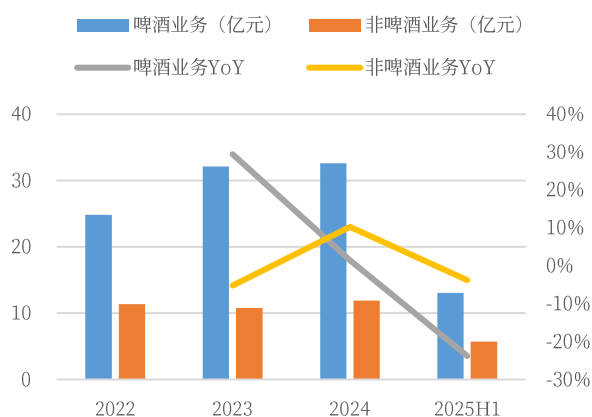
图11 液态食品板块海外和国内市场的收入及增速


资料来源：公司公告，中航证券研究所

图12 化工环境板块海外和国内市场收入和增速


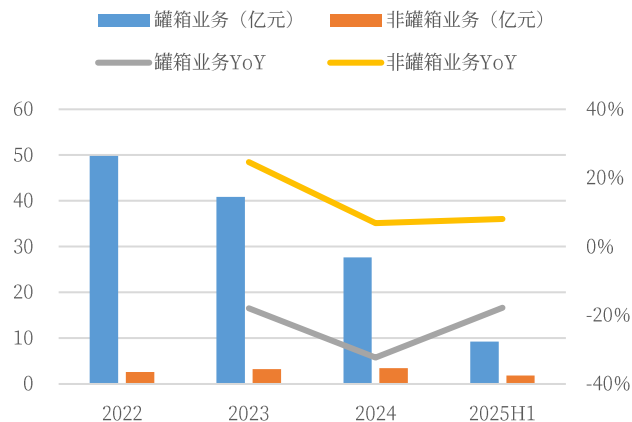
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图13 液态食品板块啤酒和非啤酒的收入及增速



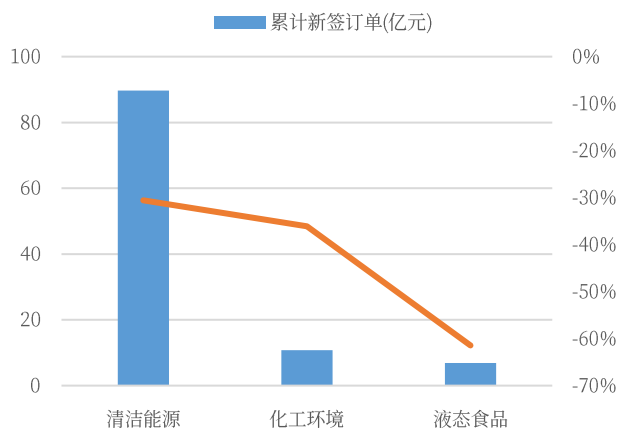
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图14 化工环境板块罐箱和非罐箱收入及增速



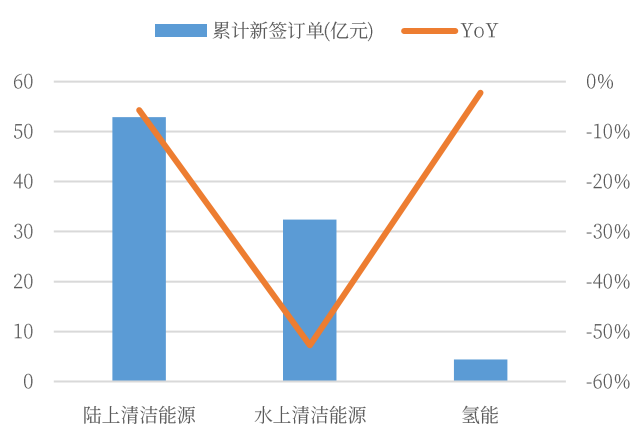
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图15 2025H1 分板块累计新签订单



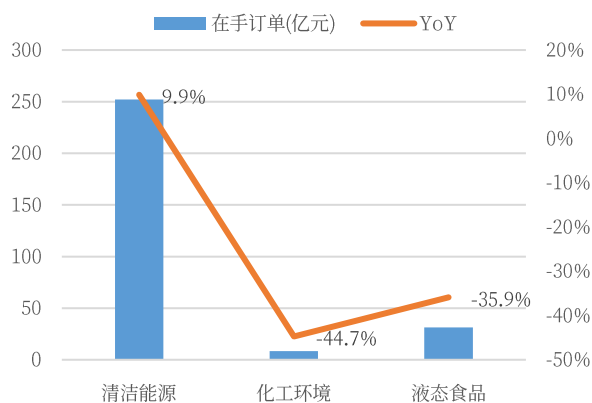
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图16 2025H1 清洁能源分业务累计新签订单



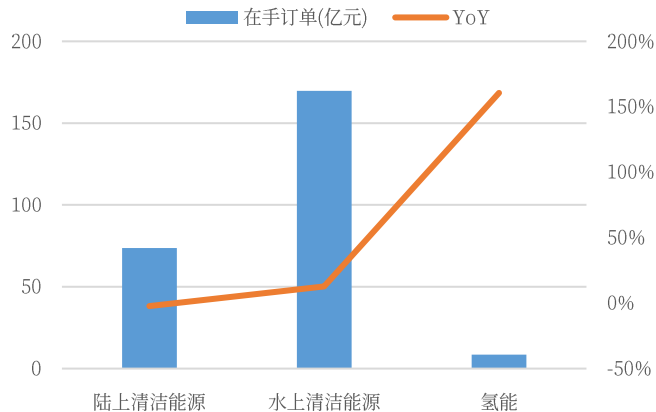
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图17 2025H1 分板块在手订单



资料来源：公司公告，中航证券研究所

图18 2025H1 清洁能源分业务在手订单



资料来源：公司公告，中航证券研究所

财务报表与财务指标（单位：百万元）

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7568.52	7481.75	8154.95	8981.80	9905.00	营业额	23626.28	24755.74	28610.36	34381.05	40334.88
应收账款	3660.26	3589.27	4548.63	5466.09	6412.66	销售成本	19905.46	21201.50	24196.25	29207.46	34209.12
预付款项、按金及	1789.30	1753.01	2145.13	2577.80	3024.20	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	467.14	520.31	542.99	652.52	765.51
存货	4776.51	5221.47	6229.95	7520.22	8808.02	管理费用	1960.24	2021.69	2383.57	2864.33	3360.36
其他流动资产	3320.71	4332.15	3672.20	4408.78	5168.74	财务费用	93.54	104.40	94.35	72.94	69.88
流动资产总计	21115.2	22377.6	24750.8	28954.6	33318.6	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	623.86	641.88	641.88	641.88	641.88	投资收益	0.00	9.88	0.00	0.00	0.00
固定资产	3837.91	4368.89	4095.10	3821.32	3547.54	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	1199.91	917.71	1393.20	1583.80	1930.02
无形资产	904.22	926.15	771.79	617.43	463.07	其他非经营损益	257.38	526.21	345.17	345.17	345.17
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	1457.29	1443.92	1738.37	1928.97	2275.19
其他非流动资产	1106.14	1067.11	1064.03	1060.95	1057.88	所得税	293.73	300.09	356.07	395.11	466.02
非流动资产合计	6472.13	7004.02	6572.80	6141.59	5710.37	税后利润	1163.56	1143.84	1382.30	1533.86	1809.17
资产总计	27587.4	29381.6	31323.6	35096.2	39028.9	归属于非控股股东	49.59	48.96	52.05	57.76	68.12
短期借款	2241.90	863.65	0.00	0.00	0.00	归属于母公司股东利	1113.97	1094.87	1330.25	1476.11	1741.04
应付账款	4441.20	5429.63	5603.73	6764.30	7922.66	EBITDA	1938.16	2029.71	2263.93	2433.13	2776.28
其他流动负债	7334.16	6905.24	8812.16	10620.1	12446.1	NOPLAT	1032.74	809.69	1182.86	1317.40	1590.26
流动负债合计	14017.2	13198.5	14415.8	17384.4	20368.7	EPS(元)	0.55	0.54	0.66	0.73	0.86
长期借款	385.04	2122.21	2122.21	2122.21	2122.21	主要财务比率					
其他非流动负债	811.48	955.90	955.90	955.90	955.90						
非流动负债合计	1196.52	3078.11	3078.11	3078.11	3078.11	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	15213.7	16276.6	17494.0	20462.5	23446.8	成长能力					
股本	18.52	18.52	1018.52	2018.52	3018.52	营收额增长率	20.5%	4.8%	15.6%	20.2%	17.3%
储备	11213.7	11480.5	10480.5	9480.55	8480.55	EBIT 增长率	4.9%	-0.2%	18.4%	9.2%	17.1%
留存收益	0.00	0.00	672.57	1418.89	2299.16	EBITDA 增长率	5.2%	4.7%	11.5%	7.5%	14.1%
归属于母公司股东	11232.2	11499.0	12171.6	12917.9	13798.2	税后利润增长率	7.2%	-1.7%	20.8%	11.0%	17.9%
归属于非控制持股	1141.39	1605.96	1658.01	1715.77	1783.89	盈利能力					
权益合计	12373.6	13105.0	13829.6	14633.7	15582.1	毛利率	15.7%	14.4%	15.4%	15.0%	15.2%
负债和权益合计	27587.4	29381.6	31323.6	35096.2	39028.9	净利率	4.9%	4.6%	4.8%	4.5%	4.5%
现金流量表						ROE	9.9%	9.5%	10.9%	11.4%	12.6%
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	ROA	4.0%	3.7%	4.2%	4.2%	4.5%
税后经营利润	889	958	1204	1480	1669	ROIC	13.2%	8.3%	10.7%	12.4%	14.2%
折旧与摊销	363	387	434	503	565	估值倍数					
财务费用	80	94	45	0	-1	P/E	11.77	11.98	9.86	8.88	7.53
其他经营资金	1228	342	-277	-296	-335	P/S	0.55	0.53	0.46	0.38	0.33
经营性现金净流	2561	1780	1406	1687	1899	P/B	1.17	1.14	1.08	1.01	0.95
投资性现金净流	-484	-2081	-994	-794	-794	股息率	4.2%	5.0%	5.0%	5.6%	6.6%
筹资性现金净流	-77	1980	-2795	-607	-674	EV/EBIT	-0.87	-0.20	2.76	5.66	7.47
现金流量净额	2000	1679	-2383	286	430	EV/EBITDA	-0.70	-0.16	2.23	4.65	6.31
						EV/NOPLAT	-1.31	-0.39	4.27	8.59	11.02

数据来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637