

运达股份 (300772.SZ)

强烈推荐 (维持)

在手订单创新高, 整机盈利有望改善

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: NA
当前股价: 19.08 元

2025 年上半年公司收入同增 26.27%至 108.94 亿元, 归母净利润同比下降 2.62%至 1.44 亿, 扣非归母净利润同比增长 128.59%至 1.28 亿; Q2 公司收入同比增长 41.19%至 68.84 亿元, 归母净利润同比增长 10.41%至 0.85 亿元, 扣非归母净利润同比增长 417.9%至 0.82 亿元。公司此前由第二梯队成长为第一梯队整机制造商, 预计 Q4 低价订单交付接近尾声, 公司整机业务盈利有望改善, 此外, 公司海外和海上业务也有较大进展。

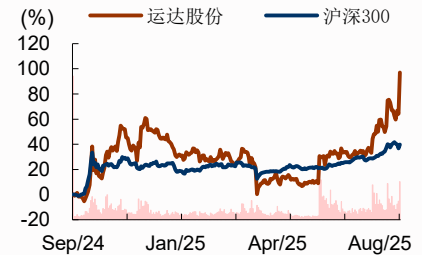
基础数据

总股本 (百万股)	787
已上市流通股 (百万股)	698
总市值 (十亿元)	15.0
流通市值 (十亿元)	13.3
每股净资产 (MRQ)	8.3
ROE (TTM)	7.1
资产负债率	84.8%
主要股东	浙江省机电集团有限公司
主要股东持股比例	46.5%

业绩简析。2025 年上半年公司收入同增 26.27%至 108.94 亿元, 归母净利润同比下降 2.62%至 1.44 亿, 扣非归母净利润同比增长 128.59%至 1.28 亿; Q2 公司收入同比增长 41.19%至 68.84 亿元, 归母净利润同比增长 10.41%至 0.85 亿元, 扣非归母净利润同比增长 417.9%至 0.82 亿元。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	46	48	92
相对表现	37	34	55



资料来源: 公司数据、招商证券

整机售价企稳, 毛利率较 2024 年略有提升。整机业务: 2025 年上半年公司整机交付量为 6.3GW, 销售单价约 1514 元/w, 较 2024 年下半年下降约 1% (降幅约 14 元/w), 其中 Q2 交付约 4GW, 上半年公司整机毛利率为 7.27%, 同比 2024 年上半年略有提升 (还原计提后), 较 2024 年全年提升约 1.19 个百分点。在交付均价变化不大的情况下, 公司整机业务毛利率略有提升主要是通过优化平台设计进行降本; 运营业务: 上半年累计权益并网容量约 1.2GW, 发电收入 2.24 亿元, 同比增长 31.08%。此外, 受 136 号文影响, 上半年无新增电站转让收入。

相关报告

- 《运达股份 (300772) 一整机盈利有所下降, 海外业务有望起量》2024-09-02
- 《运达股份 (300772) 一跻身一线梯队, 海外业务正在起量》2024-08-01

在手订单创历史新高, 盈利有望修复。2025 年上半年公司新增订单 11.974GW, 累计在手订单 45.867GW 创历史新高, 其中约 80%为 6MW 及以上订单。目前整机招标价格企稳略有回升, 预计公司 2025 年 Q4 低价订单交付接近尾声, 展望后续季度, 公司整机业务盈利有望修复。

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

海外与海上业务均有进展。此前国内整机制造商参与海外市场相对较少, 主要是因: a) 对海外各国电力市场了解相对较少。国内外电力市场有一定差别, 电价形成机制也不尽同, 海外运营商更加注重全生命周期度电成本, 而非初始价格; b) 参与海外市场竞争需具备海外运行业绩及可融资性评级 (初期, 金风科技通过自建风场实现)。海外市场进入周期长、壁垒更高, 经过长时间积累, 公司已于 2024 年收获海外订单约 3.06GW。此外, 2025 年公司中标深远海 0.5GW 订单。预计公司在海外、海上均持续取得进展。

投资建议: 预计公司 2025-2026 年归母净利润为 5.99、9.01 亿元, 对应 PE 为 25、17 倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 光伏装机增速下降、行业自律进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	18727	22198	30596	32207	34154
同比增长	8%	19%	38%	5%	6%
营业利润(百万元)	423	522	674	1018	1195
同比增长	-31%	23%	29%	51%	17%
归母净利润(百万元)	414	465	599	901	1055
同比增长	-33%	12%	29%	50%	17%
每股收益(元)	0.53	0.59	0.76	1.14	1.34
PE	36.3	32.3	25.1	16.7	14.2
PB	2.9	2.6	2.2	2.0	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 业绩摘要

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化 (%)	2024H1	2025H1	同比变化 (%)
营业收入	17383.89	18726.73	22198.11	18.54	8627.99	10894.34	26.27
营业成本	14294.96	16161.50	20200.33	24.99	7485.55	9918.63	32.50
毛利润	3088.93	2565.23	1997.79	-22.12	1142.44	975.71	-14.59
销售税金	60.73	62.38	68.53	9.85	25.49	33.90	33.01
毛利润(扣除销售税金)	3028.19	2502.84	1929.26	-22.92	1116.96	941.81	-15.68
销售费用	1433.99	1361.87	836.28	-38.59	712.48	455.27	-36.10
管理费用	118.70	148.38	155.61	4.87	65.18	91.90	40.99
经营利润	1475.51	992.59	937.37	-5.56	339.30	394.64	16.31
资产减值损失	-135.11	-291.53	-123.40	-57.67	-26.65	-29.20	9.58
财务费用	-4.95	-18.01	-10.80	-40.03	-4.10	-6.69	63.03
投资收益	47.98	51.44	71.04	38.10	37.10	54.99	48.23
资产处置收益	0.00	-0.40	0.49	-222.36	0.01	0.08	868.94
其他收益	137.43	228.90	194.30	-15.12	94.01	88.30	-6.08
营业外收入	4.60	6.13	5.67	-7.46	3.06	1.05	-65.65
营业外支出	7.75	6.30	6.41	1.77	3.37	2.98	-11.61
利润总额	606.10	422.47	521.15	23.36	160.74	152.05	-5.41
所得税	-11.19	6.05	52.97	775.18	12.58	6.39	-49.18
税后净利润	617.29	416.42	468.18	12.43	148.16	145.65	-1.69
少数股东损益	0.80	2.27	3.35	47.55	0.67	2.04	202.89
归母净利润	616.49	414.15	464.83	12.24	147.48	143.61	-2.62
非经常性损益	48.30	103.36	112.08	8.45	91.68	16.06	-82.49
扣非归母净利润	568.19	310.79	352.74	13.50	55.80	127.56	128.59

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 主要比率

(%)	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化 (%)	2024H1	2025H1	同比变化 (%)
毛利率	17.77	13.70	9.00	-4.70	13.24	8.96	-4.29
销售费用率	8.25	7.27	3.77	-3.50	8.26	4.18	-4.08
管理费用率	0.68	0.79	0.70	-0.09	0.76	0.84	0.09
财务费用率	-0.03	-0.10	-0.05	0.05	-0.05	-0.06	-0.01
经营利润率	8.49	5.30	4.22	-1.08	3.93	3.62	-0.31
所得税率	-1.85	1.43	10.16	8.73	7.83	4.21	-3.62
净利率	3.55	2.21	2.09	-0.12	1.71	1.32	-0.39
扣非净利率	3.27	1.66	1.59	-0.07	0.65	1.17	0.52

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 单季度收入

百万元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2 同比 (%)	25Q2 环比 (%)
营业收入	3752	4876	5301	8269	4010	6884	41	72
营业成本	3227	4258	4444	8271	3591	6328	49	76
销售费用	321	391	448	-324	207	249	-36	20
管理费用	37	28	40	51	45	47	70	6
财务费用	-8	4	-4	-2	-6	0	-106	-97

所得税	-6	19	7	34	10	-4	-120	-138
归母净利润	71	77	119	198	59	85	10	44.27

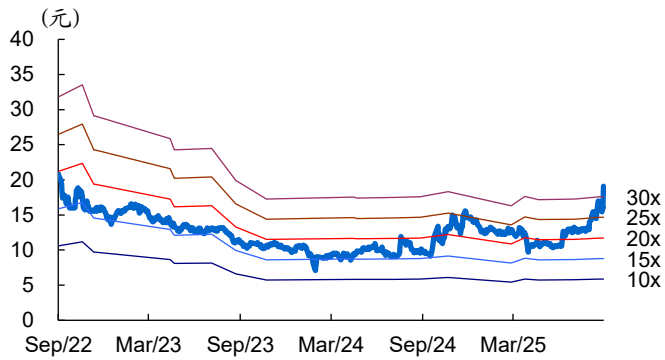
资料来源：公司公告、招商证券

表 4: 单季度财务比率

%	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q2 同比百分 点变化	25Q2 环比百 分点变化
毛利率	14.00	12.66	16.17	-0.02	10.47	8.07	-4.59	-2.39
销售费用率	8.56	8.02	8.44	-3.92	5.15	3.61	-4.41	-1.54
管理费用率	1.00	0.57	0.75	0.61	1.11	0.69	0.12	-0.42
财务费用率	-0.20	0.07	-0.08	-0.03	-0.16	0.00	-0.08	0.16
净利率	1.88	1.58	2.25	2.39	1.47	1.23	-0.34	-0.23

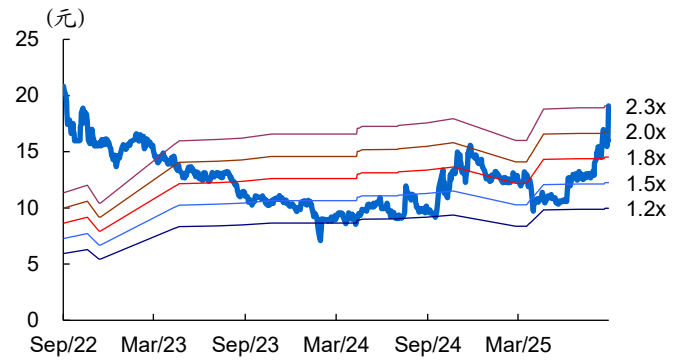
资料来源：公司公告、招商证券

图 1: 运达股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 运达股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、运达股份 (300772): 整机盈利有所下降, 海外业务有望起量 (2024.09.02)
- 2、运达股份 (300772): 跻身一线梯队, 海外业务正在起量 (2024.08.01)
- 3、运达股份 (300772): 整机毛利率环比继续提升, 新增订单再创历史新高 (2021.10.28)
- 4、运达股份 (300772): Q2 毛利率环比继续提升, 新增订单创历史新高 (2021.08.28)
- 5、运达股份 (300772): 技术积淀深厚, 有望进入整机第一梯队 (2021.07.21)

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	23291	25199	33975	35753	38185
现金	5335	6840	8720	9258	10128
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	7254	8738	12043	12678	13444
其它应收款	235	271	374	393	417
存货	7207	5997	8220	8571	9051
其他	3260	3353	4618	4854	5144
非流动资产	11166	13470	13950	14396	14810
长期股权投资	527	896	896	896	896
固定资产	2757	3310	3823	4298	4738
无形资产商誉	202	309	278	250	225
其他	7681	8955	8953	8952	8951
资产总计	34458	38669	47926	50150	52995
流动负债	25098	27788	35768	37264	39317
短期借款	246	1284	0	0	0
应付账款	18009	17570	24084	25110	26518
预收账款	5091	6861	9404	9805	10354
其他	1751	2074	2280	2349	2444
长期负债	4062	5076	5076	5076	5076
长期借款	1394	1877	1877	1877	1877
其他	2668	3199	3199	3199	3199
负债合计	29160	32864	40843	42340	44392
股本	702	702	787	787	787
资本公积金	2394	2418	3049	3049	3049
留存收益	2149	2558	3114	3835	4620
少数股东权益	52	128	133	139	147
归属于母公司所有者权益	5245	5677	6949	7671	8456
负债及权益合计	34458	38669	47926	50150	52995

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1769	2039	3185	1178	1601
净利润	416	468	603	907	1063
折旧摊销	170	216	276	310	342
财务费用	78	76	(15)	(15)	(15)
投资收益	(65)	(75)	(280)	(280)	(280)
营运资金变动	1279	1472	2601	256	492
其它	(109)	(118)	0	0	0
投资活动现金流	(2160)	(1872)	(476)	(476)	(476)
资本支出	(1598)	(1572)	(756)	(756)	(756)
其他投资	(563)	(301)	280	280	280
筹资活动现金流	184	1906	(829)	(165)	(255)
借款变动	(219)	1375	(1517)	0	0
普通股增加	0	(0)	85	0	0
资本公积增加	40	24	631	0	0
股利分配	(70)	(35)	(42)	(180)	(270)
其他	433	543	15	15	15
现金净增加额	(207)	2072	1880	538	870

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	18727	22198	30596	32207	34154
营业成本	16161	20200	27689	28869	30488
营业税金及附加	62	69	94	99	105
营业费用	1362	836	1224	1288	1366
管理费用	148	156	245	322	342
研发费用	553	606	765	805	854
财务费用	(18)	(11)	(15)	(15)	(15)
资产减值损失	(315)	(86)	(200)	(100)	(100)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	229	194	200	200	200
投资收益	51	71	80	80	80
营业利润	423	522	674	1018	1195
营业外收入	6	6	6	6	6
营业外支出	6	6	6	6	6
利润总额	422	521	673	1018	1194
所得税	6	53	70	110	131
少数股东损益	2	3	4	6	8
归属于母公司净利润	414	465	599	901	1055

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	8%	19%	38%	5%	6%
营业利润	-31%	23%	29%	51%	17%
归母净利润	-33%	12%	29%	50%	17%
获利能力					
毛利率	13.7%	9.0%	9.5%	10.4%	10.7%
净利率	2.2%	2.1%	2.0%	2.8%	3.1%
ROE	8.2%	8.5%	9.5%	12.3%	13.1%
ROIC	5.5%	5.4%	6.4%	9.5%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	84.6%	85.0%	85.2%	84.4%	83.8%
净负债比率	6.1%	8.8%	3.9%	3.7%	3.5%
流动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.5	3.1	3.9	3.4	3.5
应收账款周转率	2.7	2.8	2.9	2.6	2.6
应付账款周转率	1.0	1.1	1.3	1.2	1.2
每股资料(元)					
EPS	0.53	0.59	0.76	1.14	1.34
每股经营净现金	2.25	2.59	4.05	1.50	2.04
每股净资产	6.67	7.22	8.83	9.75	10.75
每股股利	0.04	0.05	0.23	0.34	0.40
估值比率					
PE	36.3	32.3	25.1	16.7	14.2
PB	2.9	2.6	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	83.7	66.3	50.6	36.0	31.1

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。