

2025 年半年报点评：业绩承压，Q3 有望迎来修复

核心观点

天顺风能发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 21.89 亿元，同比下降 3.08%，实现归母净利润 0.54 亿元，同比下降 75.08%，实现扣非归母净利润 0.52 亿元，同比下降 77.82%。公司二季度盈利承压，主要是制造端盈利承压，陆风塔筒、海工、叶片毛利率均明显下降，主要原因在于产能利用率不足，导致单位产品分摊的固定成本相应增加；发电业务盈利稳定。2025H1 公司综合毛利率为 20.87%，同比下降 5.86pct；Q2 单季度毛利率 19%，同比环比均下降 4.5pct；主要来自制造板块盈利能力的大幅下滑。产能方面，公司广东阳江基地进入投产冲刺阶段，射阳二期扩建启动。

事件

天顺风能发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 21.89 亿元，同比下降 3.08%，实现归母净利润 0.54 亿元，同比下降 75.08%，实现扣非归母净利润 0.52 亿元，同比下降 77.82%。2025Q2 单季度公司实现营业收入 12.63 亿元，同比增长 4.82%，环比增长 36.40%，实现归母净利润 0.18 亿元，同比下降 73.11%，环比下降 49.01%，实现扣非归母净利润 0.21 亿元，同比下降 74.70%，环比下降 30.35%。

点评

公司二季度盈利承压，主要是制造端盈利承压，陆风塔筒、海工、叶片毛利率均明显下降，主要原因在于产能利用率不足，导致单位产品分摊的固定成本相应增加；发电业务盈利稳定。2025H1 公司综合毛利率为 20.87%，同比下降 5.86pct；Q2 单季度毛利率 19%，同比环比均下降 4.5pct；主要来自制造板块盈利能力的大幅下滑。

2025H1 海工类产品实现收入 2.07 亿元，同比增长 124.40%，受产能利用率不足等因素影响，该业务毛利率为-3.94%，同比下降 13.98 个百分点，仍处于亏损状态。

天顺风能 (002531.SZ)

下调

增持

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100008

SFC 编号:BTM546

陈思同

chensitong@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522080006

发布日期：2025 年 09 月 09 日

当前股价：7.72 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-4.96/-10.38	3.40/-6.38	-23.43/-48.29
12 月最高/最低价 (元)			9.80/6.34
总股本 (万股)			179,687.87
流通 A 股 (万股)			178,686.61
总市值 (亿元)			122.73
流通市值 (亿元)			122.04
近 3 月日均成交量 (万)			1972.91
主要股东			
上海天神投资管理有限公司			29.52%

股价表现



为平衡风电波动，公司利用通州湾基地优势，拓展海洋油气平台、特种船舶等高附加值业务，以期提升产能利用率和盈利稳定性。目前公司相关项目三峡青洲五、七，中广核帆石一等项目进入交付期。

陆上装备业务包含陆上塔筒及叶片业务，叶片毛利率降幅最为明显。风塔及相关产品上半年实现收入 8.10 亿元，同比增长 33.10%，但毛利率下降至 3.89%，同比下降 4.32pct；叶片类产品收入 3.64 亿元，同比大幅下滑 53.82%；毛利率为-14.04%，同比下降 24.16pct。

发电业务：2025H1 发电业务收入 6.93 亿元，同比增长 4.67%，毛利率维持在 65.53% 的高位，同比基本持平。公司累计在运风电场 1583.8MW；此外，公司已获取 1180MW 风电项目指标，正在同步建设 6 个风电场和 4 个储能站，其中河南濮阳 200MW 项目预计年内并网。

产能方面，公司广东阳江基地进入投产冲刺阶段，射阳二期扩建启动。

公司 2025H1 在建工程为 13.25 亿元，较 2024 年末新增在建工程 8.07 亿元，主要系公司濮阳天业风电场、京山风电场以及阳江海工基地、德国海工基地本期投入增加所致，相关产能建设仍在推进。

盈利预测与估值：我们预计公司 2025、2026、2027 年实现营业收入分别为 59.4、57.7、69.7 亿元，实现归母净利润分别为 3.4、7.1、10.1 亿元，对应 PE 估值分别为 40.6、19.5、13.7 倍，给予“增持”评级。

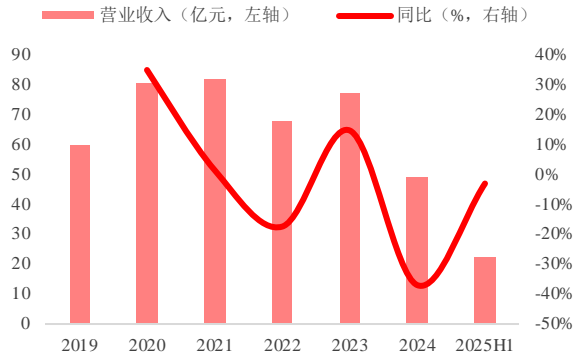
目录

一、营收&盈利情况.....	3
二、公司财务情况.....	4
风险分析.....	10

一、营收&盈利情况

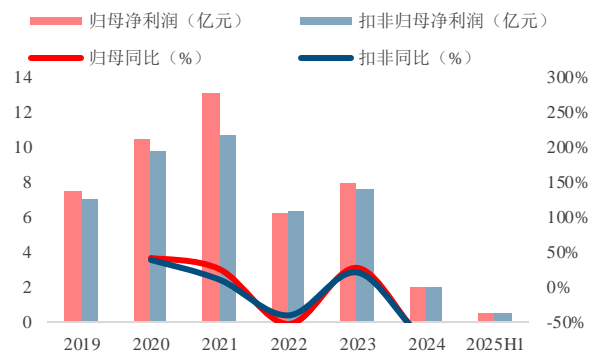
营收&盈利情况：2025H1 实现营收 21.89 亿元，同比-3.08%；归母净利润 0.54 亿元，同比-75.08%；扣非后归母净利润 0.52 亿元，同比-77.82%。

图表1： 2025H1 营收 21.89 亿元，同比-3.08%



数据来源：公司公告，中信建投

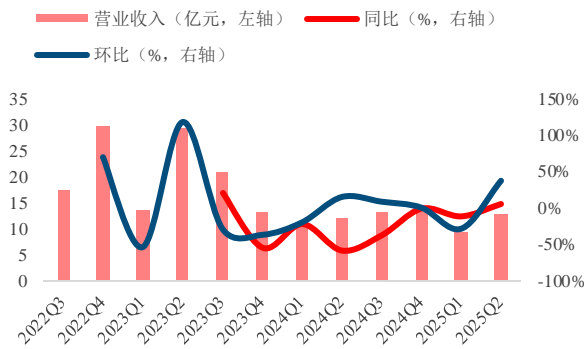
图表2： 2025H1 归母净利润 0.54 亿元，同比-75.08%



数据来源：公司公告，中信建投

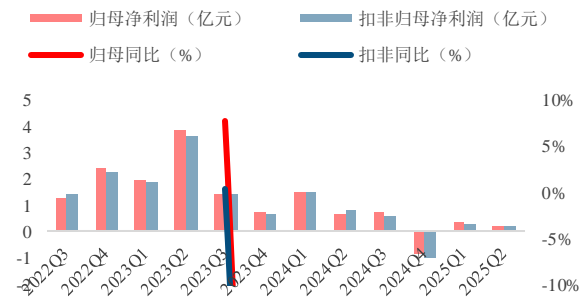
分季度：分季度来看，2025Q2 实现营收 12.63 亿元，同比+4.82%，环比+36.40%；归母净利润 0.18 亿元，同比-73.11%，环比-49.01%；扣非后归母净利润 0.21 亿元，同比-74.70%，环比-30.35%。

图表3： 2025Q2 营收 12.63 亿元，同比+4.82%，环比+36.40%



数据来源：公司公告，中信建投

图表4： 2025Q2 实现归母净利润/扣非归母净利润 0.18/0.21 亿元，同比-73.11%/-74.70%

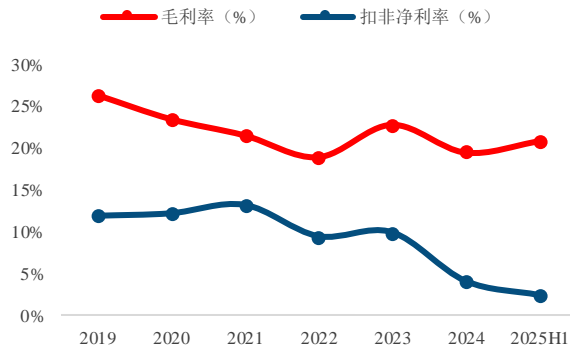


数据来源：公司公告，中信建投

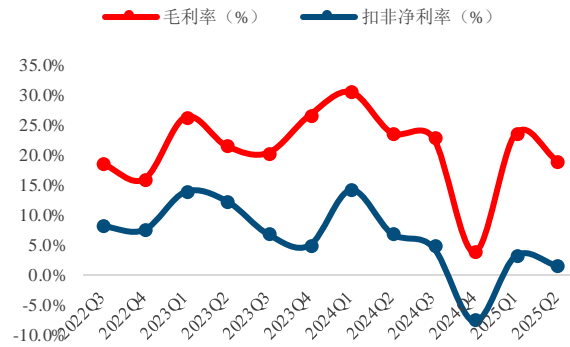
分产品：分产品来看，公司 2025H1 风电陆上装备营收 11.74 亿元，同比-15.92%，毛利率-1.66%，同比-10.95pct；风电海工装备营收 2.07 亿元，同比+124.40%，毛利率-3.94%，同比-13.98pct；发电业务营收 6.93 亿元，同比+4.67%，毛利率 65.53%，同比-1.07pct。

分地区：分地区来看，公司 2025H1 境内地区营收 21.15 亿元，同比-1.28%，营收占比 96.60%，同比+1.76pct；境外地区营收 0.74 亿元，同比-36.10%，营收占比 3.40%，同比-1.76pct。

毛利率：公司 2025H1 毛利率 20.87%，同比-5.87pct；归母净利率 2.46%，同比-7.10pct；扣非净利率 5.21%，同比-4.36pct。其中 2025Q2 公司毛利率 18.95%，同比-4.58pct，环比-4.53pct；归母净利率 1.44%，同比-4.17pct，环比-2.41pct；扣非净利率 3.51%，同比-2.07pct，环比-4.00pct。

图表5： 2025H1 毛利率/扣非净利率 20.87%/5.21%


数据来源：公司公告，中信建投

图表6： 2025Q2 毛利率/扣非净利率环比-4.53pct/-4.00pct


数据来源：公司公告，中信建投

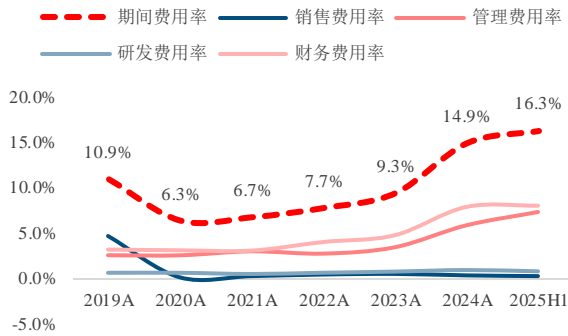
各产品毛利率：公司 2025H1 风电陆上装备毛利率-1.66%，同比-10.95pct；风电海工装备毛利率-3.94%，同比-13.98pct；发电业务毛利率 65.53%，同比-1.07pct。

境内外毛利率：分地区来看，公司 2025H1 境内地区毛利率 20.78%，同比-6.58pct；境外地区毛利率 23.34%，同比+8.16pct，较境内毛利率高 2.56pct。公司德国海工生产基地建设稳步推进，为拓展欧洲市场提供支持。

二、公司财务情况

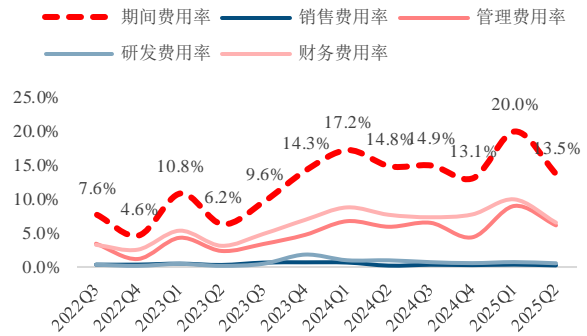
费用：公司 2025H1 期间费用率 16.27%，同比+0.32pct，其中 2025Q2 期间费用率 13.54%，同比-1.29pct，环比-6.45pct。经拆分，公司 2025H1 销售费用 0.07 亿元，销售费用率 0.32%，同比-0.15pct，其中 2025Q2 销售费用 0.03 亿元，销售费用率 0.26%，同比+0.04pct，环比-0.14pct；公司 2025H1 管理费用 1.60 亿元，管理费用率 7.29%，同比+1.01pct，其中 2025Q2 管理费用 0.77 亿元，管理费用率 6.11%，同比+0.20pct，环比-2.79pct；公司 2025H1 研发费用 0.16 亿元，研发费用率 0.72%，同比-0.33pct，其中 2025Q2 研发费用 0.08 亿元，研发费用率 0.65%，同比-0.39pct，环比-0.16pct；公司 2025H1 财务费用 1.74 亿元，财务费用率 7.94%，同比-0.21pct，其中 2025Q2 财务费用 0.82 亿元，财务费用率 6.52%，同比-1.13pct，环比-3.36pct。

图表7： 2025H1 期间费用率 16.27%， 同比+0.32pct



数据来源：公司公告，中信建投

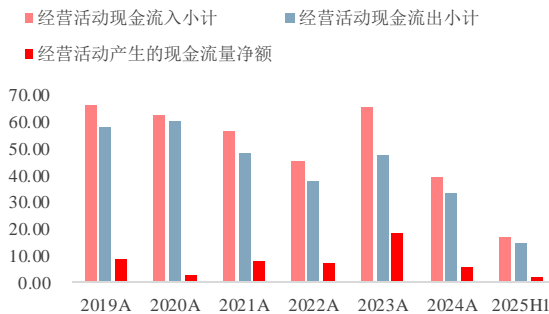
图表8： 2025Q2 期间费用率 13.54%， 同比-1.29pct



数据来源：公司公告，中信建投

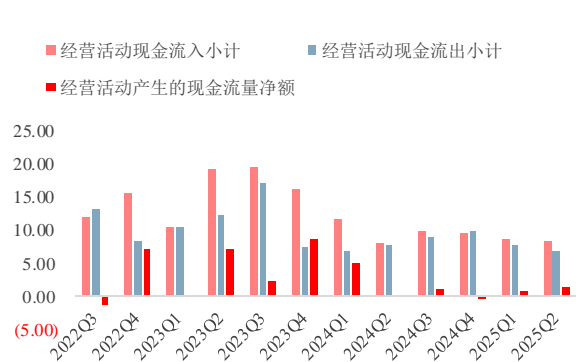
现金流：公司 2025H1 经营性现金流入 16.86 亿元，其中 2025Q2 经营性现金流入 8.26 亿元。公司 2025H1 经营性现金流量净额 2.14 亿元，同比-59.14%，其中 2025Q2 经营性现金流量净额 1.37 亿元，同比+481.70%。

图表9： 2025H1 经营性现金净流入 2.14 亿元，收现比 73.1%、净现比 187.6%



数据来源：公司公告，中信建投

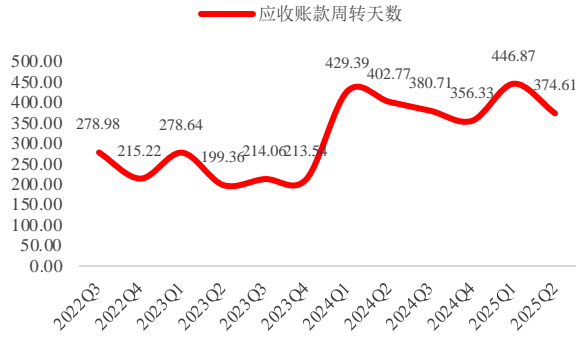
图表10： 2025Q2 经营性现金净流入 1.37 亿元，收现比 62.5%、净现比 308.1%



数据来源：公司公告，中信建投

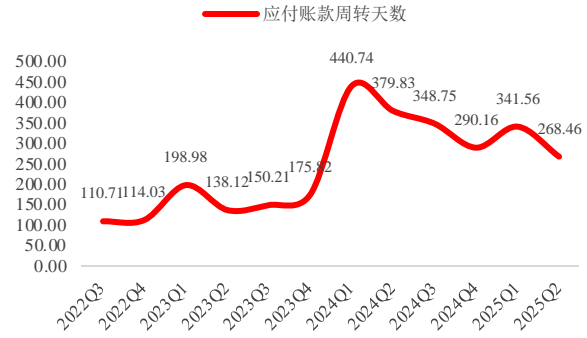
营运能力：公司 2025Q2 应收账款周转天数 374.61 天。

图表11: 2025Q2 公司应收账款周转天数 374.61 天, 环比-72.3 天



数据来源: Wind, 中信建投

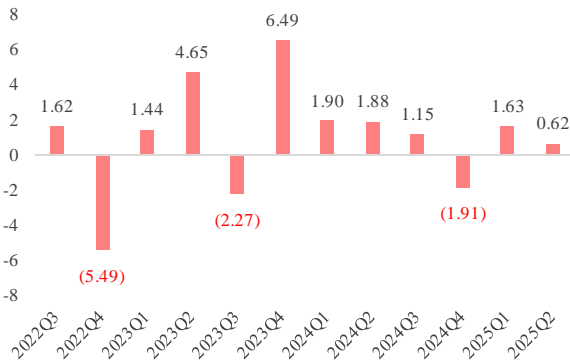
图表12: 2025Q2 公司应付账款周转天数 268.46 天, 环比-73.1 天



数据来源: Wind, 中信建投

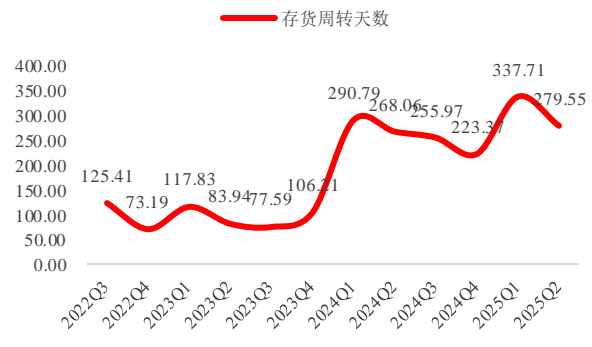
存货: 公司 2025Q2 存货 28.03 亿元, 较 2025Q1 增加 0.62 亿元; 2025Q2 存货周转天数 279.5 天, 较 2025Q1 环比下降 58.2 天。2025H1 公司库存原材料为 4.48 亿元, 较期初减少 1.20 亿元; 在产品为 12.87 亿元, 较期初增加 0.99 亿元; 库存商品为 10.68 亿元, 较期初增加 2.45 亿元。

图表13: 2025Q2 公司存货 28.03 亿元, 环比上升 0.62 亿元



数据来源: Wind, 中信建投

图表14: 2025Q2 公司存货周转天数 279.5 天, 环比-58.2 天

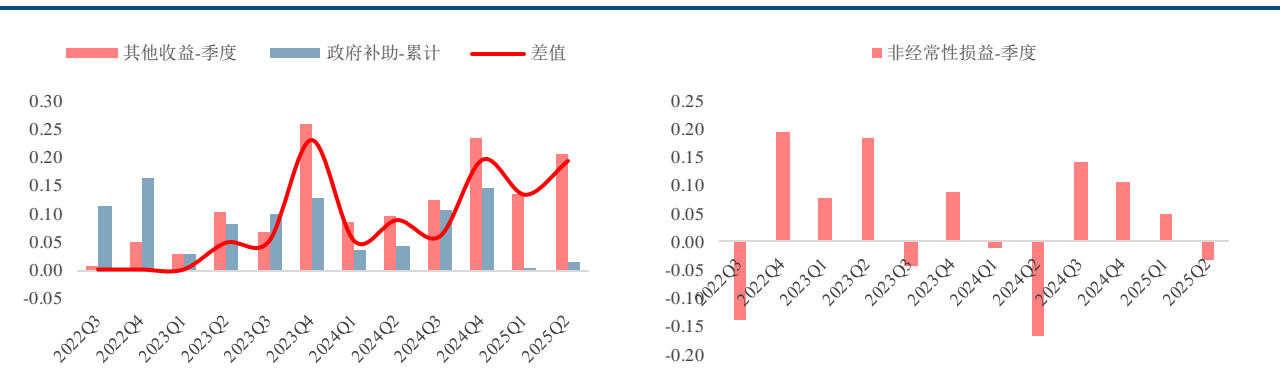


数据来源: Wind, 中信建投

其他收益: 公司 2025H1 其他收益共 0.34 亿元, 同比增加 0.16 亿元, 其中公司 2025Q2 其他收益为 0.20 亿元。公司 2025H1 非经常性损益 0.02 亿元, 同比增加 111.25%, 其中 2025Q2 非经常性损益-0.03 亿元。

图表15: 2025Q2 其他收益 0.20 亿元, 其中政府补助 0.01 亿元

图表16: 2025Q2 非经常损益-0.03 亿元



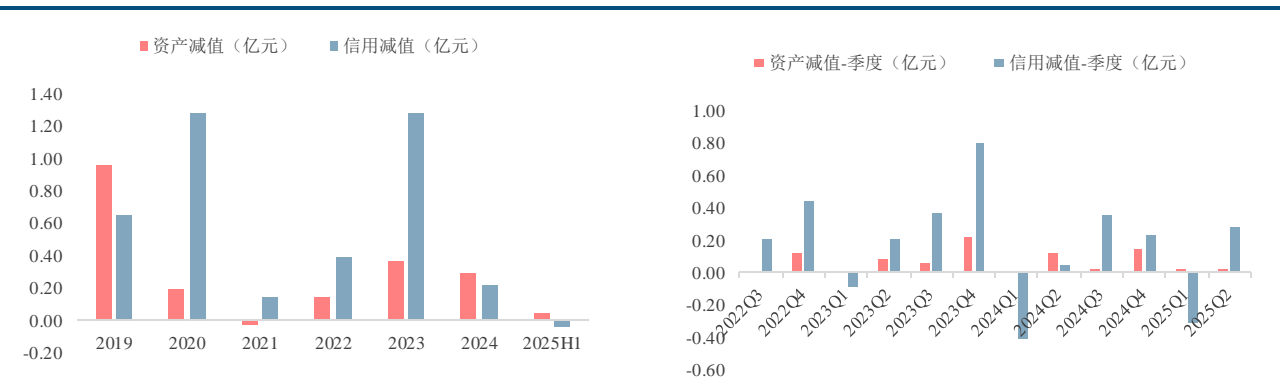
数据来源: 公司公告, 中信建投

数据来源: 公司公告, 中信建投

减值损失: 公司 2025H1 共计提资产减值损失 0.05 亿元, 同比减少 0.07 亿元, 其中 2025Q2 计提资产减值损失 0.03 亿元, 同比减少 0.10 亿元, 环比持平。公司 2025H1 共计提信用减值损失 0.04 亿元, 同比增加 0.40 亿元, 其中 2025Q2 计提信用减值损失 0.35 亿元, 同比增加 0.31 亿元, 环比增加 0.67 亿元。

图表17: 2025H1 计提资产/信用减值损失 0.05/0.04 亿元

图表18: 2025Q2 计提资产/信用减值损失 0.03/0.35 亿元

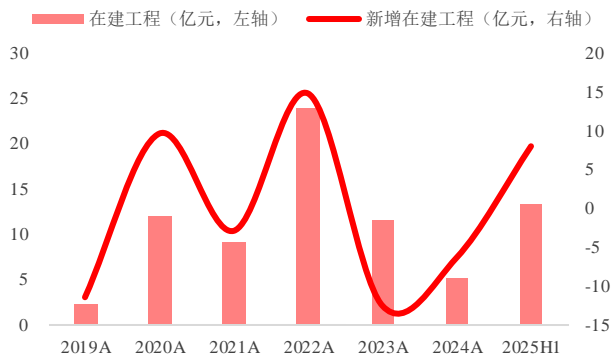


数据来源: 公司公告, 中信建投

数据来源: 公司公告, 中信建投

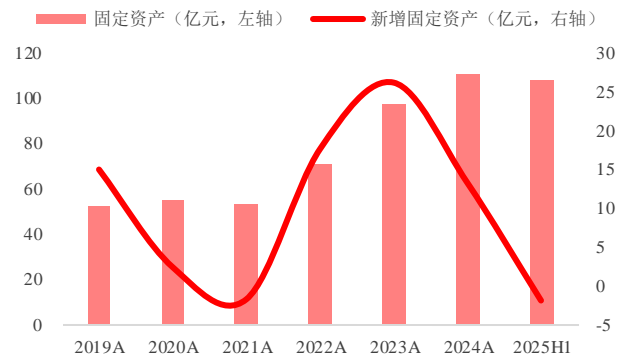
在建工程: 公司 2025H1 在建工程为 13.25 亿元, 较 2024 年末新增在建工程 8.07 亿元。公司 2025H1 固定资产为 108.57 亿元, 较 2024 年末减少固定资产 1.86 亿元。

图表19： 2025H1 在建工程 13.25 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

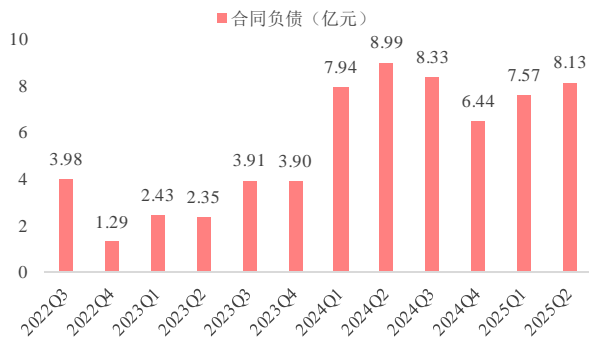
图表20： 2025H1 固定资产 108.57 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

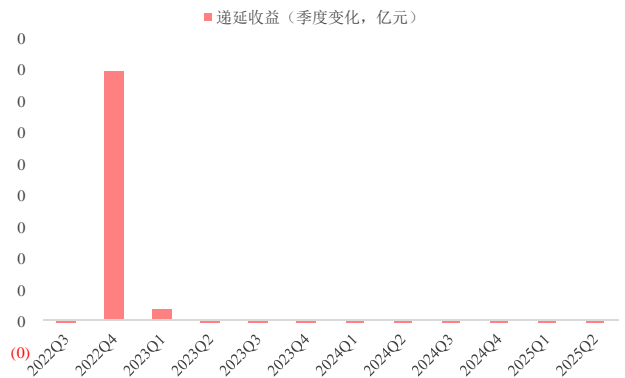
负债：公司 2025H1 合同负债为 8.13 亿元，较 2024 年末新增合同负债 1.69 亿元。

图表21： 2025H1 合同负债 8.13 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

图表22： 2025H1 递延收益 0.09 亿元



数据来源：公司公告，中信建投

盈利预测与建议：我们预计公司 2025、2026、2027 年实现营业收入分别为 59.4、57.7、69.7 亿元，实现归母净利润分别为 3.4、7.1、10.1 亿元，对应 PE 估值分别为 40.6、19.5、13.7 倍，给予“增持”评级。

图、公司分业务盈利预测

业务	项目	单位	2025 年 E	2026 年 E	2027E
陆上风电	收入	亿元	19.6	6.7	6.7
	净利润	亿元	-0.1	-0.2	-0.2
海上风电	收入	亿元	17.1	30.0	40.0
	净利润	亿元	1.4	3.6	5.2
叶片	收入	亿元	10.0	5.0	5.0
	净利润	亿元	-1.2	-0.5	-0.5
电站及其他	收入	亿元	12.7	16.0	18.0
	净利润	亿元	3.3	4.2	5.5
合计	收入	亿元	59.4	57.7	69.7
	归母净利润	亿元	3.4	7.1	10.1

资料来源：公司公告，中信建投

风险分析

- 1、风电规划政策推动不及预期；
- 2、风电项目推动不及预期：风电项目建设体量、建设进度不及预期将影响行业大规模发展；
- 3、行业竞争加剧导致环节盈利能力受损：风电行业整体竞争比较激烈，若行业竞争加剧，进一步激烈的价格战将导致行业内企业盈利受损；
- 4、行业降本不及预期：风电大规模发展还需要依赖上游各零部件降本，上游降本不及预期将影响风电大规模推广发展；
- 5、原材料价格波动风险：风电上游原材料主要为钢材等，钢材等价格的大幅波动可能对相应企业盈利稳定性造成影响。

分析师介绍

朱玥

中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，8 年证券行业研究经验，曾就职于兴业证券、方正证券，《财经》杂志，专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，在 2019 至 2022 年期间带领团队多次在新财富、金麒麟，水晶球等行业权威评选中名列前茅。

陈思同

中信建投证券电力设备及新能源分析师，西南财经大学金融学硕士，研究方向为光伏、风电。

2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk