

运达股份（300772.SZ）——2025年中报点评

上半年收入同比增长26%，风机销售毛利率显著改善

优于大市

核心观点

2025年上半年业绩1.4亿元，同比-3%。2025年上半年，公司实现营业收入108.9亿元，同比+26%；归母净利润1.4亿元，同比-3%；扣非归母净利润1.3亿元，同比+129%；综合毛利率9.0%，同比-0.4pct；净利率1.3%，同比-0.4pct。单季度来看，2025年第二季度公司实现营业收入68.8亿元，同比+41%，环比+72%；归母净利润0.8亿元，同比+10%，环比+44%；扣非归母净利润0.8亿元，同比+418%，环比+81%；综合毛利率8.1%，同比-1.0pct，环比-2.4pct；净利率1.3%，同比-0.3pct，环比-0.2pct。

风机销售毛利率显著改善。2025年上半年风机销售/发电业务/新能源EPC分布实现收入95.4/2.2/6.9亿元，同比+47%/+31%/-6%；毛利率分别为7.3%/61.1%/6.8%，同比+2.2/+5.0/+4.2pct，受益于风机大型化趋势及技术优化降本，公司风机销售毛利率明显提高。从公开数据来看，今年上半年风机中标价格呈现上涨趋势，上半年国内陆风风机中标均价同比+7%，随着风机价格逐步修复，海风及风机出口占比提高，风机销售毛利率预计将持续改善。

风机销量快速增长。2025年上半年公司对外销售风机6.3GW，同比+56%；销售均价1513元/KW，同比-87元/KW，主要原因系风机大型化趋势以及前期低价订单交付；单位毛利110元/KW，同比+28元/KW，主要受益于毛利率改善。从订单来看，2025年上半年公司新增订单12.0GW，同比-16%，同期国内新增招标量71.9GW，同比+9%，市场份额略有下降；截至第二季度末，公司累计在手订单45.9GW，同比+34%，相当于2025年风机出货预期的280%。

电站业务稳步推进。公司稳步推进自有新能源电站项目建设进度，不断优化自有电站运营管理体系。2025年上半年公司新增并网装机容量约200MW，受“136号文”影响，上半年暂无风电场转让；截至第二季度末累计权益并网装机容量1.2GW。新能源工程总承包业务方面，公司向内加强与其他业务的协同联动，向外持续引进战略合作伙伴、深化重点客户合作，并通过加强融资单位的合作为客户提供一站式服务。

风险提示：电站开发节奏不及预期；市场竞争加剧；原材料价格上涨。

投资建议：下调盈利预测，新增2027年盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到“136号文”导致2025-2026年风电场转让节奏放缓，我们下调2025-2026年盈利预测至4.7/7.7亿元（原预测为7.4/10.4亿元），新增2027年盈利预测11.5亿元，同比+1%/+64%/+50%。当前股价对应PE为29.8/18.2/12.2倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,727	22,198	30,572	32,626	37,847
(+/-%)	7.7%	18.5%	37.7%	6.7%	16.0%
净利润(百万元)	414	465	468	766	1146
(+/-%)	-32.8%	12.2%	0.7%	63.7%	49.5%
每股收益(元)	1.08	0.66	0.59	0.97	1.46
EBIT Margin	2.3%	1.5%	1.0%	2.3%	3.2%
净资产收益率(ROE)	8.1%	8.4%	7.8%	11.5%	15.2%
市盈率(PE)	16.4	26.8	29.8	18.2	12.2
EV/EBITDA	59.2	83.5	94.1	51.5	37.5
市净率(PB)	1.28	2.15	2.21	1.98	1.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：袁阳

0755-22940078

yuanyang2@guosen.com.cn

S0980524030002

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.75元
总市值/流通市值	13967/12386百万元
52周最高价/最低价	19.64/9.12元
近3个月日均成交额	453.82百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《运达股份（300772.SZ）-订单稳健增长，“两海战略”初见成效》——2024-06-24

业绩回顾

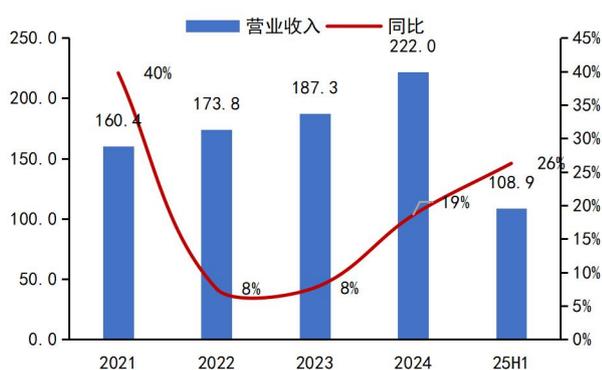
2025 年上半年，公司实现营业收入 108.9 亿元，同比+26%；归母净利润 1.4 亿元，同比-3%；扣非归母净利润 1.3 亿元，同比+129%；综合毛利率 9.0%，同比-0.4pct（经追溯调整，下同）；净利率 1.3%，同比-0.4pct。

单季度来看，2025 年第二季度公司实现营业收入 68.8 亿元，同比+41%，环比+72%；归母净利润 0.8 亿元，同比+10%，环比+44%；扣非归母净利润 0.8 亿元，同比+418%，环比+81%；综合毛利率 8.1%，同比-1.0pct，环比-2.4pct；净利率 1.3%，同比-0.3pct，环比-0.2pct。

从期间费用来看，2025 年上半年公司销售/管理/研发费用率分别为 4.2%/0.8%/2.4%，同比-0.2/+0.1/-0.2pct，费用率水平相对稳定。截至第二季度末，公司归母所有者权益与带息债务的比值为 1.68，高于去年同期的 1.62，财务状况保持稳健。

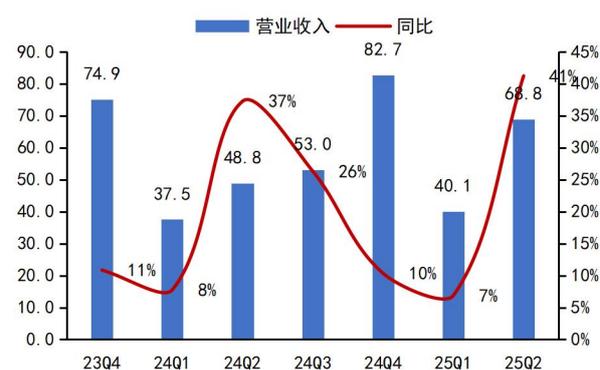
2025 年上半年，公司实现投资收益 0.55 亿元，同比+48%；计提减值损失 1.25 亿元，同比+50%。

图1：公司营业收入及同比增速（亿元、%）



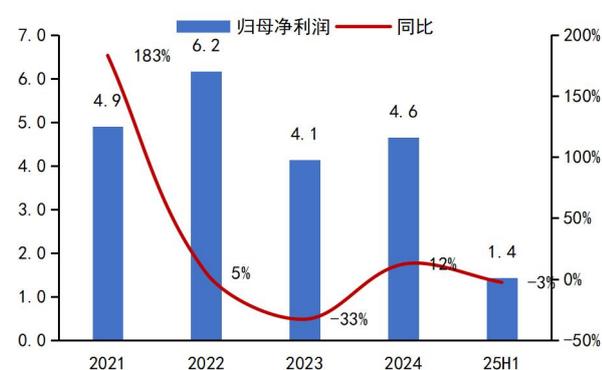
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



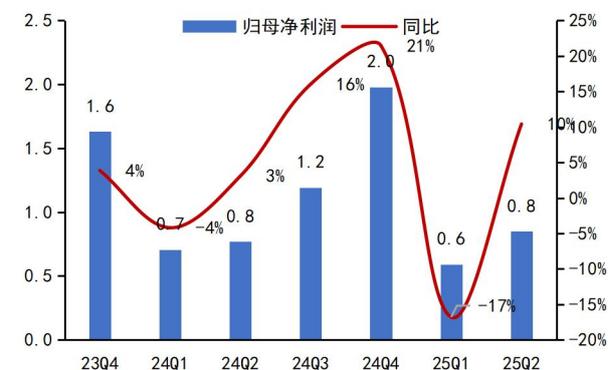
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及同比增速（亿元、%）



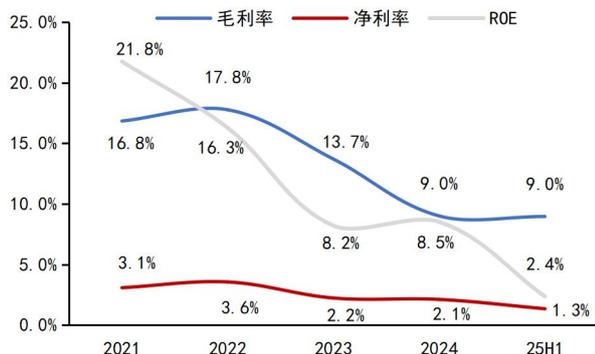
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）



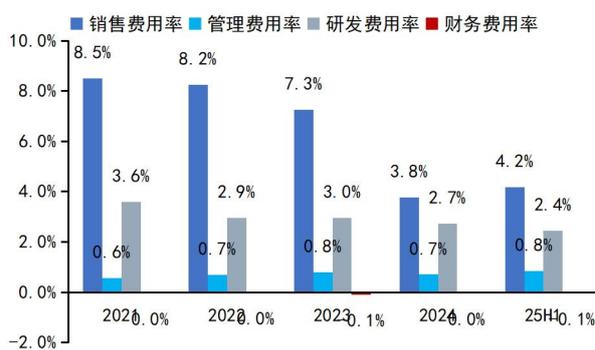
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率及 ROE (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率 (%)

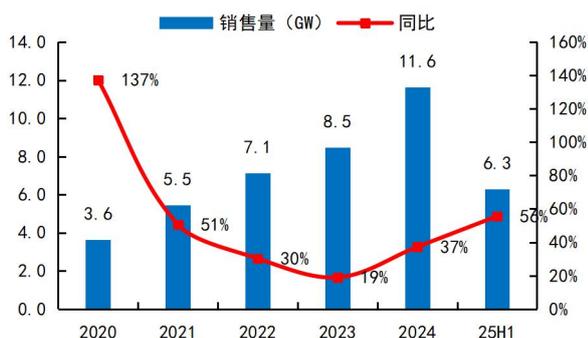


资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

风机销售毛利率显著改善。2025 年上半年风机销售/发电业务/新能源 EPC 分布实现收入 95.4/2.2/6.9 亿元, 同比+47%/+31%/-6%; 毛利率分别为 7.3%/61.1%/6.8%, 同比+2.2/+5.0/+4.2pct, 受益于风机大型化趋势及技术优化降本, 公司风机销售毛利率明显提高。从公开数据来看, 今年上半年风机中标价格呈现上涨趋势, 上半年国内陆风风机中标均价同比+7%, 随着风机价格逐步修复, 风机销售毛利率预计将持续改善。

风机销量快速增长。2025 年上半年公司对外销售风机 6.3GW, 同比+56%; 销售均价 1513 元/KW, 同比-87 元/KW; 单位毛利 110 元/KW, 同比+28 元/KW。从订单来看, 2025 年上半年公司新增订单 12.0GW, 同比-16%, 同期国内新增招标量 71.9GW, 同比+9%, 市场份额略有下降; 截至第二季度末, 公司累计在手订单 45.9GW, 同比+34%, 相当于 2025 年风机出货预期的 280%。

图7: 风机对外销售容量及同比 (GW、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 风机销售均价及毛利率 (元/KW、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 2024 年开始质保金从销售费用计入营业成本

电站业务稳步推进。公司稳步推进自有新能源电站项目建设进度, 不断优化自有电站运营管理体系。2025 年上半年公司新增并网装机容量约 200MW, 受“136 号文”影响, 上半年暂无风电场转让; 截至第二季度末累计权益并网装机容量 1.2GW。新能源工程总承包业务方面, 公司向内加强与其他业务的协同联动, 向外持续引进战略合作伙伴、深化重点客户合作, 并通过加强融资单位的合作为客户提供一站式服务。

7月11日，公司公告称，计划投资建设察右前旗（兴和县）28万千瓦工业园区绿色供电项目（兴和县部分），项目规划容量190MW，拟安装19台10MW机组，投资总额11.9亿元。绿电直连有助于解决新能源消纳问题，助力工业企业的绿电认证以及进一步降低用电成本，为新能源市场打开长期发展空间。

投资建议

考虑到“136号文”导致2025-2026年风电场转让节奏放缓，我们下调2025-2026年盈利预测至4.7/7.7亿元（原预测为7.4/10.4亿元），新增2027年盈利预测11.5亿元，同比+1%/+64%/+50%。当前股价对应PE为29.8/18.2/12.2倍，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,727	22,198	30,572	32,626	37,847
同比	7.7%	18.5%	37.7%	6.7%	16.0%
净利润(百万元)	414	465	468	766	1146
同比	-32.8%	12.2%	0.7%	63.7%	49.5%
每股收益(元)	1.08	0.66	0.59	0.97	1.46
EBIT Margin	2.3%	1.5%	1.0%	2.3%	3.2%
净资产收益率(ROE)	8.1%	8.4%	7.8%	11.5%	15.2%
市盈率(PE)	16.4	26.8	29.8	18.2	12.2
EV/EBITDA	59.2	83.5	94.1	51.5	37.5
市净率(PB)	1.28	2.15	2.21	1.98	1.72

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

风险提示

电站开发节奏不及预期；整机行业市场竞争加剧；原材料价格上涨。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5335	6840	5000	5000	5000	营业收入	18727	22198	30572	32626	37847
应收款项	7254	8738	10889	11620	13480	营业成本	16161	20200	28028	29483	33859
存货净额	7207	5997	7538	8939	10369	营业税金及附加	62	69	92	98	114
其他流动资产	2119	1839	2382	2359	2709	销售费用	1362	836	1162	1240	1438
流动资产合计	23291	25199	28293	30527	34556	管理费用	148	156	265	282	323
固定资产	4488	5155	5392	5532	4452	研发费用	553	606	734	783	908
无形资产及其他	202	309	488	668	847	财务费用	(18)	(11)	(37)	(35)	(45)
投资性房地产	5950	7110	8560	9135	10597	投资收益	51	71	140	140	140
长期股权投资	527	896	896	896	896	资产减值及公允价值变动	(315)	(87)	(160)	(270)	(300)
资产总计	34458	38669	43631	46758	51349	其他收入	543	281	381	491	521
短期借款及交易性金融负债	707	1517	6009	6600	5294	营业利润	423	522	529	866	1310
应付款项	18009	17570	18276	19201	22066	营业外净收支	(0)	(1)	0	0	0
其他流动负债	1290	1840	2190	2303	2647	利润总额	422	521	529	866	1310
流动负债合计	25098	27788	32896	34956	37955	所得税费用	6	53	58	95	157
长期借款及应付债券	1394	1877	2077	2277	2427	少数股东损益	2	3	3	4	7
其他长期负债	2668	3199	2336	2480	2845	归属于母公司净利润	414	465	468	766	1146
长期负债合计	4062	5076	4413	4756	5272	现金流量表 (百万元)					
负债合计	29160	32864	37309	39712	43227	净利润	414	465	468	766	1146
少数股东权益	52	128	131	135	142	资产减值准备	268	160	(40)	30	100
股东权益	5245	5677	6191	6911	7980	折旧摊销	167	211	233	281	300
负债和股东权益总计	34458	38669	43631	46758	51349	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(18)	(11)	(37)	(35)	(45)
每股收益	1.08	0.66	0.59	0.97	1.46	营运资本变动	1359	1478	(4318)	(765)	277
每股红利	0.09	0.06	0.06	0.10	0.15	其它	(440)	(275)	(998)	(57)	87
每股净资产	13.83	8.27	8.03	8.95	10.32	经营活动现金流	1769	2039	(4654)	256	1910
ROIC	6%	3%	2%	5%	7%	资本开支	(1598)	(1572)	(650)	(600)	600
ROE	8%	8%	8%	12%	15%	其它投资现金流	(563)	(301)	(1310)	(435)	(1322)
毛利率	14%	9%	8%	10%	11%	投资活动现金流	(2160)	(1872)	(1960)	(1035)	(722)
EBIT Margin	2%	1%	1%	2%	3%	权益性融资	47	2	85	0	0
EBITDA Margin	3%	2%	2%	3%	4%	负债净变化	189	2006	4692	791	(1157)
收入增长	8%	19%	38%	7%	16%	支付股利、利息	(70)	(113)	(39)	(47)	(77)
净利润增长率	-33%	12%	1%	64%	50%	其它融资现金流	18	11	37	35	45
资产负债率	85%	85%	86%	85%	84%	融资活动现金流	184	1906	4775	779	(1188)
股息率	1.0%	0.5%	0.3%	0.3%	0.5%	现金净变动	(207)	2072	(1840)	0	0
P/E	16.42	26.80	29.84	18.23	12.19	货币资金的期初余额	6301	5335	6840	5000	5000
P/B	1.28	2.15	2.21	1.98	1.72	货币资金的期末余额	5335	6840	5000	5000	5000
EV/EBITDA	59.23	83.54	94.06	51.51	37.51	企业自由现金流	362	415	(4457)	(406)	2255
						权益自由现金流	569	2431	268	416	1138

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032