

现金流大幅改善，综合能源进入业绩释放期

—— 九洲集团 2025 三季报点评

2025 年 10 月 29 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 9.47 亿元，同比-2.75%，实现归母净利 0.43 亿元（扣非 0.48 亿元），同比-41.09%（扣非同比+170.88%）。25Q3 单季度实现营收 2.61 亿元，同比+12.77%，实现归母净利 30.23 万元（扣非 492.37 万元），同比+104.38%（扣非同比+159.36%）。
- 国补收回现金流大幅改善。**报告期，公司销售毛利率、净利率分别为 28.09%、5.22%，同比-3.56pct、-2.89pct，期间费用率 27.84%，同比-2.26pct。报告期，因上年同期工程收入确认影响，净利润有较大幅度下滑，但盈利质量大幅提升，扣非净利润实现了大幅增长。报告期公司资产负债率 64.75%，同比+5.70pct，处于相对较高水平；但有息负债率 31.87%，同比大幅下降 11.50pct。报告期，得益于国补收回大幅增加，公司经现净额 3.06 亿元，同比大幅增长 321.95%，现金流的改善有利于负债率的降低及新业务的开拓。
- 期间费用率大幅下降助盈利能力保持稳定。**公司在智能电网、新能源开发、综合能源等领域实现多点突破，战略转型迈出坚实步伐。**智能配电网：**成功获得中国石油天然气集团有限公司高低压电器设备供应商资质，智能配电网设备中标金额同比例大幅提升，与阿里合作拓展国际业务，探索海外设备销售渠道，形成“国内+国际”双轮驱动。**新能源发电：**公司积极推进项目资源储备，通过“央企合作+自主开发”模式提升权益容量，截止 2025 年 6 月 30 日，公司持有风电装机 24.60 万千瓦、光伏装机 29.86 万千瓦；筹建新能源装机超 1GW；另，公司参股 49%股权新能源电站 0.75GW。**综合能源：**公司已取得核准的 300MW 风力发电清洁能源供暖示范项目以及九洲零碳产业园 49.5MW 分散式风电项目进一步推进，综合能源业务有望成为公司重要的业绩增长点。
- 投资建议：**考虑到公司生物质发电结束检修以及进入取暖季等因素，25Q4 业绩环比有望实现较大幅度增长，预计 25~26 年归母净利分别为 0.82、1.21、1.54 亿元，对应 PE 分别为 53x、36 倍、28 倍，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**公司市场拓展不及预期的风险，电价大幅下降的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,481	1,383	1,818	2,249
收入增长率%	22.09	-6.60	31.44	23.68
归母净利润(百万元)	-545	82	121	154
利润增长率%	-678.26	115.00	47.74	27.42
分红率%	0.00	20.25	19.04	10.88
毛利率%	27.38	26.89	26.89	27.91
摊薄 EPS(元)	-0.85	0.13	0.19	0.24
PE	-8.01	53.38	36.13	28.36
PB	1.83	1.70	1.63	1.55
PS	2.95	3.15	2.40	1.94

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

九洲集团（股票代码：300040）

推荐 维持评级

分析师

陶贻功

☎：010-80927673

✉：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

梁悠南

☎：010-80927656

✉：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070002

研究助理：马敏

✉：mamin_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2025 年 10 月 29 日

股票代码	300040
A 股收盘价(元)	6.80
上证指数	4,016.33
总股本(万股)	64,341
实际流通 A 股(万股)	51,738
流通 A 股市值(亿元)	35

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 29 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河环保公用】公司点评_九洲集团：装备制造高增长，综合能源迎拐点
- 【银河环保公用】公司深度报告_九洲集团：民营绿电区域龙头，携一体化显著优势发力风光储

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,202	3,111	4,042	5,021
现金	358	951	1,473	2,006
应收账款	1,289	1,345	1,627	1,999
其它应收款	70	119	131	154
预付账款	20	24	28	34
存货	259	421	517	565
其他	206	251	266	263
非流动资产	4,934	4,315	3,665	2,971
长期投资	868	868	868	868
固定资产	3,242	2,823	2,285	1,662
无形资产	181	173	165	157
其他	643	452	347	285
资产总计	7,136	7,427	7,707	7,993
流动负债	1,426	1,520	1,691	1,832
短期借款	310	310	310	310
应付账款	407	450	554	630
其他	709	761	827	892
非流动负债	3,264	3,264	3,264	3,264
长期借款	1,934	1,934	1,934	1,934
其他	1,330	1,330	1,330	1,330
负债总计	4,690	4,783	4,955	5,095
少数股东权益	65	70	74	78
归属母公司股东权益	2,381	2,573	2,679	2,819
负债和股东权益	7,136	7,427	7,707	7,993

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	126	192	228	234
净利润	-538	86	125	158
折旧摊销	242	234	219	200
财务费用	144	0	0	0
投资损失	4	-46	-65	-67
营运资金变动	-275	-179	-228	-285
其他	549	96	177	229
投资活动现金流	-335	290	310	312
资本支出	-300	244	245	244
长期投资	-60	0	0	0
其他	26	46	65	67
筹资活动现金流	170	110	-16	-13
短期借款	123	0	0	0
长期借款	-443	0	0	0
其他	490	110	-16	-13
现金净增加额	-38	592	523	532

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,481	1,383	1,818	2,249
营业成本	1,076	1,011	1,329	1,621
税金及附加	18	18	24	29
销售费用	61	58	73	92
管理费用	123	118	157	191
研发费用	18	17	27	29
财务费用	144	-7	-19	-29
资产减值损失	-457	-141	-188	-250
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	-80	64	89	93
营业利润	-496	91	129	158
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	-497	90	129	158
所得税	41	4	4	0
净利润	-538	86	125	158
少数股东损益	7	5	4	4
归属母公司净利润	-545	82	121	154
EBITDA	-112	317	329	328
EPS（元）	-0.85	0.13	0.19	0.24

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	22.1%	-6.6%	31.4%	23.7%
营业利润增长率	-538.3%	118.3%	42.2%	22.7%
归母净利润增长率	-678.3%	115.0%	47.7%	27.4%
毛利率	27.4%	26.9%	26.9%	27.9%
净利率	-36.3%	6.2%	6.9%	7.0%
ROE	-22.9%	3.2%	4.5%	5.5%
ROIC	-7.0%	1.4%	1.8%	2.2%
资产负债率	65.7%	64.4%	64.3%	63.8%
净资产负债率	191.7%	181.0%	180.0%	175.9%
流动比率	1.54	2.05	2.39	2.74
速动比率	1.23	1.62	1.95	2.30
总资产周转率	0.20	0.19	0.24	0.29
应收账款周转率	1.28	1.05	1.22	1.24
应付账款周转率	2.44	2.36	2.65	2.74
每股收益	-0.85	0.13	0.19	0.24
每股经营现金流	0.20	0.30	0.35	0.36
每股净资产	3.70	4.00	4.16	4.38
P/E	-8.01	53.38	36.13	28.36
P/B	1.83	1.70	1.63	1.55
EV/EBITDA	-62.92	20.29	17.97	16.41
PS	2.95	3.15	2.40	1.94

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过 10 年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022 年 1 月加入中国银河证券。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于 2021 年加入中国银河证券，从事公用事业行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn