

公司研究 | 点评报告 | 双良节能（600481.SH）

Q3 业绩扭亏，定增聚焦于制氢&热泵装备

报告要点

1) 双良节能发布 2025 年三季报, 2025 前三季度公司实现收入 60.76 亿元, 同比下降 41.27%; 归母净利-5.44 亿元; 其中, 2025Q3 实现收入 16.88 亿元, 同比下降 49.86%, 环比下降 26.89%; 归母净利 0.53 亿元, 扣非归母净利 0.03 亿元, 均实现环比扭亏。2) 公司披露 2025 年度向特定对象发行股票预案, 计划募集不超过 12.92 亿元, 募集资金用途包括零碳智能化制造工厂建设项目、年产 700 套绿电智能制氢装备建设、研发项目以及补充流动资金。3) 公司公告 1.19 亿美元空冷系统订单, 交付期限为 39 个月。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



曹海花

SAC: S0490522030001



王耀

SAC: S0490524120006



任佳惠

SAC: S0490524070005

双良节能 (600481.SH)

2025-11-11

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

Q3 业绩扭亏，定增聚焦于制氢&热泵装备

事件描述

1) 双良节能发布 2025 年三季报, 2025 前三季度公司实现收入 60.76 亿元, 同比下降 41.27%; 归母净利-5.44 亿元; 其中, 2025Q3 实现收入 16.88 亿元, 同比下降 49.86%, 环比下降 26.89%; 归母净利 0.53 亿元, 扣非归母净利 0.03 亿元, 均实现环比扭亏。

2) 公司披露 2025 年度向特定对象发行股票预案, 计划募集不超过 12.92 亿元, 募集资金用途包括零碳智能化制造工厂建设项目、年产 700 套绿电智能制氢装备建设、研发项目以及补充流动资金。

3) 公司公告 1.19 亿美元空冷系统订单, 交付期限为 39 个月。

事件评论

- 公司 2025Q3 归母净利转正, 主要为 8 月以来硅片价格有所上涨, 随着公司持续推进精益管理、提质增效、光伏产品成本下降, 公司光伏产品盈利情况亦随之改善。2025Q3 公司收入环比下降主要系光伏产品受行业影响, 代工比例提升所致。
- 公司定增资金主要用于制氢装备建设, 公司电解槽频签大单, 有望成为新的利润增长点。公司拥有自主知识产权碱性水电解槽, 获得多方权威认证, 整体技术达到国际先进水平, 其电解槽产品具有低能耗、高品质、智慧化、适应绿电等优势; 公司同时具有国内外首家大型电解槽测试平台。生产制造方面, 目前公司一期年产 300 套电解槽智能制造车间已投产, 二期年产 700 套电解槽智能制造车间正在建设中。
- 财务数据层面, 2025Q3 公司存货跌价为主的资产减值规模缩减至 0.18 亿, 预计主要受益于产业链价格回暖。此外, 2025Q3 公司负债率环比降低 2.44pct 至 81.91%, 预计主要系公司偿还部分账款。
- 展望后续, 设备为公司稳健增长板块, 预计公司节水业务凭借自身优势有望继续保持增长, 新签海外订单亦是对公司产品力的认可, 海外渠道力同时得到彰显; 此外, 公司在电解槽领域具有较强建设实力, 预计未来电解槽制氢有望逐步贡献利润; 光伏方面, 随着反内卷推进, 硅片报价上涨明显, 后续盈利修复可期。

风险提示

- 1、反内卷进展不及预期;
- 2、光伏装机不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	7.32
总股本(万股)	187,377
流通A股/B股(万股)	187,377/0
每股净资产(元)	2.20
近12月最高/最低价(元)	8.35/4.05

注: 股价为 2025 年 11 月 3 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《费用率环比优化, 经营性现金流持续为正》2025-09-09
- 《Q1 大幅减亏, 经营性现金流持续为正》2025-05-13
- 《硅片盈利超预期, 设备贡献稳定利润》2024-11-12



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、反内卷进展不及预期。近期光伏反内卷带动产业链价格盈利修复，如果反内卷进展不及预期，光伏行业可能盈利压力仍将延续。
- 2、光伏装机不及预期。如果因消纳压力、政策波动等因素导致全球光伏装机增速不达预期，各环节企业出货将相应减少。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13038	8500	10200	12240	货币资金	6081	1533	1959	3117
营业成本	13328	7905	8772	10159	交易性金融资产	93	93	93	93
毛利	-290	595	1428	2081	应收账款	2208	1407	1538	1670
%营业收入	-2%	7%	14%	17%	存货	1552	988	975	1129
营业税金及附加	83	51	61	73	预付账款	682	395	439	508
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1345	1096	1136	1184
销售费用	274	213	204	245	流动资产合计	11960	5512	6140	7701
%营业收入	2%	3%	2%	2%	长期股权投资	542	542	542	542
管理费用	336	272	204	245	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	2%	2%	固定资产合计	11428	11590	11773	11838
研发费用	261	204	153	184	无形资产	800	800	800	800
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	447	309	150	142	递延所得税资产	408	549	549	549
%营业收入	3%	4%	1%	1%	其他非流动资产	2593	2590	2590	2590
加：资产减值损失	-1026	-200	-50	-50	资产总计	27731	21583	22394	24019
信用减值损失	-64	-10	-10	-10	短期贷款	7107	7107	7107	7107
公允价值变动收益	93	0	0	0	应付款项	2125	1318	1340	1411
投资收益	-49	17	20	24	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-2539	-562	718	1279	应付职工薪酬	143	79	88	102
%营业收入	-19%	-7%	7%	10%	应交税费	49	17	20	24
营业外收支	-5	0	0	0	其他流动负债	9366	5338	5504	5953
利润总额	-2545	-562	718	1279	流动负债合计	18790	13858	14059	14597
%营业收入	-20%	-7%	7%	10%	长期借款	564	564	564	564
所得税费用	-404	-84	108	192	应付债券	2477	2477	2477	2477
净利润	-2141	-478	610	1087	递延所得税负债	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	-2134	-478	610	1087	其他非流动负债	1122	378	378	378
少数股东损益	-7	0	0	0	负债合计	22954	17277	17478	18016
EPS (元)	-1.14	-0.25	0.33	0.58	归属于母公司所有者权益	4773	4301	4911	5999
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	4	4	4	4
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	4777	4305	4916	6003
经营活动现金流净额	-1	-2119	887	1515	负债及股东权益	27731	21583	22394	24019
取得投资收益收回现金	5	17	20	24	基本指标				
长期股权投资	125	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-253	-400	-300	-200	每股收益	-1.14	-0.25	0.33	0.58
其他	-8	-6	0	0	每股经营现金流	0.00	-1.13	0.47	0.81
投资活动现金流净额	-131	-389	-280	-176	市盈率	—	—	22.48	12.61
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.16	3.19	2.79	2.29
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	—	—	25.35	14.96
银行贷款增加 (减少)	11885	0	0	0	总资产收益率	-7.4%	-1.9%	2.8%	4.7%
筹资成本	-444	-181	-181	-181	净资产收益率	-44.7%	-11.1%	12.4%	18.1%
其他	-12796	-1873	0	0	净利率	-16.4%	-5.6%	6.0%	8.9%
筹资活动现金流净额	-1355	-2054	-181	-181	资产负债率	82.8%	80.1%	78.0%	75.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1487	-4561	426	1158	总资产周转率	0.45	0.34	0.46	0.53

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。