



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 11 月 18 日

基础数据

11 月 17 日收盘价（港元）	7.71
总市值（亿港元）	156.45
总股本（亿股）	20.29

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外制造业】中集安瑞科 (03899.HK)2025H1 业绩点评：清洁能源板块增长强劲，运营类业务未来可期-2025.08.30

【兴证海外制造业】中集安瑞科 2024 业绩点评：业绩符合预期，未来增长可期-2025.03.29

分析师：余小丽

S0190518020003

AXK331

yuxiaoli@xyzq.com.cn

中集安瑞科(03899.HK)

股票回购彰显公司信心，运营类业务未来可期

投资要点：

- 股票回购彰显公司信心：于 2025 年 11 月 14 日，基于对本公司未来发展前景的坚定信心及对本公司内在价值的高度认可，董事会决定行使购回股份授权，拟在公开市场上购回不超过截至本公告日期公司已发行股份（不包括库存股份）总数 1.5%之股份，即不超过 30,438,213 股，购回金额不超过 200,000,000 港元，旨在有效保障公司全体股东的权益，持续巩固市场对本公司的信心，并提升公司的投资价值。
- 清洁能源业务增长强劲：2025 前三季度公司收入 193.48 亿元，同比增长 7.7%，净利润 7.94 亿元，同比增长 12.2%，其中清洁能源、化工环境、液态食品收入分部同比增长 19.4%、下降 28.2%、下降 13.9%至 150.4、15.7 和 27.4 亿元，清洁能源分部增长强劲。
- 运营类业务未来可期：公司与钢铁厂合作的焦炉尾气制氢联产 LNG 项目截至 2025 年 9 月 30 日已经建成 2 个，在建 1 个，在谈潜在项目 5 个（其中一个项目于 2025.11.14 签订一凌钢煤气绿色综合利用项目），预期 2025 年新项目 2 个，规划 2027 年形成 20 万吨氢气+100 万吨 LNG 产能，未来将形成较强的运营类收入规模，极大平滑掉设备的周期性，公司能够提供工程建设环节的设计、施工及设备，投产后能够形成稳定的能源销售收入，售气价格和上游焦炉气联动保证了项目具有较好的 IRR，未来这块将非常值得期待。
- 我们的观点：公司未来几年将进入成长期，我们预计公司 2025、2026、2027 年收入分别为 273.37、315.18、371.39 亿元，归母净利润分别为 12.49、15.14 和 18.80 亿元。
- 风险提示：水上业务盈利不及预期、钢铁厂合作项目进度推迟。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	24,756	27,337	31,518	37,139
同比增长	4.78%	10.43%	15.29%	17.83%
归母净利润（百万元）	1,095	1,249	1,514	1,880
同比增长	-1.71%	14.08%	21.19%	24.17%
毛利率	14.36%	14.65%	15.48%	15.76%
ROE	9.52%	10.24%	11.56%	13.22%
每股收益（元）	0.54	0.63	0.77	0.95
市盈率	13.29	11.40	9.41	7.58

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表 (单位: 百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (单位: 百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22,378	21,827	25,665	27,471	营业收入	24,756	27,337	31,518	37,139
货币资金	7,264	7,102	9,883	10,489	销售和管理费用	-520	-588	-647	-718
按金、其他应收款项及预付款项	2,085	1,876	1,688	1,520	财务费用	-104	-125	-138	-152
应收账款	3,589	3,948	4,343	4,777	营业利润	1,538	1,647	2,177	2,700
其他应收款	2,501	2,751	3,026	3,329	税前利润	1,444	1,616	1,982	2,450
存货	5,221	5,744	6,318	6,950	所得税	-300	-307	-396	-490
非流动资产	7,004	5,367	6,236	6,745	归母净利润	1,095	1,249	1,514	1,880
固定资产	4,369	4,940	5,455	5,919	EPS (元)	0.54	0.63	0.77	0.95
无形资产	211	100	100	100	EBITDA	1,967	2,132	2,713	3,281
预付土地租赁费	547	547	547	0					
在建工程	582	225	225	225	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
资产总计	29,382	27,194	31,901	34,216	成长性				
流动负债	13,199	11,738	14,539	14,981	营业收入增长率	4.8%	10.4%	15.3%	17.8%
短期借款	130	330	530	730	营业利润增长率	0.9%	7.0%	32.2%	24.0%
其他应付款项及应计费用	1,788	1,609	1,448	1,303	归母净利润增长率	-1.7%	14.1%	21.2%	24.2%
应付账款	4,614	5,075	5,583	6,141					
其他	6,667	4,724	6,978	6,807	盈利能力				
非流动负债	3,078	1,697	2,810	3,702	毛利率	14.4%	14.7%	15.5%	15.8%
长期借款	130	330	530	730	净利率	4.6%	4.8%	5.0%	5.3%
其他	2,948	1,366	2,280	2,972	ROE	9.5%	10.2%	11.6%	13.2%
负债合计	16,277	13,434	17,349	18,683	偿债能力				
股东权益合计	11,499	12,201	13,090	14,213	资产负债率	55.4%	49.4%	54.4%	54.6%
总权益	13,105	13,760	14,553	15,533	流动比率	169.5%	186.0%	176.5%	183.4%
					速动比率	130.0%	137.0%	133.1%	137.0%
现金流量表 (单位: 百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	营运能力(次)				
净利润	1,144	1,309	1,586	1,960	资产周转率	0.84	1.01	0.99	1.09
折旧和摊销	429	485	536	581	应收帐款周转率	7.00	6.19	6.72	6.92
资产减值准备	0	0	0	0					
财务费用	-104	-125	-138	-152	每股资料(元)				
所得税	-300	-307	-396	-490	每股经营现金	0.76	0.86	2.05	1.02
营运资金的变动	1,793	2,023	4,451	2,514	每股净资产	5.67	6.02	6.45	7.01
经营活动产生现金流量	1,493	1,716	4,055	2,024	估值比率(倍)				
投资活动产生现金流量	-1,200	-1,000	-1,000	-1,000	PE	13.29	11.40	9.41	7.58
融资活动产生现金流量	-554	-351	-274	-417	PB	1.36	1.28	1.19	1.10
现金净变动	-261	365	2,781	607					
现金的期初余额	6,998	6,737	7,102	9,883					
现金的期末余额	6,737	7,102	9,883	10,489					

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与徐州高新控股集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、菏泽交通投资发展集团有限公司、菏泽市铁路投资发展集团有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、醴陵市涿江投资控股集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、珠海华发集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、济南高新控股集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、青岛北岸控股集团有限公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、新琪安集团股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、GAOXIN INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、XUZHOUI HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Heze Transportation Investment And Development Group Co., Ltd.、Heze Railway Investment and Development Group Co., Ltd.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Huafa 2024 I Company Limited、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、LILING LUJIANG INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Zhuhai Huafa Group Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH INTERNATIONAL (CAYMAN) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、Jinan Hi-tech Holding Group Co., Ltd.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE'S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDING STATE-

OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD., CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD., Turkey Wealth Fund, Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited, Huishang Bank Corporation Limited, Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd, BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD., QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD., QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD, LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD., JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD., ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD., BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD., ANJOY FOODS GROUP CO., LTD., Cloudbreak Pharma Inc., Huangshan Tourism Group Co., Ltd., Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd., NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD., Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited, Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd., Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd., Impression Dahongpao Co., Ltd., BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk