

能源装备国之重器，AI时代全球化破局

——国机重装（601399.SH）首次覆盖报告

机械设备

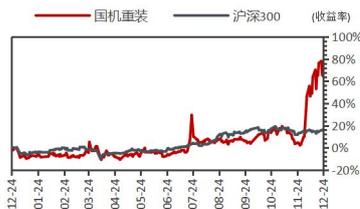
报告原因：

买入（首次评级）

市场数据： 2025年12月24日
 收盘价(元) 5.20
 一年内最高/最低(元) 5.63/2.62
 市净率 2.5
 股息率(分红/股价) -
 流通A股市值(百万元) 37,510
 上证指数/深证成指 3,941/13,486
 注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年09月30日
 每股净资产(元) 2.1
 资产负债率% 55.08
 总股本/流通A股(百万) 7,214/7,214
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与沪深300指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

《中微公司（688012.SH）：补齐CMP关键拼图，平台化战略再进一步》2025-12-19

《北方华创（002371.SZ）：收购光学镀膜装备公司，加速关键环节国产替代》2025-12-12

《德昌电机控股（0179.HK）中期业绩点评：机器人与液冷泵开启新成长曲线》2025-11-13

投资要点：

■ **投资建议：**我们预计公司2025E/2026E/2027E营业收入分别为143.34/160.56/178.83亿元，同比增长13.1%/12.0%/11.4%；归母净利润分别为5.33/6.30/7.20亿元，同比增长23.4%/18.2%/14.3%，对应2025E/2026E/2027E PE分别为76.2/64.5/56.4倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **行业和公司情况：**1) **行业：**①**燃气轮机：**根据IEA基准情景预测，2030年全球数据中心电力需求将达945TWh，相比2024年415TWh实现翻倍增长。燃气轮机建设周期较短、成本较低，可匹配海外数据中心快速投产需求，我们预计海外燃气轮机市场景气度持续提升。②**核电与可控核聚变：**中国2020-2025年核电机组批复量分别为4、5、10、10、11、10台，预计后续核电项目审批将保持积极节奏，中国可控核聚变项目由科研阶段向工程化示范推进，核能设备需求持续释放。2) **公司：**公司是中国最大的重型设备制造商之一，产品覆盖能源及工业领域各类大型设备，具备重型燃气轮机转子、核电主管道、核聚变磁体结构件等极限关键设备供货能力。随着海外总包项目持续拓展、海外燃气轮机相关设备供不应求，公司海外收入占比从2022年的20.2%已提升至2024年的30.8%，带动公司国际化与毛利水平持续提升。可控核聚变方面，公司已在聚变装置关键磁体结构件取得实质性订单，具备先发制造经验，有望在后续聚变项目推进中持续受益。

■ **关键假设点：**工程总包、燃气轮机转子设备等出海业务占比持续提升，核电机组批复持续释放、可控核聚变装置加速由科研阶段向工程化示范迈进。1) **收入端：**2025E-2027E 冶金专用装备收入稳健增长7%/6%/5%，工程总承包收入同比增长17%/15%/14%，制造服务收入同比增长32%/27%/24%，高端大型铸锻件收入同比增长7%/5%/4%；2) **利润端：**2025E-2027E 整体毛利率保持相对稳定，随海外收入占比提升，产品结构优化推动下毛利率具备长期提升空间。

■ **股价表现的催化剂：**海外总包与燃气轮机项目持续落地；中国核电机组批复节奏超预期；可控核聚变项目招投标超预期。

■ **风险提示：**核电及可控核聚变项目推进不及预期风险，海外燃气轮机出海不及预期风险，公司盈利能力修复不及预期风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11,258	12,674	14,334	16,056	17,883
同比增长率(%)	16.6%	12.6%	13.1%	12.0%	11.4%
归母净利润(百万元)	431	432	533	630	720
同比增长(%)	6.8%	0.3%	23.4%	18.2%	14.3%
每股收益(元/股)	0.06	0.06	0.07	0.09	0.10
毛利率(%)	16.8%	15.1%	14.6%	14.4%	14.1%
ROE(%)	3.1%	3.0%	3.6%	4.0%	4.4%
市盈率	94.3	94.0	76.2	64.5	56.4

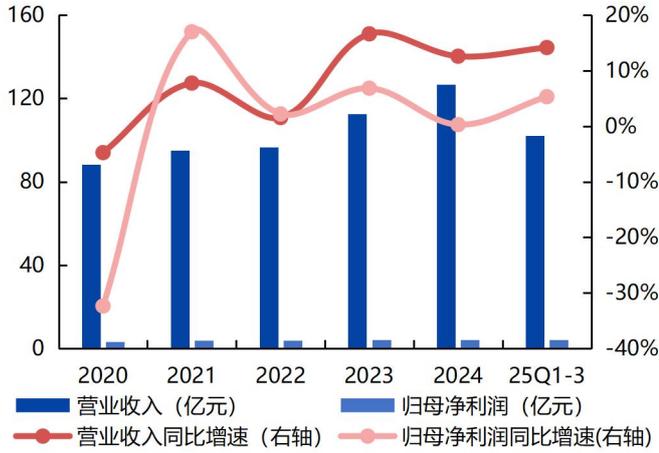
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

数据截至2025年12月24日

证券分析师

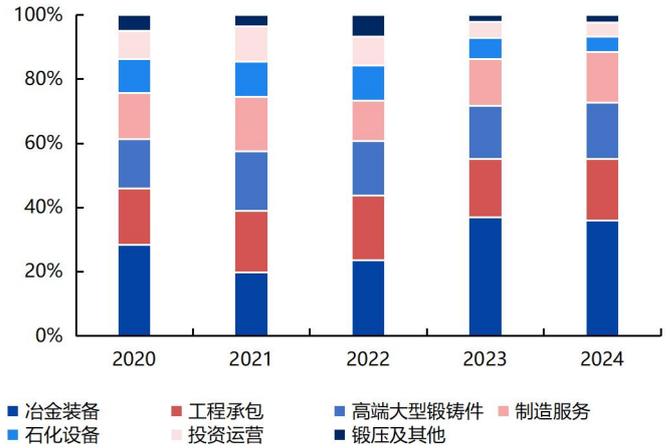
王凯
 S0820524120002
 021-32229888-25522
 wangkai526@ajzq.com

图表 1: 公司自 2024 年起收入及归母净利润持续改善



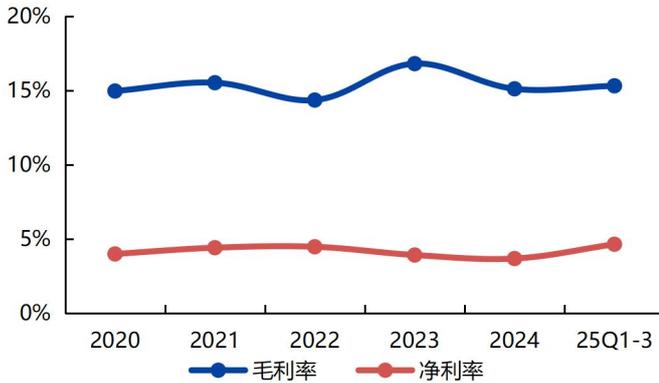
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 2: 公司工程总承包收入占比持续提升



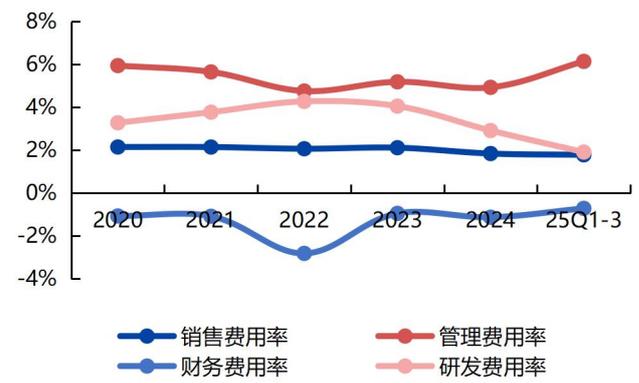
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 3: 2025 前三季度公司盈利能力提升



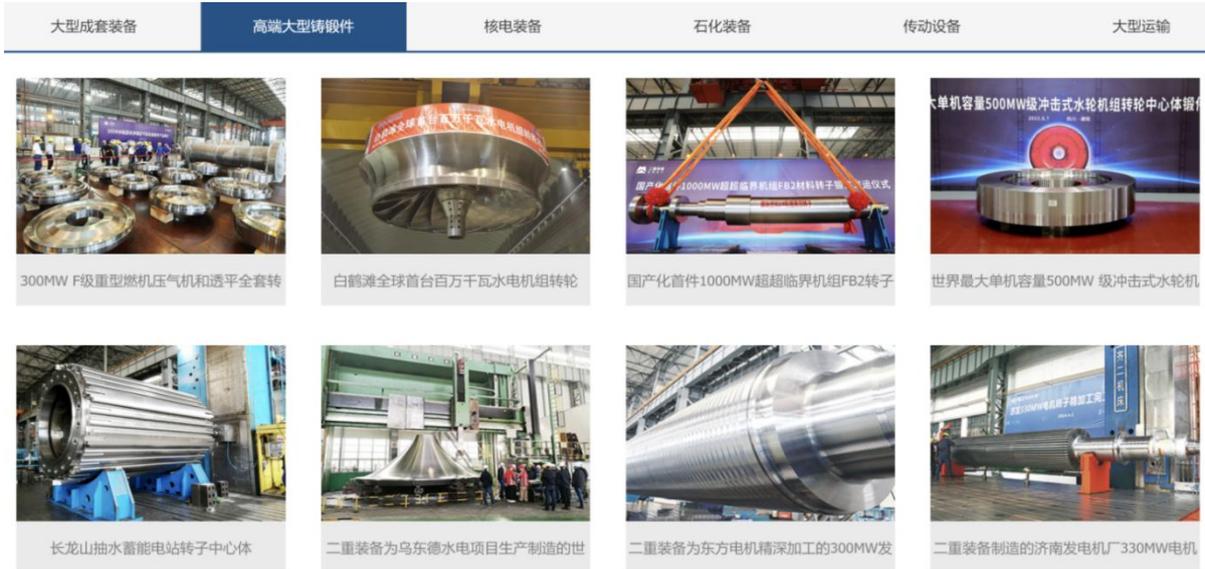
资料来源: 公司公告, Wind, 爱建证券研究所

图表 4: 2020-2025 前三季度费用率整体保持平稳



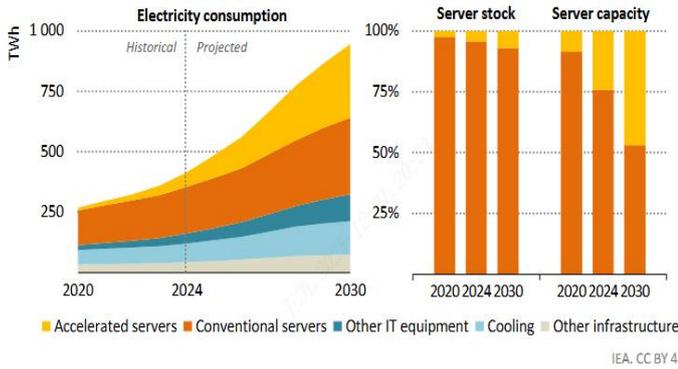
资料来源: 公司公告, Wind, 爱建证券研究所

图表 5: 公司在燃气轮机、核电机组等领域提供各类大型关键锻铸件



资料来源: 公司官网, 爱建证券研究所

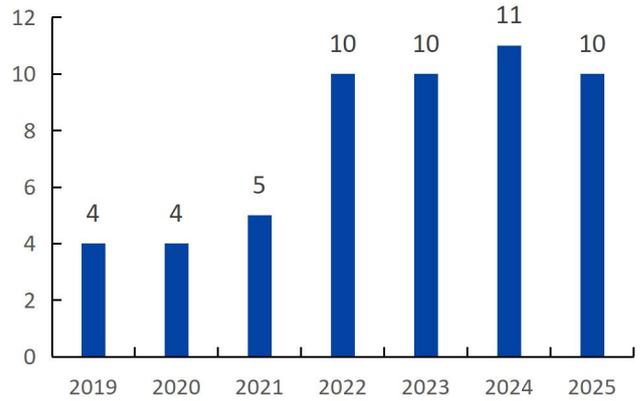
图表 6: 全球 AI 算力中心大幅提升 2030 年电力需求



Around 70% of the growth in electricity demand from servers between 2025 and 2030 comes from accelerated servers

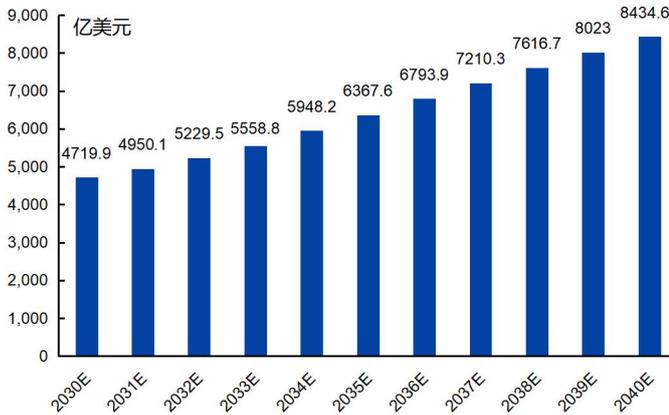
资料来源: IEA, 爱建证券研究所

图表 7: 2019 年以来中国核电机组年批复达 10 台



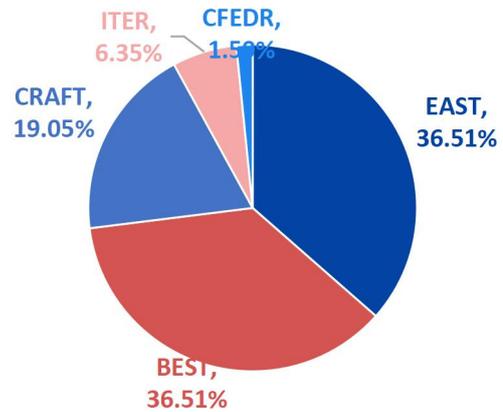
资料来源: 中国工业报, 爱建证券研究所

图表 8: 全球核聚变市场规模逐年攀升



资料来源: Precedence Research, 爱建证券研究所

图表 9: 中国可控核聚变招标数据统计 (截至 25Q3)



资料来源: 中国科学院等离子体物理研究所, 聚变产业联合会, 爱建证券研究所

图表 10: 多个可控核聚变项目招标, 公司有望持续受益 (CFEDR 预期投资额根据预期达到发电功率测算)

装置	启动建设	预计完成装配时间	总投资额估算	目标净功率输出 (MW)	已完成招标	预期招标重点	预期招标开展时间
EAST	2000	2006	3 亿元	/	已完成	组件更新优化	持续开展
BEST	2023	2027	85-150 亿元		磁体系统、真空室	偏滤器、其他设备	持续至 2025 年底
CRAFT	2018	2025	40.6 亿元		主要部件部分完成	磁体系统剩余部分、电源系统、其他设备 (测试诊断)	持续开展
CFEDR	2018	2035	1200 亿元		预研阶段	超导带材、磁体系统、真空室组件、电源系统	2026 年中 真空室组件 2029 年中 (电源系统)

资料来源: PEAKNANO, NuclearEngineering, 中国科学院, 中国日报, 中国科学院等离子体物理研究所, 聚变产业联合会, 人民日报, 爱建证券研究所

图表 11: 公司收入及毛利率预测

亿元人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	88.23	95.09	96.56	112.60	126.75	143.35	160.57	178.84
YoY		7.8%	1.5%	16.6%	12.6%	13.1%	12.0%	11.4%
冶金专用装备				40.57	43.94	47.02	49.84	52.33
YoY					8.3%	7.0%	6.0%	5.0%
工程总承包	23.19	16.94	9.68	20.16	23.59	27.60	31.74	36.18
YoY					17.0%	17.0%	15.0%	14.0%
制造服务收入	11.75	14.72	15.01	16.04	21.43	28.29	35.93	44.55
YoY					33.6%	32.0%	27.0%	24.0%
高端大型铸锻件				18.07	19.45	20.81	21.85	22.73
YoY					7.6%	7.0%	5.0%	4.0%
石化设备	8.80	9.65	7.96	7.30	5.90	5.31	4.94	4.69
YoY					-19.2%	-10.0%	-7.0%	-5.0%
投资运营业务	4.38	5.48	6.20	5.39	5.39	5.39	5.39	5.39
YoY					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
锻压、挤压设备				2.45	4.22	5.91	7.68	9.60
YoY					72.2%	40.0%	30.0%	25.0%
毛利率	15.0%	15.5%	14.4%	16.8%	15.1%	14.6%	14.4%	14.1%
冶金专用装备				12.0%	11.3%	11.0%	10.8%	10.6%
工程总承包	17.6%	17.1%	0.3%	20.5%	14.3%	14.3%	14.6%	14.8%
制造服务收入	3.5%	10.5%	6.3%	2.7%	6.7%	7.0%	8.0%	8.0%
高端大型铸锻件	0.0%	0.0%	0.0%	12.9%	18.2%	19.0%	19.5%	20.0%
石化设备	20.0%	29.5%	27.3%	32.9%	25.1%	25.0%	24.5%	24.0%
投资运营业务	68.2%	74.2%	70.5%	70.2%	66.6%	68.0%	68.0%	68.0%
锻压、挤压设备				16.7%	8.0%	8.0%	9.0%	9.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 爱建证券研究所预测

图表 12: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603169.SH	兰石重装	10.55	0.12	0.04	0.13	0.16	45.58	255.45	80.11	67.24
601608.SH	中信重工	6.31	0.08	0.09	0.11	0.14	51.35	66.84	55.21	45.79
601727.SH	上海电气	8.53	0.05	0.09	0.17	0.21	167.91	96.71	48.97	40.93
平均值							88.28	139.67	61.43	51.32
601399.SH	国机重装	5.20	0.06	0.07	0.09	0.10	94.04	76.19	64.48	56.42

资料来源: Wind, 爱建证券研究所 (可比公司业绩均为 Wind 一致预期, 预测 PE 基于 2025/12/24 数据)

风险提示

- 1) **核电及可控核聚变项目推进不及预期风险**: 核电机组批复、开工及核聚变工程化进度受政策、安全审评及技术验证影响, 相关设备需求释放节奏存在不确定性。
- 2) **海外燃气轮机出海不及预期风险**: 海外数据中心电力投资及燃气轮机订单受地缘政治、贸易环境及海外资本开支波动影响, 订单获取和交付存在扰动。
- 3) **公司盈利能力修复不及预期风险**: 重型装备项目周期长、单体价值量高, 若项目延期、成本波动或执行效率下降, 毛利率改善进程可能放缓。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,192	8,809	7,134	12,051	9,558	净利润	442	467	576	677	774
应收款项	6,421	6,425	9,777	7,433	11,617	折旧摊销	433	416	542	526	511
存货	3,641	4,165	4,871	5,181	6,066	营运资本变动	2,214	4,101	4,743	665	7,492
流动资产	21,340	23,370	25,668	29,005	32,143	经营活动现金流	720	1,727	-1,234	5,064	-2,354
长期股权投资	108	110	118	127	133	资本开支	693	807	580	327	336
固定资产	3,419	3,348	3,365	3,401	3,449	投资变动	-7	-41	32	35	40
在建工程	145	209	473	515	544	投资活动现金流	-653	-827	-620	-368	-387
无形资产	3,938	4,693	4,457	4,186	3,941	银行借款	354	170	170	170	170
非流动资产	8,733	9,759	9,707	9,574	9,488	筹资活动现金流	16	-463	171	205	231
资产合计	30,073	33,130	35,375	38,579	41,631	现金净增加额	110	454	-1,675	4,917	-2,493
短期借款	304	0	0	0	0	期初现金	8,144	8,192	8,809	7,134	12,051
应付款项	5,500	6,670	7,161	8,320	8,948	期末现金	8,192	8,809	7,134	12,051	9,558
流动负债	5,500	6,670	7,161	8,320	8,948						
长期借款	50	170	170	170	170						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	3,361	3,509	4,409	4,689	5,106						
负债合计	15,543	18,075	19,744	22,270	24,549						
股本	7,214	7,214	7,214	7,214	7,214						
资本公积	14,803	14,803	14,803	14,803	14,803						
留存收益	-8,539	-8,107	-7,574	-6,944	-6,224						
归母股东权益	13,905	14,393	14,926	15,556	16,276						
少数股东权益	624	662	705	752	807						
负债和权益总计	30,073	33,130	35,375	38,579	41,631						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,258	12,674	14,334	16,056	17,883
营业成本	9,366	10,759	12,240	13,740	15,369
税金及附加	95	104	126	135	152
销售费用	238	233	287	305	340
管理费用	584	624	910	947	1,019
研发费用	456	369	480	530	572
财务费用	-107	-143	-160	-201	-227
资产减值损失	-179	-161	0	0	0
公允价值变动	0	-2	-1	-1	-1
投资净收益	32	17	18	19	20
营业利润	515	565	686	812	916
营业外收支	0	0	12	4	5
利润总额	516	565	698	816	921
所得税	74	98	122	139	147
净利润	442	467	576	677	774
少数股东损益	11	35	43	47	54
归母净利润	431	432	533	630	720
EBITDA	988	1,000	1,406	1,540	1,655

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增速	16.6%	12.6%	13.1%	12.0%	11.4%
营业利润增速	22.7%	9.6%	21.5%	18.3%	12.8%
归母净利润增速	6.8%	0.3%	23.4%	18.2%	14.3%
盈利能力指标					
毛利率	16.8%	15.1%	14.6%	14.4%	14.1%
净利率	3.9%	3.7%	4.0%	4.2%	4.3%
ROE	3.0%	3.1%	3.7%	4.2%	4.5%
ROIC	2.9%	3.1%	3.6%	4.1%	4.5%
偿债能力					
资产负债率	51.7%	54.6%	55.8%	57.7%	59.0%
净负债比率	1.07	1.20	1.26	1.37	1.44
流动比率	1.75	1.60	1.67	1.65	1.65
速动比率	1.28	1.11	1.17	1.17	1.14
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.38	0.41	0.42	0.43
应收账款周转率	1.75	1.97	1.47	2.16	1.54
存货周转率	3.09	3.04	2.94	3.10	2.95
每股指标					
每股收益	0.06	0.06	0.07	0.09	0.10
每股经营性现金流	0.10	0.24	-0.17	0.70	-0.33
每股净资产	2.01	2.09	2.17	2.26	2.37
估值比率					
市盈率	94.30	94.04	76.19	64.48	56.42
市销率	3.61	3.20	2.83	2.53	2.27
市净率	2.80	2.70	2.60	2.49	2.38
EV/EBIT	86.43	85.37	61.59	50.13	48.62
EV/EBITDA	48.55	49.87	37.84	33.00	33.60

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

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 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

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
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	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
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。