

天顺风能 (002531)

短期承压，后续有望迎来修复拐点

2026年01月04日

买入 (维持)

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793  
zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003  
guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 胡隽颖

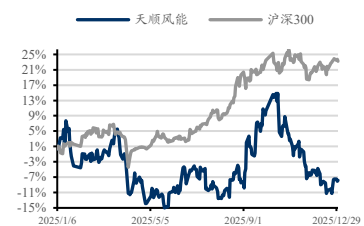
执业证书: S0600524080010  
hujunying@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	7,727	4,860	4,957	7,658	8,917
同比 (%)	14.67	(37.10)	1.99	54.49	16.44
归母净利润 (百万元)	795.23	204.44	175.51	757.79	977.35
同比 (%)	26.53	(74.29)	(14.15)	331.77	28.97
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.44	0.11	0.10	0.42	0.54
P/E (现价&最新摊薄)	15.50	60.30	70.23	16.27	12.61

投资要点

- **全球风塔龙头加速海工布局，行业装机影响历史营收及盈利：**公司成立于2005年，主营陆上风塔+海上桩基/导管架，凭借近二十年积累，建立了全球化的产能布局和顶级客户资源。受益于海上风电行业高景气度，业绩实现快速增长，2019-2021年实现营收60.58/81.00/81.72亿元，同比+58%/+34%/+1%；实现归母净利润7.47/10.50/13.10亿元，同比+59%/+41%/+25%，2022~2023年，受标志性项目解决进展不顺的影响，我国海风装机表现不佳，营业收入下滑至67~77亿元，盈利下滑明显。2024年，受公司控制陆风规模、叠加海风项目开工滞缓影响，业绩出现显著回调，实现营收48.60亿元，同比-37%；实现归母净利润2.04亿元，同比-74%。
- **Q3营收同环比增长，毛利率承压：**公司25年Q1-3营收37.2亿元，同比+4.6%，归母净利润0.7亿元，同比-76.1%，扣非净利润0.6亿元，同比-80.4%，毛利率19.1%，同比-6.2pct，归母净利率1.9%，同比-6.3pct；其中25年Q3营收15.3亿元，同环比+17.8%/+21.4%，归母净利润0.2亿元，同环比-79%/-12.6%，扣非净利润0.1亿元，同环比-90%/-71.1%，毛利率16.5%，同环比-6.3/-2.4pct，归母净利率1%，同环比-4.8/-0.4pct。
- **25年风电装机景气度共振之下，单吨净利具备向上弹性：**塔筒管桩企业盈利能力的主要影响因素为加工费、产能利用率、运费及原材料波动，1)加工费：23年下半年起由于需求增速不及预期，加工费有所松动；2)24年上半年开工率不足，固定资产投入较大情况下，折旧摊销增厚，单吨净利转负。我们判断，伴随“十五五”陆海风装机景气度共振，塔筒/管桩企业有望迎来单吨净利的向上弹性，实现量利双升。
- **费用率同比优化，资本开支大幅增长：**公司25年Q1-3期间费用5.4亿元，同比-3.5%，费用率14.4%，同比-1.2pct，其中Q3期间费用1.8亿元，同环比-7.9%/+4.7%，费用率11.7%，同环比-3.3/-1.9pct；25年Q1-3经营性净现金流2.9亿元，同-54%，其中Q3经营性现金流0.8亿元，同环比-29.3%/-44%；25年Q1-3资本开支18亿元，同比+176%，其中Q3资本开支6.7亿元，同环比+247.8%/-2.9%；25年Q3末存货25.4亿元，较年初-1.5%。
- **拟定增募资不超19.5亿元，深化“海工+运输”全球布局：**公司于12月12日发布定增预案，拟募资不超过19.5亿元，重点加码通州湾、射阳、阳江三大海工基地及特种运输船队建设。此举旨在加速“陆转海”战略转型，补齐深远海运输短板，构建“制造+运输”全流程交付壁垒。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司海风项目交付节奏偏慢，我们下调25~27年盈利预测，预计25~27年归母净利润为1.8/7.6/9.8亿元（前值为7.1/10.1/12.7亿元），同比-14.2%/+331.8%/+29.0%，对应PE为70.2/16.3/12.6x，考虑公司在国内海风行业的龙头地位，历史上因项目延期导致公司业绩难以释放，我们预计26年项目开工后将进入业绩拐点，维持“买入”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、行业政策变动风险、行业装机不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.86
一年最低/最高价	6.10/8.75
市净率(倍)	1.37
流通A股市值(百万元)	12,257.90
总市值(百万元)	12,326.59

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.00
资产负债率(%LF)	61.71
总股本(百万股)	1,796.88
流通A股(百万股)	1,786.87

相关研究

《天顺风能(002531): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 业绩承压，静待出货起量》

2025-04-29

《天顺风能(002531): 2023 年报及 2024 一季报点评: 完善海工国内外布局，推进结构转型未来可期》

2024-04-30

## 内容目录

1. 海风行业装机影响历史营收及盈利 .....	4
2. 费用率同比优化，资本开支大幅增长 .....	5
3. 发布定增预案，完善“制造+运输”产业链布局 .....	6
4. 盈利预测 .....	6
5. 风险提示 .....	6

## 图表目录

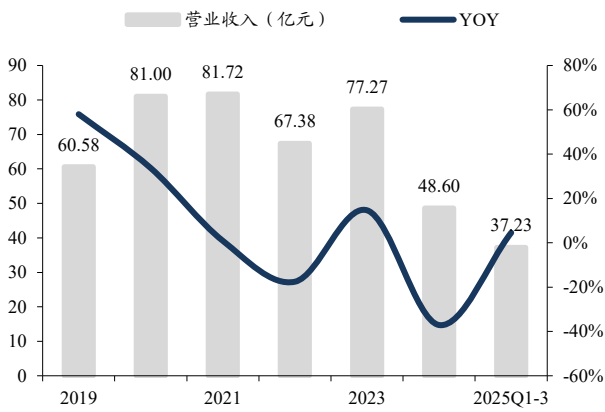
图 1:	2019~2025Q3 公司营业收入 (亿元)	4
图 2:	2019~2025Q3 公司归母净利润 (亿元)	4
图 3:	公司季度营业收入 (亿元)	4
图 4:	公司季度归母净利润 (亿元)	4
图 5:	公司三费费率 (%)	5
图 6:	公司研发费用及研发费用率	5
图 7:	2020~2025Q3 公司经营性现金流	5
表 1:	募集资金净额将全部用于以下项目	6

## 1. 海风行业装机影响历史营收及盈利

公司成立于 2005 年，主营陆上风塔+海上桩基/导管架，凭借近二十年积累，建立了全球化的产能布局和顶级客户资源。受益于海上风电行业高景气度，业绩实现快速增长，2019-2021 年实现营收 60.58/81.00/81.72 亿元，同比+58%/+34%/+1%；实现归母净利润 7.47/10.50/13.10 亿元，同比+59%/+41%/+25%，2022~2023 年，受标志性项目解决不顺利的影响，我国海风装机表现不佳，营业收入下滑至 67~77 亿元，盈利下滑明显。2024 年，受公司控制陆风规模、叠加海风项目开工滞缓影响，业绩出现显著回调，实现营收 48.60 亿元，同比-37%；实现归母净利润 2.04 亿元，同比-74%。

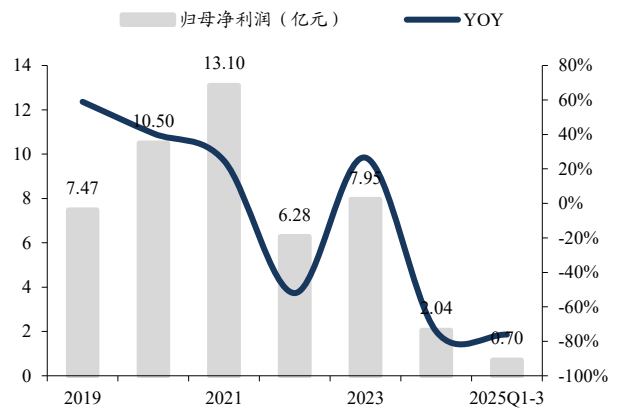
公司 25Q1-3 营收 37.2 亿元，同比+4.6%，归母净利润 0.7 亿元，同比-76.1%，毛利率 19.1%，同比-6.2pct，归母净利率 1.9%，同比-6.3pct；其中 25Q3 营收 15.3 亿元，同环比+17.8%/+21.4%，归母净利润 0.2 亿元，同环比-79%/-12.6%，毛利率 16.5%，同环比-6.3/-2.4pct，归母净利率 1%，同环比-4.8/-0.4pct。

图1：2019~2025Q3 公司营业收入（亿元）



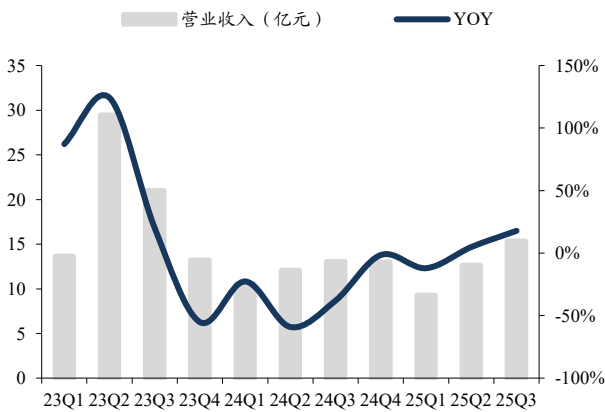
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2019~2025Q3 公司归母净利润（亿元）



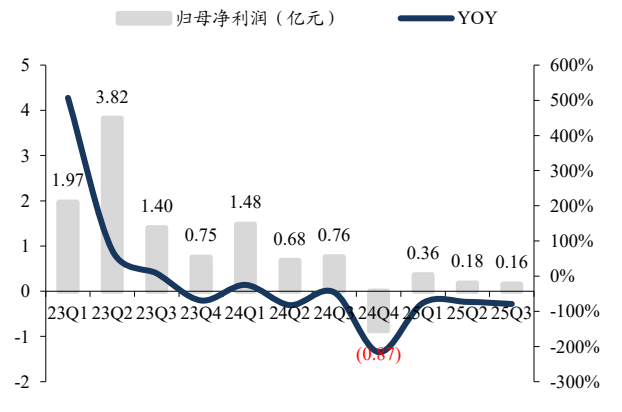
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：公司季度营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司季度归母净利润（亿元）

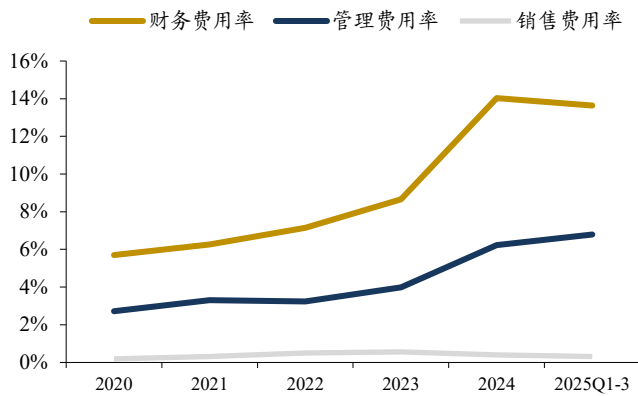


数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. 费用率同比优化，资本开支大幅增长

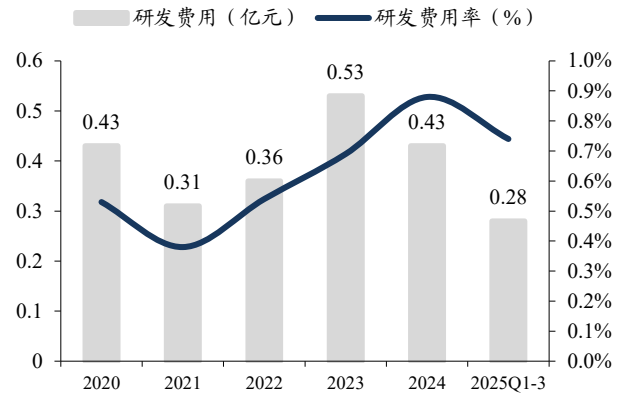
公司 25 年 Q1-3 期间费用 5.4 亿元，同比-3.5%，费用率 14.4%，同比-1.2pct，其中 Q3 期间费用 1.8 亿元，同环比-7.9%/+4.7%，费用率 11.7%，同环比-3.3/-1.9pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流 2.9 亿元，同比-54%，其中 Q3 经营性现金流 0.8 亿元，同环比-29.3%/-44%；25 年 Q1-3 资本开支 18 亿元，同比+176%，其中 Q3 资本开支 6.7 亿元，同环比+247.8%/-2.9%；25 年 Q3 末存货 25.4 亿元，较年初-1.5%。

图5: 公司三费率 (%)



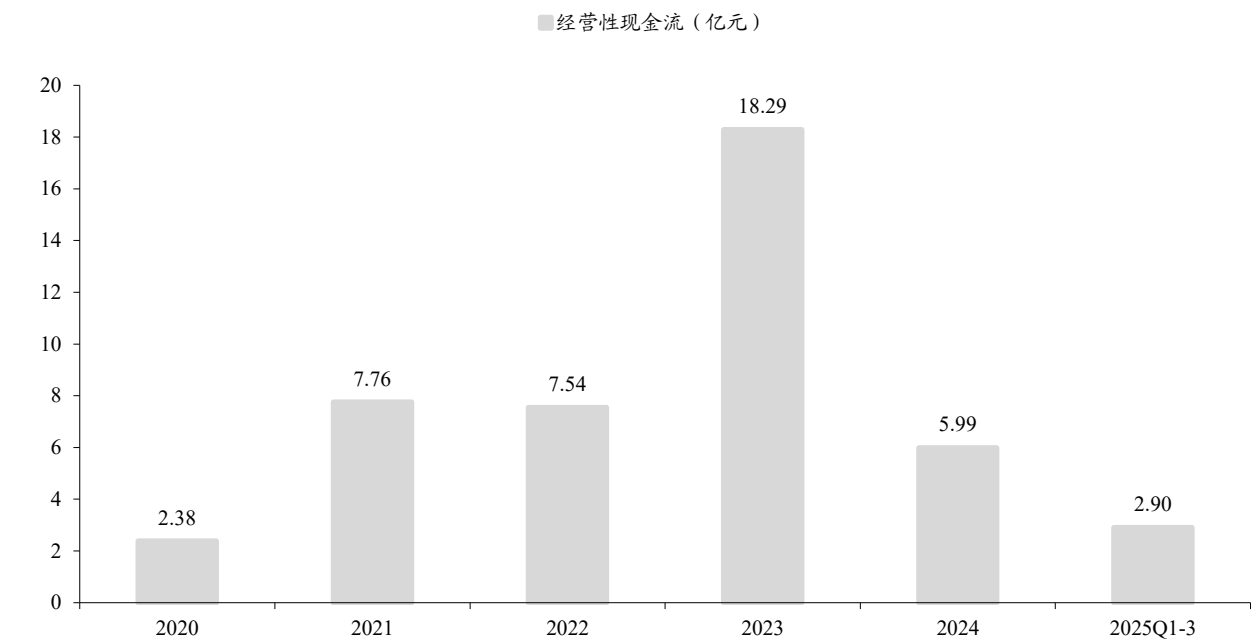
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 公司研发费用及研发费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2020~2025Q3 公司经营性现金流



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 发布定增预案，完善“制造+运输”产业链布局

**定增预案落地，聚焦海工主业升级：**公司于 12 月 12 日披露预案，拟向不超过 35 名特定对象发行股票募资不超过 19.50 亿元。募集资金将重点投向五大实体项目：其中，4.88 亿元用于长风新能源装备制造基地扩建（服务欧洲等海外高端市场），1.87 亿元投入射阳风电海工智造二期项目，1.71 亿元用于阳江重型风电海工装备智能制造一期，9800 万元建设阳江港专用重型泊位码头，4.46 亿元购置 2 艘风电设备特种运输船舶，剩余 5.6 亿元补充流动资金。

**加快海风扩张，构建“端到端”交付壁垒：**此次定增是公司深化“陆向海”转型的关键举措。面对全球海风向深远海发展的趋势，运力已成为供应链的稀缺资源。公司通过自建码头与船队，将形成独特的“制造+港口+运输”闭环能力，这不仅能有效解决大型海工装备的运输瓶颈，更将显著增强对欧洲等海外高端市场的“端到端”交付实力，筑牢全球竞争的产业护城河。

表1：募集资金净额将全部用于以下项目

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	长风新能源装备制造基地扩建项目	48,827.90	48,800.00
2	天顺（射阳）风电海工智造项目（二期）	21,144.84	18,700.00
3	天顺（阳江）重型风电海工装备智能制造项目（一期）	49,953.17	17,100.00
4	阳江港吉树作业区#J8 泊位码头工程项目	31,464.42	9,800.00
5	特种运输船舶购置项目	44,600.00	44,600.00
6	补充流动资金	56,000.00	56,000.00
	合计	251,990.33	195,000.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 4. 盈利预测

**盈利预测与投资评级：**考虑公司海风项目交付节奏偏慢，我们下调 25~27 年盈利预测，预计 25~27 年归母净利润为 1.8/7.6/9.8 亿元（前值为 7.1/10.1/12.7 亿元），同比-14.2%/+331.8%/+29.0%，对应 PE 为 70.2/16.3/12.6x，考虑公司在国内海风行业的龙头地位，历史上因项目延期导致公司业绩难以释放，我们预计 26 年项目开工后将进入业绩拐点，维持“买入”评级。

### 5. 风险提示

竞争加剧、行业政策变动风险、行业装机不及预期。

## 天顺风能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>9,425</b>	<b>8,741</b>	<b>11,242</b>	<b>13,500</b>	<b>营业总收入</b>	<b>4,860</b>	<b>4,957</b>	<b>7,658</b>	<b>8,917</b>
货币资金及交易性金融资产	1,099	1,843	1,070	1,853	营业成本(含金融类)	3,911	3,961	5,943	6,866
经营性应收款项	4,955	4,442	6,836	7,889	税金及附加	45	30	46	54
存货	2,578	1,650	2,476	2,861	销售费用	19	25	38	45
合同资产	0	0	0	0	管理费用	283	173	237	312
其他流动资产	792	807	860	897	研发费用	43	45	69	80
<b>非流动资产</b>	<b>15,672</b>	<b>16,048</b>	<b>16,003</b>	<b>15,854</b>	财务费用	379	368	392	399
长期股权投资	303	323	327	339	加:其他收益	54	0	0	0
固定资产及使用权资产	11,233	11,224	11,016	10,804	投资净收益	(11)	0	0	0
在建工程	518	623	773	848	公允价值变动	1	(70)	(45)	0
无形资产	1,010	990	970	950	减值损失	(52)	(103)	(77)	(75)
商誉	1,905	1,902	1,898	1,895	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	185	215	245	245	<b>营业利润</b>	<b>172</b>	<b>182</b>	<b>811</b>	<b>1,086</b>
其他非流动资产	517	770	773	773	营业外净收支	(2)	13	30	0
<b>资产总计</b>	<b>25,097</b>	<b>24,789</b>	<b>27,245</b>	<b>29,354</b>	<b>利润总额</b>	<b>169</b>	<b>195</b>	<b>841</b>	<b>1,086</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,785</b>	<b>7,274</b>	<b>8,942</b>	<b>10,022</b>	减:所得税	(34)	19	84	109
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,159	4,607	5,045	5,511	<b>净利润</b>	<b>204</b>	<b>175</b>	<b>757</b>	<b>977</b>
经营性应付款项	2,754	1,833	2,708	3,153	减:少数股东损益	(1)	0	(1)	0
合同负债	644	496	766	892	<b>归属母公司净利润</b>	<b>204</b>	<b>176</b>	<b>758</b>	<b>977</b>
其他流动负债	228	338	423	466	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.11	0.10	0.42	0.54
非流动负债	7,290	7,243	7,243	7,243	EBIT	565	563	1,233	1,485
长期借款	6,505	6,505	6,505	6,505	EBITDA	1,358	1,253	1,948	2,216
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.53	20.10	22.40	23.00
租赁负债	53	73	73	73	归母净利率(%)	4.21	3.54	9.90	10.96
其他非流动负债	732	665	665	665	收入增长率(%)	(37.10)	1.99	54.49	16.44
<b>负债合计</b>	<b>15,076</b>	<b>14,517</b>	<b>16,185</b>	<b>17,265</b>	归母净利润增长率(%)	(74.29)	(14.15)	331.77	28.97
归属母公司股东权益	8,924	9,176	9,964	10,993					
少数股东权益	1,097	1,096	1,096	1,096					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,021</b>	<b>10,272</b>	<b>11,059</b>	<b>12,089</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,097</b>	<b>24,789</b>	<b>27,245</b>	<b>29,354</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	599	1,663	(168)	1,253	每股净资产(元)	4.97	5.11	5.54	6.12
投资活动现金流	(1,583)	(979)	(638)	(578)	最新发行在外股份(百万股)	1,797	1,797	1,797	1,797
筹资活动现金流	1,144	81	48	56	ROIC(%)	3.42	2.40	5.03	5.70
现金净增加额	161	770	(758)	731	ROE-摊薄(%)	2.29	1.91	7.61	8.89
折旧和摊销	793	690	716	731	资产负债率(%)	60.07	58.56	59.41	58.82
资本开支	(868)	(789)	(601)	(566)	P/E (现价&最新股本摊薄)	60.30	70.23	16.27	12.61
营运资本变动	(730)	403	(2,123)	(941)	P/B (现价)	1.38	1.34	1.24	1.12

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>