

# 十张图表解读公司投资价值

## ——振江股份 (603507.SH) 首次覆盖

电力设备

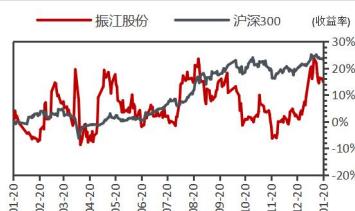
报告原因：

**买入** (首次评级)

	2026年01月20日
收盘价 (元)	27.68
一年内最高/最低 (元)	29.94/21.25
市净率	2.1
股息率 (分红/股价)	1.07
流通 A 股市值 (百万元)	5,031
上证指数/深证成指	4,114/14,156
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算	

	2025年09月30日
每股净资产 (元)	13.1
资产负债率%	68.63
总股本/流通 A 股 (百万)	184/182
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

证券分析师

朱攀

S0820525070001

021-32229888-25527

zhupan@ajzq.com

联系人

陆嘉怡

S0820124120008

021-32229888-25521

lujiyi@ajzq.com

投资要点：

- **投资建议：**首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.71/3.18/4.78亿元，对应PE为30/16/11倍。考虑欧洲风电增长潜力大，公司在欧洲客户稳定，在风电单机功率和价值量提升背景下，公司盈利能力有望持续提升；公司开展装配、铸造业务以及外骨骼机器人等新业务有望为公司带来新增量。公司PE低于可比公司均值，给予“买入”评级。
- **行业与公司情况：**1) 公司主营风电和光伏产品，积极开展装配、铸造以及外骨骼机器人等新业务。全球风电总装机量的快速增长带动风电设备及零部件行业的迅速发展，外骨骼机器人在医疗、文旅和工业等领域应用前景广阔；2) 传统风电业务核心产品是定转子，公司客户资源稳中有增，西门子歌美飒和Enercon等客户提供稳定增长动力；3) 积极开展装配和铸造业务，铸造业务一期7万吨基本建成，审厂完成后开始小批量生产，预计到2027年满产，有望增厚利润；4) 公司外骨骼机器人2026年有望实现批量生产，有望构筑公司新增长极。
- **有别于市场的观点：**1) 市场普遍认为风电行业竞争激烈，公司盈利能力受限。我们认为公司和欧洲风电主要企业西门子歌美飒、Nordex、维斯塔斯等企业深度合作，客户资源稳中有增，在单机功率提升趋势下，单机价值量和毛利率或提升，有望维持传统风电业务持续增长，公司积极开展装配和铸造业务，有望提升毛利，增厚利润；2) 市场普遍认为外骨骼机器人放量节奏较慢，贡献的利润有限。我们认为外骨骼机器人市场空间广阔，且公司2026年或实现批量生产，外骨骼机器人行业毛利率较高，有望成为公司利润新增长极。
- **关键假设点：**1) 风电业务：假设2025-2027年收入增长率分别为20%/19%/18%，毛利率分别为24.3%/25.0%/25.2%；2) 铸造业务：假设2025-2027年收入分别为0/2/5亿元，毛利率分别为0%/27%/27%；3) 装配业务：假设2025-2027年收入分别为0/20/30亿元，毛利率分别为0%/5%/5%；4) 外骨骼：假设2025-2027年收入分别为0.2/1.4/2.8亿元，毛利率分别为52%/52%/52%。
- **催化剂：**1) 西门子歌美飒等客户审厂和小批量供货；2) 铸造和装配业务产能释放；3) 外骨骼机器人关联脑机接口产品放量。
- **风险提示：**1) 全球贸易壁垒加剧的风险；2) 市场竞争加剧风险；3) 新业务开展不及预期风险。

### 财务数据及盈利预测

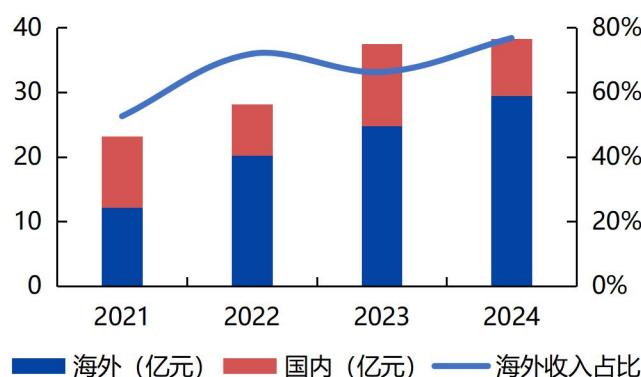
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,842	3,946	4,034	7,076	9,355
同比增长率 (%)	32.3%	2.7%	2.2%	75.4%	32.2%
归母净利润 (百万元)	184	178	171	318	478
同比增长 (%)	94.1%	-3.0%	-4.0%	85.7%	50.6%
每股收益 (元/股)	1.00	0.97	0.93	1.72	2.60
毛利率 (%)	20.3%	19.9%	21.8%	18.2%	18.2%
ROE (%)	7.6%	7.2%	6.5%	10.7%	13.9%
市盈率	21.4	28.6	29.8	16.1	10.7

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

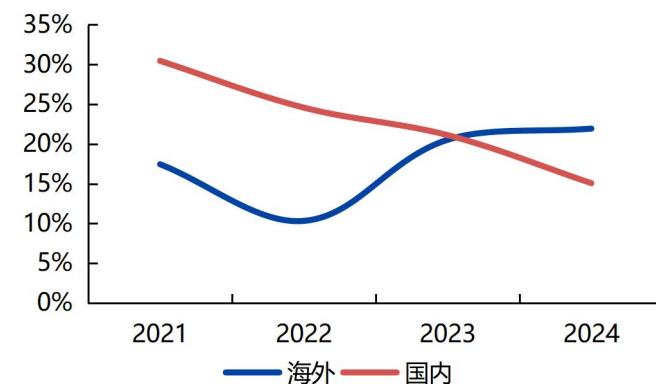
**图表 1：公司主营风电和光伏产品，2024 年风电收入占比超 60%，利润占比更高**

产品	收入 (亿元)	收入占比	毛利 (亿元)	毛利占比	毛利率
风电	24.69	62.57%	5.89	75.13%	23.84%
光伏	9.01	22.83%	1.11	14.16%	12.30%
其他	5.76	14.60%	0.84	10.71%	14.58%
总计	39.46	100%	7.84	100%	19.86%

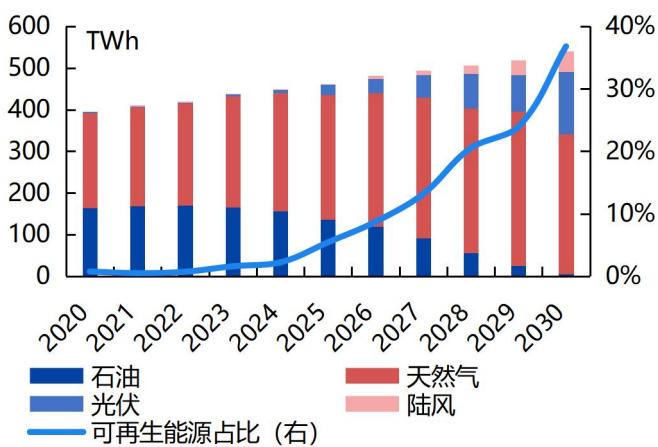
资料来源：iFind，爱建证券研究所

**图表 2：公司海外收入占比逐渐提升，2024 年超 75%**

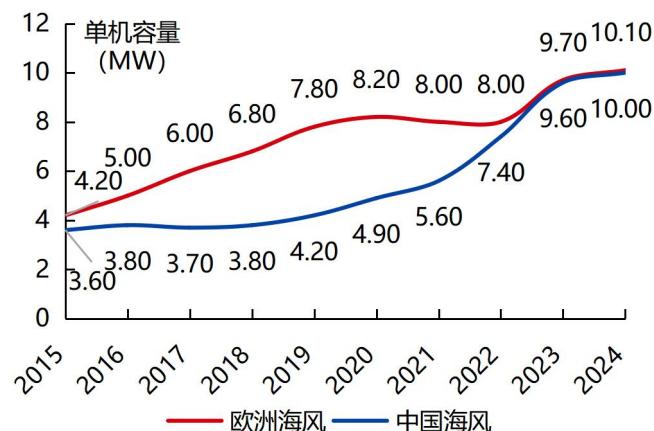
资料来源：iFind，爱建证券研究所

**图表 3：公司海外业务毛利率逐渐提升且 2024 年明显高于国内**

资料来源：iFind，爱建证券研究所

**图表 4：沙特全国发电量中光伏+风电占比迅速提升，公司在沙特设立光伏支架+燃气轮机产能切入市场**

资料来源：CNN，爱建证券研究所

**图表 5：欧洲和中国海风平均单机容量呈提升趋势，有望提升公司的单机价值量和毛利率**

资料来源：CWEA, WindEurope, 爱建证券研究所

**图表 6：西门子歌美飒在 2024 年全球海上风电新增装机整机制造商中市场份额第一，公司为其总装供应商，是其风力发电机在全球唯一的虚拟工厂，同时，公司与其他风电主机商的总装业务也在紧锣密鼓地洽谈中**

排名	制造商名称	装机容量	占比	所在国家
1	西门子歌美飒	3.4 GW	32.51%	西班牙/德国
2	明阳智能	2.3 GW	16.80%	中国
3	金风科技	1.1 GW	10.55%	中国
4	东方电气	971 MW	9.28%	中国

5	电气风电	850 MW	8.13%	中国
6	维斯塔斯	790 MW	7.55%	丹麦
7	中船海装	615 MW	5.88%	中国
8	通用电气韦尔诺瓦	311 MW	2.98%	美国
9	中国中车	230 MW	2.20%	中国
10	远景能源	172 MW	1.65%	中国

资料来源：GWEC, CWEA, 爱建证券研究所

**图表 7：2025 年公司主要合作的欧洲客户的风电订单呈快速增长趋势，利好公司总装及定转子等业务**

企业客户	订单
西门子歌美飒	2025Q1-Q3 订单金额分别约为 8.8/48.9/11.2 亿欧元，总计 68.9 亿欧元（测算 2025Q1-Q3 订单分别为 0.8GW/4.4/1.0GW，总计约为 6.2GW）
维斯塔斯	2025Q1-Q3 订单分别为 3.1/2.0/4.6GW，总计 9.7GW
Nordex	2025Q1-Q3 订单分别为 2.2/2.3/2.2GW，总计 6.7GW

资料来源：各企业官网，爱建证券研究所（西门子歌美飒订单容量由订单金额测算，按 1.11 欧元/W）

**图表 8：国内主要外骨骼公司 Hypershell 估值近 4 亿美元**

企业名称	国家	领域	简介
Ekso Bionics	美国	医疗/工业	公司依托美国伯克利机器人实验室，医疗、工业外骨骼领域企业，产品涵盖医疗康复与工业助力领域，产品组合包括 EksoNR、EksoIndego、EksoEVO 等，累计部署约 900 台设备，市值约 0.3 亿美元。
Cyberdyne	日本	医疗/工业	核心产品 HAL 系列是全球首款肌电控制外骨骼，通过精准采集患者的肌电信号，精准解读其运动意图，产品累计销量约 3000 余台，市值约 3 亿美元。
Ottobock	德国	医疗	现为全球领先的假体、矫具、轮椅及外骨骼系统制造商，公司专注于通过先进的可穿戴人体生物机械技术恢复或提升人的运动能力。
Lifeward	以色列	医疗	全球首个通过 FDA 认证的医疗外骨骼企业，专注于研发和商业化穿戴式外骨骼系统，帮助脊髓损伤和下肢瘫痪者恢复站立、行走能力，市值约 0.1 亿美元。
Hyundai Robotics	韩国	医疗/工业	现代汽车旗下实验室，工业外骨骼产品包括 X-Ble Shoulder 等。
Palladyne	美国	工业	关注自身 AI 软件，降低机器部署成本与门槛，市值约为 2.8 亿美元。
Rex Bionics	新西兰	医疗/民用	专注下肢外骨骼研发，核心产品为无需拐杖、可自主支撑的 REX 系列康复外骨骼，用于协助行动障碍者站立行走与康复训练。
傅利叶智能	中国	医疗	开发了多款医疗康复外骨骼，更核心的是推出了开放式的康复机器人技术平台，向全球合作伙伴提供核心模块和解决方案，构建生态体系，估值或超 10 亿美元。
傲鲨智能	中国	消费/工业	中国工业外骨骼企业。深度聚焦工业场景+精准定义产品，旗下腰部、上肢等多款产品已在实际汽车制造、物流企业中大规模应用，2025 年完成数千万元 B 轮融资。
Hypershell	中国	医疗/消费	专注于通过智能外骨骼技术增强人的移动能力。其主要业务包括设计、制造并销售面向户外探险、日常助力与运动增强的外骨骼设备系列，目前产品已售出约 2 万台，估值接近 4 亿美元。
振江股份	中国	消费/工业/医疗	专注于外骨骼机器人智能控制算法及仿生学设计研究，主要涉及上肢助力外骨骼、腰部助力外骨骼的总体技术和核心部位的组件技术，2026 年有望实现批量生产。

资料来源：Globle Info Research, 中研普华, 公司公告, ZOL, 爱建证券研究所

**图表 9：公司利润增长逻辑**

项目	观点
利润增长逻辑	1) 公司和西门子歌美飒合作关系稳固，是后者风力发电机全球唯一虚拟工厂，2024 年全球海上风电新增

	装机整机制造商中西门子歌美飒占比超 30%，且公司积极开拓新客户；2) 装配业务订单量逐渐提升；3) 外骨骼机器人业务快速放量。
行业需求核心变量	1) 欧洲风电装机量；2) 外骨骼机器人需求量。
季度业绩趋势判断	公司传统风电业务稳定，装配业务 Nordex 2026 年 2 月开始审厂，后续小批量供货，预计 2027 年大批量供货；铸造工厂一期 7 万吨产能基本建成，2026 年 1 月开始审厂，后续小批量生产，预计到 2027 年满产，我们预计 2026Q1 随着审厂逐步推进，业绩将出现提升。
公司跟踪的核心指标	1) 欧洲风电装机量；2) 铸造和装配业务订单量；3) 外骨骼机器人出货量。
关键假设点	1) 风电业务：假设 2025-2027 年收入增长率分别为 20%/19%/18%，毛利率分别为 24.3%/25.0%/25.2%； 2) 铸造业务：假设 2025-2027 年收入分别为 0/2/5 亿元，毛利率分别为 0%/27%/27%；3) 装配业务：假设 2025-2027 年收入分别为 0/20/30 亿元，毛利率分别为 0%/5%/5%；4) 外骨骼：假设 2025-2027 年收入分别为 0.2/1.4/2.8 亿元，毛利率分别为 52%/52%/52%。

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

**图表 10：可比公司估值表**

代码	名称	总市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002202.SZ	金风科技	1,000.51	32.88	43.72	52.53	30.43	22.89	19.05
601615.SH	明阳智能	445.06	14.52	24.67	32.13	30.64	18.04	13.85
002487.SZ	大金重工	365.18	10.90	15.44	20.55	33.50	23.65	17.77
均值						31.53	21.52	16.89
603507.SH	振江股份	51.01	1.71	3.18	4.78	29.83	16.06	10.66

资料来源：iFind，爱建证券研究所（备注：所有可比公司业绩均为 iFind 一致预期，基于 2026 年 1 月 20 日数据。）

#### 风险提示：

- 1) 全球贸易壁垒加剧的风险：**全球贸易壁垒有逐步加剧趋势，公司海外收入逐渐提升且毛利率较高，若公司不能有效应对贸易政策变化，则会影响其盈利能力。
- 2) 市场竞争加剧风险：**光伏和风电等新能源行业竞争逐渐加剧，若公司不能及时迭代技术并降低成本，则会影响公司经营状况。
- 3) 新业务开展不及预期风险：**公司积极开展外骨骼机器人等业务，若业务进度不及预期，则会对公司盈利能力产生影响。

**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	1,028	1,241	410	745	1,013	净利润	204	179	171	318	479
应收款项	878	753	1,265	2,271	2,404	折旧摊销	192	215	264	315	360
存货	1,209	1,116	1,408	3,223	2,902	营运资本变动	199	-494	1,353	4,404	66
<b>流动资产</b>	<b>3,501</b>	<b>3,449</b>	<b>3,633</b>	<b>7,158</b>	<b>7,517</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>384</b>	<b>490</b>	<b>-533</b>	<b>-780</b>	<b>1,269</b>
长期股权投资	26	25	26	24	24	资本开支	380	719	1,525	630	735
固定资产	1,897	2,157	2,693	3,155	3,592	投资变动	5	-52	-40	-19	6
在建工程	108	193	832	611	464	<b>投资活动现金流</b>	<b>-382</b>	<b>-808</b>	<b>-1,503</b>	<b>-638</b>	<b>-758</b>
无形资产	171	285	288	294	302	银行借款	1,341	2,065	3,085	5,038	5,012
<b>非流动资产</b>	<b>2,860</b>	<b>3,476</b>	<b>4,524</b>	<b>4,784</b>	<b>5,086</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>237</b>	<b>392</b>	<b>1,218</b>	<b>1,774</b>	<b>-207</b>
<b>资产合计</b>	<b>6,361</b>	<b>6,925</b>	<b>8,157</b>	<b>11,941</b>	<b>12,603</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>239</b>	<b>73</b>	<b>-831</b>	<b>335</b>	<b>268</b>
短期借款	1,332	1,643	2,512	4,365	4,289	期初现金	708	1,028	1,241	410	745
应付款项	635	524	494	1,436	1,205	期末现金	1,028	1,241	410	745	1,013
流动负债	635	524	494	1,436	1,205						
长期借款	9	423	573	673	723						
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>非流动负债</b>	<b>791</b>	<b>1,258</b>	<b>1,112</b>	<b>1,511</b>	<b>1,794</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,859</b>	<b>4,408</b>	<b>5,468</b>	<b>8,935</b>	<b>9,117</b>						
股本	142	184	184	184	184						
资本公积	1,461	1,409	1,409	1,409	1,409						
留存收益	807	930	1,101	1,418	1,897						
归母股东权益	2,411	2,472	2,643	2,961	3,439						
少数股东权益	91	45	38	35	36						
<b>负债和权益总计</b>	<b>6,361</b>	<b>6,925</b>	<b>8,150</b>	<b>11,930</b>	<b>12,592</b>						

利润表					财务比率						
	单位:百万元					2023A 2024A 2025E 2026E 2027E					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,842	3,946	4,034	7,076	9,355	<b>成长能力指标</b>					
营业成本	3,062	3,162	3,155	5,790	7,657	营业收入增速	32.3%	2.7%	2.2%	75.4%	32.2%
税金及附加	20	25	34	61	81	营业利润增速	64.4%	2.9%	-4.3%	84.1%	50.1%
销售费用	50	50	61	92	122	归母净利润增速	94.1%	-3.0%	-4.0%	85.7%	50.6%
管理费用	141	154	161	248	327	<b>盈利能力指标</b>					
研发费用	127	137	149	248	327	毛利率	20.3%	19.9%	21.8%	18.2%	18.2%
财务费用	135	143	77	134	171	净利率	5.3%	4.5%	4.2%	4.5%	5.1%
资产减值损失	-33	-33	82	69	76	ROE	8.1%	7.1%	6.4%	10.6%	13.8%
公允价值变动	-8	6	-20	-10	0	ROIC	4.5%	3.4%	2.5%	3.5%	5.0%
投资净收益	-41	-43	-95	-49	-24	<b>偿债能力</b>					
<b>营业利润</b>	<b>216</b>	<b>222</b>	<b>213</b>	<b>392</b>	<b>589</b>	资产负债率	60.7%	63.6%	67.0%	74.8%	72.3%
营业外收支	26	-4	-4	-4	-4	净负债比率	1.54	1.75	2.04	2.98	2.62
<b>利润总额</b>	<b>242</b>	<b>218</b>	<b>209</b>	<b>388</b>	<b>585</b>	流动比率	1.14	1.10	0.83	0.96	1.03
所得税	38	39	38	70	105	速动比率	0.66	0.68	0.42	0.44	0.51
<b>净利润</b>	<b>204</b>	<b>179</b>	<b>171</b>	<b>318</b>	<b>479</b>	<b>营运能力</b>					
少数股东损益	20	1	0	1	1	总资产周转率	0.60	0.57	0.49	0.59	0.74
<b>归母净利润</b>	<b>184</b>	<b>178</b>	<b>171</b>	<b>318</b>	<b>478</b>	应收账款周转率	4.38	5.24	3.19	3.12	3.89
EBITDA	569	569	570	839	1,116	存货周转率	3.18	3.54	2.86	2.20	3.22
						<b>每股指标</b>					
						每股收益	1.29	0.97	0.93	1.72	2.60
						每股经营性现金流	2.70	2.66	-2.89	-4.23	6.89
						每股净资产	17.62	13.66	14.55	16.25	18.86
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	21.40	28.63	29.83	16.06	10.66
						市销率	1.02	1.29	1.26	0.72	0.55
						市净率	1.57	2.03	1.90	1.70	1.47
						EV/EBIT	17.94	23.36	33.21	25.34	17.48
						EV/EBITDA	11.89	14.53	17.82	15.84	11.83

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 个月内公司的股价（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。