

2026年02月04日

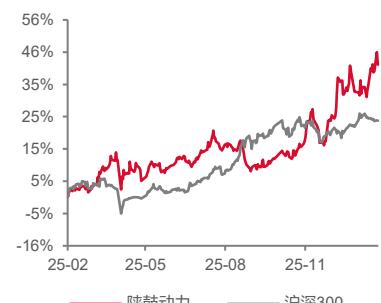
买入（维持）

证券分析师

商俭 S0630525060002

shangjian@longone.com.cn

| | |
|-------------|------------|
| 数据日期 | 2026/02/03 |
| 收盘价 | 10.91 |
| 总股本(万股) | 172,347 |
| 流通A股/B股(万股) | 170,621/0 |
| 资产负债率(%) | 61.40% |
| 市净率(倍) | 1.97 |
| 净资产收益率(加权) | 6.83 |
| 12个月内最高/最低价 | 11.14/7.84 |



陕鼓动力（601369）：高分红能量转换设备龙头，“制造+运营+服务”协同发展

——公司深度报告

投资要点：

- 深耕能量转换设备，技术水平国际领先。陕鼓动力于1968年成立，深耕能量转换设备（轴流压缩机、离心压缩机、膨胀机）领域近60年，技术国际先进水平，是国家重大装备制造企业。公司压缩机组广泛应用于储能、石油化工、煤化工、冶金、有色、电力、硝酸、发酵等国民经济支柱产业，深度受益下游重工业领域回暖。公司常年维持高现金分红，2019-2024年股利支付率超60%，2025Q3公司现金储备达109.55亿元，财务状况稳健扎实。
- 压缩空气储能规模增长，公司机组综合效率领先。国内新型储能装机规模快速增长，2024年底累计装机达7376万千瓦。压缩空气储能技术凭借容量大、安全高、寿命长、低成本等优势成为核心赛道。根据我们统计的2025年20个签约、评审、招标、开工和并网的国内压缩空气储能项目，总规模达8420MW，规模和数量显著扩大。公司空气压缩机组综合效率达88%，具备10MW-660MW全工况设备制造能力。2025年公司签订某100MW压缩空气储能项目，中标200MW和3x350MW压缩空气储能项目。深度受益压缩空气储能市场扩容。
- 煤化工扩产红利释放，公司核心设备深度受益。我国“富煤、贫油、少气”的能源结构决定煤化工行业的战略重要性。我国部分地区煤资源煤制油，煤制天然气相比传统制取方式有较大成本优势。我国煤化工产能稳步提升，2024年煤制油、煤制气产能分别达931万吨/年、74.55 m³/年。2025年新疆地区煤制天然气项目大幅扩产，重点煤制天然气项目7个总产能达155亿m³/年，极大提升国内煤制气总产能。公司作为煤化工核心设备供应商，产品覆盖压缩机、空分设备等关键装备。2024年以来公司签订20亿m³/年煤制天然气、360万吨/年甲醇制烯烃等多个里程碑项目，技术实力获行业广泛认可，深度受益煤化工扩产。
- 工业气体运营成稳定增长引擎。公司国产化空分压缩机市场占有率超82%，公司依托秦风气体运营30余个气体厂，2024年能源基础设施运营板块营收达39.62亿元，营业收入占比达38.55%。2024年公司合同供气量达165.36万Nm³/h，已运营供气量95.66万Nm³/h，业务规模持续扩大，有效平衡收入结构，降低下游行业周期波动影响。
- 投资建议：公司是国内能量转换设备领域龙头企业，在空气压缩储能、煤化工、工业气体运营等领域持续突破，给公司未来稳定增长注入支撑。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为10.74亿元、11.10亿元、11.82亿元，当前股价对应PE分别为17.51/16.93/15.91倍。公司在能源转换设备、能源基础设施运营和服务等行业具备领先优势，看好公司未来“制造+运营+服务”的布局。首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：下游行业周期性波动风险；政策调整风险；国际化经营风险。

盈利预测与估值简表

| 指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入（百万元） | 10,277.08 | 10,705.28 | 11,472.50 | 12,280.33 |
| 同比增长率（%） | 1.32% | 4.17% | 7.17% | 7.04% |
| 归母净利润（百万元） | 1,041.59 | 1,073.95 | 1,110.45 | 1,181.89 |
| 同比增长率（%） | 2.09% | 3.11% | 3.40% | 6.43% |
| EPS 摊薄（元） | 0.60 | 0.62 | 0.64 | 0.69 |
| P/E | 18.05 | 17.51 | 16.93 | 15.91 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2026年2月3日盘后）

正文目录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 1. 陕鼓动力：深耕能量转换设备，技术国际领先 | 4 |
| 1.1. 公司压缩机技术储备深厚，实控人为西安市国资委 | 4 |
| 1.2. 公司业务覆盖下游众多工业领域 | 5 |
| 1.3. 盈利能力保持稳定，常年保持高现金分红 | 8 |
| 2. 国内压缩空气储能规模扩大，公司签约多个项目 | 9 |
| 2.1. 我国新型储能装机规模快速发展 | 9 |
| 2.2. 压缩空气储能技术和经济性优势明显，商业前景广阔 | 10 |
| 2.3. 国内压缩空气储能项目规模显著扩大 | 11 |
| 2.4. 公司压缩机组综合效率领先，签约多个压缩空气储能项目 | 12 |
| 3. 受益煤化工大幅扩产，公司参与多个里程碑项目 | 13 |
| 3.1. 成本领先+能源战略价值，煤化工行业前景广阔 | 13 |
| 3.2. 新疆地区煤化工产业大幅扩产 | 15 |
| 3.3. 公司相关设备行业领先，参与多个煤化工项目 | 16 |
| 4. 盈利预测 | 18 |
| 4.1. 收入假设及盈利预测 | 18 |
| 4.2. 投资建议 | 19 |
| 5. 风险提示 | 19 |

图表目录

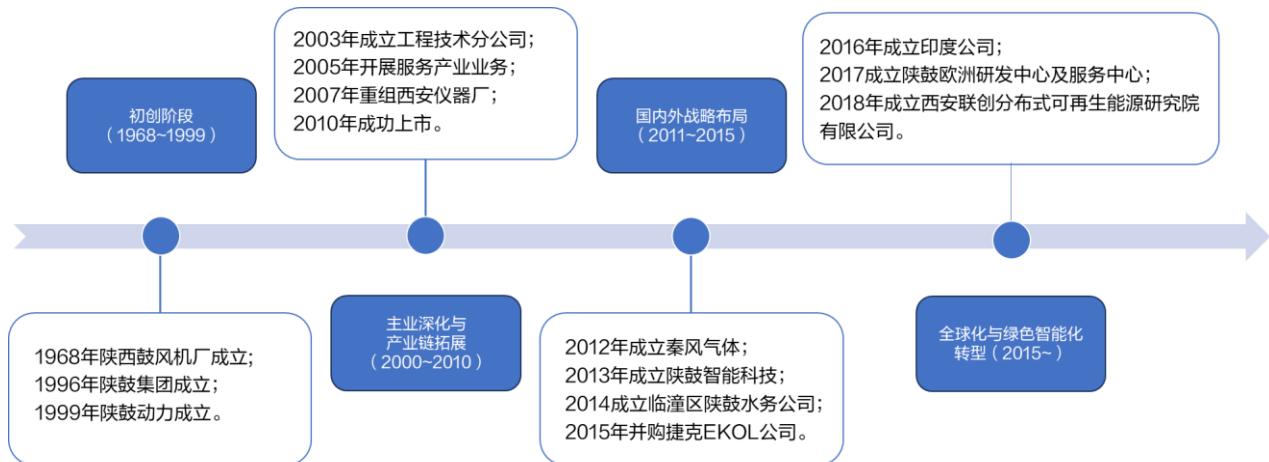
| | |
|--|----|
| 图 1 陕鼓动力发展历程 | 4 |
| 图 2 陕鼓动力股权结构 | 4 |
| 图 3 陕鼓动力海外项目压缩机组一次试车成功 | 6 |
| 图 4 公司离心压缩机设备产销量增长迅速（台套） | 6 |
| 图 5 陕鼓动力的空分机组 | 7 |
| 图 6 公司气体运营业务合同供气量不断增长 | 7 |
| 图 7 公司能源基础设施运营收入持续增长 | 7 |
| 图 8 公司营业收入情况 | 8 |
| 图 9 公司归母净利润情况 | 8 |
| 图 10 公司常年维持高现金比重 | 8 |
| 图 11 公司常年维持高分红 | 8 |
| 图 12 公司净利率及毛利率保持稳定 | 9 |
| 图 13 公司三项费用率保持稳定 | 9 |
| 图 14 我国新型储能装机规模快速增长 | 9 |
| 图 15 非补燃式压缩空气储能技术原理示意图 | 10 |
| 图 16 公司 AV140 轴流压缩机组，可用于压缩空气储能领域 | 12 |
| 图 17 煤化工分类 | 13 |
| 图 18 我国煤炭产量稳步提升（亿吨） | 14 |
| 图 19 直接煤制油与传统制油成本对比 | 14 |
| 图 20 2025 年环渤海煤炭价格走势图 | 15 |
| 图 21 2024 年原油进口量与本土产量对比 | 15 |
| 图 22 煤化工产能稳定提升 | 15 |
| 图 23 宝丰能源固定资产大幅增加 | 16 |
| 图 24 宝丰能源聚烯烃大幅扩产 | 16 |
| 图 25 煤化工各类设备投资占比 | 17 |
| 图 26 陕鼓总包某焦炉煤气制 LNG 项目 | 17 |
| | |
| 表 1 公司主营业务三大板块 | 5 |
| 表 2 公司 2025 上半年主要国内外里程碑项目 | 5 |
| 表 3 不同储能技术参数对比 | 10 |
| 表 4 压缩空气储能效率持续提升 | 11 |
| 表 5 压缩空气储能试点项目（部分） | 11 |
| 表 6 2025 年国内压缩空气储能重大进展项目统计 | 11 |
| 表 7 公司已签约的压缩空气储能项目 | 13 |
| 表 8 新疆重点煤制天然气大幅扩产 | 16 |
| 表 9 2024 年以来公司签订多个煤化工行业里程碑项目 | 17 |
| 表 10 陕鼓动力 2025-2027 年营业收入预测 | 18 |
| 表 11 可比公司估值 | 19 |
| | |
| 附录：三大报表预测值 | 21 |

1.陕鼓动力：深耕能量转换设备，技术国际领先

1.1.公司压缩机技术储备深厚，实控人为西安市国资委

陕鼓动力成立于 1968 年，是一家以压缩机制造和服务为主的国家重大装备制造企业，主要经营业务为能量转换设备的制造与相关服务。公司以研发为根本驱动力，以服务客户为重要发展理念，持续深化服务型制造转型，为客户提供“专业化+一体化”的系统解决方案。目前，公司在轴流压缩机，离心压缩机等主营业务领域中持续深耕，技术已达到国际先进水平；同时不断强化智能制造业务，推进公司智能制造战略布局，助力公司持续高质量发展。

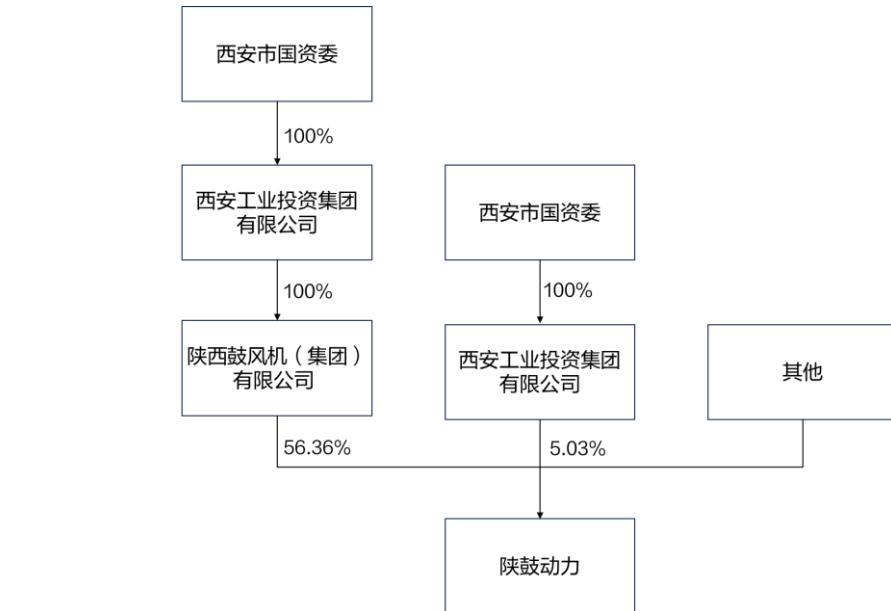
图1 陕鼓动力发展历程



资料来源：公司官网，东海证券研究所整理

公司实际控制人为西安市国资委。截至 2025 年三季度，西安市国资委通过旗下 100% 控股的西安工业投资集团有限公司和陕西鼓风机（集团）有限公司的间接路径，合计持有陕鼓动力 61.39% 的股份（其中陕西鼓风机（集团）有限公司持股 56.36%，西安工业投资集团有限公司直接持股 5.03%），实现对陕鼓动力的绝对控股，其余股份由其他股东持有。

图2 陕鼓动力股权结构



资料来源：公司公告，Wind，东海证券研究所整理（截止 2025 年 9 月 30 日）

1.2. 公司业务覆盖下游众多工业领域

公司业务范围涵盖储能、石油化工、煤化工、冶金、有色、电力、硝酸、发酵等国民经济支柱产业以及“一带一路”、智慧城市等诸多领域，主要分为能量转换设备，工业服务，能源基础设施运营三大板块。能量转换设备覆盖轴流压缩机、离心压缩机、膨胀机三类机型，广泛应用于各种工业场景；工业服务涵盖安装调试、检维修服务、备件零库存、驻点维保等多个流程，打造全生命周期系统服务；能源基础设施运营主要包括气体业务、能源互联岛系统解决方案等。

表1 公司主营业务三大板块

| 业务板块 | 分类 | 用途 |
|----------|-------|---|
| 能量转换设备 | 轴流压缩机 | 广泛应用于冶金行业各规格高炉、石化行业丙烷脱氢再生空压机、石化行业硝酸机组、大型抽气试验台位、风洞、制药行业。 |
| | 离心压缩机 | 适用于石油、化工、冶金、制药等工业，用在输送空气、天然气、NO 以及其它化工气体。 |
| | 膨胀机 | 广泛应用于各种工业场景。 |
| 工业服务 | - | 主要提供安装调试、检维修服务、备件零库存、驻点维保等服务。 |
| 能源基础设施运营 | - | 包括气体业务、能源互联岛系统解决方案等。 |

资料来源：公司官网，公司公告，东海证券研究所整理

公司不断开拓新市场。2025 年公司在新市场领域持续推进新技术、新工艺推广应用，在压缩空气储能、冶金全流程、石油化工、煤制烯烃等领域实现突破，取得里程碑式进展；同时，继续以市场趋势确定研发趋势，最大化满足市场需求，以培养提升核心竞争力为目标，围绕核心技术水平提升、重点产品优化升级开展技术研发工作。

积极开展海外布局。公司与国内大型设计院及工程公司等合作伙伴协同出海，拓展海外市场，扩大市场占有率；同时，在“一带一路”沿线新兴市场，公司深挖大客户资源，加强海外机构建设，强化当地系统销售能力。2025 年，公司在 RFCC 石油脑处理装置、延迟焦化装置等富气压缩机组及循环气压缩机组等多个市场领域实现首台套业绩突破，打破了国外在海洋平台离心压缩机组市场的垄断，有效提升了公司的海外品牌知名度。

表2 公司 2025 上半年主要国内外里程碑项目

| 序号 | 2025 年上半年公司新市场里程碑项目 |
|----|---|
| 1 | 上半年压缩空气储能项目市场拓展取得显著成效，签订某 350MW 压缩空气储能电站配套机组，是单体规模和流量最大的压缩空气储能项目之一，该项目成功签订对构建新型电力系统、推动能源转型具有重要示范意义。同时又实现某压缩空气储能项目群的落单与协议达成，签订某 100MW 压缩空气储能项目，中标 200MW 和 3 × 350MW 压缩空气储能项目，助力公司占据压缩空气储能市场的制高点。 |
| 2 | 签订某新能源及配套煤电、碳捕集一体化项目配套压缩机组，实现公司在国内首套油田碳捕集项目 CCUS 装置领域用高压 CO2 压缩机组的供货，为公司 CO2 压缩机组提供了更加丰富的应用场景，进一步提升公司 CCUS 领域市场地位夯实基础。 |

- 3 签订某 10 万吨/年“液态阳光”项目压缩机组，公司实现国内首个拥有 100% 自主知识产权的全流程“液态阳
光”二氧化碳加绿氢制甲醇工业化示范项目的供货，成为公司在绿醇市场的重大突破，为公司新型化工领域市
场开拓打下了坚实基础。
- 4 签订某 20 亿立方米/年煤制天然气项目压缩机组，实现为国内首个将绿色电力、绿色氢能与煤制天然气生产实
现高度耦合的典型工程的供货，公司压缩机组成功应用于煤制天然气领域，对公司抢抓大型煤化工市场具有示
范推广意义。
- 5 实现 300 万吨/年芳烃转化重整装置配套氢增压压缩机签订，该项目成功签订使公司离心压缩机在化工领域的
影响力大幅提升，为后续持续开拓化工新材料及下游化工市场奠定坚实基础。
- 6 签订某 MTP 工艺技术升级改造项目 360 万吨/年 MTO 装置配套机组，该项目是国内单线规模最大甲醇制烯烃
项目，该项目的成功签订进一步提升了公司在烯烃市场影响力，为公司在煤化工高端市场开拓打下坚实的基
础。
- 7 签订某 75 万吨/年天然气深加工耦合精细化工产品项目配套反应气压缩机组，首次参与该领域国产化工艺包，
将油气化工与天然气深加工工艺相融合，推动清洁能源与传统化工产业的深度结合，奠定了公司压缩机组在该
工艺流程领域的市场主导地位。
- 8 签订某高效背压发电机组 EPC 工程总承包项目，公司反动式汽轮机首次进入热电领域，是首个以公司汽轮机
产业为主导签订的机组 EPC 单元总承包项目，体现了公司分布式能源系统解决方案的先进性，奠定了公司汽
轮机在热电领域的市场地位，提升了公司汽轮机的品牌影响力。
- 10 签订某全球产能规模最大的天然碱开发利用项目碱加工装置配套热泵压缩机组，该机组为国内该领域最大处理
流量机组，该项目的成功签订使公司实现天然碱市场再次突破，并对后续碱业热泵真空制盐、化工真实气体等
市场开拓具有标杆作用。
- 11 签订某 100 万吨/年废弃油脂加工可持续航空燃料项目配套压缩机，该废弃油脂资源化利用是国家发布首批绿
色低碳先进技术示范项目，该项目的成功签订对公司在废弃油脂资源化领域具有市场战略意义。
- 12 签订某 RFCC 石油脑处理装置压缩机组，是公司富气压缩机组、循环气机组首次进入西亚市场，该项目的成
功签订是公司在海外炼化领域的重大突破，增强了公司在国际炼化市场的竞争力。
- 13 签订某海外市场最大炼油厂延迟焦化装置富气压缩机组及循环气压缩机组供货，该产品在以往简型结构基础
上的创新设计，满足用户差异化结构要求，并成为该地区市场排气压力最大的压缩机。该项目的成功签订对于海
外市场开拓具有重要示范意义，为公司进一步开拓油气市场奠定重要基础。

资料来源：公司公告，东海证券研究所整理

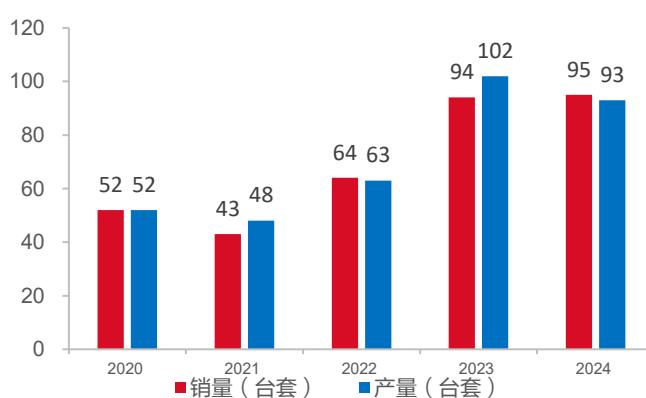
离心压缩机组产销量快速增长。公司压缩机组广泛应用于化工、油气、储能、电力、冶金等领域。2020 年以来公司离心压缩机设备产销量稳步增长，复合增长率超过 15%。根据 Fortune Business Insights 研究表明，2025 年全球离心压缩机市场规模为 42.1 亿美元，预计 2034 年将增长至 94.1 亿美元，预期复合年增长率为 9.88%，结合压缩机市场前景，公司相关业务收入有望持续增长。

图3 陕鼓动力海外项目压缩机组一次试车成功



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图4 公司离心压缩机设备产销量增长迅速（台套）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

气体运营业务已成为公司核心业务板块之一。公司气体运营业务是指专业气体服务商通过现场制气、零售供气等模式，为客户提供工业气体的生产、供应、运输及综合管理服务。目前，公司依托秦风气体等子公司提供气体运营服务，在全国已投资、建设、运营 30 余个气体厂，为钢铁、煤化工、化肥、有色冶炼等行业提供各类工业用气与相关服务。目前，公司已向客户提供近 400 台套空分压缩机组，在国产化空分压缩机市场占有率达到 82% 以上。

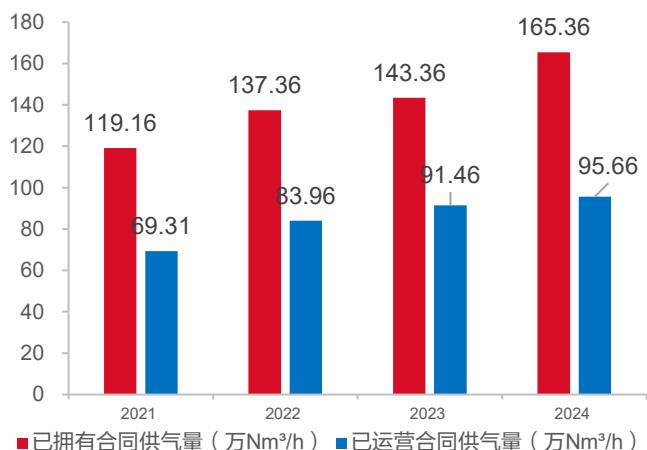
图5 陕鼓动力的空分机组



资料来源：陕鼓动力官网，东海证券研究所

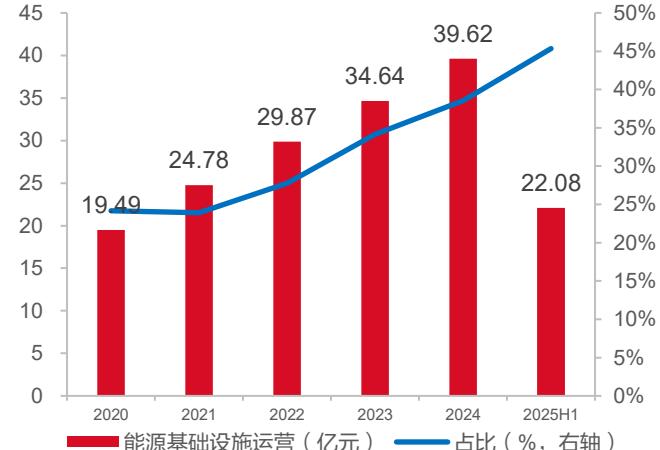
公司气体运营业务规模不断扩大，成为营收助推器与稳定器。根据 2024 年年报，公司当期新增气体项目投资额 6.16 亿元，同比增长 100.73%；已拥有合同供气量 165.36 万 Nm³/h，已运营合同供气量 95.66 万 Nm³/h，距 2021 年均有较大增长；现有运营业务不断推进，已成为公司营业收入主要增长点之一，带动能源基础设施运营板块营收与占比持续增长，营收达 39.62 亿元，占比达 38.55%；公司子公司秦风气体 2025 年中期营业收入创同期新高。气体运营业务的稳定增长有助于公司平衡收入结构，从而显著的提升抗周期能力，减少因下游冶金行业周期下行带来的收入波动风险。

图6 公司气体运营业务合同供气量不断增长



资料来源：陕鼓动力公告，东海证券研究所

图7 公司能源基础设施运营收入持续增长

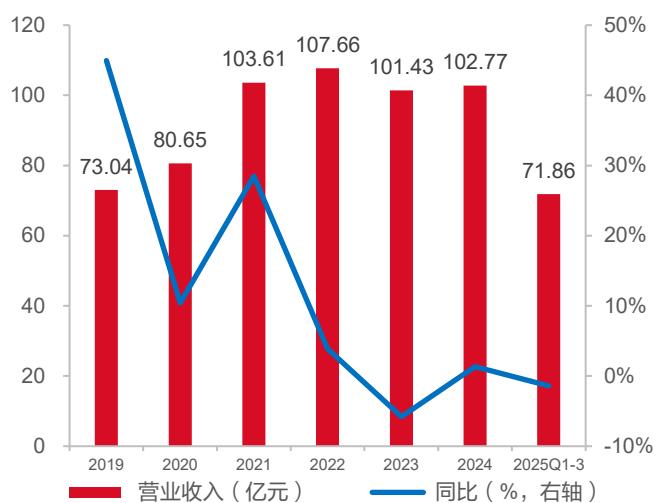


资料来源：同花顺，东海证券研究所

1.3.盈利能力保持稳定，常年保持高现金分红

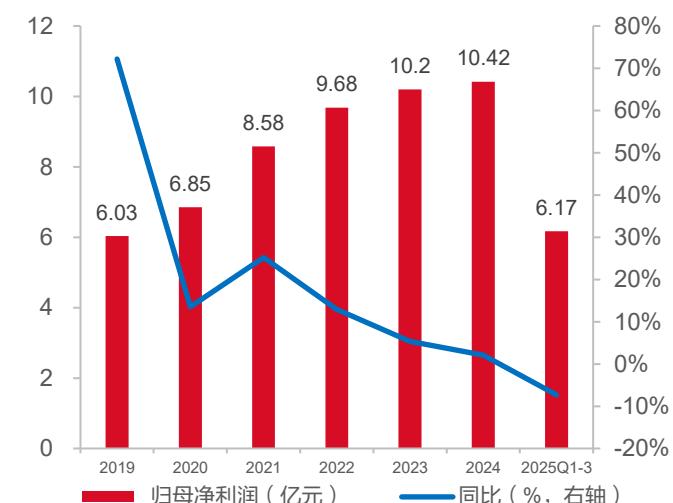
公司盈利能力保持稳定。2019-2021 年公司营收从 73.04 亿元增长至 103.61 亿元，2021 年至今公司营收变化幅度较小。同时，归母净利润持续增长，2019-2024 年公司归母净利润由 6.03 亿元增长至 10.42 亿元，创历史新高。2025 上半年营业收入及归母净利润同比略有下滑，主要系下游客户行业需求和在手项目执行进度波动所致。

图8 公司营业收入情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图9 公司归母净利润情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

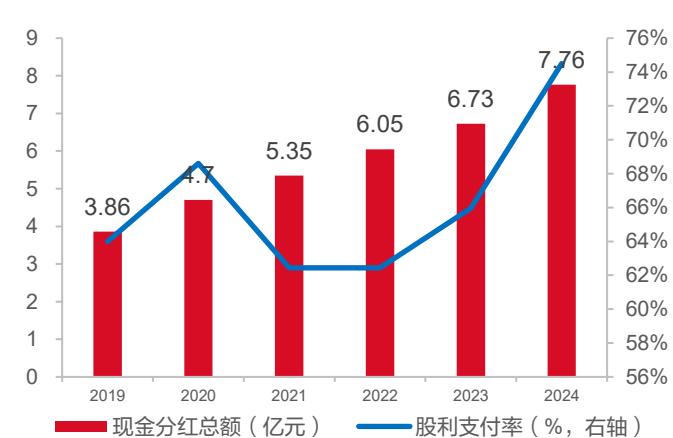
常年维持高现金比重及高现金分红。公司资产流动性良好，现金占总资产比重不断上升，截止 2025 年前三季度拥有现金 109.55 亿元，占总资产 44.32%。同时，公司坚持高现金分红股利政策，2019-2024 年现金分红始终占归母净利润 60%以上。高分红的股利支付策略能够有效地稳定投资者信心，也侧面印证了公司财务层面稳定的现金流与较强的抗风险能力。

图10 公司常年维持高现金比重



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图11 公司常年维持高分红

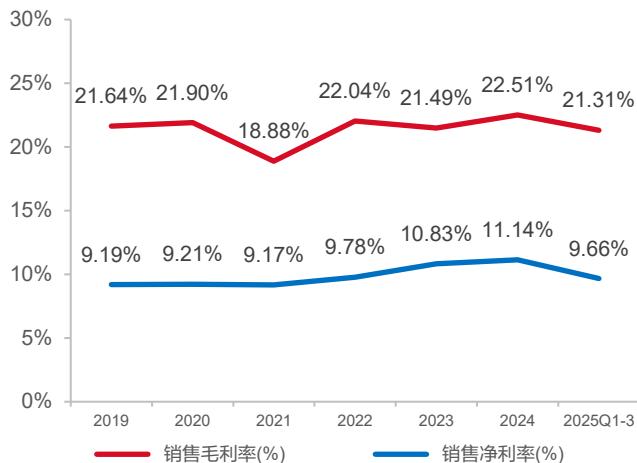


资料来源：同花顺，东海证券研究所

毛利率及净利率表现平稳。2019-2025 年三季度公司毛利率维持在 20%左右，净利率维持在 10%左右。其中，公司主营业务盈利能力不断增强，2025 年前三季度经营活动净收益达到利润总额 95.94%。主营业务结构层面，公司业务结构不断优化，能源基础设施运营成为收入增长主引擎。业务结构的持续优化有助于公司进一步提高毛利率及净利率。

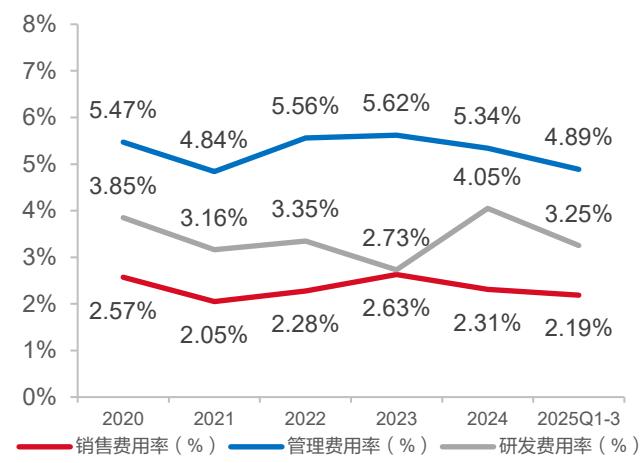
各项费用率控制良好。公司 2020-2025 年三季度三项费用率整体保持稳定，维持了较低的费用水平，体现了良好的成本控制能力。其中 2024 年研发费用率增长原因系公司不断结合分布式能源市场客户需求、加大研发投入，提升核心竞争力所致。稳健的财务风格与较低的费用率体现出公司良好的内控体系，反映出公司规避财务风险的能力，为公司未来发展提供坚实保障。

图12 公司净利率及毛利率保持稳定



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图13 公司三项费用率保持稳定



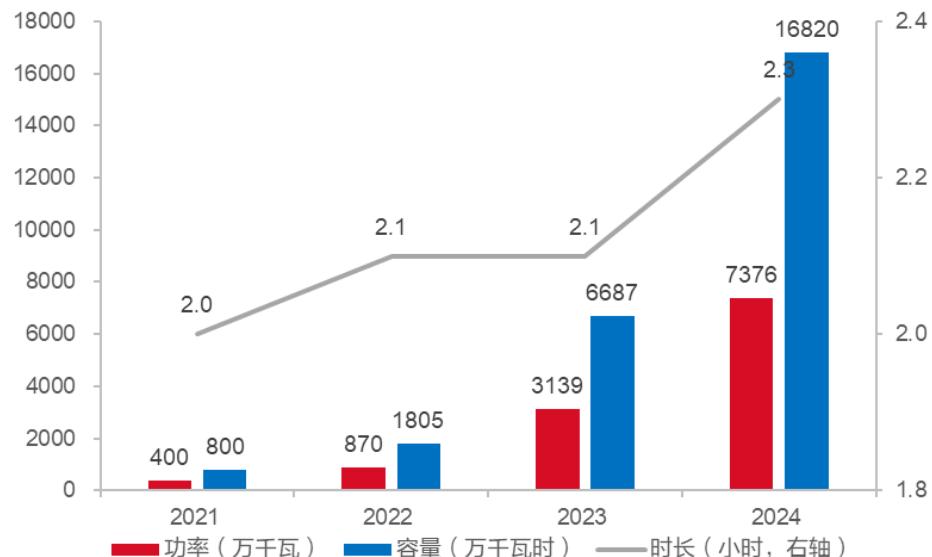
资料来源：同花顺，东海证券研究所

2. 国内压缩空气储能规模扩大，公司签约多个项目

2.1 我国新型储能装机规模快速发展

“十四五”以来我国新型储能装机规模快速增长。截至 2024 年底，全国已建成投运新型储能项目累计装机规模达 7376 万千瓦/1.68 亿千瓦时，约为 2021 年底的 20 倍，较 2023 年底增长超过 130%，全年新增新型储能装机 4237 万千瓦/1.01 亿千瓦时。从储能时长来看，全国新型储能平均储能时长 2.3 小时，较 2023 年底增加约 0.2 小时，“十四五”以来储能时长呈上升趋势。

图14 我国新型储能装机规模快速增长

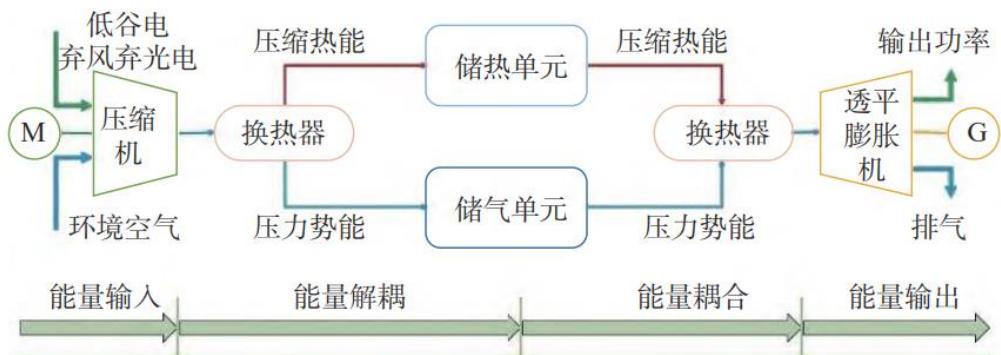


资料来源：《中国新型储能发展报告 2025》 国家能源局能源节约和科技装备司电力规划设计总院，
东海证券研究所

2.2. 压缩空气储能技术和经济性优势明显，商业前景广阔

压缩空气储能凭借大规模、长时长、高安全和低成本的独特优势迅速崛起。压缩空气储能是一种新型物理储能技术，以非补燃式为例，其基本原理为：利用电能驱动压缩机将空气压缩为高温高压状态，电能由此转化为空气的压力势能与热能；压缩产生的高温高压空气通过换热器与蓄热介质进行热交换，降温后的高压空气被储存于地下盐穴或储气罐中。在用电高峰时，储存的高压空气释放，并与之前储存的热能重新耦合，形成高温高压气流驱动透平膨胀机发电。该技术可以很好地平衡用电峰谷，有效地保持电力供应的稳定。

图15 非补燃式压缩空气储能技术原理示意图



资料来源：《压缩空气储能技术研究现状及发展趋势》袁照威，东海证券研究所

压缩空气储能具有储能容量大、安全性高、寿命长、经济环保等优势。随着人工硐室技术的不断发展，未来压缩空气储能项目将会在选址层面上更灵活，较于抽水储能适用更广。

表3 不同储能技术参数对比

| 分类 | 功率 (MW) | 效率 (%) | 寿命 (年) | 单位成本 (元/KW) |
|-------|---------|---------|--------|--------------|
| 机械储能 | 抽水储能 | 90~3600 | 71~80 | 40~60 |
| | 飞轮储能 | 1~22 | 85~95 | ≥20 |
| | 压缩空气储能 | 10~300 | 45~75 | 5500~6500 |
| 分类 | 功率 (MW) | 效率 (%) | 寿命 (年) | 单位成本 (元/KWH) |
| 电化学储能 | 铅酸电池 | 1~100 | 70~90 | 5~8 |
| | 锂离子电池 | 100~300 | 85~98 | 8~10 |
| | 液流电池 | 100 | 75~85 | 2000~2500 |
| | 钠离子电池 | 50 | 75~90 | 1500 |

资料来源：《双碳背景下发电侧储能综合价值评估及政策研究》，东海证券研究所整理

压缩空气储能效率持续提升，商业前景广阔。2013 年河北廊坊首套 1.5MW 示范项目效率为 52.1%，在规模与效率上距离抽水储能仍有不小差距。随着压气技术与储气技术的不断改善，目前湖北应城等大规模压缩空气储能项目储能效率已达到 70%左右，未来经济效益逐步提升，压缩空气储能商业化前景广阔。

表4 压缩空气储能效率持续提升

| 名称 | 时间 | 装机量 (MW) | 效率 (%) | 储气设施 |
|-------|------|----------|--------|-------|
| 河北廊坊 | 2013 | 1.5 | 52.1 | 储罐 |
| 青海西宁 | 2016 | 0.12 | 50 | 储罐 |
| 山东肥城 | 2021 | 10 | 60.7 | 盐穴 |
| 贵州毕节 | 2021 | 10 | 60.2 | 储罐+管道 |
| 湖北应城 | 2024 | 300 | >70 | 盐穴 |
| 山东肥城 | 2024 | 300 | 72 | 盐穴 |
| 青海格尔木 | 在建 | 60 | 75~85 | 盐穴 |

资料来源:《压缩空气储能技术多维度应用与发展路径分析》辛传奇,东海证券研究所

2.3. 国内压缩空气储能项目规模显著扩大

国家能源局推动新型储能多元化发展,发挥试点项目示范引领作用。2024年1月,国家能源局以公告形式发布56个新型储能试点项目,其中压缩空气储能项目11个。2024年出台的《电力储能用压缩空气储能系统技术要求》(GB/T 43687-2024)对电力储能用压缩空气储能的系统构成、技术指标、性能参数以及性能测试等方面的内容提出明确规定,为压缩空气储能电站应用提供了可量化的技术依据。

表5 压缩空气储能试点项目(部分)

| 投运时间 | 试点项目 | 规模 | 投资方 | 储能效率 |
|---------|-----------------------------------|-------|------|--------|
| 2024年4月 | 山东省肥城市300MW/1800MWh 压缩空气储能示范项目 | 300MW | 中储国能 | 72.10% |
| 2024年4月 | 湖北省应城市300MW/1500MWh 压缩空气储能示范项目 | 300MW | 中国能建 | 70% |
| 预计2027年 | 湖南省岳阳县300MW/1500MWh 压缩空气储能示范项目 | 300MW | 中国电建 | 66.70% |
| 预计2027年 | 黑龙江宝清县350MW/1750MWh 压缩空气储能示范项目 | 350MW | 国家电投 | 70% |

资料来源:国家能源局,各公司官网,东海证券研究所整理

国内压缩空气储能项目规模和数量显著扩大。根据《2024中国压缩空气储能产业发展白皮书》统计,截止2023年国内已投运的压缩空气储能项目共7个,累计装机约182.5MW。2024年国内压缩空气储能累计储能装机规模达到8,797MW,其中大部分项目将于2027年前完成投运。预计2027年国内投运的压缩空气储能累计装机容量将达到5.8GW。从2025年统计的情况看,2025年压缩空气储能项目较2023年项目规模和数量都显著扩大。随着相关设备与技术的不断升级,未来将会有更多的超大型项目陆续开始建设,空气储能所需压缩机设备和膨胀设备持续受益。

表6 2025年国内压缩空气储能重大进展项目统计

| 序号 | 2025年重大进展项目 | 装机量 (MW) | 状态 |
|----|-----------------------------|----------|----|
| 1 | 泗水县300MW/1200MWh先进压缩空气储能项目 | 300MW | 签约 |
| 2 | 甘肃酒泉敦煌660兆瓦人工硐室型压气储能工程 | 660MW | 签约 |
| 3 | 河南南召350MW压缩空气储能项目 | 350MW | 签约 |
| 4 | 5座300MW级压缩空气储能项目 | 1500MW | 签约 |
| 5 | 湖北应城350MW/1750MWh先进压缩空气储能项目 | 350MW | 签约 |
| 6 | 大唐云梦压缩空气储能项目 | 300MW | 签约 |

| | | | |
|-----|---|--------|------|
| 7 | 350MW 新型压缩空气储能及风光互补国家级高原示范型基地建设项目 | 350MW | 签约 |
| 8 | 遂宁船山 200MW 压缩空气储能电站 220 千伏送出工程 | 200MW | 评审 |
| 9 | 河北建投乌拉特中旗 100MW/400MWh 压缩空气储能 1#示范项目 | 100MW | 评审 |
| 10 | 乌鲁木齐达坂城 350 兆瓦人工硐室型压缩空气储能工程 | 350MW | 评审 |
| 11 | 山东海阳 350MW 压缩空气储电站项目 | 350MW | 评审 |
| 12 | 河北建投苏尼特左旗 100MW/400MWh 压缩空气储能 1 号示范项目 | 100MW | 招标 |
| 13 | 平顶山叶县 200MW/1600MWh 先进压缩空气（盐穴）储电站项目 | 200MW | 招标 |
| 14 | 山东济宁 300MW/1200MWh 压缩空气储能项目 | 300MW | 招标 |
| 15 | 枣庄山亭 200MW/1200MWh 先进压缩空气储能工程总承包项目 | 200MW | 招标 |
| 16 | 陕西铜川 350MW 人工硐室压缩空气储能电站 | 350MW | 开工 |
| 17 | 锡林郭勒西乌珠穆沁旗电网侧 1050MW/4200MWh 压缩空气储能示范项目 | 1050MW | 开工 |
| 18 | 中铁建 105 万千瓦 /630 万千瓦时压缩空气储能项目 | 1050MW | 开工 |
| 19 | 内蒙古（乌兰察布）化德大规模压缩空气储能电站 | 60MW | 投运并网 |
| 20 | 甘肃 300 兆瓦级压缩空气储能项目 | 300MW | 投运并网 |
| 总计: | | 8420MW | |

资料来源：北极星储能网，东海证券研究所整理

2.4. 公司压缩机组综合效率领先，签约多个压缩空气储能项目

公司已经具备了从中温到高温、从小型 10MW 到大型 660MW 不同工况要求压气储能核心设备设计制造能力，实现了大中小规模压气储能领域的全覆盖。压缩空气储能项目的核 心设备有压缩机，透平膨胀机，换热器等，并需要等温压缩空气储能等技术加以支持。公司未来将持续受益国内空气储能项目的增加。

公司压缩机组综合效率领先。2025 年 12 月 15 日，公司自主研发的“大规模压缩空气储能透平压缩机组技术”该技术采用轴流式压缩机、离心式压缩机或两种压缩机组合，多台压缩机串联，将空气从常压增压到高压状态并注入储气装置，同时将压缩过程中产生的热量通过换热系统储存，在电力需求高峰时释放储气装置中的高压空气，经再热系统驱动膨胀机带动发电机发电，压缩机组综合效率达 88%，具备较强的市场竞争力。

图16 公司 AV140 轴流压缩机组，可用于压缩空气储能领域



资料来源：公司官网，东海证券研究所

公司签约多个压缩空气储能项目，带动公司业绩增长。公司在湖北应城项目中提供的双线四段八套大型压缩机组全部一次试车成功，顺利并网，体现了公司在压缩空气储能领域的

专业实力。根据公司在投资者互动平台信息，2025 年公司压缩空气储能项目市场拓展取得显著成效，签订某 350MW 压缩空气储能电站配套机组，是单体规模和流量最大的压缩空气储能项目之一，该项目成功签订对构建新型电力系统、推动能源转型具有重要示范意义。同时，公司实现某压缩空气储能项目群的落单与协议达成，签订某 100MW 压缩空气储能项目，中标 200MW 和 3 × 350MW 压缩空气储能项目，给公司未来业绩注入动力。

表7 公司已签约的压缩空气储能项目

| 项目 | 装机量 (MW) | 合作方 |
|-------------------------------|-------------|------|
| 山东泰安 350MW 压缩空气储能创新示范项目 | 350MW | 中国能建 |
| 湖北应城 300MW 级压缩空气储能电站示范工程项目 | 300MW | 中国能建 |
| 甘肃酒泉 300 兆瓦压缩空气储能电站示范工程 | 300MW | 中国能建 |
| 三峡能源大规模压缩空气储能系统与关键装备研制及应用示范项目 | 60MW | 三峡集团 |

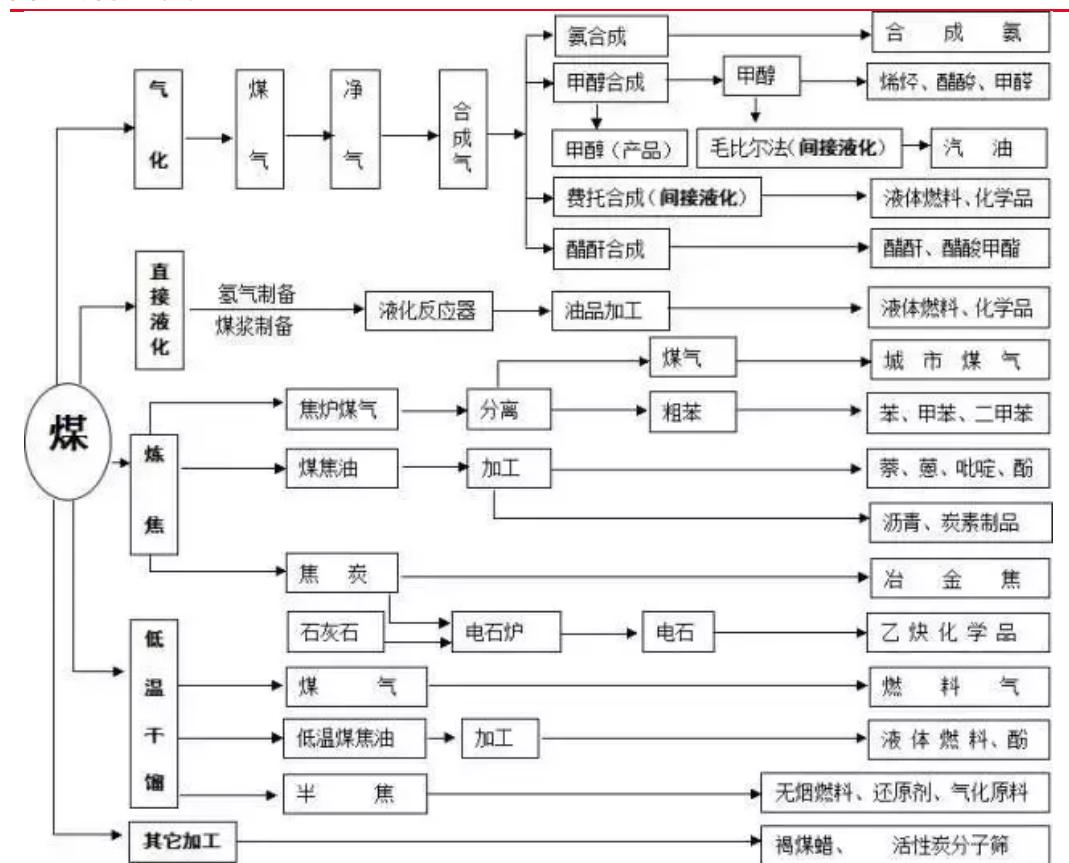
资料来源：公司官网，东海证券研究所整理

3. 受益煤化工大幅扩产，公司参与多个里程碑项目

3.1. 成本领先+能源战略价值，煤化工行业前景广阔

煤化工是指以煤为原料，经过化学加工使煤转化为气体，液体，固体燃料以及化学品的过程，生产出各种化工产品的工业。煤化工包括煤的一次化学加工，二次化学加工和深度化学加工。煤的焦化、气化、液化，煤的合成气化工、焦油化工和电石乙炔化工等，都属于煤化工的范围。目前，我国煤化工主要方向有煤制油，煤制天然气，煤制烯烃，煤制乙二醇等。

图17 煤化工分类

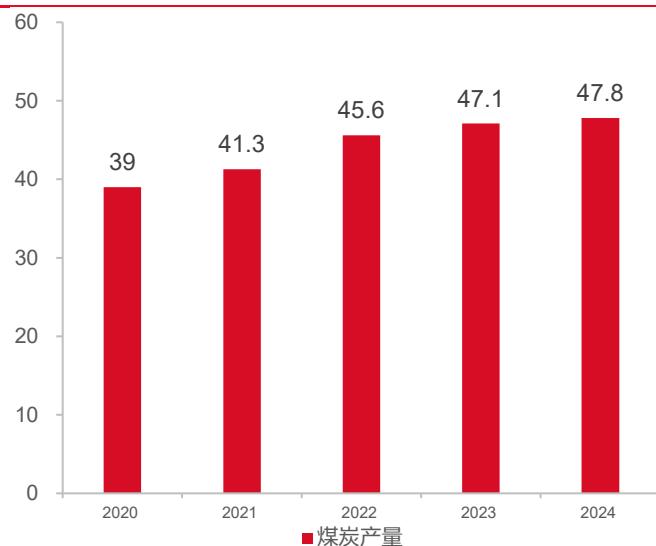


资料来源：中国石油和化学工业联合会煤化工专业委员会，东海证券研究所

我国煤炭资源丰富，产能向西部转移。截止 2023 年末，全国煤炭储量增加到 2185.7 亿吨，煤炭产量跃升至 47.8 亿吨，产量逐年提升。同时，煤炭生产重心加快向中西部转移。西部地区原煤产量增加至 30.4 亿吨；晋陕蒙新四省(区)原煤产量 39 亿吨，占全国的 81.6%。其中，新疆煤炭产量首次突破 5 亿吨，成为全国煤炭生产新高地，山西、蒙西、蒙东、陕北和新疆五大煤炭供应保障基地建设加快推进。

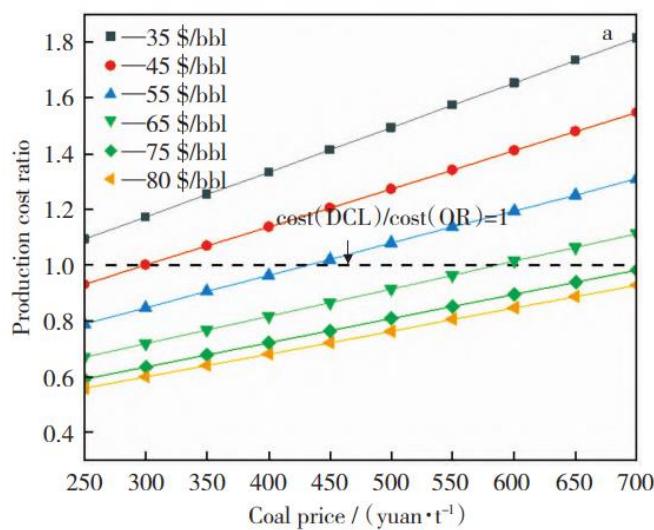
部分煤资源丰富地区，煤制油，煤制天然气相比传统制取方式有较大成本优势。根据《两条煤制油与石油路线的技术环境和经济分析》的测算，油价在 55-80 美元/桶的区间内，煤炭价格低至 400 元/吨时，直接煤制油 (DCL) 相对于传统制油 (QR) 有较好竞争力。截至 2026 年 1 月 27 日，布伦特原油价格约为 68 美元/桶，而新疆哈密地区坑口价动力煤约为 350 元/吨左右，如果在新疆当地工厂进行制油，无论是直接制油还是间接制油，相比传统制油均有显著的成本优势。

图18 我国煤炭产量稳步提升（亿吨）



资料来源：2020~2024 年煤炭行业发展年度报告，
东海证券研究所

图19 直接煤制油与传统制油成本对比

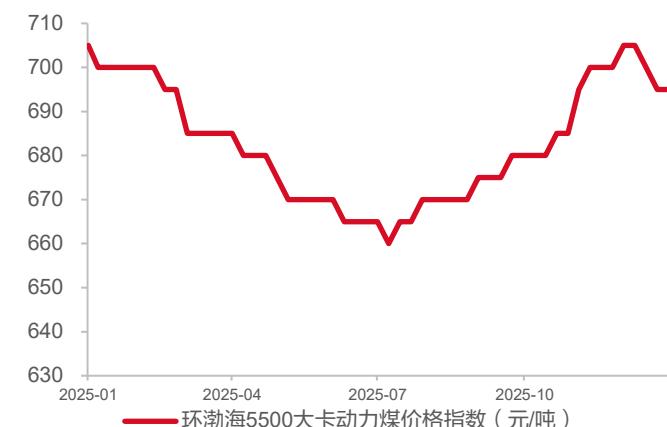


资料来源：《两条煤制油与石油路线的技术环境和经济分析》
杨潇潇，东海证券研究所

煤炭价格趋于稳定，利于优质煤化工企业发展。2025 年 7 月国家能源局综合司公布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，要求年度原煤产量不得超过公告产能，月度原煤产量不得超过公告产能的 10%，有效调控了煤炭的供需和价格。根据中国能源网报道，2025 年环渤海地区 5500 大卡动力煤价格基本稳定在 600~800 元/吨的区间内，并未出现上千元的煤价峰值或严重过剩的情况。稳定的煤炭价格能够使优质煤化工企业更具竞争优势，促进煤化工产业转型升级。

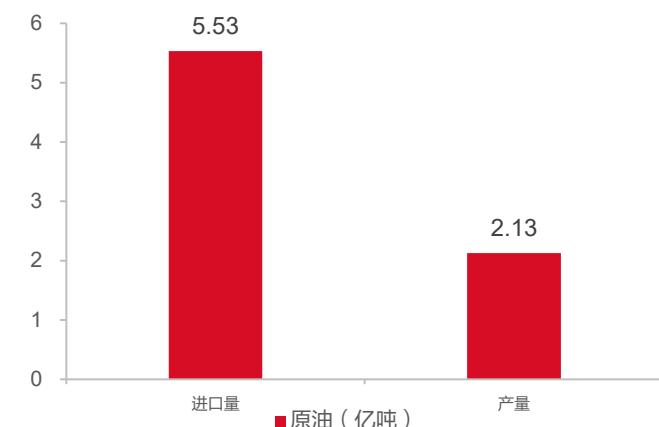
煤化工行业发展对国家能源安全有重要战略价值。“富煤，贫油，少气”是我国能源储备特性，我国油、气能源均较为依赖进口。2024 年石油进口量 5.53 亿吨，对外依存度达 72.19%；天然气进口总量约为 1841 亿立方米，对外依存度达 42.53%，对进口依赖性较高。随着国际形势日益复杂，进口能源的地缘政治风险、物流风险等风险有一定加剧的可能性。自主研发经济性好，对外依存度低的煤制能源能够有效地抵御上述风险，对于我国能源安全有重要战略价值。

图20 2025年环渤海煤炭价格走势图



资料来源：同花顺，东海证券研究所整理

图21 2024年原油进口量与本土产量对比

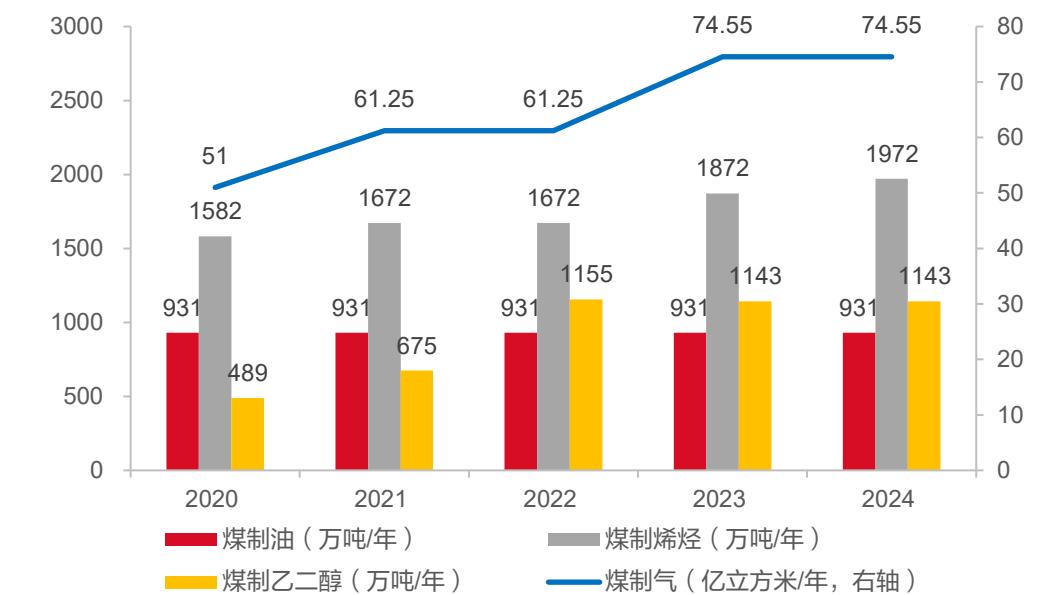


资料来源：中国油气产业发展分析与展望报告蓝皮书，
东海证券研究所整理

3.2. 新疆地区煤化工产业大幅扩产

我国煤化工产能稳定提升。截止 2024 年，煤制油，煤制气，煤制烯烃，煤制乙二醇产能分别发展到 931 万吨/年、74.55 亿立方米/年、1972 万吨/年、1143 万吨/年，其中煤制乙二醇产能增长迅速，“十四五”时期年均增长超过 23%。

图22 煤化工产能稳定提升



资料来源：2020-2024 年煤炭行业发展年度报告，东海证券研究所整理

新疆 2025 年煤制天然气项目大量增加。2025 年新疆重点煤化工天然气项目 7 个，总产能 155 亿 m³/年；已投产项目两个，总产能 33.75 亿 m³/年。其余投产或在建煤化工项目数量也大幅增加。这些项目的逐步落地有望使煤化工天然气产能大幅提高，极大提升国内煤制气总产能。

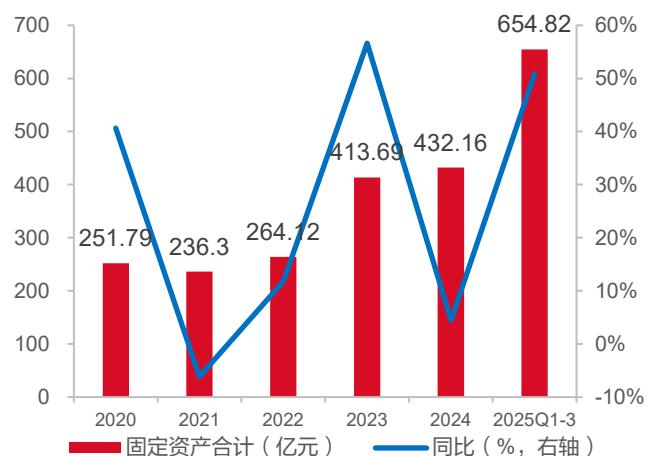
表8 新疆重点煤制天然气大幅扩产

| 项目名称 | 项目地点 | 产能 (亿 m³/年) | 项目状态 |
|---|------|----------------|--------|
| 新疆庆华能源集团有限公司 55 亿 m³/年 煤制天然气项目一期工程 | 伊犁 | 13.75 | 投产 |
| 伊犁新天煤化工有限责任公司 20 亿 m³/年 煤制天然气示范项目 | 伊犁 | 20 | 投产 |
| 特变电工新疆准能化工有限公司 20 亿 m³/年 煤制天然气项目 | 昌吉 | 20 | 建设实施阶段 |
| 国能新疆煤制气有限公司 20 亿 m³/年 煤制天然气项目 | 昌吉 | 20 | 建设实施阶段 |
| 新疆天池能源有限责任公司 20 亿 m³/年 煤制天然气项目 | 昌吉 | 20 | 建设实施阶段 |
| 新疆庆华能源集团有限公司 55 亿 m³/年 煤制天然气示范项目二期工程 | 伊犁 | 41.25 | 前期阶段 |
| 新疆新业国有资产经营(集团)有限责任公司 准东 20 亿 m³/年煤制天然气项目 | 昌吉 | 20 | 前期阶段 |
| 总计 | | 155 | |

资料来源：《新疆煤制天然气产业发展现状与趋势分析》刘世超，东海证券研究所整理

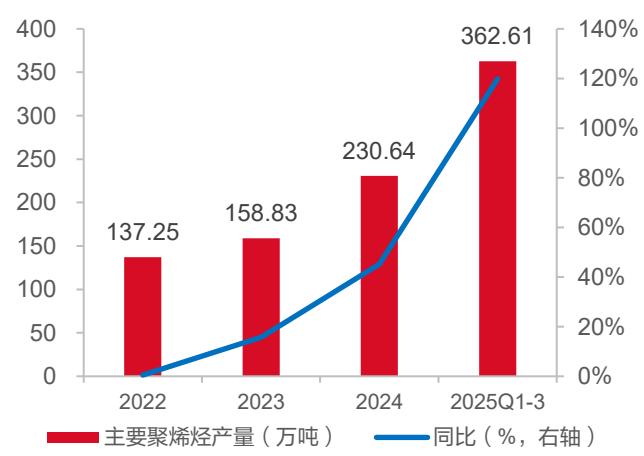
行业龙头大幅扩产，煤化工产业发展状况良好。2025 年前三季度宝丰能源内蒙烯烃项目转固，其固定资产 654.82 亿元，相比 2024 年底金额增长 50.90%，占总资产 72.53%；聚乙烯及聚丙烯等主要产品产销平衡，前三季度产量同比增长均超过 100%；同时，煤炭及原油等原材料价格走低使得行业盈利显著回暖。2026 年 1 月宝丰能源发布业绩预报，预计 2025 年归母净利润 110 亿元-120 亿元，同比增长 80% 左右。

图23 宝丰能源固定资产大幅增加



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图24 宝丰能源聚烯烃大幅扩产



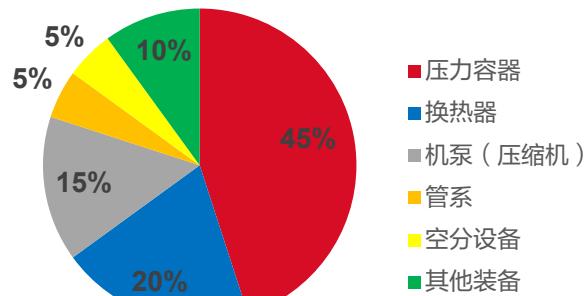
资料来源：同花顺，东海证券研究所

3.3. 公司相关设备行业领先，参与多个煤化工项目

设备公司受益煤化工扩产。煤化工设备种类繁多，主要包括加氢反应器、气化炉、还原炉、换热器、盛运容器等压力容器和管道、阀门等静装备；以及泵、风机、压缩机、空分装备等动装备。一般认为煤化工设备成本占总成本 50%。其中，压力容器的投资占比为 45%，换热器占 20%，机泵占 15%，管系占 5%，空分设备占 5%，其他装备占 10%。公司所生产

设备基本能覆盖大部分压缩机泵及空分设备，生产技术领先于行业，并可以提供配套服务与解决方案，能够凭借其高质量设备渗透煤化工项目。

图25 煤化工各类设备投资占比



资料来源：《“十二五”期间煤化工装备投资或超五千亿元》，
东海证券研究所

图26 陕鼓总包某焦炉煤气制 LNG 项目



资料来源：公司官网，东海证券研究所

公司相关技术与设备行业领先，签订多个煤化工项目。公司生产设备受到行业广泛认可，承包陕煤榆林煤制乙二醇项目，神华包头煤制烯烃项目等多个项目的核心压缩机设备制造，其中在陕煤榆林项目中提供 20 台套工艺气压缩机组和专业的能量转换设备及分布式能源系统解决方案，助力该项目提前达产，创造行业新纪录。2024 年以来公司煤化工业务进一步发展，签订了数个里程碑级新型煤化工项目，实现了多个煤化工方向的技术升级，实现多领域首台/套的突破，为煤化工高端市场开拓奠定基础，给公司业绩提供强劲支撑。

表9 2024 年以来公司签订多个煤化工行业里程碑项目

| 序号 | 时间 | 项目描述 | 分类 |
|----|------|---|-----------------|
| 1 | 2024 | 签订全球首个煤制活性炭及尾气化产一体化工程总承包项目，为煤炭资源多元化利用树立了典型示范，扩大了煤气增压机、混合冷剂压缩机的应用范围。 | 煤制活性炭 |
| 2 | 2024 | 签订 100 万吨/年高端化学品新材料项目 40 万吨/年甲醇甲苯制芳烃（DMTA）装置配套压缩机组，该装置为全球首创新型高端化学品新材料工艺路线，该项目成功签订为公司产品在甲醇甲苯制芳烃装置中应用奠定坚实基础。 | 煤制烯烃 (甲醇制烯烃) |
| 3 | 2025 | 签订某 20 亿立方米/年煤制天然气项目压缩机组，实现为国内首个将绿色电力、绿色氢能与煤制天然气生产实现高度耦合的典型工程的供货，公司压缩机组成功应用于煤制天然气领域，对公司抢抓大型煤化工市场具有示范推广意义。 | 煤制天然气 |
| 4 | 2025 | 签订某 MTP 工艺技术升级改造项目 360 万吨/年 MTO 装置配套机组，该项目是国内单线规模最大甲醇制烯烃项目，该项目的成功签订进一步提升了公司在烯烃市场影响力，为公司在煤化工高端市场开拓打下坚实的基础。 | 煤制烯烃 (甲醇制烯烃) |
| 5 | 2025 | 签订低阶煤分质分级清洁高效综合利用项目配套压缩机组，是公司简式压缩机组首次用于低阶煤分质分级综合利用工艺装置，拓宽了公司离心机组应用领域，增强了市场竞争力。 | 综合性项目 |
| 6 | 2025 | 签订某费托合成尾气制 LNG 示范项目配套机组，该项目采用深冷分离工艺，对煤炭间接液化项目中费托合成装置的尾气进行回收利用，属于全球首台套工艺流程。该技术的应用，将煤制油产品结构由单一的油化品调整为油化品+清洁能源 LNG，实现煤制油、气联产的技术升级，显著提升煤炭间接液化技术整体水平，减少煤制油系统二氧化碳排放。该项目的成功签订奠定了公司在煤制油制 LNG 领域的技术领先地位。 | 煤制油 煤制气 |

资料来源：公司公告，东海证券研究所整理

4. 盈利预测

4.1. 收入假设及盈利预测

能量转换设备：该业务板块是公司核心板块，主要以轴流压缩机、离心压缩机和膨胀机等产品，服务于冶金、石化、电力等行业的能量高效转换与利用场景。2024 年实现营业收入 44.96 亿元，同比增长 3.83%，毛利率为 29.72%。伴随下游钢铁、石化、气体压缩储能、工业、煤化工等行业节能改造需求释放，双碳目标下高效装备的进口替代加速，高端透平设备在海外市场的销量有望提升，核心板块收入有望保持稳健增长。我们预计 2025-2027 年该板块收入分别为 45.00 亿元、46.58 亿元、49.37 亿元，同比增速分别为 0.08%、3.50%、6.00%；该板块毛利率呈现平稳态势，2025-2027 年分别达 29.70%、29.40%、29.30%。

能源基础设施运营：该业务板块主要围绕能源领域提供基础设施建设与运营服务，涵盖热电运营、工业气体运营、水务运营等，为客户实现能源高效供应与管理。2024 年实现营业收入 39.62 亿元，同比增长 14.37%，毛利率为 15.71%。随着国内电力系统建设提速，工业气体运营需求增长，该板块收入有望稳步增长。我们预计 2025-2027 年该板块收入分别为 47.00 亿元、52.88 亿元、57.63 亿元，同比增速分别为 18.62%、12.50%、9.00%；该板块毛利率预计保持相对平稳，2025-2027 年分别为 15.50%、15.25%、15.15%。

能量转换系统服务：该板块主要包括分布式能源 EPC 工程总包和工业服务，为客户提能转换设备的全生命周期服务，保障设备高效稳定运行。2024 年实现营业收入 17.93 亿元，同比下滑 22.81%，毛利率为 18.82%。未来存量设备运维需求持续释放，客户对设备效率提升的诉求增强，板块收入有望逐步恢复增长。我们预计 2025-2027 年该板块收入分别为 14.79 亿元、15.00 亿元、15.50 亿元，同比增速分别为 -17.50%、1.40%、5.00%；该板块毛利率预计有所提升后保持稳定，2025-2027 年分别为 21.00%、21.00%、20.80%。

其他业务：该业务主要以材料销售、租赁业务和其他业务为主，为核心设备业务提供衍生配套支持。2024 年实现营业收入 0.26 亿元，毛利率为 66.96%。依托核心设备销售的带动效应，配套零部件与小型辅助设备的市场需求有望稳步增长，高毛利产品的持续供应将支撑板块表现。我们预计 2025-2027 年该板块收入分别为 0.26 亿元、0.28 亿元、0.30 亿元，同比增速分别为 1.96%、5.77%、9.09%；该板块毛利率预计保持高位稳定，2025-2027 年分别为 64.85%、64.91%、65.19%。

根据 2025 年上半年公司情况，预计公司 2025/2026/2027 年管理费维持平稳状态，分别为 5.00%/4.95%/4.90%；公司管理费用常年稳定，预计 2025/2026/2027 年销售费用分别为 2.30%/2.30%/2.30%。研发费率预计随着规模效应逐步下降，但整体绝对值仍保持增长，预计 2025/2026/2027 年分别为 3.60%/3.55%/3.53%；我们预计公司 2025-2027 年收入 107.05 亿元、114.73 亿元、122.80 亿元，同比增速分别为 4.17%、7.17%、7.04%。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.74 亿元、11.10 亿元、11.82 亿元。

表10 陕鼓动力 2025-2027 年营业收入预测

| 业务分类 | 指标 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|------------|----------|----------|----------|----------|
| 能量转换设备 | 收入 (百万元) | 4,496.37 | 4,500.00 | 4,657.50 | 4,936.95 |
| | 同比 (%) | 3.83% | 0.08% | 3.50% | 6.00% |
| | 毛利率 (%) | 29.72% | 29.70% | 29.40% | 29.30% |
| 能源基础设施运营 | 收入 (百万元) | 3,962.14 | 4,700.00 | 5,287.50 | 5,763.38 |
| | 同比 (%) | 14.37% | 18.62% | 12.50% | 9.00% |
| | 毛利率 (%) | 15.71% | 15.50% | 15.25% | 15.15% |

| | | | | | |
|----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 能量转换系统服务 | 收入 (百万元) | 1793.07 | 1479.28 | 1500.00 | 1550.00 |
| | 同比 (%) | -22.81% | -17.50% | 1.40% | 5.00% |
| | 毛利率 (%) | 18.82% | 21.00% | 21.00% | 20.80% |
| 其他 | 收入 (百万元) | 25.50 | 26.00 | 27.50 | 30.00 |
| | 同比 (%) | - | 1.96% | 5.77% | 9.09% |
| | 毛利率 (%) | 66.96% | 64.85% | 64.91% | 65.19% |
| 总体 | 收入 (百万元) | 10,277.08 | 10,705.28 | 11,472.50 | 12,280.33 |
| | 同比 (%) | 1.32% | 4.17% | 7.17% | 7.04% |
| | 毛利率 (%) | 22.51% | 22.35% | 21.87% | 21.67% |
| | 毛利 (百万元) | 2,313.27 | 2,392.51 | 2,508.50 | 2,661.63 |

资料来源：同花顺，东海证券研究所测算

4.2. 投资建议

公司主营业务在能量转换设备与能源基础设施运营领域，我们选取空分设备与工业气体行业的杭氧股份、压缩机领域的汉钟精机和开山股份，作为可比公司，对应 2025-2027 年可比公司 PE 平均值为 29.37/22.84/18.23。我们看好公司以能量转换设备为核心的多元化业务发展，近期公司在空气压缩储能、煤化工、工业气体运营等领域持续突破，给公司未来业绩增长注入动力。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.74 亿元、11.10 亿元、11.82 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17.51/16.93/15.91 倍，相对可比公司低估。公司是国内能量转换设备领域龙头企业，能源基础设施运营、能量转换系统服务等业务在行业内具备领先优势，看好公司未来“制造+运营+服务”的布局持续深化。首次覆盖给予“买入”评级。

表11 可比公司估值

| 代码 | 可比公司 | 归母净利润 (百万元) | | | | PE | | | |
|-----------|------|---------------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 002430.SZ | 杭氧股份 | 922.36 | 1,077.93 | 1,300.50 | 1,528.48 | 23.25 | 28.46 | 23.59 | 20.07 |
| 002158.SZ | 汉钟精机 | 862.59 | 643.82 | 750.75 | 885.95 | 11.48 | 21.07 | 18.07 | 15.31 |
| 300228.SZ | 开山股份 | 320.42 | 438 | 629.5 | 875.5 | 28.28 | 38.59 | 26.85 | 19.31 |
| 平均值 | | | | | | 21.00 | 29.37 | 22.84 | 18.23 |
| 601369.SH | 陕鼓动力 | 1,041.59 | 1,073.95 | 1,110.45 | 1,181.89 | 18.05 | 17.51 | 16.93 | 15.91 |

资料来源：同花顺，东海证券研究所（除陕鼓动力外，其他均为同花顺一致预期，截止 2026 年 2 月 4 日）

5. 风险提示

下游行业周期性波动风险。公司核心业务聚焦冶金、化工、工业、电力等国民经济支柱产业，下游行业具有强周期性特征，受宏观经济走势、产业政策调控、市场供需变化影响较大。若下游行业景气度下滑，企业将相应缩减节能改造、装备升级及新能源项目的资本支出，导致对透平机械、能量回收装置、压缩空气储能系统等产品及服务的需求减弱，订单签订与履约进度可能延迟。若下游行业周期性下行趋势持续，将直接影响公司经营业绩稳定性。

政策调整风险。公司业务发展高度受益于能源绿色低碳转型、新型电力系统建设等国家政策支持。若未来双碳政策、节能降碳政策、新能源产业政策出现调整，或行业标准、技术规范发生变化，可能影响公司业务布局与项目收益。

国际化经营风险。公司产品与服务已覆盖 100 多个国家和地区，海外市场依赖“协同出海”及“一带一路”沿线布局。受全球地缘冲突、贸易保护主义抬头、汇率波动、当地政策法规变化等因素影响，海外市场开拓进度、项目履约及收益可能面临不确定性；部分海外新兴市场存在经济波动、支付能力不足等问题，可能导致应收账款回收风险。

附录：三大报表预测值

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 10955 | 11493 | 12504 | 13599 |
| 交易性金融资产 | 1113 | 913 | 1013 | 1113 |
| 应收票据及账款 | 4457 | 4386 | 4541 | 4690 |
| 存货 | 1554 | 1570 | 1619 | 1694 |
| 预付款项 | 1019 | 1330 | 1389 | 1443 |
| 其他流动资产 | 1523 | 1319 | 1367 | 1418 |
| 流动资产合计 | 20620 | 21011 | 22434 | 23957 |
| 长期股权投资 | 202 | 197 | 192 | 187 |
| 固定资产 | 2626 | 2414 | 2059 | 1616 |
| 在建工程 | 457 | 425 | 385 | 339 |
| 无形资产 | 142 | 128 | 118 | 111 |
| 商誉 | 47 | 52 | 57 | 62 |
| 其他非流动资产 | 1169 | 927 | 908 | 904 |
| 非流动资产合计 | 4644 | 4144 | 3720 | 3220 |
| 资产总计 | 25264 | 25155 | 26153 | 27177 |
| 短期借款 | 2461 | 2161 | 1961 | 1811 |
| 应付票据及账款 | 6479 | 6350 | 6723 | 7080 |
| 其他流动负债 | 5740 | 5260 | 5447 | 5697 |
| 流动负债合计 | 14680 | 13771 | 14131 | 14589 |
| 长期借款 | 641 | 1041 | 1241 | 1341 |
| 其他非流动负债 | 382 | 387 | 389 | 391 |
| 非流动负债合计 | 1023 | 1427 | 1630 | 1732 |
| 负债合计 | 15703 | 15198 | 15761 | 16320 |
| 归属于母公司所有者权益 | 8869 | 9164 | 9497 | 9852 |
| 少数股东权益 | 693 | 793 | 896 | 1006 |
| 所有者权益合计 | 9561 | 9956 | 10393 | 10857 |
| 负债和所有者权益总计 | 25264 | 25155 | 26153 | 27177 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流净额 | 1148 | 1674 | 2214 | 2327 |
| 投资 | -2245 | 401 | -95 | -95 |
| 资本性支出 | -214 | -365 | -246 | -177 |
| 其他 | 403 | -146 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流净额 | -2055 | -110 | -341 | -272 |
| 债权融资 | 494 | -174 | 3 | -48 |
| 股权融资 | 0 | -2 | 0 | 0 |
| 其他 | -804 | -849 | -864 | -913 |
| 筹资活动现金流净额 | -310 | -1025 | -861 | -961 |
| 现金流净增加额 | -1226 | 538 | 1012 | 1095 |

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截取时间：2026年2月3日盘后）

利润表

| 单位: 百万元 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 10277 | 10705 | 11473 | 12280 |
| 营业成本 | 7964 | 8313 | 8964 | 9619 |
| 营业税金及附加 | 60 | 61 | 65 | 70 |
| 销售费用 | 238 | 246 | 264 | 282 |
| 管理费用 | 549 | 535 | 568 | 602 |
| 研发费用 | 416 | 385 | 407 | 433 |
| 财务费用 | -259 | -190 | -201 | -227 |
| 资产减值损失 | -28 | 2 | 2 | 1 |
| 信用减值损失 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损益 | 33 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营损益 | 80 | 78 | 80 | 84 |
| 营业利润 | 1405 | 1435 | 1487 | 1586 |
| 营业外收支 | 4 | 5 | 4 | 3 |
| 利润总额 | 1409 | 1440 | 1491 | 1589 |
| 所得税费用 | 264 | 266 | 277 | 297 |
| 净利润 | 1145 | 1174 | 1214 | 1292 |
| 少数股东损益 | 104 | 100 | 103 | 110 |
| 归属母公司股东净利润 | 1042 | 1074 | 1110 | 1182 |
| EPS（摊薄） | 0.60 | 0.62 | 0.64 | 0.69 |

主要财务比率

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业总收入增长率 | 1.3% | 4.2% | 7.2% | 7.0% |
| EBIT增长率 | 19.0% | 7.0% | 3.2% | 5.5% |
| 归母净利润增长率 | 2.1% | 3.1% | 3.4% | 6.4% |
| 总资产增长率 | -0.8% | -0.4% | 4.0% | 3.9% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 22.5% | 22.3% | 21.9% | 21.7% |
| 销售净利率 | 11.1% | 11.0% | 10.6% | 10.5% |
| 净资产收益率 | 11.7% | 11.7% | 11.7% | 12.0% |
| 总资产收益率 | 4.5% | 4.7% | 4.7% | 4.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 62.2% | 60.4% | 60.3% | 60.1% |
| 流动比率 | 1.40 | 1.53 | 1.59 | 1.64 |
| 速动比率 | 1.14 | 1.23 | 1.29 | 1.34 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 18.05 | 17.51 | 16.93 | 15.91 |
| P/B | 2.12 | 2.05 | 1.98 | 1.91 |

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|-------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其实现报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话：(8621) 20333619
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话：(8610) 59707105
传真：(8610) 59707100
邮编：100089