

公司研究

战略转型加速推进，海工业务有望持续放量

——天顺风能（002531.SZ）2025 年年报点评

要点

事件：公司发布 2025 年年报，2025 年实现营收 53.88 亿元，同比增长 10.85%；实现归母净利润-2.36 亿元，上年为 2.04 亿元；实现扣非归母净利润-2.54 亿元，上年为 1.97 亿元。其中 2025Q4 实现营收 16.65 亿元，同比增长 28.09%；实现归母净利润-3.05 亿元，2024Q4 归母净利润为-0.87 亿元。

战略转型加速推进，计提减值轻装上阵。25 年公司加速推进“由陆向海”战略转型，陆风装备业务持续收缩，海工装备业务逐渐放量；风电陆上装备业务营收同比减少 15.68%至 24.54 亿元，毛利率同比下降 4.82pct 至 1.61%；风电海工装备业务营收同比增长 220.10%至 13.74 亿元，毛利率同比上升 4.79pct 至 7.87%；发电业务营收同比增长 3.52%至 13.17 亿元，毛利率同比上升 0.40pct 至 62.87%。公司主动实施产能收缩与结构调整，有序退出低效产能，25 年计提资产减值 3.22 亿元，主要系战略收缩的陆上停产工厂、投资业务减值所致。

海工产能布局初步完成，海工业务有望加速放量。公司全球海工装备生产基地战略布局已基本落地，为拓展国内外订单提供坚实保障。国内方面，四大主力基地均已实现投产，包括江苏盐城射阳基地、南通通州湾基地、广东揭阳惠来基地、汕尾陆丰基地；阳江基地于 25Q4 基本完成设备调试，计划 26Q2 投产；射阳基地二期扩建工程将于 26 年完成产线调试并投产。海外方面，德国基地已完成多类大型生产设备的采购与制造，未来可具备直径 14 米、重达 3500 吨大型单管桩加工能力。未来随着国内外海风需求增长，公司海工业务有望加速放量。

积极推进零碳实业业务发展，持续拓展风电资源布局。公司零碳实业板块持续发力，有望贡献稳定收益。截至 25 年底，公司运维风电场在手并网容量为 1783.8MW，主要分布在新疆、内蒙古、山东、河南、安徽和湖北；公司同步积极拓展风电资源布局，已入库项目建设指标累计 1030MW，其中 500MW 项目已开工建设（预计将于 26 年中开始陆续并网）、330MW 项目已获核准、200MW 项目已获取建设指标。

上调至“买入”评级：公司战略转型基本完成，考虑到其全球海工产能布局初步完成，有利于 26 年国内外海工订单获取，有望推动 27 年业绩放量。基于此，我们维持 26 年、上调 27 年并引入 28 年盈利预测，预计公司 26-28 年实现归母净利润 7.09/10.19/15.52 亿元（维持/上调 10%/新增），对应 EPS 为 0.39/0.57/0.86 元，当前股价对应 26-28 年 PE 为 29/20/13 倍。公司有望凭借前瞻且充足的全球海工产能布局持续获取订单，未来具备较大成长空间，**上调至“买入”评级。**

风险提示：风电需求不及预期、订单获取不及预期、原材料价格波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,860	5,388	7,645	9,862	11,877
营业收入增长率	-37.10%	10.85%	41.89%	29.00%	20.44%
归母净利润（百万元）	204	-236	709	1,019	1,552
归母净利润增长率	-74.29%	-215.21%	-	43.59%	52.36%
EPS（元）	0.11	-0.13	0.39	0.57	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.29%	-2.72%	7.58%	9.92%	13.30%
P/E	99	-	29	20	13
P/B	2.3	2.3	2.2	2.0	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-02

买入（上调）

当前价：11.29 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

yinzs@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

分析师：邓怡亮

执业证书编号：S0930525070003

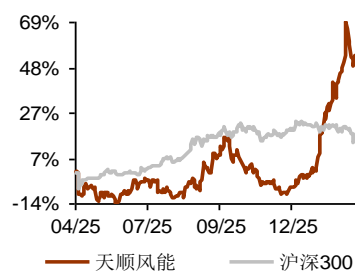
021-52523802

dengyiliang@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.97
总市值(亿元):	202.87
一年最低/最高(元):	6.08/13.40
近 3 月换手率:	192.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.20	67.74	38.08
绝对	9.40	62.68	54.07

资料来源：Wind

相关研报

持续推进“由陆转海”战略转型，积极拓展海工业务布局——天顺风能（002531.SZ）2025 年半年报点评（2025-08-28）

24 年业绩承压，海工业务蓄势待发——天顺风能（002531.SZ）2024 年年报及 2025 年一季度报点评（2025-04-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	4,860	5,388	7,645	9,862	11,877
营业成本	3,911	4,367	6,008	7,627	9,048
折旧和摊销	715	775	824	917	977
税金及附加	45	54	61	79	95
销售费用	19	18	25	33	39
管理费用	283	426	288	345	380
研发费用	43	50	54	69	83
财务费用	379	319	598	603	589
投资收益	-11	-22	0	0	0
营业利润	172	-231	788	1,132	1,724
利润总额	169	-236	788	1,132	1,724
所得税	-34	-104	79	113	172
净利润	204	-132	709	1,019	1,552
少数股东损益	-1	103	0	0	0
归属母公司净利润	204	-236	709	1,019	1,552
EPS(元)	0.11	-0.13	0.39	0.57	0.86

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	599	837	2,339	2,470	2,635
净利润	204	-236	709	1,019	1,552
折旧摊销	715	775	824	917	977
净营运资金增加	-93	-337	222	511	886
其他	-227	635	584	23	-779
投资活动产生现金流	-1,583	-2,461	-894	-750	-550
净资本支出	-868	-2,657	-850	-750	-550
长期投资变化	303	183	0	0	0
其他资产变化	-1,018	13	-44	0	0
融资活动现金流	1,144	1,529	-947	-1,277	-1,682
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	738	1,971	-338	-568	-941
无息负债变化	-1,039	236	-445	883	310
净现金流	161	-95	498	443	403

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	19.5%	18.9%	21.4%	22.7%	23.8%
EBITDA 率	29.0%	31.2%	27.6%	27.6%	28.0%
EBIT 率	13.2%	15.9%	16.8%	18.3%	19.8%
税前净利润率	3.5%	-4.4%	10.3%	11.5%	14.5%
归母净利润率	4.2%	-4.4%	9.3%	10.3%	13.1%
ROA	0.8%	-0.5%	2.6%	3.6%	5.4%
ROE (摊薄)	2.3%	-2.7%	7.6%	9.9%	13.3%
经营性 ROIC	3.8%	2.2%	5.1%	7.1%	9.1%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	60%	64%	61%	60%	56%
流动比率	1.21	1.03	1.11	1.23	1.48
速动比率	0.88	0.81	0.86	0.97	1.17
归母权益/有息债务	0.84	0.69	0.76	0.88	1.08
有形资产/有息债务	2.03	1.86	1.90	2.09	2.35

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	25,097	27,076	26,992	28,219	28,987
货币资金	999	1,031	1,529	1,972	2,375
交易性金融资产	100	0	0	0	0
应收账款	4,545	4,759	4,170	4,861	5,341
应收票据	81	62	87	113	136
其他应收款 (合计)	112	75	107	140	170
存货	2,578	1,998	2,014	2,200	2,445
其他流动资产	857	1,040	1,040	1,040	1,040
流动资产合计	9,425	9,131	9,021	10,415	11,610
其他权益工具	15	26	26	26	26
长期股权投资	303	183	183	183	183
固定资产	11,043	10,483	11,953	12,532	12,533
在建工程	518	3,391	1,935	1,178	739
无形资产	1,010	1,037	1,051	1,065	1,079
商誉	1,905	1,905	1,905	1,905	1,905
其他非流动资产	137	163	163	163	163
非流动资产合计	15,672	17,945	17,971	17,804	17,377
总负债	15,076	17,283	16,500	16,815	16,184
短期借款	2,107	2,441	2,672	2,604	2,163
应付账款	2,703	2,863	2,403	3,203	3,438
应付票据	51	83	114	145	172
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	84	92	92	92	92
流动负债合计	7,785	8,853	8,136	8,451	7,820
长期借款	6,505	7,625	7,625	7,625	7,625
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	9	9	9	9
非流动负债合计	7,290	8,431	8,364	8,364	8,364
股东权益	10,021	9,792	10,492	11,404	12,803
股本	1,797	1,797	1,797	1,797	1,797
公积金	2,017	2,087	2,158	2,260	2,353
未分配利润	5,111	4,761	5,399	6,210	7,517
归属母公司权益	8,924	8,655	9,355	10,267	11,666
少数股东权益	1,097	1,137	1,137	1,137	1,137

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.40%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%
管理费用率	5.83%	7.91%	3.77%	3.50%	3.20%
财务费用率	7.80%	5.93%	7.83%	6.11%	4.96%
研发费用率	0.88%	0.93%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税率	-20%	44%	10%	10%	10%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.02	0.00	0.06	0.09	0.13
每股经营现金流	0.33	0.47	1.30	1.37	1.47
每股净资产	4.97	4.82	5.21	5.71	6.49
每股销售收入	2.70	3.00	4.25	5.49	6.61

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	99	-	29	20	13
PB	2.3	2.3	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	24.1	21.5	16.4	12.5	10.0
股息率	0.2%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼