



陕鼓动力 (601369.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入毛利率双承压，静待需求恢复

业绩简评

4月17日，公司披露25年报，全年实现营收94.2亿元，同比-8.3%；实现归母净利润7.5亿元，同比-28.2%。其中，Q4实现营收22.4亿元，同比-25.2%；实现归母净利润1.3亿元，同比-65.2%。

经营分析

业绩低于预期，毛利率与收入均有一定程度下滑。分行业看，公司冶金/石化/能源收入分别为43.2/36.5/9.7亿元，同比+6%/-9%/-24%。毛利率端，2025全年能量转换设备/能源基础设施运营/工业服务毛利率分别25.6%/26.5%/13.3%，同比-4.2%/+7.6%/-2.4pct。分行业看，冶金/石化/能源毛利率分别为16.3%/22.5%/25.3%，同比-5.3%/-0.4%/+3.9pct。毛利率下滑较大，收入也有一定下滑。冶金收入终止下滑，但毛利率降到仅16.3%，说明冶金领域仍然承压；石化收入转跌，公司提升市占率的努力未能抵消行业需求的压力。整体来看须静待下游石化化工、冶金等行业盈利能力改善。

气体业务收入持续增长，未来有望持续扩张。2025全年能源基础设施运营收入46.5亿元，同比+17%，全年新增气体项目投资额2.5亿元，目前已拥有合同供气量171.4万方，已运营合同供气量100.7万方。随着未来开封陕鼓、凌源秦风等气体项目投产、爬坡，公司气体业务有望持续扩张。

盈利预测、估值与评级

预计26/27/28年实现归母净利润9.0/10.2/10.9亿元，同比+20.0%/+13.1%/+7.0%，对应EPS为0.52/0.59/0.63元，维持“买入”评级。

风险提示

冶金化工资本开支不及预期；气体项目落地进度不及预期；气体业务竞争加剧；压缩空气储能项目进展不及预期。

机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：李子安 (执业 S1130526010002)

lizian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：10.09 元

相关报告：

- 《陕鼓动力公司点评：收入毛利承压，静待资本开支回暖》，2025.8.24
- 《陕鼓动力公司点评：24年经营稳健，股息率进一步提高》，2025.4.18



公司基本情况 (人民币)

项目	12/24	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
营业收入(百万元)	10,277	9,422	10,702	12,313	13,335
营业收入增长率	1.32%	-8.32%	13.59%	15.05%	8.30%
归母净利润(百万元)	1,042	748	897	1,015	1,086
归母净利润增长率	2.09%	-28.19%	19.97%	13.13%	6.98%
摊薄每股收益(元)	0.604	0.434	0.521	0.589	0.630
每股经营性现金流净额	0.67	0.55	0.97	0.91	0.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.74%	8.40%	9.84%	10.89%	11.38%
P/E	14.41	23.07	19.38	17.13	16.01
P/B	1.69	1.94	1.91	1.87	1.82

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	10,143	10,277	9,422	10,702	12,313	13,335
增长率		1.3%	-8.3%	13.6%	15.1%	8.3%
主营业务成本	-7,963	-7,964	-7,562	-8,571	-9,849	-10,667
%销售收入	78.5%	77.5%	80.3%	80.1%	80.0%	80.0%
毛利	2,180	2,313	1,859	2,131	2,464	2,668
%销售收入	21.5%	22.5%	19.7%	19.9%	20.0%	20.0%
营业税金及附加	-57	-60	-61	-70	-80	-87
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-266	-238	-229	-257	-296	-320
%销售收入	2.6%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	-570	-549	-497	-556	-640	-693
%销售收入	5.6%	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	-277	-416	-257	-289	-332	-360
%销售收入	2.7%	4.1%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	1,010	1,051	815	959	1,116	1,208
%销售收入	10.0%	10.2%	8.7%	9.0%	9.1%	9.1%
财务费用	311	259	191	233	227	230
%销售收入	-3.1%	-2.5%	-2.0%	-2.2%	-1.8%	-1.7%
资产减值损失	-66	-19	9	-21	-25	-33
公允价值变动收益	6	33	28	50	55	60
投资收益	5	1	16	16	16	16
%税前利润	0.4%	0.1%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%
营业利润	1,337	1,405	1,103	1,287	1,439	1,530
营业利润率	13.2%	13.7%	11.7%	12.0%	11.7%	11.5%
营业外收支	20	4	-8	0	0	0
税前利润	1,356	1,409	1,095	1,287	1,439	1,530
利润率	13.4%	13.7%	11.6%	12.0%	11.7%	11.5%
所得税	-258	-264	-249	-290	-324	-344
所得税率	19.0%	18.7%	22.8%	22.5%	22.5%	22.5%
净利润	1,098	1,145	846	997	1,115	1,186
少数股东损益	78	104	98	100	100	100
归属于母公司的净利润	1,020	1,042	748	897	1,015	1,086
净利率	10.1%	10.1%	7.9%	8.4%	8.2%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	1,098	1,145	846	997	1,115	1,186
少数股东损益	78	104	98	100	100	100
非现金支出	369	400	350	368	64	81
非经营收益	76	-102	-205	-15	-36	-41
营运资金变动	-191	-296	-50	315	420	270
经营活动现金净流	1,352	1,148	941	1,665	1,563	1,496
资本开支	-522	-214	-474	-610	-510	-510
投资	-3,769	-2,245	1,899	-13	-40	-40
其他	134	403	398	16	16	16
投资活动现金净流	-4,156	-2,055	1,822	-607	-534	-534
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-1,152	494	-1,076	-1,847	-81	0
其他	403	-804	-739	-741	-845	-897
筹资活动现金净流	-750	-310	-1,815	-2,587	-926	-897
现金净流量	-3,545	-1,226	949	-1,529	103	65

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	10,535	10,955	10,235	8,698	8,794	8,853
应收款项	4,195	4,603	4,237	4,945	5,668	6,109
存货	2,251	1,554	1,863	1,878	2,159	2,338
其他流动资产	3,722	3,509	3,133			
流动资产	20,702	20,620	19,468	19,114	20,627	21,611
%总资产	81.2%	81.6%	80.7%	79.5%	79.3%	78.7%
长期投资	805	769	707	706	706	706
固定资产	3,192	3,083	3,150	3,411	3,881	4,341
%总资产	12.5%	12.2%	13.1%	14.2%	14.9%	15.8%
无形资产	237	201	175	178	182	186
非流动资产	4,778	4,644	4,655	4,920	5,395	5,860
%总资产	18.8%	18.4%	19.3%	20.5%	20.7%	21.3%
资产总计	25,480	25,264	24,123	24,035	26,022	27,471
短期借款	2,505	3,342	1,853	6	6	6
应付款项	7,150	6,750	6,435	7,485	8,601	9,316
其他流动负债	5,024	4,588	4,761	5,199	5,849	6,261
流动负债	14,678	14,680	13,049	12,690	14,456	15,583
长期贷款	972	641	1,039	1,039	1,039	1,039
其他长期负债	496	382	336	299	215	213
负债	16,147	15,703	14,424	14,028	15,710	16,835
普通股股东权益	8,746	8,869	8,909	9,116	9,322	9,546
其中：股本	1,727	1,726	1,723	1,723	1,723	1,723
未分配利润	3,063	3,022	2,966	3,174	3,380	3,604
少数股东权益	587	693	790	890	990	1,090
负债股东权益合计	25,480	25,264	24,123	24,035	26,022	27,471

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.591	0.604	0.434	0.521	0.589	0.630
每股净资产	5.064	5.139	5.169	5.290	5.409	5.539
每股经营现金净流	0.783	0.665	0.546	0.966	0.907	0.868
每股股利	0.390	0.810	0.450	0.400	0.470	0.500
回报率						
净资产收益率	11.67%	11.74%	8.40%	9.84%	10.89%	11.38%
总资产收益率	4.00%	4.12%	3.10%	3.73%	3.90%	3.95%
投入资本收益率	6.36%	6.28%	4.98%	6.70%	7.58%	7.98%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.79%	1.32%	-8.32%	13.59%	15.05%	8.30%
EBIT 增长率	-8.44%	4.03%	-22.39%	17.63%	16.33%	8.22%
净利润增长率	5.36%	2.09%	-28.19%	19.97%	13.13%	6.98%
总资产增长率	-7.39%	-0.85%	-4.52%	-0.37%	8.27%	5.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	129.9	137.9	147.7	145.0	145.0	145.0
存货周转天数	107.2	87.2	82.5	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	258.2	258.8	251.5	250.0	250.0	250.0
固定资产周转天数	106.6	93.3	103.8	107.1	110.0	116.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-85.15%	-84.56%	-83.58%	-85.01%	-84.35%	-83.28%
EBIT 利息保障倍数	-3.2	-4.1	-4.3	-4.1	-4.9	-5.3
资产负债率	63.37%	62.15%	59.79%	58.36%	60.37%	61.28%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	3	6
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究