

公司研究

业绩短期承压，气体运营、压缩空气储能领域增长可期

——陕鼓动力（601369.SH）2025 年年报点评

要点

业绩短期承压，公司延续高分红，25 年分红率为 71.43%

陕鼓动力 2025 年实现营业收入 94.21 亿元，同比-8.32%；归母净利润 7.48 亿元，同比-28.19%。毛利率为 19.74%，同比-2.77pcts；净利率为 8.98%，同比-2.16pcts。公司 2025 年全年拟派发现金红利合计 5.34 亿元，分红率达 71.43%。

部分订单执行延期影响收入，26 年拟建大型试车台项目，提升产品试验能力

分季度来看，25Q4 公司营收为 22.36 亿元，同比-25.16%，同比降幅较大，主要是受部分订单执行延期影响。分行业来看，25 年冶金、石化、能源、电力行业分别实现营收 43.22、36.53、9.70、2.89 亿元，同比+5.5%、-9%、-23.87%、+0.85%，毛利率分别为 16.28%、22.53%、25.25%、10.47%，同比-5.34pcts、-0.35pcts、+3.94pcts、+0.35pcts。分产品来看，能源转换设备、工业服务、能源基础设施运营分别实现营收 30.66、16.93、46.46 亿元，同比-31.82%、-5.57%、+17.26%，毛利率分别为 25.56%、26.46%、13.31%，同比-4.16pcts、+7.64pcts、-2.4pcts。2026 年公司资产投资项目拟投资金额为 4.1 亿元。公司拟建设大型试车台位项目，项目建成后，将具备大功率驱动级别的机组试车水平，同步兼顾大型产品和装备的产能提升。

气体运营业务延续快速增长，压缩空气储能领域接单旺盛

气体运营业务方面，25 年秦风气体营业收入实现两位数增长，创历史新高。25 年公司已拥有、已运营合同供气量分别为 171.36 万 Nm³/h、100.66 万 Nm³/h，同比+3.63%、+5.23%。压缩空气储能领域，公司市场拓展成效显著，签订 3x350MW 全球装机容量与储能规模最大的压缩空气储能项目，同时也是公司在压缩空气储能领域获取机组数量最多、合同金额最大的项目；签订某 350MW 压缩空气储能电站配套机组，是国内单体规模和流量最大的压缩空气储能项目之一。伴随在手项目逐步交付，公司在压缩空气储能领域收入有望快速增长。

维持“买入”评级

考虑公司下游冶金行业景气度仍较为低迷，我们下调公司 26、27 年归母净利润预测 34%、29%至 8.57、9.85 亿元，新增 28 年归母净利润预测 10.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.50、0.57、0.63 元。公司产品试验能力、交付能力有望伴随大型试车台项目建设得到提升，气体运营、压缩空气储能等领域业务增长可期，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求放缓；订单执行进度不及预期；气体投资增速放缓。

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）	10,277	9,422	10,538	11,821	13,171
营业收入增长率	1.32%	-8.32%	11.85%	12.17%	11.42%
归母净利润（百万元）	1,042	748	857	985	1,083
归母净利润增长率	2.09%	-28.19%	14.59%	14.93%	9.95%
EPS（按最新股本计，元）	0.60	0.43	0.50	0.57	0.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.74%	8.40%	9.02%	9.66%	9.89%
P/E	15	21	18	16	15
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-20

买入（维持）

当前价：9.20 元

作者

分析师：陈佳宁

执业证书编号：S0930512120001

021-52523851

chenjianing@ebscn.com

分析师：汲萌

执业证书编号：S0930524010002

021-52523859

jimeng@ebscn.com

分析师：夏天宇

执业证书编号：S0930525070006

021-52523805

xiatianyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	17.23
总市值(亿元):	158.56
一年最低/最高(元):	7.85/12.55
近 3 月换手率:	60.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.88	-13.36	-12.49
绝对	-11.71	-12.55	13.21

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,277	9,422	10,538	11,821	13,171
营业成本	7,964	7,562	8,488	9,550	10,664
折旧和摊销	350	344	409	433	460
税金及附加	60	61	69	77	86
销售费用	238	229	242	260	290
管理费用	549	497	537	579	619
研发费用	416	257	263	284	316
财务费用	-259	-191	-218	-236	-239
投资收益	1	16	10	10	10
营业利润	1,405	1,103	1,247	1,413	1,540
利润总额	1,409	1,095	1,239	1,405	1,532
所得税	264	249	282	320	349
净利润	1,145	846	957	1,085	1,183
少数股东损益	104	98	100	100	100
归属母公司净利润	1,042	748	857	985	1,083
EPS(按最新股本计, 元)	0.60	0.43	0.50	0.57	0.63

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,148	941	1,134	988	1,219
净利润	1,042	748	857	985	1,083
折旧摊销	350	344	409	433	460
净营运资金增加	378	-331	1,161	1,598	1,513
其他	-622	181	-1,293	-2,028	-1,837
投资活动产生现金流	-2,055	1,822	-736	-659	-664
净资本支出	-214	-474	-513	-510	-510
长期投资变化	202	197	-149	-154	-159
其他资产变化	-2,044	2,099	-74	5	5
融资活动现金流	-310	-1,815	-94	954	796
股本变化	-2	-2	0	0	0
债务净变化	505	-1,091	-54	1,011	888
无息负债变化	-950	-188	820	940	986
净现金流	-1,226	949	303	1,283	1,350

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	22.5%	19.7%	19.4%	19.2%	19.0%
EBITDA 率	14.9%	12.8%	13.5%	13.4%	13.2%
EBIT 率	11.3%	9.1%	9.6%	9.7%	9.7%
税前净利润率	13.7%	11.6%	11.8%	11.9%	11.6%
归母净利润率	10.1%	7.9%	8.1%	8.3%	8.2%
ROA	4.5%	3.5%	3.7%	3.8%	3.8%
ROE (摊薄)	11.7%	8.4%	9.0%	9.7%	9.9%
经营性 ROIC	9.0%	6.5%	6.8%	6.8%	6.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	62%	60%	59%	61%	61%
流动比率	1.40	1.49	1.51	1.49	1.49
速动比率	1.30	1.35	1.35	1.34	1.33
归母权益/有息债务	2.23	3.08	3.35	2.65	2.31
有形资产/有息债务	6.18	8.12	8.80	7.20	6.43

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	25,264	24,123	25,588	28,331	31,057
货币资金	10,955	10,235	10,538	11,821	13,171
交易性金融资产	1,113	764	792	820	848
应收账款	4,064	3,563	3,925	4,460	4,988
应收票据	393	536	599	672	749
其他应收款 (合计)	40	34	76	74	83
存货	1,554	1,863	2,103	2,379	2,670
其他流动资产	352	373	373	566	623
流动资产合计	20,620	19,468	20,664	23,229	25,756
其他权益工具	147	143	143	143	143
长期股权投资	202	197	347	501	660
固定资产	2,604	2,660	2,606	2,575	2,550
在建工程	457	470	627	736	813
无形资产	142	133	137	137	138
商誉	47	30	30	30	30
其他非流动资产	107	135	204	204	204
非流动资产合计	4,644	4,655	4,924	5,102	5,301
总负债	15,703	14,424	15,190	17,141	19,015
短期借款	2,461	1,847	1,693	2,603	3,392
应付账款	5,565	4,856	5,451	6,133	6,848
应付票据	914	1,387	1,557	1,751	1,956
预收账款	7	3	3	4	4
其他流动负债	0	808	808	808	808
流动负债合计	14,680	13,049	13,715	15,566	17,340
长期借款	641	1,039	1,139	1,239	1,339
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	166	156	156	156	156
非流动负债合计	1,023	1,375	1,475	1,575	1,675
股东权益	9,561	9,699	10,398	11,190	12,042
股本	1,726	1,723	1,723	1,723	1,723
公积金	4,062	4,125	4,125	4,125	4,125
未分配利润	3,022	2,966	3,565	4,258	5,009
归属母公司权益	8,869	8,909	9,507	10,200	10,951
少数股东权益	693	790	890	990	1,090

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	2.31%	2.43%	2.30%	2.20%	2.20%
管理费用率	5.34%	5.27%	5.10%	4.90%	4.70%
财务费用率	-2.52%	-2.03%	-2.07%	-1.99%	-1.81%
研发费用率	4.05%	2.72%	2.50%	2.40%	2.40%
所得税率	19%	23%	23%	23%	23%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.27	0.15	0.17	0.19	0.21
每股经营现金流	0.67	0.55	0.66	0.57	0.71
每股净资产	5.14	5.17	5.52	5.92	6.35
每股销售收入	5.96	5.47	6.11	6.86	7.64

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	15	21	18	16	15
PB	1.8	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.8	15.5	13.6	12.9	12.2
股息率	2.9%	1.6%	1.8%	2.1%	2.3%

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