

中际联合 (605305.SH)

2025年圆满收官，看好2026年订单与业绩弹性潜力

事件：中际联合发布2025年年报与2026年一季报，2025全年，公司实现营业收入18.78亿元，同比+44.64%，归母净利润5.30亿元，同比+68.47%；2026Q1，公司实现营业收入4.39亿元，同比+38.41%，归母净利润1.29亿元，同比+30.74%。收入利润同步高增，整体表现优异。

□ 内外销同步高增，持续拓展新领域。2025年拆分开来看：

1) 市场结构：公司内外销收入8.96、9.71亿元，同比+39.15%、+50.38%，海外收入占主营业务收入达52.03%。国内方面，2025年全国风电新增装机120GW，同比+51%，超出年初预期，为公司内销提供强劲支撑；海外方面，公司已在美国、德国、印度、日本、巴西设立全资子公司，其中2025年中际美洲贡献净利润2799.83万元，同比+36.94%，新增设立阿联酋子公司，传统+新兴市场齐发力，全球布局不断优化。

2) 产品结构：公司高空安全升降设备、防护设备、作业服务收入12.21、5.76、0.7亿元，同比+37.44%、+62.25%、+51.5%，风电、其他行业收入同比+45.64%、+13.87%，主营产品风电市场占有率第一，同时稳步打造新兴领域第二增长曲线，目前在建筑、通信、水电、桥梁、消防、仓储等17个行业均有应用；新产品方面，2025年公司推出针对风电、储能、数据中心的能源安全系统解决方案新品，为西班牙及德国某储能项目定制的消防系统顺利完成交付，产品谱系向消防安全系统拓展升级。

边际上看，公司2026Q1收入实现同比+38.41%的高速增长，我们继续看好 $\beta + \alpha$ 共振下公司2026年的订单与收入增长潜力。

□ 降本控费成效显著，利润弹性预期释放。2025年，公司实现毛利率、净利率47.27%、28.22%，同比+1.78pct、+3.98pct；期间费用率合计16.38%，同比-6.26%，其中销管研三费绝对值同比-1.85%，三费率同比-8.15pct，财务费用率同比+1.9pct，主要系汇兑损失增加影响；2026Q1，公司实现毛利率、净利率50.42%、29.34%，同比+1.78pct、-1.76pct；期间费用率合计17.49%，同比+1.89%，其中销管研三费率同比-3.75pct，也系汇兑损失增加影响财务费用率同比+5.65pct。公司业绩弹性如期较好释放，系毛利率与费用端共同驱动，毛利率改善主要得益于国际化、高端产品占比提升带来的结构优化，较好控费主要得益于公司构建精细化管理体系，运营效能持续优化，新业拓展工作完成后规模化效益逐步显现。我们认为公司2026年控费成效有望持续显现，驱动公司业绩弹性持续向上。

□ 中期展望，继续看好风电行业 β 迎来内外共振。①国内市场：根据《北京风电宣言2.0》，十五五风电年均新增装机不低于120GW，相较十四五70GW的年均新增装机提升71.42%，国内市场有望长期保持高景气；②海外市场：根据每日风电，2025年国内主要风电整机厂海外项目中标39.99GW，同比+42.52%，跟随整机厂出海有望为公司带来额外增量；同时，欧盟3月10日发布《清洁能源投资战略》、英国3月12日宣布取消风电组件进口关税，为摆脱化石能源进口依赖，欧洲开始发力能源安全，海外需求有望超预期向上。

强烈推荐 (维持)

中游制造/机械

目标估值：NA

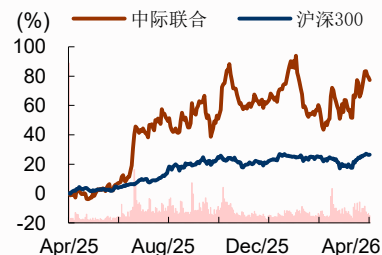
当前股价：45.45元

基础数据

总股本(百万股)	213
已上市流通股(百万股)	213
总市值(十亿元)	9.7
流通市值(十亿元)	9.7
每股净资产(MRQ)	14.4
ROE(TTM)	18.3
资产负债率	17.8%
主要股东	世创(北京)科技发展有限公司
主要股东持股比例	5.69%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	16	84
相对表现	8	15	58



相关报告

- 《中际联合(605305)——业绩继续超预期，“高成长+强盈利+低估值”属性突出》2025-11-03
- 《中际联合(605305)——业绩符合预期，继续看好公司创新高式发展》2025-09-01
- 《中际联合(605305)——“订单兑现+规模化控费”，业绩弹性超预期释放》2025-07-16

郭倩倩 S1090525060003

✉ guoqianqian@cmschina.com.cn

高杨洋 S1090525070002

✉ gaoyangyang@cmschina.com.cn

朱鹏丞 研究助理

✉ zhupengcheng1@cmschina.com.cn

- **投资建议：**公司是风电升降设备行业全球龙头，抗大型化通缩 α 突出，高成长、高盈利属性兼备的优秀品种，具备较高投资价值；同时考虑到公司订单出货持续增长、业绩弹性良好释放，持续超预期，我们预计公司 2026-2028 年营业总收入为 22.84、28.49、34.34 亿元，对应增速 22%、25%、21%；归母净利润为 6.97、9.27、11.48 亿元，对应增速 31%、33%、24%；当期股价对应 PE 为 13.9、10.4、8.4 倍，估值较低，维持“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：**风电新增装机不及预期，订单确收节奏放缓，新品推广不及预期，海外拓展不及预期，贸易摩擦加剧。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1299	1878	2284	2849	3434
同比增长	18%	45%	22%	25%	21%
营业利润(百万元)	349	606	798	1062	1317
同比增长	49%	74%	32%	33%	24%
归母净利润(百万元)	315	530	697	927	1148
同比增长	52%	68%	31%	33%	24%
每股收益(元)	1.48	2.50	3.28	4.36	5.40
PE	30.7	18.2	13.9	10.4	8.4
PB	3.7	3.3	2.8	2.3	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2931	3430	3718	4488	5443
现金	937	1036	1049	1436	1993
交易性投资	977	1067	1067	1067	1067
应收票据	88	113	137	171	206
应收款项	435	621	755	942	1135
其它应收款	4	6	8	9	11
存货	390	430	510	625	744
其他	99	157	191	238	287
非流动资产	389	357	658	782	881
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	138	133	297	494	657
无形资产商誉	135	132	119	107	96
其他	116	92	242	182	128
资产总计	3320	3787	4375	5271	6324
流动负债	709	827	878	1055	1239
短期借款	31	67	0	0	0
应付账款	310	321	381	467	556
预收账款	239	273	324	397	473
其他	129	165	172	191	211
长期负债	23	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	23	19	19	19	19
负债合计	732	846	897	1074	1258
股本	213	213	213	213	213
资本公积金	1161	1161	1161	1161	1161
留存收益	1215	1566	2104	2822	3693
少数股东权益	0	2	1	1	0
归属于母公司所有者权益	2588	2940	3477	4196	5066
负债及权益合计	3320	3787	4375	5271	6324

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	280	271	526	721	957
净利润	315	530	697	927	1148
折旧摊销	18	19	49	75	101
财务费用	(3)	4	(6)	(10)	(14)
投资收益	(32)	(31)	(64)	(64)	(64)
营运资金变动	23	(269)	(149)	(207)	(214)
其它	(42)	17	0	0	0
投资活动现金流	(220)	(82)	(286)	(136)	(136)
资本支出	(38)	(16)	(350)	(200)	(200)
其他投资	(182)	(66)	64	64	64
筹资活动现金流	(17)	(67)	(227)	(199)	(264)
借款变动	11	96	(74)	0	0
普通股增加	61	0	0	0	0
资本公积增加	(61)	0	0	0	0
股利分配	(62)	(174)	(159)	(209)	(278)
其他	34	11	6	10	14
现金净增加额	42	121	14	386	557

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1299	1878	2284	2849	3434
营业成本	708	990	1176	1441	1714
营业税金及附加	8	19	23	29	34
营业费用	127	113	126	142	161
管理费用	118	131	137	148	172
研发费用	85	79	84	91	103
财务费用	(35)	(16)	(6)	(10)	(14)
资产减值损失	(4)	(14)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动收益	16	(7)	0	0	0
其他收益	16	34	34	34	34
投资收益	32	31	30	30	30
营业利润	349	606	798	1062	1317
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	349	605	797	1062	1317
所得税	34	75	101	135	169
少数股东损益	0	(0)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	315	530	697	927	1148

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	18%	45%	22%	25%	21%
营业利润	49%	74%	32%	33%	24%
归母净利润	52%	68%	31%	33%	24%
获利能力					
毛利率	45.5%	47.3%	48.5%	49.4%	50.1%
净利率	24.2%	28.2%	30.5%	32.5%	33.4%
ROE	12.9%	19.2%	21.7%	24.2%	24.8%
ROIC	11.3%	18.2%	21.2%	23.8%	24.4%
偿债能力					
资产负债率	22.0%	22.3%	20.5%	20.4%	19.9%
净负债比率	1.1%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.1	4.1	4.2	4.3	4.4
速动比率	3.6	3.6	3.7	3.7	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	2.3	2.4	2.5	2.5	2.5
应收账款周转率	2.5	3.0	2.8	2.8	2.8
应付账款周转率	2.3	3.1	3.4	3.4	3.4
每股资料(元)					
EPS	1.48	2.50	3.28	4.36	5.40
每股经营净现金	1.32	1.27	2.48	3.39	4.50
每股净资产	12.18	13.83	16.36	19.74	23.84
每股股利	0.45	0.75	0.98	1.31	1.62
估值比率					
PE	30.7	18.2	13.9	10.4	8.4
PB	3.7	3.3	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	29.2	15.7	11.3	8.4	6.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。