

## 公司研究

## 业绩成功实现扭亏，全年经营现金流大幅改善

## ——九洲集团（300040.SZ）2025 年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2025 年年报，2025 年实现营业收入 14.53 亿元，同比-1.88%，实现归母净利润 0.41 亿元，同比扭亏；2025Q4 实现营业收入 5.07 亿元，同比-0.21%，实现归母净利润-0.02 亿元，同比减亏。

**智能开关成套设备收入规模显著提升，全年经营现金流大幅改善。**

公司持续推动高压开关设备技术升级，2025 年智能配电网设备中标金额同比大幅提升，同时与阿里合作拓展国际业务并探索海外设备销售渠道，智能开关成套设备板块收入同比+41.18%至 2.40 亿元，毛利率同比+6.15 个 pct 至 19.52%；变压器及箱式变电站业务收入同比-14.05%至 2.00 亿元，毛利率同比+0.04 个 pct 至 25.19%。受益于国补加速回款，公司 2025 年经营现金流同比+174.47%至 3.46 亿元。

**生物质业务运营质量持续改善，板块首次实现年度盈利。**

公司生物质热电联产项目在技术方面通过技改提升机组效率，在商业模式方面拓展售热及工业蒸汽非电业务实现创收结构优化，2025 年公司在生物质运营规模不变（160MW）的前提下，上网电量同比+16.05%至 7.39 亿千瓦时，成功实现板块扭亏为盈，带动新能源业务收入同比+5.20%至 9.12 亿元，毛利率同比+3.28 个 pct 至 30.17%。

**持有电站规模稳步提升，但利用小时数和上网电价在市场化影响下均有所下降。**

公司积极推进新能源项目开发建设，定边天池塘 50MW 风电项目纳入合并报表，与华电合作的巴彦二期 100MW 风电项目顺利并网，通过“央企合作+自主开发”模式持续提升权益容量，截至 2025 年底公司运营的风电/光伏项目容量达到 296MW/298.6MW，总上网电量分别为 6.31/4.03 亿千瓦时。但在电力市场化影响下新能源项目的利用小时数和上网电价均有所下滑，风电/光伏资产的平均上网电价（含税）分别下降至 0.3840/0.4126 元/千瓦时，年利用小时分别下降至 2424.50/1411.28 小时。

**维持“增持”评级：**公司新能源项目在市场化电价背景下盈利承压，审慎起见我们下调盈利预测，预计公司 2026-28 年归母净利润分别为 0.82/1.16/1.57 亿元（下调 42%/下调 31%/新增），当前股价对应 26 年 PE 为 59 倍。公司不断推进可再生能源电站（尤其是分散式风电项目）建设投资，叠加积极布局生物质能源和储能项目有望增厚公司利润，公司业绩有望维持稳健增长态势，**维持“增持”评级。**

**风险提示：**新增新能源装机量不及预期；电网投资不及预期；生物质热电联产项目经营风险。

## 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）	1,481	1,453	1,558	1,672	1,796
营业收入增长率	22.09%	-1.88%	7.19%	7.32%	7.45%
归母净利润（百万元）	-545	41	82	116	157
归母净利润增长率	-678.26%	-	100.89%	40.62%	35.36%
EPS（元）	-0.90	0.06	0.13	0.18	0.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	-22.88%	1.58%	3.10%	4.22%	5.47%
P/E	-	118	59	42	31
P/B	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-28  
注：公司总股本 2024 年为 6.03 亿股，2025 年及以后为 6.43 亿股

## 增持（维持）

当前价：7.54 元

## 作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452071

[yinzs@ebsecn.com](mailto:yinzs@ebsecn.com)

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

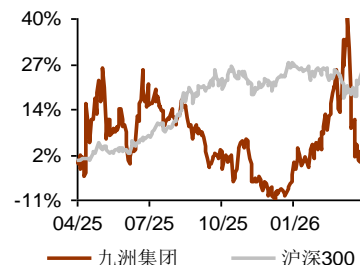
021-52523827

[haoqian@ebsecn.com](mailto:haoqian@ebsecn.com)

## 市场数据

总股本(亿股)	6.43
总市值(亿元):	48.51
一年最低/最高(元):	5.84/9.49
近 3 月换手率:	844.49%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.73	12.36	-24.28
绝对	-4.80	13.21	1.54

资料来源：Wind

## 相关研报

智能配电网中标金额同比大幅提升，生物质业务成功扭亏——九洲集团（300040.SZ）2025 年中报点评（2025-08-28）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,481	1,453	1,558	1,672	1,796
营业成本	1,076	1,056	1,122	1,205	1,296
折旧和摊销	233	236	312	320	327
税金及附加	18	15	16	17	18
销售费用	61	87	90	93	97
管理费用	123	123	125	125	126
研发费用	18	25	23	22	20
财务费用	144	141	140	129	120
投资收益	-4	69	83	94	111
营业利润	-496	88	126	174	232
利润总额	-497	70	126	174	232
所得税	41	22	38	52	70
净利润	-538	48	88	122	163
少数股东损益	7	7	6	6	6
归属母公司净利润	-545	41	82	116	157
EPS(元)	-0.90	0.06	0.13	0.18	0.24

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	126	346	427	393	407
净利润	-545	41	82	116	157
折旧摊销	233	236	312	320	327
净营运资金增加	388	34	51	106	116
其他	50	35	-18	-148	-193
投资活动产生现金流	-335	-150	-77	-66	-49
净资本支出	-300	-165	-160	-160	-160
长期投资变化	865	909	0	0	0
其他资产变化	-899	-894	83	94	111
融资活动现金流	170	-255	-318	-304	-288
股本变化	15	41	0	0	0
债务净变化	-151	-683	-165	-148	-132
无息负债变化	370	677	0	36	41
净现金流	-38	-59	33	23	70

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	27.4%	27.4%	28.0%	27.9%	27.9%
EBITDA 率	60.4%	28.7%	33.4%	33.3%	33.1%
EBIT 率	44.1%	11.9%	13.3%	14.2%	14.9%
税前净利润率	-33.6%	4.8%	8.1%	10.4%	12.9%
归母净利润率	-36.8%	2.8%	5.3%	6.9%	8.7%
ROA	-7.5%	0.7%	1.2%	1.7%	2.2%
ROE (摊薄)	-22.9%	1.6%	3.1%	4.2%	5.5%
经营性 ROIC	16.2%	3.0%	3.8%	4.4%	5.1%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	66%	64%	62%	61%	59%
流动比率	1.54	1.62	1.76	1.89	2.04
速动比率	1.36	1.43	1.56	1.68	1.83
归母权益/有息债务	0.82	1.16	1.29	1.43	1.60
有形资产/有息债务	2.31	3.10	3.30	3.54	3.83

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	7,136	7,340	7,250	7,232	7,267
货币资金	358	279	312	334	404
交易性金融资产	16	13	13	13	13
应收账款	1,289	1,309	1,341	1,447	1,564
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	70	37	37	38	39
存货	259	244	241	250	262
其他流动资产	187	185	185	185	185
流动资产合计	2,202	2,090	2,152	2,294	2,496
其他权益工具	4	5	5	5	5
长期股权投资	865	909	909	909	909
固定资产	3,242	3,408	3,255	3,096	2,932
在建工程	99	176	189	198	205
无形资产	181	177	177	178	179
商誉	36	36	36	36	36
其他非流动资产	69	25	25	25	25
非流动资产合计	4,934	5,250	5,098	4,938	4,771
总负债	4,690	4,683	4,518	4,405	4,313
短期借款	310	146	81	32	0
应付账款	407	337	337	361	389
应付票据	73	75	79	84	91
预收账款	3	3	3	3	4
其他流动负债	9	6	6	6	6
流动负债合计	1,426	1,291	1,226	1,213	1,222
长期借款	1,934	1,521	1,421	1,321	1,221
应付债券	204	0	0	0	0
其他非流动负债	52	44	44	44	44
非流动负债合计	3,264	3,392	3,292	3,192	3,092
股东权益	2,447	2,657	2,732	2,828	2,954
股本	603	643	643	643	643
公积金	1,250	1,465	1,473	1,485	1,501
未分配利润	476	481	542	620	724
归属母公司权益	2,381	2,585	2,654	2,743	2,864
少数股东权益	65	72	78	84	90

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	4.12%	5.98%	5.78%	5.58%	5.38%
管理费用率	8.29%	8.50%	8.00%	7.50%	7.00%
财务费用率	9.72%	9.68%	8.98%	7.74%	6.66%
研发费用率	1.23%	1.69%	1.49%	1.29%	1.09%
所得税率	-8%	32%	30%	30%	30%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.06	0.02	0.04	0.06	0.08
每股经营现金流	0.21	0.54	0.66	0.61	0.63
每股净资产	3.95	4.02	4.13	4.26	4.45
每股销售收入	2.46	2.26	2.42	2.60	2.79

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	-	118	59	42	31
PB	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	7.4	15.3	11.7	10.7	9.7
股息率	0.8%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%

## 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。
<b>基准指数说明：</b>		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所载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