

买入
盈利超预期增长，能源装备行业及公司发展维持高景气
哈尔滨电气 (1133.HK)

2026-02-04 星期三

【投资要点】

| | |
|-------|-----------------|
| 目标价: | 26.35 港元 |
| 现 价: | 20.52 港元 |
| 预计升幅: | 30.4% |

重要数据

| 日期 | 2026-02-04 |
|------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 20.52 |
| 总股本 (亿股) | 22.36 |
| 总市值 (亿港元) | 458.88 |
| 净资产 (亿港元) | 174.0 |
| 总资产 (亿港元) | 808.4 |
| 52周高低 (港元) | 2.90/20.80 |
| 每股净资产 (港元) | 7.8 |

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

哈尔滨电气集团有限公司 69.79%

相关报告

哈尔滨电气 (1133.HK) 更新报告-
20251117

哈尔滨电气 (1133.HK) 更新报告-
20250908

哈尔滨电气 (1133.HK) 更新报告-
20250415

哈尔滨电气 (1133.HK) 更新报告-
20240926

哈尔滨电气 (1133.HK) 深度报告-
20240613

➤ 公司预计 25 财年净利润 26.5 亿元；上调模型营收预期

公司预计 2025 年实现归母净利润 26.5 亿元，同比增长约 57.2%，超过我们此前 25 亿元的盈利预期。期间净利润大幅增长的主要原因包括营业收入增长、产品盈利能力进一步提高。这与我们此前对公司前期收获的高价值订单将逐步释放，毛利率仍有上升空间的判断一致；同时由于公司生产规模扩大，智能化制造能力显著增强，企业的规模效应和运营效率大幅提升。

我们更新预期模型，上调了公司未来营收预期。主要影响包括：

收入部分，主要提高了 2026-2027E 公司水电、核电及现代制造服务业的收入增速，主要因为公司水电、核电在手订单饱满，行业发展势能良好，且水电能源装备有望打开出口通道；火电灵活性改造订单有望从十五五中期逐步释放。

利润部分，由于公司 25 年净利润超预期，因此上调 2026-2027E 毛利率预测值，逐步对标同行业平均水平。

➤ 维持“买入”评级，提升目标价至 26.35 港元

更新公司营收预期并提升目标价，给予公司目标估值 PE (2026E) 15.0 倍，对应 PE (TTM) 19.80 倍，提升目标价至 26.35 港元，对应现价预计升幅 30.4%，维持“买入”评级。

| 人民币亿元 | FY2023 | FY2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业额 | 288.4 | 383.0 | 469.6 | 545.3 | 594.7 |
| 同比增长 (%) | 17.0% | 32.8% | 22.6% | 16.1% | 9.1% |
| 归母净利润 | 5.7 | 16.9 | 26.5 | 34.9 | 39.7 |
| 同比增长 (%) | 481.0% | 194.2% | 57.1% | 31.9% | 13.6% |
| 净利润率(%) | 2.0% | 4.4% | 5.6% | 6.4% | 6.7% |
| 每股盈利 (RMB) | 0.29 | 0.82 | 1.33 | 1.75 | 1.99 |

数据来源: Wind、公司财务报表、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 冯浩

SFC: BUQ780

电话: 755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

【報告正文】

➤ 公司预计 25 财年净利润 26.5 亿元；上调模型营收预期

公司预计 2025 年实现归母净利润 26.5 亿元，同比增长约 57.2%，超过我们此前 25 亿元的盈利预期。期间净利润大幅增长的主要原因包括营业收入增长、产品盈利能力进一步提高。这与我们此前对公司前期收获的高价值订单将逐步释放，毛利率仍有上升空间的判断一致；同时由于公司生产规模扩大，智能化制造能力显著增强，企业的规模效应和运营效率大幅提升。

我们更新预期模型，上调了公司未来营收预期。主要影响包括：

收入部分，主要提高了 2026-2027E 公司水电、核电及现代制造服务业的收入增速，主要因为公司水电、核电在手订单饱满，行业发展势能良好，且水电能源装备有望打开出口通道；火电灵活性改造订单有望从十五五中期逐步释放。

利润部分，由于公司 25 年净利润超预期，因此上调 2026-2027E 毛利率预测值，逐步对标同行业平均水平。

表 4：收入及盈利预测模型

| 收入及盈利预测（亿元） | 31/12/2023 | 31/12/2024 | 预测 | | |
|-------------|------------|------------|-------|-------|-------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 收入预测 | | | | | |
| 煤电产业 | 80.1 | 159.5 | 215.3 | 247.5 | 232.7 |
| 变化：% | 17.3% | 99.0% | 35.0% | 15.0% | -6.0% |
| 水电产业 | 34.4 | 43.1 | 51.7 | 64.6 | 84.0 |
| 变化：% | 25.1% | 25.1% | 20.0% | 25.0% | 30.0% |
| 核电产业 | 24.9 | 42.3 | 52.9 | 66.2 | 82.7 |
| 变化：% | 95.2% | 70.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 气电产业 | 11.4 | 19.5 | 22.4 | 25.8 | 31.0 |
| 变化：% | 86.35% | 70.68% | 15.0% | 15.0% | 20.0% |
| 新型电力装备合计 | 157.5 | 269.9 | 348.1 | 410.8 | 437.6 |
| 变化：% | 34.1% | 71.4% | 29.0% | 18.0% | 6.6% |
| 绿色低碳驱动装备合计 | 7.0 | 6.6 | 7.3 | 8.0 | 8.0 |
| 变化：% | -42.2% | -6.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 清洁高效工业系统合计 | 59.1 | 45.4 | 47.6 | 50.0 | 52.5 |
| 变化：% | 14.5% | -23.2% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 工程总承包和贸易合计 | 37.9 | 39.4 | 41.4 | 45.6 | 52.4 |
| 变化：% | 20.5% | 4.0% | 5.0% | 10.0% | 15.0% |
| 现代制造服务业合计 | 22.0 | 17.7 | 21.2 | 26.5 | 38.4 |
| 变化：% | -30.7% | -19.7% | 20.0% | 25.0% | 45.0% |

| | | | | | |
|----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 其他业务 | 4.9 | 4.0 | 4.0 | 4.4 | 4.9 |
| 营业收入合计 | 288.4 | 383.0 | 469.6 | 545.2 | 594.6 |
| 变化: % | 17.0% | 32.8% | 22.6% | 16.1% | 9.1% |
| 利润预测 | | | | | |
| 毛利润合计 | 31.2 | 48.0 | 70.8 | 87.4 | 98.1 |
| 变化: % | 9.0% | 53.8% | 47.5% | 23.5% | 12.2% |
| 毛利率: % | 10.8% | 12.5% | 15.1% | 16.0% | 16.5% |
| 归母净利润合计 | 5.8 | 16.9 | 26.5 | 34.92 | 39.67 |
| 变化: % | 483.2% | 194.2% | 57.1% | 31.9% | 13.6% |
| 归母净利率: % | 2.0% | 4.4% | 5.6% | 6.4% | 6.7% |

資料來源：國元證券經紀（香港）整理

➤ 维持“买入”评级，提升目标价至 26.35 港元

更新公司营收预期并提升目标价，给予公司目标估值 PE (2026E) 15.0 倍，对应 PE (TTM) 19.80 倍，提升目标价至 26.35 港元，对应现价预计升幅 30.4%，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值

| 代码 | 简称 | 最新价 (HKD/CNY) | 市值 (亿元) | PE (根据 WIND 一致预期) | | | | PB 2024 |
|------------|-------|------------------|------------|-------------------|-------|-------|-------|------------|
| | | | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | |
| 港股 | | | | | | | | |
| 1072.HK | 东方电气 | 26.36 | 998.5 | 25.5 | 21.1 | 17.8 | 21.1 | 2.2 |
| 2727.HK | 上海电气 | 4.17 | 1,362.6 | 55.8 | 42.1 | 21.3 | 17.8 | 1.1 |
| A 股 | | | | | | | | |
| 600875.SH | 东方电气 | 888.5 | 27.5 | 27.5 | 22.0 | 18.5 | 16.5 | 2.3 |
| 601727.SH | 上海电气 | 1,212.4 | 128.3 | 128.3 | 99.2 | 50.2 | 42.0 | 2.6 |
| 平均值 | | | 1,115.5 | 59.3 | 46.1 | 27.0 | 24.3 | 2.0 |
| 1133.HK | 哈尔滨电气 | 20.52 | 451.7 | 24.2 | 15.4 | 11.7 | 10.3 | 2.5 |

資料來源：WIND、國元證券經紀（香港）整理

【风险提示】

核心原材料价格超预计上涨

订单周期时长超预期

订单回款进度低于预期

海外业务发展不及预期

【财务报表摘要】

资产负债表

| 单位:亿元 | FY2023A | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 606.3 | 602.1 | 687.8 | 766.5 | 819.9 |
| 现金 | 173.6 | 160.5 | 159.2 | 173.1 | 190.4 |
| 应收账款 | 81.5 | 63.4 | 76.2 | 87.6 | 94.6 |
| 预付账款 | 98.1 | 97.8 | 108.0 | 112.8 | 110.7 |
| 存货 | 109.8 | 145.8 | 171.9 | 195.3 | 209.7 |
| 其他流动资产 | 119.7 | 128.7 | 157.8 | 183.2 | 199.8 |
| 非流动资产 | 106.7 | 117.4 | 123.3 | 136.8 | 146.7 |
| 物业、厂房及设备 | 56.5 | 66.9 | 79.0 | 88.0 | 94.2 |
| 无形资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他非流动资产 | 21.3 | 15.9 | 18.7 | 20.8 | 21.6 |
| 资产总计 | 713.0 | 719.5 | 811.1 | 903.3 | 966.6 |
| 流动负债 | 528.7 | 531.9 | 605.0 | 667.3 | 698.7 |
| 短期借款 | 55.5 | 55.9 | 61.5 | 67.7 | 74.4 |
| 应付票据及账款 | 223.6 | 189.1 | 225.2 | 258.5 | 280.3 |
| 其他应付款 | 5.2 | 6.3 | 8.5 | 10.3 | 10.3 |
| 其他流动负债 | 244.4 | 280.6 | 309.8 | 330.8 | 333.7 |
| 非流动负债 | 38.4 | 25.6 | 29.6 | 33.1 | 35.3 |
| 长期带息债务 | 17.5 | 8.1 | 8.1 | 8.1 | 8.1 |
| 其他非流动负债 | 20.9 | 17.5 | 21.5 | 25.0 | 27.2 |
| 负债总计 | 567.1 | 557.6 | 630.1 | 697.2 | 732.0 |
| 股本 | 22.4 | 22.4 | 22.4 | 22.4 | 22.4 |
| 储备 | 116.3 | 132.5 | 151.0 | 175.5 | 203.2 |
| 少数股东权益 | 7.2 | 7.1 | 7.6 | 8.3 | 9.0 |
| 股东权益合计 | 145.9 | 161.9 | 181.0 | 206.1 | 234.6 |
| 负债及权益合计 | 713.0 | 719.5 | 811.1 | 903.3 | 966.6 |

利润表

| 单位:亿元 | FY2023A | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入(经营性业务) | 288.4 | 383.0 | 469.6 | 545.3 | 594.7 |
| 营业成本 | 258.4 | 335.0 | 398.9 | 457.9 | 496.6 |
| 毛利 | 30.0 | 48.0 | 70.8 | 87.4 | 98.1 |
| 销售费用 | 5.1 | 6.1 | 7.3 | 8.5 | 9.2 |
| 管理费用 | 15.6 | 16.9 | 18.8 | 21.6 | 23.4 |
| 财务费用 | 3.0 | 2.4 | 2.5 | 2.7 | 2.9 |
| 其他开支 | 12.0 | 13.7 | 16.6 | 19.3 | 21.0 |
| 其他经营性收益(利息) | 3.9 | 4.1 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| 非经营性收益/亏损 | 9.3 | 7.3 | 2.1 | 2.3 | 1.9 |
| 除税前净利润 | 7.7 | 20.2 | 31.7 | 41.7 | 47.3 |
| 所得税(返还以“-”列) | 1.5 | 3.0 | 4.7 | 6.1 | 6.8 |
| 净利润 | 6.1 | 17.2 | 27.0 | 35.6 | 40.4 |
| 少数股东权益 | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.8 |
| 归属于净利 | 5.7 | 16.9 | 26.5 | 34.9 | 39.7 |
| EPS (HKD) | 0.29 | 0.85 | 1.33 | 1.75 | 1.99 |

现金流量表

| 单位:亿元 | FY2023A | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 22.8 | -2.4 | 20.6 | 31.5 | 35.2 |
| 税后经营利润 | -1.3 | 11.0 | 25.1 | 33.4 | 38.6 |
| 折旧摊销 | 0.0 | 0.0 | 3.7 | 4.3 | 4.8 |
| 利息费用 | 3.0 | 2.4 | 2.5 | 2.7 | 2.9 |
| 存货变动 | -4.0 | 0.0 | 26.1 | 23.5 | 14.4 |
| 其他经营活动有关现金流量 | 24.2 | -13.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -17.1 | -10.7 | -17.2 | -10.6 | -9.8 |
| 资本支出 | -10.9 | -16.8 | -14.7 | -12.0 | -10.0 |
| 其他活动 | -6.2 | 6.1 | 2.4 | 2.2 | 1.4 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 5.2 | -8.0 | -4.8 | -7.0 | -8.1 |
| 带息债务变动 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股利分配 | -0.1 | -1.3 | -7.9 | -10.5 | -11.9 |
| 偿付利息 | 0.0 | 0.0 | -2.5 | -2.7 | -2.9 |
| 短期借款变动 | -7.0 | 7.3 | 5.6 | 6.2 | 6.8 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 10.9 | -21.9 | -1.3 | 13.9 | 17.3 |
| 期初现金及现金等价物余额 | 162.8 | 173.6 | 160.5 | 159.2 | 173.1 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 173.6 | 160.5 | 159.2 | 173.1 | 190.4 |

主要财务比率

| | FY2023A | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营收增长率 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 17.0% | 32.8% | 22.6% | 16.1% | 9.1% |
| 归属净利润增长率 | 481.0% | 194.2% | 57.1% | 31.9% | 13.6% |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 10.4% | 12.5% | 15.1% | 16.0% | 16.5% |
| 净利润率 | 2.1% | 4.5% | 5.8% | 6.5% | 6.8% |
| ROE | 4.1% | 10.9% | 15.3% | 17.7% | 17.6% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 79.5% | 77.5% | 77.7% | 77.2% | 75.7% |
| 现金比率 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 流动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 存货周转天数 | 155.1 | 158.9 | 157.3 | 155.7 | 154.2 |
| 应收账款周转天数 | 103.1 | 60.5 | 59.2 | 58.7 | 58.1 |
| 应付账款周转天数 | 315.8 | 206.0 | 206.0 | 206.0 | 206.0 |
| 每股资料(港元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.29 | 0.85 | 1.33 | 1.75 | 1.99 |
| 每股经营现金 | 1.02 | -0.11 | 0.92 | 1.41 | 1.57 |
| 每股净资产 | 6.20 | 6.92 | 7.75 | 8.85 | 10.09 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 71.3 | 24.2 | 15.4 | 11.7 | 10.3 |
| PB | 2.9 | 2.6 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |

投资评级定义及免责条款

投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20% |
| 持有 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20% 之间 |
| 卖出 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 -20% |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断 |

免责条款

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显着地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版。复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场 8 号交易广场三期 17 楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>