

**买入**
**充沛在手订单有望支持公司在“十五五”期间良好发展**
**哈尔滨电气 (1133.HK)**

2026-04-10 星期五

**【投资要点】**

 目标价: **28.60 港元**  
 现价: **21.12 港元**  
 预计升幅: **35.4%**
**重要数据**

日期	2026-04-10
收盘价 (港元)	21.12
总股本 (亿股)	22.36
总市值 (亿港元)	472.30
净资产 (亿港元)	204.6
总资产 (亿港元)	870.9
52 周高低 (港元)	3.38/28.88
每股净资产 (港元)	9.08

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-20260204  
 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

**研究部**

 姓名: 冯浩  
 SFC: BUQ780  
 电话: 755-2151 9167  
 Email: fenghao@gyzq.com.hk

**25 年公司收入同比+19.3%，实现净利润 26.7 亿元，现金流转正**  
 公司 2025 年上半年实现营业总收入 457.0 亿元 (不含利息收入)，+19.3%；实现毛利润 65.2 亿元，+35.9%，毛利率为 14.3%，+1.7pct；实现归母净利润 26.7 亿元，+58.2%，归母净利率 5.8%，+1.4pct，经营性现金流 46.3 亿元，同比转正。

收入端，电力装备收入+7.8%，煤/水/核/气电收入分别+16.2%/-8.1%/+3.5%/-55.3%。财年内提供利润核心贡献的煤电收入增长趋势符合预期，核电和水电增速放缓，我们认为主要是两类产品交付周期较长（一般在 2 年以上），导致两类产品收入年度同比变化波动较大，但中长期仍呈增长趋势。此外高毛利率的现代服务业务收入大幅增长，也对公司盈利能力有一定提升。

毛利率，整体毛利率同比+1.7pct，其中煤电业务毛利率+6.3pct。期间煤/水/气电业务毛利率均有提升，符合预期。核电毛利率下降，主要原因是不同年度交付产品结构不同导致的毛利率差异，以及研发投入增加影响了一定成本，公司正通过降本增效措施提升盈利能力。

新订单，新签合同 646.3 亿元，同比+13.6%，新签订单额创历史新高。期内公司新签订单创历史新高，其中煤电订单增长较快主要是 25 年东北地区煤电项目较多，公司接单有一定区域优势；水电订单有所下降主要是市场招标节奏变化，目前抽蓄行业依旧维持良好需求，预计后续新订单会恢复正常节奏。

**订单储备充沛，管理层中长期展望乐观**

根据公司业绩会内容，煤电市场，2025 年煤电市场招标量约为 6000 万千瓦，预计“十五五”前三年招标量约为 4000-5000 万千瓦，随后市场需求重心预计转向“三改联动”的服务性老旧机组的更新改造；水电市场，预计“十五五”期间抽蓄将维持每年 3000 万千瓦的新增装机招标规模需求；核电市场，由于产品的复杂性和重要性，预计招标价格仍有上升空间。此外公司认为目前的在手订单规模充沛，可以支持公司在“十五五”期间实现良好发展。

**维持“买入”评级，提升目标价至 28.6 港元**

更新公司盈利预期并提升目标价，给予公司目标估值 PE (2027E) 18.0 倍，对应 PE (TTM) 20.9 倍，提升目标价至 28.6 港元，对应现价预计升幅 35.4%，维持“买入”评级。

人民币亿元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
营业额	383.0	457.0	513.3	545.3	603.0
同比增长 (%)	32.8%	19.3%	12.3%	6.2%	10.6%
归母净利润	16.9	26.7	31.0	34.2	42.3
同比增长 (%)	194.2%	58.2%	83.7%	10.4%	23.7%
净利率 (%)	4.4%	5.8%	6.0%	6.3%	7.0%
每股盈利 (RMB)	0.86	1.37	1.59	1.75	2.17

数据来源: Wind、公司财务报表、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 25 年公司收入同比+19.3%，实现净利润 26.7 亿元，现金流转正

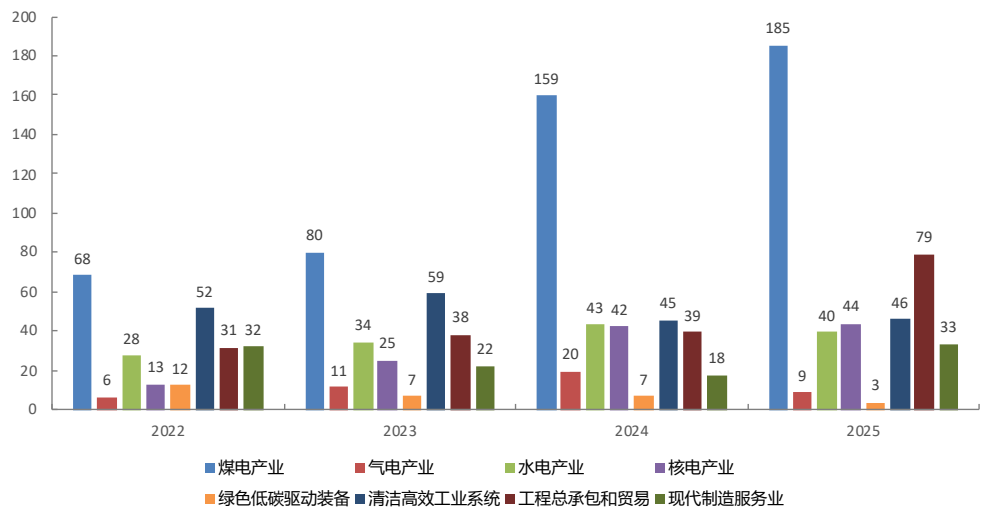
公司 2025 年上半年实现营业总收入 457.0 亿元（不含利息收入），+19.3%；实现毛利润 65.2 亿元，+35.9%，毛利率为 14.3%，+1.7pct；实现归母净利润 26.7 亿元，+58.2%，归母净利润率 5.8%，+1.4pct，经营性现金流 46.3 亿元，同比转正。

- 1) **收入端，电力装备收入+7.8%，煤/水/核/气电收入分别+16.2%/-8.1%/+3.5%/-55.3%**。新型电力装备收入 290.8 亿元，同比+7.8%，其中煤/水/核/气电设备收入分别 185.3/39.6/43.8/8.7 亿元，分别+16.2%/-8.1%/+3.5%/-55.3%；绿色低碳能源装备收入 3.5 亿元，-47.5%；清洁高效工业系统收入 46.2 亿元，+1.8%；工程总承包与贸易收入 79.2 亿元，+100.8%，现代制造服务业收入 33.4 亿元，+88.7%；出口业务收入 76.6 亿元，占比 16.8%。

财年内提供利润核心贡献的煤电收入增长趋势符合预期，核电和水电增速放缓，我们认为主要是两类产品交付周期较长（一般在 2 年以上），导致两类产品收入年度同比变化波动较大，但中长期仍呈增长趋势。此外高毛利率的现代服务业务收入大幅增长，也对公司盈利能力有一定提升。

- **生产数据：发电设备产量 3535 万千瓦，+29.2%，其中水轮发电机组 781 万千瓦，+4.4%；汽轮发电机 2754 万千瓦，+38.5%。电站汽轮机产量 2293 万千瓦，+27.2%。电站锅炉产量 2124 万千瓦，+23.1%。**

图 1：公司 2022-2025 年主要产业营收情况（亿元）



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

- 2) **毛利率，整体毛利率同比+1.7pct，其中煤电业务毛利率+6.3pct。新型电力装备毛利率 17.3%，同比+2.9pct，其中煤/水/核/气电设备毛利率分别**

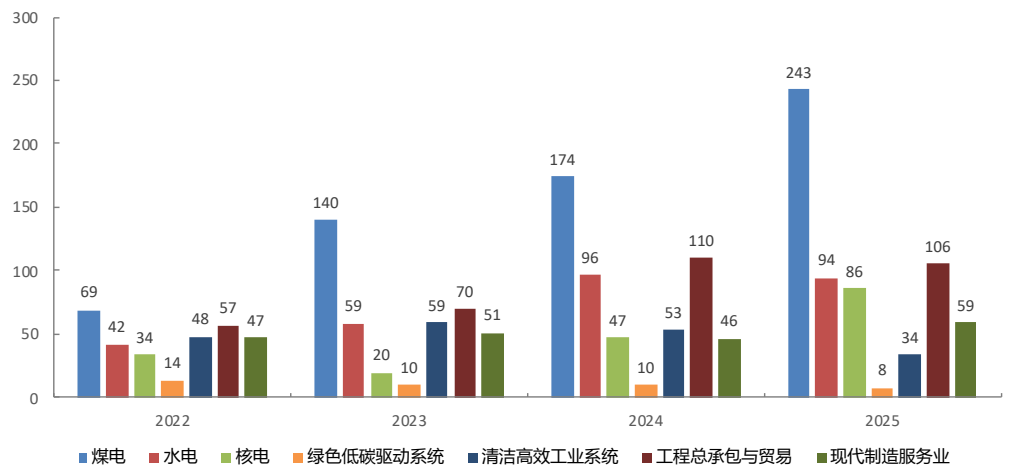
17.7%/17.7%/17.0%/11.2%，分别+6.3pct/+3.6pct/-13.7pct/+5.3pct；绿色低碳能源系统业 11.2%，+4.9pct；清洁高效工业系统业务 6.8%，+3.2pct；工程总承包与贸易业务-0.2%，-5.4pct；现代制造服务业务 30.9%，-3.6pct。

期间煤/水/气电业务毛利率均有提升，符合预期。核电毛利率下降，主要原因是不同年度交付产品结构不同导致的毛利率差异，以及研发投入增加影响了一定成本，公司正通过降本增效措施提升盈利能力。

- 3) **费用端，三项费用率同比-0.8pct，运营效率持续改善。**期间三项费用率为 8.8%，同比 2024 年末减少 0.8pct，其中管理费用率 4.3%，同比-0.1pct；销售费用率 1.4%，同比-0.2pct；研发及其他费用率 3.1%，同比-0.5pct。
- 4) **新订单，新签合同 646.3 亿元，同比+13.6%，新签订单额创历史新高。**新型电力装备订单 440.0 亿元，+25.9%，其中煤/水/核电分别新签 242.8/94.1/86.1 亿元，分别+39.4%/-2.5%/+81.6%；绿色低碳能源系统 7.9 亿元，-21.3%；清洁高效工业系统 33.5 亿元，-36.7%；工程总承包与贸易 105.8 亿元，-3.7%；现代制造服务业 59.1 亿元，+27.3%。

期内公司新签订单创历史新高，其中煤电订单增长较快主要是 25 年东北地区煤电项目较多，公司接单有一定区域优势；水电订单有所下降主要是市场招标节奏变化，目前抽蓄行业依旧维持良好需求，预计后续新订单会恢复正常节奏。

**图 2：公司 2022-2025 年主要产业新签订单情况（亿元）**



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 订单储备充沛，管理层中长期展望乐观

我们认为，目前市场针对公司基本面的关注重点由先前的【煤电业务增长带来的利润弹性】已转变为【利润增长的持续性】，而此点能否实现会依赖于：

- (1) 煤电收入高峰后能否维持相对平稳水平
- (2) 水电、核电、改造业务发展能否接棒增长势能
- (3) 出口等新兴业务能否成为新的增量。

而根据公司业绩会内容，煤电市场，2025 年煤电市场招标量约为 6000 万千瓦，预计“十五五”前三年招标量约为 4000-5000 万千瓦，随后市场需求重心预计转向“三改联动”的服务性老旧机组的更新改造；水电市场，预计“十五五”期间抽蓄将维持每年 3000 万千瓦的新增装机招标规模需求；核电市场，由于产品的复杂性和重要性，预计招标价格仍有上升空间。此外公司认为目前的在手订单规模充沛，可以支持公司在“十五五”期间实现良好发展。

我们的观点是，(1) (2) 两点问题在上述业绩会内容中得到了相对乐观的解答，对于(3)我们也观察到公司已落地抽蓄设备在东南亚的出口订单，标志着公司能源设备出口迈出了第一步，长期来看公司也有望落地更多的设备出口订单。

#### ➤ 维持“买入”评级，提升目标价至 28.6 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 (2027E) 18.0 倍，对应 PE (TTM) 20.9 倍，提升目标价至 28.6 港元，对应现价预计升幅 35.4%，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 2025
				2025	2026E	2027E	2028E	
<b>港股</b>								
1072.HK	东方电气	38.84	1,533.6	31.7	25.8	21.8	17.2	2.7
2727.HK	上海电气	3.95	1,268.5	46.0	35.4	22.8	18.4	1.0
<b>A 股</b>								
600875.SH	东方电气	39.51	1,344.1	35.7	28.9	24.8	21.1	3.0
601727.SH	上海电气	8.01	1,111.8	103.2	81.8	52.8	42.6	2.3
	<b>平均值</b>		1,115.5	59.3	1,314.5	54.1	43.0	30.5
1133.HK	哈尔滨电气	21.12	472.3	16.8	14.5	13.1	10.6	2.8

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

#### 【风险提示】

核心原材料价格超预期上涨、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	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>流动资产</b>	<b>602.1</b>	<b>649.5</b>	<b>704.3</b>	<b>722.1</b>	<b>768.1</b>
现金	160.5	152.5	159.4	157.3	160.3
应收账款	63.4	69.4	77.2	81.2	88.8
预付账款	97.8	88.9	89.9	85.9	85.5
存货	145.8	188.6	207.2	217.7	235.9
其他流动资产	128.7	139.4	156.6	166.4	184.0
<b>非流动资产</b>	<b>117.4</b>	<b>137.1</b>	<b>138.0</b>	<b>151.2</b>	<b>163.3</b>
物业, 厂房及设备	66.9	72.4	80.5	91.0	99.0
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	15.9	22.6	24.3	24.6	26.0
<b>资产总计</b>	<b>719.5</b>	<b>786.6</b>	<b>842.3</b>	<b>873.2</b>	<b>931.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>531.9</b>	<b>575.5</b>	<b>607.0</b>	<b>612.5</b>	<b>635.8</b>
短期借款	55.9	49.8	48.8	47.8	46.9
应付票据及账款	189.1	157.4	174.8	185.5	203.0
其他应付款	6.3	5.3	8.6	9.4	9.3
其他流动负债	280.6	363.0	374.8	369.8	376.6
<b>非流动负债</b>	<b>25.6</b>	<b>26.4</b>	<b>29.2</b>	<b>30.7</b>	<b>33.6</b>
长期带息债务	8.1	2.5	2.4	2.3	2.2
其他非流动负债	17.5	23.9	26.8	28.5	31.5
<b>负债总计</b>	<b>557.6</b>	<b>601.9</b>	<b>636.1</b>	<b>643.3</b>	<b>669.5</b>
股本	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
储备	132.5	155.7	177.3	201.3	230.9
少数股东权益	7.1	6.8	7.1	7.4	7.8
<b>股东权益合计</b>	<b>161.9</b>	<b>184.8</b>	<b>206.8</b>	<b>231.0</b>	<b>261.1</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>719.5</b>	<b>786.6</b>	<b>842.9</b>	<b>874.3</b>	<b>930.5</b>

**利润表**

单位:亿元	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>营业收入 (经营性业务)</b>	<b>383.0</b>	<b>457.0</b>	<b>513.3</b>	<b>545.3</b>	<b>603.0</b>
营业成本	335.0	391.8	435.0	461.6	505.2
毛利	48.0	65.2	78.3	83.7	97.7
销售费用	6.1	6.2	6.9	7.2	8.0
管理费用	16.9	19.7	21.9	23.1	25.4
财务费用	2.4	2.5	2.6	2.6	2.8
其他开支	13.7	14.3	15.8	16.7	18.4
其他经营性收益 (利息)	4.1	3.7	4.0	4.0	4.0
非经营性收益/亏损	7.3	1.2	1.5	2.2	2.8
<b>除税前溢利</b>	<b>20.2</b>	<b>27.4</b>	<b>36.7</b>	<b>40.4</b>	<b>50.0</b>
所得税 (返还以“-”列)	3.0	0.9	5.4	5.9	7.2
净利润	17.2	26.5	31.3	34.5	42.7
少数股东权益	0.3	-0.2	0.3	0.3	0.4
<b>归母净利润</b>	<b>16.9</b>	<b>26.7</b>	<b>31.0</b>	<b>34.2</b>	<b>42.3</b>
<b>EPS (HKD)</b>	<b>0.86</b>	<b>1.37</b>	<b>1.59</b>	<b>1.75</b>	<b>2.17</b>

**现金流量表**

单位:亿元	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2.4</b>	<b>46.3</b>	<b>24.1</b>	<b>25.7</b>	<b>29.1</b>
税后经营利润	11.0	25.4	29.9	32.5	40.1
折旧摊销	0.0	0.0	3.8	4.5	5.1
利息费用	2.4	2.5	2.6	2.6	2.8
存货变动	0.0	20.1	18.7	10.5	18.2
其他经营活动有关现金流量	-13.4	20.9	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-10.7</b>	<b>-43.1</b>	<b>-14.8</b>	<b>-11.5</b>	<b>-11.5</b>
资本支出	-16.8	-17.7	-17.0	-13.0	-13.0
其他活动	6.1	-25.4	2.1	2.2	2.5
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-8.0</b>	<b>-11.9</b>	<b>-4.3</b>	<b>-4.8</b>	<b>-0.7</b>
带息债务变动	0.0	-4.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	-1.3	-2.3	-9.3	-10.3	-12.7
偿付利息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款变动	7.3	-1.5	5.0	5.5	12.0
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-21.9</b>	<b>-9.8</b>	<b>5.0</b>	<b>9.4</b>	<b>16.9</b>
<b>期初现金及现金等价物余额</b>	<b>173.6</b>	<b>151.7</b>	<b>152.5</b>	<b>157.5</b>	<b>166.9</b>
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>160.5</b>	<b>152.5</b>	<b>157.5</b>	<b>166.9</b>	<b>183.8</b>

**主要财务比率**

	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
<b>营收增长率</b>					
营业收入增长率	32.8%	19.3%	12.3%	6.2%	10.6%
归母净利润增长率	194.2%	58.2%	16.1%	10.4%	23.7%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	12.5%	14.3%	15.3%	15.4%	16.2%
净利率	4.5%	5.8%	6.1%	6.3%	7.1%
ROE	10.9%	15.0%	15.5%	15.3%	16.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.5%	76.5%	75.5%	73.7%	71.9%
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	158.9	175.7	173.9	172.2	170.5
应收账款周转天数	60.5	55.4	54.9	54.3	53.8
应付账款周转天数	206.0	146.7	146.7	146.7	146.7
<b>每股资料 (港元)</b>					
每股收益	0.86	1.37	1.59	1.75	2.17
每股经营现金	-0.11	2.07	1.08	1.15	1.30
每股净资产	6.92	7.96	8.93	10.00	11.32
<b>估值比率</b>					
PE	26.6	16.8	14.5	13.1	10.6
PB	2.9	2.5	2.2	2.0	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

## 免责声明

### 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著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收到任何形式的补偿。

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>