

# 接驳压力释放，关注回调后重估窗口

华泰研究

2025年3月30日 | 中国香港

年报点评

燃气及分销

投资评级(下调):

增持

目标价(港币):

28.50

研究员 王玮嘉  
 SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com  
 SFC No. BEB090 +(86) 21 2897 2079

研究员 黄波  
 SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com  
 SFC No. BQR122 +(86) 755 8249 3570

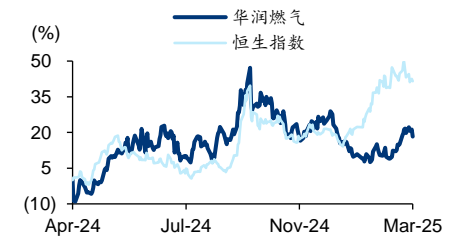
研究员 李雅琳  
 SAC No. S0570523050003 liyalin018092@htsc.com  
 SFC No. BTC420 +(86) 10 6321 1166

研究员 胡知  
 SAC No. S0570523120002 huzhi019072@htsc.com  
 +(86) 21 2897 2228

## 基本数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 目标价(港币)         | 28.50       |
| 收盘价(港币 截至3月28日) | 28.20       |
| 市值(港币百万)        | 65,255      |
| 6个月平均日成交额(港币百万) | 118.00      |
| 52周价格范围(港币)     | 19.50-35.20 |
| BVPS(港币)        | 17.79       |

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

华润燃气公布业绩:2024年收入1027亿港元(yoy+1.4%),归母净利40.88亿港元(yoy-21.7%),核心利润41.48亿港元(同比持平);核心利润低于我们预期(54.29亿港元),主要是接驳和综合服务增长不及预期。气量与毛差温和增长,自由现金流提升,派息率扩大。可持续利润占比上升带来价值重估,关注回调后的布局窗口。当前股价空间有限,下调至“增持”评级。

### 气量与毛差增长趋缓,静待工商业需求回暖超预期

2024年公司零售气量yoy+2.9%至399亿方,增速低于华泰预测(+5.1%)。其中工业气/商业气yoy+1.5%/+3.8%,户均用气量yoy-5%/-7%至45万方/1.7万方,反映出中小型用户占比上升和需求承压的双重影响。2024年居民气yoy+6.3%,得益于新增居民接驳和新项目扩张。用户量带动气量增长,我们预计2025年零售气量yoy+4%。2024年公司零售毛差yoy+2分至0.53元,低于华泰预测(0.54元),主要是居民顺价滞后。中石油合同气价上调,但居民顺价有望对冲,我们预计2025年零售毛差有望上升1分至0.54元。

### 新增接驳低于预期,或面临接驳规模和利润率的取舍

2024年公司新增居民接驳yoy-19%至269万户,低于华泰预测(290万户)。公司经历保交楼高峰后,2024年新房接驳yoy-27%至212万户,占比(79%)回落至2019-2020年水平;参考全国住宅面积yoy(2023年新开工-21%、2025年1-2月竣工-18%),我们预计2025年新房接驳yoy-20%。2024年公司旧房接驳yoy+50%至58万户,数量与占比(21%)均为2017年后最高值,导致接驳利润率yoy-5pp至32%;旧房接驳或将持续压制利润率。

### 自由现金流提升,看好2025年派息率持续扩大

2024年公司资本开支yoy-44%至44.2亿港元,其中经常性支出yoy-18%至42亿港元、战略性支出yoy-92%至2.2亿港元;自由现金流yoy+14%至25.8亿港元,我们看好公司进入稳定期后资本开支的压降空间,为扩大股东回报创造有利条件。2024年公司DPSyoy-18%至95港币,派息率yoy+3pp至53%;自由现金流扩大,我们预计2025年派息率有望升至56%。

### 下调盈利预测和目标价,可持续利润占比上升带来价值重估

下调零售气量、毛差与接驳预测,我们预计2025-27年归母净利为44/49/55亿港元(下调-28%/-27%/-),EPS为1.90/2.13/2.38港币(三年预测期CAGR10%)。目标价28.5港币(前值31.68港币基于12x25EPE),基于15x25EPE,高于五年历史均值(12xPE)。零售气与双综等可持续业务利润占比上升,业绩不确定性因素逐步弱化,有望带来公司价值重估。

风险提示:天然气需求不及预期;接驳下滑超预期;现金流量表预测偏差。

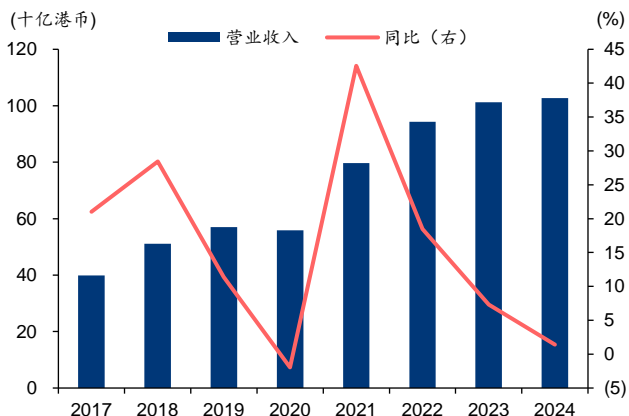
## 经营预测指标与估值

| 会计年度           | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(港币百万)     | 101,272 | 102,676 | 105,329 | 108,473 | 111,647 |
| +/-%           | 7.35    | 1.39    | 2.58    | 2.98    | 2.93    |
| 归属母公司净利润(港币百万) | 5,224   | 4,088   | 4,407   | 4,935   | 5,500   |
| +/-%           | 10.36   | (21.74) | 7.81    | 11.98   | 11.45   |
| EPS(港币,最新摊薄)   | 2.26    | 1.77    | 1.90    | 2.13    | 2.38    |
| ROE(%)         | 13.05   | 9.98    | 10.42   | 11.05   | 11.66   |
| PE(倍)          | 12.49   | 15.96   | 14.81   | 13.22   | 11.86   |
| PB(倍)          | 1.60    | 1.58    | 1.50    | 1.42    | 1.35    |
| EV EBITDA(倍)   | 7.69    | 9.08    | 8.61    | 7.98    | 7.39    |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

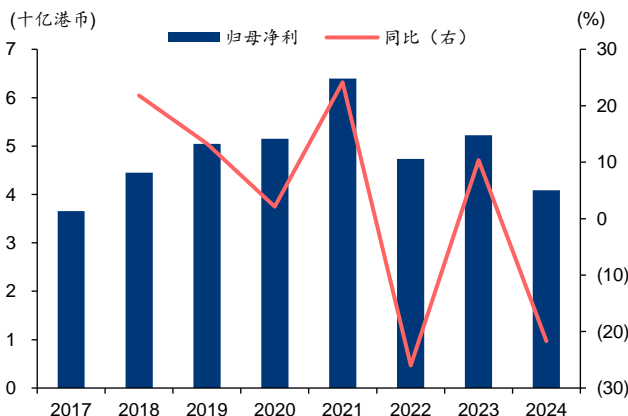
### 经营情况概览

图表1: 2017年至今公司营业收入与同比增速



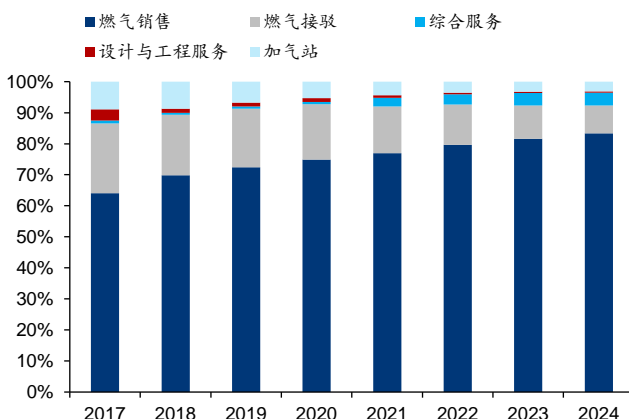
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表2: 2017年至今公司归母净利润与同比增速



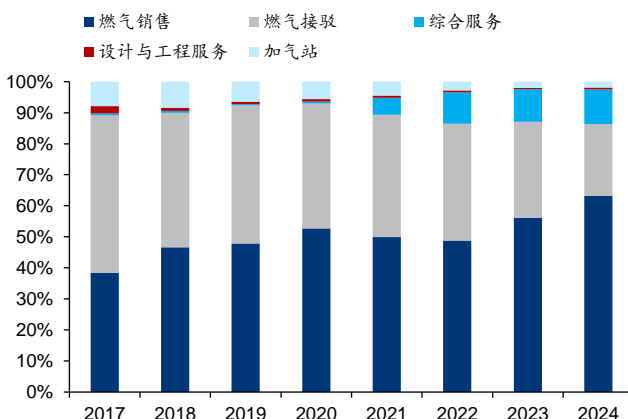
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表3: 2017年至今公司分部业务收入结构



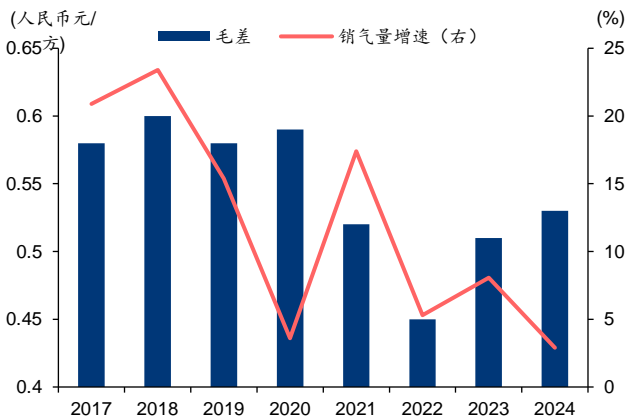
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表4: 2017年至今公司分部经营利润结构



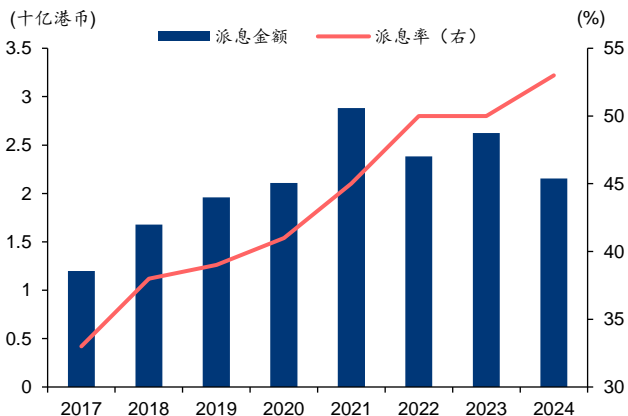
资料来源: 公司公告、华泰研究

图表5: 2017年至今公司销气量增速与毛差



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表6: 2017年至今公司派息率



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表7：半年度经营数据

|                    |             | 1H21          | 2H21          | 1H22          | 2H22          | 1H23          | 2H23          | 1H24          | 2H24          |
|--------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>收入</b>          | <b>百万港币</b> | <b>34,865</b> | <b>44,777</b> | <b>48,101</b> | <b>46,237</b> | <b>48,397</b> | <b>52,876</b> | <b>52,076</b> | <b>50,601</b> |
| 燃气销售               |             | 27,809        | 33,516        | 39,148        | 35,989        | 41,264        | 41,361        | 45,924        | 39,642        |
| 燃气接驳               |             | 4,296         | 7,680         | 5,505         | 6,703         | 4,255         | 6,633         | 3,016         | 6,235         |
| 综合服务               |             | 752           | 1,483         | 1,365         | 1,820         | 1,470         | 2,575         | 1,765         | 2,441         |
| 设计与工程服务            |             | 281           | 325           | 346           | 125           | 327           | 109           | 336           | 84            |
| 加气站                |             | 1,728         | 1,772         | 1,737         | 1,600         | 1,081         | 2,198         | 1,035         | 2,200         |
| <b>经营利润</b>        | <b>百万港币</b> | <b>6,082</b>  | <b>6,835</b>  | <b>5,771</b>  | <b>5,605</b>  | <b>5,879</b>  | <b>7,200</b>  | <b>6,668</b>  | <b>5,952</b>  |
| 燃气销售               |             | 3,642         | 2,812         | 2,779         | 2,772         | 3,509         | 3,835         | 4,655         | 3,320         |
| 燃气接驳               |             | 1,836         | 3,243         | 2,161         | 2,123         | 1,592         | 2,449         | 1,124         | 1,803         |
| 综合服务               |             | 217           | 502           | 560           | 594           | 623           | 750           | 761           | 640           |
| 设计与工程服务            |             | 39            | 45            | 41            | 23            | 48            | 17            | 34            | 37            |
| 加气站                |             | 347           | 234           | 231           | 92            | 107           | 149           | 94            | 152           |
| <b>经营利润率</b>       | <b>%</b>    | <b>17.44</b>  | <b>15.26</b>  | <b>12.00</b>  | <b>12.12</b>  | <b>12.15</b>  | <b>13.62</b>  | <b>12.81</b>  | <b>11.76</b>  |
| 燃气销售               |             | 13.10         | 8.39          | 7.10          | 7.70          | 8.50          | 9.27          | 10.14         | 8.38          |
| 燃气接驳               |             | 42.74         | 42.22         | 39.25         | 31.68         | 37.43         | 36.91         | 37.28         | 28.91         |
| 综合服务               |             | 28.90         | 33.83         | 40.99         | 32.66         | 42.38         | 29.12         | 43.12         | 26.21         |
| 设计与工程服务            |             | 13.86         | 13.86         | 11.80         | 18.55         | 14.55         | 15.97         | 10.12         | 44.36         |
| 加气站                |             | 20.11         | 13.18         | 13.30         | 5.75          | 9.92          | 6.77          | 9.07          | 6.92          |
| <b>核心经营数据</b>      |             |               |               |               |               |               |               |               |               |
| <b>零售气量</b>        | <b>百万方</b>  | <b>17,159</b> | <b>16,923</b> | <b>18,562</b> | <b>17,327</b> | <b>19,842</b> | <b>18,942</b> | <b>20,901</b> | <b>19,006</b> |
| 居民                 |             | 4,195         | 3,459         | 4,809         | 3,688         | 5,384         | 4,060         | 5,763         | 4,276         |
| 工业                 |             | 8,374         | 9,838         | 8,876         | 9,886         | 9,310         | 10,801        | 9,657         | 10,762        |
| 商业                 |             | 3,913         | 2,938         | 4,337         | 3,196         | 4,638         | 3,571         | 5,014         | 3,505         |
| 加气站                |             | 677           | 688           | 540           | 557           | 510           | 510           | 467           | 463           |
| <b>零售气量增速</b>      | <b>%</b>    |               |               | <b>8.2</b>    | <b>2.4</b>    | <b>6.9</b>    | <b>9.3</b>    | <b>5.3</b>    | <b>0.3</b>    |
| 居民                 |             |               |               | 14.6          | 6.6           | 12.0          | 10.1          | 7.0           | 5.3           |
| 工业                 |             |               |               | 6.0           | 0.5           | 4.9           | 9.3           | 3.7           | -0.4          |
| 商业                 |             |               |               | 10.8          | 8.8           | 6.9           | 11.7          | 8.1           | -1.8          |
| 加气站                |             |               |               | -20.2         | -19.0         | -5.6          | -8.4          | -8.4          | -9.2          |
| <b>销气毛差</b>        | <b>元/方</b>  | <b>0.58</b>   | <b>0.46</b>   | <b>0.45</b>   | <b>0.45</b>   | <b>0.50</b>   | <b>0.52</b>   | <b>0.54</b>   | <b>0.52</b>   |
| 新增接驳数-管理口径         | 千户          | 1,296         | 2,228         | 1,715         | 2,362         | 1,342         | 1,971         | 1,031         | 1,662         |
| 新增接驳数-合并口径         | 千户          | 984           | 1,787         | 1,325         | 1,751         | 1,073         | 1,581         | 770           | 1,347         |
| <b>接驳 yoy-管理口径</b> | <b>%</b>    |               |               | <b>32.28</b>  | <b>6.02</b>   | <b>-21.74</b> | <b>-16.56</b> | <b>-23.14</b> | <b>-15.68</b> |
| <b>接驳 yoy-合并口径</b> | <b>%</b>    |               |               | <b>34.62</b>  | <b>-2.00</b>  | <b>-18.99</b> | <b>-9.71</b>  | <b>-28.27</b> | <b>-14.79</b> |

资料来源：公司公告、华泰研究

盈利预测调整

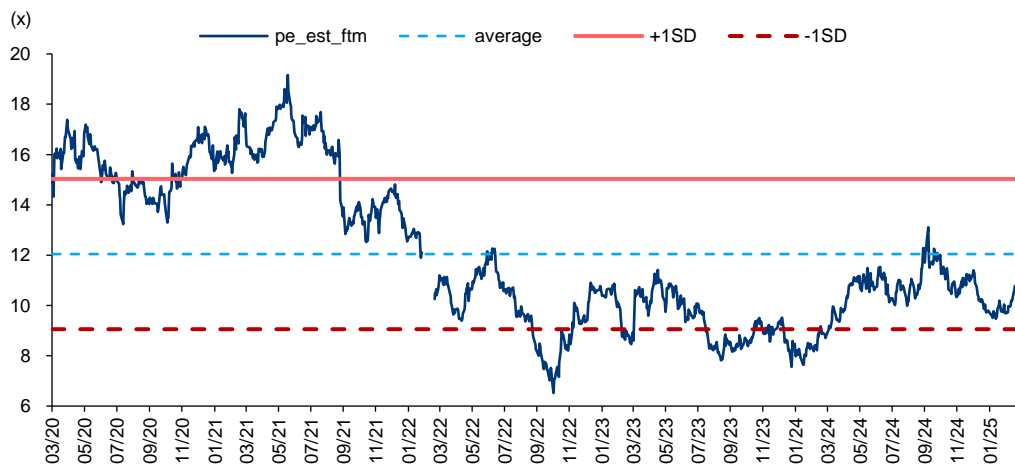
图表8：我们预计 25-27 年归母净利润为 44/49/55 亿港元

|              | 单位          | 新              |                |                | 旧              |                | 差异(%/pp)       |                |
|--------------|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|              |             | 2025E          | 2026E          | 2027E          | 2025E          | 2026E          | 2025E          | 2026E          |
| <b>核心驱动</b>  |             |                |                |                |                |                |                |                |
| 天然气销量同比      | %           | 4.04           | 6.92           | 6.39           | 6.91           | 6.20           | (2.87)         | 0.72           |
| 销气毛差         | 人民币元        | 0.54           | 0.55           | 0.56           | 0.56           | 0.58           | (3.36)         | (4.97)         |
| 新增接驳数        | 百万户         | 2.30           | 2.00           | 1.80           | 2.60           | 2.30           | (11.54)        | (13.04)        |
| <b>营业收入</b>  | <b>百万港币</b> | <b>105,329</b> | <b>108,473</b> | <b>111,647</b> | <b>105,474</b> | <b>108,252</b> | <b>(0.14)</b>  | <b>0.20</b>    |
| 燃气销售         | 百万港币        | 89,192         | 92,865         | 96,156         | 88,401         | 91,634         | 0.89           | 1.34           |
| 燃气接驳         | 百万港币        | 7,870          | 6,818          | 6,112          | 8,481          | 7,474          | (7.20)         | (8.79)         |
| 综合服务         | 百万港币        | 4,861          | 5,568          | 6,332          | 5,608          | 6,414          | (13.32)        | (13.20)        |
| 设计与工程服务      | 百万港币        | 403            | 389            | 378            | 402            | 386            | 0.10           | 0.63           |
| 加气站          | 百万港币        | 3,003          | 2,834          | 2,669          | 2,581          | 2,343          | 16.33          | 20.93          |
| 毛利           | 百万港币        | 18,332         | 19,005         | 19,905         | 20,056         | 21,048         | (8.60)         | (9.70)         |
| <b>毛利率</b>   | <b>%</b>    | <b>17.40</b>   | <b>17.52</b>   | <b>17.83</b>   | <b>19.02</b>   | <b>19.44</b>   | <b>(1.61)</b>  | <b>(1.92)</b>  |
| 经营利润         | 百万港币        | 12,396         | 13,324         | 14,531         | 15,259         | 16,618         | (18.76)        | (19.82)        |
| <b>经营利润率</b> | <b>%</b>    | <b>11.77</b>   | <b>12.28</b>   | <b>13.02</b>   | <b>14.47</b>   | <b>15.35</b>   | <b>(2.70)</b>  | <b>(3.07)</b>  |
| 燃气销售         | %           | 9.48           | 10.27          | 11.11          | 11.29          | 12.49          | (1.81)         | (2.21)         |
| 燃气接驳         | %           | 25.67          | 24.15          | 24.15          | 36.00          | 36.00          | (10.33)        | (11.85)        |
| 综合服务         | %           | 33.32          | 33.32          | 33.32          | 35.00          | 35.00          | (1.68)         | (1.68)         |
| 设计与工程服务      | %           | 17.04          | 17.04          | 17.04          | 14.88          | 14.88          | 2.15           | 2.15           |
| 加气站          | %           | 7.59           | 7.59           | 7.59           | 7.81           | 7.81           | (0.21)         | (0.21)         |
| 合联营公司投资收益    | 百万港币        | 1,085          | 1,266          | 1,381          | 978            | 1,066          | 10.89          | 18.82          |
| <b>归母净利润</b> | <b>百万港币</b> | <b>4,407</b>   | <b>4,935</b>   | <b>5,500</b>   | <b>6,101</b>   | <b>6,787</b>   | <b>(27.76)</b> | <b>(27.28)</b> |
| <b>EPS</b>   | <b>港币</b>   | <b>1.90</b>    | <b>2.13</b>    | <b>2.38</b>    | <b>2.64</b>    | <b>2.93</b>    | <b>(27.76)</b> | <b>(27.28)</b> |

注：1) 下游用气需求有待复苏，下调 2025 年天然气销量（即零售气量）同比增速，2026 年增速上调因低基数效应、气量依然低于此前预测；2) 工商业气量占比下降、居民顺价滞后，下调 2025-2026 年销气毛差预测；3) 旧房接驳利润率低、增量受限，难以对冲新房接驳下滑影响，下调新增接驳数预测  
资料来源：公司公告、华泰研究预测

我们给予华润燃气的目标价 28.5 港币，基于 15x 25E PE，目标估值较五年历史均值(12xPE) 高 1 个标准差。我们认为随着公司新增接驳数开始从高位回落，零售气、综合服务与综合能源等可持续业务的利润占比持续上升，2024 年 yoy+7pp 至 76%，我们预计 2025-2027 年有望逐年升至 89%；市场对于公司业绩不确定性的担忧有望逐步消化，公司或将迎来价值重估。基于公司 2025-27 年核心利润 CAGR 10%、潜在股息率有望从 3.8% 升至 5.3%，我们给予公司 15x 2025E PE。

图表9：华润燃气过往 5 年 PE (未来 12 个月)

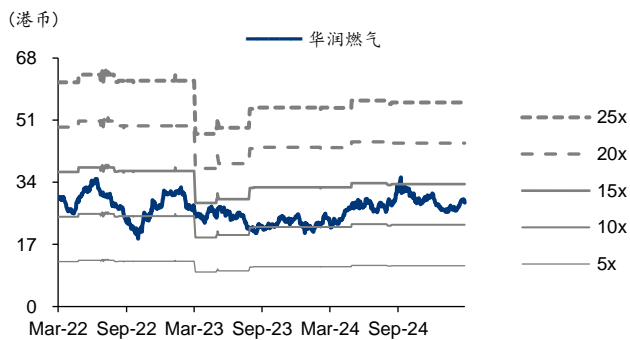


资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

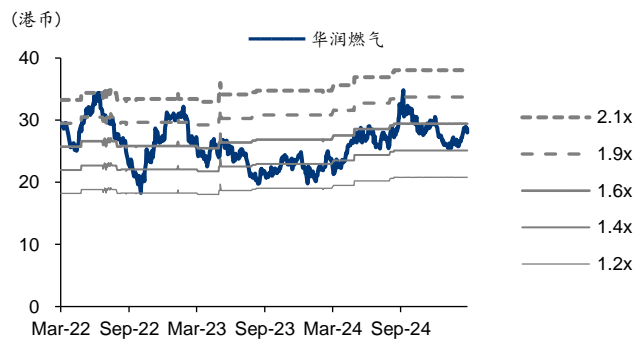
天然气需求不及预期；接驳下滑超预期；现金流量表预测偏差。

图表10: 华润燃气 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表11: 华润燃气 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

| 会计年度 (港币百万)  | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入         | 101,272  | 102,676  | 105,329  | 108,473  | 111,647  |
| 销售成本         | (82,820) | (84,418) | (86,997) | (89,468) | (91,742) |
| <b>毛利润</b>   | 18,452   | 18,258   | 18,332   | 19,005   | 19,905   |
| 销售及分销成本      | (6,820)  | (7,069)  | (7,251)  | (7,468)  | (7,686)  |
| 管理费用         | (4,529)  | (4,579)  | (4,592)  | (4,621)  | (4,644)  |
| 其他收入/支出      | 2,103    | 1,128    | 1,378    | 1,650    | 1,843    |
| 财务成本净额       | (940.93) | (740.39) | (711.30) | (626.41) | (525.84) |
| 应占联营公司利润及亏损  | 644.32   | 748.32   | 1,085    | 1,266    | 1,381    |
| <b>税前利润</b>  | 8,909    | 7,746    | 8,240    | 9,207    | 10,273   |
| 税费开支         | (1,850)  | (1,998)  | (2,043)  | (2,267)  | (2,539)  |
| 少数股东损益       | 1,835    | 1,660    | 1,790    | 2,004    | 2,234    |
| <b>归母净利润</b> | 5,224    | 4,088    | 4,407    | 4,935    | 5,500    |
| 折旧和摊销        | (4,061)  | (3,654)  | (3,738)  | (3,718)  | (3,699)  |
| EBITDA       | 13,911   | 12,141   | 12,690   | 13,552   | 14,498   |
| EPS (港币, 基本) | 2.26     | 1.77     | 1.90     | 2.13     | 2.38     |

### 资产负债表

| 会计年度 (港币百万)  | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 存货           | 1,494   | 1,404   | 1,440   | 1,483   | 1,526   |
| 应收账款和票据      | 20,896  | 17,674  | 18,004  | 18,393  | 18,783  |
| 现金及现金等价物     | 9,978   | 7,531   | 8,161   | 8,172   | 8,347   |
| 其他流动资产       | 3,085   | 2,860   | 2,930   | 3,013   | 3,097   |
| <b>总流动资产</b> | 35,454  | 29,468  | 30,534  | 31,061  | 31,754  |
| 固定资产         | 61,199  | 62,933  | 62,569  | 62,226  | 61,902  |
| 无形资产         | 5,023   | 4,815   | 4,815   | 4,815   | 4,815   |
| 其他长期资产       | 36,196  | 35,267  | 37,477  | 39,868  | 42,374  |
| <b>总长期资产</b> | 102,417 | 103,015 | 104,861 | 106,909 | 109,091 |
| <b>总资产</b>   | 137,871 | 132,483 | 135,396 | 137,970 | 140,845 |
| 应付账款         | 45,438  | 38,834  | 39,838  | 41,027  | 42,227  |
| 短期借款         | 5,037   | 13,851  | 11,818  | 9,818   | 7,818   |
| 其他负债         | 634.44  | 1,151   | 1,151   | 1,151   | 1,151   |
| <b>总流动负债</b> | 51,109  | 53,837  | 52,807  | 51,996  | 51,196  |
| 长期债务         | 17,607  | 9,133   | 9,034   | 7,935   | 6,836   |
| 其他长期债务       | 5,771   | 5,542   | 5,542   | 5,542   | 5,542   |
| <b>总长期负债</b> | 23,378  | 14,675  | 14,576  | 13,477  | 12,378  |
| 股本           | 231.40  | 231.40  | 231.40  | 231.40  | 231.40  |
| 储备/其他项目      | 40,541  | 40,941  | 43,193  | 45,673  | 48,212  |
| 股东权益         | 40,772  | 41,172  | 43,424  | 45,905  | 48,444  |
| 少数股东权益       | 22,611  | 22,799  | 24,589  | 26,593  | 28,827  |
| <b>总权益</b>   | 63,384  | 63,971  | 68,013  | 72,498  | 77,271  |

### 估值指标

| 会计年度 (倍)     | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE           | 12.49 | 15.96 | 14.81 | 13.22 | 11.86 |
| PB           | 1.60  | 1.58  | 1.50  | 1.42  | 1.35  |
| EV EBITDA    | 7.69  | 9.08  | 8.61  | 7.98  | 7.39  |
| 股息率 (%)      | 4.02  | 3.30  | 3.76  | 4.54  | 5.31  |
| 自由现金流收益率 (%) | 16.69 | 3.42  | 11.23 | 12.33 | 13.37 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

| 会计年度 (港币百万)    | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| EBITDA         | 13,911   | 12,141   | 12,690   | 13,552   | 14,498   |
| 融资成本           | 940.93   | 740.39   | 711.30   | 626.41   | 525.84   |
| 营运资本变动         | 4,334    | (3,284)  | 567.11   | 673.80   | 682.52   |
| 税费             | (1,850)  | (1,998)  | (2,043)  | (2,267)  | (2,539)  |
| 其他             | (7,179)  | (599.56) | (1,796)  | (1,893)  | (1,907)  |
| <b>经营活动现金流</b> | 10,157   | 7,000    | 10,129   | 10,692   | 11,261   |
| CAPEX          | (5,149)  | (4,200)  | (3,375)  | (3,375)  | (3,375)  |
| 其他投资活动         | 616.06   | (220.00) | (1,125)  | (1,125)  | (1,125)  |
| <b>投资活动现金流</b> | (4,533)  | (4,420)  | (4,500)  | (4,500)  | (4,500)  |
| 债务增加量          | 4,520    | 340.20   | (2,133)  | (3,099)  | (3,099)  |
| 权益增加量          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 派发股息           | (2,382)  | (2,624)  | (2,155)  | (2,455)  | (2,961)  |
| 其他融资活动现金流      | (4,101)  | (2,744)  | (711.30) | (626.41) | (525.84) |
| <b>融资活动现金流</b> | (1,962)  | (5,028)  | (4,999)  | (6,181)  | (6,586)  |
| 现金变动           | 3,662    | (2,448)  | 630.08   | 11.49    | 174.94   |
| 年初现金           | 6,437    | 9,978    | 7,531    | 8,161    | 8,172    |
| 汇率波动影响         | (120.55) | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>年末现金</b>    | 9,978    | 7,531    | 8,161    | 8,172    | 8,347    |

### 业绩指标

| 会计年度 (倍)          | 2023     | 2024     | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------------|----------|----------|---------|---------|---------|
| <b>增长率 (%)</b>    |          |          |         |         |         |
| 营业收入              | 7.35     | 1.39     | 2.58    | 2.98    | 2.93    |
| 毛利润               | 2.05     | (1.05)   | 0.40    | 3.67    | 4.73    |
| 营业利润              | 6.26     | (15.94)  | 1.65    | 8.91    | 9.93    |
| 净利润               | 10.36    | (21.74)  | 7.81    | 11.98   | 11.45   |
| EPS               | 10.36    | (21.74)  | 7.81    | 11.98   | 11.45   |
| <b>盈利能力比率 (%)</b> |          |          |         |         |         |
| 毛利率               | 18.22    | 17.78    | 17.40   | 17.52   | 17.83   |
| EBITDA            | 13.74    | 11.82    | 12.05   | 12.49   | 12.99   |
| 净利率               | 5.16     | 3.98     | 4.18    | 4.55    | 4.93    |
| ROE               | 13.05    | 9.98     | 10.42   | 11.05   | 11.66   |
| ROA               | 4.18     | 3.02     | 3.29    | 3.61    | 3.95    |
| <b>偿债能力 (倍)</b>   |          |          |         |         |         |
| 净负债比率 (%)         | 31.06    | 37.53    | 29.23   | 20.87   | 13.02   |
| 流动比率              | 0.69     | 0.55     | 0.58    | 0.60    | 0.62    |
| 速动比率              | 0.66     | 0.52     | 0.55    | 0.57    | 0.59    |
| <b>营运能力 (天)</b>   |          |          |         |         |         |
| 总资产周转率 (次)        | 0.81     | 0.76     | 0.79    | 0.79    | 0.80    |
| 应收账款周转天数          | 67.43    | 67.62    | 60.97   | 60.40   | 59.94   |
| 应付账款周转天数          | 180.52   | 179.69   | 162.77  | 162.69  | 163.35  |
| 存货周转天数            | 6.09     | 6.18     | 5.88    | 5.88    | 5.90    |
| 现金转换周期            | (107.00) | (105.89) | (95.92) | (96.41) | (97.51) |
| <b>每股指标 (港币)</b>  |          |          |         |         |         |
| EPS               | 2.26     | 1.77     | 1.90    | 2.13    | 2.38    |
| 每股净资产             | 17.62    | 17.79    | 18.77   | 19.84   | 20.94   |



## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息





**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司