

## 大金重工 (002487.SZ)

## 全球海工装备一流供应商, 两海战略进入全面提质期

2025年04月21日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

殷晟路 (分析师)

陈诺 (联系人)

yinshenglu@kysec.cn

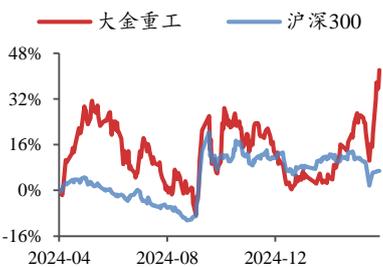
chennuo@kysec.cn

证书编号: S0790522080001

证书编号: S0790123070031

日期	2025/4/18
当前股价(元)	26.99
一年最高最低(元)	27.22/17.26
总市值(亿元)	172.13
流通市值(亿元)	170.29
总股本(亿股)	6.38
流通股本(亿股)	6.31
近3个月换手率(%)	113.69

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《两海战略进入全面提质期—公司信息更新报告》-2025.4.14

《海外国内海工边际向好, 公司出海优势稳固—公司信息更新报告》

-2024.11.3

《海外海工稳步推进, 静待海外海风放量—公司信息更新报告》-2024.9.3

### ● 在手海外订单全球排名领先, 海外海工布局进入收获期

大金重工目标成为全球海风装备一流供应商, 作为最早为海外提供海风装备的企业, 已实现多个从0到1的技术工艺攻关, 形成了欧洲海工项目的批量化交付体系, 目前是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲的供应商。受益于出口海工产品高附加值带来的高盈利, 2024年公司实现毛利率29.8%, 同比提升6.6pct, 其中Q4毛利率为34.0%, 主要系DAP交付模式下的首批出口海工产品交付完毕, 公司已升级为“建造-海运-交付”一体化服务供应商。考虑到欧洲海风项目正在逐步推进, 公司在手订单充足, 我们维持盈利预测, 预计公司2025-2027年营业收入分别为61.31/75.41/88.41亿元, 归母净利润为8.81/11.95/15.35亿元, 对应当前股价PE为19.5、14.4、11.2倍, 维持“买入”评级。

### ● 风电是欧洲战略产业, 当前阻碍欧洲风电发展的滞缓因素正在逐步消除

2024年欧洲海风新增装机2.6GW, 受高融资利率、审批较慢等影响风电项目建设节奏不及预期。风电不仅是欧洲清洁能源的重要来源, 也是拉动经济的重要产业, 欧盟预计2030年风力发电量在欧洲电力消耗的占比将从2024年的19%提升至35%。为完成能源转型目标, 欧洲风能协会预计2025-2030年欧洲海风累计新增装机47GW。2025年4月, 欧洲央行宣布降息, 融资利率下调将提升开发业主的收益率, 加速欧洲海风项目建设。

### ● 欧洲海工工艺标准要求较高, 海风建设加速或造成产能缺口

欧洲海工项目的交付标准较高, 全球符合欧洲海洋工程标准的海风桩基供应商不到10家, 但海外供应商产能爬坡较慢。以全球海工基础龙头Sif为例, 2024年Sif在手订单为51万吨, 产量为16万吨, 随着欧洲海风建设加速, Sif预计2028年起全球海工基础将出现产能短缺, 公司唐山海工基地将于2026年启动项目交付, 新产能落地有望持续提升公司在海外市场的份额, 迎来量利齐升。

● **风险提示:** 海外政策变动、海上风电项目建设不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧风险、公司产能释放不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,325	3,780	6,131	7,541	8,841
YOY(%)	-15.3	-12.6	62.2	23.0	17.2
归母净利润(百万元)	425	474	881	1,195	1,535
YOY(%)	-5.6	11.5	85.8	35.7	28.4
毛利率(%)	23.2	29.8	29.9	30.5	31.9
净利率(%)	9.8	12.5	14.4	15.8	17.4
ROE(%)	6.1	6.5	10.8	12.8	14.2
EPS(摊薄/元)	0.67	0.74	1.38	1.87	2.41
P/E(倍)	40.5	36.3	19.5	14.4	11.2
P/B(倍)	2.5	2.4	2.1	1.8	1.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 复盘：海外海工交付稳定，确收节奏影响利润.....	3
2、 欧洲海上风电：需求景气度高，2025 年起建设有望提速.....	4
2.1、 风电是欧洲的战略产业，海风资源更好.....	4
2.2、 欧洲海风基础主要为单桩，玩家集中于头部.....	6
3、 大金重工：亚太唯一实现欧洲海工交付的供应商.....	9
4、 盈利预测与投资建议.....	11
5、 风险提示.....	12
附：财务预测摘要.....	13

## 图表目录

图 1： 公司 2024Q4 归母净利润为 1.92 亿.....	3
图 2： 公司 2024Q4 毛利率创历史新高.....	3
图 3： 欧盟目标 2030 年风电占欧洲电力消耗比例为 35%.....	4
图 4： 欧洲风能协会预计 2025-2030 年海风在风电新增装机容量的占比为 25%.....	4
图 5： 2024 年欧洲海风新增装机 2.6GW.....	5
图 6： 2024 年欧洲海风核准量为 19.9GW（单位：GW）.....	5
图 7： 欧洲风能协会预计 2025-2030 年欧洲海风累计新增装机 46.8GW.....	5
图 8： 海工基础包括漂浮式基础、导管架、单桩等.....	6
图 9： 2022 年全球除中国市场海工基础份额集中于欧洲供应商.....	6
图 10： Sif 预计 2028 年起全球海工基础产能将出现短缺.....	7
图 11： 2024 年 Sif 在手订单 51 万吨.....	7
图 12： Sif 每年的产量在 15-20 万吨左右.....	7
图 13： 2024 年 Sif 的单吨贡献额为 759 欧元.....	8
图 14： 公司海外收入占比较高.....	10
图 15： 2024H2 公司海外业务毛利率为 47%.....	10
表 1： 公司已交付完成 Moray West、NOY 项目.....	9
表 2： 公司在手海外订单全球排名领先.....	9

## 1、复盘：海外海工交付稳定，确收节奏影响利润

2023 年是公司向欧洲批量交付海工产品的元年，按季度复盘公司收入与利润：

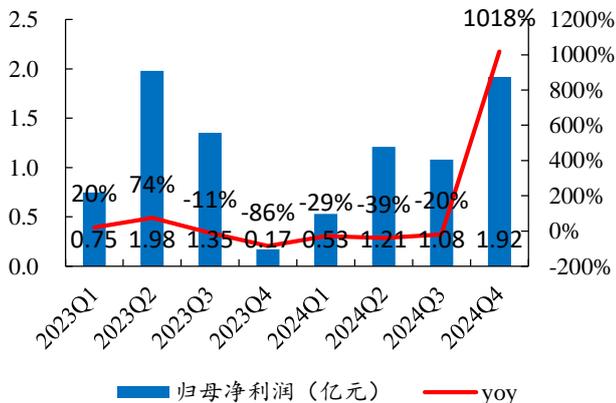
**2023H1：**公司 2023 年 Q1、Q2 分别实现归母净利润 0.75、1.98 亿元，yoy+20%、74%，2023Q2 毛利率达到 27.5%，环比提升 8.5pct，主要系 2023 年上半年公司成功交付英国 Moray West 项目超大型单桩，实现了海外单桩产品交付的 0-1，高毛利的海外海工产品将显著提升公司综合盈利能力。此外，公司自营风电场彰武西六家子 250MW 风电实现并网发电，新能源发电业务有效补充运营现金流。

**2023H2：**公司 2023 年 Q3、Q4 分别实现归母净利润 1.35、0.17 亿元，yoy-11%、-86%，2023Q4 毛利率回落至 20.9%，环比下滑 3.7pct，英国 Moray West 项目 48 根超大型单桩合计六批次于 2023 年 11 月交付完毕，但受项目设计方案变更等特殊不可抗力因素导致执行时间延长，客户总成本有所增加，公司减少了项目结算金额，对 Q4 净利润影响约 0.91 亿元。同时，彰武风场转固形成的折旧摊销及相关财务费用为 0.16 亿元，特殊因素合计对 Q4 净利润影响约 1.07 亿元，加回后净利率为 12.5%，与 Q3 持平。

**2024H1：**公司 2024 年 Q1、Q2 分别实现归母净利润 0.53、1.21 亿元，yoy-29%、-39%，2024Q1 毛利率创新高为 31.6%，归母净利润收缩主要系收入减少，2024H1 营业收入 yoy-34%，国内业务受下游开工率不足而收入规模下降。海外海工延续良好势头，Q1 发货量 yoy+20%，上半年发运项目包括英国 Moray West 项目海塔、法国 NOY 项目单桩等。

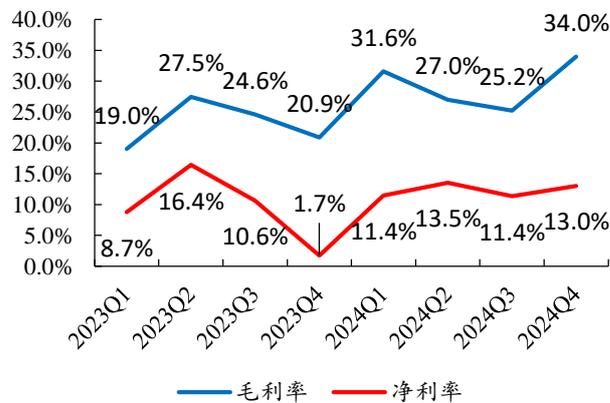
**2024H2：**公司 2024 年 Q3、Q4 分别实现归母净利润 1.08、1.92 亿元，yoy-20%、+1018%，2024Q4 毛利率再创新高为 34.0%，主要系丹麦 Thor 海上风电项目单桩产品部分交付，Thor 项目是公司建造的首批无过渡段单桩，建造技术难度更大，且是首次由公司自主负责运输（DAP）的海外海工项目，交付标准要求更高、提供的服务附加值更多，故该项目盈利能力更好。此外，唐山曹妃甸 250MW 光伏项目已完成并网，计划于 2025 年全面投入运行并贡献收益。

图1：公司 2024Q4 归母净利润为 1.92 亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：公司 2024Q4 毛利率创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、欧洲海上风电：需求景气度高，2025年起建设有望提速

### 2.1、风电是欧洲的战略产业，海风资源更好

风电机组为欧洲本土制造，风电是欧洲的战略产业。截至2024年，欧洲风电累计装机285GW，其中陆风248GW，海风37GW，2024年风力发电量占电力消费总量的比例为20%，其中陆风和海风的占比分别为16%、4%。欧盟目标到2030年风电占欧洲电力消耗比例由2024年的19%提升至35%，2050年达到50%以上，不仅是因为风电便宜，更因为欧洲风电场所使用的风电机组都为欧洲本土制造，风电是欧洲的战略产业，足以增强欧盟能源安全和国家安全。

欧洲海风禀赋资源较好。北海、波罗的海风能资源较好，2024年欧洲新建的海上风电场容量系数可达到42-55%，2024年欧洲海风在风电新增装机占比为16%，根据欧洲风能协会预测，欧洲海风在新增风电装机的占比将会从2024年的16%提升至2025-2030年的25%。

图3：欧盟目标2030年风电占欧洲电力消耗比例为35%

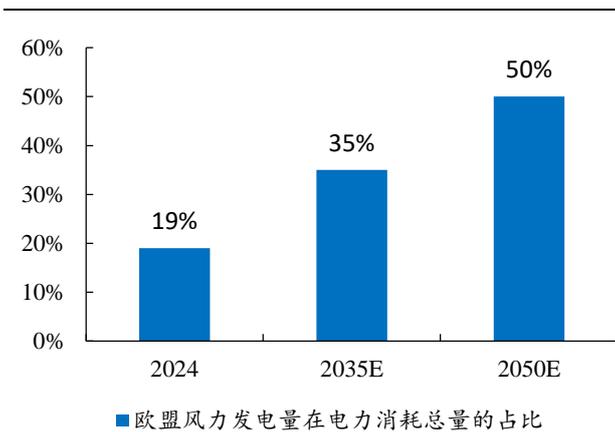
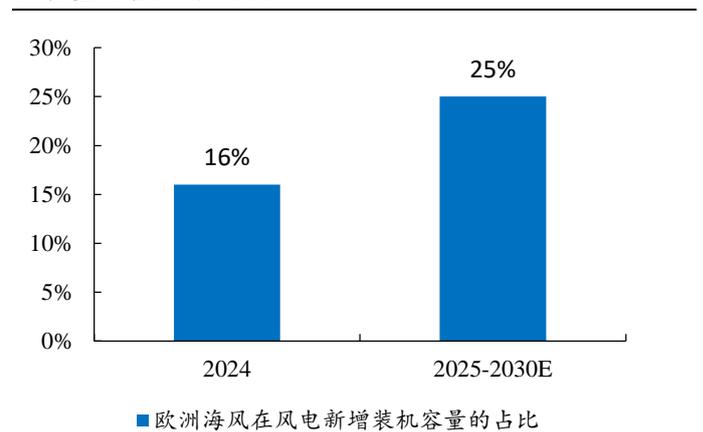


图4：欧洲风能协会预计2025-2030年海风在风电新增装机容量的占比为25%



数据来源：WindEurope、开源证券研究所

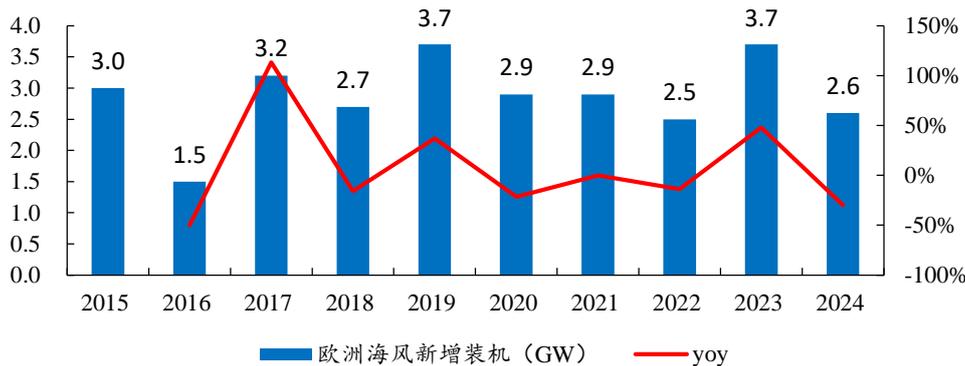
数据来源：WindEurope、开源证券研究所

受电网消纳及融资利率影响，2024年欧洲海风新增装机不及预期。2024年欧洲海上风电新增装机2.6GW，yoy-30%，低于2023年欧洲风能协会预测的5.0GW，审批流程、具有挑战性的利率环境、电网消纳瓶颈、港口吞吐量等因素都限制了欧洲海上风电的发展。

#### 当前阻碍欧洲风电发展的滞缓因素正在逐步消除：

(1) 欧盟关于审批的新规定已在推动新风电场的审批数量增长。德国“超公共利益”原则正在实施，2024年获批的风电装机容量达到创纪录的1380万千瓦。其他成员国或效仿这一做法，加速风电项目审批。

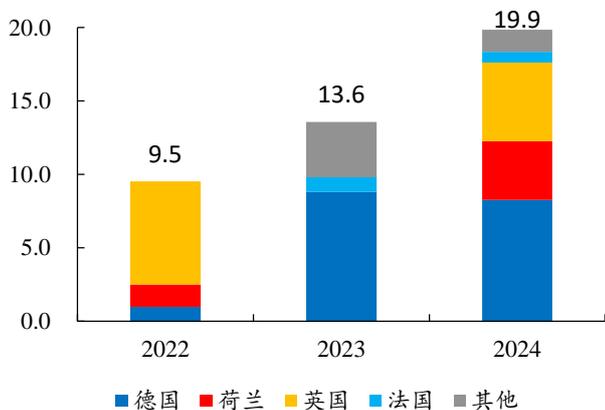
(2) 4月17日，欧洲央行宣布，将存款机制利率下调25个基点至2.25%，将主要再融资利率下调25个基点至2.4%，将边际贷款利率下调25个基点至2.65%，融资利率下有望提升风电场运营商的收益率，增大业主开发动力。

**图5：2024年欧洲海风新增装机2.6GW**


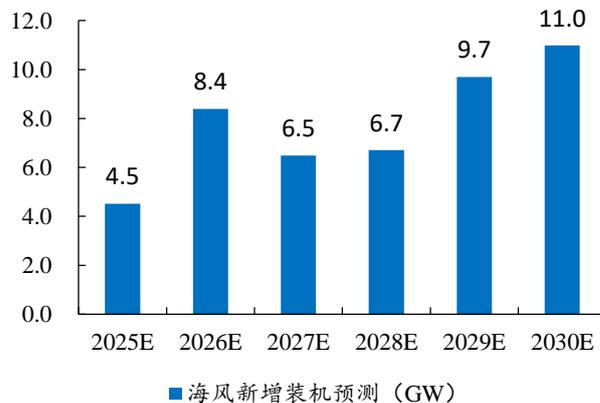
数据来源：WindEurope、开源证券研究所

**2024年海风拍卖量创历史新高，待开发项目充裕。**根据 WindEurope 统计，2024年欧洲海上风电核准量为 19.9GW，yoy+46.3%，创历史新高，其中德国、英国、荷兰分别核准 8.3、5.3、4.0GW。根据 4C offshore 预测，2025-2027 年海风拍卖量为 34.7、23.2、30.2GW，欧洲核准海风装机量有望保持增长态势。

**欧洲风能协会预计 2025-2030 年欧洲海风累计新增装机 47GW。**考虑到各国政策、项目开发计划、已签署的购电协议、风电在未来拍卖和招标中获取更多装机容量能力等，欧洲风能协会预计 2025-2030 年欧洲风电累计新增装机 187GW，其中海上风电新增装机 46.8GW，主要地区集中于英国 20GW、德国 9GW、波兰 6GW、荷兰 6GW、法国 2.3GW。

**图6：2024年欧洲海风核准量为19.9GW（单位：GW）**


数据来源：WindEurope、开源证券研究所

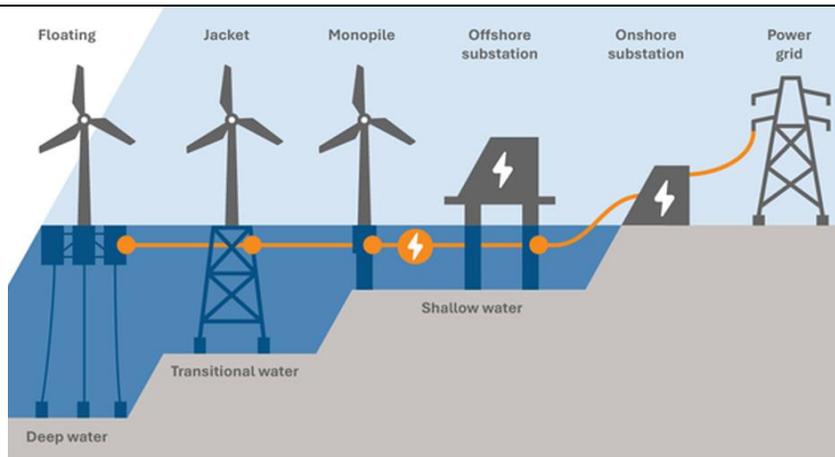
**图7：欧洲风能协会预计2025-2030年欧洲海风累计新增装机46.8GW**


数据来源：WindEurope、开源证券研究所

## 2.2、欧洲海风基础主要为单桩，玩家集中于头部

欧美海上风电基础以单桩为主。海工基础包括深水区的漂浮式基础、过渡水区的导管架 (Jacket)、浅水区的单桩 (Monopile)、海塔和海上变电站基础，根据 Rystad energy 统计，在欧洲和美国东海岸水深达 60 米的底部固定式海上风电场中，单桩占比达 70-80%。单桩区分有/无过渡段 (Transition pieces)，无过渡段单桩 (TP-less) 指的是梯子、登船平台等二次钢结构件直接与单桩基础连接。

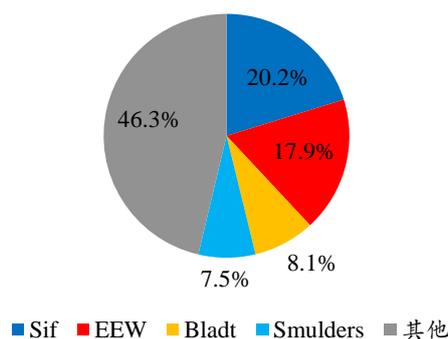
图8：海工基础包括漂浮式基础、导管架、单桩等



资料来源：Sif 年报

荷兰的 Sif 和德国的 EEW 在海工基础制造较为领先。根据 Rystad Energy 披露，2022 年欧洲海工基础产能集中于西班牙、德国、荷兰、丹麦。根据 Woodmac 统计，2022 年在全球除中国市场中，荷兰 Sif 和德国 EEW 在海工基础的份额分别为 20.2%、17.9%；丹麦的 Bladt 份额为 8.1%，2023 年被韩国风电塔筒制造商 CS Wind 收购；比利时 Smulders 份额为 7.5%，CR4 合计份额为 54%。

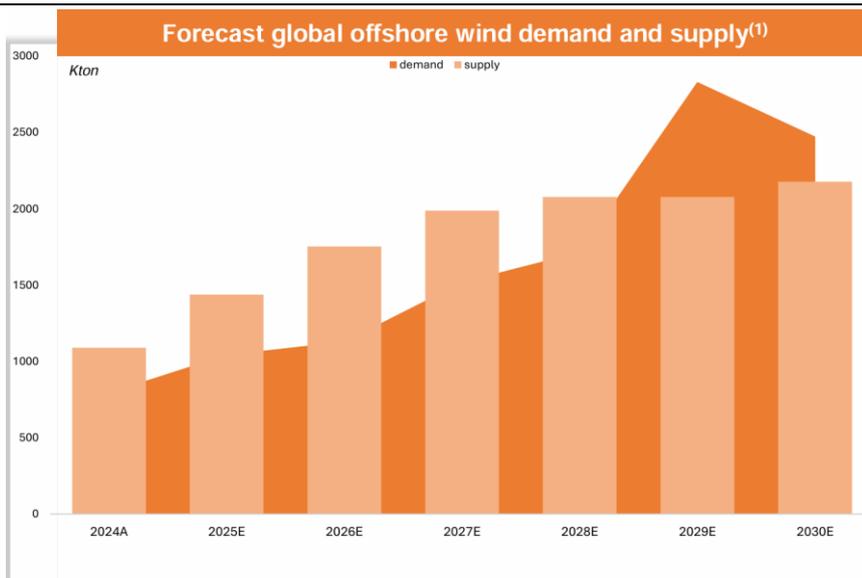
图9：2022 年全球除中国市场海工基础份额集中于欧洲供应商



数据来源：Woodmac、开源证券研究所

Sif 预计 2028 年起全球海工基础产能将出现短缺。随着海上风电场向深海迈进，对海工基础的要求也在增加，当前超大型单桩正在向 XXXL 转变。2025 年起，由于欧洲和美国等大型海上风电场加速安装，海工基础将出现短缺状态，2023 年 Sif 判断即使考虑到中国供应商的供给，2026 年起海工基础将出现明显供给缺口。得益于中国供应商的产能，2024 年 Sif 更新观点，2025-2027 年全球海工供需达到临界平衡，产能短缺时间点延迟至 2028 年。

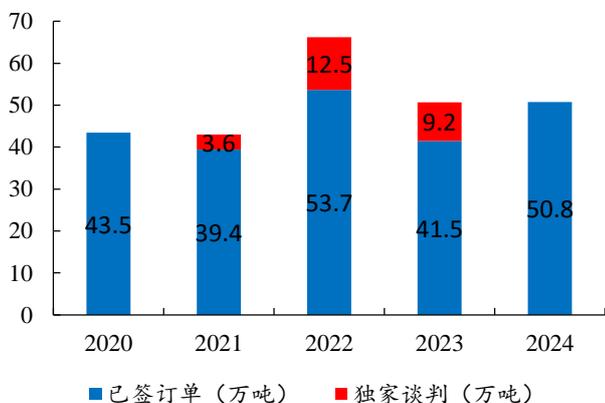
图10: Sif 预计 2028 年起全球海工基础产能将出现短缺



资料来源: Sif 公告

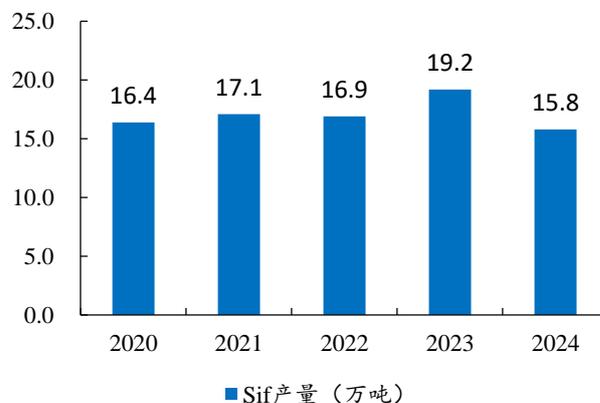
Sif 在手订单饱满, 预期 2026 年产量达到 19 万吨。2024 年 Sif 中标项目 Baltyk 2&3、East Anglia 2, 2024 年底在手订单达到 50.8 万吨, 海外海风景气度较高。Sif 2024 年的产量为 15.8 万吨, 当前 Maasvlakte 2 和 Roermond 两个产能基地合计理论产能 30 万吨, Maasvlakte 2 扩产后理论产能达到 50 万吨, 但新工厂产能爬坡速度较慢, 2025 年的产量或低于预期, 预计 2026 年产量达到 19 万吨。

图11: 2024 年 Sif 在手订单 51 万吨



数据来源: Sif 公告、开源证券研究所

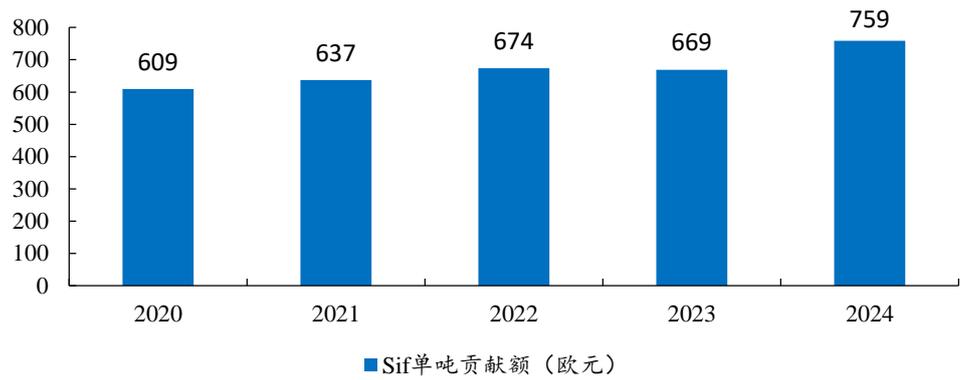
图12: Sif 每年的产量在 15-20 万吨左右



数据来源: Sif 公告、开源证券研究所

不考虑原材料价格波动, Sif 的单吨贡献额呈现上升态势。Sif 的单吨贡献额定义为收入减去原材料价格波动、物流等可转移至客户的费用, 直接体现了公司的盈利能力, 2024 年 Sif 的单吨贡献额为 759 欧元, 2020-2024 年单吨贡献额呈现不断增长态势, 随着欧洲海风陆续推进, 海工基础有望迎来量价齐升。

图13: 2024年 Sif 的单吨贡献额为 759 欧元



数据来源: Sif、开源证券研究所

### 3、大金重工：亚太唯一实现欧洲海工交付的供应商

公司已积累欧洲海工基础交付经验。大金重工 2022 年陆续中标英国 Moray West 海上风电场 48 根超大型单桩、30 套过渡段、12 套海塔，其中公司单桩份额约 80%，该项目是公司向欧洲海风市场规模化供应的第一个海工项目，于 2024 年 7 月完成全部海工产品交付，合计交付量约 11 万吨。2024 年 9 月，公司独家供应法国 NOY 海风场 61 根单桩全部交付完毕。

公司目前是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲市场的供应商。欧洲海上工程装备制造技术标准要求较高，全球符合欧洲海洋工程标准的海风桩基供应商不到 10 家。且海外项目周期较长，一般会提前 1-2 年签署合同，公司从 2022 年开始连续斩获多个海外项目订单，目前是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲市场的供应商，两个海风项目的顺利交付是对蓬莱基地达到欧洲海洋工程建造标准的最有效检验。

表1：公司已交付完成 Moray West、NOY 项目

中标时间	项目	客户	产品	数量(根/套)	交付完成时间	项目金额(亿欧元)
2022H1			超大型单桩	48	2023 年 11 月	
2022H1	英国 860MW Moray West 海风项目	Ocean Winds	过渡段	30	2024 年 7 月	
2022 年 10 月			海塔	12	2024 年 7 月	1.228
2022 年 10 月	法国 496MW NOY 海风项目	SGRE	单桩	61	2024 年 9 月	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司在手订单丰富，陆续排产交付。除上述已完成所有交付的项目，公司 2024 年还发运了丹麦 Thor 单桩、英国 Sofia 海塔、英国 DBB 海塔项目等，其中丹麦 Thor 单桩项目是公司首个公司自主运输的海外海工项目，标志着公司已打通建造、海运、交付的一站式服务，实现从 FOB 模式向 DAP 模式的跨越式升级，2025 年 3 月该项目已完成全部单桩交付。

2025 年起交付项目较多。Nordseecluster 海风项目群交付量为公司在手订单中最大，2025 年将完成 A 阶段 45 根单桩交付，是第二个 DAP 模式欧洲海上项目，3 月首批单桩已抵达欧洲某目的港。北海某地区海风项目 13 亿元单桩、欧洲海风项目 1.35 亿欧元单桩将陆续于 2025 年建造和交付。

此外，2024 年 4 月，公司与欧洲海上风电开发商签署了海外海上风电基础结构的制造产能锁产协议，该客户向蓬莱大金在 2030 年底前锁定 40 万吨产能，并一次支付 1400 万欧元的锁产费用，预计第一个项目于 2025 年开始制造。

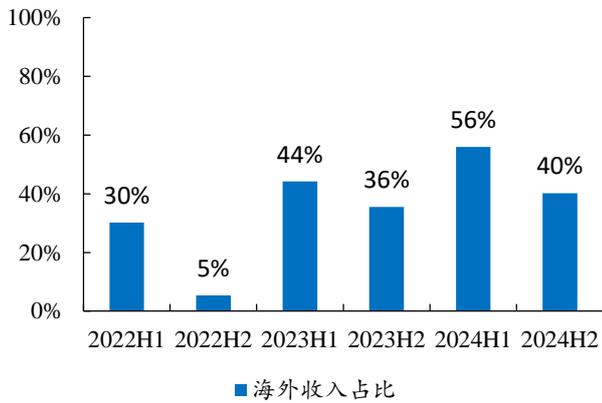
表2：公司在手海外订单全球排名领先

中标时间	地区	交付模式	项目	客户	产品	项目金额(亿欧元)
2022 年 11 月	英国	FOB	Dogger Bank B 海风项目	GE	海塔	0.73
2023 年 5 月	丹麦	DAP	Thor 海风项目	RWE	TP-less 单桩	1.96
2023 年 5 月	德国	DAP	Nordseecluster 海风项目 A	RWE	超大型单桩	6.26
		DAP	Nordseecluster 海风项目 B			
2023 年 12 月		FOB	北海地区某海上风电项目		单桩	13 亿元
2024 年 9 月		FOB	波罗的海海风项目		超大型单桩	0.46
2025 年 3 月		DAP	欧洲某海风项目		超大型单桩	1.35

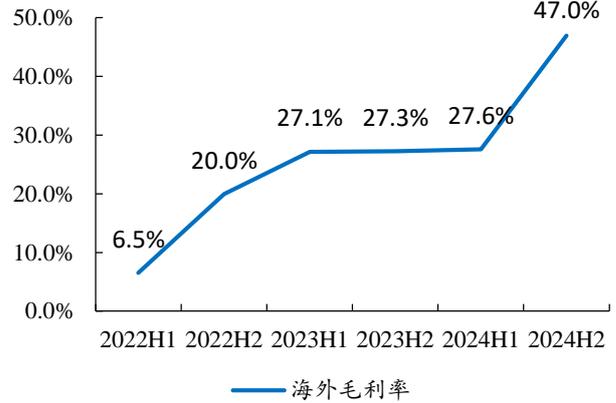
数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司持续调整业务结构，聚焦海外海上业务。基于公司多年布局，公司的海外海上战略已进入全面提质期，2024H1、H2 海外业务收入占比为 56%、40%，海外收入占比稳步提升。2024 年下半年海外业务的毛利率达到 47%，出口海工产品高附加值带来的高盈利，有望持续提升公司的盈利能力。

全面进入欧洲海风市场，积极参与日韩项目投标，无美国业务敞口。2024 年公司成功通过绝大多数欧洲头部业主的合格供应商体系认证，并作为“一供”或“主供”形成实质性业务合作，覆盖欧洲海风市场头部前五大业主，在手订单充足。此外，公司是第一家参加日本风能展的国内海风装备企业，正在积极参与日本、韩国等亚洲新兴市场海风项目投标。

**图14：公司海外收入占比较高**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：2024H2 公司海外业务毛利率为 47%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

公司是全球海风装备一流供应商，多次在行业发展转折期做出领先的战略判断，2019年率先开拓欧洲海风市场，2022年开始连续斩获海外项目订单，已成为“建造+运输+交付”的一站式综合解决方案供应商，目标在未来3-5年成为全球主要发达经济体海上风电市场份额第一。2024年，公司布局多年的海外海工业务已进入全面提质期，业务合作已覆盖欧洲海风市场头部前五大业主，在手订单充足。随着欧洲海风项目的逐步启动，公司的订单规模和盈利能力有望持续提升。

考虑到公司在手海外海工订单充足，随海外项目推进陆续交付，我们维持盈利预测，预计公司2025-2027年营业收入分别为61.31/75.41/88.41亿元，归母净利润为8.81/11.95/15.35亿元，EPS为1.38、1.87、2.41元，对应当前股价PE为19.5、14.4、11.2倍，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

(1) **海外政策变动。**如果国际经济环境恶化，对公司营业收入产生影响。

(2) **海上风电项目建设不及预期。**海上风电项目审批流程牵涉较多部门，建设进度或不及预期，对公司营业收入产生影响。

(3) **原材料价格波动。**海工基础的主要原材料为钢板等，在主营业务成本的比例较高，如果出现大幅波动，对公司盈利能力产生影响。

(4) **行业竞争加剧风险。**海工基础的供应商较多，市场竞争加剧，对公司盈利能力产生影响。

(5) **公司产能释放不及预期。**公司正在建设唐山海工基地，产能爬坡进度不及预期将影响公司后续交付，对公司营业收入产生影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7293	7735	9604	10930	12845
现金	1961	2869	4064	4977	5990
应收票据及应收账款	1670	1369	1206	742	1055
其他应收款	33	43	193	86	229
预付账款	279	545	363	800	609
存货	1546	2084	2528	3251	3517
其他流动资产	1806	824	1248	1074	1445
<b>非流动资产</b>	2931	3827	4794	5349	5877
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1565	2309	3169	3697	4193
无形资产	270	260	281	305	322
其他非流动资产	1097	1258	1344	1347	1362
<b>资产总计</b>	10225	11562	14398	16279	18722
<b>流动负债</b>	2930	3528	5497	6256	7245
短期借款	10	34	616	1422	1347
应付票据及应付账款	1666	1851	3173	3127	4131
其他流动负债	1255	1643	1708	1707	1768
<b>非流动负债</b>	381	762	748	712	674
长期借款	0	265	251	216	177
其他非流动负债	381	497	497	497	497
<b>负债合计</b>	3311	4290	6245	6968	7919
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	638	638	638	638	638
资本公积	3806	3806	3806	3806	3806
留存收益	2471	2829	3636	4713	6073
<b>归属母公司股东权益</b>	6914	7272	8153	9311	10803
<b>负债和股东权益</b>	10225	11562	14398	16279	18722

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	809	1083	1776	972	1976
净利润	425	474	881	1195	1535
折旧摊销	85	124	131	169	200
财务费用	64	15	60	76	87
投资损失	-15	-11	0	0	0
营运资金变动	254	397	704	-468	155
其他经营现金流	-5	85	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1416	218	-1098	-724	-727
资本支出	413	845	1098	724	727
长期投资	-1090	1030	0	0	0
其他投资现金流	88	33	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1011	-324	-7	-174	-154
短期借款	-416	24	582	806	-76
长期借款	-394	265	-14	-36	-39
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0	0
其他筹资现金流	-200	-613	-575	-945	-39
<b>现金净增加额</b>	-1674	935	671	74	1095

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	4325	3780	6131	7541	8841
营业成本	3320	2652	4298	5240	6020
营业税金及附加	31	29	31	30	35
营业费用	62	90	159	196	230
管理费用	156	227	307	339	371
研发费用	256	182	276	302	354
财务费用	64	15	60	76	87
资产减值损失	-7	-45	0	0	0
其他收益	30	19	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	15	11	0	0	0
资产处置收益	-0	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	477	508	1001	1358	1744
营业外收入	8	10	0	0	0
营业外支出	0	2	0	0	0
<b>利润总额</b>	485	516	1001	1358	1744
所得税	60	42	120	163	209
<b>净利润</b>	425	474	881	1195	1535
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	425	474	881	1195	1535
EBITDA	511	571	1054	1437	1840
EPS(元)	0.67	0.74	1.38	1.87	2.41

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-15.3	-12.6	62.2	23.0	17.2
营业利润(%)	-8.8	6.5	97.1	35.7	28.4
归属于母公司净利润(%)	-5.6	11.5	85.8	35.7	28.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.2	29.8	29.9	30.5	31.9
净利率(%)	9.8	12.5	14.4	15.8	17.4
ROE(%)	6.1	6.5	10.8	12.8	14.2
ROIC(%)	4.9	5.2	8.7	9.9	11.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.4	37.1	43.4	42.8	42.3
净负债比率(%)	-16.9	-30.6	-34.9	-32.0	-38.0
流动比率	2.5	2.2	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.8	1.4	1.2	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.5	2.6	5.0	8.0	10.0
应付账款周转率	6.4	4.0	5.9	5.4	5.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.74	1.38	1.87	2.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	1.70	2.78	1.52	3.10
每股净资产(最新摊薄)	10.84	11.40	12.78	14.60	16.94
<b>估值比率</b>					
P/E	40.5	36.3	19.5	14.4	11.2
P/B	2.5	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	29.4	26.2	13.6	9.9	7.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn