

绿电算力双轮驱动，战略转型重塑生态价值
增持（首次）

2025年5月28日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,580.91	6,224.73	7,026.16	7,887.36
同比(%)	0.94	11.54	12.88	12.26
归母净利润(百万元)	53.91	193.25	370.52	561.46
同比(%)	257.22	258.46	91.73	51.53
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.01	0.03	0.06	0.09
P/E(现价&最新股本摊薄)	1149.77	320.83	167.33	110.43

投资要点

- 战略转型深化产业聚焦，优质资产多维布局。**山高控股前身为中国新金融集团有限公司，1992年4月于港交所主板上市；2016年9月，山东高速集团以16.21亿港元收购其28.45%股权，成为第一大股东。作为山东高速集团重要的境外投融资和新兴产业控股平台，公司积极响应国家战略，进行战略转型，从一家金融投资集团稳步发展成为一家产业投资控股集团，聚焦新能源、新科技、新消费等战略产业，持续加大产业投资比重，并于2022年7月由“中国山东高速金融集团有限公司”正式更名为“山高控股集团有限公司”。
- 收购北控清洁能源战略布局新能源，战略增持强化控制力。**2022年5月，山高控股以46.85亿港元收购北控清洁能源43.45%的股权，成为控股股东，标志着公司向新能源赛道的战略转型迈出关键一步。通过此次收购，山高控股迅速拥有了大规模的清洁能源发电资产和运营能力，并成为山东省内最大的新能源发电企业。此外，山高控股在2024年进一步增持山高新能源的股份至56.97%，进一步巩固了其在新能源领域的行业地位和战略控制力。此次收购不仅实现了公司新能源资产的规模跃升，更通过“资金赋能+产业协同”模式（如引入低成本融资、对接基建场景）构建竞争壁垒。
- 战略投资世纪互联，构建“绿电+算力”双引擎生态。**2023年12月，山高控股以2.99亿美元战略入股世纪互联(VNET.US)，成为其最大机构股东，标志着公司从新能源向“能源+科技”双轮驱动的跨越。此次投资不仅拓展新能源应用场景，更切入算力基建黄金赛道。世纪互联作为“东数西算”的核心参与者，2024年基地型业务容量达486MW，与山高控股的绿电消纳能力形成闭环，构建“源网荷储”一体化生态。展望未来，随着算力需求的持续爆发，公司有望通过“绿电降本+算力增值”双重红利释放价值。
- 电算协同已见显著成效。**山高控股通过“电力+算力”协同发展模式，实现了新能源和数据中心业务的深度融合，形成“发电即用、用电即有、合理定价、互惠互利”的产业生态闭环，且具备独特的战略协同优势：1) 新能源发电和数据中心用电需求形成互补，实现资源的最优配置；2) 通过绿色能源供应数据中心，降低碳排放，符合国家“双碳”战略要求。以世纪互联和山高新能源合作的乌兰察布源网荷储一体项目一期150MW供绿电40%测算，中性情况下双方产生的增量经济效益约为6500万元/年，未来100%供电的1GW数据中心可产生的增量经济效益为10.7亿元/年。
- 盈利预测与投资评级：**基于公司在新兴产业的战略布局和良好的发展势头，以及与山高集团的协同效应，预计未来几年山高控股的营收和利润将保持稳健增长。我们预计2025-2027年营业收入分别约为62/70/79亿人民币，归母净利润分别约为1.9/3.7/5.6亿人民币；我们看好公司长期发展空间和盈利弹性，首次覆盖给予“增持”评级。（汇率以2025/5/28当天港元/人民币=0.917为准）
- 风险提示：**政策风险、竞争加剧风险、原材料与融资成本风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	10.30
一年最低/最高价	4.86/10.38
市净率(倍)	9.57
港股流通市值(百万港元)	62,000.14

基础数据

每股净资产(人民币)	1.02
资产负债率(%)	73.16
总股本(百万股)	6,019.43
流通股(百万股)	6,019.43

相关研究

内容目录

1. 战略转型成效显著，新能源与算力双轮驱动	4
2. 资源整合高效赋能，战略聚焦新兴产业	6
3. 盈利预测与投资建议	10
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 公司收入情况 (亿人民币, %)	5
图 2: 公司收入占比情况 (%)	5
图 3: 公司利润率情况 (%)	6
图 4: 公司费用率情况 (%)	6
图 5: 重要股东持股情况	6
图 6: 世纪互联资源布局	9
表 1: 公司发展历程	4
表 2: 公司主要业务板块	4
表 3: 管理层履历	5
表 4: 山高控股主要产业投资标的	7
表 5: 山高新能源主营业务及典型项目介绍	8

1. 战略转型成效显著，新能源与算力双轮驱动

战略转型深化产业聚焦，优质资产多维布局。山高控股前身为中国新金融集团有限公司，1992年4月于港交所主板上市；2016年9月，山东高速集团以16.21亿港元收购其28.45%股权，成为第一大股东。作为山东高速集团重要的境外投融资和新兴产业控股平台，公司积极响应国家战略，进行战略转型，从一家金融投资集团稳步发展成为一家产业投资控股集团，聚焦新能源、新科技、新消费等战略产业，持续加大产业投资比重，并于2022年7月由“中国山东高速金融集团有限公司”正式更名为“山高控股集团有限公司”。目前，公司已控股山高新能源（01250.HK），是山高环能（000803.SZ）的单一大股东，并持有世纪互联（VNET）42%的股份。

表1: 公司发展历程

时间	里程碑
2016年9月	山东高速集团以16.21亿港元收购中国新金融28.45%股份。
2017年10月	山东高速集团以山东高速环球融资租赁有限公司40%股权作价15亿港元，取得中国新金融新发行50亿股股份，交易完成后，山东高速集团对中国新金融的持股比例从28.5%增加至43.2%。同日，中国新金融更名为“中国山东高速金融集团有限公司”（“山高金融”）。
2022年5月	山高金融通过认购新股的方式，出资46.85亿港元认购北控清洁能源集团（01250.HK，后更名为山高新能源）43.45%的股份，成为控股股东。
2022年7月	由“中国山东高速金融集团有限公司”正式更名为“山高控股集团有限公司”。
2023年12月	战略入股美股上市公司世纪互联(VNET)，认购A类普通股增发2.99亿美元，拥有其42%的股份，旨在构建“绿电+算力”的创新产业生态体系。
2024年2月	被纳入恒生综合指数成分股名单，已满足纳入港股通的资格条件。
2024年12月	完成对中信产业基金所持山高新能源全部股权的收购，持股比例由43.45%提升至56.97%。

数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

产融结合深化，新能源与算力双轮驱动。山高控股定位为投资控股平台，业务板块涵盖产业投资、标准化投资、非标投资及持牌金融服务等；公司以产业投资为核心引擎，构建“新能源+新基建”双主业格局。近年来，公司已逐步退出融资租赁业务，聚焦绿色能源和算力（数据中心）两大产业；2024年公司收入结构中，产业投资占比约79%，标准化与非标投资合计不足20%。

表2: 公司主要业务板块

业务板块	业务简介
产业投资	集团核心发展方向，主要投资于新能源和新基建等战略新兴产业；目前已控股山高新能源、战略入股世纪互联。
非产业投资	标准投资业务：传统投资业务，主要投资于标准化的固定收益产品。
	非标准投资业务：围绕自身产业投资战略方向，在新能源、新基建等实体经济领域积极寻找具有潜力的产业投资标的公司及其上下游产业链公司。
	牌照金融服务：为中国内地、香港及全球其他区域的企业和个人客户，提供与中国内地及香港跨境投融资需求相关的综合化金融服务。

数据来源：公司年报，东吴证券（香港）

管理层：山高控股当前由山东高速集团主导，核心团队专业背景强、稳定性较好。董事会主席李天章具备 20 余年投资和产业运营经验，曾任山东高速集团多家子公司董事长/总经理等职务。副主席兼 CEO 朱剑彪拥有逾二十年的私募股权和金融管理经验，曾任中信产业基金 COO、长盛基金常务副总等。CFO 刘志杰于 2016 年加入公司，具有高级会计师资质和丰富海外财务管理经验。

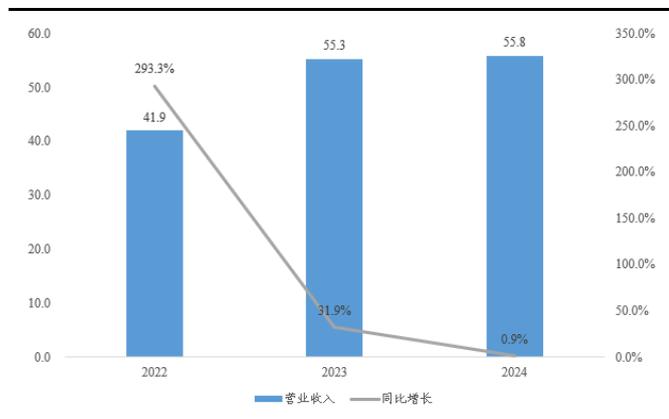
表3: 管理层履历

姓名	职位	背景
李天章	董事会主席、执行董事	曾任山东高速投资控股有限公司董事长、山东高速新兴实业开发集团有限公司董事兼总经理、山东齐鲁文旅集团有限公司董事兼总经理、山东高速集团投资发展部副部长，并在山东地矿集团有限公司出任过多个高级管理职位
朱剑彪	副主席、执行董事兼行政总裁	于私募股权投资、二级市场投资及金融管理方面拥有逾二十年的丰富经验，曾出任中信产业投资基金管理有限公司首席运营官、长盛基金管理有限公司常务副总经理等职务
刘志杰	执行董事兼首席财务官	曾任中国山东国际经济技术合作公司计划财务部总经理及山东东经（香港）有限公司董事

数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

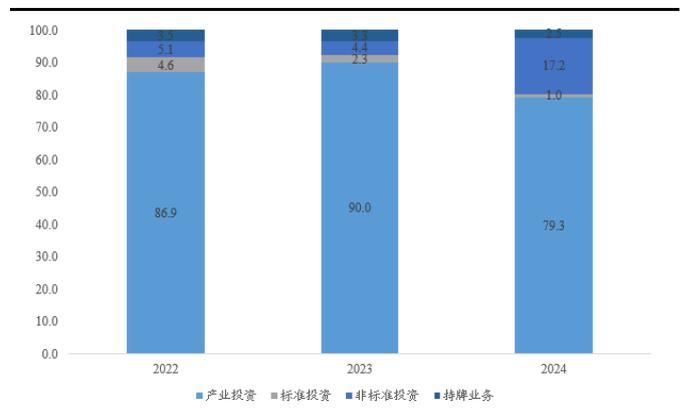
战略转型成效显著，新兴产业资产占比持续提升。公司 2024 年实现营业收入 55.81 亿人民币，同比增长 11.66%（同比增长数据基于 2023 年重列后结果，下同）；毛利 26.36 亿人民币，同比增长 17.92%，毛利率约 47.2%，同比提升 2.5pct；全年利润总额 6.93 亿人民币，同比增长 39.9%，主要由于产业投资业务利润大幅改善及融资、管理费用下降所致。截至 2024 年底，集团资产规模总额为约 661.7 亿人民币，其中新兴产业投资资产规模约 520.1 亿人民币，占资产总体规模 78.60%。产业投资方面，山高新能源 2024 年累计获取新能源指标超 4GW，其中在山东省取得超 350MW 集中式风电指标和 175MW 分布式风电指标，在山西省获得总计 350MW 光伏和风电指标。另外，截至 2024 年底，世纪互联股价较山高控股入股价上涨 71.85%，公司投资浮盈约 2.15 亿美元。2024 年，公司产业投资业务录得盈利约 3.67 亿人民币，利润贡献占比超过一半。

图1: 公司收入情况 (亿人民币, %)



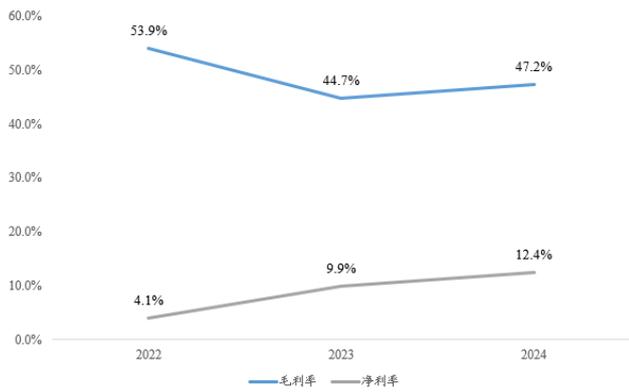
数据来源：iFinD，东吴证券（香港）

图2: 公司收入占比情况 (%)



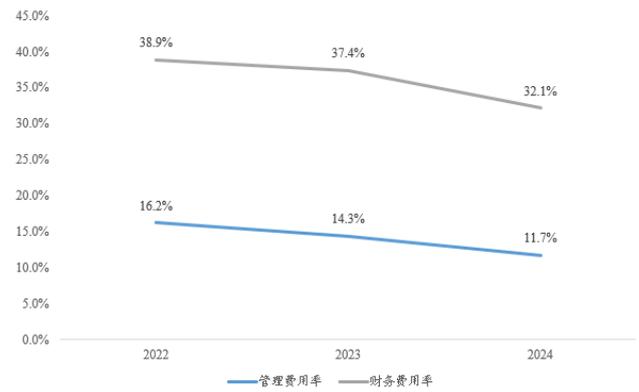
数据来源：iFinD，东吴证券（香港）

图3: 公司利润率情况 (%)



数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港)

图4: 公司费用率情况 (%)

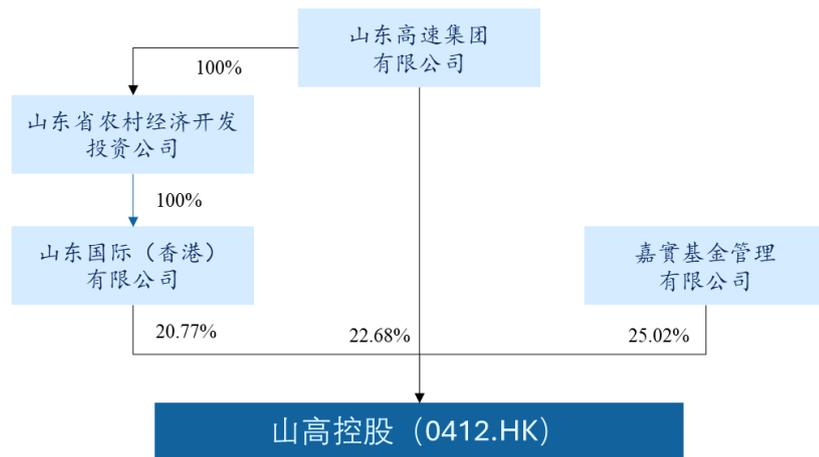


数据来源: iFinD, 东吴证券 (香港)

2. 资源整合高效赋能, 战略聚焦新兴产业

深度绑定山东高速集团, 产融协同赋能新兴赛道。山高控股作为山东高速集团旗下的重要境外投融资和产业控股平台, 充分受益于其母公司强大的产业资源和资金实力。山东高速集团在基础设施建设和运营领域拥有丰富的经验和资源, 为山高控股在新兴产业的布局提供了坚实的基础。例如, 山东高速集团庞大的高速公路网络沿线蕴藏着巨大的新能源发展潜力, 可以为山高控股旗下的新能源业务提供应用场景和资源支持。此外, 母公司在融资方面的优势也能够帮助山高控股获得更低的融资成本, 支持其在新兴产业的投资和发展。

图5: 重要股东持股情况



数据来源: 山高控股, 东吴证券 (香港)

锚定新能源与算力基建, 战略卡位高成长赛道。山高控股精准把握产业升级红利, 将新能源与新基建作为战略核心。在新能源领域, 通过控股山高新能源 (1250.HK), 公司实现风光储一体化布局, 山高新能源 2024 年底累计装机规模 4.7GW, 2024 年取得新能源指标超 4GW, 累计取得指标超 5.5GW; 其清洁供暖业务依托山东高速路网资源

拓展应用场景，形成“交通-能源”协同模式。在数字基建领域，战略入股世纪互联（VNET.US）42%股权，深度绑定“东数西算”国家战略，推动绿电与算力融合，构建“源网荷储”协同生态。2024年新兴产业资产占比达78.6%（520.1亿元），驱动公司收入同比增长11.7%至55.8亿人民币。展望未来，随着“双碳”目标与新基建投资加码，公司有望通过“绿电+算力”双引擎，持续受益于能源转型与数字化浪潮。

表4: 山高控股主要产业投资标的

公司名称	公司简介
山高新能源 (01250.HK)	主要从事光伏发电、风力发电及清洁供暖业务，是山东省实际控制的最大的新能源发电企业。截至2024年底，装机并网规模4698MW，其中风电1176MW，集中式光伏2602MW，分布式光伏920MW。所持有或管理的电站年发电量超过65亿度。提供近4000万平方米清洁供暖，服务约20万户家庭。 公司以「聚焦清洁低碳、加速能源变革、创建产业生态系统」为责任与担当，抢抓国家「双碳」战略机遇，提供集投资、开发、建设、运营和技术服务为一体的清洁能源综合解决方案。公司依托山东高速集团丰富的新能源资源和应用场景，大力拓展光伏和风力发电装机规模，积极探索布局制氢、储能和综合能源等新兴产业，致力于发展成为一流的清洁能源综合服务商。
世纪互联 (VNET.US)	成立于1996年，是科创型数字新基建龙头企业、中国第一家美股IDC上市公司，也是中国IDC市场上唯一以「超大规模IDC定制+新一代IDC零售」双引擎同步发展的IDC头部企业。世纪互联致力于为客户提供业界领先的数据中心定制一站式解决方案，以及基于数据中心的云计算交换连接、混合交付等云计算综合服务及解决方案，打造具有核心技术、超大规模运营能力、高附加值的网络空间基础设施运营平台。 依托雄厚的资源和资本实力，世纪互联以强大的科技创新能力、高效的交付能力、卓越的运营能力，为全球超过7,500家优质企业客户打造了业务发展的稳固基石，其中包括近百家全球高增长的行业领军企业。
山高环能集团 (000803.SZ)	公司采用PPP、特许经营、股权收购等模式，已在东、中、西部近二十个主要城市实现项目网络化布局，目前已在济南、青岛、烟台、太原、湘潭、武汉、兰州、大同、银川、天津等主要城市投建餐厨与厨余垃圾处理项目，拥有餐厨垃圾处理产能5130吨/日，日处理总量约4630吨。无害化处理后再提取餐厨垃圾中的废油脂，生产生物柴油原料等绿色能源产品，在市场端自建出口渠道，与国内外能源巨头达成稳定供应合作，月均出口超万吨量级，年出口量达到15万吨。

数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

收购北控清洁能源战略布局新能源，战略增持强化控制力。2022年5月，山高控股以46.85亿港元收购北控清洁能源（后更名为山高新能源，1250.HK）43.45%的股权，成为其控股股东，标志着公司向新能源赛道的战略转型迈出关键一步。通过此次收购，山高控股迅速拥有了大规模的清洁能源发电资产和运营能力，并成为了山东省内最大的新能源发电企业。山高新能源在光伏和风力发电领域拥有显著的规模优势和项目储备，为山高控股贡献了稳定的营收和利润增长。此外，山高控股还在2024年进一步增持了山高新能源的股份至56.97%，进一步巩固了其在新能源领域的行业地位和战略控制力。此次收购不仅实现了公司新能源资产的规模跃升，更通过“资金赋能+产业协同”模式（如引入低成本融资、对接基建场景）构建竞争壁垒。

表5: 山高新能源主营业务及典型项目介绍

业务	简介	典型项目
分布式光伏发电业务	依托北控水务、启迪控股大量的分布式资源,开展「光伏+水厂」及屋顶光伏等业务	洛阳屋顶分布式光伏电站、蒙城屋顶分布式光伏电站、东莞水厂分布式光伏电站。
集中式光伏发电业务	为大型集中式光伏电站的开发、投资、设计、采购、建造和运营业务,及光伏发电、相关技术的集成和研发	<p>山东新泰采煤沉陷区 100MW 农光互补领跑者项目: 位于山东省新泰市,总占地面积 5,200 余亩。项目依托农业为主体的工程建设,本着将农业和光伏发电高效结合的原则,推动传统农业普遍性升级改造,推动现代化农业、科技化农业大规模发展,推动新能源发电产业发展,提高可再生能源比例,改善能源供应结构。</p> <p>澳大利亚 Whyalla 光储一体化项目: 位于南澳怀阿拉(Whyalla)市,该项目共二期,总装机容量为 12.22MW,一期项目 6MW 光伏电站占地 10 公顷,输出的清洁电力预计每年可满足南澳 1,400 个家庭用电,每年减少碳排放 7,500 吨。项目将装配储能系统,实现削峰填谷,提升光伏发电利用率。</p>
风力发电业务	通过自主开发、联合开发及收购等方式多渠道获取优质风力项目	<p>山东鲁萨风电项目: 鲁萨风电站为本集团第一个投入运营的风电站,装机容量 48MW,位于山东省滨州市无棣县,紧邻渤海,为沿海风电站,风力资源丰富。</p> <p>内蒙达茂分散式风电项目: 内蒙古达茂分散式风电项目位于内蒙古自治区达茂旗境内,三期共计 69MW。内蒙地区风资源丰富,同时面临高弃风限电问题。该项目获当地电网保障全额收购,基本无限电问题。</p>
清洁供暖业务	利用清洁能源生产低排放热力,并向终端用户供应该等热力	<p>宁夏永恒能源管理项目: 致力于民用热能与工业领域的节能减排、煤炭清洁利用、大气污染物一体化治理体系研究与升级的节能环保服务项目。</p> <p>其拥有的自主创新专利「高效微排放一体化粉体燃料工业锅炉系统」是中国唯一运用煤炭清洁燃烧与以废治废相结合的高效环保煤粉锅炉,该系统大气污染物排放浓度低于天然气燃烧排放标准,成功解决传统燃煤锅炉的「雾霾源」问题,为城市的蓝天白云贡献一份力量。</p>
储能业务	以独立储能电站、光储一体化、风储一体化和微电网项目投资为主,提供从项目前期开发、设计、投资、建设到运维全生命周期的「一站式」服务。	<p>西藏羊易光储充一体化项目: 位于海拔 4,800 米的西藏当雄,该项目于 2017 年 12 月 9 日全部并网完成,是迄今为止世界上海拔最高的大型并网储能商业项目。该项目原有 30MW 光伏电站,根据项目过往限电情况,设计安装了 4.5MW/20.7MWh 电池储能系统,储存光伏过剩电量,在电网需要时再进行放电输出,也为即将实施的电网 AGC 服务进行布局。</p>

数据来源: 山高新能源官网, 东吴证券(香港)整理

战略投资世纪互联, 构建“绿电+算力”双引擎生态。 2023 年 12 月, 山高控股以 2.99 亿美元战略入股世纪互联(VNET.US), 成为其最大机构股东, 标志着公司从新能源向“能源+科技”双轮驱动的跨越。世纪互联作为中国领先的第三方数据中心运营商, 运营超 50 座数据中心, 机柜数超 5.2 万个, 与山高控股的绿电资源形成深度协同。通过整合山高新能源的风光储资产, 公司为世纪互联提供了绿色电力供应, 助力其实现数据

中心碳中和目标，同时降低运营成本。此次投资不仅拓展新能源应用场景，更切入算力基建黄金赛道。世纪互联作为“东数西算”核心参与者，2024 年基地型业务容量达 486MW，与山高控股的绿电消纳能力形成闭环，构建“源网荷储”一体化生态。2025 年 4 月，该投资已实现显著浮盈，反映市场对“AI+能源”协同模式的认可。未来，随着算力需求持续爆发，公司有望通过“绿电降本+算力增值”双重红利释放价值。

图6：世纪互联资源布局



数据来源：世纪互联官网，东吴证券（香港）

电算协同已见显著成效。山高控股通过“电力+算力”协同发展模式，实现新能源和数据中心业务的深度融合，形成了“发电即用、用电即有、合理定价、互惠互利”的产业生态闭环，且具备独特的战略协同优势：1) 新能源发电和数据中心用电需求可形成互补，实现资源的最优配置；2) 通过绿色能源供应数据中心，降低碳排放，符合国家“双碳”战略要求。2024 年 3 月，山高新能源、世纪互联及内蒙古乌兰察布市政府签署大数据及新能源框架协议，共同推进内蒙古乌兰察布源网荷储一体化项目的落地实施。该项目建成后，将实现发电侧与消纳侧的业务闭环，形成“发电即用、用电即有、合理定价、互惠互利”的“电力+算力”生态闭环。乌兰察布基地项目是山高控股战略布局的重要组成部分，旨在利用乌兰察布地区丰富的新能源资源和优惠的政策环境，打造人工智能数据中心(AIDC)。该项目的战略意义在于提供一个低成本、高效率、绿色环保的算力基地，支持所投资企业在人工智能和大数据领域的长期发展。以目前山高新能源在该地的项目预计达产后年发电量约为 7.2 亿度电为世纪互联乌兰察布一期 150MW 项目供电 40% 测算，在中性条件下可实现约为 6500 万元/年的增量经济效益。未来山高新能源 100% 供电的乌兰察布三期总计 1GW 容量数据中心项目完全达产时，预计可产生增量经济效益 10.7 亿元人民币。源网荷储一体化项目不仅能够为山高控股带来显著的经济效益，还能提升公司的绿色形象，符合国家对数据中心行业绿色低碳发展的要求。这一项目的成功实施，将为山高控股在乌兰察布的业务发展提供强有力的支持。

携手华为构建“绿电+算力”双轮驱动，打开技术协同新空间。2025年5月，山东高速集团与华为签署战略合作协议，聚焦“绿色算力+清洁能源”双轮驱动模式，而山高控股作为集团旗下唯一电算一体化平台，预计将成为合作核心承载方。山高控股将整合其新能源资产与世纪互联算力资源，为山东高速集团的智慧高速、零碳园区等场景提供绿电供应以及算力支持，构建“源网荷储”协同生态。同时，华为在AI大模型、车路协同等领域技术优势，与山高控股的绿电消纳能力形成互补。例如，双方可联合开发高速公路沿线的分布式能源与边缘计算节点，推动“交通+能源+数据”三网融合，响应国家“东数西算”战略，加速山高控股“绿电降本+算力增值”的商业模式落地。

3. 盈利预测与投资建议

基于公司在新兴产业的战略布局和良好的发展势头，以及与山高集团的协同效应，预计未来几年山高控股的营收和利润将保持稳健增长。其中，山高新能源将受益于中国新能源市场的快速发展和装机规模的持续扩大，贡献主要的营收增长。而世纪互联将继续受益于数字经济的驱动和“东数西算”工程的推进，数据中心业务有望实现快速扩张。标准投资业务预计将保持稳健，而非标准投资业务的风险敞口将逐步降低。我们预计2025-2027年营业收入分别约为62/70/79亿人民币，归母净利润分别约为1.9/3.7/5.6亿人民币；我们看好公司长期发展空间和盈利弹性，首次覆盖给予“增持”评级。（汇率以2025/5/28当天港元/人民币=0.917为准）

4. 风险提示

政策风险：国家新能源政策和电价机制调整（如风电平价上网、光伏消纳限制等）可能影响项目盈利；数据中心能耗限建及电价政策变化也可能抑制算力业务扩张。

竞争加剧风险：市场集中度高，大型国企和互联网巨头竞相布局新能源和数据中心，可能导致项目获批和资源分配竞争加剧，影响公司市场份额和利润。

原材料与融资成本风险：风电、光伏和服务器等核心设备价格大幅波动将直接影响项目成本；同时若利率上升或债务融资成本攀升，将增加财务费用压力。

山高控股 (0412.HK) 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25,166	30,041	31,867	35,671	销售收入	5,581	6,225	7,026	7,887
现金	4,823	4,357	4,918	5,521	销售成本	2,945	3,107	3,635	4,022
应收账款	8,782	10,722	11,460	12,954	其他营业费用	0	0	0	0
存货	45	91	82	90	销售和管理费用	655	725	834	940
其他流动资产	11,516	14,871	15,407	17,106	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	41,008	39,172	37,336	35,500	财务费用	1,793	1,993	1,974	1,940
长期股权投资	7,142	7,142	7,142	7,142	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	22,135	20,748	19,361	17,973	投资收益	39	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	6,434	6,005	5,576	5,147	营业利润	878	1,121	1,413	1,919
其他非流动资产	5,297	5,277	5,257	5,237	其他非经营损益	-84	-136	40	-60
资产总计	66,174	69,213	69,203	71,171	税前利润	795	985	1,452	1,859
流动负债	20,550	22,712	21,421	21,741	所得税	102	109	171	212
短期借款	17,164	17,492	16,316	16,040	净利润	693	876	1,282	1,647
应付账款	890	1,858	1,680	1,827	少数股东损益	339	393	601	756
其他流动负债	2,496	3,363	3,425	3,874	非股东利润	300	290	310	330
非流动负债	27,866	27,866	27,866	27,866	归属于母公司股东的净利润	54	193	371	561
长期借款	25,876	25,876	25,876	25,876	EBITDA	4,487	4,814	5,263	5,636
其他非流动负债	1,991	1,991	1,991	1,991					
负债合计	48,416	50,579	49,287	49,607	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	11,647	12,040	12,641	13,397	每股收益(元)	0.01	0.03	0.06	0.09
归属母公司股东权益	6,111	6,594	7,275	8,166	每股净资产(元)	1.02	1.10	1.21	1.36
负债和股东权益	66,174	69,213	69,203	71,171	每股经营现金流(元)	0.45	0.22	0.61	0.48
					ROIC(%)	3.81	4.76	4.93	5.64
现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	5.78	7.33	9.35	10.92
经营活动现金流	2,690	1,320	3,677	2,872	毛利率(%)	47.23	50.09	48.27	49.00
投资活动现金流	-1,693	-121	35	-53	销售净利率(%)	12.41	14.08	18.24	20.89
筹资活动现金流	-1,974	-1,664	-3,151	-2,216	资产负债率(%)	73.16	73.08	71.22	69.70
现金净增加额	-976	-466	561	603	收入增长率(%)	0.94	11.54	12.88	12.26
折旧和摊销	1,900	1,836	1,836	1,836	净利润增长率(%)	26.49	26.49	46.28	28.51
资本开支	-3,143	0	0	0	P/E	1,149.77	320.83	167.33	110.43
营运资本变动	-229	3,957	1,941	3,208	P/B	10.15	9.40	8.52	7.59

数据来源: iFind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 港元汇率为2025年5月28日的0.917, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何

假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响,东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点,本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门,如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时,其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密,仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有,未经本公司同意,不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途,任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任,损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易,也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务,及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突,请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>