

大金重工 (002487)

证券研究报告
2025年07月09日

打造“制造+服务”全产业链生态，管桩出海实现利润升维

行业层面：未来3-5年欧洲海风市场潜力与政策红利较大，是公司全球化布局的优质战略高地，市场份额提升空间大。日韩等新兴市场或将为公司带来新的增长机会。

公司层面：管桩出海布局领先，打造“制造+服务”全产业链生态模式

随着全球风机大型化和深远海开发发展趋势，叠加海外项目的高交付标准、高附加值特点，对供应商在制造场地规模、港口条件、工艺设备能力、综合方案解决能力等提出了更高的要求。配套缺口带来的服务机遇，将为公司订单增长提供支撑。

1) 公司是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲市场的供应商。自2019年率先成功开拓欧洲海风市场,2022年开始连续斩获多个海外项目订单,2024年公司全面进入欧洲海风市场,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。

2) 公司完成 DAP (目的地交货) 产品模式切换,打通“制造+海运+交付”一站式服务全链条,订单的附加值得以增加。针对海上风电装备运输难题,公司于2023年收购造船厂并正式进军造船领域,正在建造的风电海工装备运输定制船型——KINGII 甲板运输船是全球甲板面积最大的运输船,单船运量较目前行业内最大船型提升30%以上。未来将形成由10-20条不同吨级超大型甲板运输系列船型组建的自有运输船队。

3) 前瞻布局浮式基础市场。2024年组建欧洲浮式基础团队,正式将浮式基础作为未来重要产品线之一,与国际头部浮式基础解决方案提供商合作,依托国内制造基地和供应链体系,降低浮式风电综合成本。

投资建议：我们持续看好 1) 行业层面：全球海风需求持续提升，其中欧洲贡献海外海风市场主要需求，公司欧洲市场份额领先。2) 公司层面：公司海工出口业务已实现了从“单一装备出口”到“全链生态构建”的跃迁，形成“海工装备制造、远洋特种运输、高端船舶制造”全产业链业务生态，重塑全球海风行业价值链条，提升利润空间。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 65.1、84.0、97.4 亿元；基于公司 24 年第四季度以及 25 年第一季度营业收入、归母净利润，考虑后续欧洲及日韩海风需求向上的持续性、以及公司自身盈利优势，我们上调公司 25-27 年归母净利润至 10.5、13.7、17.6 亿元（原值为 25-26 年 8.1、10.9 亿元），同比增加 122%、30%、28%，对应当前估值 21、16、12X PE，维持“买入”评级。

风险提示：海风项目推进不及预期的风险、国际贸易风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、行业竞争加剧风险。

| 财务数据和估值 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,325.08 | 3,779.65 | 6,508.27 | 8,397.75 | 9,735.00 |
| 增长率(%) | (15.30) | (12.61) | 72.19 | 29.03 | 15.92 |
| EBITDA(百万元) | 866.52 | 961.98 | 1,455.49 | 1,961.99 | 2,441.55 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 425.16 | 473.87 | 1,053.73 | 1,368.66 | 1,758.43 |
| 增长率(%) | (5.58) | 11.46 | 122.36 | 29.89 | 28.48 |
| EPS(元/股) | 0.67 | 0.74 | 1.65 | 2.15 | 2.76 |
| 市盈率(P/E) | 50.87 | 45.64 | 20.52 | 15.80 | 12.30 |
| 市净率(P/B) | 3.13 | 2.97 | 2.56 | 2.20 | 1.87 |
| 市销率(P/S) | 5.00 | 5.72 | 3.32 | 2.58 | 2.22 |
| EV/EBITDA | 16.45 | 10.34 | 13.66 | 9.40 | 7.34 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 电力设备/风电设备 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 33.91 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 637.75 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 630.92 |
| A 股总市值(百万元) | 21,626.08 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 21,394.51 |
| 每股净资产(元) | 11.76 |
| 资产负债率(%) | 41.14 |
| 一年内最高/最低(元) | 34.95/17.26 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 孙潇雅 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110520080009 | |
| sunxiaoya@tfzq.com | |
| 杨志芳 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110524120004 | |
| yangzhifang@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《大金重工-公司点评:国内风电装机需求高增，海外市场加速拓展》 2022-06-20
- 《大金重工-公司点评:风电景气度持续，新业务放量可期》 2022-05-19
- 《大金重工-首次覆盖报告:优质码头支撑产能扩张，产业链纵深开启业绩新增长》 2022-03-03

内容目录

| | |
|-----------------------------------------------|---|
| 1. 管桩出海布局领先，打通“制造+海运+交付”一站式服务全链条 | 3 |
| 1.1. 管桩出口先发优势明显，产能及订单充足 | 3 |
| 1.2. 打通“制造+海运+交付”一站式服务全链条，自建船只进一步提升交付能力 | 5 |
| 1.3. 前瞻布局浮式基础市场 | 6 |
| 2. 盈利预测 | 7 |
| 3. 风险提示 | 7 |

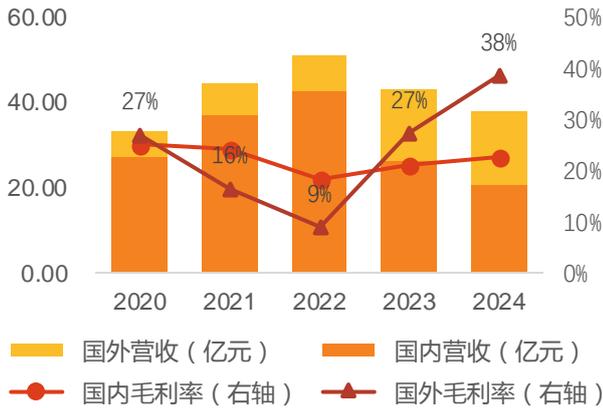
图表目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 图 1：公司国内国外营收及毛利率水平 | 3 |
| 图 2：公司毛利率及净利率 | 3 |
| 图 3：全球海上风电装机预期（单位：GW） | 3 |
| 图 4：公司海外资质认证 | 4 |
| 图 5：KING I 优势 | 6 |
| 图 6：全球新增浮式装机预期(单位：MW) | 6 |
| 表 1：公司基地及产能 | 4 |
| 表 2：公司海外订单及交付梳理 | 5 |
| 表 3：公司全球浮式中心团队人员 | 7 |

1. 管桩出海布局领先，打通“制造+海运+交付”一站式服务全链条

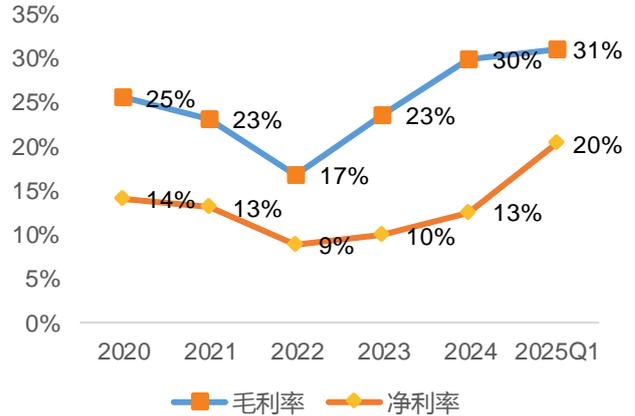
公司海外海工实现规模化出货，海外海工产品贡献增长新动力。2023 年公司海外营收达 17.15 亿元，同比增长 104.63%，出口产品贡献收入占总收入比重近 40%，出口业务由海工产品主导，2023 年海外海工年发运量近 10 万吨，销量同比提升超过 4000%；公司 2024 年出口欧洲的海外海上项目发运量和交货范围明显增加，交付包括单桩、海塔、过渡段等多类型海工产品，累计出口发运量近 11 万吨，2024 年公司海外业务毛利率大幅改善，达 38%，同比增加 11pcts，带动公司总体毛利率、净利率均实现提升。

图 1：公司国内国外营收及毛利率水平



资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

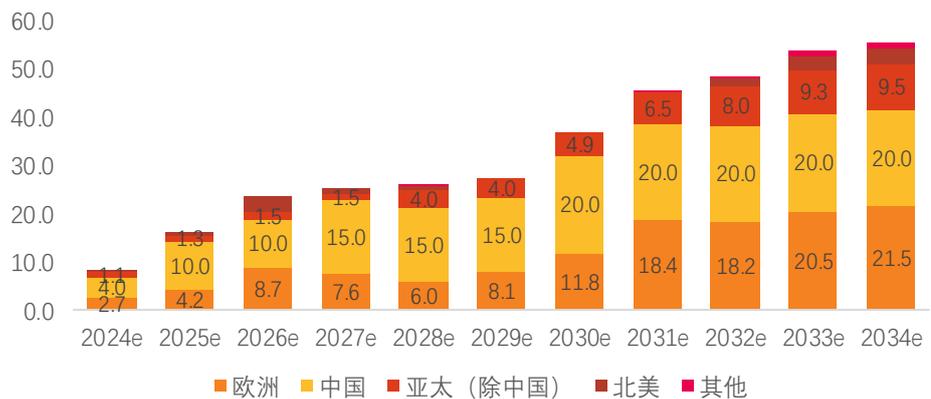
图 2：公司毛利率及净利率



资料来源：同花顺 iFind，天风证券研究所

欧洲海风市场潜力与政策红利较大，是公司全球化布局的优质战略高地，市场份额提升空间大，日韩等新兴市场或将为公司带来新的增长机会。根据 GWEC 预测欧洲自 2025 年开始快速起量，预计在 2030 年超过 10GW，在 2033 年超过 20GW。

图 3：全球海上风电装机预期（单位：GW）



资料来源：GWEC，天风证券研究所

1.1. 管桩出口先发优势明显，产能及订单充足

三大海工基地布局完成，锚定“全球大海工”前沿市场。公司围绕渤海湾布局了蓬莱、唐山、盘锦三大海工基地，各自定位清晰且功能互补，形成优质产能协同效应。同时公司积极布局欧洲、东南亚等海外基地，规划设计全球产能 300 万吨以上。海工产品的制造需要生产和存储的区域面积足够大且靠近码头，蓬莱、唐山基地均具备深水良港和对外开放口岸资质这两项稀缺条件，对于海上风电出口形成强壁垒。

- 蓬莱海工基地：全球最大单桩制造与出口基地。亚太区唯一实现向欧洲市场批量供应超大型海风单桩、且产能规模最大的单桩建造基地。拥有 57 万平方米的海上风电塔

架、单桩基础、深远海导管架专业化制造基地，并配备 2 个 10 万吨级重装泊位。蓬莱基地的主要产品为适用于 10-15MW 风力发电机组的海上塔筒和单桩基础。

- 曹妃甸海工基地：前沿深海装备基地。全线对标建造全球海工未来十年的前沿产品，重点布局深远海超大型单桩、导管架和浮式基础海工产品制造产线。占地近 90 万平方米，主要专长于超重塔筒、特大型单桩基础、超大型导管架以及浮式基础，规划配备多个重装泊位，适用于 15-25MW 风力发电机组。
- 盘锦海工基地：海工特种运输船建造基地。公司独创设计并自行负责建造的海上风电装备特种运输船，运输效率明显高于目前市场上使用的大型运输船。

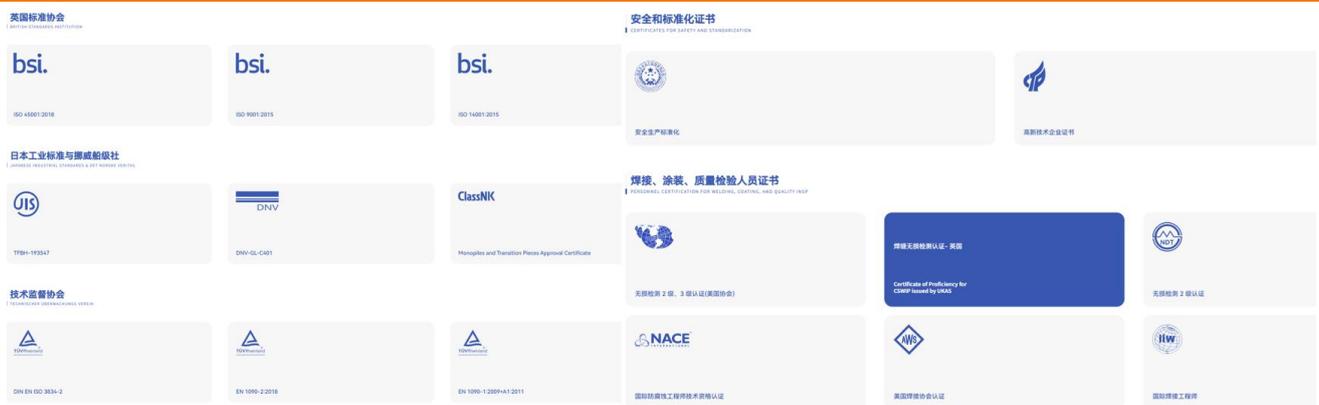
表 1：公司基地及产能

| 基地名称 | 产品 | 最大直径 (m) | 产品最大重量 (吨) | 最大板厚 (mm) | 基地产能 (万吨) |
|--------------|---------------------------------|----------|------------|-----------|-----------|
| 蓬莱海工装备基地 | 海塔 陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础 | 12 | 3000 | 130 | 50 |
| 河北唐山曹妃甸海工基地 | 全系列海上风电塔筒（架）、管桩、导管架、浮式基础等风电海工产品 | | | | 40 |
| 盘锦海工装备基地 | 海塔 陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础 | 16 | 5000 | 160 | 50 |
| 海外海工装备基地（拟建） | | | | | |

资料来源：大金重工官网、公司公告，天风证券研究所

公司已形成执行欧洲海工项目的批量化交付体系。公司作为业内最早为海外客户提供风电装备的中国企业，为满足国际客户的高质量标准要求和严苛的认证体系，率先突破了众多工艺质量难关，多年来积累了对标国际质量标准的管控能力。2024 年公司为莱茵集团（RWE）在丹麦 Thor 海上风电项目建造的 TP-less 单桩项目实现了 500,000 工时零 LTI（损失工时事件），获得客户颁发的相关认证。

图 4：公司海外资质认证



资料来源：大金重工官网，天风证券研究所

公司自 2019 年率先成功开拓欧洲海风市场，2022 年开始连续斩获多个海外项目订单，是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲市场的供应商。2024 年公司全面进入欧洲海风市场，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。

公司 2024 年累计出口发运量近 11 万吨，包括单桩、海塔、过渡段等多类型海工产品，实现同比提升，涵盖项目包括英国 Moray West 海塔项目、法国 NOY 单桩项目、丹麦 Thor 单桩项目、英国 Sofia 海塔项目、英国 DBB 海塔项目等。其中丹麦 Thor 项目是公司建造的首批无过渡段（TP-less）单桩产品。

表 2：公司海外订单及交付梳理

| 公告时间 | 项目名称 | 产品 | 金额（亿元） | 交付情况 |
|------------|---------------------------------------|-----------------------|----------|--------------------|
| 2022 上半年 | 英国 Moray West 48 套单桩项目 | 48 套单桩 | | 2023 年 11 月交付完毕 |
| | Moray West 30 套过渡段项目 | 30 套过渡段 | | 2023 年交付完毕 |
| 2022.10.31 | Boskalis 美国海上风电大型钢结构项目 | 海上风电大型钢结构 | | |
| | NOY - Ile D'Yeu et Noirmoutier 海上风电项目 | 62 套单桩 | 8.6 | 2024 年 9 月交付完毕 |
| 2022.11.17 | UK Moray West 海上风电海塔项目 | 12 套海上风电塔筒 | | 2024 年 7 月交付完毕 |
| | 英国 Dogger Bank B 海上风电项目 | 41 套 Haliade-X 海上风电塔筒 | 5.3 | |
| 2023.05.11 | 丹麦 Thor 海风项目 | 36 根 TP-less（无过渡段）单桩 | 1.96 亿欧元 | 2025 年 3 月交付完毕 |
| 2023.12.18 | 德国北海地区某海上风电群项目 | 105 根海上风电单桩及附属结构 | 48.48 | 2025 年将完成 45 根单桩交付 |
| 2024.09.24 | 波罗的海地区某海上风电项目 | 10 根超大型单桩 | 3.61 | |
| 2025.03.24 | 欧洲某海上风电项目 | 超大型单桩 | 9.86 | |
| 2025.05.15 | 欧洲某海上风电项目 | 超大型单桩 | 10 | |

资料来源：公司公告、大金重工公众号等，天风证券研究所

除欧洲市场外，公司也在积极参与日本、韩国等亚洲新兴市场海风项目投标。公司是第一家参加日本风能展的国内海风装备企业，已经连续三年参展，并且与日本前三轮海风项目业主建立了密切关系。日本海风项目桩基环节采用欧洲海工项目标准，鉴于公司已出色完成欧洲多个海工项目交付，未来有望在日韩市场获得良好的市场份额。

我们认为随着全球风机大型化和深远海开发发展趋势，叠加海外项目的高交付标准、高附加值特点，对供应商在制造场地规模、港口条件、工艺设备能力、综合方案解决能力等提出了更高的要求。配套缺口带来的服务机遇，将为公司订单增长提供支撑。

1.2. 打通“制造+海运+交付”一站式服务全链条，自建船只进一步提升交付能力

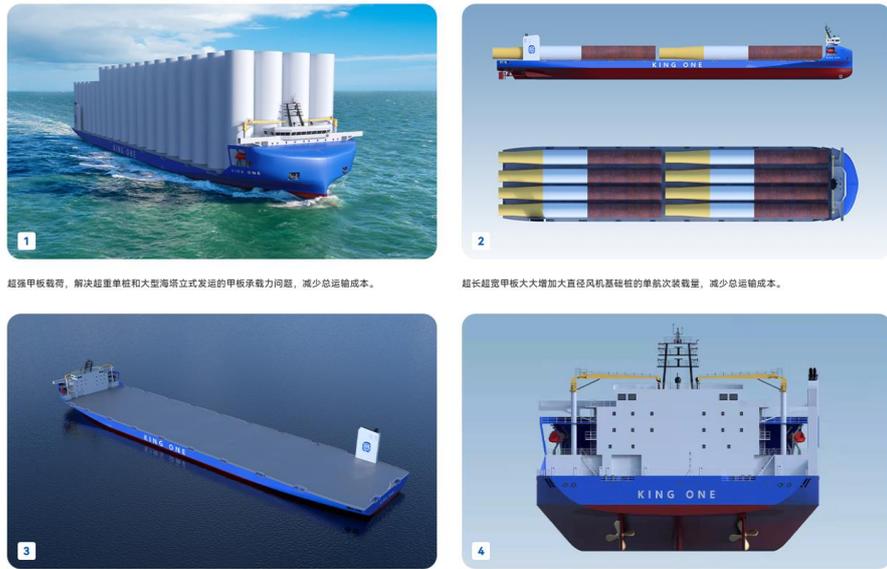
公司已经打通“制造+海运+交付”一站式服务全链条，订单的附加值得以增加。2024 年第四季度，公司 DAP 交付模式下的首批出口海工产品交付完毕，对公司在海工产品的工艺管控水平、建造综合能力和自主航运管理等能力均提出了极高的要求。公司 2025 年待交付出口桩基订单均为 DAP 交付模式，根据公司在手订单交付计划，后续出口产品排产预计保持高景气度，有望为经营业绩提供支撑。

自建船只进一步降低运输成本，提升公司交付能力，差异化竞争进一步提升拿单能力。针对海上风电装备运输难题，公司于 2023 年收购造船厂并正式进军造船领域，在细分船型方面，以建造各类甲板运输船、半潜船、重吊船、浮船坞、风电运维和风电工程船等为主，公司正在建造的风电海工装备运输定制船型——KINGII 甲板运输船是全球甲板面积最大的运输船，有效载货面积达 13529.8 平方米，单船运量较目前行业内最大船型提升 30%以上。目前，一期 2~4 条甲板驳船已经开始打造，2025 年有望交付 2 条运输船只，未来将形成由 10~20 条不同吨级超大型甲板运输系列船型组建的自有运输船队。公司自建船只优势如下：

- 超强甲板载荷，解决超重单桩和大型海塔立式发运的甲板承载能力，减少运输成本；
- 超长超宽甲板大大增加大直径风机基础的单航次装载量，减少总运输成本；
- 超强压舱能力，大大降低部分港口潮差大对装卸货的限制；

- 双桨双轮，提供足够动力冗余，确保船期和航行安全，保证产品安全如期交付。

图 5: KINGI 优势



1 超强甲板载重，解决超重单桩和大型海塔立式发运的甲板承载力问题，减少总运输成本。

2 超长超宽甲板大大增加大直径风机基础桩的单航次装载量，减少总运输成本。

3 超强抗压能力，大大降低部分港口潮差大对装卸货的限制。

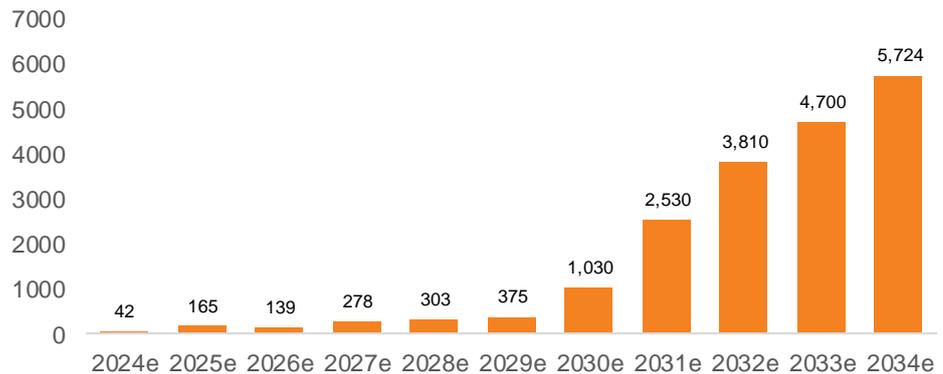
4 双桨双轮，提供足够动力冗余，确保船期和航行安全，保证产品安全如期交付。

资料来源：大金重工官网，天风证券研究所

1.3. 前瞻布局浮式基础市场

目前，全球有近 2GW 的浮式项目已锁定电力承购协议，预计 2025 年英国、法国、韩国、意大利、挪威、葡萄牙和西班牙将启动更多的浮式风电招标。根据 GWEC 预测，预计 2024-2029 年漂浮式风电年复合增长率达到 55%，预计 2029-2034 年漂浮式风电年复合增长率达到 72%，到 2030 年全球漂浮式风电市场将突破 1GW，预计到 2034 年底，全球浮式风电累计装机量有望达到 19GW。就区域分布而言，欧洲将贡献全球漂浮式风电新增装机总量的 60%，浮式风电技术将于 2028 年前后度过预商业化阶段，该技术的商业化进程预计在 2029 年实现。

图 6: 全球新增浮式装机预期(单位: MW)



资料来源：GWEC，天风证券研究所

2024 年，大金重工进一步组建欧洲浮式基础团队，正式将浮式基础作为未来重要产品线之一，占据先发优势，向深远海挺进。公司正在积极布局未来的“第三增长曲线”，并与国际头部浮式基础解决方案提供商合作，依托国内先进的制造基地和完善的供应链体系，降低浮式风电的综合成本。公司唐山曹妃甸海工基地重点布局深远海超大型单桩、导管架和浮式基础海工产品制造产线，将于 2025 年完成产能爬坡，为 2026 年启动项目交付奠定基础。

- 2024 年 9 月，公司与全球领先的浮式海上风电场开发商 Blue Float Energy 在西班牙马德里正式签署关于合作共建浮式海上风电供应链的《谅解备忘录》(MOU)，致力于优化浮式风电基础的制造与部署流程，提高生产能力以满足全球日益增长的需求。
- 2025 年 4 月公司在西班牙首都马德里成立全球浮式风电中心，并完成核心团队的招募和任命，正式将浮式基础作为未来重要产品线之一，定向匹配欧洲海上风电市场需求。浮式业务团队将助力公司实现提供集制造-运输-组装-交付于一体的一站式浮式基础解决方案，助力开发商和 EPC 承包商降低成本及规模化量产。

表 3：公司全球浮式中心团队人员

| 姓名 | 职位 | 履历 |
|---------------------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Carlos Martin | 浮式风电总经理 | Blue Float Energy 的创始人兼前首席执行官，拥有 20 多年能源行业经验，在浮式海上风电项目的开发、融资、建设和执行多个方面具备很高的专业水准。在 2017 年前担任 EDP 可再生能源公司 (EDPR) Wind Float Atlantic 项目 (25MW) 的项目总监，该项目是第一个获得银行融资的浮式风电项目。 |
| Walid Oulmane | 浮式风电首席商务官 | 曾担任 Blue Float Energy 的采购和港口主管，是一位经验丰富的海上风电专业人士，在 SBM 和 GE Wind 等公司积累了 13 年的经验，在全球供应链管理和供应商服务方面拥有丰富的专业知识。曾访问过 25 个国家的 180 多个港口，为海上风电项目的执行提供支持。 |
| Francisco Villaz Ón | 浮式风电工程主管 | 拥有 17 年以上陆上和海上风电制造专业经验，曾担任 Blue Float Energy 的工程主管。直接参与了 400 多个海上风电基础的制造，其中包括 Hywind Scotland、Wind Float Atlantic 和 Kincardine 等项目的浮式基础。 |
| Corentin Thepaut | 浮式风电投标经理 | 深耕海上风电领域十余年，曾担任 Blue Float Energy - Nadara 公司的技术经理，负责英国 2.3 GW 浮式风电项目群，工作内容包括：制定项目的工程和采购战略，同时协调一个大型跨职能团队。在加入 Blue Float Energy 之前，Corentin 曾在 Mott MacDonald 担任项目经理，并在 Ocean Winds(OW) 担任过多个职位，参与了法国 Dieppe - Le Tréport 和 îles d'Yeu et Noirmoutier 海上风电项目的开发。 |

资料来源：大金重工公众号，天风证券研究所

2. 盈利预测

我们持续看好 1) 行业层面：全球海风需求持续提升，其中欧洲贡献海外海风市场主要需求，公司欧洲市场份额领先。2) 公司层面：当前公司海工出口业务已实现了从“单一装备出口”到“全链生态构建”的跃迁，形成“海工装备制造、远洋特种运输、高端船舶制造”全产业链业务生态，重塑全球海风行业价值链条，提升利润空间。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 65.1、84.0、97.4 亿元；基于公司 24 年第四季度以及 25 年第一季度营业收入、归母净利润，考虑后续欧洲及日韩海风需求向上的持续性、以及公司自身盈利优势，我们上调公司 25-27 年归母净利润至 10.5、13.7、17.6 亿元（原值为 25-26 年 8.1、10.9 亿元），yoy+122%、30%、28%，对应当前估值 21、16、12X PE，维持“买入”评级。

3. 风险提示

海风项目推进不及预期的风险：欧洲海上风电装机规模受政策、原材料价格、利率、电网、港口等因素影响，如果以上因素出现不利变化，则有可能制约欧洲海风项目需求释放，对海缆、单桩等环节的需求量产生影响；

国际贸易风险：虽然欧洲对中国风电相关产品已施加各种贸易壁垒，但不排除未来贸易限制进一步升级，可能会导致相关公司收入和利润受影响；

原材料价格波动风险：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。

汇率波动风险：随着海外需求逐步释放，相关公司收入中海外占比或将提升，若汇率大幅波动，可能会导致相关公司产生较高汇兑收益/损失，从而影响公司净利润。

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。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 1,960.57 | 2,869.02 | 1,952.48 | 3,209.39 | 3,840.28 | 营业收入 | 4,325.08 | 3,779.65 | 6,508.27 | 8,397.75 | 9,735.00 |
| 应收票据及应收账款 | 1,669.63 | 1,369.21 | 1,884.93 | 3,713.58 | 3,317.26 | 营业成本 | 3,311.39 | 2,652.26 | 4,422.79 | 5,577.87 | 6,292.50 |
| 预付账款 | 278.55 | 544.97 | 683.59 | 865.82 | 882.09 | 营业税金及附加 | 30.66 | 29.19 | 50.26 | 83.98 | 97.35 |
| 存货 | 1,545.53 | 2,084.48 | 2,829.73 | 3,058.02 | 2,884.90 | 销售费用 | 70.46 | 89.53 | 162.71 | 209.94 | 243.38 |
| 其他 | 1,839.10 | 867.58 | 1,335.04 | 711.35 | 1,528.48 | 管理费用 | 155.64 | 226.57 | 357.95 | 461.88 | 515.96 |
| 流动资产合计 | 7,293.37 | 7,735.26 | 8,685.76 | 11,558.16 | 12,453.01 | 研发费用 | 255.61 | 182.01 | 292.87 | 377.90 | 438.08 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 财务费用 | 64.35 | 14.55 | (90.00) | (20.00) | (15.00) |
| 固定资产 | 1,564.76 | 2,308.72 | 2,646.64 | 2,864.55 | 2,967.47 | 资产/信用减值损失 | (7.98) | (114.58) | (120.00) | (145.00) | (145.00) |
| 在建工程 | 836.94 | 707.94 | 857.94 | 957.94 | 1,037.94 | 公允价值变动收益 | 2.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 270.05 | 259.69 | 269.97 | 279.25 | 287.52 | 投资净收益 | 15.42 | 11.47 | 12.00 | 13.00 | 15.00 |
| 其他 | 259.70 | 550.34 | 600.51 | 650.48 | 680.45 | 其他 | 30.19 | 25.26 | 28.00 | 28.00 | 28.00 |
| 非流动资产合计 | 2,931.44 | 3,826.69 | 4,375.06 | 4,752.22 | 4,973.38 | 营业利润 | 476.81 | 507.69 | 1,231.68 | 1,602.18 | 2,060.75 |
| 资产总计 | 10,224.81 | 11,561.95 | 13,060.82 | 16,310.38 | 17,426.38 | 营业外收入 | 8.06 | 9.93 | 10.00 | 11.00 | 12.00 |
| 短期借款 | 9.77 | 34.03 | 355.15 | 200.00 | 240.00 | 营业外支出 | 0.14 | 1.87 | 2.00 | 3.00 | 4.00 |
| 应付票据及应付账款 | 1,665.76 | 1,851.10 | 2,571.69 | 3,006.18 | 3,286.32 | 利润总额 | 484.73 | 515.75 | 1,239.68 | 1,610.18 | 2,068.75 |
| 其他 | 1,254.61 | 1,643.28 | 747.42 | 2,273.19 | 1,180.64 | 所得税 | 59.57 | 41.88 | 185.95 | 241.53 | 310.31 |
| 流动负债合计 | 2,930.14 | 3,528.42 | 3,674.26 | 5,479.38 | 4,706.96 | 净利润 | 425.16 | 473.87 | 1,053.73 | 1,368.66 | 1,758.43 |
| 长期借款 | 0.00 | 264.97 | 374.31 | 400.00 | 500.00 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 425.16 | 473.87 | 1,053.73 | 1,368.66 | 1,758.43 |
| 其他 | 380.51 | 496.56 | 550.00 | 600.00 | 630.00 | 每股收益(元) | 0.67 | 0.74 | 1.65 | 2.15 | 2.76 |
| 非流动负债合计 | 380.51 | 761.52 | 924.31 | 1,000.00 | 1,130.00 | | | | | | |
| 负债合计 | 3,310.65 | 4,289.94 | 4,598.57 | 6,479.38 | 5,836.96 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 主要财务比率 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 股本 | 637.75 | 637.75 | 637.75 | 637.75 | 637.75 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 3,806.03 | 3,806.03 | 3,942.70 | 3,942.70 | 3,942.70 | 营业收入 | -15.30% | -12.61% | 72.19% | 29.03% | 15.92% |
| 留存收益 | 2,471.28 | 2,829.09 | 3,882.82 | 5,251.47 | 7,009.91 | 营业利润 | -8.83% | 6.48% | 142.61% | 30.08% | 28.62% |
| 其他 | (0.89) | (0.86) | (1.02) | (0.92) | (0.93) | 归属于母公司净利润 | -5.58% | 11.46% | 122.36% | 29.89% | 28.48% |
| 股东权益合计 | 6,914.17 | 7,272.01 | 8,462.25 | 9,831.00 | 11,589.43 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 10,224.81 | 11,561.95 | 13,060.82 | 16,310.38 | 17,426.38 | 毛利率 | 23.44% | 29.83% | 32.04% | 33.58% | 35.36% |
| | | | | | | 净利率 | 9.83% | 12.54% | 16.19% | 16.30% | 18.06% |
| | | | | | | ROE | 6.15% | 6.52% | 12.45% | 13.92% | 15.17% |
| | | | | | | ROIC | 14.59% | 11.44% | 23.37% | 20.02% | 26.14% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 32.38% | 37.10% | 35.21% | 39.73% | 33.49% |
| | | | | | | 净负债率 | -21.08% | -34.60% | -13.51% | -25.73% | -26.06% |
| | | | | | | 流动比率 | 2.49 | 2.19 | 2.36 | 2.11 | 2.65 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.96 | 1.60 | 1.59 | 1.55 | 2.03 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 2.52 | 2.49 | 4.00 | 3.00 | 2.77 |
| | | | | | | 存货周转率 | 2.64 | 2.08 | 2.65 | 2.85 | 3.28 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.40 | 0.35 | 0.53 | 0.57 | 0.58 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.67 | 0.74 | 1.65 | 2.15 | 2.76 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.27 | 1.70 | -1.56 | 2.94 | 1.35 |
| | | | | | | 每股净资产 | 10.84 | 11.40 | 13.27 | 15.42 | 18.17 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 50.87 | 45.64 | 20.52 | 15.80 | 12.30 |
| | | | | | | 市净率 | 3.13 | 2.97 | 2.56 | 2.20 | 1.87 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 16.45 | 10.34 | 13.66 | 9.40 | 7.34 |
| | | | | | | EV/EBIT | 18.24 | 11.87 | 15.49 | 10.43 | 8.03 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 净利润 | 425.16 | 473.87 | 1,053.73 | 1,368.66 | 1,758.43 |
| 折旧摊销 | 85.06 | 123.91 | 171.81 | 192.81 | 208.81 |
| 财务费用 | 48.50 | 21.74 | (90.00) | (20.00) | (15.00) |
| 投资损失 | (15.42) | (11.47) | (12.00) | (13.00) | (15.00) |
| 营运资金变动 | (406.94) | 291.21 | (2,118.22) | 344.81 | (1,076.35) |
| 其它 | 672.35 | 184.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动现金流 | 808.70 | 1,083.45 | (994.68) | 1,873.27 | 860.90 |
| 资本支出 | 1,021.82 | 612.46 | 616.56 | 470.00 | 370.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (2,437.51) | (394.59) | (1,221.80) | (977.00) | (755.00) |
| 投资活动现金流 | (1,415.68) | 217.87 | (605.24) | (507.00) | (385.00) |
| 债权融资 | (460.53) | (164.92) | 546.87 | (109.46) | 155.00 |
| 股权融资 | (116.23) | (50.98) | 136.51 | 0.10 | (0.01) |
| 其他 | (433.81) | (107.80) | 0.00 | (0.00) | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (1,010.57) | (323.70) | 683.38 | (109.36) | 154.99 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (1,617.56) | 977.62 | (916.54) | 1,256.91 | 630.89 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |