



买入（首次）

所属行业：基础化工/化学制品
当前价格(元)：71.20

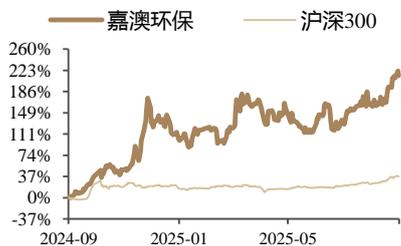
证券分析师

王华炳
资格编号：S0120524100001
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

研究助理

王友舜
邮箱：wangys5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	18.75	35.59	45.75
相对涨幅(%)	8.01	21.73	28.82

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

嘉澳环保(603822.SH)：锚定两大核心客户，SAF赛道全面领航

投资要点

- 事件：**1) 2025年8月22日，公司发布2025年半年度报告，上半年，公司实现营业收入12.98亿元，同比+71.00%；归母净利润-0.78亿元，同比-4.73%；扣非归母净利润-0.79亿元，同比-12.03%。单二季度，公司实现营业收入8.31亿元，同比+220.66%，环比+78.00%；归母净利润-0.31亿元，同比+25.82%，环比+33.68%；扣非归母净利润-0.31亿元，同比+18.14%，环比+35.32%。2) 2025年8月21日，中国航油集团与浙江嘉澳环保在连云港举行SAF合作项目增资扩股协议签约仪式。双方将有效整合各自在技术、生产、市场、渠道等方面的优势，共同打造具有国际竞争力的SAF生产基地与供应链体系。
- 技术与产能规模均领先，战略转型SAF成果显著。**公司旗下连云港嘉澳现有年处理规模50万吨级SAF装置，为当前国内投运规模最大的SAF企业，二期将进一步扩至100万吨/年。2024年11月，公司子公司连云港嘉澳首期50万吨SAF项目成功产出合格产品，2025年5月，连云港嘉澳成功获得我国首张生物航油出口许可证，并于当月首次实现SAF出口。截至2025H1，公司主营业务中环保增塑剂收入占公司主营业务收入的26.19%，环保稳定剂收入占公司主营业务收入的1.95%，生物质能源（主要为SAF）收入占公司主营业务收入的71.86%，成为公司主导业务，核心业务战略转型成果显著。
- 全球采买带动SAF价格上升，SAF元年景气度持续呈旺。**2025年是欧盟由推荐向强制加注SAF的大规模应用元年，要求航班SAF掺混比例达到2%，预计对应SAF消费量137万吨，有望同比大幅增加约76万吨。据波士顿咨询集团，目前仅有不到30%的SAF项目进入最终投资决策，考虑到生产设施通常需要3-5年才能实现规模化生产，供应缺口风险日益加剧，促使欧洲市场SAF采买情况获得改善，SAF评估价格得到显著上升。我们认为未来欧盟SAF强制添加比例或仍维持较强刚性，同时我国民航局近期发布的航空燃料碳足迹量化方法的行业标准提供了量化SAF减排效果的权威工具，有望在国内SAF统一加注比例要求上提供有力参考，中长期视角看或将成为释放国内需求的关键催化。外需旺盛叠加内需催化渐近，我国SAF生产企业有望迎来量价齐升收获阶段，盈利能力显著改善。
- 锚定两大核心客户，打通全球SAF赛道。**继2024年引入全球能源巨头英国石油作为连云港嘉澳战略股东后，2025年8月，公司再次公告引入国内航空燃料龙头中国航油入股连云港嘉澳。我们认为，公司通过与BP和中国航油的股权绑定，锁定了国际和国内两大重要的SAF分销渠道，或有效保障未来产能的消纳。同时我们认为，在SAF行业发展初期，BP和中国航油的双重背书，彰显了公司在技术、成本和合规方面的领先地位，有望深度助力市场开拓。当前公司各项资质认证齐备，并是国内首家被纳入“出口商白名单”的企业，可合法合规出口SAF产品，公司有望凭借先发优势，灵活调配境内外资源，根据国际碳税政策和市场需求动态调整供应，率先拓展全球SAF市场。
- 盈利预测：**伴随公司成功获批出口合格SAF产品，在海外SAF合规成本高企、国内存在新政策催化的预期下，SAF涨价持续性有望超预期。我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为1.69、4.28、7.55亿元，同比+146.1%、+153.3%、+76.2%，对应EPS分别为2.20、5.58、9.82元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**政策推进不及预期、原材料价格大幅波动、贸易摩擦风险、项目建设进度不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	76.83
流通 A 股(百万股):	76.83
52 周内股价区间(元):	22.72-73.09
总市值(百万元):	5,470.00
总资产(百万元):	6,497.84
每股净资产(元):	5.15

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,666	1,274	4,074	6,364	9,349
(+/-)YOY(%)	-17.0%	-52.2%	219.9%	56.2%	46.9%
净利润(百万元)	-8	-367	169	428	755
(+/-)YOY(%)	76.8%	-4766.4%	146.1%	153.3%	76.2%
全面摊薄 EPS(元)	-0.10	-4.76	2.20	5.58	9.82
毛利率(%)	5.3%	-4.9%	18.1%	20.4%	21.4%
净资产收益率(%)	-0.7%	-59.8%	22.3%	38.2%	42.8%

资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 生物质能源产业链闭环，技术与产能规模全面领先.....	5
2. SAF 元年景气抬升，盈利能力拐点将至.....	7
3. 战略锁定核心客户，看好公司长期发展.....	10
4. 盈利预测与估值.....	11
5. 风险提示.....	13

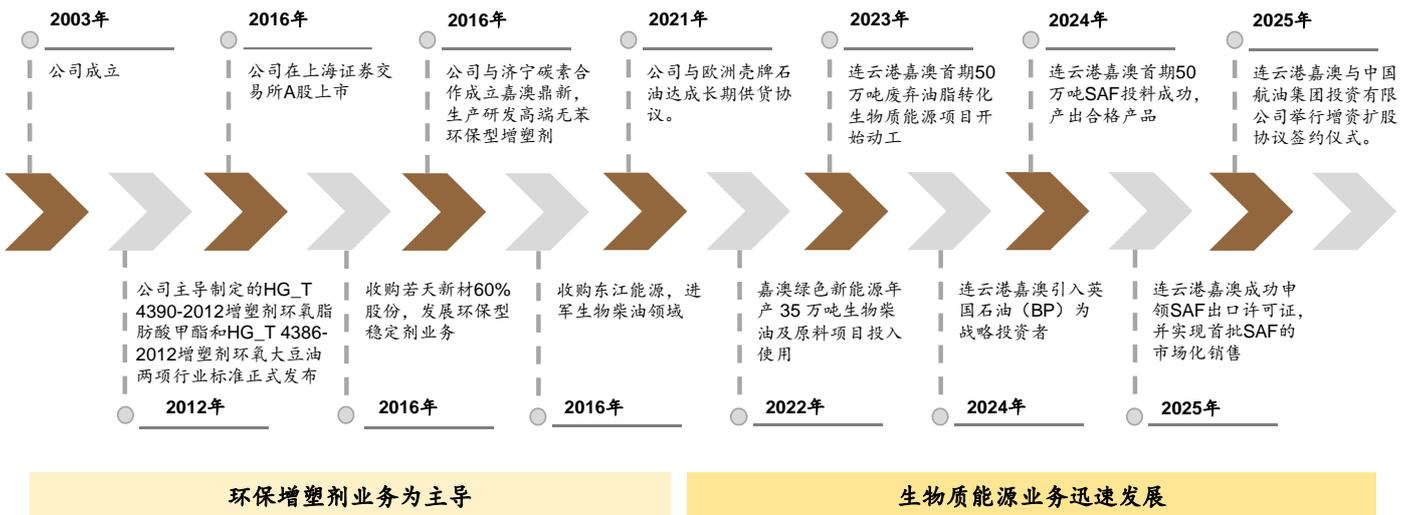
图表目录

图 1: 嘉澳环保历史沿革	5
图 2: 嘉澳环保股权结构及重点参控股公司	6
图 3: 欧盟规划 SAF 强制掺混比例	7
图 4: 欧盟 2050 年 SAF 消费量有望达到约 4800 万吨	7
图 5: 2019-2025E 全球 SAF 产量变化	8
图 6: 近期 SAF 价格迅速攀升	9
图 7: 原材料 UCO 价格抬升巩固 SAF 价格向上的基础 (元/吨)	9
图 8: 公司与英国石油战略合作协议签约仪式	10
图 9: 公司与中国航油增资扩股协议签约仪式	10
表 1: 公司主营业务分拆及盈利预测	11
表 2: 可比公司估值 (收盘价截至 2025 年 9 月 2 日)	12

1. 生物质能源产业链闭环，技术与产能规模全面领先

环保增塑剂领军企业，生物质能源产业链闭环。嘉澳环保成立于2003年，是一家致力于研发、生产、销售生物基增塑剂和生物质能源的环保型科技公司。公司用地沟油加工生产的生物质能源，产品一部分作为环保增塑剂部分品种的原料，另一部分进一步精炼提纯制成符合国际领先技术指标要求的燃料用生物质能源产品，贯通产业链上下游，打造出了产业闭环。增塑剂角度，公司是国内环保增塑剂领军企业之一，是国内环保型植物油基增塑剂较具影响力、品种最齐全的环保增塑剂生产企业，可根据用户需求开发生产各类功能型特种增塑剂，满足高性能产品的技术指标要求。生物质能源角度，公司是规模较大、产品品质严格执行欧盟EN14214标准、且影响力较大的生物柴油生产企业，其生物柴油产品已经取得全球最大的生物柴油消费区欧盟的ISCC和DDC认证；生物航煤产品则已取得ISCC及适航批准，与英国石油和中航油深度合作，并获准进入“出口白名单”。

图 1：嘉澳环保历史沿革



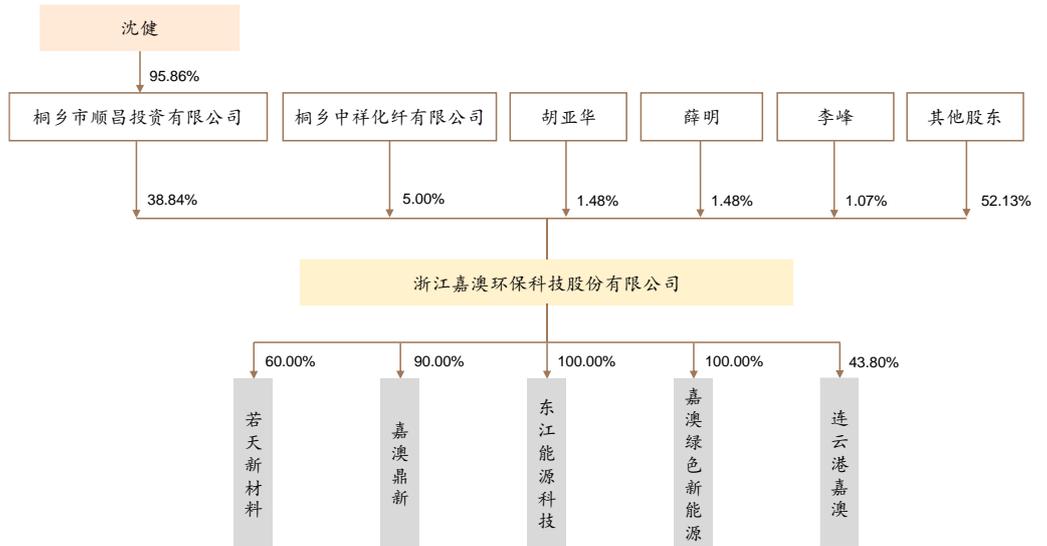
环保增塑剂业务为主导

生物质能源业务迅速发展

资料来源：公司官网、公司官方微信公众号、公司公告、公司历年年报、Wind，德邦研究所

公司股权结构较为集中，董事长沈健先生为实控人。截至2025H1，嘉澳环保董事长沈健先生通过桐乡市顺昌投资有限公司穿透持有公司37.23%的股权，为公司实际控制人，股权结构较为集中。

图 2：嘉澳环保股权结构及重点参控股公司



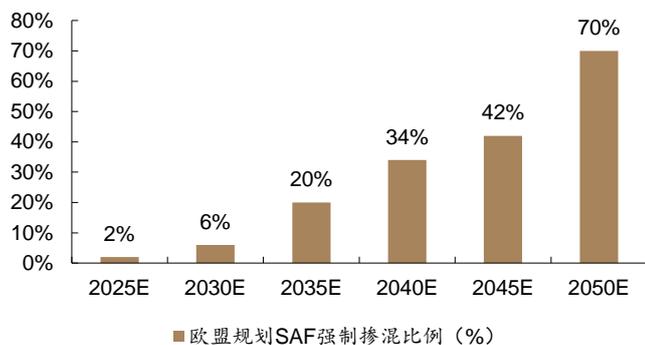
资料来源：公司 2025 年半年报、Wind，德邦研究所
注：连云港嘉澳参控股比例为公司对其直接与间接持股合并值

技术与产能规模均领先，战略转型 SAF 成果显著。公司通过自主研发的“差异化预处理技术”，结合霍尼韦尔 UOP 的高转化率的 Ecofining™ 工艺技术包利用废弃油脂生产 SAF，再把一些低分子的产品，又输送到制氢装置作为原料，最大程度地实现产品的转化。公司旗下连云港嘉澳现有年处理规模 50 万吨级 SAF 装置，为当前国内投运规模最大的 SAF 企业，二期将进一步扩至 100 万吨/年。2024 年 11 月，公司子公司连云港嘉澳首期 50 万吨 SAF 项目成功产出合格产品，2025 年 5 月，连云港嘉澳成功获得我国首张生物航油出口许可证，并于当月首次实现 SAF 出口。截至 2025H1，公司主营业务中环保增塑剂收入占公司主营业务收入的 26.19%，环保稳定剂收入占公司主营业务收入的 1.95%，生物质能源（主要为 SAF）收入占公司主营业务收入的 71.86%，成为公司主导业务，核心业务战略转型成果显著。

2. SAF 元年景气抬升，盈利能力拐点将至

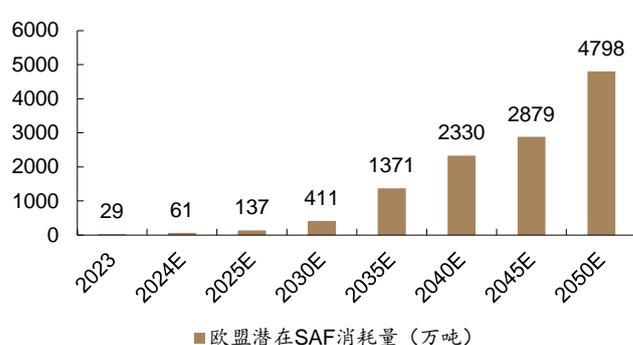
2025 年是欧盟由推荐向强制加注 SAF 的大规模应用元年。基于欧盟庞大的航空燃油需求基数，同时 2025 年作为其强制掺混比例落实的首年，政策落地带来的需求刚性有望赋予 SAF 需求量确定性增长。根据 IEA 的预测，2024 年欧洲 SAF 消费量将达 60.92 万吨，较 2023 年上升 109.06%，假设 2024 年欧盟航空燃油消耗量恢复至 2019 年疫情前约 6854 万吨/年的水平后见顶不变，后续随着强制掺混比例逐步加码，要求欧盟航班的 SAF 最低掺混率截至 2025 年达到 2%，预计对应 SAF 消费量 137 万吨，有望同比大幅增加约 76 万吨。远期至 2050 年欧盟的 SAF 最低掺混率须达到 70%，预计对应 SAF 消费量约 4800 万吨，另据生物质能观察，届时全球需求则可能达到 1.96 亿吨，市场拓展潜力显著。

图 3：欧盟规划 SAF 强制掺混比例



资料来源：欧盟理事会、香港可持续航空燃油联盟&商界环保协会，德邦研究所

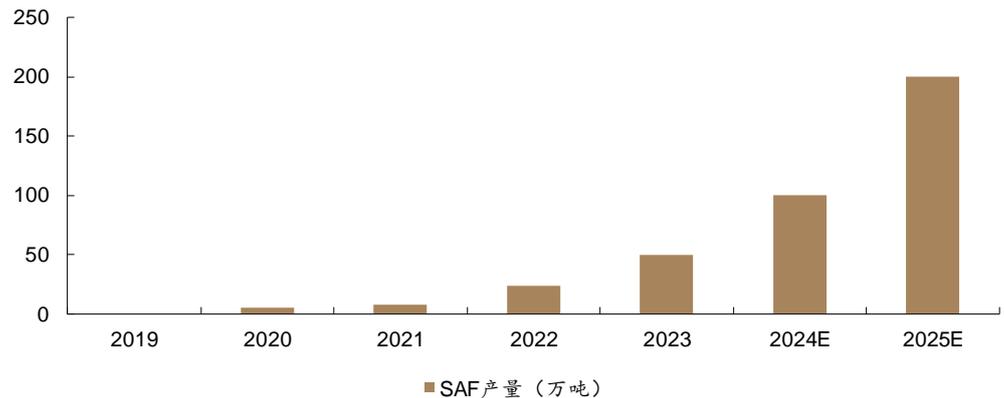
图 4：欧盟 2050 年 SAF 消费量有望达到约 4800 万吨



资料来源：欧盟理事会、Synbio 新材料，德邦研究所

国际 SAF 合规成本高企，国产或存性价比优势。2025 年 6 月 1 日，国际航空运输协会 (IATA) 表示，2025 年 SAF 产量预计将达到 200 万吨 (25 亿升)，占航空公司总燃料消耗量的 0.7%，将推升全球航空业的燃料成本增加 44 亿美元。仅对欧洲而言，按照 2025 年为满足强制配额而采购的 100 万吨 SAF，以当前市场价格计算，成本将为 12 亿美元，合规费用预计将额外增加 17 亿美元。尽管欧洲四大航空公司爱尔兰瑞安航空、英国国际航空集团、德国汉莎航空、法航荷航集团已代表 17 家航空公司向欧盟提出放宽 SAF 强制令的要求，欧盟委员会依旧表示目前 SAF 添加比例“现实可行”。我们认为未来欧盟 SAF 强制添加比例或仍维持较强刚性，而在全球航空业能源转型的初期，快速提升 SAF 产量和提高生产效率将是行业核心诉求之一，我国以嘉澳环保为代表的较早布局且产能规模较大的 SAF 企业有望凭借较充沛的原材料供应和较高的性价比率先受益。

图 5: 2019-2025E 全球 SAF 产量变化



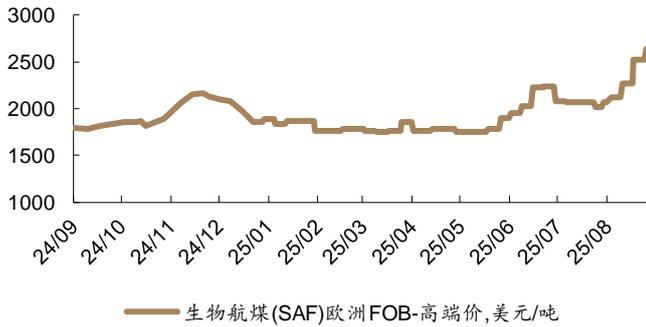
资料来源: IATA、S&P Global Commodity Insights, 德邦研究所

欧洲采买情况有所改善, 生物航煤价格实现回升。近期 SAF 价格迅速回升, 据百川盈孚, 截至 2025 年 9 月 3 日, 生物航煤欧洲 FOB 高端价为 2640 美元/吨, 月环比+30.69%, 今年以来上涨 42.39%, 并创年内价格新高。我们认为本轮价格上涨或主要系:

1) 原材料采购价格底线的抬升, 于成本端巩固了 SAF 价格向上的基础。据钢联数据, 24Q4, UCO 均价为 6763 元/吨, 25Q1 均价环比+5.2%至 7114 元/吨, 25Q2, 均价再环比+2.2%至 7267 元/吨, 截至 2025 年 9 月 2 日, UCO 价格达 7900 元/吨; 24Q4, 湍水油均价为 6201 元/吨, 25Q1 均价环比+6.7%至 6616 元/吨, 25Q2, 均价环比+0.1%至 6625 元/吨, 截至 2025 年 9 月 2 日, 湍水油价格达 7250 元/吨; 24Q4, 地沟油均价为 5199 元/吨, 25Q1 均价环比+16.0%至 6029 元/吨, 25Q2, 均价再环比+4.5%至 6302 元/吨, 截至 2025 年 9 月 2 日, 地沟油价格达 6750 元/吨。

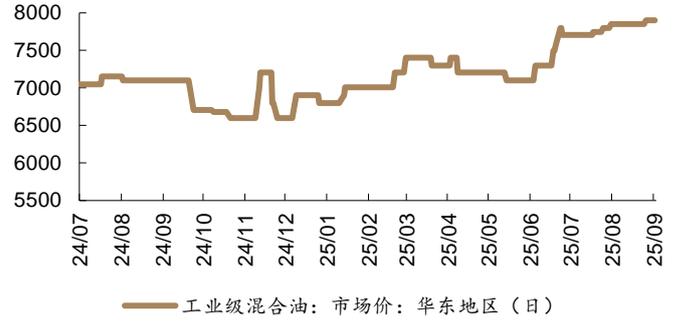
2) SAF 产量增势放缓加剧潜在供应风险。据波士顿咨询集团, 目前仅有不到 30%的 SAF 项目进入最终投资决策, 考虑到生产设施通常需要 3-5 年才能实现规模化生产, 供应缺口风险正日益加剧。而在今年 4 月底中国首次宣布 SAF 出口白名单及配额后, 来自欧洲买家的询盘明显增多, 促使欧洲市场 SAF 采买情况获得改善, SAF 评估价格得到显著上升。

图 6：近期 SAF 价格迅速攀升



资料来源：百川盈孚，德邦研究所

图 7：原材料 UCO 价格抬升巩固 SAF 价格向上的基础 (元/吨)



资料来源：钢联，德邦研究所

SAF 有望迎来量价齐升阶段，企业盈利能力或显著改善。据民航二所 SAF 中心，2025 年 8 月 9 日，在中国民航局指导下，由民航二所牵头、产业链上下游企业及科研机构等相关单位协同制定的《温室气体产品碳足迹量化方法与要求航空燃料第 1 部分：通则》和《温室气体产品碳足迹量化方法与要求航空燃料第 2 部分：酯类和脂肪酸类加氢改质工艺生产的煤油组分》两项行业标准正式发布，将于 2025 年 9 月 1 日起生效。我们认为，本次行业标准发布，提供了量化 SAF 减排效果的权威工具，有望在未来国内 SAF 统一加注比例要求上提供有力参考，中长期视角看或将成为释放国内需求的关键催化。外需旺盛叠加内需催化渐近，我国 SAF 生产企业有望迎来量价齐升收获阶段，盈利能力显著改善。

3. 战略锁定核心客户，看好公司长期发展

各项资质认证齐全，打通全球 SAF 赛道。2025 年 3 月，公司旗下连云港嘉澳获得中国民用航空局颁发的《技术标准规定项目批准书》，其生物航煤产品正式通过适航审定。同时，公司已取得欧盟 ISCC 和 DDC 认证，成为少数同时满足欧盟、全球航空减排计划及国际可持续标准的中国企业。2025 年 5 月，公司获商务部等四部门的明确批复，连云港嘉澳 2025 年可在满负荷生产 37.24 万吨生物航油的产能范围内申领出口许可证，成为国内首家被纳入“出口商白名单”的企业。我们认为，当前公司各项资质认证齐备，有望凭借先发优势，灵活调配境内外资源，根据国际碳税政策和市场需求动态调整供应，率先拓展全球 SAF 市场。

成功引入 BP 与中国航油，深度绑定核心供应渠道。继 2024 年引入全球能源巨头英国石油 (BP) 作为连云港嘉澳战略股东后，2025 年 8 月，公司再次公告引入国内航空燃料龙头中国航油入股连云港嘉澳。我们认为，本次中航油入股或意味着未来连云港嘉澳二期 50 万吨项目或一定程度侧重国内 SAF 市场供应。公司通过与 BP 和中国航油的股权绑定，锁定了国际和国内两大重要的 SAF 分销渠道，或有效保障未来产能的消纳。同时我们认为，在 SAF 行业发展初期，BP 和中国航油的双重背书，彰显了公司在技术、成本和合规方面的领先地位，有望深度助力市场开拓。

图 8：公司与英国石油战略合作协议签约仪式



资料来源：连云港市工业投资集团微信公众号，德邦研究所

图 9：公司与中国航油增资入股协议签约仪式



资料来源：嘉澳环保官方微信公众号，德邦研究所

4. 盈利预测与估值

对于公司主要业务，我们做如下假设：

环保增塑剂：随着技术进步和消费升级，增塑剂下游塑胶制品行业消费量未来将平稳增长，塑料制品行业迎来新的发展机遇，公司有望实现环保增塑剂市场占有率和整体增塑剂市场占有率双提升。但同时考虑到公司面临核心业务转型，我们预计2025-2027年公司环保增塑剂业务营业收入分别为6.73/6.22/6.03亿元，毛利率分别为2.22%/3.67%/5.62%。

环保稳定剂：环保稳定剂与塑料制品相辅相成，为公司环保增塑剂的辅助产品之一。但同时考虑到公司面临核心业务转型，且公司环保稳定剂营收占比较小，我们预计2025-2027年公司环保稳定剂业务营业收入分别为0.53/0.54/0.58亿元，毛利率分别为20.59%/21.30%/22.39%。

生物质能源：考虑到公司与中国航油SAF合作项目签约仪式中提及适时推动开展二期50万吨废弃油脂加工SAF项目建设，我们认为在国内外需求预期向好，且公司成功取得出口认证的背景下，二期建设或箭在弦上，假设建设周期为一年，则有望于2026Q3实现投产，进一步带动公司生物质能源业务加速发展，并有望使公司延续成为国内投运规模最大的SAF企业，业绩弹性可观。我们预计公司2025-2027年生物质能源营业收入分别为33.13/56.56/86.60亿元，毛利率分别为21.47%/22.28%/22.58%。

表 1：公司主营业务分拆及盈利预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
环保增塑剂							
收入 (百万元)	1319	935	789	767	673	622	603
YOY (%)		-29.10%	-15.62%	-2.74%	-12.23%	-7.63%	-3.03%
成本 (百万元)	1104	900	789	766	658	599	569
毛利 (百万元)	214.4	34.7	0.2	1.6	15.0	22.8	33.9
毛利率 (%)	16.26%	3.71%	0.02%	0.21%	2.22%	3.67%	5.62%
环保稳定剂							
收入 (百万元)	56.2	62.2	54.0	52.8	52.8	54.3	57.6
YOY (%)		10.70%	-13.21%	-2.16%	-0.14%	2.92%	5.98%
成本 (百万元)	46.4	51.5	43.1	42.1	41.9	42.7	44.7
毛利 (百万元)	9.8	10.7	11.0	10.7	10.9	11.6	12.9
毛利率 (%)	17.46%	17.18%	20.29%	20.30%	20.59%	21.30%	22.39%
生物质能源							
收入 (百万元)	494	2144	1776	415	3313	5656	8660
YOY (%)		333.68%	-17.19%	-76.64%	698.61%	70.76%	53.09%
成本 (百万元)	446	2006	1635	491	2601	4396	6704
毛利 (百万元)	48	139	141	-76	711	1260	1955
毛利率 (%)	9.80%	6.47%	7.93%	-18.32%	21.47%	22.28%	22.58%
合计							
收入 (百万元)	1916	3211	2666	1274	4074	6364	9349
YOY (%)		67.59%	-16.98%	-52.23%	219.85%	56.23%	46.90%
成本 (万元)	1634	3025	2512	1336	3336	5069	7346

毛利 (万元)	283	186	154	(63)	738	1295	2003
毛利率 (%)	14.75%	5.80%	5.79%	-4.94%	18.11%	20.35%	21.42%

资料来源：百川盈孚、钢联数据、公司公告、Wind 等，德邦研究所测算
注：营业收入占比较少的其他业务暂未列示

伴随公司成功获批出口合格 SAF 产品，在海外 SAF 合规成本高企、国内存在新政策催化的预期下，SAF 涨价持续性有望超预期，或可带动公司业绩显著提升。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.69、4.28、7.55 亿元，同比 +146.1%、+153.3%、+76.2%，对应 EPS 分别为 2.20、5.58、9.82 元。

我们选取卓越新能、鹏鹞环保、朗坤科技作为可比公司，以 2025 年 9 月 2 日收盘价计算，2025-2027 年可比公司 PE 均值分别为 14.46/11.33/9.31 倍，公司 PE 分别为 32.34/12.77/7.25 倍，考虑到公司 SAF 产品各项认证及出口许可具备先发优势，且当前产能具备显著规模优势，我们认为给予一定的估值溢价合理，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（收盘价截至 2025 年 9 月 2 日）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688196.SH	卓越新能	49.29	59	1.24	3.24	4.59	5.77	27.09	15.20	10.73	8.55
300664.SZ	鹏鹞环保	5.51	42	0.22	0.48	0.51	0.57	26.98	11.45	10.77	9.65
301305.SZ	朗坤科技	20.95	51	0.89	1.25	1.68	2.15	19.78	16.73	12.48	9.74
	平均							24.62	14.46	11.33	9.31
603822.SH	嘉澳环保	71.20	55	-4.76	2.20	5.58	9.82	-10.25	32.34	12.77	7.25

资料来源：Wind、各公司公告，德邦研究所

注：卓越新能、鹏鹞环保、朗坤科技等可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) **政策推进不及预期:** 若欧盟 SAF 强制掺混比例政策因财政压力或产业博弈延迟或不完全执行, 可能导致 SAF 需求增速低于预期。
- 2) **原材料价格大幅波动:** 废弃油脂价格受餐饮业复苏节奏及回收体系完善程度影响, 若回收率提升不及预期或处理成本大幅上升, 可能影响 SAF 企业盈利水平。
- 3) **贸易摩擦风险:** 若欧盟后续重启反倾销调查并扩大调查范围至纳入 SAF, 可能影响我国 SAF 企业销售, 亦有可能影响公司海外渠道建设进度。
- 4) **项目建设进度不及预期:** 若公司连云港嘉澳二期延迟开工或建设节奏慢于预期, 市场开拓进度或受一定影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	-4.76	2.20	5.58	9.82
每股净资产	7.99	9.86	14.61	22.96
每股经营现金流	-1.07	8.06	11.87	16.66
每股股利	0.13	0.33	0.84	1.47
价值评估(倍)				
P/E	—	32.34	12.77	7.25
P/B	6.10	7.22	4.87	3.10
P/S	4.30	1.34	0.86	0.59
EV/EBITDA	-51.68	18.02	11.17	7.12
股息率%	0.3%	0.5%	1.2%	2.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	-4.9%	18.1%	20.4%	21.4%
净利率	-28.8%	4.2%	6.7%	8.1%
净资产收益率	-59.8%	22.3%	38.2%	42.8%
资产回报率	-6.2%	2.2%	4.6%	7.0%
投资回报率	-5.6%	4.6%	9.1%	15.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-52.2%	219.9%	56.2%	46.9%
EBIT 增长率	-941.9%	192.6%	108.2%	62.0%
净利润增长率	-4766.4%	146.1%	153.3%	76.2%
偿债能力指标				
资产负债率	78.6%	81.9%	80.6%	77.2%
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.3	0.2	0.2	0.2
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.7	9.7	9.7	9.7
存货周转天数	181.5	181.5	181.5	181.5
总资产周转率	0.2	0.5	0.7	0.9
固定资产周转率	0.5	1.2	1.8	2.6

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-367	169	428	755
少数股东损益	-6	3	7	11
非现金支出	205	270	279	288
非经营收益	68	72	70	50
营运资金变动	19	106	128	176
经营活动现金流	-82	619	912	1,280
资产	-1,674	-900	-550	-350
投资	-1	1	0	0
其他	0	12	16	23
投资活动现金流	-1,675	-888	-534	-327
债权募资	1,599	428	-145	-733
股权募资	330	0	0	0
其他	-59	-108	-151	-187
融资活动现金流	1,870	320	-296	-920
现金净流量	118	52	82	33

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月2日
 资料来源：公司年报（2023-2024），德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,274	4,074	6,364	9,349
营业成本	1,336	3,336	5,069	7,346
毛利率%	-4.9%	18.1%	20.4%	21.4%
营业税金及附加	11	37	64	103
营业税金率%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%
营业费用	15	49	83	131
营业费用率%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%
管理费用	122	244	388	580
管理费用率%	9.6%	6.0%	6.1%	6.2%
研发费用	59	187	293	430
研发费用率%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
EBIT	-279	259	539	872
财务费用	82	79	82	69
财务费用率%	6.5%	1.9%	1.3%	0.7%
资产减值损失	-58	-30	-34	-38
投资收益	-5	10	16	23
营业利润	-396	182	462	815
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-396	183	463	815
EBITDA	-133	499	784	1,122
所得税	-23	11	28	49
有效所得税率%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%
少数股东损益	-6	3	7	11
归属母公司所有者净利润	-367	169	428	755

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	329	381	463	496
应收账款及应收票据	34	108	169	248
存货	665	1,639	2,501	3,633
其它流动资产	449	570	694	856
流动资产合计	1,477	2,698	3,827	5,233
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,787	3,325	3,524	3,534
在建工程	1,260	1,380	1,480	1,560
无形资产	213	206	198	191
非流动资产合计	4,479	5,128	5,420	5,503
资产总计	5,956	7,826	9,247	10,736
短期借款	1,459	1,888	1,743	1,009
应付票据及应付账款	853	2,128	3,234	4,687
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	539	558	647	764
流动负债合计	2,850	4,574	5,624	6,460
长期借款	1,618	1,618	1,618	1,618
其它长期负债	215	215	215	215
非流动负债合计	1,833	1,833	1,833	1,833
负债总计	4,684	6,407	7,457	8,293
实收资本	77	77	77	77
普通股股东权益	614	758	1,122	1,764
少数股东权益	659	661	668	679
负债和所有者权益合计	5,956	7,826	9,247	10,736

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。