

看好自主燃气轮机出海贡献利润弹性

华泰研究

2025 年 11 月 15 日 | 中国内地/中国香港

更新报告

电气设备

11 月 6 日东方电气举行了上市 30 周年暨业绩发布活动，公司指引：1) 我国煤电行业全年招标量超 55GW (9M25 39GW)，2) 我国水电行业全年招标量 25GW (9M25 16GW)，3) 我国气电行业全年招标量 8GW (9M25 6GW)，4) 积极开展自主研发的 G50 燃机的海外业务布局，目前公司出口订单已落地中东、中亚 (哈萨克斯坦) 两个项目。看好未来自主可控的 G50 重型燃机出海贡献利润弹性，A/H 股均维持“买入”评级。

东方电气自主研发的 G50 重型燃气轮机已经实现了商运和出海

东方电气自 2009 年起率先在国内开展具有完全自主知识产权的重型 F 级 50MW 燃气轮机 (G50) 研制，实现了高温部件 100% 自主制造。2022 年底首台 G50 在中国华电广东清远华侨工业园项目现场点火成功，并于 2023 年 3 月正式投入商运；2025 年 8 月，首台商业化 G50 项目 1 号机组高温部件完工下线；当月，G50 出口中亚项目举行签约仪式，项目力争 2026 年投产，解决哈萨克斯坦当地供电问题。下一步，东方汽轮机将在 80MW 重型燃气轮机、掺氢燃气轮机、纯氢燃气轮机等方面持续发力。

全球燃气轮机排产紧张，东方电气有望充分受益

根据 McCoy 统计，2Q25 全球燃气轮机新增订单同比增长 38% 至 21GW。根据 2025 年 8 月 17 日华泰研究能源转型组的报告《2Q25 全球气电回顾与展望：重燃与轻燃齐舞，国内外企业共振》，海外能源政策右转、中东油气、AI 需求快速释放等多因素或推动燃气轮机景气度持续上行。截至 1H25，ENR 和 GEV 在手订单和预订协议规模已累积至 58GW、55GW，相当于其当前产能的三倍以上。海外燃气轮机龙头短期的生产瓶颈产生了明显的溢出效应，对时间要求较为苛刻的业主可能会愿意给予东方电气更多的机会与更宽松的条款，利好公司燃机业务的技术进步与市场开发。

煤电新增核准高增，抽蓄维持高景气

2025 年 1-10 月我国核准煤电 4795 万千瓦，同比+38%，全年超过 50-60GW 概率较高；以东方电气、上海电气、哈尔滨电气目前的产能 (不扩充)，2022-23 年核准的“三个八千万”要到 2027 年才可以完全交付，排产较为紧张，短期价格战的概率较低，可以有效保障订单的盈利能力。随着明年新能源全面入市，峰谷价差扩大是大概率事件，结合容量电价的保障，抽蓄 LCOS 显著低于新型储能，回报率有望维持高水平，我们对新型电力系统构建下的抽蓄需求保持乐观。目前我国在建的 1.5 亿千瓦抽蓄可以保障东方电气水电业务几乎满产，2030 年后潜在的“雅下”订单或增加新的向上弹性。

盈利预测与估值

考虑到海外订单落地具备不确定性，维持盈利预测，我们预计公司 2025-27 年实现归母净利 40.1/47.9/52.2 亿元，对应 2026 年 EPS/BPS 为 1.38/14.01 元。A 股参考可比公司 2026 年 Wind 一致预期 PE 均值 18.9x，考虑公司 1) 有望受益于水火核传统电源的常态化订单；2) 高毛利煤电订单交付占比提升或支撑盈利能力修复，G50 自主燃机出海或贡献利润弹性，3) 2025-27 年分红比例将逐年提升，我们给予 22.3x 2026E PE，对应目标价 30.79 元 (前值 26.70 元，对应 19.3x 2026E PE)。由于港股可比公司较少，我们参考近 3 个月公司 A/H 平均溢价率 (24%) 进行估值，给予 H 股目标价 27.34 港元 (前值 23.70 港元，对应 A/H 平均溢价率 24%)，维持“买入”。

风险提示：国产 G50 技术有待提升，海外市场拓展难度大，AI 电力需求低于预期。

	600875 CH	1072 HK
投资评级:	买入 (维持)	买入 (维持)
目标价:	人民币: 30.79	港币: 27.34

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

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

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

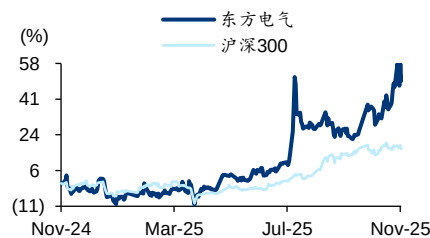
胡知* 研究员
SAC No. S0570523120002 huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

康琪* 联系人
SAC No. S0570124070105 kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

(人民币/港币)	600875 CH	1072 HK
收盘价 (截至 11 月 14 日)	23.00	22.26
市值 (百万)	79,542	76,983
6 个月平均日成交额 (百万)	1,020	346.23
52 周价格范围	14.08-24.27	8.47-119.90

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

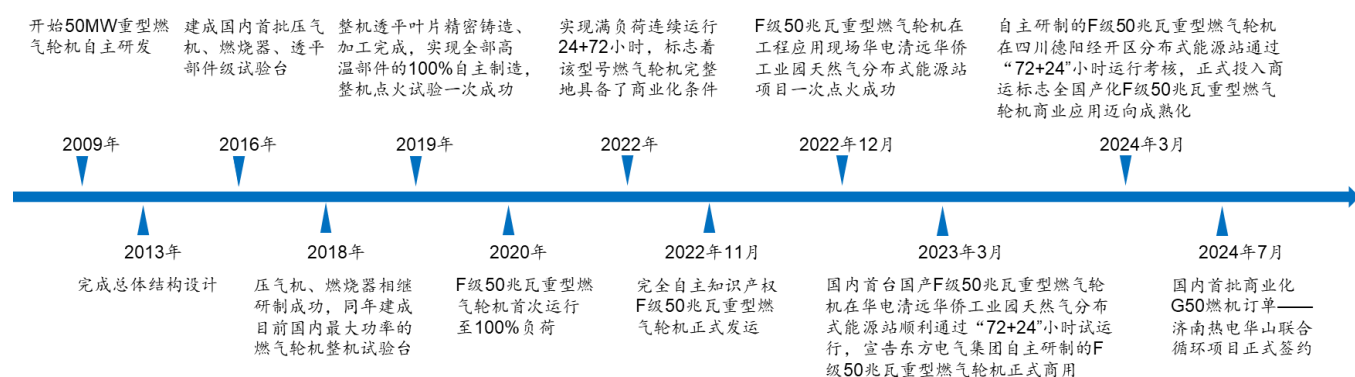
会计年度 (人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万)	69,695	80,671	87,592	89,246
+/-%	14.86	15.75	8.58	1.89
归属母公司净利润 (百万)	2,922	4,009	4,787	5,223
+/-%	(17.70)	37.19	19.42	9.11
EPS (最新摊薄)	0.84	1.16	1.38	1.51
ROE (%)	7.69	9.50	10.19	10.47
PE (倍)	27.22	19.84	16.62	15.23
PB (倍)	2.05	1.75	1.64	1.55
EV EBITDA (倍)	12.27	9.65	6.42	6.97
股息率 (%)	1.75	2.46	2.99	3.33

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

东方电气突破“国之重器”，G50 填补了我国燃气轮机的空白

重型燃气轮机是迄今为止效率最高的热-功转换类发电设备，是发电和驱动领域的核心设备，可在高温、高应力、高腐蚀环境下长时间运行，广泛应用于地面发电和电网调峰。重型燃气轮机涉及多物理场耦合、多学科技术集成，设计、制造、材料、测试等，技术挑战极高，整机技术集成和系统性能匹配难度极大，体现了一个国家的工业水平，被誉为装备制造业“皇冠上的明珠”。

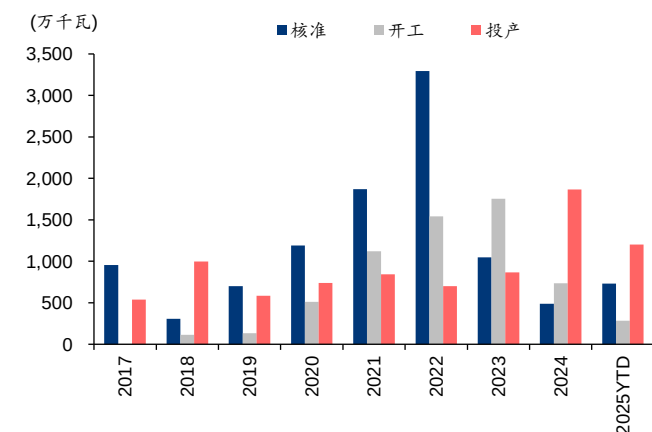
图表1：东方电气 G50 燃气轮机研发历史



资料来源：公司官网，华泰研究

东方电气作为国内燃气轮机的龙头，与三菱重工深度合作 20 年。1967 年开始，东方汽轮机（现为公司控股子公司）开启自主研发燃气轮机的步伐，至今已积淀近 60 年。自 2009 年开始，公司累计投入近 20 亿元，率先在国内开展具有完全自主知识产权的 F 级 50MW 重型燃气轮机（G50）研制，不仅完成了整机透平叶片的精密铸造与加工，更实现了高温部件 100% 的自主制造。2022 年公司成功点火，2023 年 1 月广东华电清远华侨工业园天然气分布式能源站项目 G50 重型燃机发电机组正式并网发电、3 月正式投入商运，填补了我国自主燃气轮机应用领域空白。2024 年 9 月，国内首台 G50 在清远顺利通过 2000 小时满负荷商业运行产品鉴定，标志着 G50 燃机正式具备了从“1”到“N”的推广应用能力。2025 年 8 月，首台商业化 G50（济南热电华山联合循环项目）1 号机组高温部套完工下线。从市场突破来看，G50 重型燃机已成功敲开海外市场大门——先后签约中东和中亚地区两个重点能源项目，为后续市场拓展奠定了坚实基础。2025 年 8 月，南天电力哈萨克江布尔 50MW 联合循环电站项目 EPC 签约仪式在深圳顺利举行，力争在 2026 年年底发电投产，解决当地用电需求紧张的局面。

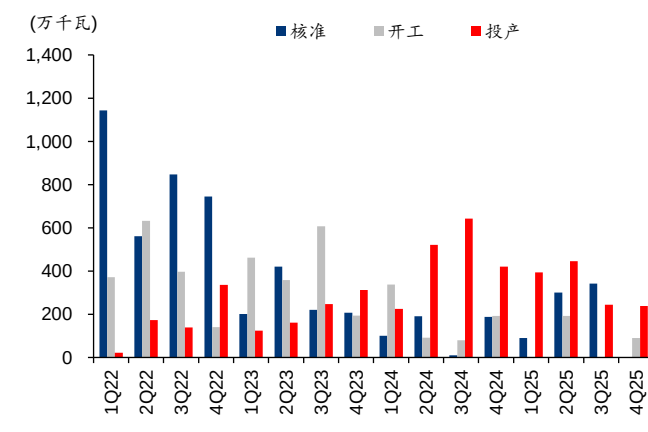
图表2：2022 年起气电景气度显著提升



注：2025YTD 指 1-10 月数据

资料来源：电力信息共享平台，华泰研究

图表3：2022 年来气电项目进度



注：4Q25 目前仅包含 2025 年 10 月数据

资料来源：电力信息共享平台，华泰研究



要实现国产替代，G50 还有一段漫长的路需要走。市场对于新产品的尝试往往比较谨慎。从国外厂商的重型燃气轮机替换到国产重型燃气轮机，发电厂商要承担不小的风险。G50 近年来多个示范项目正在全国各地铺开，一方面是因为国产燃机在价格、应急响应、售后服务等方面更具有优势，另一方面也是因为我国燃气机组的新增需求韧性较高。2025 年 1-10 月，我国燃气机组核准已经超过 7GW，是 2024 年同期的 2 倍以上。虽然受制于气源及设备的瓶颈，更清洁和灵活的气电在我国始终没能替代煤电成为主力的调节性电源，但是我们认为国产设备的突破可能会带动气电订单的放量，而产业界对 G50 等国产轮机的支持也为东方汽轮机追赶海外龙头提供了全球少见的试验温床。

全球燃气轮机景气度上行，看好自主燃气轮机出海贡献利润弹性

据我们测算，2025 年海外燃气轮机新增订单市场规模或为国内的 9 倍。根据 McCoy 统计，2024 年全球燃气轮机新增订单同增 32%至 57GW，1Q25/2Q25 全球燃机轮机新增订单同比+36/+38%至 20/21GW，我们认为 2025 年全球燃气轮机新增订单或同比+40%至 80GW。据公司指引，2025 年前三季度我国气电行业招标量 6GW，预计全年招标量 8GW。即 2025 年海外气电行业招标量（剔除中国市场后~72GW）或为国内 9 倍。

若剔除欧美、中国市场，2025 年其余海外市场燃气轮机新增订单规模约为中国市场的 2~3 倍。根据 McCoy 统计，在>10MW 燃气轮机市场，2Q25 北美/欧洲新增订单 11/2.6GW，占全部订单的 53/12%。我们假设欧美市场占全球市场比例为 65%；则 2025 年除欧美、中国以外的海外市场燃机新增订单规模~20GW，约为中国市场（8GW）的 2~3 倍。

G50 自主燃机出海收入空间测算：保守情形测算下（目标市场市占率 20%，出口机组~80 台，订单价值量 3000 元/kW），公司获取的 G50 自主燃机出海订单可贡献收入 120.72 亿元（据我们测算约为 2024 年燃机业务收入的 170%）。

测算逻辑（保守情形）：

- 1、目标市场规模：考虑 G50 自主燃机仍处于海外市场开拓的前期阶段，我们保守假设公司短期出口订单集中在欧美以外的其他海外市场。
- 2、市占率：考虑 G50 自主燃机仍处于海外市场开拓的前期阶段，目前实际出口订单仅落地中东、中亚（哈萨克斯坦）两个项目，我们保守假设公司在目标市场市占率达 20%。
- 3、公司新增海外订单规模=目标市场规模*市占率，以 2025 年目标市场规模为基准进行测算，当公司市占率达 20%时，对应海外订单规模~4GW，对应~80 台 G50 自主燃机。
- 4、订单价值量：参考华电国际公告，福新清远 1 号机组（清远华侨工业园天然气分布式能源站项目）燃机、发电机、汽机、余热锅炉及附属设备账面价值原值共 1.64 亿元，对应单位价值量 3278 元/kW，我们假设 G50 订单价值量为 3000 元/kW。

图表4：G50 自主燃机出海收入空间测算

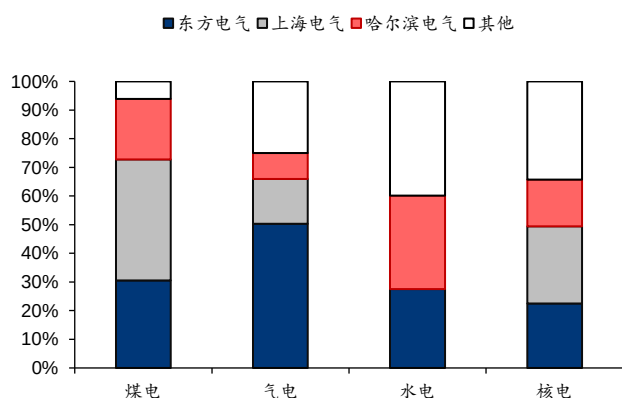
公司新增海外订单（GW）	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0
G50 台数（台）	80	101	121	141	161
收入敏感性测试（亿元）					
订单价值量（元/kW）/市占率（%）	20%	25%	30%	35%	40%
3000	120.72	150.90	181.08	211.26	241.44
3200	128.77	160.96	193.15	225.34	257.54
3400	136.82	171.02	205.22	239.43	273.63
3600	144.86	181.08	217.30	253.51	289.73
3800	152.91	191.14	229.37	267.60	305.82

资料来源：华泰研究测算

煤电是基本盘，新增核准高增，排产依然紧张

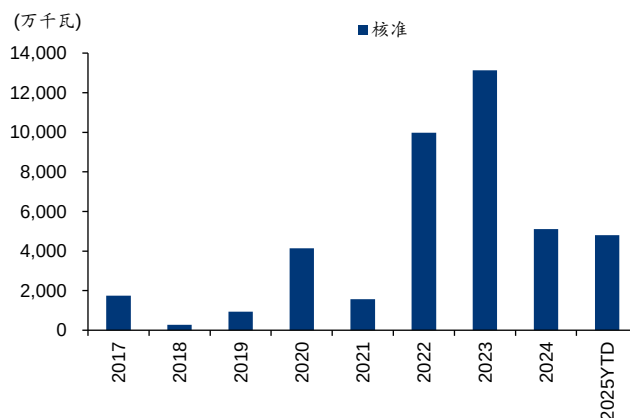
2025 年 1-10 月煤电核准高增，三大电气排产紧张。“三个八千万”计划下 2022-23 年煤电核准高增，据我们统计，2022/23 年全国新核准煤电装机 9971/13135 万千瓦，同比+535/+32%；2024 年全国核准 5115 万千瓦，虽较 2021 年及之前仍属于较高规模，但高基数下同比下滑 61%。2025 年来，随新能源大基地项目配套火电项目的核准，及个别项目重新核准，1-10 月共核准 4795 万千瓦，同比+38%，全年超过 50-60GW 概率较高；以现有三家公司的产能，2022-23 年核准的“三个八千万”要到 2027 年才可以完全交付，短期价格战的概率较低，可以有效保障订单的盈利能力（详情可以参考我们 6 月 2 日的报告《三大电气：电力新周期下的变化》）。

图表5：2024 年三大电气的订单 vs 市场订单规模



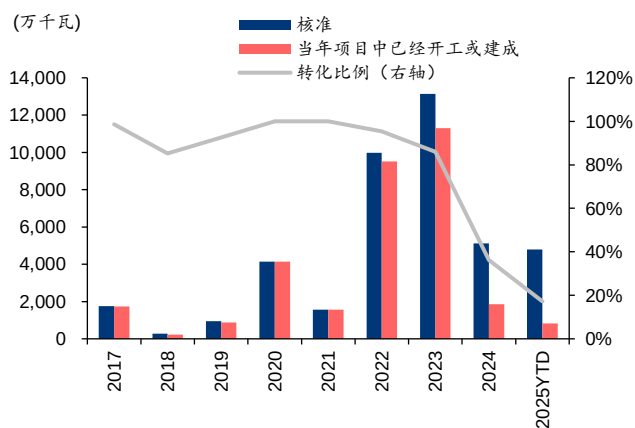
注：市场订单规模为我们梳理而来，故或与公司披露的市占率存在差异。
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：煤电新增核准



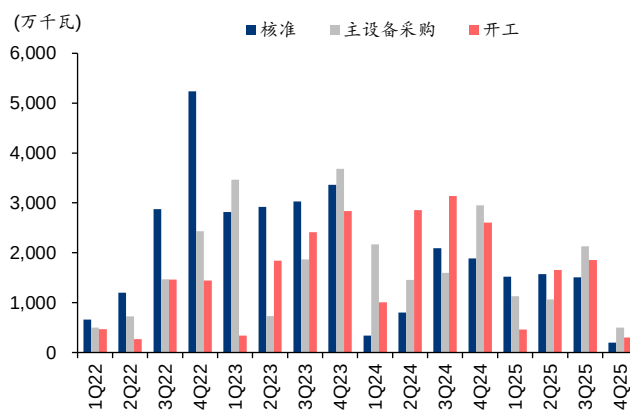
注：2025YTD 指 1-10 月数据
资料来源：电力信息共享平台，华泰研究

图表7：煤电历史开工率较高，2024-25 年因排产紧张开工有所放缓



注：2025YTD 指 1-10 月数据
资料来源：电力信息共享平台，华泰研究

图表8：2022 年来煤电项目进度



注：4Q25 目前仅包含 2025 年 10 月数据
资料来源：电力信息共享平台，华泰研究

水电订单饱和，抽蓄未来有望延续高景气度

抽水蓄能作为技术最成熟、经济性最优、具有大规模开发潜力的绿色灵活调节电源，对保障电力系统稳定运行和国家能源安全意义重大。2021-2024 年，我国抽蓄电站装机规模 vs 风光装机总量 CAGR 分别为 17%和 30%，抽蓄增速显著低于风电光伏装机总量增速，发展速度尚显不足。我国正处于构建新型电力系统的关键时期，新能源装机容量快速提升、占比持续扩大，对调节性电源的需求与日俱增。目前新型储能的建设成本相较传统抽水蓄能更高，且电化学储能的寿命与衰减速率依然面临挑战，可能达不到理论循环次数，而抽蓄投产后的稳定运行已经经历百年的历史验证，稳定性较高。

图表9：新型电池储能与抽水蓄能的 LCOS 比较

	单位投资	条件	LCOS (元/度)	单位投资	LCOS (元/度)
抽水蓄能	6.5 元/瓦	1469 利用小时	0.37	5 元/瓦	0.30
电池储能	1 元/瓦时	1.5 次充放	0.46	0.8 元/瓦时	0.37

参数：电化学储能 300mw/1200mwh，两者利用小时根据充放次数等效换算

资料来源：华泰研究测算

即便未来抽蓄全面入市，考虑容量电价标准每千瓦 330 元情况下所有调节性机组（包括抽蓄、新型储能和火电）同步分享容量电价，倘若抽蓄和电池储能的等效利用小时相同，抽蓄需要 0.14-0.27 元的峰谷价差才可以获得 6.5%资本金 IRR——该要求低于新型储能（0.32-0.50 元/度），峰谷价差最低的广东都可以满足。具体详情可以参见我们 2025 年 9 月 24 日的报告《电价：“电量”向左，“容量+调节”向右》。明年新能源全面入市后，峰谷价差拉大是大概率事件，我们对抽蓄未来的盈利能力和新增空间保持乐观。

图表10：抽水蓄能资本金 IRR 对峰谷价差和造价的敏感性

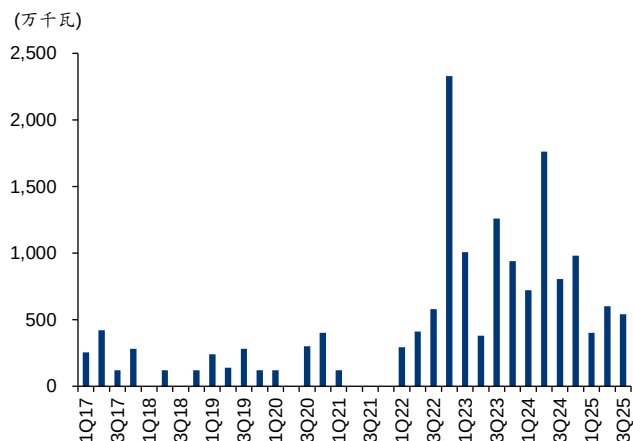
		单位造价 (元/瓦)						
资本金 IRR		4	4.5	5	5.5	6	6.5	7
峰谷价差 (元/度)	0.00	-3.7%	-6.1%	-8.4%	-10.7%	N/A	N/A	N/A
	0.10	7.7%	4.9%	2.6%	0.7%	-1.2%	-2.8%	-4.3%
	0.20	17.4%	13.9%	10.9%	8.3%	6.2%	4.3%	2.8%
	0.25	21.5%	17.9%	14.8%	12.0%	9.6%	7.5%	5.7%
	0.30	25.1%	21.5%	18.3%	15.5%	12.9%	10.7%	8.7%
	0.40	31.4%	27.8%	24.5%	21.6%	19.0%	16.5%	14.3%
	0.50	36.7%	33.0%	29.7%	26.8%	24.1%	21.6%	19.4%

参数：电化学储能 300mw/1200mwh，两者利用小时根据电化学储能 1.5 次充放次数等效换算

资料来源：华泰研究测算

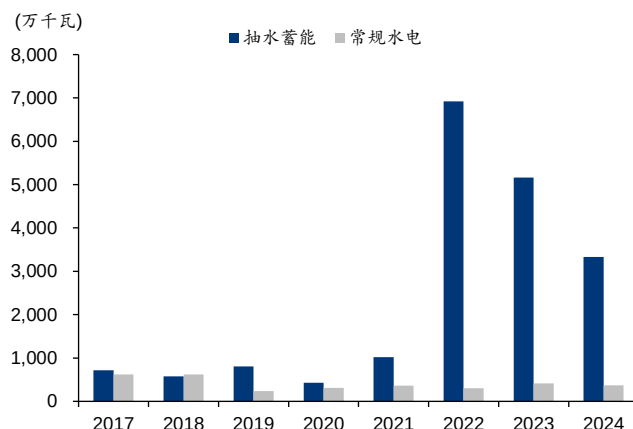
东电和哈电作为水电双寡头，目前的订单也几乎饱和。根据我们统计，2021-24 年两家公司水电国内市占率在 61%-94%之间，基本完成了国产替代。2022/23/24 年全国抽蓄新增核准分别为 69/52/33GW，2024 年招标超过 30GW，哈电/东电/浙富等行业龙头几乎满产。根据公告，三家公司 2024 年产能约 55 台套/年，对应 2025-27 年 15-17GW/年的交付；2025 年后三家计划扩产至 115 台套/年，刚好可以应对 2030 年 36GW 的交付大年。倘若未来抽蓄核准放缓，2031-35 国内水电可能会回到 22-27GW/年的交付水平；2030 年后潜在的“雅下”订单或可贡献平均 10-15GW/年（60GW，5 年设备交付周期），有效保障东电&哈电 2030 年后产能利用率，详情可以参考我们 7 月 20 日的报告《“雅下”水电工程开工，看好水电设备》。

图表11: 抽蓄的核准情况: 2022 开始新增核准高增



资料来源: 储能头条公众号, 华泰研究

图表12: 相比常规水电, 2019 年来抽蓄是新增订单的主要来源



资料来源: 储能头条公众号, 华泰研究

图表13: 可比估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
		2025/11/14	2025/11/14	25E	26E	25E	26E	25E	26E
金风科技	002202 CH	15.20	64,221	19.7	15.0	1.6	1.4	8%	10%
思源电气	002028 CH	149.12	116,476	41.7	32.5	7.8	6.5	20%	21%
平高电气	600312 CH	17.95	24,357	18.5	15.1	2.1	1.9	12%	13%
三一重能	688349 CH	27.28	33,456	18.1	13.0	2.3	2.0	13%	16%
平均值				24.5	18.9	3.4	3.0	13%	15%
东方电气	600875 CH	23	79,542	19.8	16.6	1.7	1.6	10%	10%

资料来源: Wind、华泰研究预测

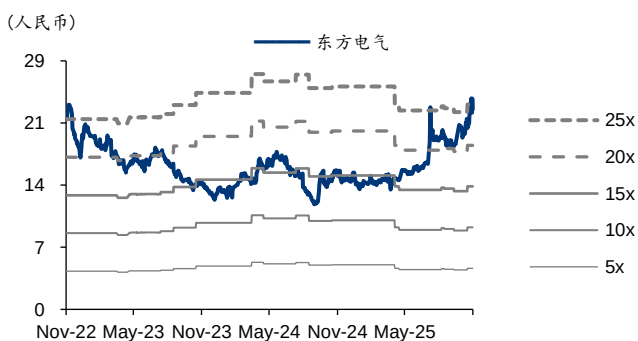
风险提示

国产 G50 技术有待提升。尽管 G50 作为国内首台自主 F 级 50 兆瓦重型燃机, 已实现“从 0 到 1”的突破, 但其能耗、效率等关键指标或仍与国际主流机型存在一定差距, 仍有技术优化的空间。若技术提升慢于预期, 可能影响公司获取对燃机可靠性等指标要求极高的海外客户订单。

海外市场拓展难度大。ENR、GEV、MHI 等企业基于先发技术优势和历史积累的市场业绩, 拥有较高的海外市场认可度, 占据了较大的市场份额。东方电气 G50 作为后来者, 面临着激烈的市场竞争, 海外市场拓展难度较大。

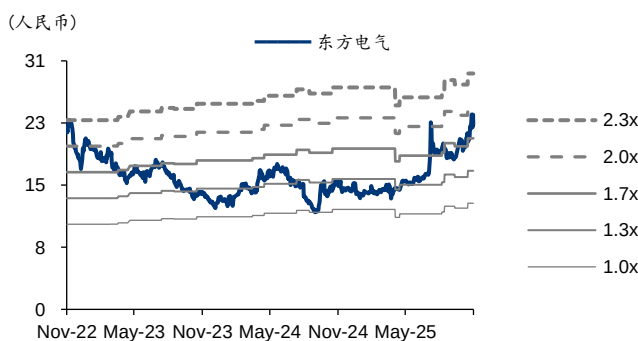
AI 电力需求低于预期。AI 算力拉动电力需求增长, 驱动全球气电装机和燃气轮机需求复苏。若 AI 电力需求低于预期, 或影响海外燃气轮机招标景气度。

图表14: 东方电气 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表15: 东方电气 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	75,689	93,780	103,441	117,472	110,892
现金	17,129	26,856	26,744	40,533	32,126
应收账款	10,714	12,545	14,377	14,855	14,929
其他应收账款	412.07	546.28	562.99	641.45	585.74
预付账款	7,919	5,877	10,092	7,247	10,419
存货	18,137	21,685	22,730	25,040	23,207
其他流动资产	21,378	26,270	28,936	29,155	29,625
非流动资产	45,419	48,230	49,383	50,269	50,941
长期投资	1,783	2,924	3,448	3,915	4,413
固定投资	5,034	5,491	6,142	6,677	6,676
无形资产	1,848	1,925	1,856	1,799	1,739
其他非流动资产	36,754	37,890	37,937	37,878	38,112
资产总计	121,108	142,009	152,824	167,741	161,833
流动负债	71,249	88,913	90,104	101,354	91,915
短期借款	110.17	75.08	75.08	75.08	75.08
应付账款	19,306	24,833	24,397	28,552	24,926
其他流动负债	51,833	64,005	65,631	72,727	66,914
非流动负债	8,639	9,954	12,316	12,524	12,532
长期借款	1,383	2,167	4,529	4,737	4,745
其他非流动负债	7,256	7,787	7,787	7,787	7,787
负债合计	79,888	98,867	102,420	113,878	104,447
少数股东权益	3,975	4,346	4,842	5,429	6,062
股本	3,119	3,117	3,390	3,390	3,390
资本公积	11,566	11,560	15,410	15,410	15,410
留存公积	22,675	24,115	26,469	29,223	32,165
归属母公司股东权益	37,245	38,796	45,562	48,435	51,324
负债和股东权益	121,108	142,009	152,824	167,741	161,833

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	(3,496)	10,059	(3,153)	17,184	(4,463)
净利润	3,644	3,288	4,505	5,374	5,857
折旧摊销	876.11	917.04	1,037	1,202	1,357
财务费用	7.45	44.55	78.64	54.11	37.85
投资损失	(748.15)	(1,577)	(415.73)	(415.73)	(415.73)
营运资金变动	(7,895)	5,700	(8,738)	10,637	(11,638)
其他经营现金	619.71	1,688	379.90	333.25	340.02
投资活动现金	6,055	(2,774)	(1,824)	(1,647)	(1,587)
资本支出	(1,110)	(2,999)	(1,469)	(1,419)	(1,321)
长期投资	7,041	(388.30)	(524.00)	(467.31)	(497.72)
其他投资现金	124.44	613.72	168.77	239.18	231.28
筹资活动现金	(497.10)	1,089	4,865	(1,748)	(2,357)
短期借款	6.93	(35.09)	0.00	0.00	0.00
长期借款	432.31	783.75	2,362	207.78	8.49
普通股增加	(0.27)	(1.03)	272.88	0.00	0.00
资本公积增加	(78.95)	(6.18)	3,850	0.00	0.00
其他筹资现金	(857.12)	347.31	(1,620)	(1,956)	(2,366)
现金净增加额	2,043	8,335	(112.19)	13,789	(8,407)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	60,677	69,695	80,671	87,592	89,246
营业成本	49,253	58,876	65,667	70,627	71,332
营业税金及附加	303.47	378.53	438.14	475.72	484.71
营业费用	1,588	822.36	935.73	998.49	1,017
管理费用	3,404	3,523	4,062	4,393	4,476
财务费用	7.45	44.55	78.64	54.11	37.85
资产减值损失	(495.92)	(1,148)	(1,170)	(1,270)	(1,294)
公允价值变动收益	85.06	(204.16)	(75.00)	0.00	0.00
投资净收益	748.15	1,577	415.73	415.73	415.73
营业利润	3,977	3,887	5,326	6,352	6,923
营业外收入	71.41	49.51	49.51	49.51	49.51
营业外支出	41.93	52.71	52.71	52.71	52.71
利润总额	4,006	3,884	5,323	6,349	6,920
所得税	362.45	596.72	817.70	975.38	1,063
净利润	3,644	3,288	4,505	5,374	5,857
少数股东损益	93.32	365.42	496.25	586.57	633.42
归属母公司净利润	3,550	2,922	4,009	4,787	5,223
EBITDA	4,826	4,752	6,329	7,487	8,194
EPS (人民币, 基本)	1.14	0.94	1.18	1.41	1.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	9.62	14.86	15.75	8.58	1.89
营业利润	19.75	(2.24)	37.00	19.27	8.98
归属母公司净利润	24.37	(17.70)	37.19	19.42	9.11
获利能力 (%)					
毛利率	18.83	15.52	18.60	19.37	20.07
净利率	6.01	4.72	5.58	6.13	6.56
ROE	9.83	7.69	9.50	10.19	10.47
ROIC	44.49	(383.20)	58.22	(153.28)	78.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.96	69.62	67.02	67.89	64.54
净负债比率 (%)	(33.72)	(52.85)	(40.68)	(63.25)	(44.70)
流动比率	1.06	1.05	1.15	1.16	1.21
速动比率	0.63	0.66	0.70	0.77	0.76
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.53	0.55	0.55	0.54
应收账款周转率	5.83	5.99	5.99	5.99	5.99
应付账款周转率	2.69	2.67	2.67	2.67	2.67
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.84	1.16	1.38	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.01)	2.91	(0.91)	4.97	(1.29)
每股净资产(最新摊薄)	10.77	11.22	13.17	14.01	14.84
估值比率					
PE (倍)	22.40	27.22	19.84	16.62	15.23
PB (倍)	2.14	2.05	1.75	1.64	1.55
EV EBITDA (倍)	14.02	12.27	9.65	6.42	6.97

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。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（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）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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。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。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）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。

华泰证券力求报告内容客观、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，华泰证券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。华泰证券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。

华泰证券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，华泰证券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。

华泰证券的销售人员、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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、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。华泰证券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华泰证券的商标、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或其关联机构制作，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 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证券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，德国市场基准为DAX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, 经营许可证编号为: 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

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司