

公司研究

基建底盘稳固，新兴业务打开第二成长曲线

——宏润建设（002062.SZ）首次覆盖报告

要点

国内最早进入盾构施工的民营企业之一：公司深耕上海、杭州、宁波等二十余城市，累计盾构掘进超过 300 公里，是行业内兼具技术经验与项目管理能力的领先企业。在“长三角一体化”战略推动下，公司深度绑定区域核心城市群，轨交、市政、地下空间等业务构成稳定基本盘。近年来公司持续推进“建筑+新能源+科技”战略，业务从传统基建拓展至光伏储能、分布式能源及智能化施工等领域，形成结构更加均衡的增长格局。

转型升级在路上：新能源业务进入高速增长期，成为公司最具确定性的利润增量来源。2024 年新能源收入同比增长 298%，2025H1 同比增长 94%，并实现稳定盈利；随着宣城产业园、储能电站与分布式项目加速落地，公司从“施工承包”向“工程+能源”拓展的战略效果开始显现。新能源业务的快速放量显著对冲主业周期波动，推动公司盈利结构从单一基建向多元化增长转变。

AI 机器人业务：前瞻布局，再下一子：智能建造成为建筑行业最重要的结构性增量方向，人形机器人位于政策密集扶持的新兴赛道。宏润建设抓住行业智能化转型窗口，战略参股镜识科技、宏思未来，并与矩阵超智共同出资成立星际动力，正式切入具身智能与人形机器人整机平台。公司提供工程场景、产线与施工应用需求，矩阵超智提供底层算法、整机工程化与核心部件开发，双方形成“工程企业+技术公司”的互补体系。

基建主业承压但改善在路上：建筑行业在地产链条下行与地方财政趋紧下仍处收缩区间，新签合同连续两年下降、付款周期延长，导致公司主业盈利承压、应收账款周转率持续下滑。随着“应清尽清”、专项债置换隐性债务、《付款条例》修订等化债政策持续推进，行业现金流环境边际改善，公司 2024-2025H1 经营性现金流与收现比已有回升迹象。

投资建议：我们看好公司转型业务的发展，尤其与矩阵超智设立合资公司，双方将重点围绕伺服电机、灵巧手、具身智能算法等关键模块开展二次开发，有望共同推动机器人在城市基础设施、工业运维与智慧工厂等场景中的规模化落地。公司新能源项目的陆续投运也将带来业绩增长，同时随着化债的推进，市政建筑传统主业也有望逐步修复。在基本盘稳定的情况下，公司的成长性可期。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.87/3.09/3.50 亿元，EPS 分别为 0.23/0.25/0.28 元/股。当前股价对应 PE 分别为 40X/37X/33X。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示：回款及现金流改善不及预期风险，新能源项目落地节奏不及预期风险，AI 机器人及智能建造业务落地不及预期风险，合资公司运营及战略协同风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,426	5,923	5,842	6,127	6,783
营业收入增长率	-26.13%	-7.82%	-1.38%	4.89%	10.71%
归母净利润（百万元）	339	283	287	309	350
归母净利润增长率	-6.95%	-16.56%	1.27%	7.89%	13.18%
EPS（元）	0.31	0.23	0.23	0.25	0.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.80%	5.72%	5.57%	5.72%	6.17%
P/E	30	41	40	37	33
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-01-05

注：公司 23 年及 24 年股本分别为 11.03 及 12.37 亿股，预计 25-27 年为 12.37 亿股

增持（首次）

当前价：9.32 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：吴钰洁

执业证书编号：S0930523100001

021-52523879

wuyujie@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.37
总市值(亿元)	115.31
一年最低/最高(元)	4.10/12.90
近 3 月换手率	192.55%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.66	-6.98	61.52
绝对	-1.58	-6.80	86.69

资料来源：Wind

目录

1、以轨交为起点，转型升级在路上	4
1.1、宏润建设由轨道交通施工起家，成长为国内领先的城市基础设施与新能源一体化建设集团	4
1.2、以建筑施工为基石，外拓轨道交通、市政工程及新能源业务	4
2、建筑业：需求承压，政策推动回款改善	8
2.1、建筑业的情况及后续展望	8
2.2、行业供需分析	9
3、转型升级在路上	11
3.1、传统建筑企业寻找新赛道	11
3.2、新能源业务：能力延伸型转型	12
3.3、AI 机器人业务：前瞻布局，再下一子	13
3.4、与矩阵超智合作值得期待	14
4、盈利预测与投资建议	16
4.1、关键假设及盈利预测	16
4.2、相对估值	18
4.3、投资建议	19
5、风险分析	20

图目录

图 1: 宏润建设股权架构图	4
图 2: 宏润建设主要发展历程	5
图 3: 宏润建设主要业务架构及布局	5
图 4: 计划承接业务合同量下滑明显	6
图 5: 公司营收呈持续承压态势	7
图 6: 传统业务贡献主要利润	7
图 7: 公司业绩温和修复	7
图 8: 公司业务毛利率情况	7
图 9: 三费费率持续压降	7
图 10: 应收账款规模高位波动	8
图 11: 应收账款周转率持续下降	8
图 12: 建筑行业新开工面积及施工面积累计同比情况	8
图 13: 建筑行业签订合同金额	8
图 14: 建筑行业新签合同金额	9
图 15: 建筑行业新签合同及总产值同比情况	9
图 16: 2020-2025Q3 经营性现金流	10
图 17: 2020-2025Q3 收现比	10
图 18: 2020-2025Q3 应收账款周转率	11
图 19: 2024 年中国智慧建造细分市场结构	12
图 20: 2020-2025 年中国智慧建造行业市场规模及预测	12
图 21: 公司新能源业务增速显著高于传统主业	12
图 22: 近年新能源业务布局流程图	13
图 23: 全球人形机器人产业规模及预测	13
图 24: 中国人形机器人产业规模及预测	13
图 25: MATRIX-1 技术体系与产品能力	15
图 26: 矩阵超智产业链协同生态图	16

表目录

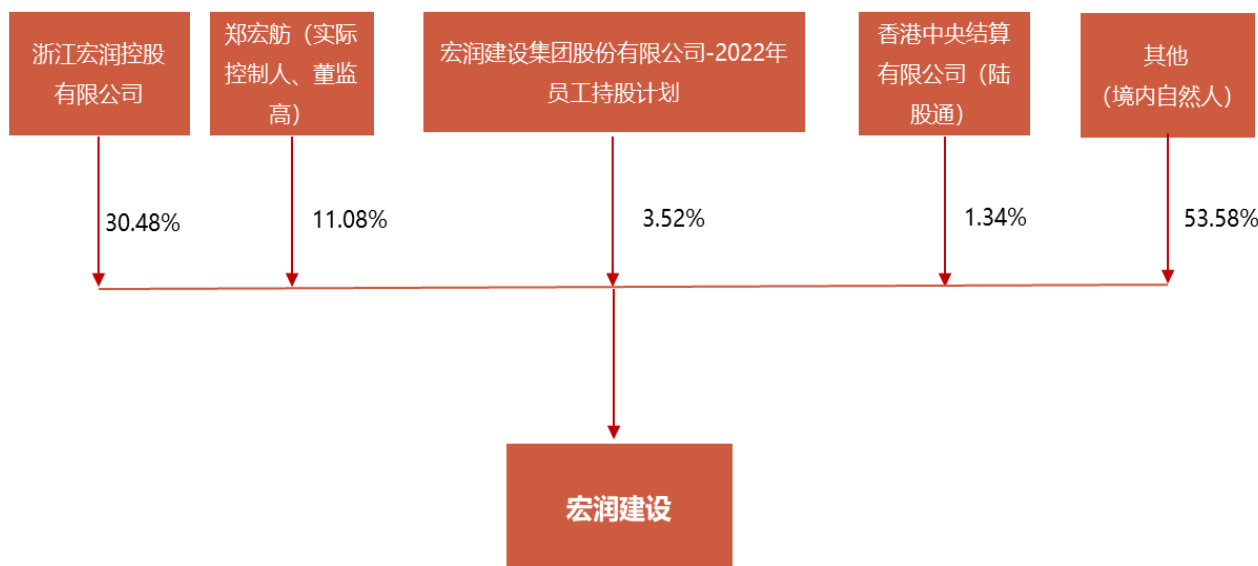
表 1: 近年化债相关会议及政策文件	9
表 2: 宏润建设在 AI 机器人业务方面的布局	14
表 3: 矩阵超智天使轮融资情况	16
表 4: 年度承接业务金额表	17
表 5: 主要业务分部预测表	18
表 6: 可比公司估值表	19

1、以轨交为起点，转型升级在路上

1.1、宏润建设由轨道交通施工起家，成长为国内领先的城市基础设施与新能源一体化建设集团

宏润建设由轨道交通施工起家，成长为国内领先的城市基础设施与新能源一体化建设集团。宏润建设集团股份有限公司（以下简称“宏润建设”或“公司”）成立于 1994 年，是国内首家进入盾构施工的民营企业。公司起步于轨道交通与市政工程施工领域，深耕“长三角”核心区域，参与上海、杭州、宁波等二十余个城市轨交项目，累计盾构掘进逾 300 公里。公司积极推进“科技驱动+能源融合”战略，业务涵盖轨道交通、市政桥梁、地下空间、光伏储能及房地产开发等板块，形成“建筑+新能源+科技”的多元协同格局。截至 2025 年三季度末，公司控股股东为浙江宏润控股有限公司，持股比例约 30.48%；实际控制人为郑宏舫，个人持股 11.08%。

图 1：宏润建设股权架构图

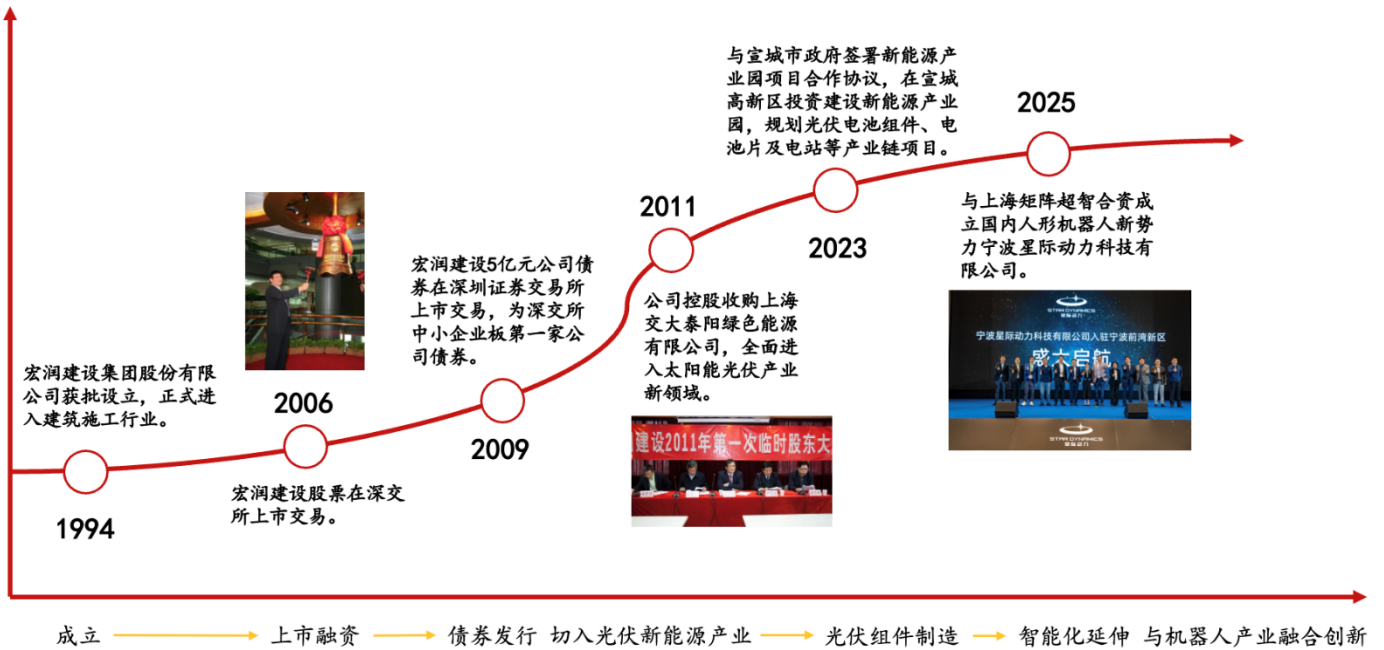


资料来源：公司公告，ifind，光大证券研究所
 注：时间截至 2025 年三季度末

1.2、以建筑施工为基石，外拓轨道交通、市政工程及新能源业务

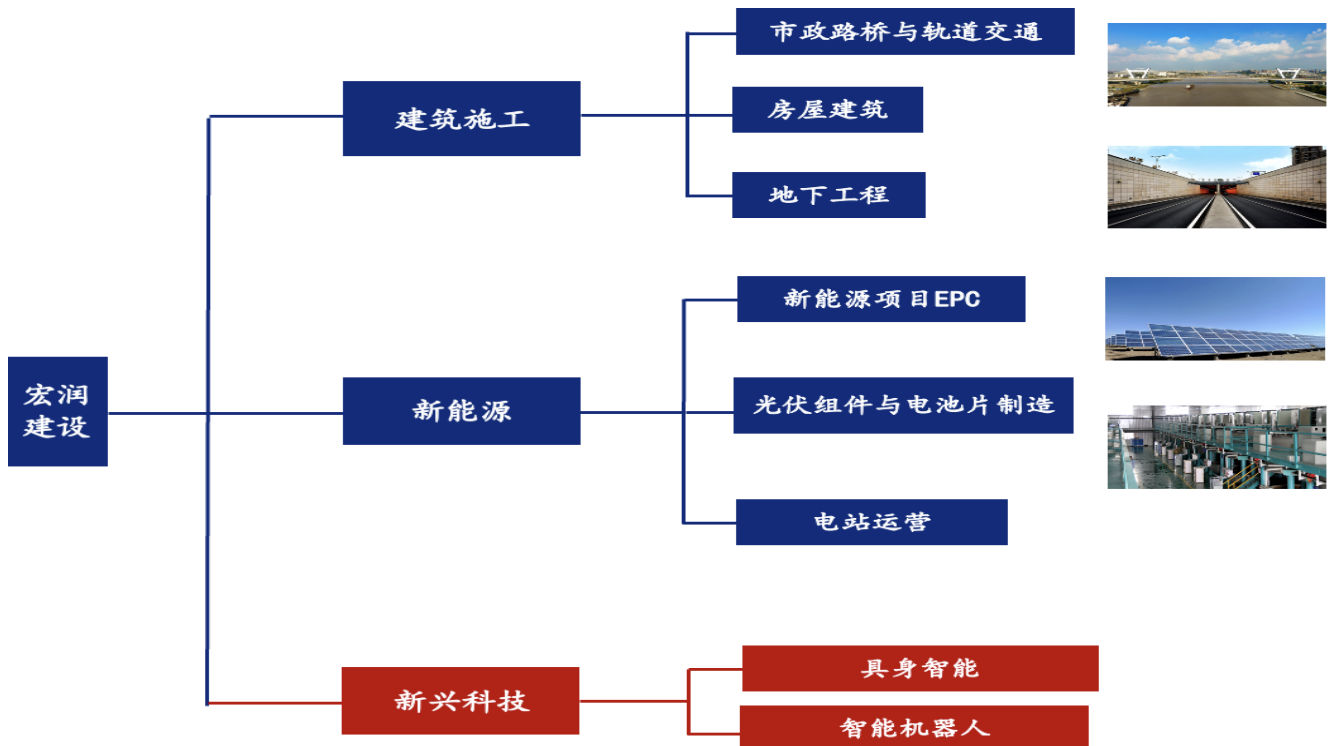
以建筑施工为基石，外拓轨道交通、市政工程及新能源业务。公司自 1994 年创立以来，从市政与房建施工起步，通过参与上海南北高架、世纪大道、浦东机场等重大项目奠定行业口碑；依托地下工程与盾构施工能力的积累，公司自 1995 年起持续深耕轨道交通领域，先后进入上海、杭州、宁波、苏州等二十余个城市，在城市轨道交通建设中形成了领先优势。2010 年后，公司顺应城市更新与综合管廊建设需求，加速拓展地下空间、桥梁隧道等市政工程专业，并通过 PPP/EPC 等模式向基础设施投资建设延伸。2011 年公司通过控股上海交大泰阳绿色能源有限公司切入光伏业务，迈出多元化转型步伐。2024-2025 年，公司进一步向智能化施工与机器人业务拓展，与矩阵超智合资成立星际动力，切入人形机器人动力系统领域。

图 2：宏润建设主要发展历程



资料来源：公司年报，公司官网，光大证券研究所

图 3：宏润建设主要业务架构及布局

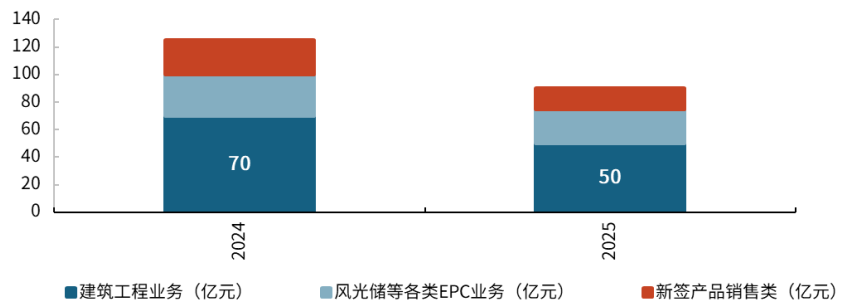


资料来源：公司年报，公司官网，光大证券研究所

行业承压下业务合同量收缩，化债推进下有望修复。地方财政紧张，传统建筑行业承压下行的背景下，公司计划承接的业务合同量下滑明显，实际承接的业务合同量也要低于预期，2024 年公司建筑业新承接工程 41.78 亿元，同比下降约 42%。

随着化债的逐步推进，我们预计地方政府财力将有所改善，同时“十五五”期间我国将加强地下管网建设及老旧小区改造，预计市政类订单将持续释出，公司业务合同量有望逐步修复。

图 4：计划承接业务合同量下滑明显



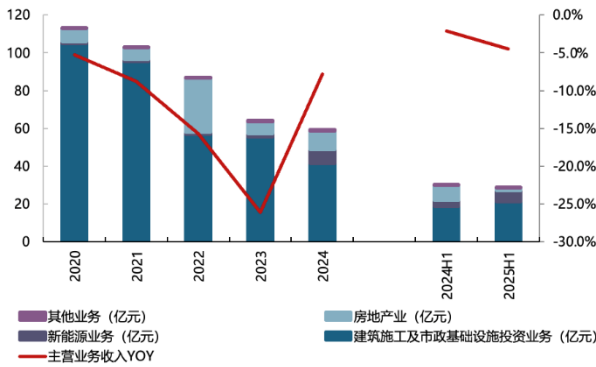
资料来源：ifind，光大证券研究所

营收承压，业务结构优化下利润端逐步修复。从收入端看，公司主营仍以建筑施工和市政基建为主，受地产链条下行及地方财政紧缩约束影响，2021-2023 年收入持续下滑，并在 2023 年出现较大幅度的同比下跌。进入 2024 年后，虽然收入规模仍同比承压下滑，但同比降幅有所收窄，主要原因包括：①2023 年在基建招投标放缓、房建急剧收缩的叠加冲击下，收入基数较低；②2024 年基建、市政项目施工节奏趋于平稳，前期在手订单执行度提升，对收入形成一定托底；③房建业务在 2022 年短期放量后已于 2023-2024 年大幅压缩，新增拖累有限，同时新能源等新业务保持小规模增长，使整体收入结构较 2023 年有所优化。

利润端，2024 年公司归母净利润仍承压同比下滑，但公司加强项目订单及项目管理，单项目盈利能力有所增长，建筑施工及市政基础设施投资业务毛利率的提升拉动公司综合毛利率同比提升 1.36pcts，毛利率端有修复态势。费用端来看，公司三费率整体呈下降态势，为利润端修复提供支撑。

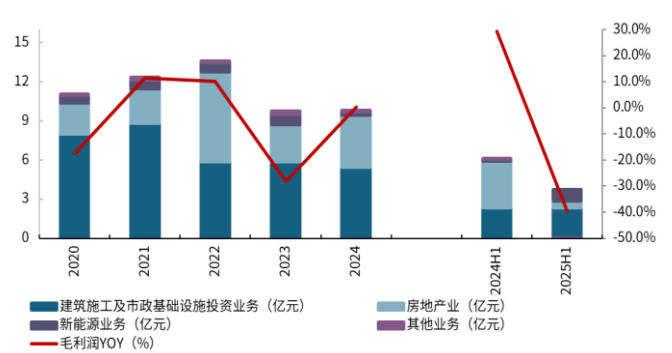
公司业务结构仍以基建施工为核心，新兴业务加快推进。2022 年房地产业务收入曾因项目集中结算而短期放大，但在行业需求承压背景下 2023-2024 年快速回落，公司在地产相关业务上保持策略性谨慎，避免承担过度风险。与此同时，随“双碳”政策推进，公司加快拓展新能源等新兴业务，尽管规模仍小，但具备更高毛利特征，在传统基建利润被压缩的环境下，为公司整体盈利结构提供了有益补充。整体来看，公司业务结构的稳定性仍依赖基建主业，但多元化布局逐步增强了公司在外部资金环境偏紧、地方财政支付能力受限背景下的经营韧性。

图 5：公司营收呈持续承压态势



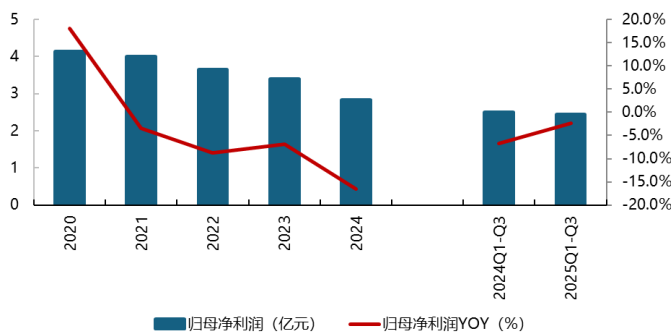
资料来源: ifind, 光大证券研究所

图 6：传统业务贡献主要利润



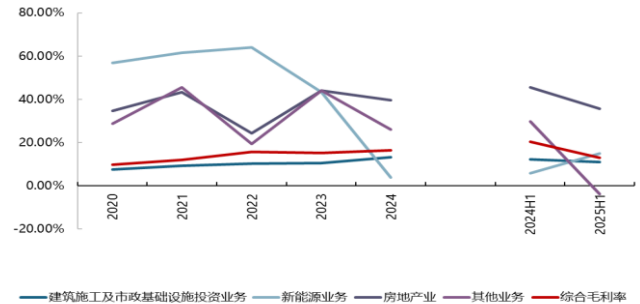
资料来源: ifind, 光大证券研究所

图 7：公司业绩温和修复



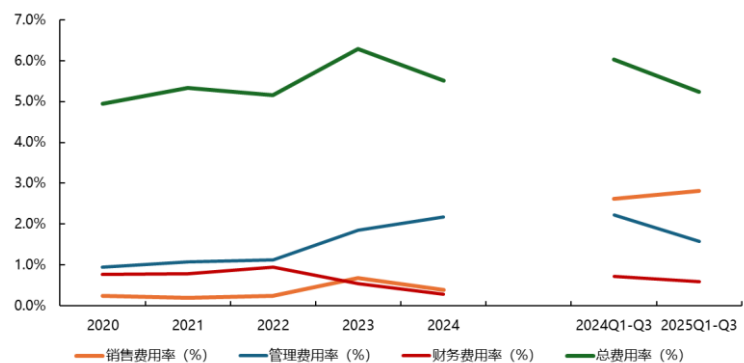
资料来源: ifind, 光大证券研究所

图 8：公司业务毛利率情况



资料来源: ifind, 光大证券研究所

图 9：三费率持续压降

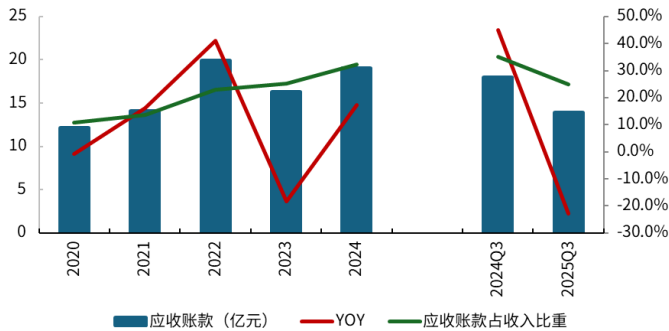


资料来源: ifind, 光大证券研究所

应收账款持续增长，回款有一定压力。公司应收账款近五年一期呈上行态势，2023 年由于大额保障房项目款项年初顺利到账，应收账款降至 16.26 亿元，后续受地方财政紧张影响，2024 年应收账款同比上扬至 19.06 亿元，2024Q3 与 2025Q3 分别为 17.99 亿元与 13.86 亿元，2025Q3 公司应收账款规模有明显下降。虽然 2023 年应收账款规模有所下降，但由于收入端持续承压，因此应收账款占营收比例持续走高，2023 年及 2024 年占比分别为 25.30%及 32.18%，24 年应收账款占营收比例达到近年来峰值，进入 2025 年后，随着收入端改善，占比有所回落，2024Q3 及 2025Q3 分别为 35.22%及 24.89%。周转率方面自 2020 年以来持续下行，由 9.32 次下降至 2024 年的 3.35 次，持续承压，显示回款周

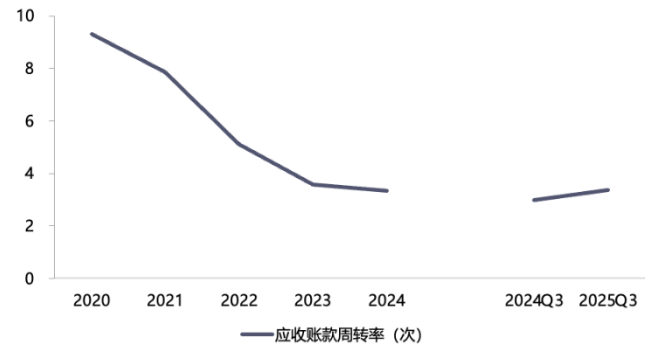
期显著拉长，直到 2025 年 Q3 有所改善，但整体回款仍存在一定压力。

图 10: 应收账款规模高位波动



资料来源: ifind, 光大证券研究所

图 11: 应收账款周转率持续下降



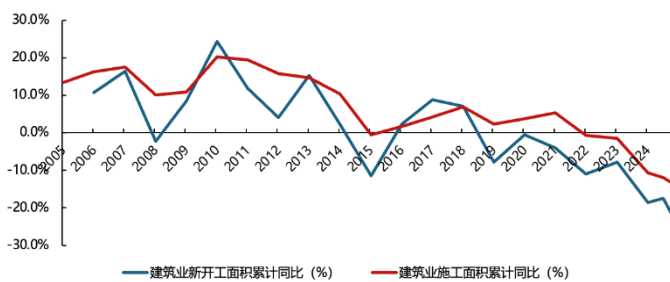
资料来源: ifind, 光大证券研究所

2、建筑业：需求承压，政策推动回款改善

2.1、建筑业的情况及后续展望

行业总量仍面临收缩压力。国家统计局显示，建筑行业签订合同金额同比增速在 2025H1 转负，2025 年前三季度同比仍延续为负，行业新签合同金额已连续两年下滑。供给端来看，1-9 月全国房地产开发投资同比下降 13.9%，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 9.4%，在持续地产下行与地方政府债务严控的背景下，基建项目供给仍偏谨慎；需求端来看，在“一利五率”考核框架下，对合同总量与规模扩张的考核弱化，也使企业主动压缩低质项目规模。作为典型“订单驱动型”行业，新签合同同比持续下行已直接传导至施工端，新开工面积同比亦同步走弱。在传统地产链条修复乏力、地方基建增量有限的条件下，建筑行业总量预计仍将维持收缩态势。

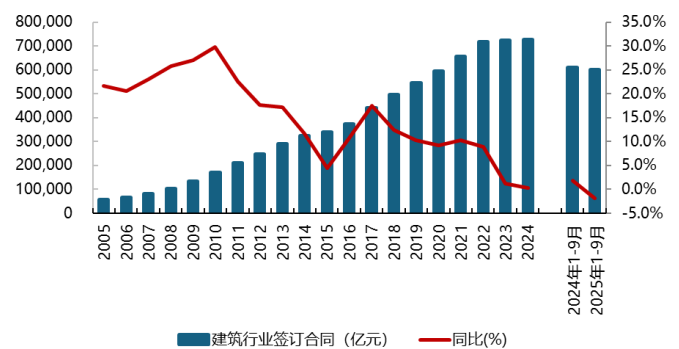
图 12: 建筑行业新开工面积及施工面积累计同比情况



资料来源: ifind, 光大证券研究所

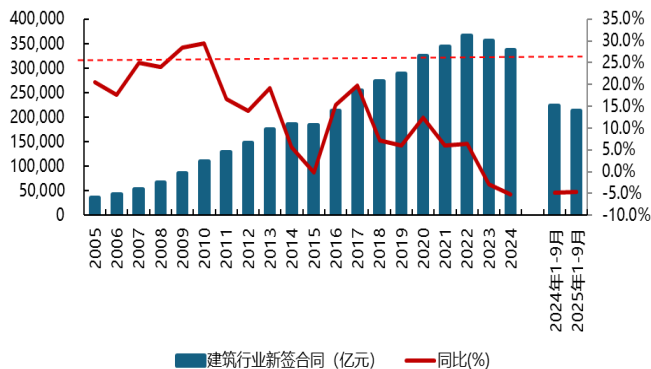
注: 数据截至 2025 年 9 月

图 13: 建筑行业签订合同金额



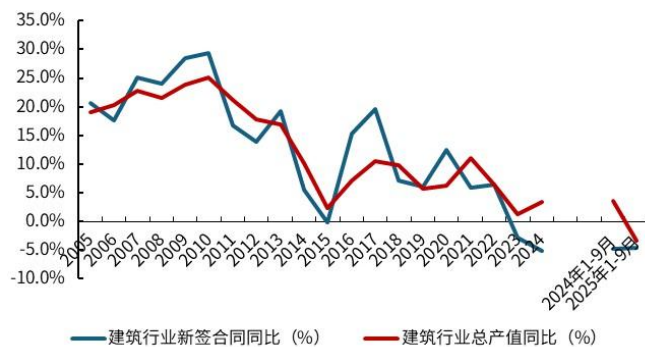
资料来源: ifind, 光大证券研究所

图 14: 建筑行业新签合同金额



资料来源: ifind、光大证券研究所

图 15: 建筑行业新签合同及总产值同比情况



资料来源: ifind、光大证券研究所

2.2、行业供需分析

化债持续推进, 强调加强向民营企业偿付: 近年来, 我国陆续推出多项举措持续化解地方债务风险, 尤其强调向民营企业的偿付:

- 1) 2020 年以来, 国务院多次在常务会议上部署清理政府部门和国有企业拖欠民营账款工作, 要求无分歧欠款“应清尽清”, 加强对民营企业的偿付。
- 2) 2023 年 10 月 10 日, 国务院国资委召开中央企业经济运行情况通报会。要求中央企业要扎实开展清欠行动, 带头偿还拖欠其他企业账款, 严防农民工工资拖欠问题。
- 3) 2020 年 7 月, 出台《保障中小企业款项支付条例》, 并于 2024 年修订为国务院令 第 802 号, 于 2025 年 6 月 1 日起施行。条例进一步强化机关、事业单位和大型企业的付款期限、验收程序、信息披露与失信惩戒, 从法律层面对拖欠中小民营企业工程款进行刚性约束。
- 4) 2024 年 11 月 8 日, 出台《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》, 24-25 年我国每年新增 2 万亿元地方政府债务限额置换隐性债务, 24 年起连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元, 补充政府性基金财力, 专门用于化债, 化债推进对于工程欠款偿付起到一定效果。在此基础上, 金融监管部门与地方政府同步通过“金融支持民营经济”进一步强化民营企业资金周转能力。
- 5) 监管层在 2025 年明确要求保持对民营企业稳定的信贷供给、提升首贷续贷与信用贷比例, 并通过“白名单”等机制保障民营房企和中小施工企业的合理融资需求; 同时, “民营经济 25 条”“第二支箭”等工具持续落地, 叠加地方层面供应链金融、融资需求库等配套措施, 共同改善民营企业融资可得性。

表 1: 近年化债相关会议及政策文件

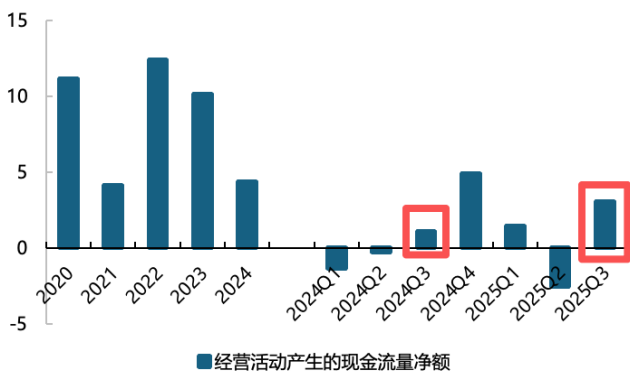
时间	会议/文件名称	发布主体	与化债/民企支付相关主要内容
2020/1/8	国务院常务会议 (清理拖欠民营企业、中小企业账款)	国务院	部署进一步做好清理政府部门和国有企业拖欠民营、中小企业账款工作, 要求 2020 年底前无分歧欠款“应清尽清”; 禁止以商业汇票等非货币形式变相延长拖欠时间, 将应付账款控制和清欠纳入国企内部考核。
2020-07-01/2020-07-05	国务院常务会议&《保障中小企业款项支付条例》(初版, 国令第 728 号)	国务院	通过并公布《保障中小企业款项支付条例》, 规范机关、事业单位和大型企业对于中小企业的付款期限和验收流程, 明确不得以负责人变更、等待验收等理由拖延付款, 建立支付信息披露和失信惩戒机制。

时间	会议/文件名称	发布主体	与化债/民企支付相关主要内容
2023/10/10	国务院国资委中央企业经济运行情况通报会	国务院国资委	要求中央企业扎实开展清欠行动，带头偿还拖欠其他企业账款，严防农民工工资拖欠问题；自 2023Q3 起央企加快向上游支付，但下游支付改善有限，使央企经营性现金流仍较紧张。
2024/11/8	《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》及全国人大常委会批准决定	国务院/全国人大常委会	建议新增 6 万亿元地方政府债务限额全部用于置换存量隐性债务，并获全国人大常委会批准；新增限额全部为专项债，一次报批、分 2024-2026 年三年每年 2 万亿元实施，显著扩充地方化债资源。
2024-10-18/2025-03-17/2025-06-01	《保障中小企业款项支付条例》修订（国令第 802 号，自 2025-06-01 起施行）	国务院	第 43 次常务会议通过修订条例并以第 802 号令公布，自 2025-06-01 起施行，进一步细化逾期付款信息披露、投诉处理和追责条款，强化对拖欠中小企业款项行为的约束。
2025/2/18	金融监管总局党委会议	国家金融监督管理总局	提出保持对民营企业稳定有效的增量信贷供给，加大民营小微首贷、续贷、信用贷力度；用好“支持小微企业融资协调机制”和“白名单”等工具，提高民营企业融资满足度。
2025/2/28	金融支持民营企业高质量发展座谈会	人民银行、全国工商联、金融监管总局、证监会、外汇局	强调“一视同仁”对待各类所有制企业，执行好“金融支持民营经济 25 条”，健全民营中小企业增信制度；用好“第二支箭”、科创板等工具，畅通股、债、贷融资渠道，增强民营企业资金支持能力。
2025-03 以后	各地配套金融支持民营经济文件（如河南、内蒙古等）	各地金融监管局、地方政府	通过优化流动资金贷款期限、建立项目融资需求库、推进供应链金融等方式，缓解民营企业融资难、融资慢问题，保障企业日常经营和工程款项支付的资金需求。

资料来源：中国政府网，人民网经济·科技频道，中国网，每经网，中证网，光大证券研究所

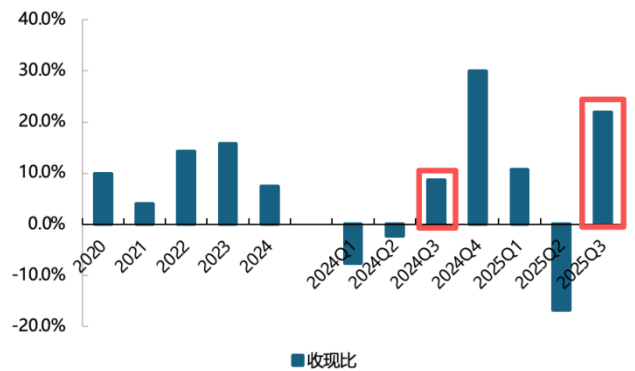
受益于化债持续推进，公司现金流有一定改善。受益于化债持续及加强回款管理，公司 25Q3 经营性现金净流入 3.06 亿元，较上年同期多流入 1.95 亿元。25Q3 收现比亦由 24Q3 的 8.69% 回升至 21.98%，显示项目回款相对收入的匹配度略有提升。应收账款周转率由 2024Q3 的 2.98 次升至 2025Q3 的 3.38 次，回款周期有所缩短，但整体改善幅度仍然有限，反映项目结算节奏及下游付款端的实质性改善迹象尚不明显。总体来看，化债政策在改善现金流来源端已开始显现成效，但对结算效率的传导存在滞后，回款周期的持续改善仍需观察，但随着化债政策推进预计会有所修复。

图 16：2020-2025Q3 经营性现金流



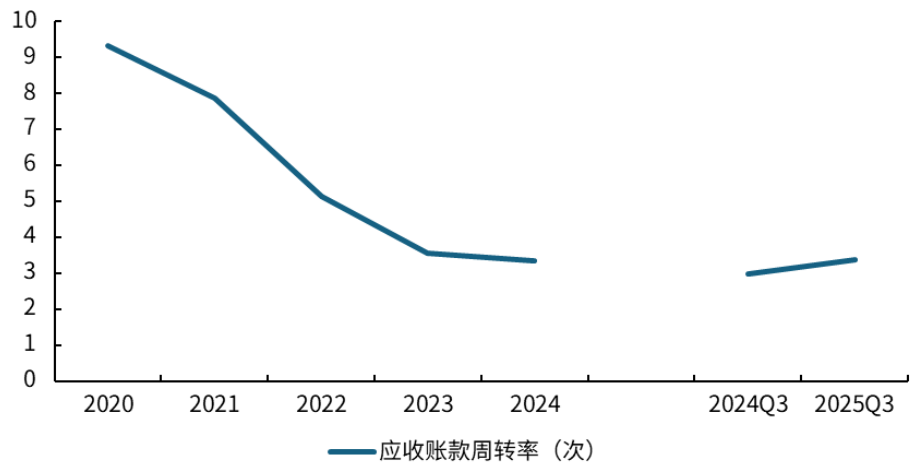
资料来源：ifind，光大证券研究所

图 17：2020-2025Q3 收现比



资料来源：ifind，光大证券研究所

图 18: 2020-2025Q3 应收账款周转率



资料来源: ifind, 光大证券研究所

公司应收账款及合同资产占比虽高,但由于公司核心客户为偿付能力较强的长三角政府类主体,且已按预期信用损失模型计提充分减值,整体风险可控。同时,由于公司市政工程与基础设施类项目占比较大,随着相关地方政府财政状况的改善,应收账款结构的整体改善弹性也更为明显。公司历史上亦曾通过资产抵偿方式完成债务重组(如子公司重庆宏润以房产抵偿 1,499.25 万元应付款项,并确认 230.66 万元重组收益),展示出较强的资产处置能力,为公司应对账款波动提供了安全垫。公司正在推进专项清收机制(清收小组、领导包保、责任书、月度清欠及法律手段),以提升回款速度并缓释经营性债务压力。随着化债工作的持续推进,以及地方财政环境的逐步改善,公司经营性现金流有望持续修复。

3、转型升级在路上

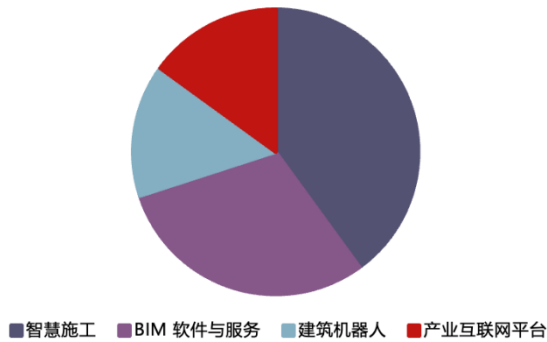
3.1、传统建筑企业寻找新赛道

传统主业承压,行业加速向新能源与智能化转型。随着国内房地产投资持续下行、基建项目施工量增速回落,传统建筑企业所依赖的土建、房建工程需求进入收缩区间,行业主业增长动能减弱。面对传统业务天花板逼近,建筑企业迫切需要寻找新的增长曲线,实现从规模驱动向技术驱动、从土建施工向综合解决方案的转型。

“十四五”规划与“双碳”政策为行业结构性转向提供了明确方向。能源体系加快向清洁化、数字化和智能化转型,新型储能、电网智能化、零碳园区等新型基础设施建设持续加码;智慧建造、人工智能、机器人等技术在工程端的应用亦受到政策密集支持,行业正从传统施工阶段迈向工程数字化、智能化的深度变革期。

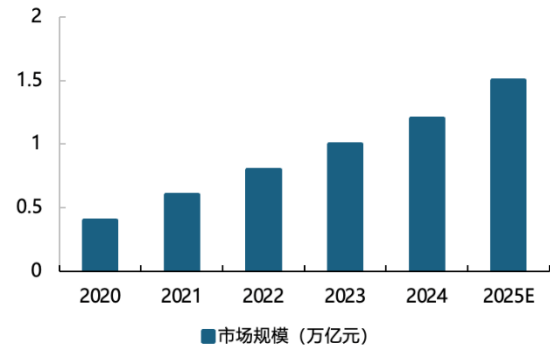
在双碳政策推进背景下,我国能源领域投资结构加速倾斜至新能源方向。公司自 2022 年开始切入新能源领域,逐步加快在新能源领域的布局。同期,在多项政策催化下,中国智慧建造市场规模从 2020 年的 0.4 万亿元快速增长至 2024 年的 1.2 万亿元,据智研咨询预测,2025 年有望突破 1.5 万亿元。行业进入工程数字化、智能化全面落地的加速期,拥有工程总包能力与项目场景的企业在智能建造、能源工程智能化、人形机器人落地等方向迎来新的战略窗口。

图 19: 2024 年中国智慧建造细分市场结构



资料来源: 搜狐新闻, 智研咨询, 光大证券研究所

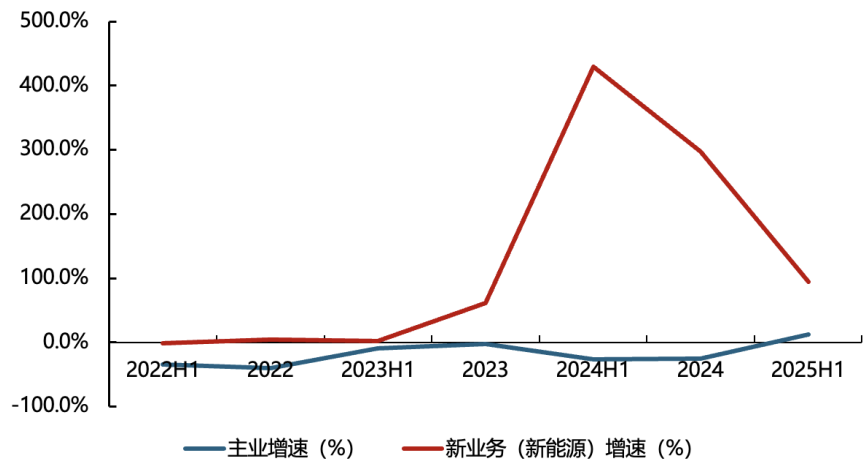
图 20: 2020-2025 年中国智慧建造行业市场规模及预测



资料来源: 智研咨询, 搜狐新闻, 光大证券研究所, 注: 预测机构为智研咨询

宏润建设的传统主业（轨道交通、市政工程）收入占比虽然仍然较高，但增速已经连续下滑。2024 年公司营业收入 59.23 亿元，同比-7.8%；主业施工收入同比-25%。经营性现金流净流入 4.40 亿元，较上年同期少流入 5.7 亿元。2025H1 公司主业有所修复，收入同比+11.98%。相比之下，公司新业务展现出强劲成长动能：2024 年新能源收入 7.24 亿元，同比+298%。2025H1 新能源收入 5.97 亿元，同比+94%，并贡献 0.51 亿元净利润，实现扭亏。主业承压、新业务增速高于主业增速，公司经营结构逐步从单一工程承包转向“工程+新能源+智能装备”的多元增长模式。

图 21: 公司新能源业务增速显著高于传统主业



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

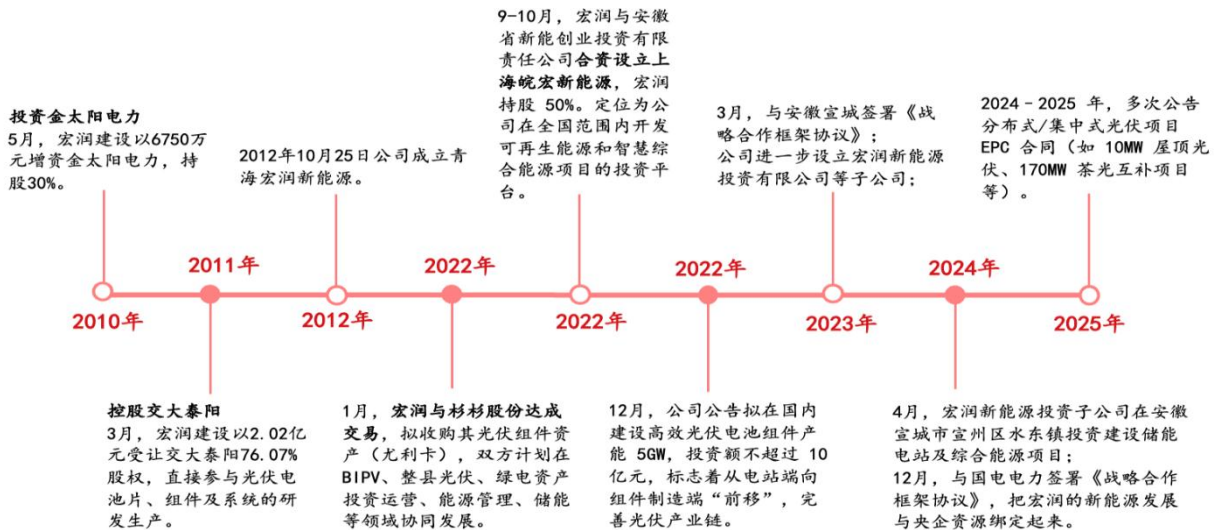
战略层面，公司顺势加速布局新赛道。在行业结构性下行与内部利润结构变化的共同作用下，公司自 2022 年起加速推进新能源、储能、智能装备等战略布局，通过成立合资公司、开发产业园、引入央企和科技企业等方式，逐步形成新业务增长曲线，平滑传统业务周期波动。

3.2、 新能源业务：能力延伸型转型

宏润建设的新能源业务从最初的制造端试水逐步演化为覆盖制造、电站投资、储能及综合能源的完整业务链条。2010-2011 年，公司通过增资金太阳与并购交大泰阳切入光伏电池片与组件制造，为后续“建筑+光伏”模式奠定制造基础。2014 年青海 80MW 光伏电站并网，标志公司首次进入集中式光伏电站投资运营，实现业务从建设端向运营端的延伸。

2022年，公司与安徽新能创投投资设立“皖宏新能源”，明确了新能源投资平台化路径，使公司具备系统化开发光伏、储能与综合能源项目的能力。2023年宣城新能源产业园项目启动，规划10GW组件、10GW电池片及900MW光伏电站，标志公司从单一项目转向“制造+电站+EPC”一体化的产业布局。2024-2025年间，公司进一步加速储能电站、分布式与集中式EPC以及央企合作项目落地，新业务开始进入规模化运营阶段，逐步成为对冲传统主业周期下行的第二增长曲线。

图 22：近年新能源业务布局流程图

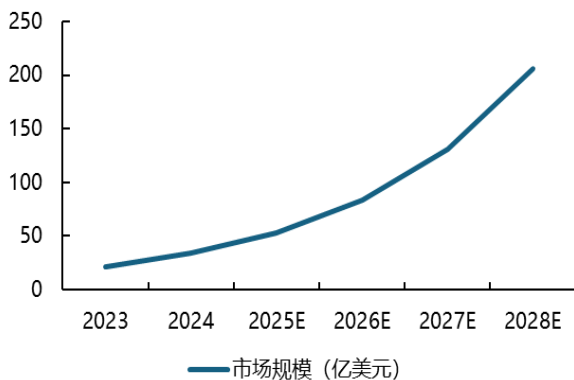


资料来源：公司官网，公司公告，新闻资讯，光大证券研究所

3.3、AI 机器人业务：前瞻布局，再下一子

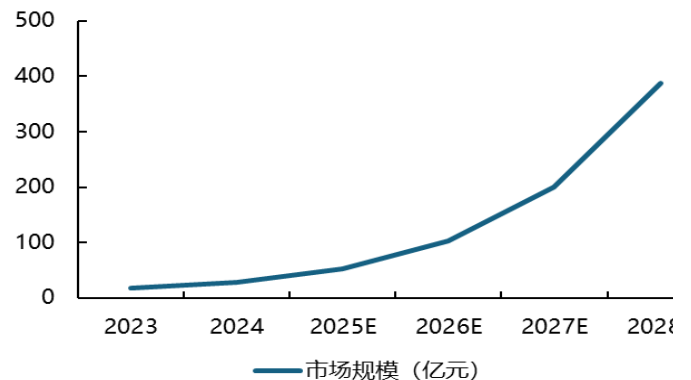
2023年10月20日工信部发布的《人形机器人创新发展指导意见》中将人形机器人列为“战略性、颠覆性新兴产业”，各地加速打造“机器人产业园+应用场景”模式。在政策窗口期下，宏润建设以“基建+科技”双轮驱动为方向，通过投资+合资双路径切入具身智能，快速搭建机器人全链条布局。根据中商产业研究院，未来几年，全球及我国的人形机器人产业规模有望快速增长，我国人形机器人产业规模增速高于全球，增量空间可观。

图 23：全球人形机器人产业规模及预测



资料来源：中商产业研究院，光大证券研究所，注：预测机构为中商产业研究院

图 24：中国人形机器人产业规模及预测



资料来源：中商产业研究院，光大证券研究所，注：预测机构为中商产业研究院

通过外部财务投资卡位核心技术与细分场景。宏润建设为镜识科技提供资金与产业资源支持，加速技术成果转化和商业化进程。镜识科技研发的黑豹 2.0 四足机器人以 10.4 米/秒的速度打破波士顿动力保持十年的世界纪录，核心优势集中于高性能控制算法，是国内头部四足机器人厂商；宏润建设则借助镜识科技的技术优势快速切入具身智能核心领域，完善自身在智能机器人产业的布局。

增资宏思未来切入“机器人+教育”领域。2025 年 7 月，宏润建设控股子公司上海宏润时代科技与宏思未来签署增资协议，通过增资取得宏思未来 45% 的股份，宏思未来为公司提供教育智能机器人及配套课程内容支持，服务覆盖中小学、国际学校及各类青少年科技项目，已与多所学校及教育机构建立合作，有力推动人工智能在教育场景的落地应用。

与矩阵超智的合作构成公司机器人业务的核心支柱。宏润建设发挥自身在城市新基建及工业领域的产业资源优势，积极探索更多细分领域的机器人应用场景，以实现人形机器人批量的商业化落地。矩阵超智在机器人领域的技术积累，聚焦伺服电机、灵巧手、人工智能算法、轻量化材料和人机交互系统等方面的二次开发，形成“工程企业+技术公司”的优势互补格局。

表 2：宏润建设在 AI 机器人业务方面的布局

时间	布局主体	合作方/被投资企业	持股结构	合作模式	业务定位	转型中体现的作用
2025.3.29	宏润建设/宏润时代科技	镜识科技	未披露（少数股权）	财务投资+研发合作	四足机器人动力学、运动控制、人形机器人核心力学结构	底层控制能力供应方；为宏润未来机器人在工程场景的巡检/运输等应用提供底层算法与控制能力
2025.7.2	宏润建设	宏思未来	宏润建设全资子公司宏润时代科技持股 45%	财务投资+产品合作	教育机器人、STEAM 教育、公共教育场景服务机器人	中游轻量场景入口；帮助宏润卡位“教育+市政公共空间”的机器人应用场景
2025.9	宏润建设	矩阵超智	-	签署战略合作协议，明确成立合资公司意向	具身智能/通用人形机器人核心算法与整机技术合作	确立“基建+科技”战略中最核心的技术合作伙伴，引入行业领先的人形机器人与具身智能能力
2025.11.3	宁波星际动力科技有限公司（宏润控股）	矩阵超智	宏润建设 60%/矩阵超智 40%	合资公司（研发+制造+场景落地）	人形机器人整机研发、结构件设计、供应链、量产工厂	承载公司机器人业务的实体运营平台，实现从技术合作到“自有品牌+自有产线”的升级

资料来源：公司公告，企查查，证券时报 e 公司、新浪财经，东方财富网，光大证券研究所

3.4、与矩阵超智合作值得期待

2025 年 9 月 8 日，宏润建设与矩阵超智签署《战略合作协议》，明确两大核心合作方向：其一，宏润建设战略参股矩阵超智，参与其 A 轮增资；其二，双方共同设立面向人形机器人的合资公司，重点围绕伺服电机、灵巧手、具身智能算法等关键模块开展二次开发，并推动机器人在城市基础设施、工业运维与智慧工厂等场景中的规模化落地。

11 月 3 日，宏润建设与矩阵超智共同出资成立的宁波星际动力科技有限公司（以下简称“星际动力”）在浙江宁波前湾新区落户，注册资本为 1 亿元，宏润建设及矩阵超智分别持股 60%及 40%，矩阵超智和星际动力主打产品为全栈式人形机器人，星际动力目标实现全场景的商业落地，针对不同场景需求，部分产品将基于矩阵人形机器人基础架构，研发更多系列产品，除了双足人形，还可以开发例如轮式或履带式，关键零部件方面例如更经济性的灵巧手等，以及垂直场景的“机器人脑”优化，满足不同工作任务要求的同时，实现轻量化和降低成本。

星际动力已开始组建自研设计团队，预计 2026 年团队人数规模将达到 60-100 人，力争 26 年尽早产生商业化收入。

矩阵超智是当前中国具身智能和通用机器人领域最受关注的新锐企业之一。矩阵超智成立于 2024 年 4 月，由曾任特斯拉中国高管的张海星创立，核心研发团队来自 Tesla、NVIDIA、OpenAI 等国际顶尖科技公司，覆盖机器人本体设计、控制系统、AI 大模型与整机工程化等关键环节。公司定位于打造具备“实用智能”的通用机器人，其早期产品已在整机形态、动作控制、环境理解等方面实现领先突破。

矩阵现阶段产品，MATRIX-1 以“大模型+具身智能”的三层控制架构为核心，形成面向复杂场景的稳定执行能力，并在形态、运动与交互上实现全栈自研的系统性突破。

图 25: MATRIX-1 技术体系与产品能力

<p>产品定位与工程化特点</p>	<p>聚焦通用机器人工程化落地，强调系统稳定性与执行力</p> <p>在 132 天内完成工程化样机，是国内最早具备“整机形态 + 动作控制 + 灵巧操控 + 场景验证”的机器人之一</p> <p>目标非展示型，而是面向量产验证与复杂工况</p>
<p>形态与机械系统能力</p>	<p>1.8 米全尺寸人形比例，整体轻量化复合材料</p> <p>全身 77DoF，国内同档第一梯队</p> <p>3DoF 眼睛、4DoF 颈部，显著提升动态平衡与环境感知</p> <p>模块化运动单元，支持快速更换与维护</p>
<p>核心差异点：灵巧手能力</p>	<p>采用五指灵巧手，支持抓握、旋拧、推拉等复杂动作</p> <p>内置触觉反馈，具备“手眼协同”能力，可识别物体位置</p> <p>较国内常见“两指平行夹爪”显著提升应用范围</p> <p>设计理念更接近 Tesla Optimus，支持“人类工作替代”路径</p>
<p>核心技术：MatrixBrain 三层架构</p>	<p>大脑（大模型）负责任务理解、场景分析与动作规划</p> <p>中脑负责执行层动作与姿态稳定调节</p> <p>小脑负责底层闭环控制，控制周期压缩至 3000 行代码以内（10-30 万行级别系统的颠覆性压缩）</p> <p>显著提高系统的稳定性、可控性、可维护性，为量产奠定基础</p>
<p>场景能力与工程化验证</p>	<p>已实现室内导航与避障、自主行走与动态平衡</p> <p>支持复杂抓取、人机交互（自然语言理解）</p> <p>能适应不同路面工况（平地、斜坡、台阶等）</p> <p>2025 春运期间于上海南站公开亮相，“公共检阅式验证”了稳定性与行为控制能力</p>

MATRIX-1 人形机器人（正面）



MATRIX-1 人形机器人（侧面）



资料来源：矩阵超智产品发布会、今日头条、新民晚报、新浪财经，电子信息产业网，光大证券研究所整理

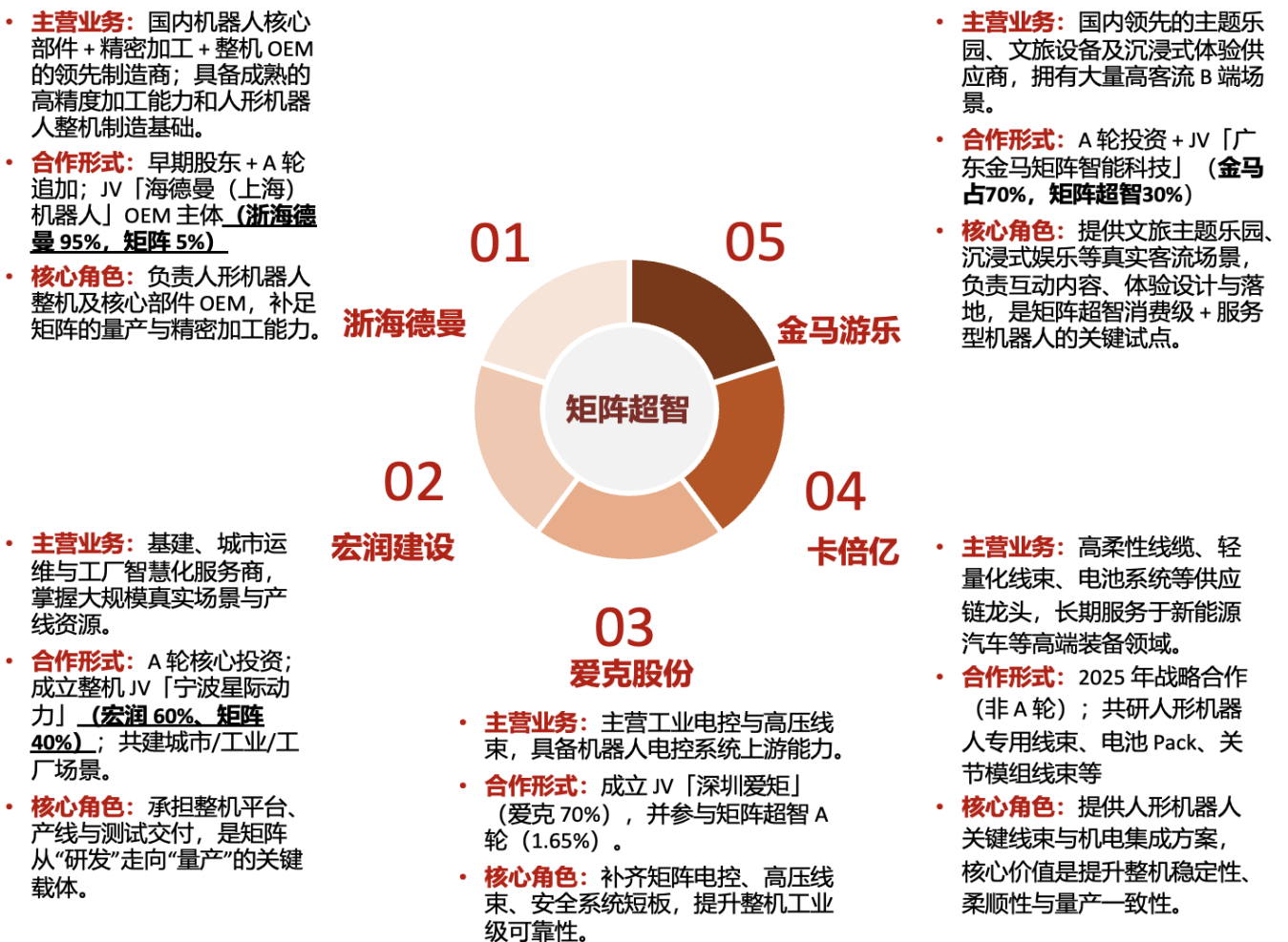
矩阵超智构建了以宏润建设为核心，浙海德曼、金马游乐、爱克股份、卡倍亿等多家上市公司协同的生态合作体系，合作模式覆盖战略参股、OEM 制造、文旅应用、供应链协同与合资公司共建等全链条环节。各方角色分工明确：宏润建设提供真实城市与工业场景及产线、厂房资源，助力矩阵超智从“研发团队”迈向“可量产的整机公司”；浙海德曼承担核心部件加工与整机 OEM，补齐量产能力；金马游乐提供文旅 B 端高客流场景，验证机器人交互体验；卡倍亿聚焦机器人线缆、线束等关键零部件，爱克股份围绕相关零部件共同搭建稳定供应链。整体来看，该合作网络形成了“矩阵超智负责技术大脑+上市公司提供身体、产线与场景”的协同组合，使其在研发、制造与应用三端均具备早期工程化与规模化落地优势。

表 3: 矩阵超智天使轮融资情况

融资日期	融资轮次	投资方	持股比例
2025/6/24	天使轮	浙海德曼	6.40%
2025/9/8	天使轮	爱克股份	1.60%
		金马游乐	3.55%
2025/12/1	天使轮	宏润建设	3.33%
		卡倍亿	5.00%

资料来源: 企查查, 光大证券研究所

图 26: 矩阵超智产业链协同生态图



资料来源: 今日头条、证券时报、新浪财经, 光大证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设及盈利预测

(1) 建筑施工及市政基础设施投资业务:

公司是国内首家进入盾构施工的民营企业，在市政工程领域经验丰富；由于地方财政紧张，24 年公司业务订单收缩明显，25H1 公司建筑业新承接工程 22.73 亿元，占 24 年整体承接业务量的 54%，随着化债的逐步推进，预计地方政府财力将有所改善，同时“十五五”期间我国将加强地下管网建设及老旧小区改造，预计市政类订单将持续释出；25H1 公司建筑施工及市政基础设施投资业务收入为 28.70 亿元，同比增长 12.0%，25H1 毛利率为 11.0%。我们假设 25-27 年公司年度承接业务金额同比+15%/+20%/+20%；年度承接业务金额分别为 48.05 亿元/57.66 亿元/69.19 亿元；订单收入转化比按照第一年转化 30%，第二年转化 40%，第三年转化 30%的转化速度计算，25-27 年转化率预计分别为 75%/80%/72%。综上，预计 25-27 年公司建筑业务实现销售收入 39.52/39.24/41.93 亿元。

表 4：年度承接业务金额表

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
年度承接业务金额 (亿元)	102.38	56.50	71.88	41.78	48.05	57.66	69.19
YoY (%)	-9.42	-44.81	27.22	-41.88	15.00	20.00	20.00

资料来源：wind，光大证券研究所预测

毛利率方面，建筑业务 24 年毛利率为 13.10%，传统建筑行业整体竞争激烈，预计毛利率仍有下滑压力，我们预计公司 25-27 年毛利率均为 12%。

(2) 新能源业务：

随着项目的逐步投产运营，公司新能源业务在 24 年快速增长，2024 年公司新能源收入为 7.24 亿元，同比增长 297.8%。公司新能源业务仍处于早期产能爬坡阶段，成长空间巨大。2025 年公司先后签订 6.53 亿元光伏电站 EPC 合同、2.48 亿元储能项目等多项新能源工程，单个项目金额已接近 2024 年新能源收入基数，为后续收入高增长提供了订单保障。25H1 公司新能源业务实现营收 5.97 亿元，同比增长 94.18%，我们预计 25-27 年公司新能源业务收入增速约为 100%/30%/20%，对应 25-27 年收入为 14.48/18.82/22.59 亿元。

毛利率方面，由于公司在 24 年处于高投入扩张期，加速推进新能源业务的规模化发展，成本增速远超收入增速，24 年公司新能源业务毛利率偏低，仅为 3.73%，25H1 公司新能源业务毛利率为 14.92%；随着项目的逐步投运，规模效应下预计公司新能源业务毛利率将得到明显改善，我们预计 25-27 年公司新能源业务毛利率均为 15%。

(3) 房地产业务：

近年来，公司房地产业务围绕去库存、加快销售展开，现有房地产项目主要分布于东北、华东等地。公司近年无新增房地产开发项目。24 年实现房地产营收为 10.07 亿元，同比增长 55.16%；2025H1 公司房地产业务收入仅 1.39 亿元，同比下降 82.3%，显示 2024 年高峰已过，可结转资源明显减少。房地产行业仍整体承压，呈收缩态势，我们预计 25-27 年公司房地产业务营收同比下滑 60%/30%/10%，分别为 4.03/2.82/2.54 亿元。

毛利率方面，24 年及 25H1 公司房地产业务毛利率为 39.62%及 35.74%，由于地产行业尚待企稳，我们预计公司房地产业务毛利率将持续回落，25-27 年房地产业务毛利率均为 25%。

(4) 其他业务：

公司其他业务营收占比较低，24 年业务收入为 0.39 亿元，毛利率为 25.64%，公司通过合资设立人形机器人公司，依托合作双方在产业与科技领域的领先优势，积极探索机器人在更多细分方向的应用场景，推动具身智能技术的发展，我们预计 27 年公司机器人业务将逐步在业绩端有所体现，因此预测公司 25-27 年其他

业务收入为 0.39/0.39/0.78 亿元，预计未来毛利率将有所提升，预计 25-27 年毛利率均达 30%。

表 5：主要业务分部预测表

	2023A	2024A	2025H1A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (亿元)	64.26	59.23	28.70	58.42	61.27	67.83
yoy	-26.13%	-26.13%	-4.50%	-1.38%	4.89%	10.71%
毛利率	15.19%	15.19%	12.96%	13.76%	13.63%	13.69%
其中：建筑施工及市政基础设施投资 (亿元)	55.35	41.53	28.70	39.52	39.24	41.93
yoy	52.80%	-3.30%	11.98%	-4.85%	-0.70%	6.85%
毛利率	10.59%	13.10%	11.04%	12.00%	12.00%	12.00%
其中：新能源(亿元)	1.82	7.24	5.97	14.48	18.82	22.59
yoy	61.06%	297.80%	94.18%	100.00%	30.00%	20.00%
毛利率	43.41%	3.73%	14.92%	15.00%	15.00%	15.00%
其中：房地产(亿元)	6.49	10.07	1.39	4.03	2.82	2.54
yoy	-77.16%	55.16%	-82.28%	-60.00%	-30.00%	-10.00%
毛利率	43.91%	39.62%	35.74%	25.00%	25.00%	25.00%
其中：其他业务(亿元)	0.60	0.39	0.18	0.39	0.39	0.78
yoy	25.00%	-35.00%	-15.19%	0.00%	0.00%	100.00%
毛利率	43.33%	25.64%	-3.92%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

(5) 期间费用率：公司近年来持续压降销售费用，24 年销售费用率同比下降 0.29pct 至 0.39%，25H1 销售费用率同比下降 0.23pct 至 0.22%，我们预计 25-27 年公司销售费用率为 0.35%；虽然公司 24 年管理费用率较 23 年提升 0.33pct 至 2.18%，但在提升管理效率的背景下，公司 25H1 管理费用率同比下行 0.78pct 至 1.56%，考虑到管理绩效的持续提升，我们预计 25-27 年管理费用率为 2.0%；公司 24 年研发费用率下降 0.53pct 至 2.67%，随着公司持续转型，25H1 公司研发费用率提升 0.23 至 2.72%，随着转型的持续推进，我们预计公司研发费用率将有所攀升，预计 25-27 年公司研发费用率为 3.2%。

根据以上假设，我们预计公司 2025-2027 年的营收分别为 58.4/61.3/67.8 亿元；对应营收增速分别为 -1.38%/+4.89%/+10.71%。对应毛利率分别为 13.76%/13.63%/13.69%。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.87/3.09/3.50 亿元，EPS 分别为 0.23/0.25/0.28 元/股。

4.2、相对估值

公司以传统工程施工为主业，近年来持续推进“建筑+新能源+科技”战略，业务从传统基建拓展至光伏储能、分布式能源及智能化施工等领域。公司积极抓住行业智能化转型窗口，战略参投镜识科技、宏思未来，并与矩阵超智共建“宁波星际动力”，正式切入具身智能与人形机器人整机平台。公司通过与矩阵超智合作，将重点围绕伺服电机、灵巧手、具身智能算法等关键模块开展二次开发，有望共同推动机器人在城市基础设施、工业运维与智慧工厂等场景中的规模化落地。目前矩阵超智已构建起宏润建设、浙海德曼、金马游乐、爱克股份、卡倍亿等多家上市公司协同的生态合作体系，合作模式覆盖战略参股、OEM 制造、文旅应用、供应链协同与合资公司共建等全链条环节。

根据我们的预测，公司 25/26/27 年的 EPS 分别为 0.23/0.25/0.28 元/股。当前股价对应 PE 分别为 40X/37X/33X。

从表 6 可看出，传统市政工程企业的估值水平较低，虽然机器人业务在公司业绩端尚无体现，但公司正积极布局推进，通过战略投资及成立合资公司等实现转型，具身智能与人形机器人已成为公司重要的转型方向，公司正逐步走出和传统建筑工程企业差异化的道路。相较于传统市政工程企业，公司估值水平已有明显提升，从公司以往新业务领域切入的成功经验来看，市场已逐步认可公司的转型方向并进行定价。

在建筑行业整体承压的背景下，行业内也有多个公司推动向科技方向的转型，且估值都有明显提升，如上海港湾及汇绿生态；建筑上市公司中暂无和公司传统业务方向及转型方向完全一致的公司，但从建筑行业内转型企业上海港湾及汇绿生态来看，公司当前估值仍在合理区间；同时相较于矩阵超智合作体系内的其他公司，公司估值也尚处低位。

表 6：可比公司估值表

代码	公司简称	公司可比类别	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002061.SZ	浙江交科	传统市政工程企业	107.24	0.50	0.49	0.54	9	8	7
600170.SH	上海建工		239.03	0.18	0.24	0.25	12	11	11
600820.SH	隧道股份		203.42	0.90	0.94	0.99	8	7	7
605598.SH	上海港湾	建筑行业内转型企业，转型商业航天	160.57	0.39	0.58	0.75	255	114	87
001267.SZ	汇绿生态	建筑行业内转型企业，转型光通信	178.31	0.08	0.11	0.22	196	202	104
688577.SH	浙海德曼	矩阵超智生态链公司	107.34	0.34	0.41	0.66	273	233	146
300756.SZ	金马游乐		89.11	0.05	0.70	1.17	109	81	49
300863.SZ	卡倍亿		96.50	1.30	1.22	1.56	57	42	32
002062.SZ	宏润建设	矩阵超智生态链公司，从传统市政工程转型机器人	115.31	0.23	0.23	0.25	41	40	37

资料来源：wind，股价时间为 2026 年 1 月 5 日，宏润建设为光大证券研究所预测，其余 EPS 及 PE 预测为万得一致预期

4.3、投资建议

我们看好公司转型业务的发展，尤其与矩阵超智设立合资公司，双方将重点围绕伺服电机、灵巧手、具身智能算法等关键模块开展二次开发，有望共同推动机器人在城市基础设施、工业运维与智慧工厂等场景中的规模化落地。公司新能源业务的投运也将带来业绩增长，同时随着化债的推进，市政建筑传统主业也有望逐步修复。在基本盘稳定的情况下，公司的成长性可期。

预计 2025-2027 年期间公司归母净利润分别为 2.87/3.09/3.50 亿元，折算 EPS 分别为 0.23/0.25/0.28 元/股。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

5、风险分析

建筑行业景气度不及预期风险。

公司当前收入与利润仍高度依赖轨道交通、市政等传统基建施工板块，主业占比较高，对行业周期波动较为敏感。在地产链条下行、地方政府债务严格约束的背景下，行业新签合同规模连续下滑，施工面积增速处于低位。如果行业复苏节奏弱于预期，公司在基建主业端的订单获取压力可能进一步加大，从而影响主业收入与利润的修复进度。

回款及现金流改善不及预期风险。

建筑行业普遍存在账期较长、回款节奏受地方财政影响强的特点。尽管化债政策持续推进，但其传导至项目结算与最终现金流改善具有一定滞后性。若下游支付能力恢复不及预期，公司可能面临应收账款高位波动、经营性现金流承压的情形，影响项目推进与资金周转效率。

新能源项目落地节奏不及预期风险。

公司新能源业务包括光伏组件制造、分布式光伏、集中式电站、储能电站等多个环节，项目落地受需求政策、电价机制、补贴退坡、并网容量等因素影响。如果行业装机增速下降或项目审批/并网进度延后，可能影响公司新能源收入确认与利润贡献节奏。

AI 机器人及智能建造业务落地不及预期风险。

智能建造及人形机器人仍处早期发展阶段，技术成熟度、成本结构、量产能力和实际工程场景落地均存在不确定性。公司与矩阵超智等合作虽具前瞻性，但短期内难以贡献可观利润，若技术迭代速度、应用验证或成本下降不及预期，可能影响其成为公司第三增长曲线的节奏。

合资公司运营及战略协同风险。

公司与矩阵超智共建的宁波星际动力是人形机器人战略的关键平台。若双方在研发、供应链、产线能力、交付体系等方面协同不及预期，可能影响人形机器人产品的量产周期与商业推广效果，进而推迟相关业务的收入与利润贡献。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,426	5,923	5,842	6,127	6,783
营业成本	5,450	4,943	5,038	5,292	5,855
折旧和摊销	116	132	125	141	155
税金及附加	88	102	164	123	115
销售费用	44	23	20	21	24
管理费用	119	129	117	123	136
研发费用	206	158	187	196	217
财务费用	35	17	41	45	46
投资收益	37	15	15	15	15
营业利润	451	442	341	369	421
利润总额	465	441	339	368	420
所得税	85	94	73	79	90
净利润	380	346	267	289	330
少数股东损益	41	63	-20	-20	-20
归属母公司净利润	339	283	287	309	350
EPS(元)	0.31	0.23	0.23	0.25	0.28

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,013	440	846	667	615
净利润	339	283	287	309	350
折旧摊销	116	132	125	141	155
净营运资金增加	-1,615	657	-385	-175	-146
其他	2,172	-632	819	392	256
投资活动产生现金流	-186	-298	-277	-249	-245
净资本支出	-227	-253	-254	-263	-259
长期投资变化	1,295	1,311	0	0	0
其他资产变化	-1,255	-1,356	-23	14	14
融资活动现金流	-822	179	-240	-247	129
股本变化	0	135	0	0	0
债务净变化	-774	38	-77	-105	267
无息负债变化	-188	-1,119	99	367	973
净现金流	4	320	329	171	498

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.2%	16.5%	13.8%	13.6%	13.7%
EBITDA 率	10.2%	12.0%	7.6%	8.5%	8.8%
EBIT 率	8.3%	9.7%	5.5%	6.2%	6.5%
税前净利润率	7.2%	7.4%	5.8%	6.0%	6.2%
归母净利润率	5.3%	4.8%	4.9%	5.0%	5.2%
ROA	2.4%	2.3%	1.7%	1.8%	1.9%
ROE (摊薄)	7.8%	5.7%	5.6%	5.7%	6.2%
经营性 ROIC	42.1%	24.8%	15.8%	19.8%	28.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	71%	66%	65%	65%	66%
流动比率	1.22	1.24	1.25	1.28	1.27
速动比率	1.03	1.10	1.05	1.08	1.09
归母权益/有息债务	1.78	2.00	2.15	2.36	2.22
有形资产/有息债务	6.32	6.03	6.31	6.81	6.68

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	15,601	15,177	15,378	15,883	17,367
货币资金	2,894	3,176	3,505	3,676	4,175
交易性金融资产	5	55	55	55	55
应收账款	1,626	1,906	1,244	1,222	1,287
应收票据	60	202	199	209	231
其他应收款 (合计)	131	199	126	123	126
存货	1,906	1,243	1,785	1,781	1,877
其他流动资产	118	115	114	113	116
流动资产合计	11,902	11,083	11,158	11,541	12,922
其他权益工具	19	20	20	20	20
长期股权投资	1,295	1,311	1,311	1,311	1,311
固定资产	1,031	1,018	1,189	1,332	1,443
在建工程	157	296	222	166	125
无形资产	70	73	82	93	103
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	494	463	459	459	459
非流动资产合计	3,699	4,094	4,219	4,341	4,445
总负债	11,055	9,974	9,996	10,258	11,498
短期借款	788	1,127	950	744	912
应付账款	6,685	6,290	6,411	6,734	7,450
应付票据	38	20	20	21	23
预收账款	1	9	9	9	10
其他流动负债	80	184	188	163	86
流动负债合计	9,731	8,933	8,895	9,045	10,152
长期借款	1,231	931	1,031	1,131	1,231
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	9	11	22	48
非流动负债合计	1,324	1,041	1,101	1,212	1,339
股东权益	4,545	5,203	5,382	5,625	5,867
股本	1,103	1,237	1,237	1,237	1,237
公积金	475	861	893	930	969
未分配利润	2,693	2,837	3,003	3,229	3,453
归属母公司权益	4,345	4,947	5,145	5,408	5,671
少数股东权益	200	257	237	217	197

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.68%	0.39%	0.35%	0.35%	0.35%
管理费用率	1.85%	2.18%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	0.55%	0.29%	0.69%	0.73%	0.68%
研发费用率	3.20%	2.67%	3.20%	3.20%	3.20%
所得税率	18%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.10	0.08	0.08	0.10
每股经营现金流	0.92	0.36	0.68	0.54	0.50
每股净资产	3.94	4.00	4.16	4.37	4.58
每股销售收入	5.83	4.79	4.72	4.95	5.48

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	30	41	40	37	33
PB	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	19.0	18.2	27.7	23.5	20.7
股息率	1.1%	1.1%	0.8%	0.9%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼