

智能基础设施资产服务龙头，发展前景广阔

投资要点

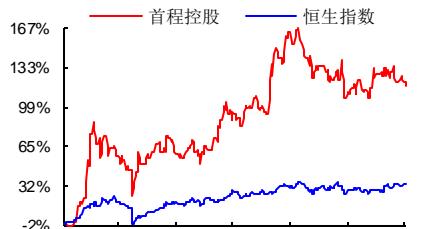
- 推荐逻辑：**1) 公司以资产融通+资产营运为核心的业务模式护城河已初步形成，2025年前三季度公司实现营收12.15亿港元，同比增长30%，实现归母净利润4.88亿港元，同比增长22%；2) 公司通过股权投资构建独有生态布局，投资包括宇树科技等众多优质项目，截至2025年12月底公司项目的平均账面回报超过4倍，部分项目单项目回报超过10倍；3) 公司的现金及现金等价物超过39亿港元，为兑现高分红承诺提供了充裕的资金支持。
- 国内领先的智能基础设施资产服务商。**公司第一大股东是首钢集团，综合实力强劲，在人员配置、资源获取等多个方面给予了公司支持。2016年，公司逐步停止铁矿石贸易业务，2020年公司正式更名为“首程控股”，经过多年的发展，公司成功转型为中国智能基础设施资产服务商，2025年前三季度公司实现营收12.15亿港元，同比增长30%，实现归母净利润4.88亿港元，同比增长22%。
- 停车资产管理向智慧化和低碳化方向发展。**我国机动车保有量持续增长，新能源汽车保有量占比超10%，2025年全国103个城市汽车保有量超过100万辆，与2024年相比增加7个城市，其中7个城市超500万辆，汽车的停车位缺口问题或进一步放大。随着车主对于绿色出行需求不断提升以及停车场方面面临多元化增收的迫切需求，近年来停车场在积极整合如充电桩等新能源设备和物联网设备等数智化软硬件系统，向智慧化和低碳化转型，增强可持续发展能力。
- 资产运营与基金管理双轮驱动。**停车场运营业务是公司的核心业务板块，公司通过卡位排他性资产获取项目持续增值收益，同时公司是国内首个停车资产类REITs项目发起方。公司通过股权投资构建独有生态布局，投资了包括宇树科技等众多优质项目，截至2025年12月底，公司的股权投资管理规模超300亿。公司积极推动机器人商业化落地与数智化转型，已签约机器人企业超过100家，打造了机器人体验店陶朱新造局，机器人直播间首程W常态化直播1.6万人次。
- 盈利预测与评级。**预计2025-2027年，公司分别实现营业收入约为15.8/20.24/24.7亿港元，同比分别+30%、+26.7%、+23.5%，归母净利润分别为6.5/8.0/9.8亿港元。我们选用PE对公司进行相对估值，公司有望受益于机器人运营和投资的先发优势，因此给予公司2026年25倍PE，对应目标价2.50港元，我们看好公司成为领先的智能基础设施资产服务商，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场风险、流动资金风险、股权投资业务落地不及预期风险等。

西南证券研究院

分析师：胡光怿
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：杨蕊
执业证号：S1250525070007
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	1.01-2.54
3个月平均成交量(百万)	47.37
流通股数(亿)	83.95
市值(亿)	172.93

相关研究

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	1215.12	1579.69	2001.39	2472.39
增长率	37.54%	30.00%	26.70%	23.53%
归属母公司净利润(百万港元)	410.20	645.78	804.67	983.43
增长率	1.64%	57.43%	24.61%	22.21%
每股收益EPS	0.05	0.08	0.10	0.12
净资产收益率	4.35%	6.76%	8.29%	9.93%
PE	42.16	26.78	21.49	17.58

数据来源：公司公告，西南证券

目 录

1 公司概况：国内领先的智能基础设施资产服务商	1
2 行业分析：停车资产管理向智慧化和低碳化方向发展	3
2.1 我国机动车保有量持续增长，新能源汽车保有量占比超 10%	3
2.2 停车位仍有较大缺口，未来将向智慧化和低碳化方向发展	4
3 公司分析：资产运营与基金管理双轮驱动	5
3.1 资产运营：停车领域龙头，产业园区及租赁住房提供新增量	5
3.2 股权投资构建独有生态，中国公募 REITs 市场最大产业投资方	6
4 财务分析：毛利率保持高位，资金储备充裕保障高分红	7
5 盈利预测与估值	8
5.1 盈利预测	8
5.2 相对估值	8
6 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2025H1)	1
图 3: 公司 2025H1 主营业务收入情况.....	2
图 4: 公司 2025H1 细分业务收入情况.....	2
图 5: 公司 2021 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2021 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 2015-2025 年全国机动车保有量及同比增速.....	3
图 8: 2015-2025 年全国汽车保有量及同比增速	3
图 9: 2015-2025 年全国新能源汽车保有量及同比增速.....	3
图 10: 2015-2025 年全国新能源汽车保有量占比 (%)	3
图 11: 2021-2025 年汽车保有量超过百万辆的城市 (个)	4
图 12: 2025 年汽车保有量超过百万辆的城市细分占比.....	4
图 13: 中国传统停车空间运营行业占比.....	4
图 14: 中国智慧停车空间运营行业市场规模 (亿元)	4
图 15: 中国境内 2025 年旅客吞吐量 TOP10 机场 (万人)	5
图 16: 2024 年首程控股第二期停车资产类 REITs 成功发行.....	5
图 17: 国家级城市更新示范园区-首钢园区	5
图 18: 资产运营业务收入及增速	5
图 19: 公司投资的部分企业	6
图 20: 公司通过体验店和直播间等渠道触达个人用户	6
图 21: 公司参与设立和管理的北京平准基金	6
图 22: 资产融通业务收入及增速	6
图 23: 公司销售毛利率和销售净利率.....	7
图 24: 公司期间费用率	7
图 25: 公司现金及现金等价物 (亿港元)	7
图 26: 公司资产负债率 (%)	7

表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率	8
表 2: 可比上市公司估值	8
附表: 财务预测与估值 (百万港元)	10

1 公司概况：国内领先的智能基础设施资产服务商

公司前身成立于 1985 年，此后被东荣有限公司收购，并于 1991 年成功在联交所上市，证券名称为“东荣钢铁”。公司上市仅一年即被首钢集团联合长江实业收购，成为首钢集团的子公司，1993 年 7 月公司更名为“首长国际”。受 2008 年金融危机以及宏观经济周期和国内产业结构升级影响，公司连续多年出现巨额亏损。2016 年，公司逐步停止铁矿石贸易业务，同时首钢集团将停车出行及基础设施不动产基金管理资产注入公司。公司还陆续引入欧力士集团、新创建集团以及北京国管等战略投资人加速推进战略转型，为公司带来了各类行业资源。2020 年公司正式更名为“首程控股”，经过多年的发展，公司成功转型为中国智能基础设施资产服务商，致力于打造资金-资本-资产循环体系，推动金融与实体经济融合。

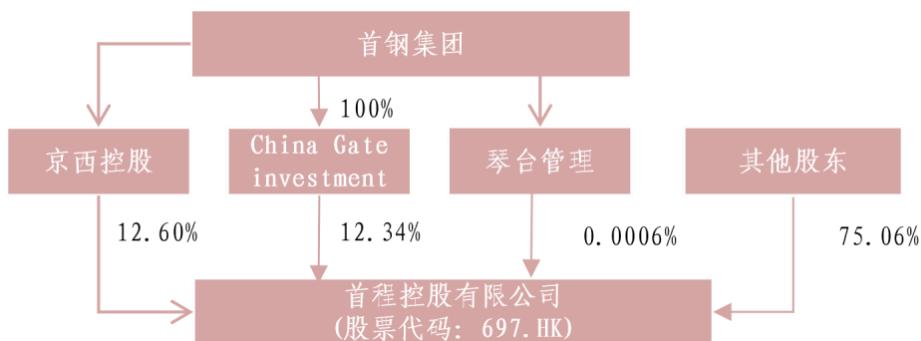
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司第一大股东是首钢集团，截至 2025 年上半年首钢集团通过京西控股、China Gate investment 和琴台管理合计持股接近 25%。首钢集团是北京市国资委旗下的大型钢铁集团，业务涵盖钢铁、矿产资源、城市基础设施服务、金融和房地产等多个领域，具有很强的综合实力。截至 2024 年底，首钢集团资产总额 5185.63 亿元，所有者权益 1730.44 亿元；2024 年实现营业收入 2259.69 亿元，利润总额 61.37 亿元。首钢集团在人员配置、资源获取等多个方面给予了公司支持，使得公司能够在对外投资和合作等方面迈出更大的步伐。

图 2：公司股权结构（截至 2025H1）

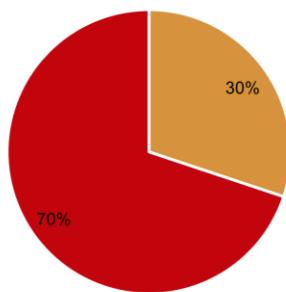


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司主营业务结构：公司专注于资产运营和资产融通两大核心业务方向，其中资产运营收入又分为运营服务收入、租赁收入和服务特许经营安排建造收入；资产融通收入原先分为基金管理服务收入、按公允价值计入损益之金融资产之投资收益和投资基金的超额回报，2024年2月8日中国证监会发布的《监管规则适用指引-会计类第4号》允许将长期持有REITs份额列为权益工具，公司在2023年年报的主席报告书中披露已根据最新的会计准则进行调整，因此截至2025年上半年，公司资产融通收入分为基金管理服务收入以及按公允价值计入损益之金融资产之投资收益。从主营业务收入来看，资产运营贡献主要收入，占比约70%，进一步细分来看，以停车资产管理为主的运营服务贡献主要收入，占比约65%。

图3：公司2025H1主营业务收入情况

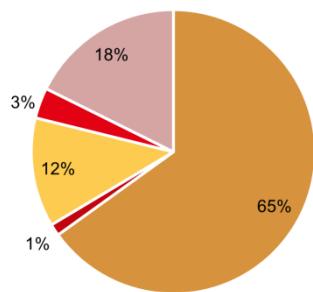
■资产融通 ■资产营运



数据来源：iFinD，西南证券整理

图4：公司2025H1细分业务收入情况

■运营服务 ■特许经营 ■基金管理 ■租赁 ■投资收益

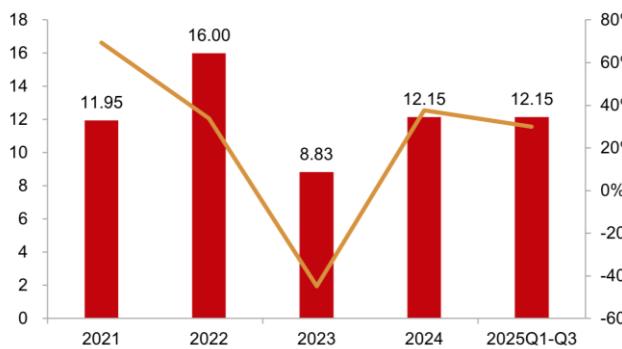


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司业绩状况：公司2021年大幅亏损主要系公司推行战略性重组，剥离首钢资源产生的减值亏损16.15亿港元所致，而公司在2022年和2023年的营收及净利润波动，尤其是归母净利润波动则主要是源于公司持有的REITs二级市场价格大幅调整，公司按照公允价值计量产生损益导致。2024年以来，公司采用了新的REITs会计准则，降低了二级市场波动对于利润表的影响，同时叠加公司停车场运营业务扩张，公司收入和规模净利润均有所回升，2025年前三季度，公司实现营收12.15亿港元，同比增长约30%，实现归母净利润4.88亿港元，同比增长约22%。未来随着公司通过资产运营孵化核心资产、投后赋能提升企业估值，并通过资产融通实现资金的高效循环利用，有望在深耕主业的基础上持续释放经营效益。

图5：公司2021年以来营业收入及增速

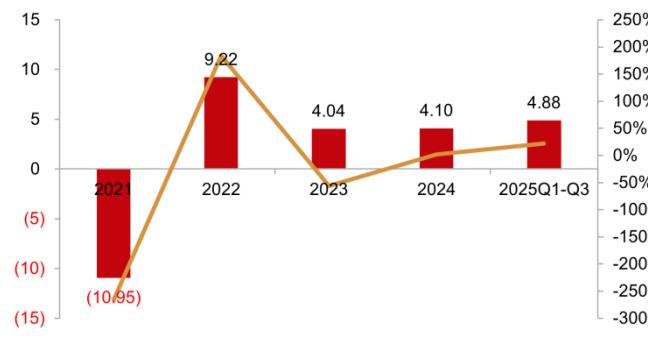
■营业收入（亿港元） ■增速（%）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图6：公司2021年以来归母净利润及增速

■归母净利润（亿港元） ■增速（%）



数据来源：iFinD，西南证券整理

2 行业分析：停车资产管理向智慧化和低碳化方向发展

2.1 我国机动车保有量持续增长，新能源汽车保有量占比超 10%

据公安部统计，2025 年，全国机动车保有量达 4.69 亿辆，同比增长 3.53%，其中汽车 3.66 亿辆，同比增长 3.68%。全国新注册登记机动车 3535 万辆，连续 11 年超过 3000 万辆，其中，新注册登记汽车 2619 万辆。2025 年全国新领证驾驶人 2051 万人，截至 2025 年底，全国机动车驾驶人数量达 5.59 亿人，其中汽车驾驶人 5.25 亿人，占驾驶人总数 93.87%。

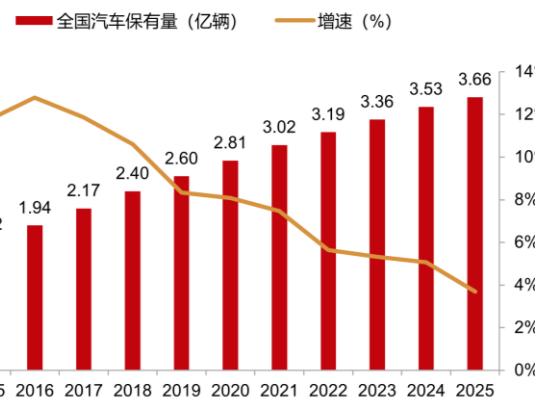
近年来，公安部会同商务部等部门推出便利异地交易登记等系列改革措施，更好促进二手车流通，我国汽车转让登记数量持续增长，二手车交易市场活跃，2025 年全国公安交管部门共办理机动车转让登记业务 4111 万笔，连续 6 年超过汽车新车注册登记量。

图 7：2015-2025 年全国机动车保有量及同比增速



数据来源：公安部，西南证券整理

图 8：2015-2025 年全国汽车保有量及同比增速



数据来源：公安部，西南证券整理

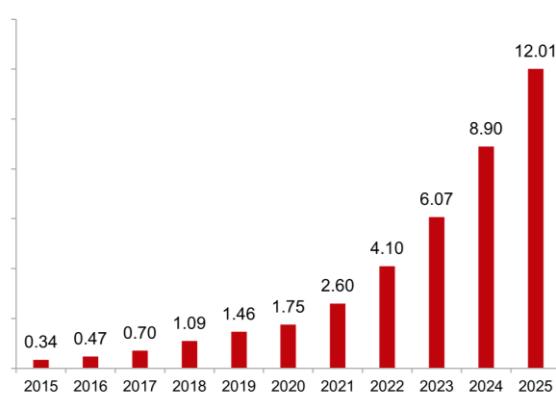
截至 2025 年底，全国新能源汽车保有量达 4397 万辆，占汽车总量的 12.01%；其中纯电动汽车保有量 3022 万辆，占新能源汽车保有量的 68.74%。2025 年新注册登记新能源汽车 1293 万辆，占新注册登记汽车数量的 49.38%，与 2024 年相比增加 168 万辆，增长 14.93%。

图 9：2015-2025 年全国新能源汽车保有量及同比增速



数据来源：公安部，西南证券整理

图 10：2015-2025 年全国新能源汽车保有量占比（%）

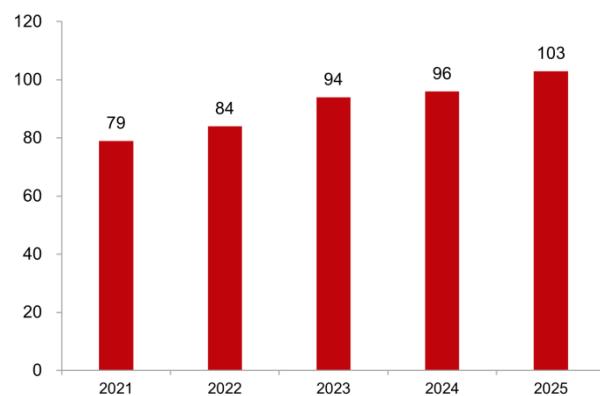


数据来源：公安部，西南证券整理

2.2 停车位仍有较大缺口，未来将向智慧化和低碳化方向发展

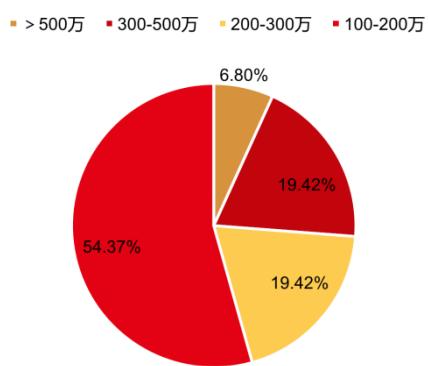
经营性收费停车场一般包括立交桥下停车场、路外公共停车场、公建配建停车场及驻车换乘停车场等。根据公安部统计，2024年全国有96个城市的汽车保有量超过百万辆，与2023年相比增加2个城市。根据住建部2015年发布的《城市停车设施规划导则》，规划人口小于50万的城市，停车位供应总量与汽车保有量比例应控制在1.1:1~1.5:1之间，规划人口大于50万的城市，停车位供应总量与汽车保有量比例应控制在1.1:1~1.3:1之间。根据《首程控股有限公司2025年跟踪评级报告》，2024年城市汽车与停车位平均比例约为1:0.8，与1:1.1的下限仍有较大差距。2025年全国103个城市汽车保有量超过100万辆，与2024年相比增加7个城市，其中7个城市超500万辆，汽车的停车位缺口问题或进一步放大。

图 11：2021-2025年汽车保有量超过百万辆的城市（个）



数据来源：公安部，西南证券整理

图 12：2025年汽车保有量超过百万辆的城市细分占比



数据来源：公安部，西南证券整理

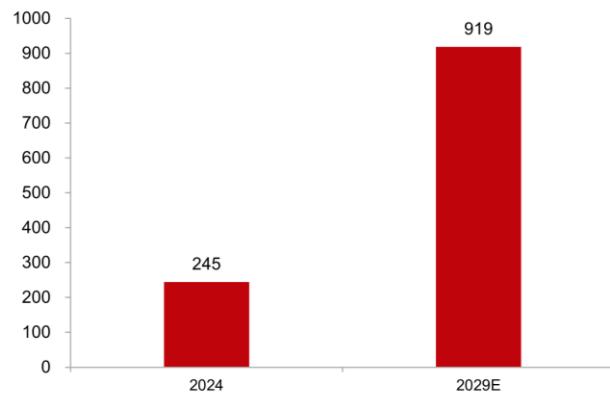
据思瀚产业研究院报告，中国停车空间运营行业市场规模由2020年的4894亿元增长至2024年的7777亿元。其中传统停车空间运营行业的市场规模达到人民币7532亿元，占整体市场规模的96.9%。随着车主对于绿色出行需求不断提升以及停车场方面临多元化增收的迫切需求，近年来停车场在积极整合如充电桩等新能源设备和物联网设备等数智化软硬件系统，向智慧化和低碳化转型，增强可持续发展能力，预计到2029年，中国智慧停车空间运营行业的市场规模将增至人民币919亿元，2025年至2029年的CAGR为30.3%。

图 13：中国传统停车空间运营行业占比



数据来源：思瀚产业研究院，西南证券整理

图 14：中国智慧停车空间运营行业市场规模（亿元）



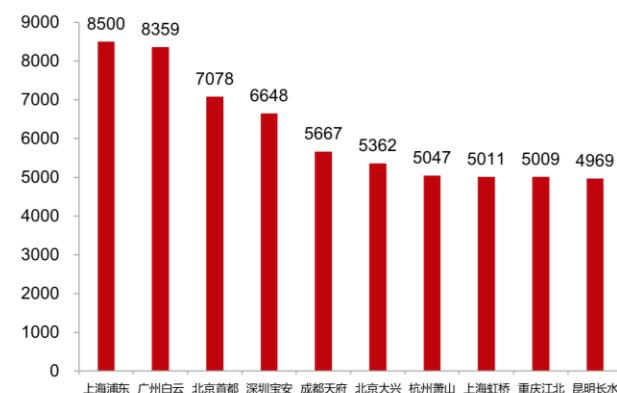
数据来源：思瀚产业研究院，西南证券整理

3 公司分析：资产运营与基金管理双轮驱动

3.1 资产运营：停车领域龙头，产业园区及租赁住房提供新增量

停车场运营业务是公司的核心业务板块，公司深耕京津冀、长三角、成渝及大湾区四大区域，通过卡位排他性资产获取项目持续增值收益，主要涵盖交通枢纽类（机场、高铁站等）、市政配套类（医院、路侧、“P+R”、公建景区等）以及商办产权类（园区、写字楼、商业综合体等）三大业态。根据航班管家数据，2025年，公司覆盖年旅客吞吐量前十机场中的五座机场，包含北京首都机场和大兴机场、上海虹桥机场以及广州白云机场。同时，公司在资产盘活方面积极探索REITs的发行路径，作为国内首个停车资产类REITs项目的发起方，公司已形成“投-运-退-再投”的成长飞轮，提前实现资金回笼，有效提升资产运营周转效率。

图 15：中国境内 2025 年旅客吞吐量 TOP10 机场（万人）



数据来源：航班管家，西南证券整理

公司产业园区及租赁住房业务则是围绕核心区域的核心资产，不断拓展收入品类，形成“运营提效+资产增值+证券化退出”的基础设施资产循环模式，截至2025年3月，公司园区在管面积超过120万平方米，打造了国家级城市更新示范园区首钢园区等项目。整体来看，公司资产运营业务自2022年以来整体保持稳健增长，从2022年的5.84亿港元增长至2024年底的9.21亿港元，2025年前三季度，公司资产运营收入为7.83亿港元，同比增长约16%。

图 17：国家级城市更新示范园区-首钢园区



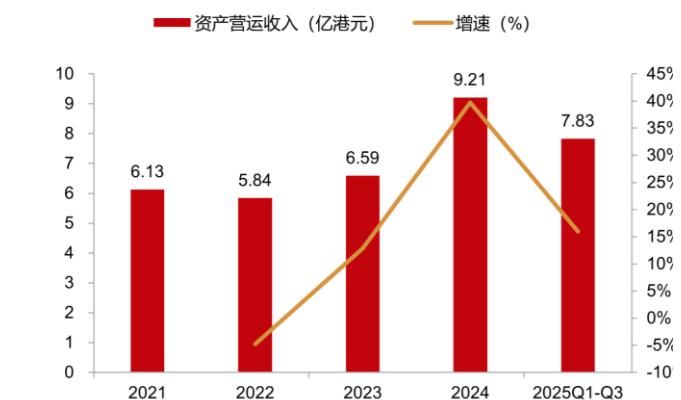
数据来源：公司宣传材料，西南证券整理

图 16：2024 年首程控股第二期停车资产类 REITs 成功发行



数据来源：首钢集团，西南证券整理

图 18：资产运营业务收入及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

3.2 股权投资构建独有生态,中国公募 REITs 市场最大产业投资方

经过多年的探索和实践,公司已通过股权投资构建独有生态布局,投资了包括宇树科技、银河通用、星海图、理想汽车、图湃医疗、地平线、药明康德等在内的众多优质项目,截至2025年12月底,公司的股权投资管理规模超300亿,储备项目超400个,项目平均账面回报超过4倍,部分项目单项目回报超过10倍。近年来,公司聚焦机器人等赛道,秉持行业聚焦打深打透、不赋能不投资的投资理念,构建机器人生态,推动其商业化落地与数智化转型,致力于打造集产品展示、销售租赁、场景应用于一体的机器人产业链综合服务平台,推动机器人技术与实体场景深度融合,截至2025年12月底,公司已签约机器人企业超过100家,打造了机器人体验店陶朱新造局,机器人直播间首程W常态化直播1.6万人次。

图 19: 公司投资的部分企业



数据来源: 公司宣传册, 西南证券整理

同时,公司提供“基金募集及底层资产运营-REITs 发行及咨询-REITs 战略配售投资”的全生态链基础设施资产融通服务,投向 REITs 一二级市场,通过深度链接资金与资产打造不可复制的基础设施资产循环模式,公司是中国公募 REITs 市场最大的产业投资方,与中国人寿联合设立总规模 100 亿元的国内首支二级平准基金,又与中国人寿、阳光保险分别联合设立 pre-REITs 基金,合计总规模 200 亿元,在国内已发行公募 REITs 中,公司累计认购的战略份额达 33 支。2025 年前三季度,公司资产融通业务收入为 4.32 亿港元,同比增长约 66%。

图 21: 公司参与设立和管理的北京平准基金



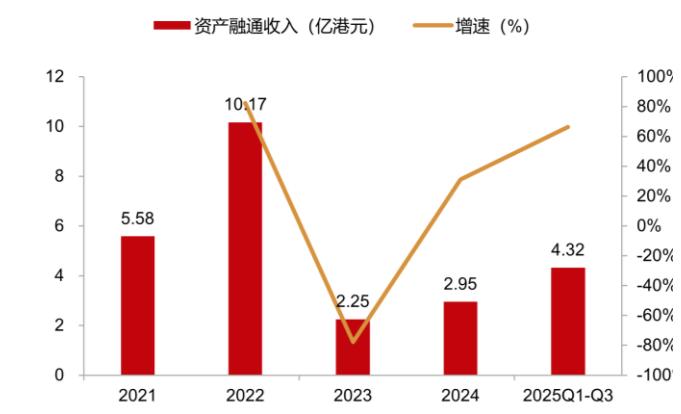
数据来源: 公司官方公众号, 西南证券整理

图 20: 公司通过体验店和直播间等渠道触达个人用户



数据来源: 公司宣传册, 西南证券整理

图 22: 资产融通业务收入及增速

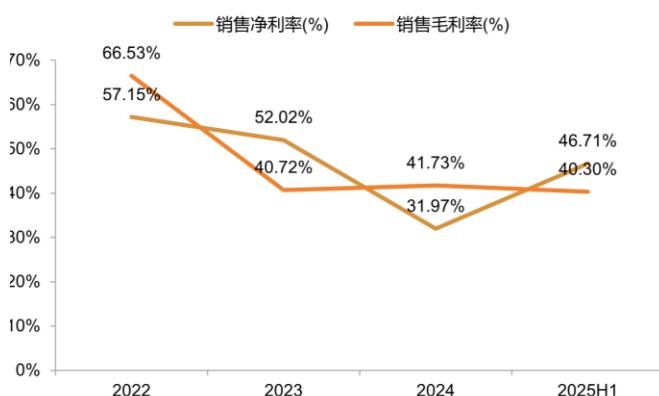


数据来源: iFinD, 西南证券整理

4 财务分析：毛利率保持高位，资金储备充裕保障高分红

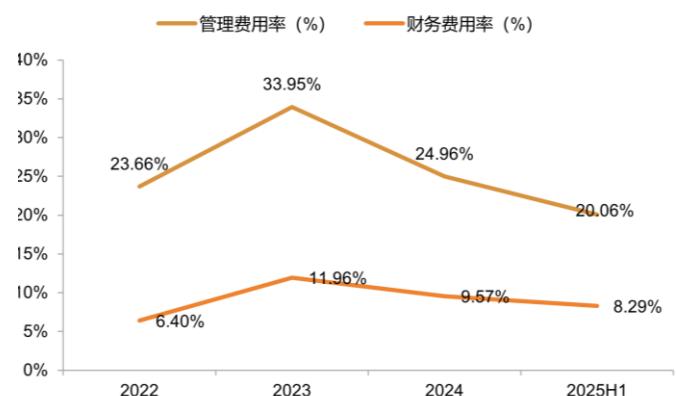
公司以资产融通+资产营运为核心的业务模式护城河已初步形成，成为了细分基础设施资产领域的领导企业。销售毛利率方面，2025年上半年得益于西安咸阳国际机场T5航站楼停车场项目等新增项目的高效运营及北京首都国际机场项目等存量项目的运营提效，公司的营收同比有所上涨，在营收增长的带动下，2025年上半年公司毛利率为40.30%，维持高位。同时公司在运营科技方面持续投入、积极推动数智化运营升级，2025年上半年，公司正式上线AI智慧客服与问答功能，能够智能回应停车计费、发票开具、月租办理等高频需求，人工客服工作量降低超50%，显著提升了管理效率，2025年上半年公司管理费用率为20.06%，同比下降2.72个百分点，带动了销售净利率同比提升1.18个百分点。

图 23：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源: iFinD, 西南证券整理

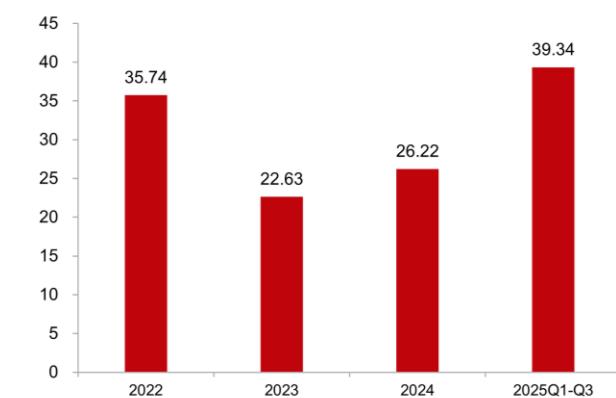
图 24：公司期间费用率



数据来源: iFinD, 西南证券整理

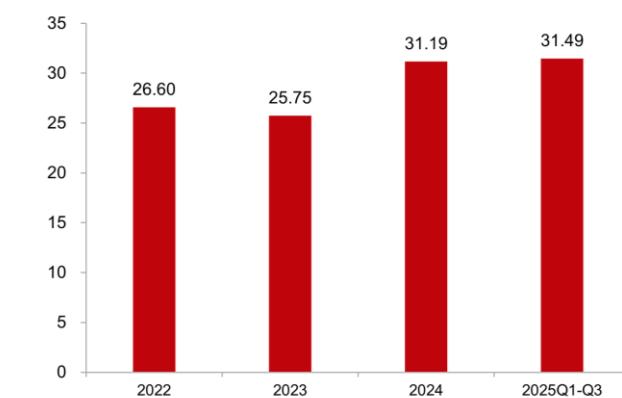
公司考虑到基础设施资产管理业务增长稳定、现金流良好的属性，加之为保证公司股息安排的连贯性，展示公司坚定回馈股东支持的信心与决心，2023年公司发布公告，宣布2023至2027年在相关法规及公司股息政策允许范围内，且无不可预见情况下，每年向股东派发当年本公司拥有人应占溢利的80%作为股息，并保留根据业绩增长调整更高派息的可能性。截至2025年前三季度，公司的资产负债率为31.49%，处于行业良好水平，同时公司现金及现金等价物超过39亿港元，为兑现高分红承诺提供了充裕的资金支持。

图 25：公司现金及现金等价物（亿港元）



数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 26：公司资产负债率（%）



数据来源: iFinD, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

基于上述分析，我们做出如下假设：

假设 1：资产运营方面，公司不断强化旗下资产的数字化和增值服务能力，同时计划持续新增机器人科技资产运营等业务，因此预计 2025 - 2027 年收入同比增长 30%/25%/20%。

假设 2：资产融通方面，公司持续布局优质资产 REITs 和机器人的投资，伴随投资规模的扩大，基金管理服务等收入也会增加，预计 2025 - 2027 年收入同比增长 30%/32%/34%。

假设 3：公司储备了超 400 个优质股权投资项目，随着公司持续挖掘并实现投资退出，公司盈利质量有望不断提升，预计 2025 - 2027 年公司毛利率分别达到 45%、47%、49%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元港币		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	收入	1215.1	1579.7	2001.4	2472.4
	增速	37.5%	30.0%	26.7%	23.5%
	成本	708.0	868.8	1080.8	1310.4
	毛利率	41.7%	45.0%	47.0%	49.0%
资产融通	收入	294.4	382.7	505.1	676.9
	增速	30.6%	30.0%	32.0%	34.0%
资产运营	收入	920.8	1197.0	1496.3	1795.5
	增速	39.9%	30.0%	25.0%	20.0%

数据来源：公司官网，西南证券

基于上述假设和测算：预计 2025 - 2027 年，公司分别实现营业收入约为 15.8/20/24.7 亿港元，同比分别+30%、+26.7%、+23.5%，归母净利润分别为 6.5/8.0/9.8 亿港元。

5.2 相对估值

公司商业模式独特，因此我们在 A 股选取与公司业务与市值相近的两家公司，结合行业属性选用 PE 对公司进行相对估值，2024 年两家公司的平均 PE 约为 27 倍。公司有望受益于机器人运营和投资的先发优势，因此给予公司 2026 年 25 倍 PE，对应目标价 2.50 港元，我们看好公司成为领先的智能基础设施资产服务商，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比上市公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
603093.SH	南华期货	18.94	0.75	0.66	0.74	0.81	25	29	26	23
002961.SZ	瑞达期货	25.22	0.86	1.06	1.21	1.34	29	24	21	19
平均值							27	26	23	21
0697.HK	首程控股	2.06	0.05	0.08	0.10	0.12	42	27	21	18

数据来源：Wind，西南证券整理（首程控股单位为港元）

6 风险提示

市场风险、流动资金风险、股权投资业务落地不及预期风险等。

附表：财务预测与估值（百万港元）

资产负债表	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2767.61	3610.97	4014.45	4402.84	营业额	1215.12	1579.69	2001.39	2472.39
应收账款	203.09	326.55	413.72	511.08	销售成本	708.03	868.83	1060.74	1260.92
其他应收款项	319.39	312.80	396.31	489.57	财务费用	116.29	60.26	57.16	55.77
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	99.77	334.67	523.24	735.39
其他流动资产	3226.79	3420.84	3927.37	4493.11	其他非经营损益	374.33	431.75	431.75	431.75
流动资产总计	6516.88	7680.75	8764.01	9911.63	税前利润	474.10	766.41	954.99	1167.14
固定资产	153.88	129.77	105.66	81.55	所得税	85.58	107.99	134.56	164.45
无形资产	2580.58	2150.48	1720.39	1290.29	税后利润	388.52	658.43	820.43	1002.69
其他非流动资产	3953.07	3831.06	3709.04	3587.03	非控制股东利润	-21.68	12.65	15.76	19.26
非流动资产合计	7312.20	6735.98	6159.77	5583.55	母公司股东利润	410.20	645.78	804.67	983.43
资产总计	13829.08	14416.74	14923.78	15495.18	EBITDA	846.86	1402.89	1588.37	1799.13
应付账款	452.75	645.15	787.66	936.30	NOPLAT	149.39	339.28	498.63	679.69
其他流动负债	485.21	780.63	968.47	1175.28	EPS(港元)	0.05	0.08	0.10	0.12
流动负债合计	979.93	1425.78	1756.13	2111.58					
其他非流动负债	1879.60	1879.60	1879.60	1879.60					
非流动负债合计	3333.31	3333.31	3333.31	3333.31					
负债合计	4313.24	4759.09	5089.44	5444.89					
股本	12994.85	12994.85	12994.85	12994.85					
母公司股东权益	9420.69	9549.84	9710.78	9907.46					
非控制股东权益	95.16	107.81	123.57	142.83					
权益合计	9515.84	9657.65	9834.35	10050.29					
负债和权益合计	13829.08	14416.74	14923.78	15495.18					
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	71.72	287.51	449.52	631.77	成长能力				
折旧与摊销	256.47	576.22	576.22	576.22	营收额增长率	37.54%	30.00%	26.70%	23.53%
财务费用	116.29	60.26	57.16	55.77	EBIT 增长率	3.19%	40.02%	22.44%	20.82%
其他经营资金	-194.80	167.31	-349.43	-403.78	盈利能力				
经营性现金净流量	249.68	1091.30	733.46	859.99	毛利率	41.73%	45.00%	47.00%	49.00%
投资性现金净流量	368.43	370.92	370.92	370.92	净利率	31.97%	41.68%	40.99%	40.56%
筹资性现金净流量	-191.63	-618.85	-700.90	-842.52	ROE	4.35%	6.76%	8.29%	9.93%
现金流量净额	426.49	843.36	403.48	388.39	ROA	2.97%	4.48%	5.39%	6.35%
					ROIC	2.00%	4.96%	8.13%	11.42%
					估值倍数				
					P/E	42.16	26.78	21.49	17.58
					P/S	14.23	10.95	8.64	6.99
					P/B	1.84	1.81	1.78	1.75
					股息率	0.02	0.03	0.04	0.05
					EV/EBIT	40.97	28.25	22.73	18.55
					EV/EBITDA	28.57	16.65	14.49	12.61
					EV/NOPLAT	161.93	68.84	46.14	33.38

数据来源: iFinD, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn