

智慧能源聚合服务商龙头，发展前景广阔

投资要点

- **事件：港华智慧能源发布 2025 年年报。**2025 年，公司实现营收 209.12 亿港元，同比下降约 1.89%，实现归母净利润 15.85 亿港元，同比下降约 1.29%。
- **全球领先的智慧能源聚合服务商。**公司为恒基兆业系内公司之一，控股股东是香港中华煤气，香港中华煤气是全港唯一的跨区域管道煤气供应商，在多方面给予了公司支持。2001 年，公司的前身港华燃气有限公司正式成立，2007 年，公司与百江燃气完成策略重组，正式统一使用“港华燃气”品牌运营内地业务。在全球的能源转型加速下，公司决定深度参与可再生能源与数智化能源系统的建设，以实际行动响应国家的“双碳”目标。2021 年，公司更名港华智慧能源，正式进军可再生能源业务。当前，公司定位全球领先智慧能源聚合服务商，以综能化、去碳化、数智化为战略核心，开展区域性的综合能源管理和服务。
- **城市燃气需求刚性，光伏市场有望回暖。**随着城市化建设的推进，城燃普及率逐年提高，2024 年我国城市燃气使用普及率达 98.64%。2024 年，从我国城市燃气需求分布来看，天然气需求占比 99.26%。我国燃气行业在建设和发展过程存在明显的区域性差异，华北地区天然气的人均用量远超其他地区。2025 年，全国光伏新增装机 3.17 亿千瓦，同比增长 14%。截至 2025 年 12 月，全国光伏发电装机容量已经达到 12 亿千瓦，同比增长 35%，继续保持快速发展势头，我国能源绿色低碳转型取得显著成效。国家相关部门与中国光伏行业协会协同发力，围绕产能调控与价格规范双核心，持续推进反内卷治理工作。
- **燃气业务与可再生能源双轮驱动。**截至 2025 年末，公司整体售气量达 173.7 亿立方米，总客户数达到 1839 万户。2025 年公司天然气购销价差扩大至每立方米 0.58 元人民币。公司依托已有的 128 个零碳智慧园区发挥规模与成本优势，并结合燃气板块协同效应，截至 2025 年底，公司可再生能源业务已覆盖 25 个省、自治区和直辖市，累计并网装机容量达到 2.8GW，受益于并网规模的增长，2025 年光伏发电量达到 24.8 亿千瓦时，同比增长约 36%。
- **盈利预测与评级。**预计 2026-2028 年，公司分别实现营收 211.9/217.5/226.3 亿港元，同比分别+1.3%、+2.7%、+4.1%，归母净利润分别为 16.3/16.8/17.3 亿港元。我们看好公司城市燃气业务的先发优势以及可再生能源的轻资产模式，首次覆盖，给予“持有”评级。
- **风险提示：**市场风险、国际油气价格波动风险、业务收益不及预期风险等。

| 指标/年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万港元) | 20912.01 | 21187.48 | 21750.55 | 22632.96 |
| 增长率 | -1.89% | 1.32% | 2.66% | 4.06% |
| 归属母公司净利润(百万港元) | 1585.36 | 1628.18 | 1675.94 | 1734.17 |
| 增长率 | -1.29% | 2.70% | 2.93% | 3.47% |
| 每股收益 EPS | 0.43 | 0.44 | 0.46 | 0.47 |
| 净资产收益率 | 6.16% | 6.00% | 5.87% | 5.78% |
| PE | 8.04 | 7.83 | 7.60 | 7.35 |

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
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) | 3.25-4.32 |
| 3 个月平均成交量(百万) | 5.6 |
| 流通股数(亿) | 36.72 |
| 市值(亿) | 127.41 |

相关研究

目 录

| | |
|----------------------------------|----------|
| 1 公司概况：全球领先的智慧能源聚合服务商 | 1 |
| 2 行业分析：城市燃气需求刚性，光伏市场有望回暖 | 3 |
| 2.1 我国城市燃气以天然气为主，需求相对刚性 | 3 |
| 2.2 光伏发电装机容量持续增长，反内卷驱动下盈利能力有望复苏 | 4 |
| 3 公司分析：燃气业务与可再生能源双轮驱动 | 5 |
| 3.1 燃气业务：国内城市燃气龙头，管道燃气气源稳定且充足 | 5 |
| 3.2 可再生能源：依托客户资源优势，积极向轻资产模式转型 | 6 |
| 4 财务分析：财务费用率持续下降，资金充裕保障分红 | 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 2025 年主营业务收入情况 | 2 |
| 图 4: 公司 2025 年底售气量下游占比情况 | 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: 我国城市燃气使用普及率 (%) | 3 |
| 图 8: 2024 年我国城市燃气中天然气需求占比 99.26%..... | 3 |
| 图 9: 2020-2025 年全国天然气表观消费量 (亿立方米) | 3 |
| 图 10: 2024 年我国天然气消费结构 (%) | 3 |
| 图 11: 全国光伏发电装机容量及增速 | 4 |
| 图 12: 全国分布式光伏新增发电装机容量 (亿千瓦) | 4 |
| 图 13: 单晶硅片年平均价格 (元/片) | 4 |
| 图 14: 光伏组件年平均价格 (元/瓦) | 4 |
| 图 15: 公司售气量 (亿立方米) | 5 |
| 图 16: 公司客户数 (百万户) | 5 |
| 图 17: 公司城燃价差 (元/立方米) | 5 |
| 图 18: 燃气业务收入及增速..... | 5 |
| 图 19: 公司光伏并网规模 (GW) | 6 |
| 图 20: 公司光伏发电量 (亿度电) | 6 |
| 图 21: 公司成功发行类 REITs..... | 6 |
| 图 22: 可再生能源业务收入及增速..... | 6 |
| 图 23: 公司销售毛利率和销售净利率 | 7 |
| 图 24: 公司财务费用率..... | 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 |

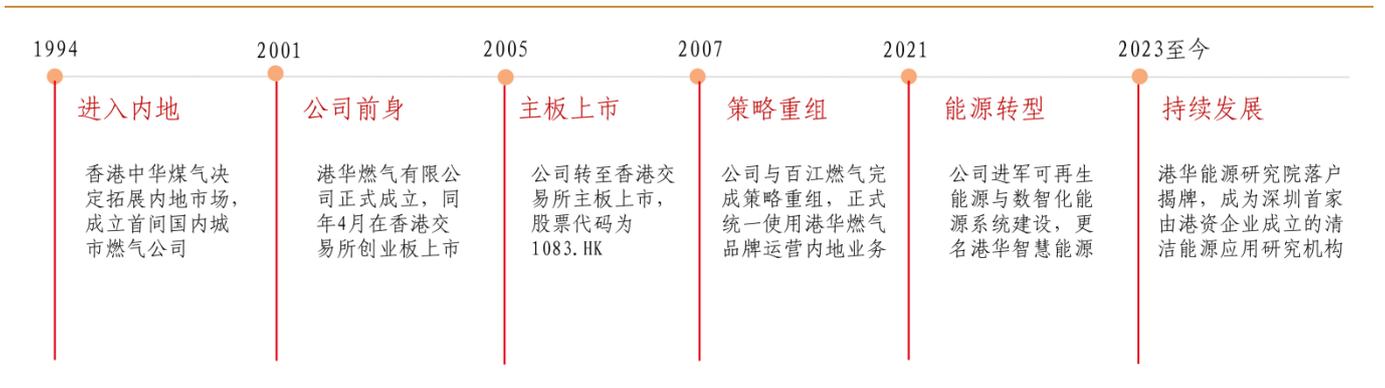
表 目 录

| | |
|--------------------------|----|
| 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：全球领先的智慧能源聚合服务商

上世纪 90 年代中期，香港中华煤气管理层放眼北方，瞄准正快速城市化的庞大市场及民众对安全管道燃气日益殷切的需求决定拓展内地市场，这一战略决策造就了公司的诞生和发展。1994 年香港中华煤气首间国内城市燃气公司成立，2001 年，公司的前身港华燃气有限公司正式成立，并于同年 4 月在香港交易所创业板上市，股票代码为 8132.HK。2005 年，公司转至主板上市，股票代码为 1083.HK。2007 年，公司与百江燃气完成策略重组，正式统一使用“港华燃气”品牌运营内地业务。在全球的能源转型加速下，公司决定深度参与可再生能源与数智化能源系统的建设，以实际行动响应国家的“双碳”目标，2021 年，公司更名港华智慧能源，正式进军可再生能源业务。当前，公司定位全球领先智慧能源聚合服务商，以综能化、去碳化、数智化为战略核心，开展区域性的综合能源管理和服务，包括能源基础设施的投资、建设和运营及能效管理等智慧增值服务，并依托智慧能源生态平台实现“源网荷储”一体化和能源管理数智化升级，全面打造碳智慧工业园区等，助力企业 ESG 管理。

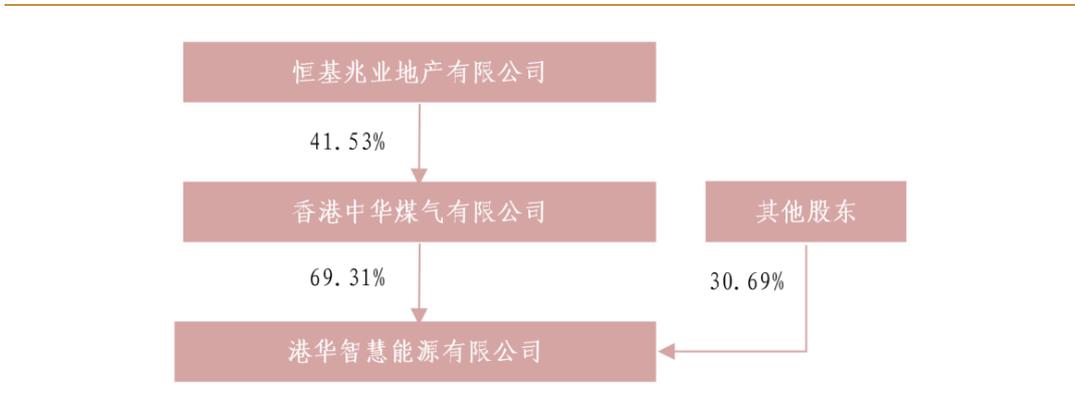
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

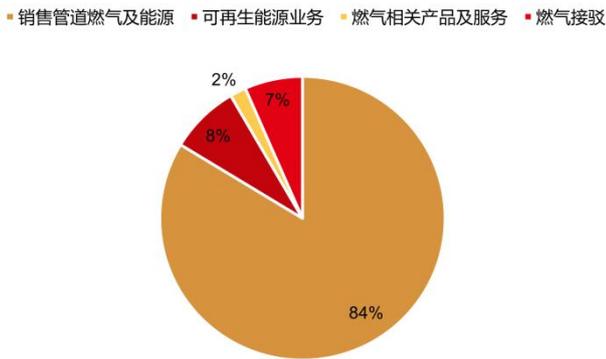
公司为恒基兆业系内公司之一，控股股东是香港中华煤气，截至 2025 年上半年，香港中华煤气持有公司股份超过 65%。香港中华煤气是香港第一家公用事业机构，也是全港唯一的跨区域管道煤气供应商，进入内地以来已发展成为中国能源行业龙头企业之一。香港中华煤气在多个方面给予了公司支持，使得公司能在对外合作等方面迈出更大的步伐。

图 2：公司股权结构（截至 2025H1）

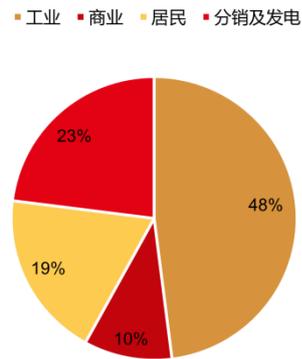


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司主营业务结构：公司长期以来主要从事燃气项目的投资、开发和运营管理，并在燃气业务基础上进步拓展经营领域，开展“燃气+”综合能源服务，提供一站式低碳、高效的轻资产类能源服务解决方案，满足客户的多元用能需求。截至 2025 年底，公司的营收主要来自两大业务，第一大业务为燃气业务，占比约 92%，第二大业务为可再生能源业务，占比约 8%，燃气业务又可进一步细分为销售管道燃气及能源、燃气接驳和燃气相关产品及服务，其中销售管道燃气及能源贡献主要收入，占比约 84%。从公司售气量的下游占比来看，工业贡献占比最大，为 48%，居民占比为 19%，分销及发电占比为 23%，商业占比为 10%。未来，随着公司统筹气量规模继续扩大和工商业发展，客户用气需求量有望继续上升。

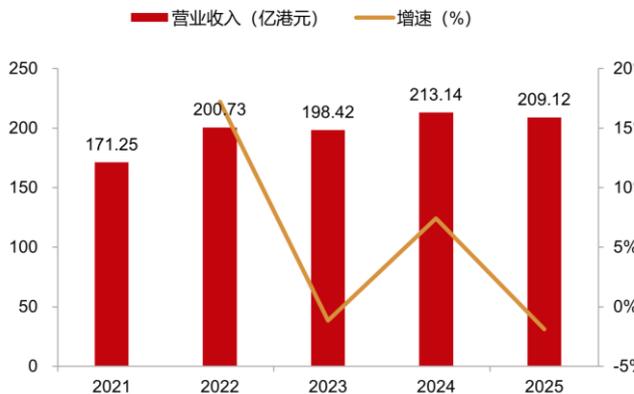
图 3：公司 2025 年主营业务收入情况


数据来源：iFinD，西南证券整理

图 4：公司 2025 年底售气量下游占比情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：公司的营收和归母净利润的波动主要受整体燃气销售量、上游气价成本传导以及可再生能源业务转型三大核心因素影响。2021 年，受益于整体燃气销售量增加 21% 至 145.79 亿立方米，公司的营收呈现双位数增长，2022 年则由于管道燃气顺价滞后等原因归母净利润大幅下滑，2023 年以来，随着管道燃气顺价情况持续改善，公司多个城市燃气项目所在城市已实现居民顺价，加之可再生能源业务通过轻资产模式的发展，规模效应在 2024 年开始全面体现，为公司带来了另一个利润增长动力。2025 年，虽然受暖冬、房地产及传统工业减产影响，工商业气量下跌，但整体而言公司业务利润维持相对稳健，公司实现营收 209.12 亿港元，同比下降约 1.89%，实现归母净利润 15.85 亿港元，同比下降约 1.29%。

图 5：公司 2021 年以来营业收入及增速


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

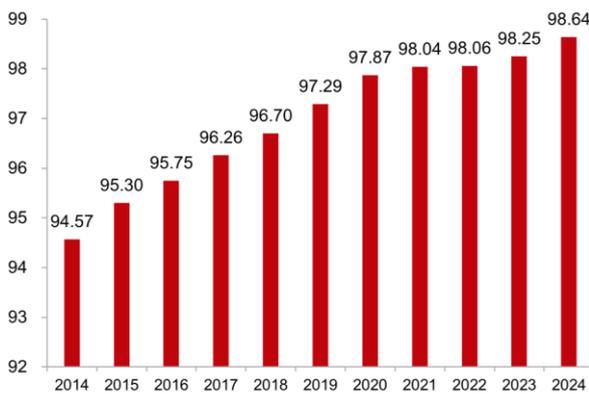

数据来源：iFinD，西南证券整理

2 行业分析：城市燃气需求刚性，光伏市场有望回暖

2.1 我国城市燃气以天然气为主，需求相对刚性

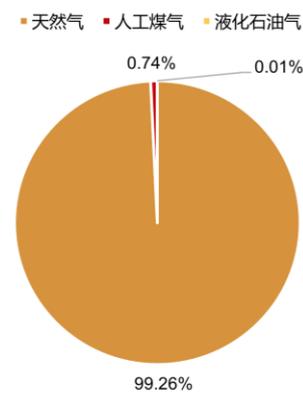
燃气是城市居民、工商用户的重要能源之一，作为公用事业，城燃行业发展的动力之一主要来自城市化。随着城市化建设的推进，城燃普及率逐年提高，2024 年我国城市燃气使用普及率达 98.64%。城市燃气主要包括天然气、液化石油气和人工煤气等。天然气凭借用途广泛、热值高和低碳等优势，随着行业的不断发展，成为我国城市燃气的主力。2024 年，从我国城市燃气需求分布来看，天然气需求占比 99.26%，人工煤气与液化石油气需求分别占比 0.74%与 0.01%。同时，我国燃气行业在建设和发展过程中存在明显的区域性差异，华北地区天然气的人均用量远超其他地区。据华经产业研究院数据，2024 年华北地区城市燃气供气总量占全国比重 21.70%，华东地区占 34.14%，其他地区供气量相对较少。

图 7：我国城市燃气使用普及率 (%)



数据来源：iFinD，西南证券整理

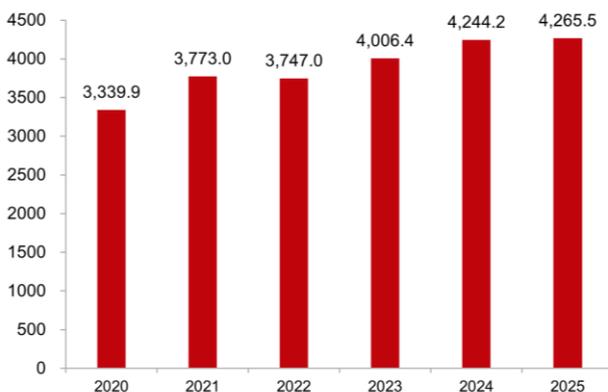
图 8：2024 年我国城市燃气中天然气需求占比 99.26%



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

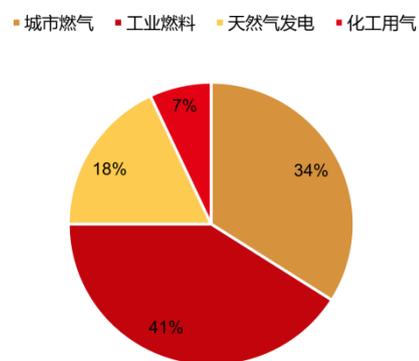
2025 年，全国天然气表观消费量 4265.5 亿立方米，同比微增 0.1%，其中，城市燃气需求相对刚性，消费保持相对稳定增长。2026 年是“十五五”开局之年，城市燃气虽然受冬季采暖、夏季制冷的季节性波动影响，但依托刚性需求、用气人口增长以及储气调峰设施的保供支撑，叠加天然气发电快速发展，全年天然气消费量增速或将有所回升。

图 9：2020-2025 年全国天然气表观消费量 (亿立方米)



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 10：2024 年我国天然气消费结构 (%)



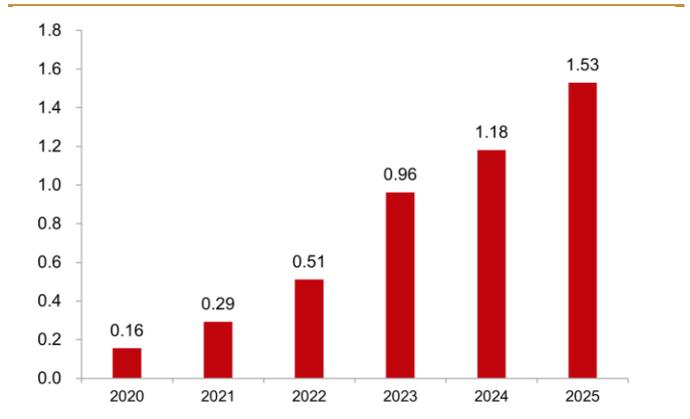
数据来源：中诚信国际，西南证券整理

2.2 光伏发电装机容量持续增长，反内卷驱动下盈利能力有望复苏

近年来，光伏产业已成为全球能源转型的核心力量。无论是欧洲加速脱碳布局、美国推动清洁能源战略，还是中国稳居全球最大光伏装机市场，光伏都在重塑世界能源版图。各国纷纷加码能源结构调整，光伏发电已从补贴依赖型产业，迈向以成本优势和效率提升为主导的市场化新阶段。从国内来看，我国以光伏发电为代表的新能源发展成效显著，装机规模稳居全球首位，发电量占比稳步提升，成本快速下降，已基本进入平价无补贴发展的新阶段。2025 年，全国光伏新增装机 3.17 亿千瓦，同比增长 14%，其中，集中式光伏新增 1.64 亿千瓦，分布式光伏新增 1.53 亿千瓦。截至 2025 年 12 月，全国光伏发电装机容量已经达到 12 亿千瓦，同比增长 35%，继续保持快速发展势头，我国能源绿色低碳转型取得显著成效。

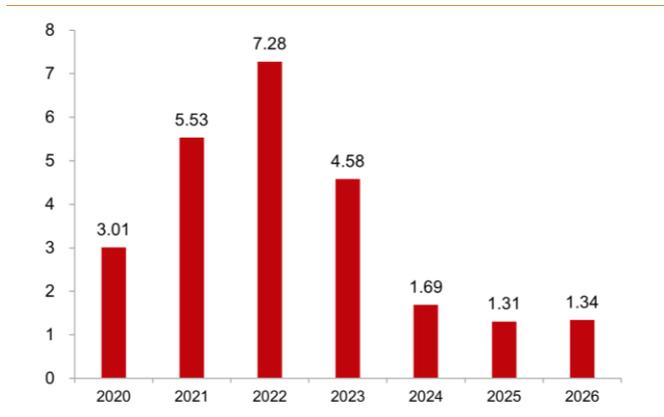
图 11：全国光伏发电装机容量及增速


数据来源：iFinD，西南证券整理

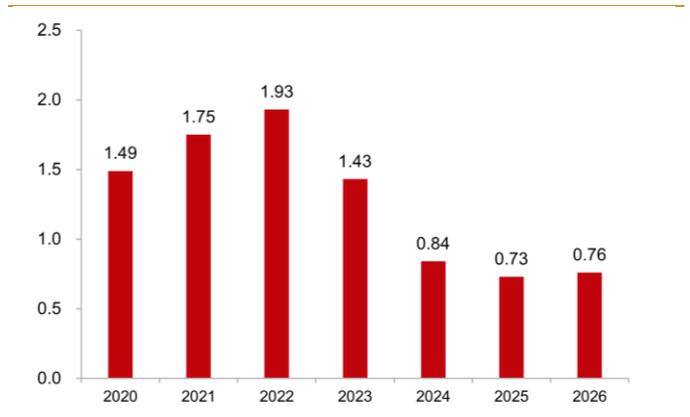
图 12：全国分布式光伏新增发电装机容量 (亿千瓦)


数据来源：iFinD，西南证券整理

目前，国家相关部门与中国光伏行业协会协同发力，围绕“产能调控”与“价格规范”双核心，持续推进“反内卷”治理工作。2024 年 10 月 18 日，中国光伏行业协会首次公开发布光伏产业链各环节成本底线，为规范市场秩序与遏制低价恶性竞争提供明确参考依据。需求方面，预计“十五五”期间我国光伏新增装机仍将维持一定规模，需求基本盘依然稳固。长期来看，“政府引导—行业协同—企业转型”的三方联动有望促进光伏产业有序出清落后产能，逐步破除“内卷式”竞争，届时产业链价格整体回升至正常逻辑，企业有望扭亏为盈。

图 13：单晶硅片年平均价格 (元/片)


数据来源：iFinD，西南证券整理 (2026 年数据截至 3 月 11 日)

图 14：光伏组件年平均价格 (元/瓦)


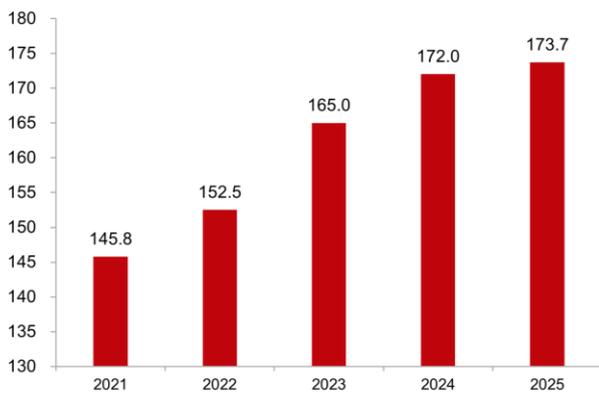
数据来源：iFinD，西南证券整理 (2026 年数据截至 3 月 11 日)

3 公司分析：燃气业务与可再生能源双轮驱动

3.1 燃气业务：国内城市燃气龙头，管道燃气气源稳定且充足

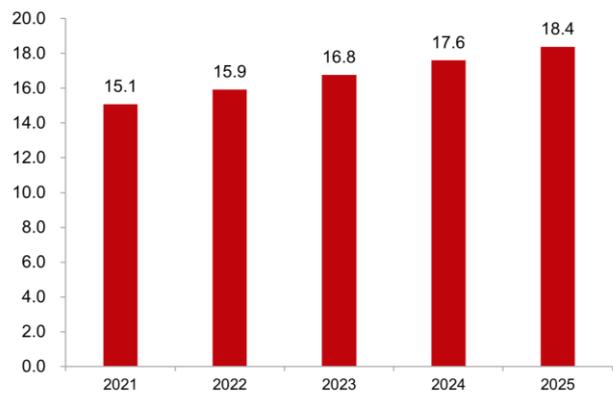
公司是中国五大全国性城市燃气企业之一，依托母公司香港中华煤气超过 160 年的运营经验，公司的业务管理能力和品牌受到了市场的广泛认可，市场地位很高。公司的主营业务为燃气销售，主要通过管道销售燃气，并通过积极建设燃气管道网络、销售燃气炉具等强化公司业务。公司客户数量较多且近年来呈现增长态势，截至 2025 年末，公司整体售气量达 173.7 亿立方米，同比增长约 1%，总客户数达到 1839 万户，年内新增用户数达到 75 万户。

图 15：公司售气量（亿立方米）



数据来源：公司公告，西南证券整理

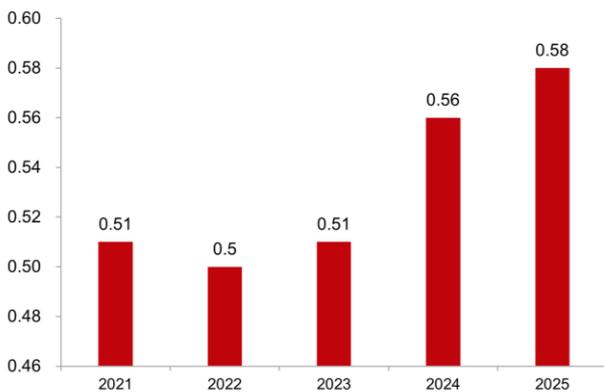
图 16：公司客户数（百万户）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司联同香港中华煤气进行天然气采购，通过与“三桶油”的合作锁定基础气源，在此基础上，公司通过与国家管网的合作，实现了全国范围内的优化调度和使用，有效保障了供气稳定性，同时通过 LNG 进口长约、提高自主气源占比等多元化气源供应策略以及建设储气库等措施加强天然气供应能力，从而有效提高调峰、应急储备和保供能力，降低公司气源成本。2025 年公司天然气购销价差扩大至每立方米 0.58 元人民币，较 2024 年进一步增长 0.02 元人民币。整体来看，公司的燃气业务自 2024 年以来营业收入基本维持在 190 亿港元以上，2025 年，公司燃气业务全年实现营业收入 192.53 亿港元，同比下降约 1%。

图 17：公司城燃价差（元/立方米）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：燃气业务收入及增速



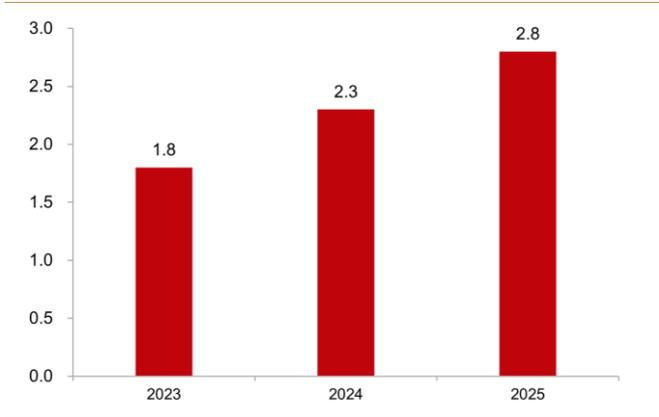
数据来源：iFinD，西南证券整理

3.2 可再生能源：依托客户资源优势，积极向轻资产模式转型

在“双碳”政策背景下，公司依托工商业客户数量较多和客户资源优质的优势，加速发力可再生能源业务，与燃气业务实现协同增长。公司秉持综合能源解决方案、去碳化和智能化三大核心战略方向，持续投资以“零碳智慧园区”为场景的可再生能源项目。公司可再生能源业务结构较为多元，涵盖光伏、储能、充换电、工商客户综合能源服务等。

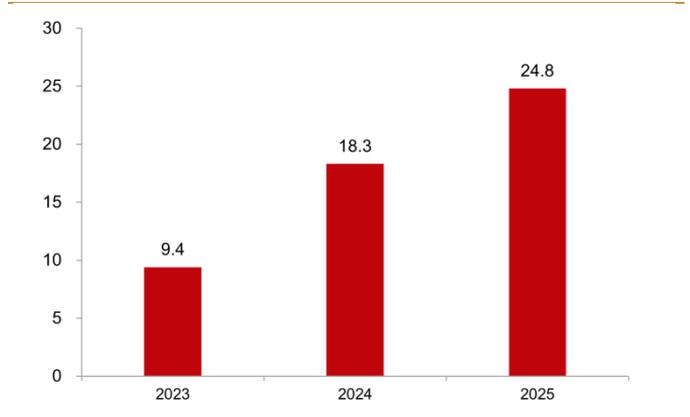
公司依托已有的 128 个零碳智慧园区发挥规模与成本优势，并结合燃气板块协同效应，截至 2025 年底，公司可再生能源业务已覆盖 25 个省、自治区和直辖市，服务工业客户超过 2000 个，客户基本盘稳固优质。分布式光伏年内新增并网 0.5GW，累计并网装机容量达到 2.8GW，碳资产管理和服务业务稳步扩容。受益于并网规模的增长，2025 年光伏发电量达到 24.8 亿千瓦时，同比增长约 36%，售电交易量达到 84 亿度。

图 19：公司光伏并网规模 (GW)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：公司光伏发电量 (亿度电)



数据来源：公司公告，西南证券整理

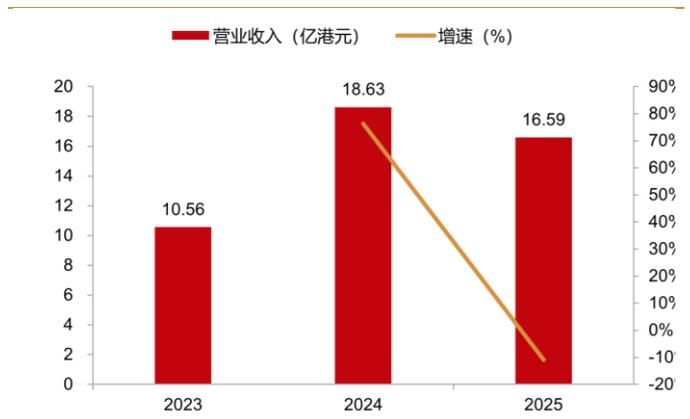
公司积极推动可再生能源业务向轻资产模式转型，通过引入策略性投资方及合作方提供开发服务、EPC 服务和运维服务，从单纯的光伏投资向提供综合光伏解决方案转型。截至 2025 年末，公司以资产管理规模为基础或依托的融资 (AUM 融资) 累计达 35 亿元人民币，年内 AuM 融资 18 亿元，其中两期类 REITs 13 亿元。2025 年，受午间谷价等电价政策调整影响，公司可再生能源业务实现营业收入为 16.59 亿港元，同比下降约 11%。

图 21：公司成功发行类 REITs



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：可再生能源业务收入及增速

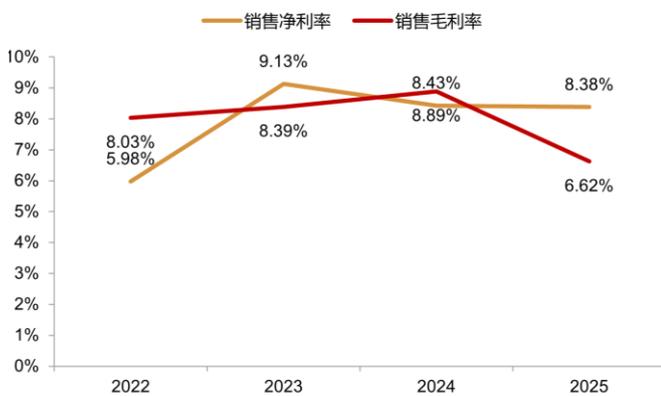


数据来源：iFinD，西南证券整理

4 财务分析：财务费用率持续下降，资金充裕保障分红

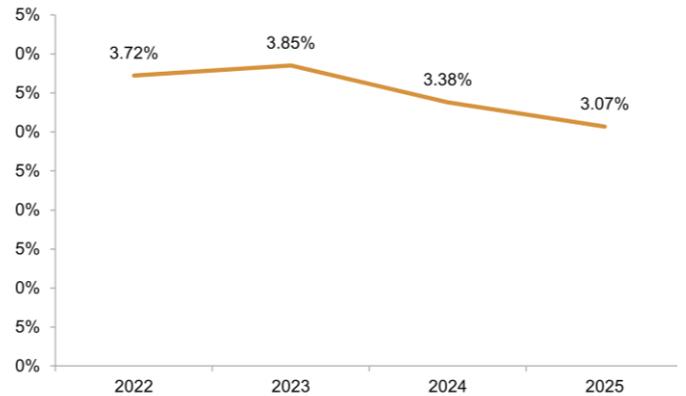
公司以燃气业务与可再生能源为核心的业务模式护城河初步形成，成为了国内细分领域的领导企业。2025 年受到全国房地产行业仍然低迷令新增燃气接驳户数减少，导致燃气接驳销售额减少，而公司燃气业务成本相对刚性影响，公司销售毛利率由 2024 年的 8.89% 下滑至 6.62%。公司没有管理费用和销售费用，期间费用主要为财务费用。2024 年以来，公司在内地市场发行工商业分布式光伏及储能资产支持专项计划（类 REITs）募集资金投资可再生能源项目，成功降低了融资成本。2025 年，公司财务费用率为 3.07%，同比下降了 0.31 个百分点，相比 2023 年下降了 0.78 个百分点。未来，预计公司将沉着应对各种挑战，一方面持续降本增效、严控风险，提升团队效能及优化现金流管理，另一方面积极拥抱科技，提升发展韧性，为国家实现“双碳”目标贡献更多智慧和力量。

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

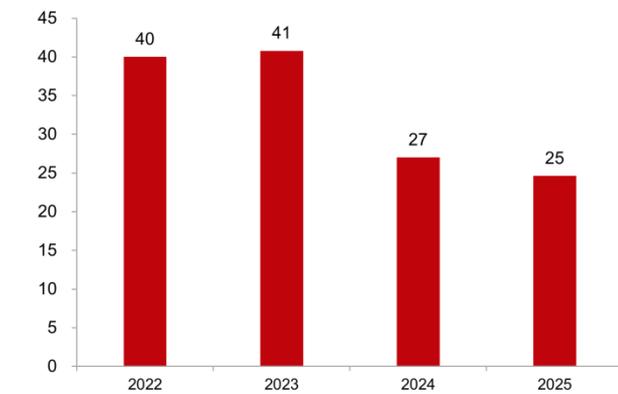
图 24：公司财务费用率



数据来源：iFinD，西南证券整理

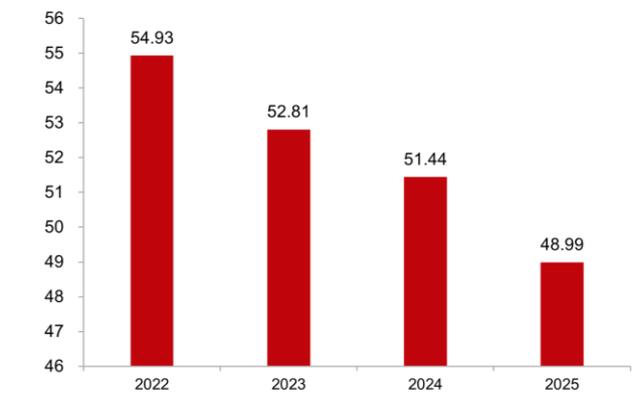
2025 年 8 月，公司发布中期业绩同时公告首次派发中期股息每股 5 港仙，展示了公司坚定回馈股东支持的信心与决心。2026 年 3 月 18 日，公司发布全年业绩同时公告拟派末期股息每股 14 港仙，全年合计派息每股 19 港仙，与 2024 年持平。截至 2025 年底，公司的资产负债率为 48.99%，相比 2024 年底下降了 2.45 个百分点，处于 2022 年以来最低水平，同时截至 2025 年底公司现金及现金等价物近 25 亿港元，为实现分红提供了充裕的资金支持。

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：燃气业务方面，公司将进一步布局“燃气+”服务，提供综合能源解决方案，以实现能源与燃气销售协同增长，因此预计 2026-2028 年收入同比增长 1%/2%/3%。

假设 2：可再生能源方面，公司持续布局以“零碳智慧园区”为场景的可再生能源项目，伴随项目规模的扩大，收入也会增加，预计 2026-2028 年收入同比增长 5%/10%/15%。

假设 3：随着公司积极进行顺价降低气源成本，同时继续以轻资产模式发展可再生能源，公司盈利质量有望不断提升，预计 2026-2028 年公司毛利率分别达到 7%、7.5%、8%。

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元港币 | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 合计 | 收入 | 20912.0 | 21187.5 | 21750.6 | 22633.0 |
| | 增速 | -1.9% | 1.3% | 2.7% | 4.1% |
| | 成本 | 19527.2 | 19704.4 | 20119.3 | 20822.3 |
| | 毛利率 | 6.6% | 7.0% | 7.5% | 8.0% |
| 燃气业务 | 收入 | 19253.3 | 19445.9 | 19834.8 | 20429.8 |
| | 增速 | -1.0% | 1.0% | 2.0% | 3.0% |
| 可再生能源 | 收入 | 1658.7 | 1741.6 | 1915.8 | 2203.1 |
| | 增速 | -11.0% | 5.0% | 10.0% | 15.0% |

数据来源：公司官网，西南证券

基于上述假设和测算：预计 2026-2028 年，公司分别实现营收 211.9/217.5/226.3 亿港元，同比分别+1.3%、+2.7%、+4.1%，归母净利润分别为 16.3/16.8/17.3 亿港元。

5.2 相对估值

我们在港股选取与公司业务相近的两家公司昆仑能源和新奥能源作为可比公司，2024 年两家公司的平均 PE 为 11 倍。我们看好公司城市燃气业务的先发优势以及可再生能源的轻资产模式，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比上市公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价 (港元) | EPS (港元) | | | | PE (倍) | | | |
|---------|--------|------------|----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 0135.HK | 昆仑能源 | 8.38 | 0.74 | 0.8 | 0.83 | 0.87 | 11 | 10 | 10 | 10 |
| 2688.HK | 新奥能源 | 63.5 | 5.78 | 6.57 | 6.89 | 7.26 | 11 | 10 | 9 | 9 |
| 平均值 | | | | | | | 11 | 10 | 10 | 9 |
| 1083.HK | 港华智慧能源 | 3.47 | 0.44 | 0.43 | 0.44 | 0.46 | 8 | 8 | 8 | 8 |

数据来源：Wind，西南证券整理（公司 2025 年 EPS 为实际值）

6 风险提示

市场风险、国际油气价格波动风险、业务收益不及预期风险等。

附表：财务预测与估值 (百万港元)

| 资产负债表 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 利润表 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 2460.90 | 2118.75 | 2175.06 | 2833.13 | 营业额 | 20912.01 | 21187.48 | 21750.55 | 22632.96 |
| 应收账款 | 2184.23 | 1923.57 | 1974.69 | 2054.80 | 销售成本 | 19527.16 | 19704.35 | 20119.26 | 20822.33 |
| 其他应收款项 | 648.35 | 433.87 | 445.40 | 463.47 | 财务费用 | 648.44 | 737.03 | 635.39 | 550.50 |
| 存货 | 616.25 | 615.28 | 628.24 | 650.19 | 营业利润 | 1637.17 | 1546.09 | 1645.90 | 1760.14 |
| 其他流动资产 | 37.64 | 423.84 | 435.11 | 452.76 | 其他非经营损益 | 534.32 | 517.95 | 517.95 | 517.95 |
| 流动资产总计 | 7643.16 | 7354.93 | 7547.00 | 8419.48 | 税前利润 | 2171.49 | 2064.04 | 2163.85 | 2278.09 |
| 固定资产 | 29377.58 | 28496.25 | 27614.92 | 26733.59 | 所得税 | 419.11 | 233.28 | 279.39 | 328.15 |
| 无形资产 | 1251.47 | 1042.89 | 834.32 | 625.74 | 税后利润 | 1752.38 | 1830.76 | 1884.47 | 1949.94 |
| 其他非流动资产 | 6300.56 | 6300.56 | 6300.56 | 6300.56 | 非控制股东利润 | 167.02 | 202.58 | 208.52 | 215.77 |
| 非流动资产合计 | 47563.75 | 47273.84 | 46833.93 | 46244.03 | 母公司股东利润 | 1585.36 | 1628.18 | 1675.94 | 1734.17 |
| 资产总计 | 55206.91 | 54628.77 | 54380.93 | 54663.50 | EBITDA | 2819.93 | 3890.98 | 3889.15 | 3918.50 |
| 应付账款 | 1995.80 | 2246.92 | 2294.24 | 2374.41 | NOPLAT | 1844.47 | 2009.41 | 1980.23 | 1976.48 |
| 其他流动负债 | 6732.79 | 6913.13 | 7068.95 | 7326.71 | EPS(港元) | 0.43 | 0.44 | 0.46 | 0.47 |
| 流动负债合计 | 15178.15 | 13005.66 | 11116.69 | 9701.12 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1124.00 | 1124.00 | 1124.00 | 1124.00 | 主要财务比率 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 非流动负债合计 | 11868.87 | 11868.87 | 11868.87 | 11868.87 | 成长能力 | | | | |
| 负债合计 | 27047.02 | 24874.53 | 22985.56 | 21569.98 | 营收额增长率 | -1.89% | 1.32% | 2.66% | 4.06% |
| 股本 | 367.17 | 367.17 | 367.17 | 367.17 | EBIT 增长率 | -3.88% | -0.67% | -0.07% | 1.05% |
| 母公司股东权益 | 25721.99 | 27113.76 | 28546.37 | 30028.74 | 盈利能力 | | | | |
| 非控制股东权益 | 2437.90 | 2640.48 | 2849.00 | 3064.77 | 毛利率 | 6.62% | 7.00% | 7.50% | 8.00% |
| 权益合计 | 28159.89 | 29754.24 | 31395.37 | 33093.52 | 净利率 | 8.38% | 8.64% | 8.66% | 8.62% |
| 负债和权益合计 | 55206.91 | 54628.77 | 54380.93 | 54663.50 | ROE | 6.16% | 6.00% | 5.87% | 5.78% |
| | | | | | ROA | 2.87% | 2.98% | 3.08% | 3.17% |
| | | | | | ROIC | 4.34% | 4.47% | 4.47% | 4.50% |
| 现金流量表 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 估值倍数 | | | | |
| 税后经营利润 | 594.28 | 608.40 | 812.10 | 1027.57 | P/E | 8.04 | 7.83 | 7.60 | 7.35 |
| 折旧与摊销 | 1322.16 | 1089.91 | 1089.91 | 1089.91 | P/S | 0.61 | 0.60 | 0.59 | 0.56 |
| 财务费用 | 648.44 | 737.03 | 635.39 | 550.50 | P/B | 0.50 | 0.47 | 0.45 | 0.42 |
| 其他经营资金 | -1242.72 | 377.54 | 67.38 | 123.53 | 股息率 | 0.00 | 0.02 | 0.02 | 0.02 |
| 经营性现金净流量 | --- | 2812.87 | 2604.78 | 2791.51 | EV/EBIT | 7.28 | 6.61 | 5.94 | 5.13 |
| 投资性现金净流量 | --- | 422.36 | 422.36 | 422.36 | EV/EBITDA | 7.28 | 4.76 | 4.27 | 3.70 |
| 筹资性现金净流量 | --- | -3577.38 | -2970.84 | -2555.80 | EV/NOPLAT | 11.13 | 9.21 | 8.39 | 7.34 |
| 现金流量净额 | --- | -342.15 | 56.31 | 658.07 | | | | | |

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。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 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 |
| | 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 |
| 行业评级 | 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 |
| | 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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售岗 | 13127920536 | 13127920536 | wywf@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 销售岗 | 15821376156 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售岗 | 15800507223 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 叶佳缘 | 销售岗 | 15800609605 | 15800609605 | yejy@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 |
| | 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 北京销售主管兼销售岗 | 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 |
| | 马冰竹 | 销售岗 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 刘艳 | 销售岗 | 18456565475 | 18456565475 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| | 高欣 | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 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 | lzh@swsc.com.cn |
