

26H1 业绩高增，煤层气放量驱动盈利兑现

投资要点

- **事件：**1) 公司发布 2026 年中期报告，2026 年上半年实现营收 17.47 亿元，同比+30.52%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比+2131.55%；实现扣非归母净利润 1.84 亿元，同比+2939.56%。其中单 Q2 实现营收 9.36 亿元，同比约+43.99%；实现归母净利润约 1.33 亿元，环比显著提升、同比大幅扭亏；实现扣非归母净利润 1.32 亿元，同比+1091.38%，业绩进入加速兑现期。
- **盈利能力持续修复，费用率和杠杆水平同步下行。**2026 年上半年公司天然气业务毛利率提升至 25.32%，较 2025 年上半年提升 11.72pp；销售净利率提升至 15.65%，同比提升 13.06pp；同时，期间费用率降至 3.49%，其中财务费用仅 1640 万元，同比下降 72.48%，财务费用率降至 0.94%。报告期内公司有息负债由年初 17 亿元进一步降至 7 亿元，有息资产负债率由 20%降至 8%，盈利质量明显改善。
- **产建节奏稳步推进，产销量与管输量持续增长。**2026H1 公司完钻 24 口、投产 20 口，实现天然气产量 5.88 亿立方米，同比+39%；天然气销售量 8.01 亿立方米，同比+25%，产销双增趋势进一步延续，公司联合科研机构创新应用全新气动力管柱新工艺，5 口试验井日产气量提升 20%-46%，举升耗气量降低 17%-33%。同时，控股子公司永和伟润所属永西连接线管道平稳运行，依托中油煤大吉气田，2026 年上半年完成输气量 5.29 亿立方米，同比+13%，产业链协同效应继续增强，并且公司已着手对永西连接线桑壁站进行扩建，进一步提升上载能力。
- **销价提升叠加成本下行，单方经济性持续优化。**2026H1 公司上游生产板块天然气销售价格约 2.22 元/方（不含税），同比提升 0.16 元/方，在产销量增长基础上进一步增强了收入弹性；与此同时，单方油气资产折耗约 0.71 元/方，同比减少 0.22 元/方，成本端改善同样明显。通过推行“单设备双井联用”模式，设备租赁成本压降 50%。整体看，公司当前已形成“销价提升增厚收入、规模效应及技术进步压降成本”的双重驱动，单方经济性改善趋势持续兑现。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.05 亿元（+257.04%）、8.02 亿元（+32.62%）、8.98 亿元（+12.00%），EPS 分别为 1.57 元、2.08 元、2.33 元。公司作为深层煤层气放量兑现的上游天然气核心标的，具备较强资源基础与持续迭代的开发技术优势，随着石楼西区块产量释放、产业链协同增强及成本费用持续优化，预计未来三年归母净利润复合增长率为 74.39%，给予 2027 年 15x PE，对应目标价为 31.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**天然气勘探及开发风险；天然气政策风险；天然气价格波动风险；合同权益及商誉余额较高的风险等。

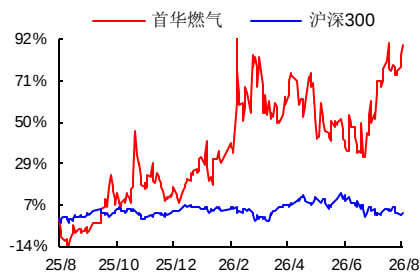
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	2,815	3,470	4,149	4,751
增长率	82.06%	23.30%	19.54%	14.52%
归属母公司净利润（百万元）	169	605	802	898
增长率	123.82%	257.04%	32.62%	12.00%
每股收益 EPS（元）	0.62	1.57	2.08	2.33
净资产收益率 ROE	6.89%	20.56%	21.43%	19.35%
PE	22.87	15.73	11.86	10.59
PB	1.68	3.24	2.54	2.05

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：王偶
执业证号：S1250526050001
邮箱：wangti@swsc.com.cn
联系人：庄子豪
邮箱：zhuangzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.85
流通 A 股(亿股)	3.85
52 周内股价区间(元)	11.22-25.03
总市值(亿元)	95.12
总资产(亿元)	84.33
每股净资产(元)	10.11

相关研究

目 录

1 首华燃气：立足天然气产业链，公司业绩显著回升	1
1.1 并购重组赋能，从园艺到天然气的战略转型	1
1.2 业务转型压力出清，盈利迎来释放窗口	4
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测	6
2.2 相对估值	6
3 风险提示	7

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构图（截至 2026 年 8 月 26 日）.....	2
图 3：公司营收及同比.....	4
图 4：公司归母净利润及同比.....	4
图 5：公司毛利率与净利率.....	5
图 6：公司期间费用率.....	5
图 7：公司天然气产量.....	5
图 8：公司天然气销量.....	5

表 目 录

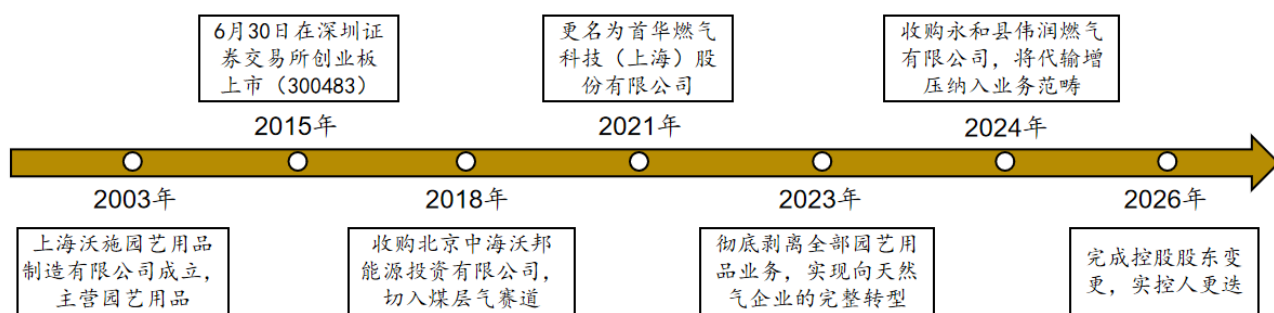
表 1：公司股权激励计划.....	2
表 2：公司业务状况.....	3
表 3：石楼西区块勘探开发情况.....	4
表 4：分业务收入及毛利率.....	6
表 5：可比公司估值（截至 2026 年 8 月 26 日）.....	7
附表：财务预测与估值.....	8

1 首华燃气：立足天然气产业链，公司业绩显著回升

1.1 并购重组赋能，从园艺到天然气的战略转型

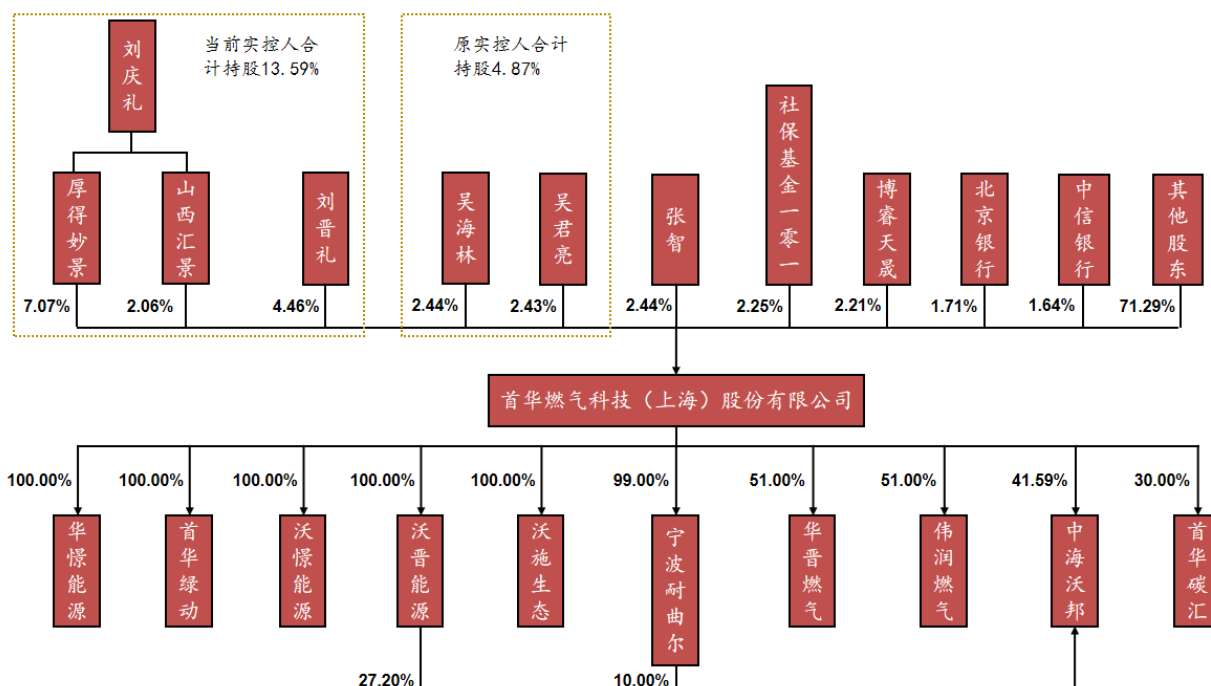
公司通过并购重组与资产剥离，完成从传统园艺制造向煤层气开采及天然气管输的战略蜕变。首华燃气科技（上海）股份有限公司成立于 2003 年 1 月 8 日，前身为上海沃施园艺用品制造有限公司，主营园艺用品。2015 年 6 月 30 日在深圳证券交易所创业板上市（300483），上市后园艺业务竞争加剧，业绩逐年承压，净利润持续下滑，公司开始寻求第二成长曲线。2018 年公司通过并购重组切入煤层气赛道，收购北京中海沃邦能源投资有限公司 50.50% 的股权，形成园艺、天然气双主业发展格局。2021 年公司为了更好地与天然气业务相匹配，更名为首华燃气科技（上海）股份有限公司。2023 年底彻底剥离全部园艺用品业务，实现向天然气企业的完整转型。2024 年公司收购永和县伟润燃气有限公司，将代输增压纳入业务范畴进一步完善天然气产业链。2026 年公司完成控股股东变更，实控人更迭，进一步聚焦煤层气勘探开发与天然气管输业务。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

控制权变更平稳落地，深耕煤层气主业布局。2025 年 9 月 5 日，原控股股东赣州海德投资合伙企业（有限合伙）与刘庆礼、上海厚得妙景商务咨询有限公司签署《〈股份转让协议〉之补充协议》，刘庆礼实际控制的厚得妙景承接了海德投资的 2721.6 万股份，厚得妙景及其一致行动人山西汇景、刘晋礼成为公司的控股股东，刘庆礼与刘晋礼成为公司的实际控制人。从股权结构来看，截至 2026 年 8 月 25 日，刘庆礼控制的厚得妙景（7.07%）、山西汇景（2.06%），叠加刘晋礼直接持股 4.46%，构成一致行动关系并合计持有上市公司 13.59% 股份，为公司实际控制人。原园艺业务创始股东吴海林、吴君亮合计持股 4.87%，仅作为财务投资者持股，公司的控制权变更已平稳落地。下属业务平台层面，在 2026 年 5 月完成少数股权收购后，公司直接+间接持有煤层气开采核心经营主体中海沃邦 78.79% 的股份，另外公司还分别持有华晋燃气、伟润燃气 51% 股权，实现对中游管输平台控股，完成上游开采向中游管输业务的延伸，实现天然气产业链的扩展。

图 2：公司股权结构图（截至 2026 年 8 月 26 日）


数据来源：iFinD，西南证券整理

公司 2024-2026 年持续推出股权激励计划，反映出公司通过中长期激励机制绑定核心团队、强化经营目标兑现的管理导向。激励计划整体覆盖上市公司及中海沃邦等子公司的董事、高级管理人员、业务技术骨干及关键岗位员工，激励范围较广。具体来看，2024 年、2025 年公司推出的均为限制性股票激励计划，属于权益结算工具，激励对象在满足业绩考核及个人绩效要求后，可按约定分期归属并登记取得公司股份；2026 年公司推出股票增值权激励计划，属于现金结算工具，激励对象在满足行权条件后获取股价增值对应的现金收益。各期激励计划均设置公司层面业绩考核与个人层面绩效考核的双重约束，并采用目标值与触发值两档考核机制，对应 100%和 80%的归属或行权比例。具体而言，以 2023 年 11.5 亿元的公司营收（剔除园艺用品业务）作为基准，2024 年公司营收（剔除园艺用品业务）为 15.46 亿元，达到了触发值的增速要求，2025 年公司营收（剔除园艺用品业务）为 28.15 亿元，达到了目标值的增速要求。同时，为了保证激励计划的积极性和有效性，在 2025、2026 年的激励对象中纳入了董事长王志红、董事罗传容、董事会秘书张骞、财务总监李春南等公司核心人物，旨在绑定核心管理层利益，健全公司长效激励约束机制。

表 1：公司股权激励计划

年份	授予总量	激励对象	归属安排	公司业绩考核
2024 年	1,431.00 万股，占公告时总股本 5.33%	公司（含子公司）核心岗位、业务/技术骨干、关键岗位员工；不含独立董事、监事	分 3 期归属：40%、40%、20% 考核年度：2024-2026 年	剔除园艺用品业务的营业收入增速(以 2023 年为准) 2024：目标 40% / 触发 30% 2025：目标 120% / 触发 100% 2026：目标 160% / 触发 140% 目标值可归属 100%，触发值可归属 80%
2025 年	178.25 万股，占	董事、高管及公司（含子	分 2 期归属：50%、50%	营业收入绝对值

年份	授予总量	激励对象	归属安排	公司业绩考核
	公告时总股本 0.66%	公司)其他核心岗位、业务/技术骨干、关键岗位员工;不含独立董事、监事	考核年度: 2025-2026 年	2025: 目标 25.3 亿元 / 触发 23.0 亿元 2026: 目标 29.9 亿元 / 触发 27.6 亿元 目标值可归属 100%, 触发值可归属 80%
2026 年	736.25 万股, 占公告时总股本 1.91%	董事、高管及公司(含子公司)业务/技术骨干、关键/核心岗位员工;不含独立董事, 也不含 5%以上股东或实控人及其配偶、父母、子女	分 2 期行权: 50%、50% 考核年度: 2026-2027 年	营业收入/净利润二选一达标即可 2026: 目标 33 亿元/5 亿元; 触发 30 亿元/ 4.5 亿元 2027: 目标 37 亿元/7 亿元; 触发 33 亿元/ 6.3 亿元 目标值可归属 100%, 触发值可归属 80%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司打造“上游煤层气开采+中游代输增压+下游天然气销售”的完整天然气产业链。在上游的天然气勘探开采业务中, 公司在 2009 年 8 月 13 日与中油煤签署产品分成合作合同, 获得石楼西区块 1524 平方公里 30 年的天然气勘探、开发和生产经营权, 作为作业方负责区块投资建设与运营, 产出煤层气按协议与合作方分成。在中游的代输增压上, 公司在 2024 年通过收购永和伟润, 布局天然气增压、代输业务, 依靠自有管线实现煤层气的上载外输, 打通气源外输通道; 在下游销售端, 通过山西沃晋、山西恒憬、浙江沃憬等下属销售子公司开展天然气分销业务, 采购气源并面向城市民用、工业、化工等多元终端客户完成销售, 实现全链条业务协同。

表 2: 公司业务状况

业务	具体情况
天然气的开采销售	公司通过与中油煤签署产品分成 (PSC) 合作合同取得石楼西区块 30 年勘探开发生产经营权, 作为区块作业者全权负责项目投资、方案实施与运营管理; 区块资源赋存于鄂尔多斯盆地东缘, 集输管网条件优越, 开采产出的煤层气由双方共同销售、按约获取分成收益, 产品依托管网外供省内城市、工业直供客户, 亦可接入西气东输干线外输至全国市场, 覆盖民用、工业、化工、交通、发电等多元下游需求。
天然气的代输增压	公司下属永和伟润主营天然气的增压、管输及销售, 建设运营的永西连接线工程通过其位于山西省永和县桑壁站联通中油煤大吉气田煤层气产区与西气东输一线 88#阀室, 实现天然气上载西气东输一线。依托前述管道资源, 公司提供代输增压服务。
天然气的销售	公司依托临近石楼西区块、大宁吉县区块的气源优势, 以及西气东输一线 87#、88#阀室等天然气管道集输便利条件、下游客户资源, 通过下属销售子公司自中国石油临近区块购入天然气, 开展天然气销售业务。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司在石楼西区块深耕 10 余年, 已形成致密气、煤层气双气并举的勘探开发格局。公司目前对应的天然气设计开发规模合计约 35 亿方/年, 其中致密气已完成备案, 煤层气处于开发方案推进阶段, 具备较强的中长期开发潜力。致密气方面, 永和 45-永和 18 井区 12 亿方/年开发项目、永和 30 井区 10 亿方/年开发项目均已在国家能源局备案, 对应致密气设计产能合计 22 亿方/年; 煤层气方面, 依托永和 45-34 井区及永和 45-34 井区西区已备案新增煤层气探明地质储量 888 亿立方米, 公司编制完成《煤层气公司临汾大吉煤层气田石楼西区块 YH45-34 井区产能建设项目开发方案》, 方案设计建设规模 13 亿立方米/年, 并将继续推进评审备案工作, 加快区块内天然气资源的开发进展。

表 3：石楼西区块勘探开发情况

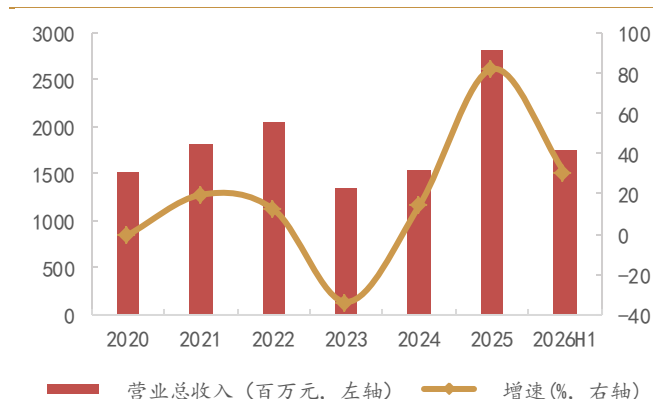
天然气种类	项目	备案批复时间	备案或设计产能
天然气（致密气）	永和 18 井区	2014 年 6 月	12 亿立方米/年开发项目已在国家能源局备案
	永和 45 井区	2017 年 6 月	
	永和 30 井区	2016 年 3 月	10 亿立方米/年开发项目已在国家能源局备案
天然气（煤层气）	永和 45-34 井区	2024 年 4 月	已编制总体设计规模 13 亿立方米/年的开发方案
	永和 45-34 井区西区	2025 年 3 月	

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业务转型压力出清，盈利迎来释放窗口

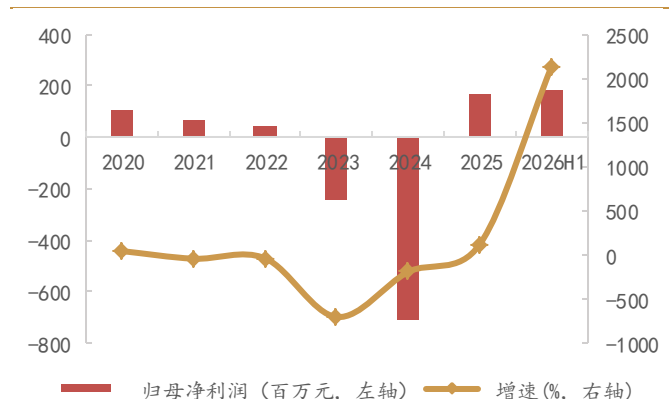
公司收入稳步增长、利润弹性释放，26H1 进入业绩加速兑现期。公司营业收入整体呈现“2021-2022 年增长、2023 年回落、2024 年修复、2025 年以来加速放量”的走势，核心受天然气价格、销售气量及业务结构变化影响。公司利润方面，2023-2024 年公司利润承压，主要受气价下行、折耗抬升及减值因素扰动，2025 年实现明显扭亏后，2026H1 进一步验证盈利修复趋势，表明公司经营拐点已逐步确立。2026H1 公司实现营业收入 17.47 亿元，同比增长 30.52%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比增长 2131.55%，利润增速显著快于收入增速，显示公司已由前期高投入阶段逐步转向放量兑现阶段。

图 3：公司营收及同比



数据来源：iFinD，西南证券整理

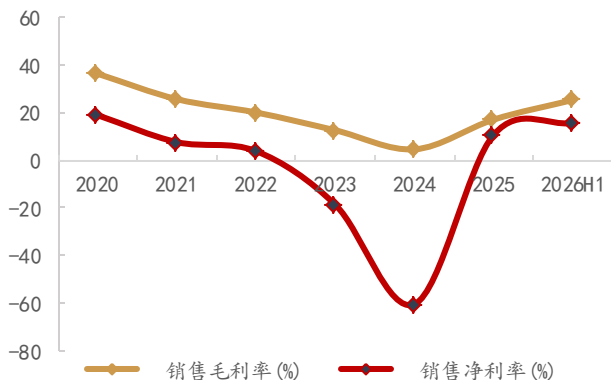
图 4：公司归母净利润及同比



数据来源：iFinD，西南证券整理

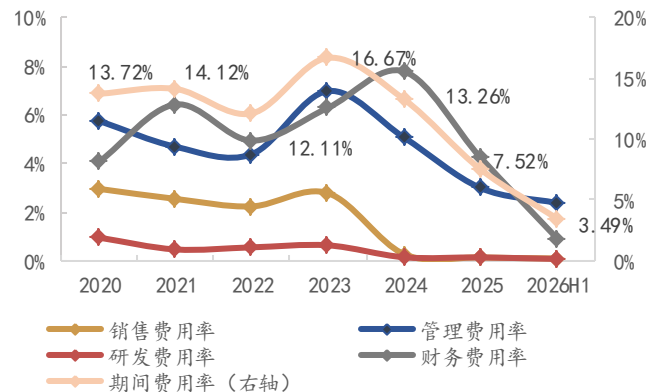
公司毛利率和净利率整体呈现“前期下行、2025 年起修复、26H1 进一步改善”的趋势，期间费用率则自高位明显回落，反映出公司逐步转向放量增利阶段。2026H1 公司毛利率提升至 25.32%，净利率提升至 15.65%，较 2025 年进一步改善，显示天然气产销量增长、单方成本下降以及费用优化正共同推动盈利能力修复。分项来看，毛利率前期下滑主要受天然气价格回落、产量释放节奏偏慢及折耗摊销压力影响，净利率波动更大则叠加了减值和财务费用扰动；2025 年起随着产量放大、毛利额增厚，盈利能力逐步回升，2026H1 修复趋势进一步确认。费用端方面，期间费用率已由 2023 年的高位持续回落至 3.49%，其中财务费用率降至 0.94%，是最主要的改善来源，反映公司降杠杆和融资成本优化成效显著；管理费用率、销售费用率和研发费用率也整体保持低位，说明收入放量背景下费用摊薄效应已开始体现。

图 5：公司毛利率与净利率



数据来源：iFinD，西南证券整理

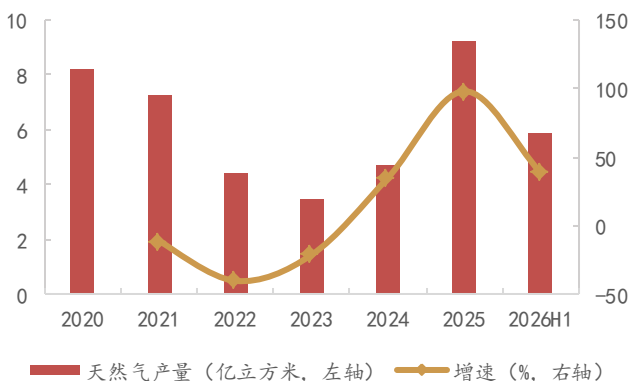
图 6：公司期间费用率



数据来源：iFinD，西南证券整理

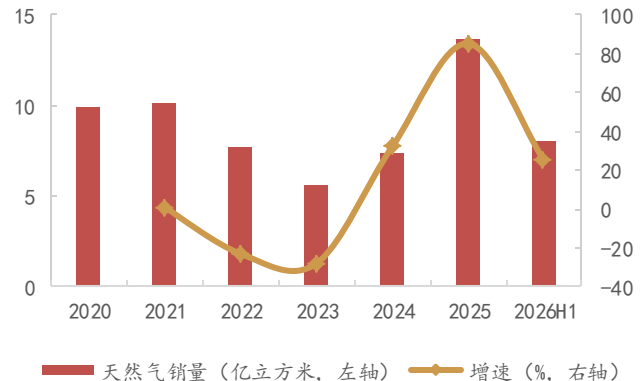
天然气产销量方面，公司在经历前期连续调整后，已逐步进入放量兑现阶段。具体来看，2021-2023 年天然气产销量持续回落，主要受新井投产节奏、老井递减及整体开发进度影响；自 2024 年起，随着石楼西区块产建持续推进，产销量开始恢复增长，2025 年则在深层煤层气开发提速、新井持续投产、多层系立体开发推进，以及永和伟润并表后管输与销售协同增强的共同带动下，实现显著放量，表明公司已由前期投入阶段逐步迈入产量释放和经营兑现阶段。2026 年上半年，国内天然气行业延续“增储上产”主基调，公司持续推进产能建设与技术优化，报告期内实现天然气产量 5.88 亿立方米，同比增长 39%；天然气销售量 8.01 亿立方米，同比增长 25%，产销双增趋势进一步延续。

图 7：公司天然气产量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司天然气销量



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

受益于石楼西区块深层煤层气开发持续推进和新井投产节奏加快，公司天然气产销量预计将维持较快增长；此外，永西连接线管输业务及下游销售协同也有望保持稳步提升。我们假设 2026-2028 年公司天然气自产量增速为 32%、26%、18%，天然气外购量增速为 16%、12%、10%，输气量增速维持 5%、5%、5% 的稳健增长；同期，天然气自产单方成本由于规模效应有望持续下行，假设增速分别为 -9%、-8%、-5%，单位外购成本增速分别为 -8%、-5%、-1%。预计 2026-2028 年收入分别为 34.70 亿元、41.48 亿元、47.50 亿元，天然气业务收入同比增长 23.30%、19.54%、14.52%，毛利率为 23.38%、28.34%、30.68%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
天然气业务	收入	2,814.17	3,469.95	4,148.10	4,750.36
	增速	82.20%	23.30%	19.54%	14.52%
	毛利率	17.08%	23.38%	28.34%	30.68%
其他业务	收入	0.36	0.50	0.60	0.70
	增速	-74.69%	37.94%	20.00%	16.67%
	毛利率	100%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	收入	2,814.54	3,470.45	4,148.70	4,751.06
	增速	82.06%	23.30%	19.54%	14.52%
	毛利率	17.09%	23.39%	28.35%	30.69%

数据来源：iFinD，西南证券

2.2 相对估值

我们选取三家天然气开发公司作为可比公司，其中中国海油是上游油气开发标的，主营原油、天然气勘探开发生产销售；新天然气专注煤层气勘探开发生产；广汇能源业务覆盖自产天然气、LNG 等板块。可比公司 2026-2028 年的平均 PE 分别为 11、10、9x。

公司作为深层煤层气放量兑现的上游天然气核心标的，具备较强资源基础与持续迭代的开发技术优势，随着石楼西区块产量释放、产业链协同增强及成本费用持续优化，我们预计未来三年归母净利润复合增长率为 74.39%，给予 2027 年 15x PE，对应目标价为 31.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值（截至 2026 年 8 月 26 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
603393.SH	新天然气	25.14	1.90	2.44	2.89	3.24	13.97	10.28	8.71	7.76
600938.SH	中国海油	33.33	2.57	3.42	3.36	3.44	11.75	9.74	9.93	9.70
600256.SH	广汇能源	6.15	0.21	0.50	0.61	0.72	23.38	12.18	10.17	8.48
可比公司平均值							16.37	10.73	9.60	8.65
300483.SZ	首华燃气	24.70	0.62	1.57	2.08	2.33	22.87	15.73	11.86	10.59

数据来源：iFinD，西南证券整理（注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期）

3 风险提示

天然气勘探及开发风险；天然气政策风险；天然气价格波动风险；合同权益及商誉余额较高的风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,815	3,470	4,149	4,751	净利润	303	737	1,069	1,320
营业成本	2,333	2,659	2,972	3,293	折旧与摊销	900	902	918	933
营业税金及附加	62	76	91	104	财务费用	123	19	22	30
销售费用	4	5	6	7	资产减值损失	-7	0	0	0
管理费用	84	104	124	142	经营营运资本变动	473	308	317	323
财务费用	119	19	22	30	其他	-24	-40	-11	-14
资产减值损失	0	0	0	0	经营活动现金流净额	1,769	1,927	2,314	2,592
投资收益	11	14	17	19	资本支出	-1,202	-1,346	-1,346	-1,345
公允价值变动损益	-2	0	0	0	其他	951	17	17	19
其他经营损益	161	208	249	285	投资活动现金流净额	-251	-1,329	-1,329	-1,326
营业利润	386	826	1,194	1,474	短期借款	-225	0	150	150
其他非经营损益	-6	-6	-6	-6	长期借款	-684	200	-200	400
利润总额	379	819	1,188	1,467	股权融资	22	0	0	0
所得税	77	82	119	147	支付股利	-134	-19	-22	-30
净利润	303	737	1,069	1,320	其他	56	-166	-7	-8
少数股东损益	134	133	267	423	筹资活动现金流净额	-965	15	-79	512
归属母公司股东净利润	169	605	802	898	现金流量净额	553	613	907	1,779
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,507	2,120	3,027	4,806	成长能力				
应收和预付款项	93	107	122	136	销售收入增长率	82.06%	23.30%	19.54%	14.52%
存货	19	22	25	27	营业利润增长率	137.19%	113.97%	44.65%	23.40%
其他流动资产	21	21	21	21	净利润增长率	123.82%	257.04%	32.62%	12.00%
长期股权投资	11	11	11	11	EBITDA 增长率	180.44%	24.75%	22.18%	14.24%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	2,171	2,388	2,591	2,777	毛利率	17.09%	23.39%	28.35%	30.69%
无形资产和开发支出	1,557	1,479	1,402	1,325	三费率	7.38%	3.70%	3.66%	3.76%
其他非流动资产	44	41	41	41	净利率	10.76%	21.24%	25.77%	27.79%
资产总计	8,596	9,696	11,051	13,260	ROE	6.89%	20.56%	21.43%	19.35%
短期借款	0	0	150	300	ROA	3.57%	8.06%	10.30%	10.86%
应付和预收款项	683	753	842	933	ROIC	6.80%	11.45%	14.32%	14.23%
长期借款	480	680	480	880	EBITDA/销售收入	49.59%	50.17%	51.27%	51.15%
其他负债	3,411	3,624	3,870	4,118	营运能力				
负债合计	4,574	5,057	5,342	6,231	总资产周转率	0.33	0.38	0.40	0.39
股本	290	385	385	385	固定资产周转率	3.05	3.61	4.27	4.92
资本公积	2,403	2,308	2,308	2,308	应收账款周转率	31.18	130.03	130.68	128.12
留存收益	-359	245	1,047	1,945	存货周转率	131.49	128.31	126.69	126.14
归属母公司股东权益	2,456	2,940	3,742	4,639	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	1,567	1,699	1,967	2,389	资本结构				
股东权益合计	4,023	4,639	5,708	7,029	资产负债率	53.20%	52.16%	48.35%	46.99%
负债和股东权益合计	8,596	9,696	11,051	13,260	带息债务/总负债	39.04%	38.61%	35.48%	39.12%
					流动比率	0.63	0.78	0.94	1.27
					速动比率	0.59	0.74	0.90	1.24
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.62	1.57	2.08	2.33
					每股净资产	8.46	7.63	9.72	12.05
					每股经营现金	6.09	5.00	6.01	6.73
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	1,396	1,741	2,127	2,430					
PE	23	16	12	11					
PB	2	3	3	2					
PS	1	3	2	2					
EV/EBITDA	3	5	4	3					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn