

交通运输 | 物流
非金融|首次覆盖报告



2026 年 05 月 28 日

厦门象屿(600057.SH)

——大宗供应链龙头，全链布局长期价值

投资评级： 买入（首次）

投资要点：

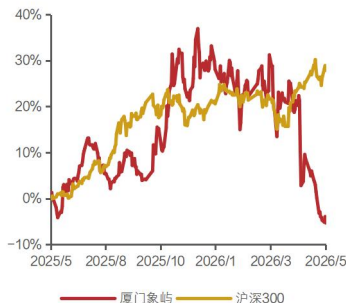
证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

高树根
gaoshugen@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026 年 05 月 27 日

收盘价（元）	6.30
一年内最高/最低（元）	9.30/6.26
总市值（百万元）	17,895.71
流通市值（百万元）	13,182.81
总股本（百万股）	2,840.59
资产负债率（%）	70.11
每股净资产（元/股）	5.55

资料来源：聚源数据

- **大宗供应链龙头，经营韧性强劲。**厦门象屿为厦门市国资委实控、象屿集团控股的大宗供应链龙头国企，以制造业企业为核心客户，提供大宗原辅材料采购供应、产成品分销、物流配送、供应链金融及信息咨询等一体化供应链综合服务。公司主营业务涵盖大宗商品经营/大宗商品物流/生产制造三大板块，2025 年营收占比 93.9%/2.9%/3.1%，毛利占比 68.3%/11.5%/17.4%。2023 年-2025 年大宗商品行业景气度回落、价格下行，公司依托资源渠道优势实现业务规模逆势增长，2025 年经营货量同比增长 19%带动营收增速转正，利润波动主因新能源套保阶段性账面亏损，主业基本面稳健。2026Q1 公司核心货种毛利高增，营收、净利稳步增长，公司经营韧性凸显。
- **大宗商品经营：货量扩容筑牢基本盘，期现毛利修复有望打开盈利空间。**公司围绕金属、能化、农产、新能源四大核心产业，为客户输出一体化供应链解决方案。依靠全产业链布局、经营货种拓展以及国际化运营，2018-2025 年公司实现经营货量稳健增长、市场份额持续提升：2022-2024 年行业下行导致部分品种需求偏弱、价格承压，大宗商品经营营收持续下降，同时客商结构和业务结构优化提升带动期现毛利率维持稳定；2025 年货量高增带动营收回暖，但新能源期货账面亏损压制期现毛利表现；展望 2026 年，随着货量稳步扩张、前期新能源现货利润逐步兑现，公司盈利弹性有望持续释放。
- **大宗商品物流：市场化运营输出服务，内外协同驱动增长。**公司物流体系在响应内部供应链业务需求的同时，还依托内部业务形成市场化服务能力，包括专业物流（综合/铁路物流）与产业物流（新能源/铝产业/农产品物流），其中专业物流 2025 年贡献大宗商品物流超七成营收。得益于国内部分线路业务量增长、经营范围扩张、国际网络持续完善，2023-2025 年大宗商品物流业务营收维持高速增长，CAGR 达 29%。展望未来，随着全球大宗供应链流通需求提升，公司市场化物流业务成长空间广阔，内外业务协同效应有望持续强化，或将带动物流板块收入与综合经营效益稳步提升。
- **生产制造：造船景气缓冲产业周期性波动影响，静待新船厂产能爬坡推动业绩提升。**公司生产制造板块包括造船、选矿和油脂加工，造船业务由子公司象屿海装经营。2022 年-2025 年，生产制造板块营收、毛利实现稳健增长，其中：造船业务 2025 年贡献生产制造中近一半营收、超七成毛利，利润支柱作用显著。子公司象屿海装订单储备充足、细分船型竞争优势显著，手持订单全球排名靠前，2025 年 8 月象屿海装旗下启东船厂正式投产，预计满产后造船板块产能有望提升超四成。我们认为，随着新船厂产能逐步释放、行业高景气延续，造船业务营收规模与盈利水平有望持续上行，成为公司中长期重要的业绩增长极。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.2/24.4/26.7 亿元，同比增速分别为 56.4%/20.6%/9.6%，当前股价对应 PE 分别 8.85/7.34/6.70 倍，选取浙商中拓、物产中大作为可比公司，公司为大宗供应链龙头之一，大宗主业货量稳健增长，期现利润修复与套保利润回补有望带来盈利弹性，造船产能释放或将打造第二成长曲线，2026-2028 年盈利有望实现稳健增长，当前估值具备较高性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险提示。宏观需求承压风险，大宗商品价格波动加剧风险，现货销售不及预期风险

盈利预测与估值（人民币）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	366,671	410,291	456,180	503,710	551,895
同比增长率（%）	-20.12%	11.90%	11.18%	10.42%	9.57%
归母净利润（百万元）	1,419	1,293	2,023	2,439	2,673
同比增长率（%）	-9.86%	-8.87%	56.44%	20.60%	9.56%
每股收益（元/股）	0.50	0.46	0.71	0.86	0.94
ROE（%）	5.96%	4.08%	6.15%	7.09%	7.41%
市盈率（P/E）	12.61	13.84	8.85	7.34	6.70

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.2/24.4/26.7 亿元，同比增速分别为 56.4%/20.6%/9.6%，当前股价对应 PE 分别 8.85/7.34/6.70 倍，选取浙商中拓、物产中大作为可比公司，公司为大宗供应链龙头之一，大宗主业货量稳健增长，期现利润修复与套保利润回补有望带来盈利弹性，造船产能释放或将打造第二成长曲线，2026-2028 年盈利有望实现稳健增长，当前估值具备较高性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

大宗商品经营：1) 货量：预计公司通过整合产业链上下游资源、国际化扩张、经营优化实现货量稳健增长。2) 期现毛利：预计货量增长放大服务收益、规模集装箱收益，叠加现货销售有望回款，期现毛利或将实现提升。

大宗商品物流：受益国内核心线路业务量提升、国际网络持续完善，预计大宗商品物流业务营收将维持稳健增长。

造船：受益启东造船厂全面投产带动产能释放，预计订单量增长带动造船业务营收将实现较快增长。

投资逻辑要点

公司是我国大宗供应链龙头，深化全产业链运营模式，货量增长增厚服务收益和规模集拼收益，实现差异化竞争优势。2025 年公司新能源未确认现货利润或将逐步入表，公司盈利弹性有望充分释放。公司通过提供市场化的物流服务、切入有赋能价值的生产制造环节，有望提高综合收益水平，缓冲产业周期性波动的影响。

核心风险提示

宏观需求承压风险，大宗商品价格波动加剧风险，现货销售不及预期风险

内容目录

1. 大宗供应链龙头，经营韧性强劲.....	6
2. 核心壁垒坚实，多元协同发展.....	8
2.1. 大宗商品经营：货量扩容筑牢基本盘，期现修复有望打开盈利空间.....	8
2.2. 大宗商品物流：市场化运营输出服务，内外协同驱动增长.....	10
2.3. 生产制造：造船景气推动业绩高增，产能释放驱动成长.....	11
3. 盈利预测与评级.....	13
4. 风险提示.....	13

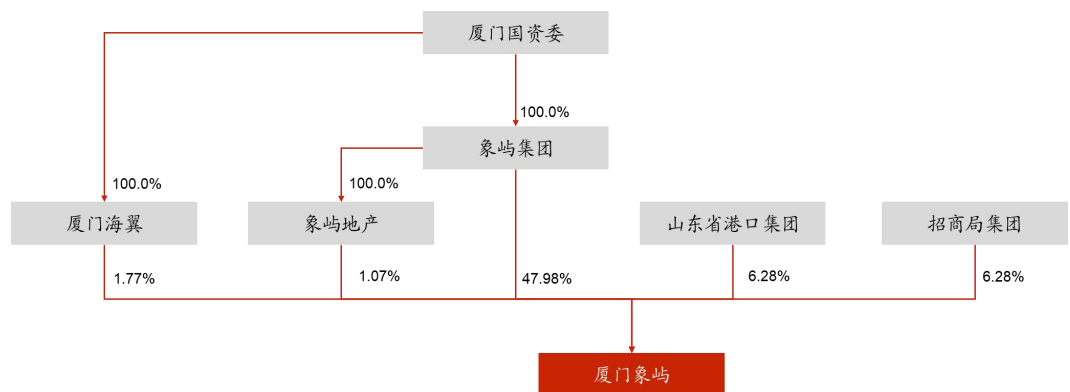
图表目录

图表 1： 厦门象屿股权结构	6
图表 2： 2018 年-2026Q1 厦门象屿营收及同比增速	7
图表 3： 2018 年-2026Q1 厦门象屿归母净利润及同比增速	7
图表 4： 2025 年厦门象屿营收结构	7
图表 5： 2025 年厦门象屿毛利结构	7
图表 6： 厦门象屿盈利模式	8
图表 7： 厦门象屿经营货量及同比增速	9
图表 8： 厦门象屿大宗商品经营营收结构	9
图表 9： 厦门象屿大宗商品经营各货种营收同比增速	9
图表 10： 厦门象屿大宗商品经营各货种单吨收入	10
图表 11： 厦门象屿大宗商品各货种期现毛利率	10
图表 12： 2025 年厦门象屿大宗商品物流营收结构	10
图表 13： 厦门象屿大宗商品物流营收及同比增速	11
图表 14： 厦门象屿大宗商品物流毛利及毛利率	11
图表 15： 厦门象屿生产制造业务营收结构	12
图表 16： 厦门象屿生产制造业务毛利结构	12
图表 17： 厦门象屿造船业务营收及同比增速	12
图表 18： 厦门象屿造船业务毛利及毛利率	12
图表 19： 可比公司估值表	13

1. 大宗供应链龙头，经营韧性强劲

大宗供应链龙头公司，厦门市属国企，控股股东实力强劲。公司主要从事大宗供应链服务，以制造业企业为核心客户，为其提供大宗原辅材料采购供应、产成品分销、物流配送、供应链金融、信息咨询等的一体化供应链服务。控股股东象屿集团 2025 年位居《财富》世界 500 强第 241 位，截至 2026 年 3 月 31 日，是公司的第一大股东，持股比例合计达到 49%，厦门象屿集团实际控制人为厦门市国资委。2025 年 2 月，公司引入招商局、山东港口作为战略投资者，完成 32.2 亿元再融资。

图表 1：厦门象屿股权结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所 注：数据截至 2026 年 3 月 31 日

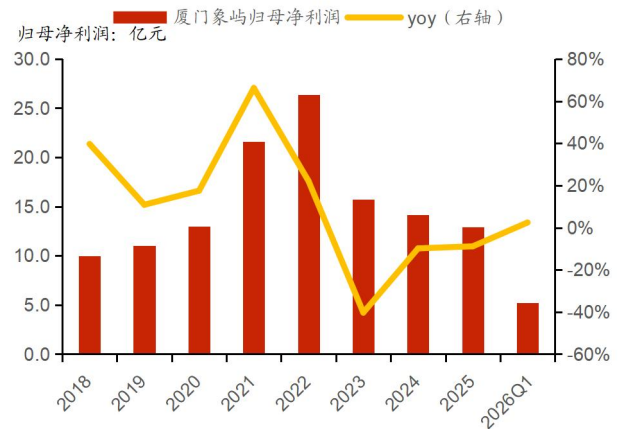
2025 年货量高增带动营收增速转正，2026Q1 公司业绩稳健增长，关注大宗商品主业份额提升下的稳健增长及新能源套保错配的利润回补。1) 2022-2024 年：公司营收由 5381.5 亿元下降至 3666.7 亿元，归母净利润由 26.4 亿元下降至 14.2 亿元，主因宏观需求下行，大宗商品价格承压。2) 2025 年：公司营收 4102.9 亿元，同比增长 11.9%，主因公司经营货量同比增长 19%，行业地位和资源渠道优势进一步巩固；归母净利润 12.9 亿元，同比下滑 8.9%，主因新能源供应链期货套保对应的期货端亏损已计入当期报表，但相关利润暂未在报表中确认。3) 2026Q1 经营持续改善：单季营收 991.2 亿元，同比+2.1%，归母净利润 5.2 亿元，同比+2.4%。公司核心经营货量维持高增、同比提升 17%，同时金属矿产、能源化工两大核心板块期现毛利同比大幅增长，主业盈利韧性凸显。

图表 2：2018 年-2026Q1 厦门象屿营收及同比增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：2018 年-2026Q1 厦门象屿归母净利润及同比增速

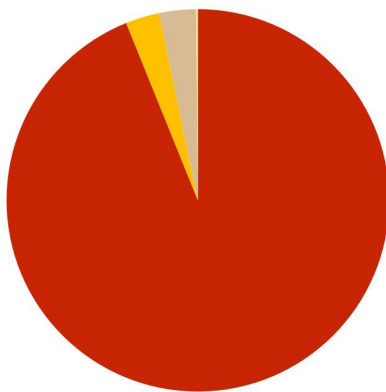


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2025 年大宗商品经营营收占比达到九成，公司同时开展物流与生产制造业务。公司主营业务包括大宗商品经营、大宗商品物流、生产制造。1) **大宗商品经营**：公司以大宗商品供应为载体，与客户签署一揽子协议，开展采购分销、物流、供应链金融、信息咨询、加工等在内的供应链综合业务；2) **大宗商品物流**：公司物流体系在响应内部供应链业务需求的同时，依托内部业务形成市场化服务能力；3) **生产制造板块**：包括造船、选矿和油脂加工，其中造船业务盈利能力较为突出。2025 年，大宗商品经营/大宗商品物流/生产制造营收占比 93.9%/2.9%/3.1%，毛利占比 68.3%/11.5%/17.4%。

图表 4：2025 年厦门象屿营收结构

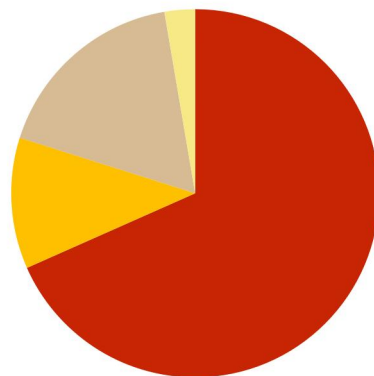
■ 大宗商品经营 ■ 大宗商品物流 ■ 生产制造 ■ 其他业务



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：2025 年厦门象屿毛利结构

■ 大宗商品经营 ■ 大宗商品物流 ■ 生产制造 ■ 其他业务



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 核心壁垒坚实，多元协同发展

2.1. 大宗商品经营：货量扩容筑牢基本盘，期现修复有望打开盈利空间

大宗商品经营为公司核心主业，公司以服务收益和规模集拼收益为核心，辅以价差收益。公司以大宗商品供应为载体，与客户签署一揽子协议，开展采购分销、物流、供应链金融、信息咨询、加工等在内的供应链综合业务。公司形成以服务收益和规模集拼收益为核心，辅以价差收益的盈利模式。**我们认为，公司通过经营货量扩容搭建稳固业务基本盘：主业赚取确定性较高的服务收益、规模集拼收益，同时审慎开展价差交易补充利润弹性，通过多元盈利结构，平滑大宗商品周期波动，增强盈利稳定性。**

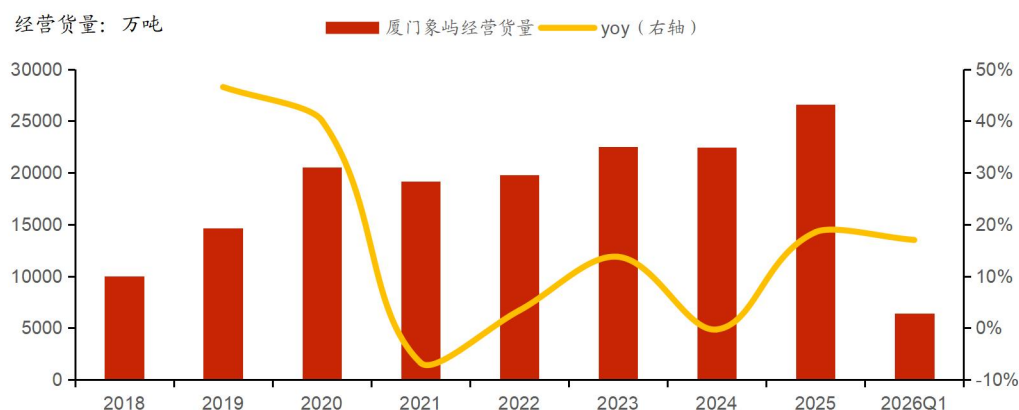
图表 6：厦门象屿盈利模式

盈利能力		释义
交易收益	服务收益	依托平台化优势，规模化运作，为客户提供采购、加工、物流配送、供应链金融、信息咨询等全产业链综合服务，赚取服务费。
	规模集拼收益	依托庞大的业务体量，通过集中采购及专业化运营获得成本优势，降低各环节运营成本，赚取交易收益。
	价差收益	依托产研能力，通过分析商品价格变动趋势（时间维度）和区域价格差异（空间维度）进行交易从而获取收益。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

深耕全产业链、国际化布局，驱动货量持续增长，市场份额稳步提升。公司聚焦金属、农产、新能源、能化四大核心产业，构建涵盖“黑色金属、铝、不锈钢、新能源、煤炭、油品、谷物原粮”七大核心品类的商品组合。2018 年-2025 年，公司经营货量由 1 亿吨增长至 2.66 亿吨，CAGR 实现 15%，实现较为稳健的增长，2026Q1 公司经营货量 6400 万吨，同比增长 17%。主要由于：**1）全产业链模式：**公司由单一环节服务升级为提供原材料采购、产成品分销、库存管理、仓储物流、供应链金融的一体化服务，实现差异化竞争优势；**2）品类扩充：**公司自 2018 年起布局新能源供应链，实现产品结构持续优化；**3）国际化：**公司持续推进国际化进程，深耕属地化运营，与优质矿企、客户开展全方位合作，2025 年国际货量占比达到 36%。货量增长带动公司市场份额扩张，2025 年公司市场份额达到 1.60%，较 2021 年提升 0.39pcts，公司大宗供应链龙头地位进一步巩固。

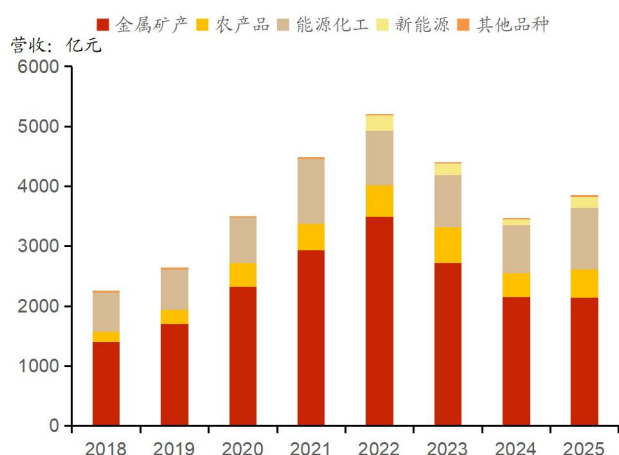
图表 7：厦门象屿经营货量及同比增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

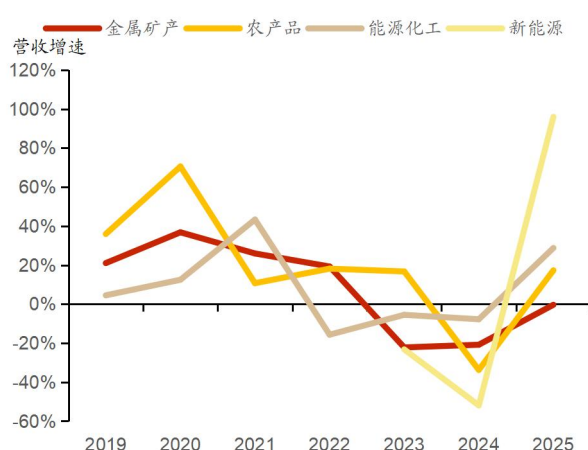
货量增长支撑营收韧性，期现毛利边际修复有望推动盈利上行。1) 2022 年-2024 年：大宗商品经营营收由 5207 亿元下降至 3453 亿元，或因大宗商品行业周期下行，部分商品价格震荡下行、需求偏弱，叠加清退部分低效、高风险业务，导致营收短期回落；期现毛利率相对平稳，或因公司全产业链模式持续深化，服务收益占比提高，公司客商结构和业务结构优化提升，叠加货量增长放大规模集拼收益，弥补价差收窄缺口；2) 2025 年：大宗商品经营营收 3852 亿元，同比增长 11.6%，主因公司深化渠道建设、国际业务扩张、优化经营模式带动货量同比提升 18.5%；期现毛利率同比下滑 0.75pcts，主要受新能源期货亏损先行确认拖累；3) 展望 2026 年：我们认为公司全产业链运营体系有望持续完善，核心壁垒进一步夯实，或将推动整体经营货量稳步扩张。盈利端，货量提升或将增厚规模集散与综合服务收益，叠加新能源现货利润有望按合同陆续交付，公司盈利弹性有望充分释放。

图表 8：厦门象屿大宗商品经营营收结构



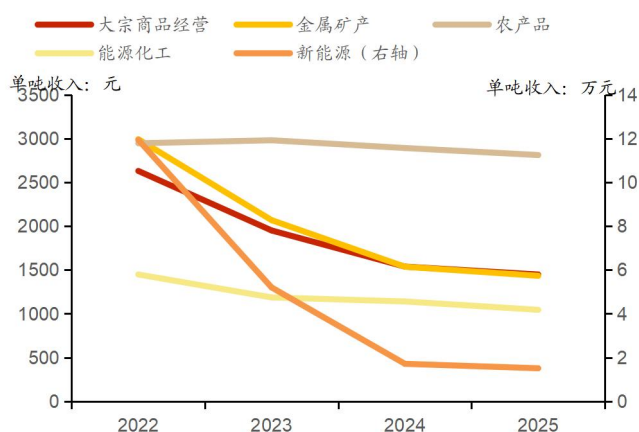
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：厦门象屿大宗商品经营各货种营收同比增速



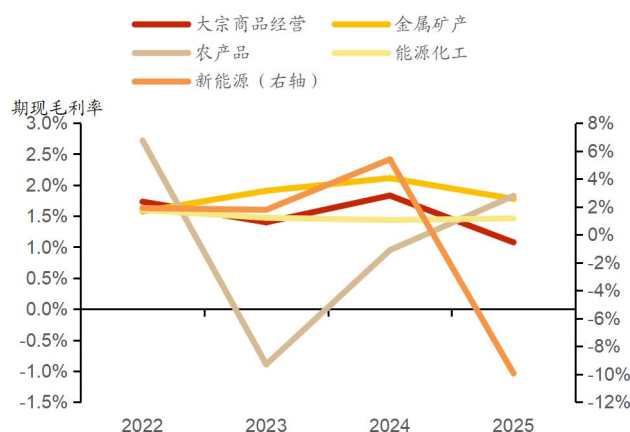
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：厦门象屿大宗商品经营各货种单吨收入



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：厦门象屿大宗商品各货种期现毛利率

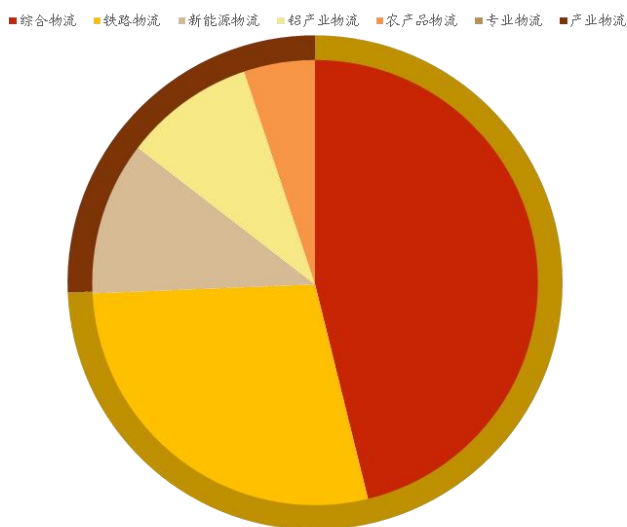


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.2. 大宗商品物流：市场化运营输出服务，内外协同驱动增长

大宗商品物流面向市场化需求，由厦门象屿子公司负责运营，2025 年专业物流营收占比大宗商品物流超过七成。公司物流体系在响应内部供应链业务需求的同时，还依托内部业务形成市场化服务能力，进一步反哺供应链业务，实现商品经营与物流服务的双向赋能。公司同步构建提供产业链综合物流解决方案的产业物流能力，以及综合物流解决方案实施落地的专业物流能力，加速搭建产业链资源和物流服务能力相互成就的物流体系。公司市场化物流服务经营成果独立核算，包括专业物流（综合物流、铁路物流）与产业物流（新能源物流、铝产业物流、农产品物流），主要由各子公司运营。2025 年，专业物流/产业物流营收占大宗商品物流比重分别为 74%/26%。

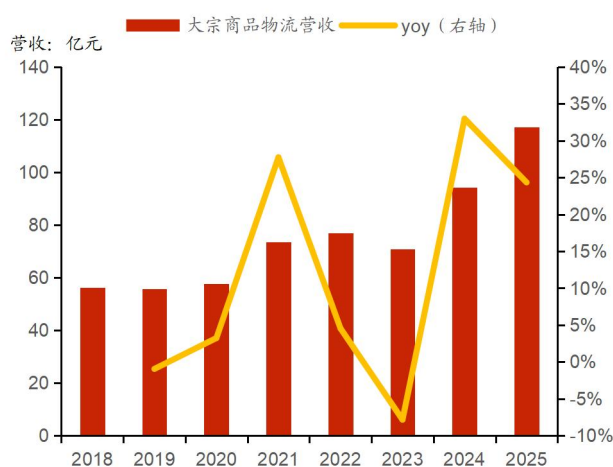
图表 12：2025 年厦门象屿大宗商品物流营收结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

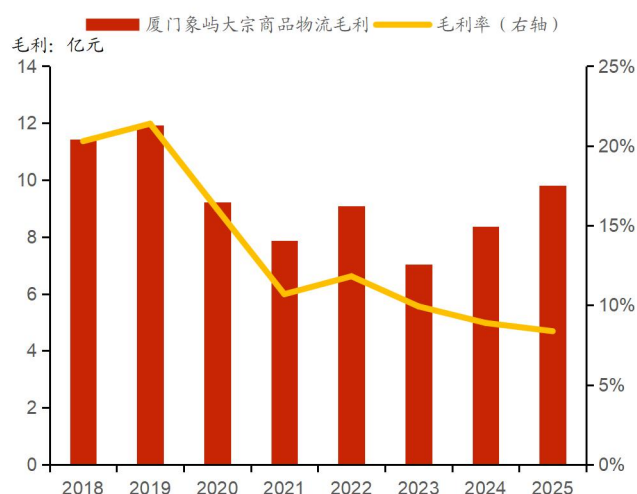
经营扩张驱动营收快速增长，行业竞争加剧叠加新业务拓展致使毛利率小幅收窄，公司国际化与专业化物流布局持续深化。2023-2025 年，公司大宗商品物流营收从 70.9 亿元增长至 117 亿元，CAGR 达 29%，毛利由 7.0 亿元增至 9.8 亿元，主要由于：**1）国内部分线路业务量稳步提升**，铁路物流“疆煤外运”、农业物流“北粮南运”运输量均实现显著增长；**2）经营范围持续拓展**，2023 年 9 月公司成立铝联物流专业子公司，加快构建铝产业链专业化物流能力；**3）国际化物流网络不断完善**，综合物流巩固中国至东南亚、非洲、南美、欧洲、中亚等核心通道及节点优势，新能源物流重点深耕东南亚、非洲核心市场。2023-2025 年，大宗商品物流毛利率由 9.9% 降至 8.4%，主要系营收占比较高的综合物流业务市场竞争加剧，利润空间受到挤压，同时铝产业物流新业务处于起步阶段，盈利水平存在阶段性波动所致。

图表 13：厦门象屿大宗商品物流营收及同比增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：厦门象屿大宗商品物流毛利及毛利率

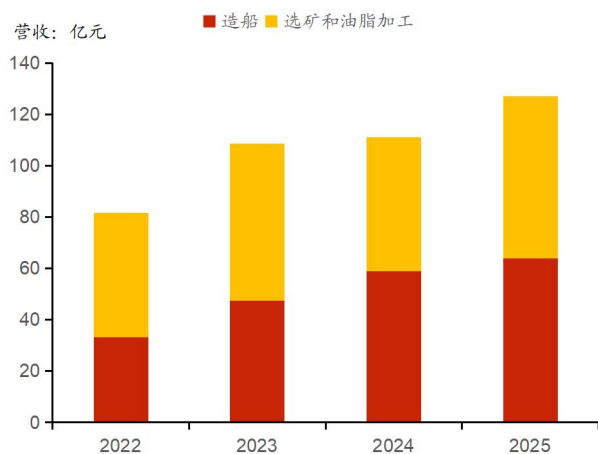


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2.3. 生产制造：造船景气推动业绩高增，产能释放驱动成长

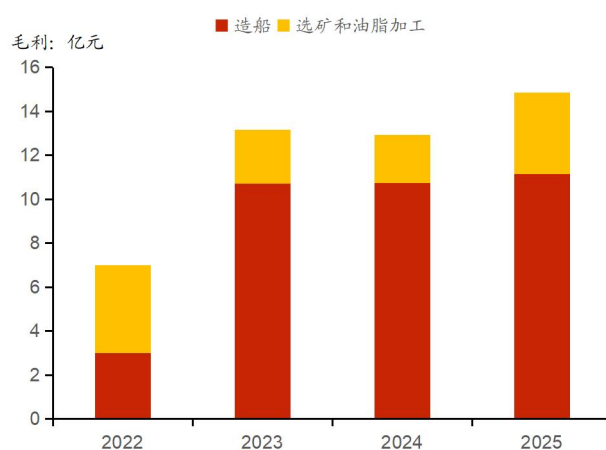
公司生产制造板块聚焦造船核心主业，兼顾选矿、油脂加工多元协同布局。公司在全产业链形成服务优势后，切入有赋能价值的生产制造环节，形成“供应链服务+生产制造”的产业链运营模式，提高综合收益水平，缓冲产业周期性波动的影响。2022-2025 年，板块营收由 82 亿元增至 127 亿元，复合增速达 15.9%，毛利由 7.0 亿元增长至 14.9 亿元；业务结构上，2025 年造船/选矿油脂加工营收占比分别为 50.4%/49.6%，毛利占比分别为 74.9%/25.1%，造船板块利润核心地位突出。造船业务由子公司象屿海装专业运营，根据象屿集团公众号，2026 年 1-4 月，象屿海装累计新增接单 23 艘，合同金额超 71 亿元，公司聚焦主流船型优化与高端船型突破，“吉象”型 63500DWT 散货船截至 2026 年 5 月 10 日已累计接单 156 艘。此外，公司手持 1 万吨以下化学品船订单全球第一，手持 Ultramax 型散货船订单全球第二。

图表 15：厦门象屿生产制造业务营收结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

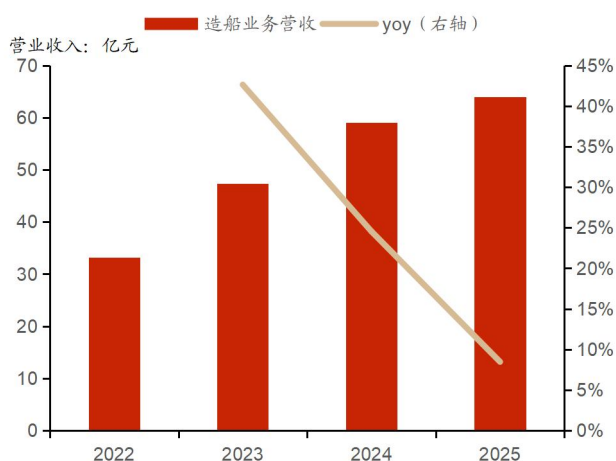
图表 16：厦门象屿生产制造业务毛利结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

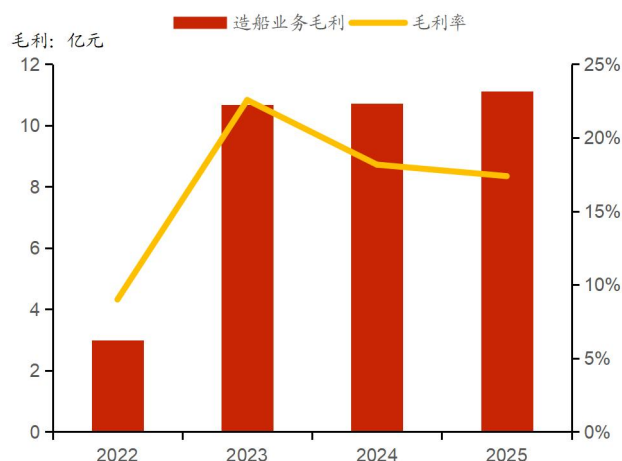
造船业务营收高增、盈利水平显著抬升，启东船厂落地投产有望打开中长期产能成长空间。2022-2025 年，公司造船业务营收从 33.2 亿元增至 64.0 亿元，复合增速达 24.4%；毛利由 3.0 亿元攀升至 11.1 亿元，毛利率由 9%提升至 17%，盈利水平显著高于公司其他业务。造船板块推动精益生产和技术改造，节约生产成本，缩短造船周期，2023-2025 年公司年交船量由 23 艘提升至 28 艘，现有产能稳步释放。2025 年 8 月，象屿海装启东船厂顺利投产，待后续满产，预计将带动造船板块整体产能提升超 40%，为业务规模与业绩持续增长奠定坚实基础。2026Q1，公司新签订单 10 艘，截至 2026 年一季度末公司在手订单达 118 艘。

图表 17：厦门象屿造船业务营收及同比增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 18：厦门象屿造船业务毛利及毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

公司是我国大宗供应链龙头，深化全产业链运营模式，货量增长增厚服务收益和规模集拼收益，实现差异化竞争优势。2025 年公司新能源未确认现货利润有望陆续回补，公司盈利弹性有望充分释放。公司通过提供市场化的物流服务、切入有赋能价值的生产制造环节，有望提高综合收益水平，缓冲产业周期性波动的影响。

大宗商品经营：1) 货量：预计公司通过整合产业链上下游资源、国际化扩张、经营优化实现货量稳健增长。2) 期现毛利：预计货量增长放大服务收益、规模集装收益，叠加现货销售有望回款，期现毛利或将实现提升。**大宗商品物流：**受益国内核心线路业务量提升、国际网络持续完善，预计大宗商品物流业务营收将维持稳健增长。**造船：**受益启东造船厂全面投产带动产能释放，预计订单量增长带动造船业务营收将实现较快增长。

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 20.2/24.4/26.7 亿元，同比增速分别为 56.4%/20.6%/9.6%，当前股价对应 PE 分别 8.85/7.34/6.70 倍，选取浙商中拓、物产中大作为可比公司，公司为大宗供应链龙头之一，大宗主业货量稳健增长，期现利润修复与套保利润回补有望带来盈利弹性，造船产能释放或将打造第二成长曲线，2026-2028 年盈利有望实现稳健增长，当前估值具备较高性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 19：可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
			26E	27E	28E	26E	27E	28E
600704.SH	物产中大	256.0	0.77	0.84	0.92	6.4	5.9	5.4
000906.SZ	浙商中拓	45.2	0.72	1.02	1.16	8.9	6.2	5.5
平均值						7.6	6.1	5.4

资料来源：Wind，华源证券研究所

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，市值日期 2026 年 5 月 27 日

4. 风险提示

1) 宏观需求承压风险：大宗供应链行业需求与制造业增长挂钩，不排除宏观需求下行，导致制造业景气度不及预期的风险；

2) 大宗商品价格波动加剧风险：大宗商品价格波动影响套保效果，不排除价格波动加剧导致公司套保不及预期的风险；

3) 现货销售不及预期风险：大宗供应链公司盈利与现货周转相关，不排除现货出库放缓导致销售不及预期的风险。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	19,869	28,929	33,626	40,427
应收票据及账款	18,164	19,934	20,631	21,093
预付账款	16,838	16,872	18,492	19,959
其他应收款	8,651	8,749	9,660	10,584
存货	31,947	33,148	35,233	37,127
其他流动资产	13,055	10,880	11,871	12,875
流动资产总计	108,526	118,512	129,514	142,066
长期股权投资	1,711	1,915	2,118	2,321
固定资产	10,589	12,168	13,531	14,682
在建工程	189	192	94	47
无形资产	2,186	2,232	2,417	2,592
长期待摊费用	144	156	133	161
其他非流动资产	5,352	5,552	5,537	5,473
非流动资产合计	20,171	22,215	23,831	25,276
资产总计	128,697	140,727	153,344	167,341
短期借款	15,948	14,948	14,248	14,048
应付票据及账款	49,625	58,930	67,755	77,224
其他流动负债	22,261	24,060	26,264	28,504
流动负债合计	87,835	97,939	108,268	119,777
长期借款	1,934	1,722	1,431	1,093
其他非流动负债	874	874	874	874
非流动负债合计	2,807	2,595	2,304	1,967
负债合计	90,642	100,534	110,572	121,744
股本	2,841	2,841	2,841	2,841
资本公积	5,782	5,782	5,782	5,782
留存收益	23,031	24,285	25,798	27,456
归属母公司权益	31,653	32,908	34,421	36,079
少数股东权益	6,401	7,285	8,351	9,519
股东权益合计	38,055	40,193	42,772	45,598
负债和股东权益合计	128,697	140,727	153,344	167,341

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,967	2,329	2,928	3,263
折旧与摊销	1,046	1,123	1,287	1,358
财务费用	1,085	544	478	427
投资损失	1,105	-5	-5	-5
营运资金变动	4,645	10,177	4,725	5,958
其他经营现金流	249	600	664	664
经营性现金净流量	10,097	14,768	10,077	11,664
投资性现金净流量	-4,144	-3,185	-2,985	-2,885
筹资性现金净流量	-6,584	-2,524	-2,395	-1,979
现金流量净额	-801	9,060	4,697	6,801

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	410,291	456,180	503,710	551,895
营业成本	401,768	448,115	494,610	542,055
税金及附加	523	582	642	704
销售费用	1,834	2,007	2,166	2,318
管理费用	1,527	1,733	1,914	2,097
研发费用	84	46	50	55
财务费用	1,085	544	478	427
资产减值损失	-254	-254	-254	-254
信用减值损失	-191	-191	-191	-191
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-1,105	5	5	5
公允价值变动损益	-391	0	0	0
资产处置收益	1	8	8	8
其他收益	521	500	500	500
营业利润	2,051	3,221	3,917	4,307
营业外收入	370	310	310	310
营业外支出	150	151	151	151
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,270	3,380	4,076	4,466
所得税	303	473	571	625
净利润	1,967	2,907	3,505	3,841
少数股东损益	675	884	1,066	1,168
归属母公司股东净利润	1,293	2,023	2,439	2,673
EPS(元)	0.46	0.71	0.86	0.94

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	11.90%	11.18%	10.42%	9.57%
营业利润增长率	-7.38%	57.05%	21.62%	9.95%
归母净利润增长率	-8.87%	56.44%	20.60%	9.56%
经营现金流增长率	80.17%	46.26%	-31.76%	15.75%
盈利能力				
毛利率	2.08%	1.77%	1.81%	1.78%
净利率	0.48%	0.64%	0.70%	0.70%
ROE	4.08%	6.15%	7.09%	7.41%
ROA	1.00%	1.44%	1.59%	1.60%
估值倍数				
P/E	13.84	8.85	7.34	6.70
P/S	0.04	0.04	0.04	0.03
P/B	1.16	1.08	0.99	0.90
股息率	1.59%	4.29%	5.18%	5.67%
EV/EBITDA	11	9	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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。本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司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本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。