



联合研究 | 公司深度 | 海伦哲（300201.SZ）

海伦哲：特种车辆龙头筑牢基本盘，储能消防开辟第二成长曲线

报告要点

海伦哲为国内特种车辆龙头，高空作业车、电力保障车、消防车等主业基本盘稳固，盈利结构持续改善。公司通过收购及安盾切入高景气储能消防赛道，在全球储能装机高增、消防安全刚需提升、海外合规要求趋严背景下，有望打造第二成长曲线。及安盾深耕电化学储能消防，具备认证、客户、技术等多重壁垒，产品出口 50 多个国家和地区，覆盖头部储能客户，并形成全球服务网络，布局电网、新能源车等场景，成长空间广阔。

分析师及联系人



邬博华

SAC: S0490514040001

SFC: BQK482



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



曹海花

SAC: S0490522030001



曹小敏

SAC: S0490521050001



王耀

SAC: S0490524120006



申浩树

SAC: S0490525060004



王晓振

SAC: S0490525090002

海伦哲 (300201.SZ)

2026-08-16

海伦哲：特种车辆龙头筑牢基本盘，储能消防开辟第二成长曲线

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

海伦哲：特种车辆龙头，外延储能消防

海伦哲深耕特种车辆领域二十余年，已由高空作业车单一制造商逐步成长为覆盖高空作业装备、消防应急装备、电力保障装备及新能源安全解决方案的综合平台。2022 年海德资管入主后，公司治理结构理顺，新管理团队推动战略聚焦与经营修复，收入和利润进入稳健上行周期。公司以高空作业车作为基本盘，毛利率长期维持较高水平；电源车、抢修车、消防车等产品持续贡献业绩弹性。2026 年公司收购湖北及安盾消防科技有限公司 51% 股权，正式切入储能消防赛道，在原有电力、市政、应急客户资源基础上，进一步拓展储能消防场景。特种车辆主业提供稳定现金流和客户基础，储能消防业务则打开高成长空间，公司有望从传统专用车企业升级为“特种车辆+储能消防”的综合解决方案平台。

储能消防：安全防线刚需，打造第二曲线

全球储能需求保持高景气，预计 2026、2027 年全球储能装机达到 550GWh、800GWh 以上，同比增长 60%、40% 以上，打开了储能消防的市场空间。国内储能电站设计新国标落地，使得消防系统从“可选项”变为“必选项”；海外从报警控制、探测器再到灭火系统，均建立了非常完善的合规要求。从环保和成本角度考量，气溶胶有望成为主流灭火介质。环保方面，海外将全氟己酮、七氟丙烷等都被归类为 PFAS，欧盟正在推动更广泛的 PFAS 限制，我国也从 2024 年起对七氟丙烷实施生产配额限制，这使得客户在选择灭火剂时会更加谨慎。成本方面，气溶胶灭火装置具有结构紧凑、布置灵活的优势，不需要复杂的管网设计，保质期与储能系统使用周期类似，全生命周期成本更低。德国职业消防系统与德国消防协会也认为气溶胶在储能电池中具有更好的场景适配性。

及安盾：壁垒高、格局优，全球辐射

及安盾成立于 2015 年，专注新能源消防系统解决方案，覆盖储能电站、新能源交通、电力电网、城市综合管廊等场景，受益于储能需求爆发，2025 年收入和利润均同比翻倍增长。储能消防具有较高的认证壁垒，需要满足各市场的合规要求，及安盾是目前全球唯一通过北美、欧洲、澳洲、中国产品认证的气溶胶生产企业，海外市占率超过 50%。及安盾已经形成较完善的全球渠道与服务体系，产品已出口至 50 多个国家和地区，覆盖宁德时代、阳光电源、国轩高科、海博思创、华为、德业股份、固德威等储能产业链头部企业。及安盾气溶胶产品具有灭火能力最强、喷口温度最低、不导电无腐蚀等优点，已建成综合火灾研究中心、大型火灾研究中心、检测分析中心，并正在推进 UL 9540A 实验室、GB 38031 实验室建设。除了电化学储能场景，气溶胶灭火装置也能应用于电网设备、新能源车等场景，有望打开新增长点。

风险提示

- 1、市场竞争加剧风险；
- 2、及安盾业务整合风险；
- 3、应收账款占比较高的风险；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	14.98
总股本(万股)	100,904
流通A股/B股(万股)	100,365/0
每股净资产(元)	1.87
近12月最高/最低价(元)	21.50/5.03

注：股价为 2026 年 8 月 14 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

海伦哲：特种车辆龙头，外延储能消防	6
储能消防：安全防线刚需，打造第二曲线.....	12
需求：储能支撑行业空间，消防安全护航刚需.....	12
消防：基于环保和成本考量，气溶胶成为主流方案	15
及安盾：壁垒高、格局优，全球辐射.....	18
认证壁垒：牌照类业务，合规性优先	18
客户壁垒：全球化布局，覆盖客户多	19
技术壁垒：灭火能力强，技术积淀深	20
场景延伸：拓展新场景，打开增长点	21
风险提示.....	23

图表目录

图 1：海伦哲公司发展历程	6
图 2：海伦哲核心产品梳理	7
图 3：海伦哲股权结构示意图.....	7
图 4：2022 年以来公司收入稳步增长	9
图 5：2022 年以来公司利润显著增长	9
图 6：海伦哲历年分产品营收结构.....	9
图 7：海伦哲历年分产品毛利率变化情况.....	9
图 8：2022-2025 年期间费用率持续下降.....	10
图 9：2022 年以来毛利率和净利率显著修复	10
图 10：交易完成后及安盾的股权结构	10
图 11：海伦哲发布第三期员工持股计划（草案）	11
图 12：全球储能需求快速增长（GWh）	12
图 13：磷酸铁锂储能电池热失控连锁反应示意图.....	12
图 14：锂离子电池储能系统安全防护三道防线及研究进展	12
图 15：多维度储能消防成套方案	13
图 16：《电化学储能电站设计标准》要求设置自动灭火系统	13
图 17：储能电池室、电池预制舱等场所应设置火灾自动报警系统	13
图 18：《气体灭火设计规范》包括热气溶胶、七氟丙烷等	14
图 19：对于标准未覆盖的灭火系统，需要提交特殊消防设计技术资料	14
图 20：目前国内已建成的电化学储能电站普遍采用七氟丙烷灭火剂	15
图 21：气溶胶灭火装置结构简单	16
图 22：全氟己酮等消防系统需配置高压泵组及管网	16
图 23：欧盟推动更广泛的 PFAS 限制.....	16
图 24：《锂离子大型储能系统预防性与扑救性消防建议》在灭火剂选型上推荐气溶胶.....	17
图 25：及安盾储能消防产品覆盖 PACK 级、簇级、集装箱级	18
图 26：及安盾认证报告齐全	19

图 27：及安盾方案经过欧美澳 AHJ 及专业机构合规性评审	19
图 28：及安盾建立全球服务网络	20
图 29：及安盾供应大多数储能龙头企业	20
图 30：气溶胶灭火装置可应用于开关柜	21
图 31：及安盾热气溶胶自动灭火装置应用于福田汽车电池内舱	22
表 1：海伦哲主要高管履历	8
表 2：欧美国家对储能消防的合规要求	14
表 3：海外对储能消防产品的标准较为完善	14
表 4：六类典型灭火剂的优劣势对比	15
表 5：公司收入和利润均实现快速增长	18
表 6：及安盾气溶胶产品相比海外友商有技术优势	21
表 7：公司利润敏感性分析	23

海伦哲：特种车辆龙头，外延储能消防

海伦哲以高空作业车起家，完成由单一产品制造商向新能源安全综合解决方案提供商的转型。公司成立于2005年，系国内专用车辆领域的国家高新技术企业，经过近二十年的战略演进，已由单一高空作业车制造商发展为业务覆盖高空作业装备、特种消防装备、电力应急保障装备及新能源安全解决方案的综合性平台型企业。

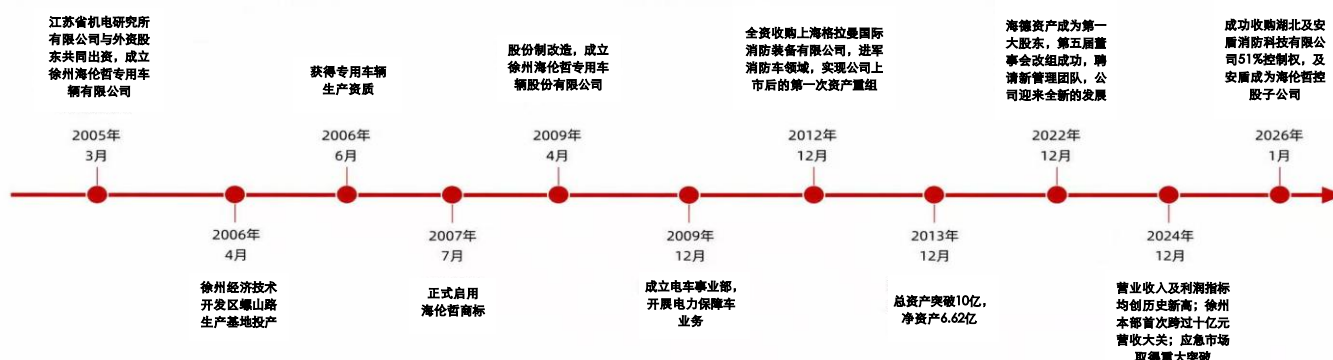
回溯发展沿革，公司大致经历了三个阶段：

1) 创业立基（2005-2009年），公司植根于江苏省机电研究所的技术积淀创立，自成立之初即聚焦高空作业车核心赛道。2006年取得专用车辆生产资质并实现徐州基地投产，凭借技术先发优势快速崛起，逐步成长为国内高空作业车行业的领军企业。2009年，公司完成股份制改造。

2) 业务拓展（2009-2022年），公司持续推进外延扩张与业务延伸。2009年成立电车事业部，正式切入电力保障车业务；2011年成功登陆创业板市场；2012年完成对上海格拉曼100%股权的收购，正式进军消防车与军品特种车辆领域，由此形成“高空作业+消防应急”双轮驱动的业务格局。

3) 战略转型（2022年至今），2022年海德资管入主成为公司第一大股东，公司治理与战略同步焕新，步入全新发展阶段。2024年，公司营收及利润指标同步创历史新高，徐州本部营收首次跨越十亿元关口，主业根基进一步夯实。**2026年，公司完成对湖北及安盾51%股权的收购，正式切入储能消防赛道**，实现由传统专用车制造商向新能源安全解决方案提供商的战略跃迁。

图 1：海伦哲公司发展历程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

目前，公司已构建以高空作业车为基本盘、消防车与电力应急装备为核心支撑、无人机消防系统与储能消防装置为新增长极的多元化产品矩阵，形成覆盖电力、市政、应急、新能源安全等多场景的综合解决方案能力。

图 2：海伦哲核心产品梳理



资料来源：公司官网，长江证券研究所

海德资产管理有限公司为公司第一大股东，持股比例 12.34%。自 2022 年入主以来，成功改组董事会，聘请新管理团队，推动公司治理优化与业务战略升级。当前股权结构稳定，有利于长期战略的持续推进。公司通过收并购来完善业务矩阵，上海格拉曼国际消防装备有限公司深耕消防车与特种装备领域，湖北及安盾消防科技有限公司深耕储能消防赛道，为公司业绩增长奠定了基础。

图 3：海伦哲股权结构示意图

徐州海伦哲专用车辆股份有限公司	
+	海德资产管理有限公司 持股比例 12.34%
+	海南顶航慧恒企业咨询合伙企业(有限合伙) 持股比例 7.39%
+	江苏省机电研究所有限公司 持股比例 3.74%
	李珂 持股比例 1.98%
	美通(中国)有限公司 持股比例 1.98%
	宁波梅山保税港区龙悦投资管理有限公司-佳然一号私募证券投资基金 持股比例 1.64%
+	宁波华孚东浩实业有限公司 持股比例 0.77%
	广发集悦债券型证券投资基金 持股比例 0.77%
+	徐州国瑞机械有限公司 持股比例 0.73%
+	浙江昇孚贸易有限公司 持股比例 0.69%

资料来源：Wind，长江证券研究所

注：截至 2026 年一季度

海伦哲核心团队兼具行业经验与资本运作背景，治理架构稳定高效。公司高管团队深耕机械制造行业，业务水平比较扎实，同时也引进了具备资本运作经验的新鲜血液，对公司战略落地与业务运营形成关键支撑。为建立、健全长效激励机制，助力公司实现发展战略和经营目标，公司于 2023 年 8 月推出股权激励方案，首批激励对象包含董事、高管、中层管理人员及核心技术（业务）骨干等 80 人。公司持续加强团队和人才建设，制定有竞争力、兼顾短期和长期利益的薪酬管理体系和激励考核体系。

表 1：海伦哲主要高管履历

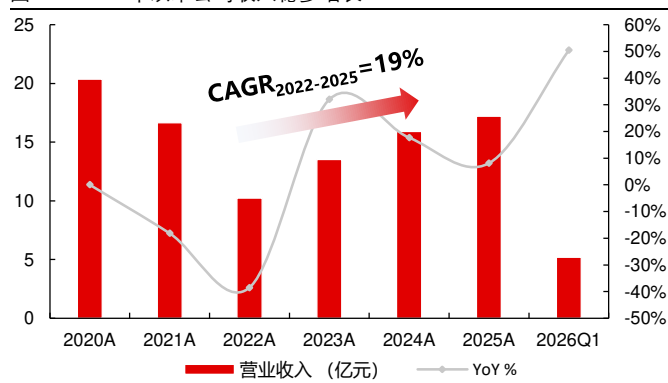
管理人员	职位	过往履历
丁波	董事、董事长	1968 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。曾任职于徐州经济开发区招商局、徐州市金穗房地产开发公司、徐州市经济实用住房发展中心、泰安鲁润股份有限公司、海南海德实业股份有限公司、永泰城建集团有限公司。2024 年 5 月 17 日起任公司董事、董事长。
高鹏	副董事长	1964 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，研究生学历，机械制造与计算机控制专业硕士学位，高级国际商务师。先后任职航空航天部 148 厂，江苏舜天国际集团机械进出口股份有限公司。2022 年 12 月 9 日至 2024 年 5 月 17 日担任公司董事、董事长，2024 年 5 月 17 日起担任公司副董事长。
窦立峰	董事、副董事长	1959 年 6 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，EMBA 硕士。先后任职南京 741 厂，中山集团控股有限责任公司，联合证券有限责任公司南京分公司，南京有线电厂有限公司，江苏阳光紫金电子有限公司。2022 年 12 月 9 日起担任公司董事、副董事长。
尹亚平	董事、总经理	1965 年 8 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，本科学历，高级工程师。先后任职江苏省机电研究所有限公司、徐州海伦哲专用车辆股份有限公司、上海格拉曼国际消防装备有限公司。2022 年 12 月至 2024 年 5 月任公司董事、副董事长、总经理，2024 年 5 月 17 日起担任公司董事、总经理。
陈慧源	董事、副总经理	1986 年 11 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，中共党员，研究生学历。先后任职徐州海伦哲专用车辆股份有限公司，徐州徐工股权投资有限公司。2022 年 12 月 9 日起担任徐州海伦哲专用车辆股份有限公司董事、副总经理。
姜海雁	董事	1981 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，香港中文大学 EMBA。2004 年至 2014 年任第一财经市场总监，2014 年至 2017 年任深圳中航金鼎股份公司副总经理，2017 年至今任深圳中航产业投资管理企业（有限合伙）执行事务合伙人委派代表。2022 年 12 月 9 日起担任公司董事。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2022 年后营收与利润进入稳健上行周期，受外部经济恢复不及预期与内部公司治理遇到挑战等因素影响，公司 2022 年收入与盈利同步探底，全年营收回落至 10.24 亿元，归母净利润降至 0.73 亿元，处于阶段性业绩底部。2022 年海德资管完成入主、新一届管理层全面改组落地后，公司理顺长期发展战略，收缩非核心业务、资源向优质主业集中，经营基本面迎来实质性反转，2022-2025 年营业收入 CAGR 达 19%。拆分来看，2023-2025 年营收同比分别实现+32%、+18%、+8%，营收规模自低点稳步修复至 17.20 亿元；2026Q1 收同比大幅增长 50%，得益于主业收入增加和及安盾并表，成长动能持续加码。

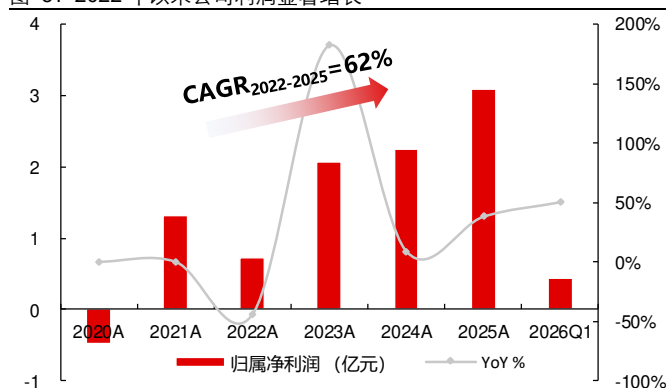
利润端改善幅度显著优于收入。2022-2025 年归母净利润 CAGR 高达 62%，盈利弹性持续释放。2023 年受益产品结构优化、高毛利品类放量，归母净利润同比大幅增长 182% 至 2.06 亿元，此后逐年稳步抬升，2025 年归母净利润达到 3.09 亿元，刷新历史业绩高点。盈利水平持续上行由毛利率抬升与精细化费用管控双轮驱动：公司整体毛利率由 2020 年 24.11%稳步上行至 2025 年 31.98%，叠加期间费用率逐年优化，归母净利率从 2021 年 7.9%提升至 2025 年 18.0%；2026Q1 公司毛利率 30.53%，盈利中枢依旧保持稳健。

图 4：2022 年以来公司收入稳步增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2022 年以来公司利润显著增长

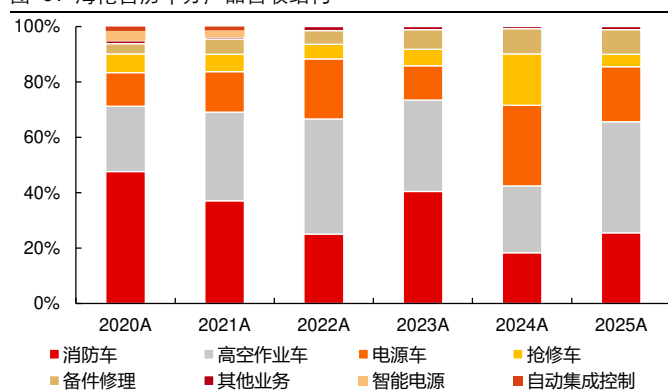


资料来源：Wind，长江证券研究所

业务结构持续优化，出清低效业务、高毛利主力产品驱动增长。2022 年公司主动推进业务精简，彻底退出智能电源、自动集成控制两类低毛利非核心业务，释放人力、产能、资金集中投向高空作业车、消防车、电力电源车三大核心赛道。受益国内电网基建、市政维保需求回暖，高空作业车作为公司基本盘持续放量，2022-2025 年营收由 4.26 亿元增至 6.89 亿元，稳居第一大收入来源；消防车业务随行业招标回暖逐步企稳，2025 年实现营收 4.39 亿元；电源车依托全国电力保供相关政策落地，下游订单快速扩容，2025 年营收达 3.42 亿元；备件修理服务依托存量设备维保需求稳步扩容，2025 年营收 1.54 亿元，持续贡献稳定经营性现金流。

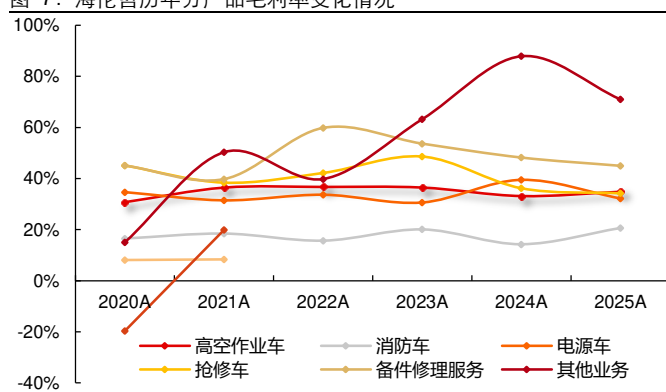
分板块盈利表现分化向好。高空作业车毛利率常年稳定在 30% 以上，2025 年毛利率约 35%；电源车产品溢价突出，2024 年毛利率升至 39%；备件修理依托服务属性维持高盈利，毛利率长期超 40%（2022 年除外）；消防车在产品迭代后盈利持续修复，2025 年毛利率回升至 20.7%。未来随着储能消防新业务持续落地并表，公司产品矩阵进一步完善，盈利结构有望持续优化。

图 6：海伦哲历年分产品营收结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：海伦哲历年分产品毛利率变化情况



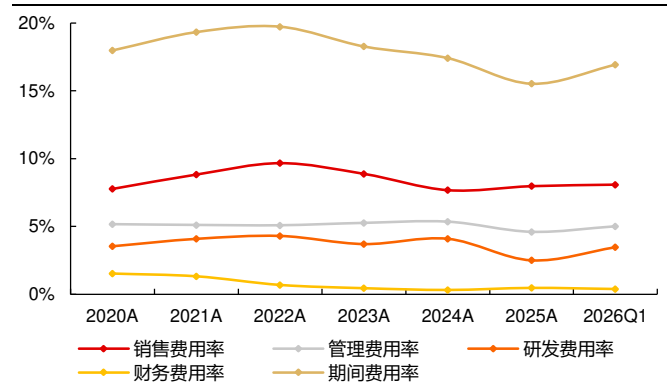
资料来源：Wind，长江证券研究所

精细化费用管控落地兑现，毛利率抬升驱动盈利中枢上行。公司精细化运营落地叠加收入规模扩大，推动整体费用水平稳步下行，期间费用率由 2022 年 19.7% 回落至 2025 年 15.5%。拆分各项费用来看，销售费用率常年锚定 5%-10% 之间，随着收入扩张实现销售投入精细化匹配；管理费用率自 2022 年 5.1% 降至 2025 年 4.6%，内部运营效率

持续提升；财务费用率由 2020 年 1.5% 收窄至 2025 年 0.5%，债务结构优化、利息支出持续压降；公司坚持技术投入，2020-2024 年研发费用率稳定在 3.5% 以上，2025 年研发费用同比减少，主要是部分研发费用资本化。

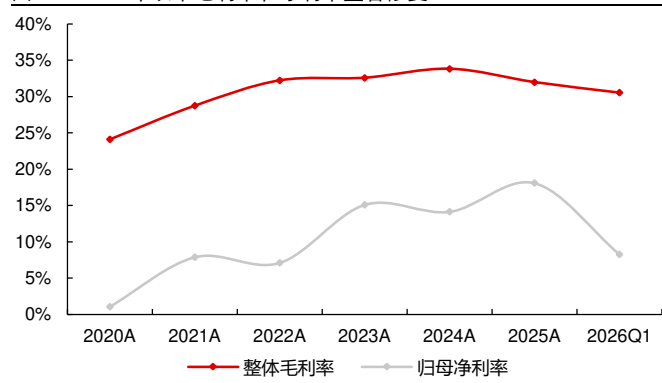
盈利端依托产品结构升级，毛利率实现长期抬升。公司综合毛利率从 2020 年 24.11% 稳步上行至 2025 年 31.98%，毛利率改善叠加费用率优化，推动归母净利率从 2020 年 1.07% 攀升至 2025 年 18.08%，盈利质量实现跨越式提升。2026Q1 综合毛利率仍维持 30% 以上，产品盈利水平保持良好。随着新业务逐步完成产能爬坡与成本优化、全年主业产销逐季回暖，公司净利率有望重回上行通道。

图 8：2022-2025 年期间费用率持续下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：2022 年以来毛利率和净利率显著修复



资料来源：Wind，长江证券研究所

外延并购及安盾布局储能消防，打造第二成长曲线。2026 年 1 月，公司董事会和股东会同意以 7.395 亿元现金收购及安盾 51% 股权，并且实现了控股并表，正式切入高景气储能消防赛道。本次交易对价分六期支付，有效匹配业绩兑现节奏，同时设置严格业绩承诺，及安盾承诺 2026-2027 年扣非归母净利润分别不低于 1.74 亿元、2.088 亿元，两年合计不低于 3.828 亿元，并以剩余 49% 股权质押作为履约保障。及安盾为国内储能消防领域优质标的，深耕电化学储能消防全链条，具备技术、认证、客户、订单多重壁垒，深度绑定新能源储能、电网、数据中心等核心下游，业绩高速增长、盈利质量优异。本次收购是公司从传统专用车制造向新能源安全装备升级的关键一步，依托主业渠道与制造协同，快速打开第二成长曲线。

图 10：交易完成后及安盾的股权结构

序号	股东名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	徐州海伦哲专用车辆股份有限公司	2739.7200	51.0000
2	李先军	2371.8920	44.1529
3	湖北裕行企业管理合伙企业(有限合伙)	115.0805	2.1422
4	湖北奥行企业管理合伙企业(有限合伙)	74.4820	1.3865
5	湖北驭行企业管理合伙企业(有限合伙)	48.0335	0.8941
6	李珂	17.2469	0.3211
7	刘策	5.5451	0.1032
合计		5372.00	100

资料来源：公司公告，长江证券研究所

2026 年 7 月，海伦哲发布第三期员工持股计划（草案），员工持股计划的参与对象主要为在上市公司控股子公司及安盾任职的核心管理/技术/业务人员，总人数共计不超过 150 人。该员工持股计划考核及安盾的营业收入，若要达到目标值，2026-2028 年收入分别达到 10、20、30 亿元，表明公司对未来业绩增长的信心。

图 11：海伦哲发布第三期员工持股计划（草案）

解锁期	考核年度	考核年度及安盾营业收入（A）	
		目标值（Am）	触发值（An）
第一个解锁期	2026	10 亿元	7 亿元
第二个解锁期	2026 与 2027 累计	30 亿元	21 亿元
第三个解锁期	2026、2027 与 2028 累计	60 亿元	42 亿元
考核指标		业绩完成度	指标对应解锁比例
考核年度及安盾营业收入（A）		$A \geq Am$	$X=100\%$
		$An \leq A < Am$	$X=A/Am$
		$A < An$	$X=0$

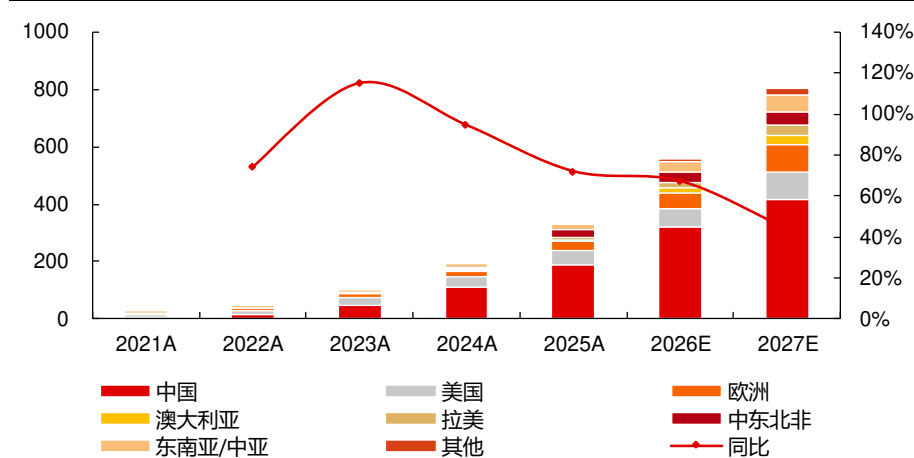
资料来源：公司公告，长江证券研究所

储能消防：安全防线刚需，打造第二曲线

需求：储能支撑行业空间，消防安全护航刚需

储能需求高景气，国内外市场共振。预计 2026 年全球储能装机达到 550GWh 以上，2027 年达到 800GWh 以上，分别同增 60%+、40%+，存在较大上修可能。储能市场需求多点开花：1) 国内储能中标/装机等高频数据保持高景气；2) 美国 AI 缺电加剧，2026 年以来储能新增开工明显提速，联邦监管积极推进数据中心自建电源，有望带动储能需求超预期；3) 非美多个区域如澳洲、欧洲等新能源发电占比高、但累计储能装机较少，新兴市场如中东、东南亚等能源转型加速，储能需求释放或显著超预期。

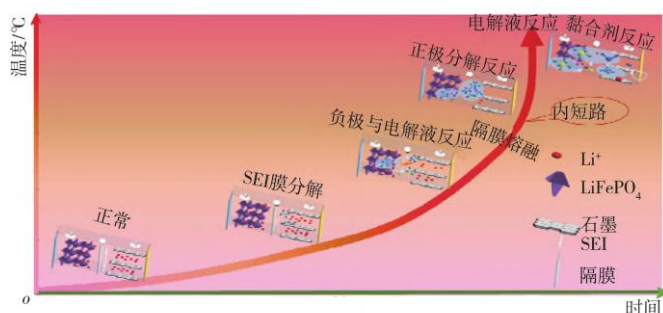
图 12：全球储能需求快速增长 (GWh)



资料来源：EIA, BNEF, 储能与电力市场, CNESA, Woodmac, ACERA, 长江证券研究所

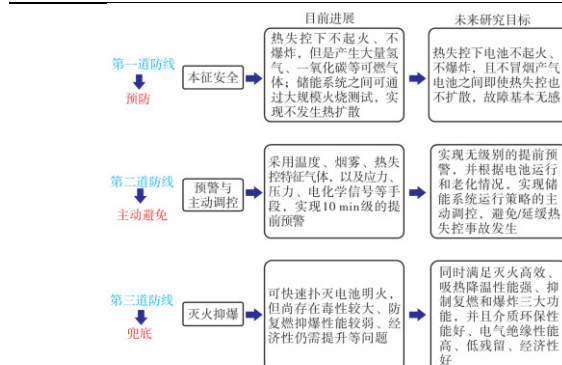
消防安全是新型储能电站的关键防线。锂电池储能是新型储能的主流技术路线之一，据统计 2017 年以来起火爆炸事故超过 100 起，这已经成为了锂电池储能大规模应用的重要挑战。锂电池在过充、过热、短路、机械破坏等滥用条件下，电池会发生热失控，引发起火爆炸。和传统火灾相比，锂电池火灾是一种气液固混合的火灾，安全高效灭火极具挑战性。灭火抑爆技术是储能系统的最后一道防线，需要同时满足灭火高效、吸热降温性能强、抑制复燃和爆炸三大功能。

图 13：磷酸铁锂储能电池热失控连锁反应示意图



资料来源：《储能磷酸铁锂电池灭火抑爆技术研究进展》陈宝辉等著（2025 年），长江证券研究所

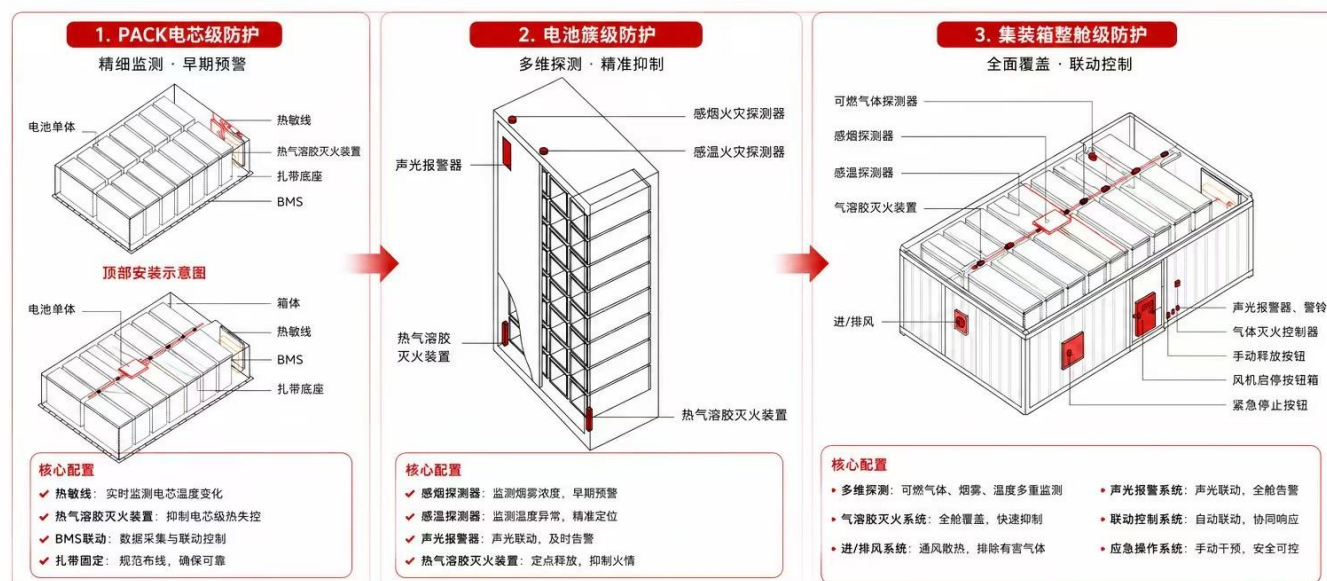
图 14：锂离子电池储能系统安全防护三道防线及研究进展



资料来源：《储能磷酸铁锂电池灭火抑爆技术研究进展》陈宝辉等著（2025 年），长江证券研究所

储能普遍采用 **PACK 级-簇级-柜级** 三级消防防护体系。PACK 级预警实时监控捕捉热失控早期征兆，依托多维高精度传感器矩阵，实现电芯级透视监测，同时与电池管理系统深度集成，实时追踪单体电压、电流及温度变化，探测器采用植入式、覆盖式或集中式部署，确保无监测盲区。簇级控火将储能系统划分为多个独立防火单元，通过簇间设置防火间距形成热失控防火墙，每个簇配备专属探测和灭火系统，实现局部火情局部处理，这种隔离式设计不仅能有效阻止火势蔓延，还便于日常维护和故障排查。柜级兜底防护承担着全面覆盖、终极处置的核心使命，通过全域无死角的防护设计，确保即使火情突破前两级防护，也能将风险控制在柜内。

图 15：多维度储能消防成套方案



资料来源：公司官网，长江证券研究所

储能电站设计新国标落地，消防安全标准大幅提高。《电化学储能电站设计标准》自 2026 年 4 月 1 日起实施，原国家标准《电化学储能电站设计规范》(GB51048-2014) 同时废止。新版国标要求“锂离子及钠离子储能电池室、电池预制舱应设置自动灭火系统”，后续各省市也会出台相关实施细则配套，这使得消防系统从“可选项”变为“必选项”。

图 16：《电化学储能电站设计标准》要求设置自动灭火系统

图 17：储能电池室、电池预制舱等场所应设置火灾自动报警系统

12.4.7 锂离子及钠离子储能电池室、电池预制舱应设置自动灭火系统，自动灭火系统选型应根据储能电池室、电池预制舱布置及电池特性等因素综合确定，系统设计应符合相关现行标准的规定，自动喷水灭火系统应按照现行国家标准《自动喷水灭火系统设计规范》GB 50084 规定的严重危险级 I 级设计。当采取气体灭火系统时，应设置可向储能电池室、电池预制舱内输送消防用水或其他液体灭火剂的干式管道、喷头及室外连接器具，储能电池室应采用闭式喷头，电池预制舱可采用开式或闭式喷头。

12.6.2 电化学储能电站的下列场所和设备应设置火灾自动报警系统：

- 1 主控制室、配电装置室、继电器及通信室、储能电池室、电池预制舱、储能变流器室、储能变流器预制舱、可燃介质电容器室；
- 2 采用固定灭火系统的油浸变压器、油浸电抗器；
- 3 室内无人值班电化学储能电站的电缆夹层及电缆竖井；
- 4 敷设具有可燃绝缘层和外护层电缆的电缆夹层及电缆竖井。

资料来源：《电化学储能电站设计标准》(GB/T51048-2025)，长江证券研究所

资料来源：《电化学储能电站设计标准》(GB/T51048-2025)，长江证券研究所

气体灭火系统按照 GB50370-2005《气体灭火设计规范》进行设计，而该标准中涉及的气体灭火系统仅有三种，分别是热气溶胶预制灭火系统、七氟丙烷灭火系统以及 IG541 混合气体灭火系统，而对于市场较为火热的全氟己酮仅有灭火剂标准，其灭火系统暂无国家产品标准、设计标准、验收标准，根据住建部第 58 号令需要提交特殊消防设计技术资料。

图 18：《气体灭火设计规范》包括热气溶胶、七氟丙烷等

1 总 则	(1)
2 术语和符号	(2)
2.1 术语	(2)
2.2 符号	(3)
3 设计要求	(6)
3.1 一般规定	(6)
3.2 系统设置	(7)
3.3 七氟丙烷灭火系统	(8)
3.4 IG541 混合气体灭火系统	(13)
3.5 热气溶胶预制灭火系统	(17)
4 系统组件	(19)

资料来源：及安盾消防科技公众号，长江证券研究所

图 19：对于标准未覆盖的灭火系统，需要提交特殊消防设计技术资料

第十七条 特殊建设工程具有下列情形之一的，建设单位除提交本规定第十六条所列材料外，还应当同时提交特殊消防设计技术资料：

（一）国家工程建设消防技术标准没有规定的；

（二）消防设计文件拟采用的新技术、新工艺、新材料不符合国家工程建设消防技术标准规定的；

（三）因保护利用历史建筑、历史文化街区需要，确实无法满足国家工程建设消防技术标准要求的。

前款所称特殊消防设计技术资料，应当包括特殊消防设计文件，以及两个以上有关的应用实例、产品说明等资料。

特殊消防设计涉及采用国际标准或者境外工程建设消防技术标准的，还应当提供相应的中文文本。

第十八条 特殊消防设计文件应当包括特殊消防设计必要性论证、特殊消防设计方案、火灾数值模拟分析等内容，重大工程、火灾危险等级高的应当包括实体试验验证内容。

特殊消防设计方案应当对两种以上方案进行比选，从安全性、经济性、可实施性等方面进行综合分析后形成。

火灾数值模拟分析应当科学设定火灾场景和模拟参数，实体试验应当与实际场景相符。火灾数值模拟分析结论和实体试验结论应当一致。

第十九条 消防设计审查验收主管部门收到建设单位提交的消防设计审查申请后，对申请材料齐全的，应当出具受理凭证；申请材料不齐全的，应当一次性告知需要补正的全部内容。

第二十条 对本规定第十七条情形之一的建设工程，消防设计审查验收主管部门应当自受理消防设计审查申请之日起五个工作日内，将申请材料报送省、自治区、直辖市人民政府住房和城乡建设主管部门组织专家评审。

第二十一条 省、自治区、直辖市人民政府住房和城乡建设主管部门应当建立由具有工程消防、建筑等专业高级技术职称人员组成的专家库，制定专家库管理制度。

资料来源：及安盾消防科技公众号，长江证券研究所

海外对电化学储能消防的合规要求非常完善。合规要求包括满足当地国家储能电站安装设计标准，满足当地国家产品标准要求并取得相应认证，满足当地国家相应消防产品设计安装标准要求，满足获证产品备案的设计安装说明文件要求，满足当地国家环保、运输、知识产权法规要求，满足当地国家（欧洲）、州市（美国）其他法律法规要求。从火灾报警控制、烟感/温感/可燃气体探测器到灭火装置/系统，海外均建立了非常完善的产品标准。

表 2：欧美国家对储能消防的合规要求

北美	欧洲
1、灭火剂应通过 EPA 的认可并注册；	1、按照联合国 TDG23 法规，获得相应产品运输证；
2、消防产品取得运输证；国内及国外的运输证，如美国的 DOT；	2、消防产品对应的相关 CE 指令要求，如压力容器 PED (2014/68/EU)；
3、知识产权（如 PCT）情况，避免商业纠纷；	3、消防产品对应的产品标准的产品认证，如气溶胶灭火装置 EN15276；
4、消防产品按照 NFPA、UL/FM 相关标准条款，各部件及设备本体获得的 UL 或 FM 证书；	4、符合欧洲当地国家的其他要求（如进入德国，还需取得产品的 VDS 检测报告）。
5、提供的消防产品符合 NFPA 相关设计安装规范要求，符合获证产品说明书中设计安装要求；	
6、符合美国不同州县的其他要求。	

资料来源：及安盾消防科技公众号，长江证券研究所

表 3：海外对储能消防产品的标准较为完善

消防产品	北美	欧洲	澳洲	中国
火灾报警控制	UL864	EN54, EN12094	AS1670.1	GB 50116
温感探测器	UL521	EN54, EN50014	AS7240	GB 4716
烟感探测器	UL268	EN54, EN55014	AS3786	GB 4715
可燃气体探测器	UL2075, NFPA68, NFPA69, NEC500	EN14797, ATEX	ATEX	GB 15322
气溶胶灭火装置	UL2775, NFPA2010	EN15276.1, EN15276.2	AS/NZS 4487	XF499.1, GB50370, GB50263

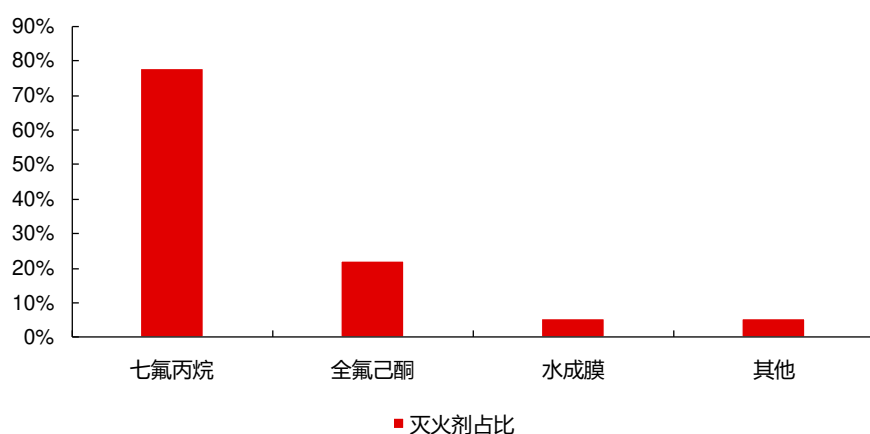
七氟丙烷灭火系统	UL2166, FM2000, NFPA2001	EN15004	/	GB25972, GB50370, GB50263
全氟己酮灭火系统	UL2166, NFPA2001	EN15004	/	/
水喷雾/水喷淋系统	UL199, UL2351, NFPA13, NFPA15	EN10216, EN10255, EN1092	/	GB5135.1, GB5135.3, GB50084, GB/T8163

资料来源：及安盾消防科技公众号，长江证券研究所

消防：基于环保和成本考量，气溶胶成为主流方案

典型的灭火介质包括氟基灭火剂、水基灭火剂、气溶胶、固态灭火剂、液氮、二氧化碳灭火剂等。目前应用较多的灭火技术为全氟己酮、七氟丙烷，七氟丙烷的温室效应潜数值（GWP）较高，具有一定的温室效应，我国从 2024 年起对七氟丙烷实施生产配额限制，并逐步削减产量，目前其处于渐进淘汰的过程中。全氟己酮的 GWP 相对七氟丙烷较低（仅为 0.1），环保性更好，近年来被大量应用于锂电池储能系统灭火，是目前国内应用最广泛的储能锂电池灭火介质之一，但全氟己酮受热易分解产生氟化氢等有毒气体，以及促进一氧化碳等对人体有害气体的生成。水基灭火剂包括水喷雾、细水雾、泡沫喷雾和压缩空气（氮气）泡沫以及水凝胶等，其环保性和经济性好，是一种非常理想的吸热降温灭火介质，但存在导电、与电池中六氟磷酸锂和活性锂反应等问题。

图 20：目前国内已建成的电化学储能电站普遍采用七氟丙烷灭火剂



资料来源：《电化学储能电站火灾事故多维度特征分析与消防安全现状研究》周庆雨等著（2025 年），长江证券研究所 注：调研样本为中国内蒙古、江西、河北、贵州和山东等地 18 座电化学储能电站

表 4：六类典型灭火剂的优劣势对比

类型	应用方式	优势	存在的问题和亟待改进的方向
氟基灭火器	包括七氟丙烷、全氟己酮、氟基改性灭火剂；采用直喷、微胶囊、间接式喷射	含有卤素元素，具有高化学灭火效率，灭明火速度快	七氟丙烷冷却效果差，不能防复燃，多次火灾事故发现七氟丙烷灭火系统启动，但未有效灭火；含有卤素元素，环保性一般；灭火时产生大量氟化氢等有毒有害气体，需通过改性减少有毒气体生成
水基灭火剂	包括水喷雾、细水雾、泡沫喷雾、压缩空气（氮气）泡沫、蛭石分散液、水凝胶	水的比热容大，降温性能好，水喷雾和细水雾的环保性好	水导电，易扩大火灾，带来次生灾害；已发生多次因水喷淋、细水雾消防系统误动导致的电池热失控火灾事故
气溶胶灭火剂	气溶胶模块	具有较好的灭初期明火的效果，价格低	缺乏降温能力，防复燃能力差
固体灭火剂	ABC 类干粉灭火剂、BC 类干	配置灵活，使用便捷	灭火效率低、防复燃能力差，难以灭锂电池火

粉灭火剂和 D 类干粉灭火剂

液氮灭火剂	以液氮形式存储应用	存储温度-196℃，瞬时降温性能好	存储耗能较大，温度过低可能带来材料冷脆的问题，对人员专业性要求高
二氧化碳灭火剂	常温高压存储的二氧化碳、低温低压存储的二氧化碳	低温低压存储的二氧化碳降温性能好、占地面积小，兼具抑爆的作用，一套系统可以对整站的灭火抑爆，成本低	需要考虑较长距离疏散、堵管的问题

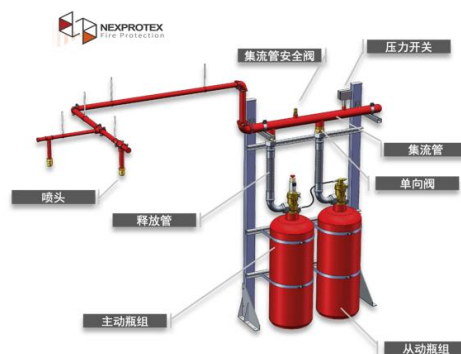
资料来源：《储能磷酸铁锂电池灭火抑爆技术研究进展》陈宝辉等著（2025 年），长江证券研究所

气溶胶灭火剂由氧化剂、还原剂及黏合物组成，氧化剂与还原剂的燃烧反应生成金属氧化物、碳酸盐等气溶胶微粒，具有较好的灭初期明火的效果，而且价格较低。对于水消防系统，在储能站设计阶段便需要考虑供水和蓄水问题，且场站所有的水消防相关设计与设备均需要满足 NFPA 相关规定，这对场站和集装箱设计提出了更高的要求。对于气体灭火系统，其复杂的管网设计在储能系统发生热失控或爆炸时导致管网受损并失效，且目前大部分气瓶为压力容器，其存储、检修、维保难度及占用空间大。相比之下，气溶胶灭火装置具有结构紧凑、布置灵活的优势，保质期与储能系统使用周期类似，在使用过程中更换频率较低，而且无需高压储瓶与复杂管网的特性降低了维保和更换的难度。

图 21：气溶胶灭火装置结构简单



图 22：全氟己酮等消防系统需配置高压泵组及管网



资料来源：及安盾官网，长江证券研究所

资料来源：青鸟消防公众号，长江证券研究所

含氟灭火剂在海外受到越来越高的关注，在广义的 OECD PFAS（全氟和多氟烷基物质）分类下，全氟己酮、七氟丙烷等都被归类为 PFAS。欧盟正在推动更广泛的 PFAS 限制，2025 年禁止将 PFAS 应用于消防泡沫中，这标志着欧盟在逐步淘汰 PFAS 的道路上又迈出了关键一步。此外，3M 公司于 2025 年底前退出所有 PFAS 生产，并且将继续采取措施应对退出前制造的 PFAS。与 PFAS 消防泡沫相比，全氟己酮是非持久性、非生物累积性且无毒化学物质，也并没有被美国国家环境保护局（EPA）禁止，但这使得海外客户在选择灭火剂时会更加谨慎。

图 23：欧盟推动更广泛的 PFAS 限制

2006 PFOS ban	2017 PFOA and PFHxS ban	2021 PFCA ban (first round)
2024 PFHxA ban	2025 PFAS in fire-fighting foam ban	2026 PFCA ban (second round)

资料来源：欧盟官网，长江证券研究所

德国职业消防系统与德国消防协会联合发布的《锂离子大型储能系统预防性与扑救性消防建议》值得行业高度关注，并与 BVES、GDV、VdS 等机构协调形成，代表的是消防、保险、储能行业多方共识。该文件通过实验对比了主流灭火剂的性能，指出全氟己酮并不完全适合作为锂离子火灾灭火剂，而气溶胶在开放式电池区、封闭式电池柜、电气运行间及线缆夹层等各适用保护区中均被评为“适合”，说明其对储能系统电池本体及周边空间具有更好的场景适配性。

图 24：《锂离子大型储能系统预防性与扑救性消防建议》在灭火剂选型上推荐气溶胶

Löschmittel				Schutzbereiche/Brandlasten								
Typ	offen eingebaute Batterien im Aufstellbereich*			geschlossene Batterieschränke im Aufstellbereich*			El. Betriebsräume Schaltanlagen			Kabelböden Zwischenböden im el. Betriebsraum		
Szenario	1	2	3	1	2	3	1	2	3	1	2	3
Wasser												
- Sprinkler	0	0		-	0			0	0		0	0
- Sprühwasser	0	0		-	0			0	0		0	+
Wassernebel	+	+		+	+			+	+		+	+
Wasser mit Löschmittelzusätzen (Netzmittel)	0	0		0	0			0	0		0	+
Schaummittel-zumischung a)												
- Schwer-/	0	0		-	0			0	0		0	+
- Mittel-/	-	0		-	0			0	0		0	+
- Leichtschaum	-	0		-	0			0	0		0	0
CO ₂ b)	+	+		+	+			+	+		+	+
Inertgase b)	+	+		+	+			+	+		+	+
Sauerstoff-reduzierungsanlage	+	+		+	+			+	+		+	+
FK-5-1-12 c)	-	0	dieses Szenario sieht keine Batterien im Schutzbereich vor	-	0	dieses Szenario sieht keine Batterien im Schutzbereich vor		0	+		0	+
Pulver	-	-	dieses Szenario sieht keine Batterien im Schutzbereich vor	-	-	dieses Szenario sieht keine Batterien im Schutzbereich vor		-	-		-	-
Aerosol d)	+	+	dieses Szenario sieht keine Batterien im Schutzbereich vor	+	+	dieses Szenario sieht keine Batterien im Schutzbereich vor		+	+		+	+

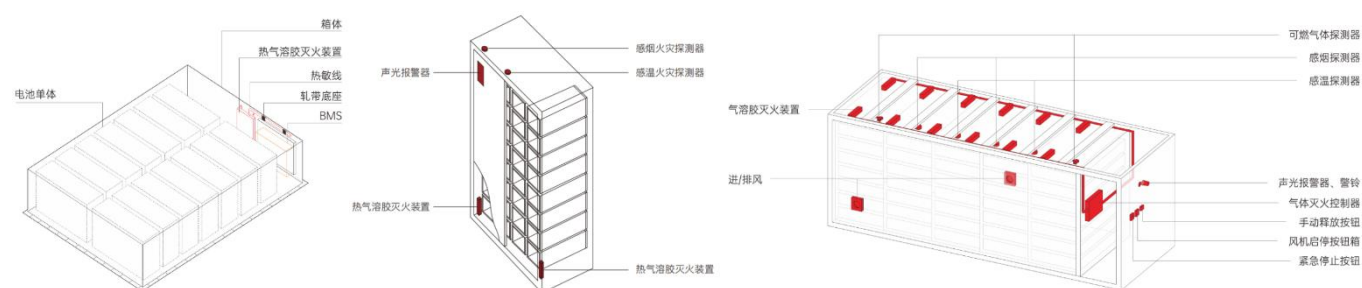
Legende: + = gut geeignet 0 = bedingt geeignet - = nicht geeignet

资料来源：及安盾消防科技公众号，长江证券研究所

及安盾：壁垒高、格局优，全球辐射

湖北及安盾消防科技有限公司成立于 2015 年，以新能源消防系统解决方案为主营业务，广泛服务于储能电站、新能源交通、电力电网、城市综合管廊等多个重要领域，是国内少数集研发、制造、销售、服务于一体的“一站式消防科技产业平台”。公司自主开发出化学冷却技术、低温型气溶胶灭火技术、脉冲式灭火技术等“十大技术”，持有全球相关专利近 1000 项。公司建成年产 1500 万套灭火装置的消防科技园，并拥有全球首条气溶胶药剂自动化生产线，园内配备了产品、场景等各类实验室和实验检测设备。公司产品覆盖户用、工商业、电网级全场景，可以满足从 PACK 级、簇级再到集装箱级的储能消防各层级需求。2025 年公司实现收入 5.71 亿元，同比增长 106%，实现净利润 1.50 亿元，同比增长 128%，进入爆发式增长阶段。

图 25：及安盾储能消防产品覆盖 PACK 级、簇级、集装箱级



资料来源：及安盾官网，长江证券研究所

表 5：公司收入和利润均实现快速增长

项目	2025	2024	同比
营业收入（亿元）	5.71	2.78	106%
净利润（亿元）	1.50	0.66	128%
净利率	26%	24%	

资料来源：公司公告，长江证券研究所

认证壁垒：牌照类业务，合规性优先

储能消防属于牌照类业务，需要满足各市场的合规要求。及安盾通过了 IATF 16949 质量管理体系、IEC Ex 防爆体系、IECQ QC080000 有害物质过程管理体系等国际权威认证，目前是全球唯一通过北美、欧洲、澳洲、中国产品认证的气溶胶生产企业（全球仅有两家竞争对手拥有北美、欧洲、澳洲产品认证），同时也是全球第二家拥有防爆体系认证的气溶胶生产企业，在海外储能消防市场的占有率超过 50%。

图 26：及安盾认证报告齐全



资料来源：及安盾消防科技公众号，长江证券研究所

及安盾针对不同国家储能消防系统合规性要求选用有认证的产品，搭建了二级防护方案。一级采用气溶胶灭火系统进行舱级灭火，二级采用手动水喷淋系统进行兜底，而且通过了北美、欧洲、澳洲等多国 AHJ 的合规性评审。及安盾熟悉海外项目落地流程，以北美地区为例，分为立项、设计、评审、实施、验收、维护六个阶段，其中评审阶段最为重要。及安盾能为合作伙伴提供法律法规的收集及解读，而且提供已合作的 AHJ、专家及机构的咨询服务等。

图 27：及安盾方案经过欧美澳 AHJ 及专业机构合规性评审



资料来源：及安盾消防科技公众号，长江证券研究所 注：文章日期为 2024 年 3 月 21 日

客户壁垒：全球化布局，覆盖客户多

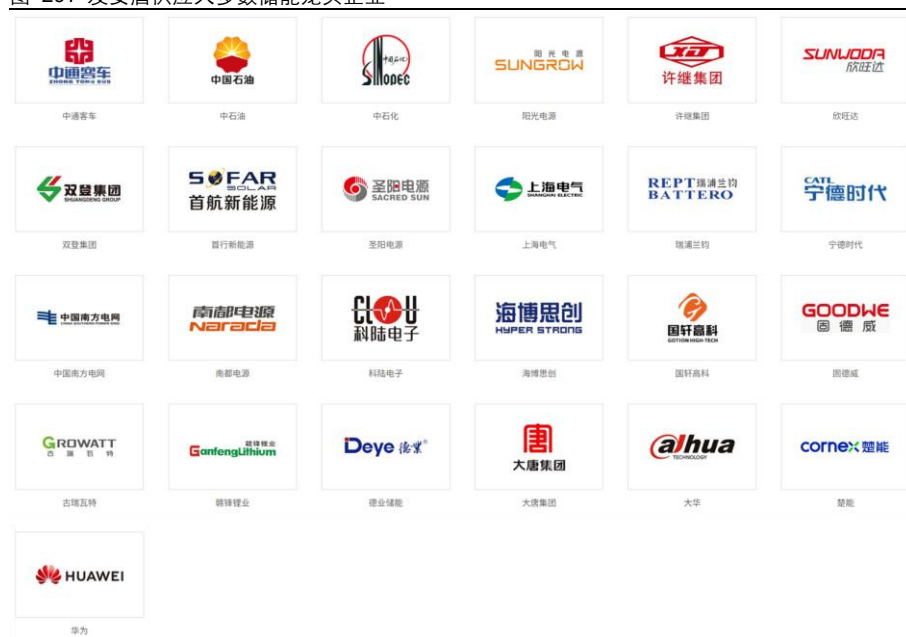
及安盾已形成较完善的全球渠道与服务体系，服务网络覆盖北美、欧洲、中东、东南亚、澳洲、南美、非洲等重点储能市场。公司产品已出口至 50 多个国家和地区，并配套国内储能集成商交付海外项目，其合作客户覆盖宁德时代、阳光电源、国轩高科、海博思创、华为、德业股份、固德威等储能产业链头部企业。因此，公司不仅具备较强的海外渠道覆盖，也已有较丰富的储能消防项目落地经验。

图 28：及安盾建立全球服务网络



资料来源：及安盾官网，长江证券研究所

图 29：及安盾供应大多数储能龙头企业



资料来源：及安盾官网，长江证券研究所

技术壁垒：灭火能力强，技术积淀深

及安盾气溶胶灭火装置因采用了化学冷却、偶联包覆、絮凝胶等技术，与国外知名品牌气溶胶产品对比，具有灭火能力最强、喷口温度最低、不导电无腐蚀等优点。公司已建成综合火灾研究中心、大型火灾研究中心、检测分析中心，并正在推进 UL 9540A 实验室、GB 38031 实验室建设。公司与北美 AHJ 以及业内各知名检测机构携手推进深度合作，在北美储能消防新规要求落地之前整装待发，具备大规模火烧测试试验能力，可向客户提供大规模火烧测试专业化服务，同时正在筹备 UL 9540A 测试基地。

表 6：及安盾气溶胶产品相比海外友商有技术优势

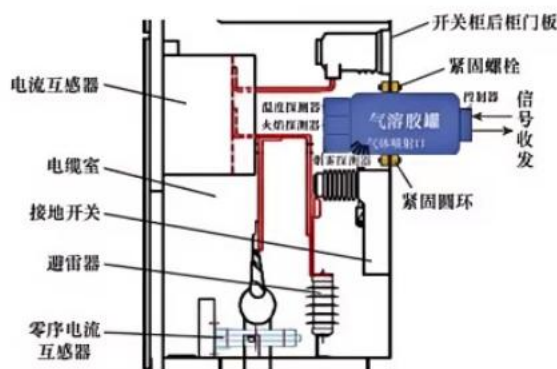
技术优势	及安盾技术支撑	及安盾	同行技术支撑	友商 1（美国）	友商 2（欧洲）
喷放温度（同一位置）	特有化学冷却技术	≤400℃	物理冷却剂	≥600℃	≥600℃
灭火能力	高效灭火剂配方+化学冷却辅助灭火	81	1、物理冷却剂消耗灭火能力； 2、灭火药剂还原剂产气量低。	109	97
A 类火					
B 类火		60		74	67
壳体温度（℃）	偶联包覆技术	<200	1、采用云母层做隔热层； 2、无硅胶包覆，无法控制燃速。	>300	>300
喷放时间（s）		15±5		5-10	5-10
沉降物电阻（MΩ）	絮凝胶灭火技术	500-2200	无	0-5	0-5
铜板腐蚀状态		基本无变色		严重腐蚀	严重腐蚀
B 类火灭火能力	气成膜灭火技术	50	无	74	67
A 类火灭火能力		70		109	97
B 类灭火能力	脉冲灭火技术	30	无	74	67

资料来源：及安盾消防科技公众号，长江证券研究所 注：灭火能力指标是灭火密度，即扑灭单位空间容积内某种可燃物火灾所需热气溶胶灭火剂发生剂的质量，单位是 g/m³

场景延伸：拓展新场景，打开增长点

除了电化学储能场景，气溶胶灭火装置能应用于电网设备、新能源车等场景。电网设备方面，电气柜、配电箱是工厂和楼宇的“用电核心”，内部线路密集、空间狭小，一旦短路起火，后果不堪设想，而气溶胶无需复杂管路、体积小巧、安装灵活，可以精准满足该场景对于消防的要求。以开关柜为例，气溶胶的灭火可靠性高、灭火效果好、受开关柜内设备阻碍的作用小，能够在短时间内快速散布于整个柜体，实现全淹没式灭火，而且在空间中的悬浮能力强，能够长时间持续灭火，并有效避免内部复燃。

图 30：气溶胶灭火装置可应用于开关柜



资料来源：CES 电气公众号，长江证券研究所

新能源车方面，根据现行的《机动车安全运行技术条件》标准，“中型（含）以上载客汽车、专用校车、危险货物运输车、旅居车应配备处于有效期内的灭火器和消防器材，灭火器在车身应安装牢靠并便于使用”，而其它车型不强制性规定必须配备消防器材。根据大河报报道，新能源车则推荐气溶胶灭火器或二氧化碳灭火器，体积紧凑、灭火后没



有残留物、防爆性能可靠，对车内精密电子元件也不会造成损伤，而水基灭火器和大容量高压灭火器绝对不能长期放在车内，否则存在升温爆炸的风险。

图 31：及安盾热气溶胶自动灭火装置应用于福田汽车电池内舱



资料来源：及安盾消防科技，长江证券研究所

风险提示

1、市场竞争加剧风险：储能消防市场规模快速扩大，吸引行业新进入者增加，使得市场竞争趋于激烈，可能导致公司的盈利水平下降。

2、及安盾业务整合风险：及安盾已经成为公司的控股子公司，公司与及安盾在企业文化、管理方式、业务开拓模式等方面存在差异，整合能否顺利推进存在不确定性。

3、应收账款占比较高的风险：2026Q1 末应收账款占资产总额的 30%以上，随着公司收入规模逐步扩大，应收账款状况将对现金流、净利润产生较大影响。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测时，我们对及安盾的市占率和国内渗透率进行了假设，最终预计公司 2026、2027 年营业收入分别为 30.9、46.0 亿元，归属母公司股东净利润分别为 5.2、8.2 亿元。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，在悲观假设下，若及安盾的市占率因为竞争加剧而下降、国内气溶胶渗透率不及预期，则对应 2026、2027 年营业收入分别为 29.6、40.5 亿元，归属母公司股东净利润分别为 4.8、6.9 亿元。

表 7：公司利润敏感性分析

	基准情形			悲观情形		
	2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
营业收入（亿元）	17.2	30.9	46.0	17.2	29.6	40.5
增长率（%）	8%	80%	49%	8%	72%	37%
归母净利润（亿元）	3.1	5.2	8.2	3.1	4.8	6.9
增长率（%）	38%	68%	58%	38%	57%	43%

资料来源：Wind，长江证券研究所

根据香港地区相关监管规定及研究报告信息披露要求，现就长江证券国际金融集团有限公司与德业股份（605117.SH）的业务关系补充披露如下：长江证券国际金融集团有限公司作为长江证券股份有限公司在香港设立的子公司，其下属持牌法团在过去十二个月内与报告中所述的公司存在投资银行业务关系。特此提示投资者注意相关潜在利益关联，并建议在阅读研究报告时结合该信息进行独立判断及寻求专业意见。

财务报表及预测指标

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1720	3091	4597	5679	货币资金	810	3079	4079	5646
营业成本	1170	1781	2442	2907	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	550	1310	2155	2772	应收账款	672	1202	1785	2203
%营业收入	32%	42%	47%	49%	存货	225	337	459	543
营业税金及附加	11	19	29	36	预付账款	21	32	44	52
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	96	150	210	253
销售费用	137	216	276	284	流动资产合计	1824	4800	6577	8697
%营业收入	8%	7%	6%	5%	长期股权投资	110	110	110	110
管理费用	80	124	161	199	投资性房地产	162	162	162	162
%营业收入	5%	4%	4%	4%	固定资产合计	283	294	302	304
研发费用	43	77	92	114	无形资产	131	131	131	131
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	3	3	3	3
财务费用	3	29	41	34	递延所得税资产	49	49	49	49
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他非流动资产	94	83	83	83
加：资产减值损失	7	-5	-5	-5	资产总计	2654	5632	7416	9538
信用减值损失	16	-5	-5	-5	短期贷款	131	231	331	431
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	352	536	735	875
投资收益	35	46	46	57	预收账款	0	0	0	0
营业利润	348	895	1609	2170	应付职工薪酬	21	32	44	52
%营业收入	20%	29%	35%	38%	应交税费	33	60	89	110
营业外收支	2	1	1	1	其他流动负债	275	460	617	727
利润总额	350	896	1609	2170	流动负债合计	812	1319	1815	2195
%营业收入	20%	29%	35%	38%	长期借款	0	1800	1800	1800
所得税费用	39	134	241	326	应付债券	0	0	0	0
净利润	311	762	1368	1845	递延所得税负债	0	6	6	6
归属于母公司所有者的净利润	309	518	821	1052	其他非流动负债	1	23	23	23
少数股东损益	2	244	547	793	负债合计	813	3148	3644	4024
EPS（元）	0.31	0.51	0.81	1.04	归属于母公司所有者权益	1839	2238	2979	3928
现金流量表（百万元）					少数股东权益	3	246	793	1587
	2025A	2026E	2027E	2028E	股东权益	1841	2484	3772	5515
经营活动现金流净额	468	450	1050	1630	负债及股东权益	2654	5632	7416	9538
取得投资收益收回现金	0	46	46	57	基本指标				
长期股权投资	-5	0	0	0		2025A	2026E	2027E	2028E
资本性支出	-11	-42	-45	-44	每股收益	0.31	0.51	0.81	1.04
其他	51	7	0	0	每股经营现金流	0.46	0.45	1.04	1.62
投资活动现金流净额	36	11	1	13	市盈率	21.84	29.19	18.42	14.37
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.75	6.76	5.07	3.85
股权融资	11	0	0	0	EV/EBITDA	17.64	14.65	7.80	5.21
银行贷款增加（减少）	141	1900	100	100	总资产收益率	11.9%	18.4%	21.0%	21.8%
筹资成本	-37	-87	-151	-177	净资产收益率	16.8%	23.1%	27.6%	26.8%
其他	-282	-6	0	0	净利率	18.0%	16.8%	17.9%	18.5%
筹资活动现金流净额	-168	1807	-51	-77	资产负债率	30.6%	55.9%	49.1%	42.2%
现金净流量（不含汇率变动影响）	336	2269	1001	1567	总资产周转率	0.66	0.75	0.70	0.67

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。