仅供内部参考，请勿外传

传化智联（002010.SZ）

物流业务结构优化，收入下滑但盈利能力提升

优于大市

核心观点

2026H1 公司扣非净利同比大幅提升。2026 年中报营收 78.99 亿元（-35.5%），归母净利润 4.5 亿元（-11.9%），扣非归母净利润 4.1 亿元（+44.2%）；2026 年第二季度单季营收 39.5 亿元（-36.5%），归母净利润 1.8 亿元（-41.6%），扣非归母净利润 1.8 亿元（+43.0%）。

2026H1 物流板块收入同比大幅下滑，主要因为公司主动调整业务结构，毛利率大幅提升。由于公司今年主动调整业务结构，减少低毛利业务规模，2026H1 物流板块实现营收 16.3 亿元，同比-75.5%，其中影响最大的子板块是网络货运业务，其收入同比下滑 89%至 6.3 亿元，而核心业务智能公路港业务表现比较稳健，实现营收 5.8 亿元，同比-5.6%。得益于低毛利的网络货运业务规模大幅减少，2026H1 物流板块的毛利率为 34.4%，同比+24.5 pct，毛利润为 5.6 亿元，同比-14.6%。

2026H1 化学板块收入及毛利润同比稳健增长。公司化学业务稳扎稳打，其中顺丁橡胶业务维持较快增长态势，2026H1 化学板块实现营收 62.6 亿元，同比+12.3%，其中，纺织印染助剂业务营收为 39.5 亿元，同比+9.8%，顺丁橡胶业务营收为 19.2 亿元，同比+25.3%。2026H1 化学板块实现毛利率 21.4%，同比+0.32 pct，毛利润为 13.4 亿元，同比+14.0%。

收入结构优化拉动公司毛利率同比大幅提升，投资收益同比明显减少。得益于公司大幅减少低毛利业务，公司综合毛利率从 2025H1 的 15.0%大幅提升至 2026H1 的 24.2%，核心业务具体来看，纺织印染助剂业务毛利率 25.89%（同比-0.25 pct）、顺丁橡胶业务毛利率 13.96%（同比+2.74 pct）、智能公路港业务毛利率 82.48%（同比+2.0 pct）。由于 2025Q2 处置子公司传化支付股份实现 1.8 亿元投资收益，导致基数偏高，2026Q2 投资收益同比减少了 1.64 亿元至 0.45 亿元。此外，公司加快 AI 与数字化转型，驱动效能提升，包括构建研发 AI 智能平台、打造 AI 赋能行业解决方案与运力平台、依托业务场景形成数据资产、持续深化推进无人驾驶落地应用等等。

风险提示：宏观经济风险；公司战略调整风险。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。

预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 7.7/9.3/10.8 亿元，分别同比变化+31%/+20%/+17%，当前股价对应 2026/2027 年 PE 分别为 16.5X、13.7X。考虑到公司经营改善，首次覆盖，给予公司“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	26,717	25,097	16,107	17,259	18,793
（+/-%）	-20.6%	-6.1%	-35.8%	7.2%	8.9%
净利润（百万元）	154	590	772	929	1082
（+/-%）	-73.9%	282.1%	31.0%	20.3%	16.5%
每股收益（元）	0.10	0.39	0.28	0.34	0.39
EBIT Margin	4.1%	5.2%	8.5%	9.1%	9.2%
净资产收益率（ROE）	0.9%	3.3%	4.2%	4.8%	5.4%
市盈率（PE）	45.7	12.0	16.5	13.7	11.8
EV/EBITDA	19.9	15.2	19.1	17.0	15.8
市净率（PB）	0.41	0.39	0.69	0.66	0.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·物流

证券分析师：罗丹
021-60933142
luodan4@guosen.com.cn
S0980520060003

基础数据

投资评级	优于大市（首次）
合理估值	
收盘价	4.61 元
总市值/流通市值	12742/12713 百万元
52 周最高价/最低价	7.39/4.43 元
近 3 个月日均成交额	97.14 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

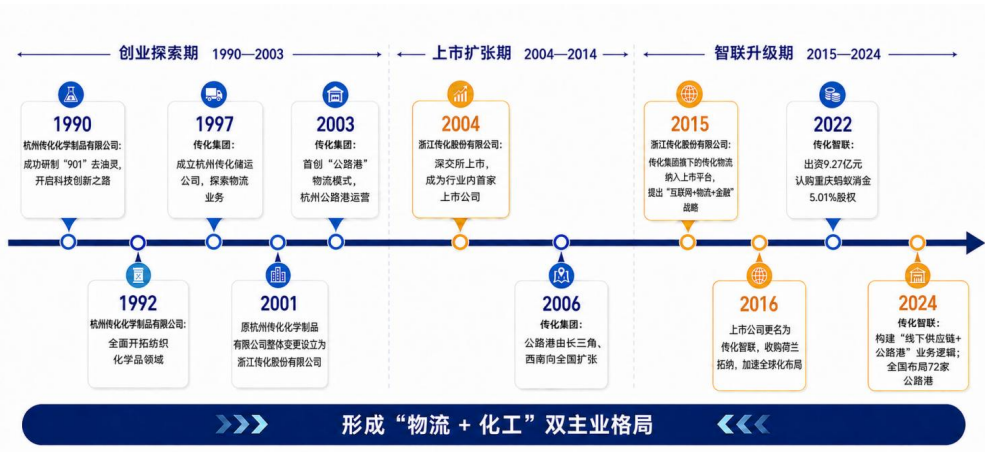
仅供内部参考，请勿外传

物流业务经营底部已过，化学业务稳扎稳打

以化学业务起家，拓展物流业务形成“化学+物流”双引擎

公司已经形成“物流+化学”双主业格局。传化智联原名“传化股份”，为传化集团下属上市公司之一。公司前身为杭州传化化学制品有限公司，1990 年成功研制了“901”去油灵，开启科技创新之路；1992 年，公司全面开拓纺织品化学品领域；1997 年公司成立“杭州传化储运公司”，开始在物流领域探索；2001 年原杭州传化化学制品有限公司整体变更设立为浙江传化股份有限公司，初期主营业务为有机硅及有机氟精细化学品、表面活性剂、纺织印染助剂、油剂及原辅材料的生产、加工、销售、经营进出口业务；2003 年，控股股东集团首创“公路港”物流模式，杭州公路港正式运营；2004 年，公司于深交所上市，成为行业内首家上市公司；2006 年开始，集团公路港开始向长三角地区、西南地区至全国范围扩散；2015 年，集团旗下的传化物流成功纳入传化股份上市平台，公司提出“互联网 + 物流 + 金融”战略布局，打造智能物流服务平台；2016 年，“传化股份”更名为传化智联，且收购荷兰知名化学品公司拓纳，加速全球化布局；2022 年，传化智联出资 9. 27 亿元认购重庆蚂蚁消费金融 5. 01%的股权，共同提升供应链金融“B 端+C 端”服务水平；2024 年公司调整战略，构建“线下供应链+公路港”的业务逻辑。截止 2024 年底，公司已在全国范围内布局 72 家公路港。

图1：传化智联上市公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

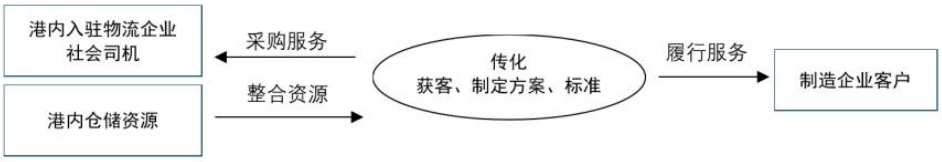
物流业务：“公路港”模式的开创者

公路港具有“集、分、储、运、配”等核心功能，是为货主企业、物流企业、卡车司机提供一站式综合性服务的物流基础设施。截止目前，公司已经建成全国规模最大的公路港基础设施网络，公司核心物流业务系“公路港”平台模式，为区域制造企业、贸易企业提供涵盖仓储、运输、配送等物流服务，为入驻公路港的物流企业提供全方位的平台服务与支持。公司重点突破新能源、化学、快消、高端制造等行业，一方面为大型制造与流通企业提供涵盖仓储服务、整车与零担运输服务、金融服务的定制化综合物流解决方案；另一方面聚焦客户的弹性用仓需求，依托公路港丰富的仓储资源，发展标准化的共享仓产品，为客户提供标准化统仓共配解决方案。此外，公司依托平台内场景与资源还会开展网络货运、车后、

仅供内部参考，请勿外传

新能源等增值业务。

图2：公司物流业务经营模式



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司物流板块主要包括智能公路港、网络货运平台、物流供应链等业务。1）智能公路港平台业务虽然收入规模小，但是由于是收租的商业模式，该业务毛利率高，是公司物流板块的主要利润贡献方；2）网络货运平台业务虽然收入占比大，但是毛利率低，利润贡献比例较低，且近几年该业务停止了扩张步伐，淘汰亏损业务，收入规模也呈快速下降趋势；3）物流供应链业务逐步发展成熟，公司不再牺牲利润去扩张该业务，而是逐步深化经营。

公司公路港已经完成全国化布局，核心竞争优势显著。截至 2025 年底，公司在 21 个省市自治区布局公路港项目 70 个，占地面积达 1354.88 万平方米。公司物流业务的竞争力主要体现在三个方面，一是基础设施资源构筑护城河，公路港自持物业面积超 600 万平方米，其中仓储面积达 392 万平方米；二是持续增长的运力资源，全国公路港日均车流量约 10 万车次；三是丰富的第三方物流企业资源，全国园区已入驻中小物流企业超 8900 家，覆盖专线线路资源上万条。

图3：传化智联公路港全国布局情况

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

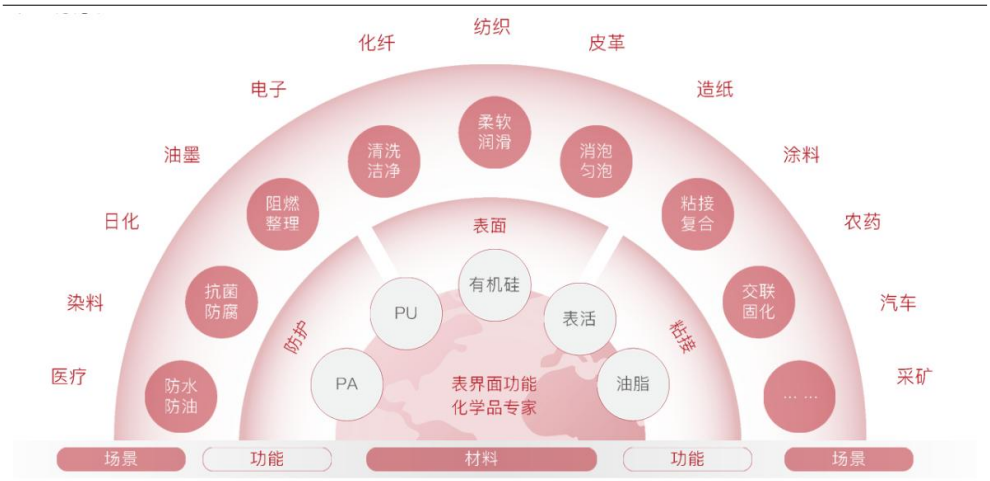
化学业务：纺织化学品领域龙头，快速发展合成橡胶新材料

公司化学业务聚焦以纺织化学品为代表的功能化学品和以合成橡胶为代表的新材料两大业务体系。

公司是纺织化学品领域的领头羊。传化智联功能化学品事业部以表界面控制为核心技术，持续挖掘并满足生产生活中的多样化需求。公司生产的功能化学品包括纺织印染助剂、纤维化学品、产业用纺织品化学品、功能聚合物、涂料等。公司是纺织印染助剂国家标准领衔制订者，作为全球领先的功能化学品公司，公司纤维化学品的 DIY 油剂产销量全球第一。公司生产的纺织印染助剂产品达上千种，拥有业内领先的产品组合和解决方案，覆盖印染加工全工艺流程。同时纺化业务加快海外业务整合步伐，构建营销网络覆盖全球 100 多个国家和地区。

图4：公司功能化学品的表界面核心技术及应用场景

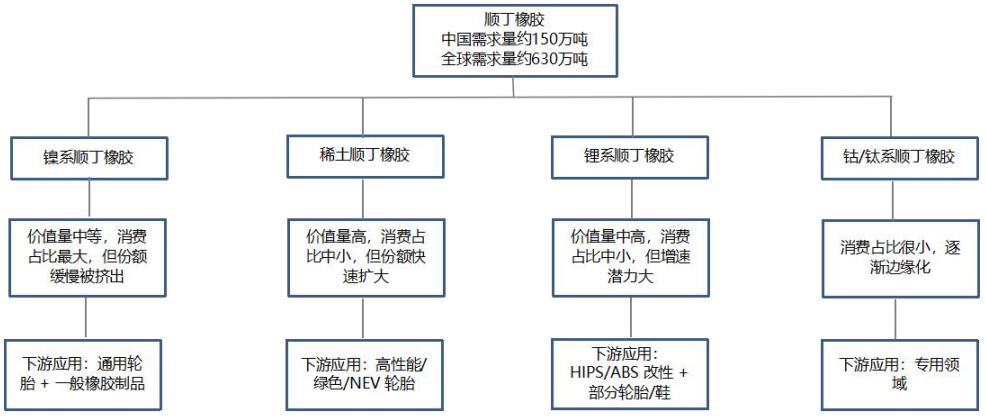
仅供内部参考，请勿外传



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

快速拓展合成橡胶新材料业务，稳扎头部客户合作根基。公司的新材料业务包括合成橡胶、聚酯树脂等。公司合成橡胶业务以高端顺丁橡胶为主导，涵盖易加工稀土顺丁橡胶、透明鞋材专用胶、高尔夫球专用胶等高附加值品种，产品广泛应用于高性能轮胎、新能源汽车配件、高端鞋材、特种减震、医疗制品等关键领域。公司成功攻克稀土橡胶多项“卡脖子”技术，在国内首创镍系与稀土顺丁橡胶柔性连续制备工艺，建成 27 万吨级柔性联产装置，实现两大主力胶种灵活切换、高效稳产，是全球最大的稀土顺丁橡胶单体生产基地，稀土顺丁橡胶市场占有率国内超 70%、亚洲第一、全球前三，镍系顺丁橡胶及聚酯树脂市场占有率均位居全国前列。

图5：顺丁橡胶分类及主要下游应用领域



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

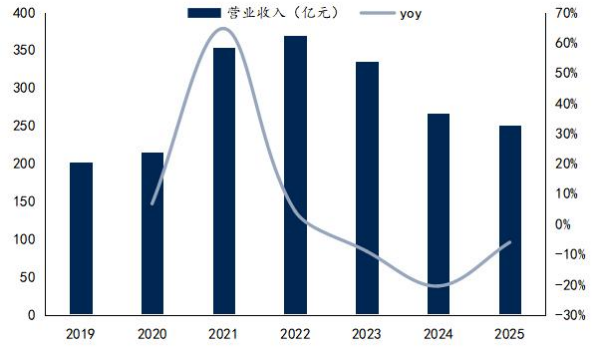
财务概况：业务结构优化，收入规模下降但盈利能力提升

宏观经济承压以及公司主动调整业务结构，近几年收入规模呈下降态势。2017-2022 年公司收入尚处在增长态势，从 192.8 亿元增长至 370.0 亿元，年复

仅供内部参考，请勿外传

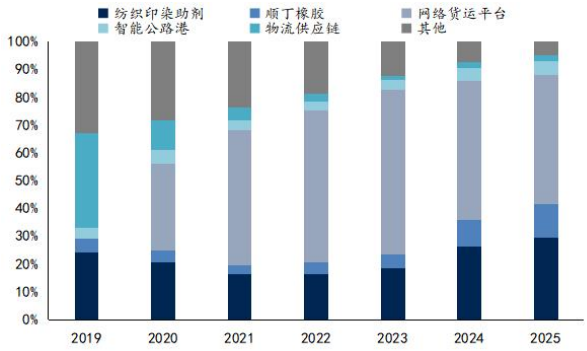
合增速达到+13.9%。2022-2025 年公司收入持续下降，从 370 亿元下降至 251 亿元，年复合增速为-12.1%，其中，公司物流板块收入自 2022 年的 282.8 亿元下降至 2025 年的 137.8 亿元，年复合增速为-21.3%；公司化学板块收入自 2022 年的 86.2 亿元增长至 2025 年的 113.1 亿元，年复合增速为+9.5%。近三年物流业务收入规模显著下降主要是由于宏观经济增长承压，企业的运输和仓储需求疲软，公司决定实施业务收缩战略，网络货运平台、车后服务、物流供应链、金融等物流业务的规模逐步减少，公司开始聚焦能稳定盈利的智能公路港业务，主要为企业客户提供仓储、停车场、办公楼等租赁服务。

图6：传化智联 2019-2025 年营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：传化智联 2019-2025 年收入结构变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2025 年公司盈利能力开始企稳回升。2022-2025 年，公司毛利率呈现稳步提升态势，主要得益于公司主动调整战略、低毛利业务的收入占比持续下滑。公司归母净利润于 2021 年触顶，达到 22.5 亿元，2022-2024 年公司利润规模快速下滑，2022-2024 年归母净利润分别为 7.5 亿元、5.9 亿元以及 1.5 亿元，同比降幅分别为 67%、21%及 74%，一是因为公司新建公路港减少后，公司获取的政府补贴显著减少，二是因为地方政府网络货运税收优惠政策收紧，公司网络运货盈利空间收窄，三是因为近两年宏观经济承压明显，公司产生了更多的资产处置损失、资产减值损失以及信用减值损失。但公司 2025 年利润规模已经实现企稳回升，归母净利润达到 5.9 亿元，主要得益于公司主动减少低毛利业务以及处置子公司股份。

物流板块利润主要来自于智能公路港业务，该业务收入规模稳健，毛利率高企。2021-2025 年，公司智能公路港业务收入规模呈微幅下降态势，自 2021 年的 13.45 亿元下降至 2025 年的 11.88 亿元，年复合增速为-3.1%。但得益于结构优化以及精益管理，智能公路港业务的毛利率从 2021 年的 65.7%提升至 2025 年的 80.9%。智能公路港毛利率高主要得益于公路港租金业务采用“投资性房地产”会计准则，不计提折旧；叠加公司存量物业租金单价提升、“引货入网”公路港调度外部货物资源、数字化转型和新能源布局等生态增值业务的发展使得毛利率高企。

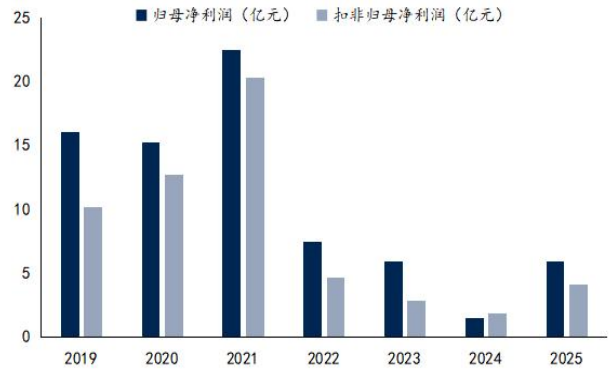
化学板块收入实现较快增长，其中纺织印染助剂业务表现稳健、顺丁橡胶业务实现较快扩张。2020-2025 年，公司化学板块收入自 2020 年的 60.3 亿元增长至 2025 年的 113.1 亿元，年复合增速为 13.4%，化学板块收入和利润来源主要来自于纺织印染助剂业务，而顺丁橡胶业务是公司化学板块的成长点。就纺织印染助剂业

仅供内部参考，请勿外传

务来看，其收入规模自 2020 年的 44.7 亿元增长至 2025 年的 74.1 亿元，年复合增速为 10.6%，其近两年 2024-2025 年的毛利率稳定在 26%附近。就顺丁橡胶业务来说，随着公司顺丁橡胶产能扩产以及产能利用率爬坡，其收入规模自 2020 年的 8.5 亿元增长至 2025 年的 30.6 亿元，年复合增速为 29%，其 2025 年毛利率也提升至 11%。

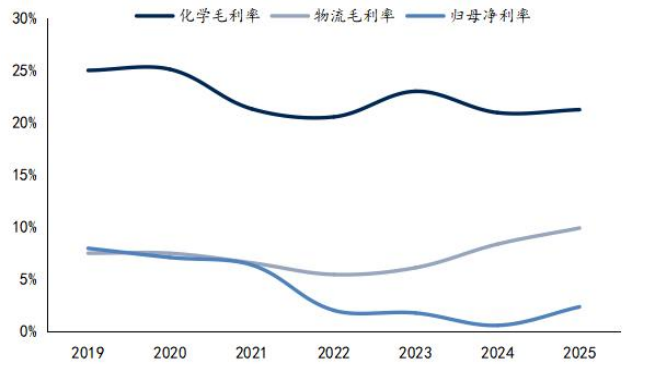
受政府补助确认节奏、补贴退坡以及会计口径调整影响，公司其他收益波动较大且降幅明显。2020 年其他收益约 7.9 亿元，较 2019 年的 15.4 亿元近乎腰斩，主要是疫情扰动下公路港现代物流服务补助、平台经营补助等到账与确认节奏放缓；2021 年陡升至约 20.3 亿元，得益于当年对应收益相关政府补助集中确认，使其他收益对营业利润贡献达到了 69%；2022 年又断崖回落至约 4.4 亿元，除政府补助本身在减少外，公路港平台经营补助中的大部分改按冲减营业成本计量；2023－2025 年其他收益规模分别约 2.8、2.5、2.2 亿元，稳定在低位水平。因此，近三年公司其他收益占营业利润的比例由早期超高比例大幅下降至 2025 年的 24%，公司利润驱动由“补贴主导”逐步让位于主业经营。

图8：传化智联 2019-2025 年归母净利润及扣非归母净利润波动情况



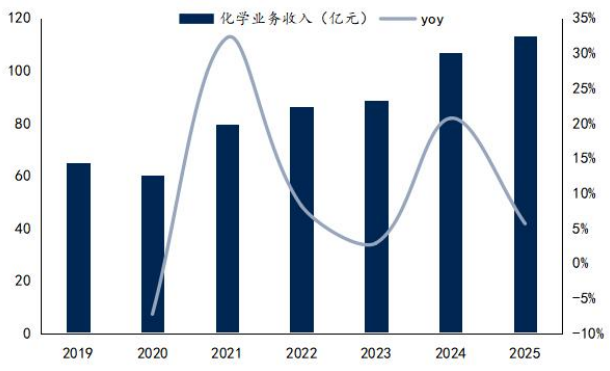
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：传化智联 2019-2025 年化学毛利率、物流毛利率及归母净利率变化趋势



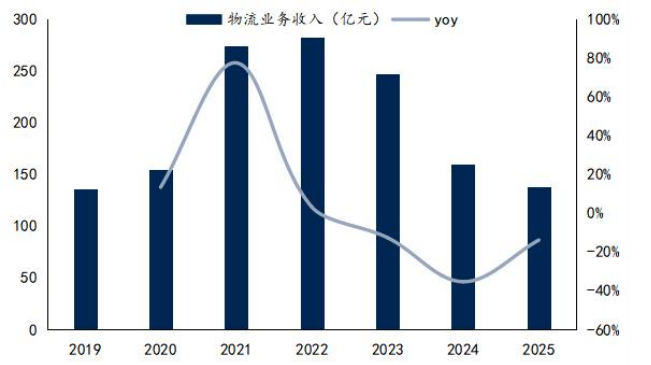
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：传化智联 2019-2025 年化学业务的收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

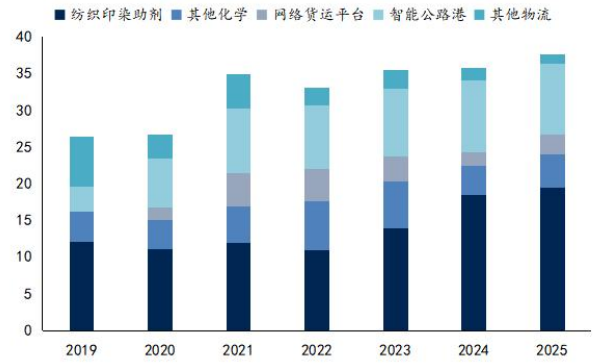
图11：传化智联 2019-2025 年物流业务的收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

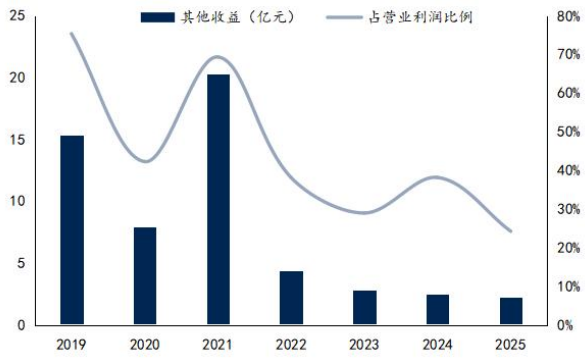
仅供内部参考，请勿外传

图12：传化智联 2019-2025 年毛利润结构变化（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：传化智联 2019-2025 年其他收益规模及其营业利润占比

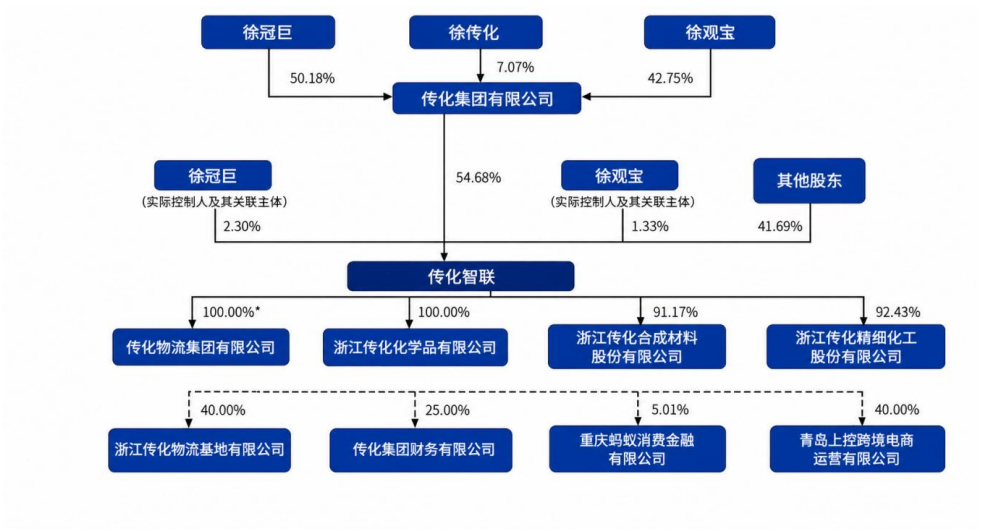


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构：股权较为集中，实控人为徐冠巨

公司股权较为集中，实控人为传化集团的徐氏父子。截止 2025 年底，公司实际控制人徐冠巨持有公司股份 29.7%，徐冠巨的父亲徐传化持有公司股份 3.9%，徐冠巨的兄弟徐观宝持有公司股份 24.7%，徐冠巨、徐观宝以及徐传化为一致行动人，共同持有上市公司 58.3%的股份。传化智联上市公司的董事长为周家海，曾任传化集团的董事长助理、浙江新安化学集团股份有限公司副总裁兼无机硅事业部总经理以及传化集团董事。

图14：公司股权结构及主要控股参股公司



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

仅供内部参考，请勿外传

假设前提与盈利预测结果

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1）化学板块收入：1）功能性化学业务是公司化学板块的基本盘，预计 2026-2028 年该业务收入规模维持个位数增速的稳定增长态势；2）顺丁橡胶业务是公司化学板块的成长点，未来公司有望逐步扩大海外的合成橡胶产能，预计 2026-2028 年该业务收入规模有望继续维持较快增长态势。

2）物流板块收入：1）智能公路港业务是物流板块的利润利润基石，考虑公司公路港规模不再扩张，而宏观经济有望缓慢回暖，我们预计 2026-2028 年公路港经营面积没有明显增长，租金微幅下滑而出租率有望缓慢回升，从而使得该业务收入规模维持在持平附近；2）网络货运平台业务将继续优化结构，预计其收入规模呈大幅下滑态势。

3）化学业务毛利率：通过规模效应、网络精细化经营等方式，我们预计 2026-2028 年化学业务毛利率将呈缓慢提升的态势。

4）物流业务毛利率：通过业务结构优化、精细化经营等方式，我们预计 2026-2028 年化学业务物流业务毛利率将呈明显提升的态势。

5）其他收益：近三年公司其他收益占营业利润的比例由早期超高比例大幅下降至 2025 年的 24%，公司利润驱动由“补贴主导”逐步让位于主业经营，我们预计 2026-2028 年其他收益规模将维持在低位水平。

表1：传化智联营业收入拆分与预测结果

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
纺织印染助剂	70.69	74.07	80.00	86.40	93.31
yoy	13.1%	4.8%	8.0%	8.0%	8.0%
顺丁橡胶	25.48	30.63	38.28	45.94	55.13
yoy	52.7%	20.2%	25.0%	20.0%	20.0%
智能公路港	12.14	11.88	11.83	12.32	12.84
yoy	-0.8%	-2.1%	-0.5%	4.2%	4.2%
网络货运平台	133.56	116.64	14.00	9.80	6.86
yoy	-32.7%	-12.7%	-88.0%	-30.0%	-30.0%
物流供应链	5.74	5.27	5.01	6.51	8.46
yoy	7.3%	-8.2%	-5.0%	30.0%	30.0%
其他	19.57	12.49	11.97	11.63	11.34
yoy	-52.6%	-36.2%	-4.2%	-2.8%	-2.5%
营业收入合计	267.17	250.97	161.07	172.59	187.94
yoy	-20.6%	-6.1%	-35.8%	7.2%	8.9%

资料来源：

表2：传化智联核心业务的毛利率拆分与预测结果

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
纺织印染助剂	26.2%	26.3%	26.5%	26.5%	26.5%
顺丁橡胶	9.7%	11.1%	11.5%	12.0%	12.5%
网络货运平台	1.5%	2.4%	3.5%	4.5%	5.5%
智能公路港	80.6%	80.9%	81.0%	81.0%	81.0%
综合毛利率	13.4%	15.0%	23.7%	24.1%	24.2%

资料来源：

仅供内部参考，请勿外传

综上，我们预计传化智联 2026-2028 年营业收入分别为 161/173/188 亿元，同比-35.8%/+7.2%/+8.9%，归母净利润 7.7/9.3/10.8 亿元，同比+31.0%/+20.3%/+16.5%，每股收益 2026-2028 年分别为 0.28/0.34/0.39 元。

估值及投资建议

考虑公司正处于发展战略和业务结构调整期间，传化智联未来 5 年的利润稳态增长预测确定性并不高，因此，我们采用相对估值方法来估算公司的合理价值区间。我们结合公司历史估值平均水平以及可对比快递公司估值，来寻找传化智联的合理估值，传化智联 2022 年以来的前瞻 PE 估值的平均水平在 16 倍左右，而目前可比公司海晨股份和密尔克卫 2026 年的前瞻 PE 估值水平均在 15 倍左右，考虑到传化智联当前正处于优化业务结构以及剥离抵消资产的调整阶段，公司未来 3 年的利润增长速度有望显著优于公司过去 5 年自身的历史表现，同时也有望优于可比公司未来 3 年的表现，因此我们认为短期给予传化智联 18-19 倍的目标估值是合理的，基于 2026 年 7.8 亿元的归母净利润预测值，我们得到公司的合理市值为 139-146 亿元，对应的目标价为 5.0-5.3 元。

表3：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	主营业务	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）		PE		25-27 年净利润 CAGR 预测值
					2026E	2027E	2026E	2027E	
300873.SZ	海晨股份	物流	14.8	48	1.02	1.17	14.5	12.7	+19%
603713.SH	密尔克卫	物流	63.7	111	4.26	5.10	14.9	12.5	+19%

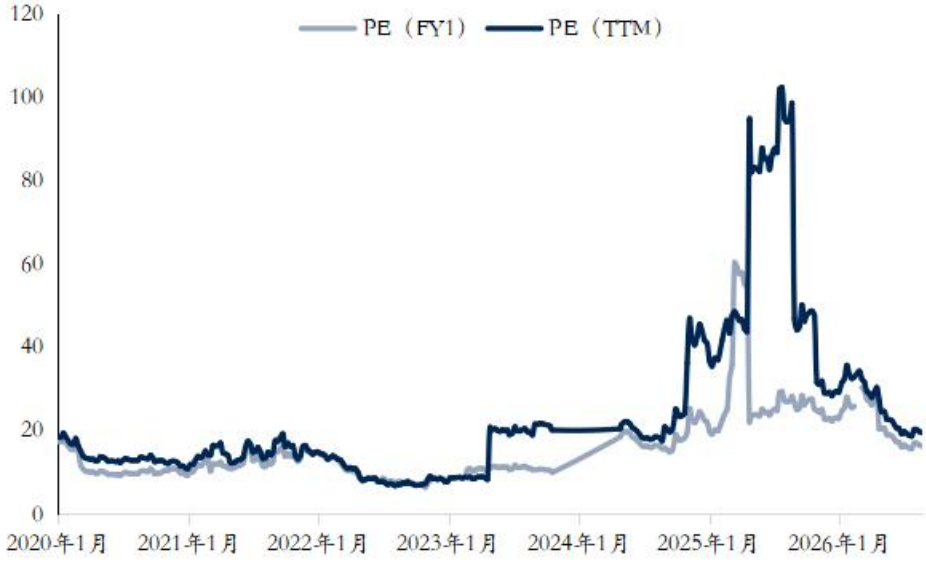
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：“优于大市”评级

传化智联已经开始调整公司自身的发展战略，未来 3 年公司通过优化业务结构以及剥离抵消资产均有助于提高公司盈利能力，此外公司也将通过拓展顺丁橡胶业务或其他业务来寻找公司成长性，公司利润有望进入较快增长阶段，现阶段公司股价和估值处于底部区间，中长期具有投资价值，给予公司“优于大市”评级，现在股价对应 26-27 年 EPS 的 PE 估值分别为 16.5X、13.7X。

图15：传化智联 PE 变化趋势

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济风险

目前我国宏观经济处在弱复苏阶段，公司的化学业务和物流业务均具有较明显的顺周期属性，若未来我国宏观经济增长低于预期，则存在公司未来 3 年业绩预期高估的风险。

公司战略调整风险

我们预计公司未来通过战略方向调整和业务结构优化可以实现盈利能力的提升，若未来公司业务结构优化或者新业务拓展进度低于预期，则会导致公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

仅供内部参考，请勿外传

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	6529	3676	4339	4853	5367
应收款项	3784	3483	3972	4256	4634
存货净额	1758	1365	1348	1435	1560
其他流动资产	2328	2468	2416	2589	2819
流动资产合计	**14997**	**11388**	**11074**	**12132**	**13380**
固定资产	2466	2660	3080	3470	3923
无形资产及其他	1513	1435	1379	1322	1266
投资性房地产	20433	20112	20112	20112	20112
长期股权投资	2421	2813	2813	2813	2813
资产总计	**41829**	**38408**	**38458**	**39849**	**41494**
短期借款及交易性金融负债	10066	5579	5352	5643	5932
应付款项	2169	1997	1685	1794	1950
其他流动负债	2245	2123	2236	2377	2584
流动负债合计	**14480**	**9699**	**9272**	**9814**	**10466**
长期借款及应付债券	6403	7390	7160	7160	7160
其他长期负债	2062	2261	2306	2359	2424
长期负债合计	**8465**	**9650**	**9465**	**9518**	**9583**
负债合计	**22945**	**19349**	**18738**	**19332**	**20049**
少数股东权益	1583	1143	1187	1241	1303
股东权益	17300	17915	18533	19276	20142
负债和股东权益总计	**41829**	**38408**	**38458**	**39849**	**41494**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.10	0.39	0.28	0.34	0.39
每股红利	0.51	0.57	0.06	0.07	0.08
每股净资产	11.30	11.70	6.71	6.97	7.29
ROIC	1.40%	2.24%	2%	3%	3%
ROE	0.89%	3.29%	4%	5%	5%
毛利率	13%	15%	24%	24%	24%
EBIT Margin	4%	5%	9%	9%	9%
EBITDA Margin	6%	7%	10%	11%	11%
收入增长	-21%	-6%	-36%	7%	9%
净利润增长率	-74%	282%	31%	20%	17%
资产负债率	59%	53%	52%	52%	51%
股息率	11.0%	12.3%	2.2%	2.6%	3.1%
P/E	45.7	12.0	16.5	13.7	11.8
P/B	0.4	0.4	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	19.9	15.2	19.1	17.0	15.8

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**26717**	**25097**	**16107**	**17259**	**18793**
营业成本	23121	21322	12294	13103	14254
营业税金及附加	347	302	226	242	263
销售费用	782	792	805	828	902
管理费用	930	929	927	989	1072
研发费用	453	455	483	518	564
财务费用	416	403	531	512	512
投资收益	246	445	275	265	286
资产减值及公允价值变动	72	(86)	(204)	(195)	(154)
其他收入	(782)	(791)	(263)	(298)	(344)
营业利润	658	916	1132	1357	1578
营业外净收支	(168)	8	(20)	(20)	(20)
利润总额	**490**	**924**	**1112**	**1337**	**1558**
所得税费用	202	284	278	334	390
少数股东损益	134	51	62	74	86
归属于母公司净利润	**154**	**590**	**772**	**929**	**1082**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	154	590	772	929	1082
资产减值准备	(132)	(83)	(1)	0	2
折旧摊销	425	439	279	307	341
公允价值变动损失	(72)	86	204	195	154
财务费用	416	403	531	512	512
营运资本变动	570	697	(576)	(240)	(303)
其它	(409)	58	45	53	60
经营活动现金流	**536**	**1787**	**724**	**1244**	**1336**
资本开支	137	(369)	(846)	(835)	(894)
其它投资现金流	(420)	202	1396	0	0
投资活动现金流	**(260)**	**(560)**	**550**	**(835)**	**(894)**
权益性融资	4	3	0	0	0
负债净变化	(733)	986	(230)	0	0
支付股利、利息	(778)	(871)	(154)	(186)	(216)
其它融资现金流	4179	(4313)	(227)	291	289
融资活动现金流	**1161**	**(4080)**	**(611)**	**105**	**73**
现金净变动	**1437**	**(2853)**	**663**	**514**	**515**
货币资金的期初余额	5093	6529	3676	4339	4853
货币资金的期末余额	6529	3676	4339	4853	5367
企业自由现金流	1769	1665	(114)	416	447
权益自由现金流	5215	(1662)	(969)	323	352

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032