仅供内部参考，请勿外传

伟明环保（603568）

证券研究报告
2026 年 09 月 07 日

环保运营夯实基本盘，装备交付与新材料驱动修复

公司环保运营基本盘稳健，装备业务修复与新能源材料放量提供成长弹性

公司已形成环保项目运营、装备制造及新能源材料三大业务板块。环保运营依托长期特许经营项目，具有盈利能力较强、现金流相对稳定等特点；装备业务覆盖环保及新能源材料设备，并与项目投资、建设和运营形成产业链协同；新能源材料业务已初步形成“印尼镍中间品冶炼—国内电解镍及三元前驱体生产”的产业链布局。公司中标印尼巴厘岛、茂物垃圾焚烧项目，合计处理规模约 3000 吨/日，环保业务开始向海外市场复制。

装备业务短期仍然承压，但订单基础较为充足

公司 2025 年新增设备订单约 46.35 亿元，年末未执行订单约 29 亿元，随着客户项目条件逐步落实以及印尼垃圾焚烧、新能源材料项目推进，装备收入有望于 2026 年下半年至 2027 年逐步修复。2026H1 新能源材料产品收入 4.96 亿元，嘉曼第三条生产线于 6 月底投入试生产，伟明盛青电解镍及三元前驱体项目持续调试。随着新增产线爬坡，新能源材料有望成为公司的第二增长曲线。

26H1 业绩点评

公司 2026H1 实现营收 30.69 亿元，同比下降 21.39%；归母净利润 9.30 亿元，同比下降 34.76%；扣非归母净利润 8.67 亿元，同比下降 36.70%；经营性现金流净额 11.51 亿元，同比下降 13.04%。其中，Q2 实现营收 16.13 亿元，同比下降 14.83%；归母净利润 4.90 亿元，同比下降 30.85%。

盈利预测与估值

我们预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 73.96 亿元、83.98 亿元和 94.00 亿元，同比增长 18.6%、13.5%和 11.9%；对应毛利分别为 34.03 亿元、37.80 亿元和 41.79 亿元。归母净利润分别为 24.00 亿元、26.92 亿元、30.03 亿元，同比增长 8.44%、12.16%、11.56%。环保运营保持稳健增长，装备业务由低基数逐步修复，新能源材料进入产能释放阶段，共同驱动公司收入恢复增长。参考可比公司，我们给予公司 2026 年 12.39 倍 PE。按照公司 2026 年预测 EPS 1.17 元计算，对应目标价 14.50 元，首次覆盖给予“持有”评级。

风险提示：行业发展及竞争风险；行业政策变化风险；新业务不达预期风险等。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,171.10	6,235.74	7,396.33	8,397.93	9,399.96
增长率(%)	19.03	(13.04)	18.61	13.54	11.93
EBITDA(百万元)	4,010.70	3,694.57	3,911.21	4,370.20	4,855.46
归属母公司净利润(百万元)	2,703.88	2,213.49	2,400.27	2,692.03	3,003.11
增长率(%)	31.99	(18.14)	8.44	12.16	11.56
EPS(元/股)	1.59	1.29	1.17	1.31	1.47
市盈率(P/E)	9.10	11.15	12.31	10.98	9.84
市净率(P/B)	1.86	1.66	1.77	1.62	1.47
市销率(P/S)	3.43	3.96	4.00	3.52	3.14
EV/EBITDA	10.60	13.23	8.85	7.87	6.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	环保/环境治理
6 个月评级	持有（首次评级）
当前价格	14.43 元
目标价格	14.50 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,048.46
流通 A 股股本(百万股)	2,048.46
A 股总市值(百万元)	29,559.24
流通 A 股市值(百万元)	29,559.24
每股净资产(元)	7.13
资产负债率(%)	43.62
一年内最高/最低(元)	29.37/14.00

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《伟明环保-季报点评:业绩维持高速增长，嘉曼高冰镍项目投产在即——公司 2024 年三季报点评》 2024-11-09
2 《伟明环保-年报点评报告:项目持续投产支撑营收，三轮驱动有望助公司成长》 2023-05-09
3 《伟明环保-首次覆盖报告:“垃圾焚烧+”多业务协同，切入新能源赛道》 2023-04-17

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 固废龙头再出发，综合低碳平台初具雏形 3
1.1. 从垃圾焚烧运营商走向综合低碳环保平台 3
1.2. 业绩短期回落，现金流和资产负债表保持稳健 3
1.3. 26H1：装备确认节奏拖累业绩，新材料放量打开修复空间 4
2. 运营筑基、装备修复，新材料打开成长空间 4
2.1. 环保运营：高毛利、长周期的现金流基本盘 4
2.2. 装备及 EPC：收入存在波动，但在手订单提供修复基础 5
2.3. 新能源材料：产能爬坡构成第二增长曲线 5
3. 盈利预测与估值 6
3.1. 盈利预测 6
3.2. 估值 7
4. 风险提示 7

图表目录

图 1：公司发展历程 3
图 2：2019-2025 营收规模 3
图 3：2019-2025 归母净利润 3
图 4：2023-2026H1 垃圾入库量 4
图 5：2023-2026H1 上网电量 4
图 6：装备业务情况 5

表 1：新材料项目表 5
表 2：公司核心业务经营数据预测 6
表 3：可比公司 7

仅供内部参考，请勿外传

1. 固废龙头再出发，综合低碳平台初具雏形

1.1. 从垃圾焚烧运营商走向综合低碳环保平台

伟明环保于 1998 年进入固废处理行业，并在 2015 年 5 月登陆上交所，并陆续延伸至餐厨垃圾、污泥处理等领域；2021 年参与盛运环保系重整并收购国源环保控股权，进一步扩大省外项目布局。

2022 年起，公司在印尼布局高冰镍冶炼，在温州联合建设新能源材料项目；2025 年印尼嘉曼冰镍项目实现销售，国内伟明盛青电解镍业务一期 2.5 万吨产线已实现连续稳定生产，二期 2.5 万吨产线正处于调试阶段。2026 年公司相继中标印尼巴厘岛和茂物垃圾焚烧项目，合计处理规模约 3000 吨/日，环保业务由国内运营向海外复制迈出关键一步。

目前公司业务分为三大板块：环境治理覆盖垃圾焚烧发电、餐厨及污泥处理、污水处理；装备制造聚焦环保、火法及湿法冶金设备的研发；新能源材料覆盖冰镍、电解镍、硫酸镍及三元正极材料等产品。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2. 业绩短期回落，现金流和资产负债表保持稳健

2025 年公司收入和归母净利润分别同比下降 13.04%和 18.14%，核心原因是设备、EPC 及服务收入同比下降 43.44%。但项目运营收入仍增长 8.21%，表明存量环保资产经营稳定。2025 年经营现金流净额同比增长 32.57%，达到归母净利润的 1.46 倍；期末应收账款由 2024 年末的 34.45 亿元下降至 31.48 亿元，货币资金增至 32.75 亿元，资产负债率为 43.94%。

2026 年一季度，公司收入和归母净利润分别同比下降 27.57%和 38.63%，同期经营现金流同比增长 5.50%，期末资产负债率降至 42.95%，财务风险总体可控。公司 2025 年度现金分红约 10.26 亿元，占归母净利润的 46.36%，分红金额及比例体现出较强的现金创造能力和股东回报意愿。

图 2：2019-2025 营收规模

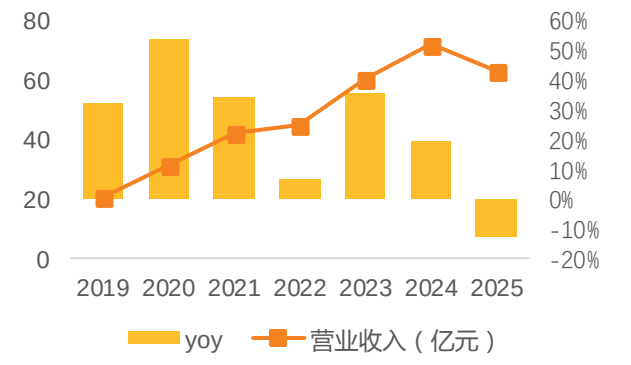
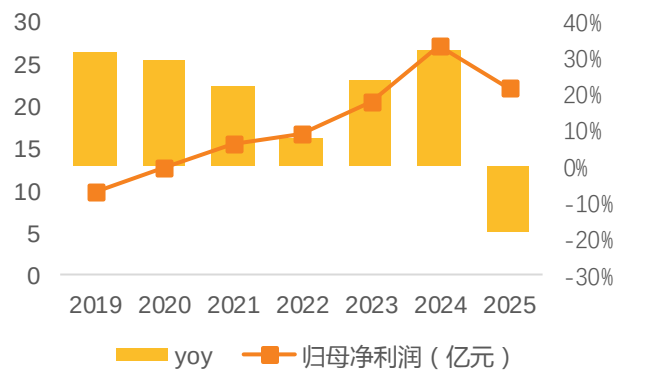


图 3：2019-2025 归母净利润



仅供内部参考，请勿外传

资料来源：iFinD、天风证券研究所

资料来源：iFinD、天风证券研究所

1.3. 26H1：装备确认节奏拖累业绩，新材料放量打开修复空间

公司 2026H1 实现营收 30.69 亿元，同比下降 21.39%；归母净利润 9.30 亿元，同比下降 34.76%；扣非归母净利润 8.67 亿元，同比下降 36.70%；经营性现金流净额 11.51 亿元，同比下降 13.04%。其中，Q2 实现营收 16.13 亿元，同比下降 14.83%；归母净利润 4.90 亿元，同比下降 30.85%。

2026H1 设备、EPC 及服务收入 7.11 亿元，同比下降 67.3%，是业绩下滑的主要原因。装备业务具有明显的订单制和项目制特征，收入确认取决于项目交付、验收及工程进度，上半年收入下降更多体现确认节奏扰动，而非公司环保装备竞争力发生根本变化。公司 2025 年新增设备订单约 46.35 亿元，叠加印尼垃圾焚烧项目新增订单，后续收入具备修复基础。上半年财务费用同比增长 36.5%，亦对利润形成一定压力。

上半年项目运营收入 18.40 亿元，同比增长 7.6%，运营板块仍是公司盈利稳定器。垃圾入库量 725.99 万吨，同比增长 5.32%；发电量、上网电量分别同比增长 8.96%、9.44%，发电量增速高于垃圾入库量增速，反映吨垃圾发电效率有所提升。

上半年新材料产品收入 4.96 亿元，仍处于产能爬坡阶段。嘉曼第三条生产线于 6 月底试生产，伟明盛青一期前驱体项目持续调试；公司权益法投资收益同比增长 209%至 0.76 亿元，新材料业务已开始贡献利润。同时，公司中标印尼巴厘岛、茂物垃圾焚烧项目，合计处理规模约 3,000 吨/日，有望带动装备出口和长期运营收入。

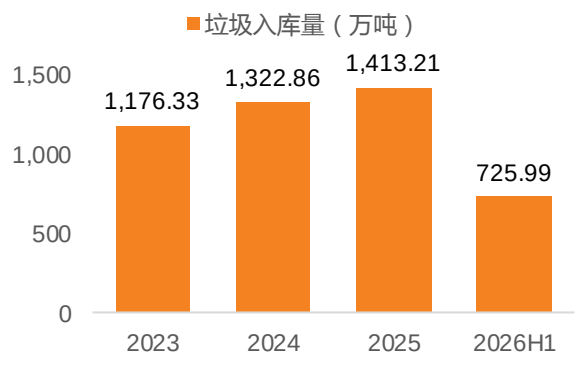
2. 运营筑基、装备修复，新材料打开成长空间

2.1. 环保运营：高毛利、长周期的现金流基本盘

公司生活垃圾焚烧项目主要采用 BOT、BOO 模式，由项目公司前期投资建设并取得一定区域和期限内的特许经营权，运营收入主要包括垃圾处理收入和发电收入。特许经营期限通常较长，在垃圾处理量、处理费标准和上网电价相对稳定的情况下，项目收入具有一定稳定性。

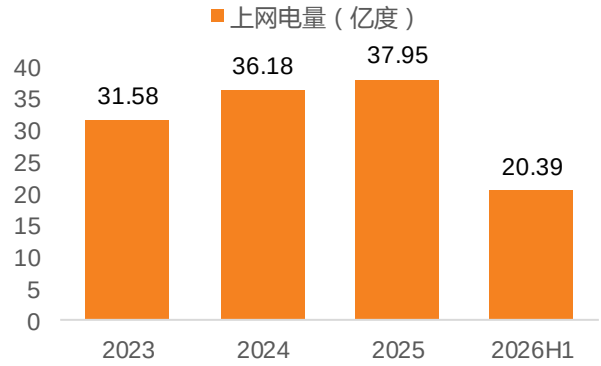
截至 2025 年末，公司投资控股的垃圾焚烧发电运营及试运行项目共 56 个，餐厨垃圾处理运营及试运行项目 22 个。2025 年垃圾入库量 1413.21 万吨、上网电量 37.95 亿度，分别同比增长 6.83%和 4.89%；项目运营收入 36.47 亿元，同比增长 8.21%，毛利率达到 62.53%，贡献了公司约七成主营业务毛利。2026 年上半年，公司下属项目累计垃圾入库量 725.99 万吨，同比增长 5.32%；上网电量 20.39 亿度，同比增长 9.44%。

图 4：2023-2026H1 垃圾入库量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：2023-2026H1 上网电量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

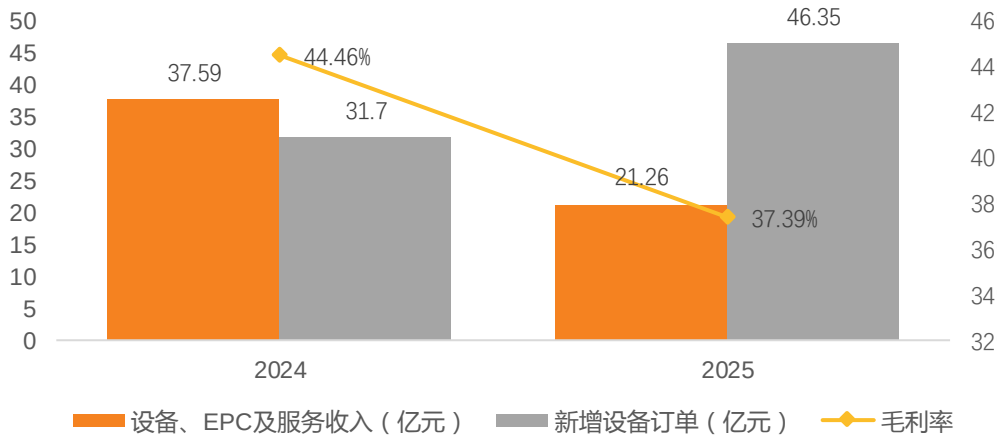
2.2. 装备及 EPC：收入存在波动，但在手订单提供修复基础

公司自主研发制造垃圾焚烧、烟气处理、自动控制等环保装备，并开展火法和湿法冶金等新能源材料装备的研发制造。相关装备一方面用于公司项目建设及运营，另一方面向外部客户销售并提供配套服务，与项目投资、建设和运营业务共同形成全产业链一体化模式。

装备产品以非标定制为主，收入确认取决于建设进度及交付验收，因此存在一定的季度波动。2025 年设备、EPC 及服务收入 21.26 亿元，同比下降 43.44%，毛利率由 44.46%降至 37.39%，为全年业绩下降的主要原因。

但订单端并未同步恶化：2025 年公司新增设备订单约 46.35 亿元，同比增长约 46%；年末未执行订单约 29 亿元，其中环保设备和新能源材料设备各占约一半。部分延期主要源于客户项目审批和商务条件调整，订单发生实质变化的可能性较低。随着项目条件落实，2026 年下半年至 2027 年装备收入有望逐步修复。

图 6：装备业务情况



资料来源：公司公告、公司投资者关系活动记录表、天风证券研究所

2.3. 新能源材料：产能爬坡构成第二增长曲线

公司自 2022 年起战略性切入新能源材料领域，并实施“上下游一体化”投资发展战略，逐步形成“印尼镍中间品冶炼—国内电解镍及三元前驱体生产”的产业链布局。其中，印尼嘉曼项目规划年产 4 万金吨高冰镍，构成产业链上游镍中间品环节；伟明盛青项目则布局电解镍和三元前驱体生产。两类项目分别对应上游冶炼和下游电池材料生产，有助于延伸镍产品加工链条，并降低单一环节价格波动的影响。

2025 年，公司部分新能源材料项目进入投产及产能爬坡阶段。嘉曼项目取得经营销售许可并实现营业收入 5.29 亿元；伟明盛青电解镍一期产线实现连续稳定生产，全年实现营业收入 16.71 亿元。2026 年一季度，嘉曼公司和伟明盛青公司分别实现营业收入 2.17 亿元和 5.93 亿元，显示相关项目在项目公司层面已形成一定收入规模，其中伟明盛青为联营企业，其营业收入不纳入公司合并营业收入。后续若嘉曼新增产线顺利爬坡，伟明盛青电解镍及前驱体项目完成调试并实现稳定供货，新能源材料板块有望形成新的业绩增量。

表 1：新材料项目表

项目	印尼嘉曼	伟明盛青
主要产品	冰镍	电解镍、三元前驱体
规划产能	冰镍 4 万金吨/年	电解镍 5 万吨/年、前驱体 5 万吨/年
2025 年销售量	6,067 金属吨	镍板约 1.14 万吨

仅供内部参考，请勿外传

2025 年收入	5.29 亿元	16.71 亿元
2025 年净利润	-	1.48 亿元
2026Q1 销售量	2,195 金属吨	镍板 4,352 吨
2026Q1 收入	2.17 亿元	5.93 亿元

资料来源：公司公告、公司投资者关系活动记录表、天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1. 盈利预测

环保运营方面，考虑 2026 年上半年垃圾入库量和上网电量分别同比增长 5.32%和 9.44%，存量项目运营效率持续提升，预计 2026—2028 年环保项目运营收入分别为 38.99 亿元、41.60 亿元和 44.34 亿元，同比增长 6.9%、6.7%和 6.6%，毛利率分别为 62.3%、62.0%和 61.8%，继续构成公司盈利和现金流的主要来源。

装备及 EPC 方面，2026 年上半年收入为 7.11 亿元，订单交付和收入确认仍然偏慢。考虑公司 2025 年末约 29 亿元未执行订单，以及印尼垃圾焚烧、新能源材料等项目陆续推进，预计 2026—2028 年该板块收入分别为 24.03 亿元、26.67 亿元和 29.34 亿元，毛利率分别为 35.5%、36.5%和 37.5%，收入及盈利能力有望随订单交付逐步修复。

新能源材料方面，2026 年上半年合并口径收入达到 4.96 亿元，但受产能爬坡影响，毛利率仍处于较低水平。随着嘉曼第三条生产线投产和产能利用率提升，预计 2026—2028 年新能源材料收入分别为 10.50 亿元、15.23 亿元和 19.79 亿元，毛利率分别为 9.0%、13.0%和 15.5%。

综合来看，预计公司 2026—2028 年营业收入分别为 73.96 亿元、83.98 亿元和 94.00 亿元，同比增长 18.6%、13.5%和 11.9%；对应毛利分别为 34.03 亿元、37.80 亿元和 41.79 亿元。归母净利润分别为 24.00 亿元、26.92 亿元、30.03 亿元，同比增长 8.44%、12.16%、11.56%。环保运营保持稳健增长，装备业务由低基数逐步修复，新能源材料进入产能释放阶段，共同驱动公司收入恢复增长。

表 2：公司核心业务经营数据预测

项目	单位	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E
环保项目运营								
营业收入	亿元	30.76	33.70	36.47	38.99	41.60	44.34	47.23
同比增速	%	19.0%	9.6%	8.2%	6.9%	6.7%	6.6%	6.5%
营业成本	亿元	12.51	13.66	13.67	14.70	15.81	16.94	18.18
毛利	亿元	18.25	20.05	22.80	24.29	25.79	27.40	29.04
毛利率	%	59.3%	59.5%	62.5%	62.3%	62.0%	61.8%	61.5%
设备、EPC 及服务								
营业收入	亿元	29.17	37.59	21.26	24.03	26.67	29.34	31.98
同比增速	%	56.5%	28.9%	-43.4%	13.0%	11.0%	10.0%	9.0%
营业成本	亿元	18.99	20.88	13.31	15.50	16.94	18.34	19.67
毛利	亿元	10.18	16.71	7.95	8.53	9.73	11.00	12.31
毛利率	%	34.9%	44.5%	37.4%	35.5%	36.5%	37.5%	38.5%
新能源材料								
营业收入	亿元	0.00	0.00	4.21	10.50	15.23	19.79	24.74
同比增速	%				149.2%	45.0%	30.0%	25.0%
营业成本	亿元	0.00	0.00	3.55	9.56	13.25	16.72	20.53
毛利	亿元	0.00	0.00	0.67	0.95	1.98	3.07	4.21
毛利率	%			15.8%	9.0%	13.0%	15.5%	17.0%

仅供内部参考，请勿外传

其他业务								
营业收入	亿元	0.32	0.42	0.41	0.45	0.49	0.53	0.56
同比增速	%	32.2%	30.7%	-1.7%	9.6%	8.0%	8.3%	5.8%
营业成本	亿元	0.11	0.06	0.11	0.18	0.19	0.21	0.22
毛利	亿元	0.21	0.36	0.30	0.27	0.29	0.32	0.33
毛利率	%	64.5%	85.9%	73.5%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：公司公告、公司年报、天风证券研究所

3.2. 估值

截至 2026 年 9 月 4 日，可比公司 2026 年预测 PE 平均值为 12.39 倍。考虑到公司已形成环保运营、装备制造和新能源材料三大业务板块。其中，环保运营具有特许经营期限长、盈利能力较强和现金流稳定等特点，构成公司估值基础；装备业务和新能源材料业务虽然短期存在业绩波动，但随着订单交付及产能释放，有望提供额外成长弹性。因此，我们给予公司 2026 年 12.39 倍 PE。按照公司 2026 年预测 EPS 1.17 元计算，对应目标价 14.50 元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 3：可比公司

代码	证券简称	总市值(万元)	流通市值(万元)	市盈率 PE	
				26E	27E
600388.SH	紫金龙净	2,684,770.52	2,684,770.52	18.76	15.55
002266.SZ	浙富控股	2,541,785.17	2,541,785.17	11.49	10.58
600323.SH	瀚蓝环境	2,445,226.09	2,445,226.09	10.68	9.58
603588.SH	高能环境	2,240,677.89	2,240,677.89	13.09	11.10
601827.SH	三峰环境	1,344,234.37	1,344,234.37	10.41	9.92
002034.SZ	旺能环境	766,267.88	766,267.88	9.91	9.23
平均值				12.39	10.99

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：表格数据 PE 基于一致预期

4. 风险提示

1）行业发展及竞争风险：近年来大量企业开始进军相关领域，公司获取新项目难度加大，可能导致公司经营利润的下降。

2）行业政策变化风险：国家有关垃圾焚烧补贴电价的政策可能发生变化，可能导致公司盈利水平的下降。

3）新业务不达预期风险：新业务面临制造工艺、生产环境等多方面风险，可能导致公司盈利性水平下降。

仅供内部参考，请勿外传

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,250.13	3,275.00	4,234.14	5,122.54	6,606.04
应收票据及应收账款	3,590.99	3,223.50	4,172.82	4,225.11	5,174.85
预付账款	58.14	128.86	90.72	165.17	133.20
存货	312.13	465.89	548.27	624.69	701.35
其他	1,258.46	1,376.78	1,219.67	1,533.55	1,412.21
流动资产合计	**7,469.86**	**8,470.03**	**10,265.63**	**11,671.06**	**14,027.66**
长期股权投资	670.65	728.04	841.49	928.96	1,015.07
固定资产	2,009.50	3,742.52	4,209.97	4,741.97	5,498.12
在建工程	2,374.61	1,434.81	1,788.34	2,101.64	2,010.65
无形资产	14,209.93	15,140.20	15,407.17	15,663.23	15,862.70
其他	745.63	654.38	547.24	465.03	384.32
非流动资产合计	**20,010.32**	**21,699.94**	**22,794.21**	**23,900.83**	**24,770.85**
资产总计	**27,480.18**	**30,169.97**	**33,059.84**	**35,571.90**	**38,798.51**
短期借款	100.06	571.90	700.00	735.00	771.75
应付票据及应付账款	1,959.59	2,236.78	2,865.41	3,035.73	3,635.55
其他	1,229.91	1,531.56	1,697.06	1,623.63	1,782.17
流动负债合计	**3,289.57**	**4,340.24**	**5,262.46**	**5,394.36**	**6,189.46**
长期借款	4,714.39	4,640.01	5,000.00	5,500.00	6,050.00
应付债券	1,727.52	1,496.72	1,543.74	1,589.33	1,543.26
其他	2,725.40	2,778.81	2,555.59	2,686.60	2,673.67
非流动负债合计	**9,167.30**	**8,915.54**	**9,099.33**	**9,775.93**	**10,266.93**
负债合计	**12,456.87**	**13,255.79**	**14,361.79**	**15,170.28**	**16,456.39**
少数股东权益	1,717.79	1,924.06	2,009.53	2,105.39	2,212.32
股本	1,704.65	1,710.13	2,048.46	2,048.46	2,048.46
资本公积	1,270.05	1,366.11	1,366.11	1,366.11	1,366.11
留存收益	10,461.67	11,862.02	13,302.18	14,917.40	16,719.27
其他	(130.85)	51.87	(28.23)	(35.74)	(4.03)
股东权益合计	**15,023.31**	**16,914.18**	**18,698.04**	**20,401.61**	**22,342.12**
负债和股东权益总计	**27,480.18**	**30,169.97**	**33,059.84**	**35,571.90**	**38,798.51**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,784.48	2,344.86	2,400.27	2,692.03	3,003.11
折旧摊销	605.51	723.78	848.26	934.38	1,033.86
财务费用	280.63	285.35	287.68	306.60	326.10
投资损失	(27.36)	(98.57)	(150.00)	(210.00)	(260.00)
营运资金变动	(820.09)	(42.51)	(191.21)	(300.30)	(138.73)
其它	(392.81)	9.00	142.45	159.77	178.23
经营活动现金流	**2,430.37**	**3,221.91**	**3,337.45**	**3,582.48**	**4,142.56**
资本支出	2,569.30	2,435.00	2,159.44	1,904.74	1,911.41
长期投资	91.56	57.39	113.46	87.47	86.10
其他	(5,825.61)	(4,644.74)	(4,052.91)	(3,812.05)	(3,630.33)
投资活动现金流	**(3,164.74)**	**(2,152.35)**	**(1,780.02)**	**(1,819.84)**	**(1,632.81)**
债权融资	161.06	274.72	160.57	273.99	214.58
股权融资	(889.96)	(741.83)	(758.86)	(1,148.22)	(1,240.83)
其他	1,197.65	356.07	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	**468.75**	**(111.04)**	**(598.29)**	**(874.23)**	**(1,026.25)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(265.63)**	**958.53**	**959.14**	**888.40**	**1,483.51**

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**7,171.10**	**6,235.74**	**7,396.33**	**8,397.93**	**9,399.96**
营业成本	3,459.54	3,063.27	3,993.01	4,618.28	5,221.00
营业税金及附加	66.47	70.77	72.33	85.10	97.95
销售费用	21.17	17.79	20.41	23.98	26.54
管理费用	254.00	269.69	303.25	335.92	366.60
研发费用	114.33	130.00	131.58	152.79	178.07
财务费用	253.39	271.92	287.68	306.60	326.10
资产/信用减值损失	(103.48)	(88.25)	(90.11)	(93.95)	(90.77)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	27.36	98.57	150.00	210.00	260.00
其他	170.21	165.77	158.49	164.82	163.03
营业利润	**3,096.27**	**2,588.37**	**2,806.43**	**3,156.14**	**3,515.95**
营业外收入	24.68	13.66	15.97	18.11	15.91
营业外支出	8.86	9.35	10.03	9.42	9.60
利润总额	**3,112.10**	**2,592.67**	**2,812.37**	**3,164.83**	**3,522.26**
所得税	327.61	247.82	269.65	313.04	340.93
净利润	**2,784.48**	**2,344.86**	**2,542.72**	**2,851.79**	**3,181.34**
少数股东损益	80.60	131.37	142.45	159.77	178.23
归属于母公司净利润	**2,703.88**	**2,213.49**	**2,400.27**	**2,692.03**	**3,003.11**
每股收益（元）	1.59	1.29	1.17	1.31	1.47

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	19.03%	-13.04%	18.61%	13.54%	11.93%
营业利润	35.40%	-16.40%	8.42%	12.46%	11.40%
归属于母公司净利润	31.99%	-18.14%	8.44%	12.16%	11.56%
获利能力					
毛利率	51.76%	50.88%	46.01%	45.01%	44.46%
净利率	37.71%	35.50%	32.45%	32.06%	31.95%
ROE	20.32%	14.77%	14.38%	14.71%	14.92%
ROIC	19.07%	13.65%	13.67%	14.35%	15.00%
偿债能力					
资产负债率	45.33%	43.94%	43.44%	42.65%	42.42%
净负债率	31.28%	24.95%	19.84%	16.67%	11.01%
流动比率	2.27	1.95	1.95	2.16	2.27
速动比率	2.18	1.84	1.85	2.05	2.15
营运能力					
应收账款周转率	2.36	1.83	2.00	2.00	2.00
存货周转率	26.54	16.03	14.59	14.32	14.18
总资产周转率	0.28	0.22	0.23	0.24	0.25
每股指标（元）					
每股收益	1.59	1.29	1.17	1.31	1.47
每股经营现金流	1.43	1.88	1.63	1.75	2.02
每股净资产	7.74	8.71	8.15	8.93	9.83
估值比率					
市盈率	9.10	11.15	12.31	10.98	9.84
市净率	1.86	1.66	1.77	1.62	1.47
EV/EBITDA	10.60	13.23	8.85	7.87	6.91
EV/EBIT	12.44	16.37	11.30	10.01	8.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com