仅供内部参考，请勿外传





# 宝钢股份（600019.SH）

2026 年 09 月 08 日

# 钢铁行业龙头，产品结构持续优化

## ——公司首次覆盖报告

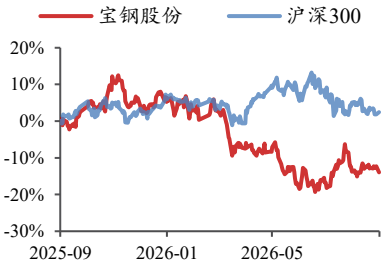
**投资评级：买入（首次）**

孙二春（分析师）
sunerchun@kysec.cn
证书编号：S0790525060001

任恒（分析师）
renheng@kysec.cn
证书编号：S0790526040001

| 日期 | 2026/9/7 |
|---|---|
| 当前股价(元) | 5.75 |
| 一年最高最低(元) | 7.83/5.30 |
| 总市值(亿元) | 1,252.47 |
| 流通市值(亿元) | 1,231.31 |
| 总股本(亿股) | 217.82 |
| 流通股本(亿股) | 214.14 |
| 近 3 个月换手率(%) | 31.29 |

**股价走势图**




数据来源：聚源

**● 钢铁行业龙头，产品结构持续优化**

公司作为世界级钢铁联合企业，通过协同深化一公司多基地管理模式，经营高附加值产品提升公司竞争优势，且钢铁行业利润有望底部回暖，因此**我们预计 2026-2028 年公司将实现归母净利润分别为 103.33/111.39/123.21 亿元，9 月 7 日股价对应 PE 为 12.1/11.2/10.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。**

**● 坚持技术创新，差异化与高效化并重**

公司作为钢铁行业龙头，2025 年商品坯材产量 5183 万吨。2026H1，公司推进 8 个基础研究项目并实现“特超高强度电镀锌 1470DP”等 5 项产品全球首发。在行业弱周期背景下，公司坚定聚焦高附加值产品经营，上半年“2+2+N”战略品种实现销量 1766.7 万吨，同比增长 6.5%；首个道岔钢轨产品正式通过 CRCC 认证，具备面向国铁市场的供货资格。

**● 聚焦高端精品产线，硅钢与无缝管产能有序释放**

公司聚焦高端精品钢扩产与设备升级改造。2026H1，宝山基地 18.8 万吨/年无取向硅钢及 22 万吨/年超高等级取向硅钢示范项目已正式投运，条钢厂 62 万吨/年小棒 7 月正式投运；武钢有限 22 万吨/年高端取向硅钢工程进入实物交接阶段；此外，110 万吨宝钢钢管精品基地已于 2026 年 4 月开工建设。高端产能持续释放将进一步巩固公司行业中竞争优势。

**● 公司积极推动出口业务**

2025 年，公司汽车板出口规模实现突破，稳步推进低碳产品；取向硅钢出口供货模式多元化，产品高端化升级突破；钢管产品大力推进二方认证，棒线出口新客户开拓成果显著；厚板管线钢出口重点项目实现突破；冷板产品重点品种出口稳中有升；热轧产品出口实现高质量产销平衡。2025 年，公司出口钢铁产品签约量 647.9 万吨。2026H1，公司出口接单 414.3 万吨，同比增长 24.8%。

**● 风险提示：**经营安全生产风险；产品价格波动超出预期；项目建设低于预期。

**财务摘要和估值指标**

| 指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 322,116 | 317,508 | 315,111 | 321,584 | 328,205 |
| YOY(%) | -6.5 | -1.4 | -0.8 | 2.1 | 2.1 |
| 归母净利润(百万元) | 7,362 | 10,346 | 10,333 | 11,139 | 12,321 |
| YOY(%) | -38.4 | 40.5 | -0.1 | 7.8 | 10.6 |
| 毛利率(%) | 5.5 | 7.2 | 6.9 | 7.2 | 7.5 |
| 净利率(%) | 2.3 | 3.3 | 3.3 | 3.5 | 3.8 |
| ROE(%) | 3.9 | 5.1 | 5.0 | 5.2 | 5.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.34 | 0.47 | 0.47 | 0.51 | 0.57 |
| P/E(倍) | 17.0 | 12.1 | 12.1 | 11.2 | 10.2 |
| P/B(倍) | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



# 目　录

1、 世界级钢铁联合企业，一公司多基地协同发展 ..... 3
2、 财务分析：2026H1 公司业绩同比承压 ..... 4
3、 核心亮点：坚持技术创新，聚焦高附加值产品 ..... 8
4、 盈利预测与投资建议 ..... 10
5、 风险提示 ..... 12
附：财务预测摘要 ..... 13

# 图表目录

图 1： 公司协同深化一公司多基地管理模式 ..... 3
图 2： 公司 2026H1 营收同比提升 ..... 4
图 3： 公司 2026H1 归母净利润同比下滑 ..... 4
图 4： 公司 2026Q2 营收同比提升 ..... 4
图 5： 公司 2026Q2 归母净利润维持稳定 ..... 4
图 6： 公司 2026H1 期间费用率持续降低 ..... 5
图 7： 公司 2026H1 研发费用率同比回落 ..... 5
图 8： 公司 2026H1 投资收益同比增长 ..... 5
图 9： 公司 2026H1 毛利率同比回落 ..... 5
图 10： 公司主业以钢铁制造为主（营收） ..... 6
图 11： 公司各产品毛利率表现分化 ..... 6
图 12： 公司 2026H1 资产负债率为 39.09% ..... 6
图 13： 公司 2026H1 经营性现金流净额下降（亿元） ..... 6
图 14： 公司钢铁产销量保持稳定（万吨） ..... 7
图 15： 2025 年公司积极推动出口业务 ..... 9

表 1： 公司聚焦高端精品钢扩产与设备升级改造 ..... 8
表 2： 公司总体毛利有望企稳 ..... 10
表 3： 公司 PE 估值低于可比公司均值 ..... 11

仅供内部参考，请勿外传



## 1、 世界级钢铁联合企业，一公司多基地协同发展

**宝山钢铁股份有限公司是中国最现代化的特大型钢铁联合企业，也是国际领先的世界级钢铁联合企业。**2000 年 2 月，宝钢股份由上海宝钢集团公司独家创立，拥有上海宝山、武汉青山、湛江东山、南京梅山等主要制造基地，通过协同深化一公司多基地管理模式，形成超大规模下“高效化、市场化”的运行机制。公司在全球上市钢铁企业中粗钢产量排名第二、汽车板产量排名第一、硅钢产量排名第一，是全球碳钢品种最为齐全的钢铁企业之一。2025 年，公司商品坯材产量达 5183 万吨。

**图1：公司协同深化一公司多基地管理模式**




资料来源：公司官网

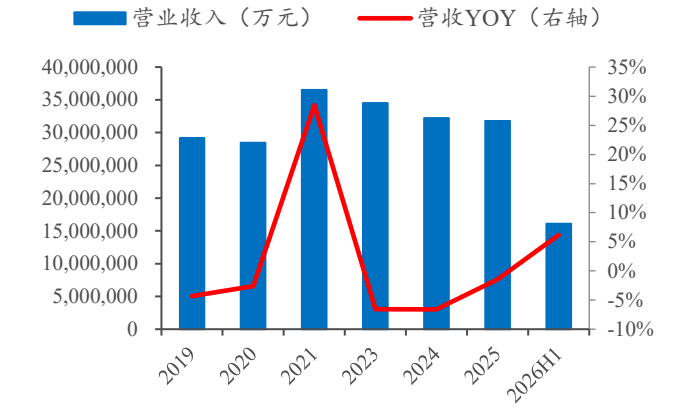
仅供内部参考，请勿外传



## 2、 财务分析：2026H1 公司业绩同比承压

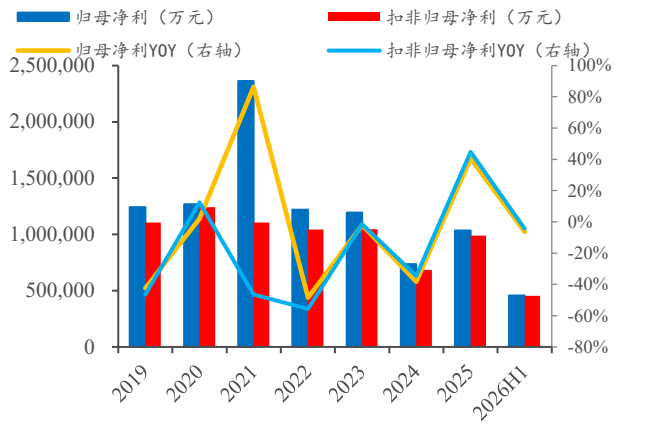
**2026H1 公司盈利同比承压。**2026 年，由于钢铁需求疲软，原料价格走高，钢铁行业盈利空间承压。**2026H1，**公司实现营业收入 1607.31 亿元，同比增长 6.18%；归母净利润 45.71 亿元，同比降低 6.30%；扣非归母净利润 45.32 亿元，同比降低 4.37%。**2026Q2，**公司实现季度营收 836.70 亿元，同比增长 6.60%，环比增长 8.58%；归母净利润 23.47 亿元，同比降低 4.01%，环比增长 5.50%；扣非归母净利润 23.39 亿元，同比降低 0.04%，环比增长 6.66%。

**图2：公司 2026H1 营收同比提升**



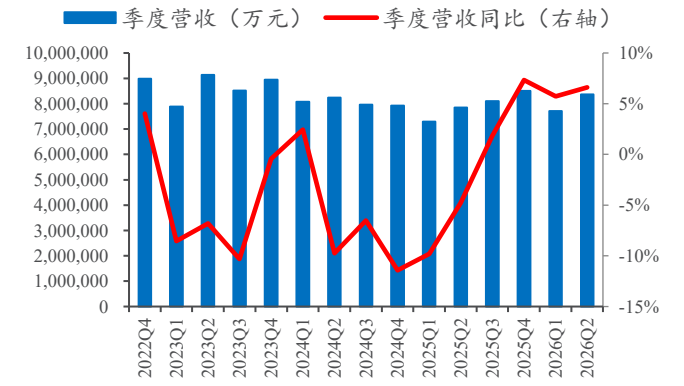

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：公司 2026H1 归母净利润同比下滑**



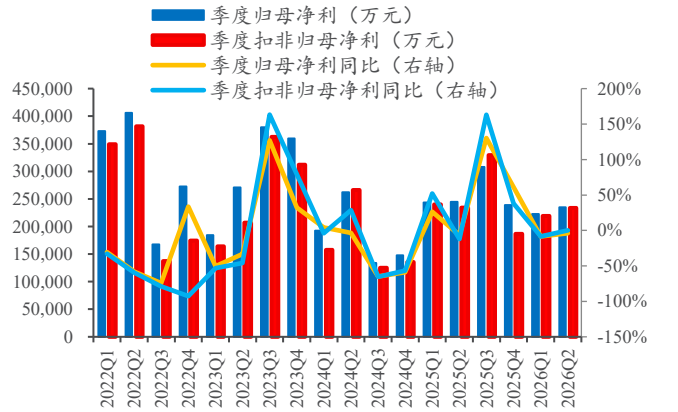

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：公司 2026Q2 营收同比提升**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：公司 2026Q2 归母净利润维持稳定**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**2026H1 公司期间费用率同比回落。2026H1，**公司销售费用为 8.17 亿元，同比降低 4.77%，主要由于加强费用管控影响；管理费用为 16.21 亿元，同比降低 7.60%，主要由于辞退福利下降、折旧摊销减少；财务费用为 5.56 亿元，同比增长 5.27%，主要由于存款规模及利率逐步下调，同时经营性资产敞口因汇率变动产生汇兑折算损失；期间费用率为 1.86%，同比降低 0.21pct。**2026Q2，**公司的销售费用为 4.31 亿

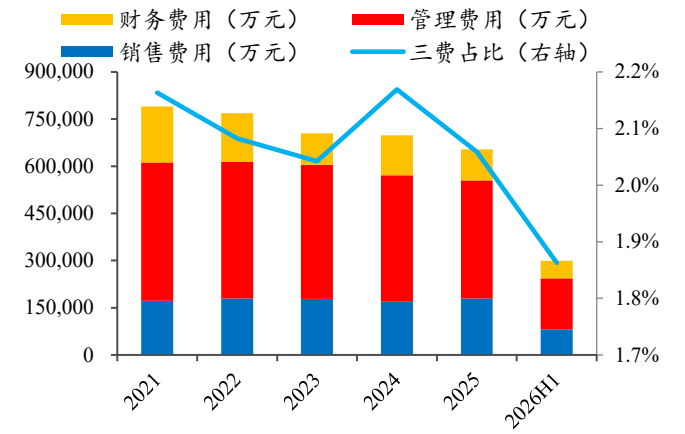
仅供内部参考，请勿外传



元，同比降低 0.04%；管理费用为 9.20 亿元，同比增长 3.94%；财务费用为 1.77 亿元，同比降低 18.58%；期间费用率为 1.83%，同比降低 0.13pct，环比降低 0.08pct。

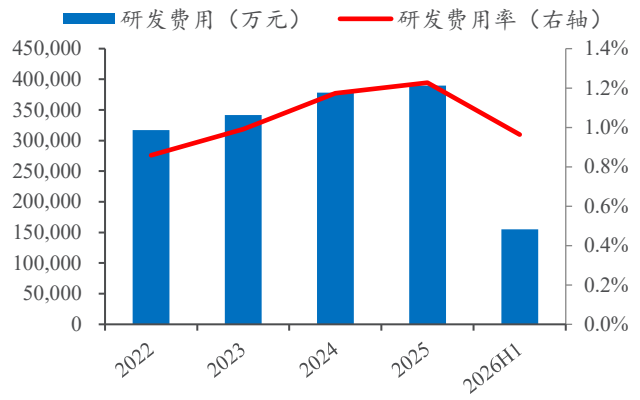
**2026H1 公司研发费用率同比回落。2026H1**，公司研发费用 15.49 亿元，同比回落 7.59%，研发费用率为 0.96%，同比回落 0.14pct；**2026Q2**，公司研发费用为 8.35 亿元，同比回落 5.26%；研发费用率为 1.00%，同比回落 0.12pct，环比增长 0.07pct。

**图6：公司 2026H1 期间费用率持续降低**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：公司 2026H1 研发费用率同比回落**

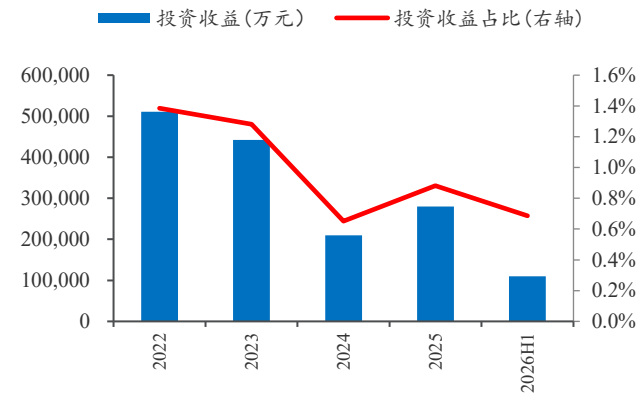



数据来源：Wind、开源证券研究所

**2026H1 公司投资收益同比增长。**2026H1，公司投资收益为 11.02 亿元，同比增长 25.38%。公司套期工具计入投资收益金额为 1.11 亿元，计入公允价值变动损益金额为-0.45 亿元，加总后本期盈利 0.66 亿元。

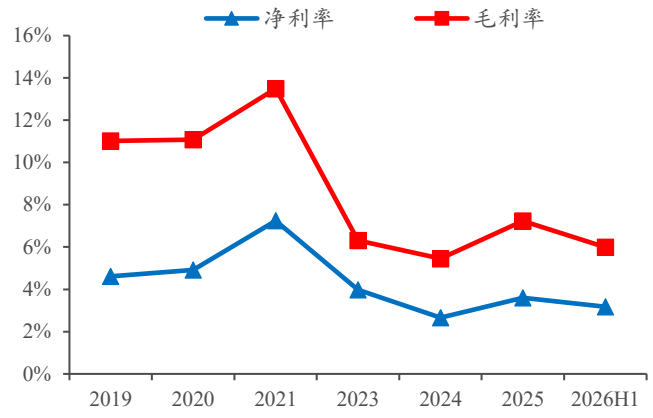
**2026H1 公司毛利率同比回落。**2026H1，公司毛利率 5.99%，同比下滑 0.89pct，主要由于上半年原燃料价格高企，钢铁市场趋弱，购销价差持续缩差影响；净利率 3.17%，同比下滑 0.45pct。2026Q2，公司毛利率 5.41%，同比下降 1.15pct，环比下降 1.21pct；净利率 3.09%，同比下滑 0.38pct，环比下滑 0.18pct。

**图8：公司 2026H1 投资收益同比增长**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：公司 2026H1 毛利率同比回落**



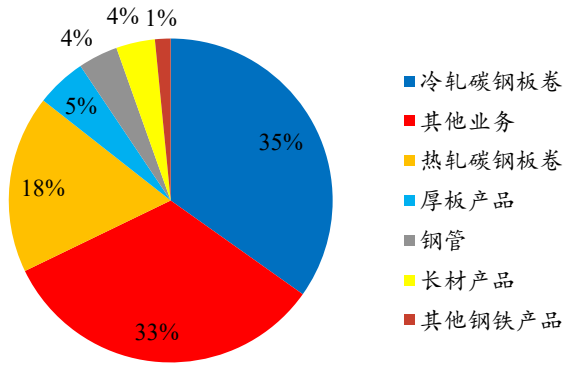

数据来源：Wind、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



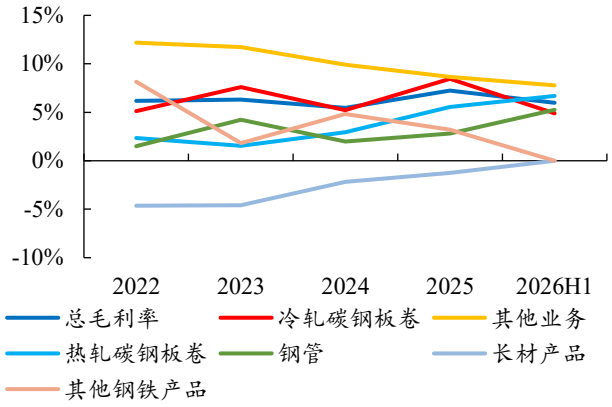
**公司主业以钢铁制造为主，主要产品为冷轧碳钢板卷与热轧碳钢板卷。**2026H1，公司钢铁制造业务营收占比为 67%，其中冷轧碳钢板卷、热轧碳钢板卷的营收占比分别为 35%和 18%，毛利率分别为 4.89%和 6.69%。

**图10：公司主业以钢铁制造为主（营收）**




数据来源：Wind、开源证券研究所

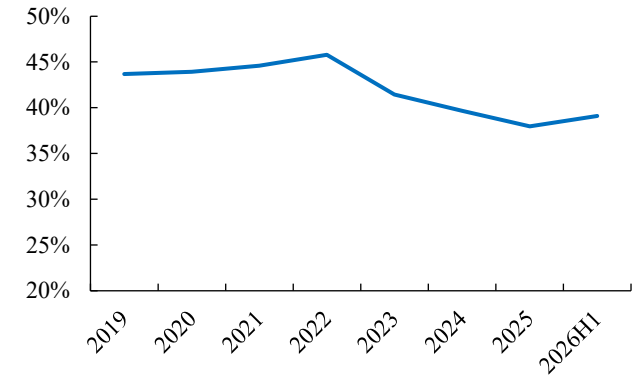
**图11：公司各产品毛利率表现分化**




数据来源：Wind、开源证券研究所

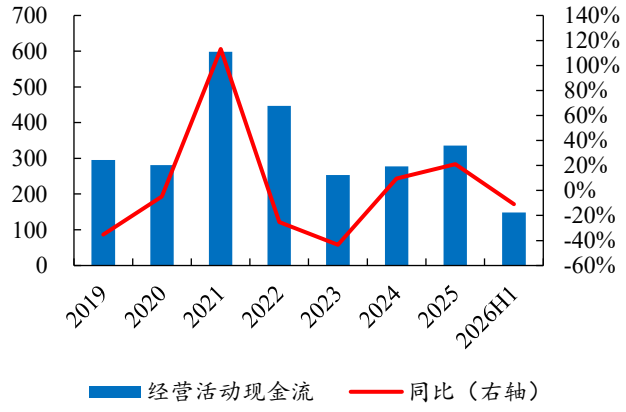
**公司资产负债率和经营性现金流净额同比下滑。**2026H1，公司资产负债率 39.09%，同比下降 0.78pct；经营性现金流净额 148.15 亿元，同比下降 11.01%，主要由于存货和经营性应付项目上升导致。

**图12：公司 2026H1 资产负债率为 39.09%**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13：公司 2026H1 经营性现金流净额下降（亿元）**



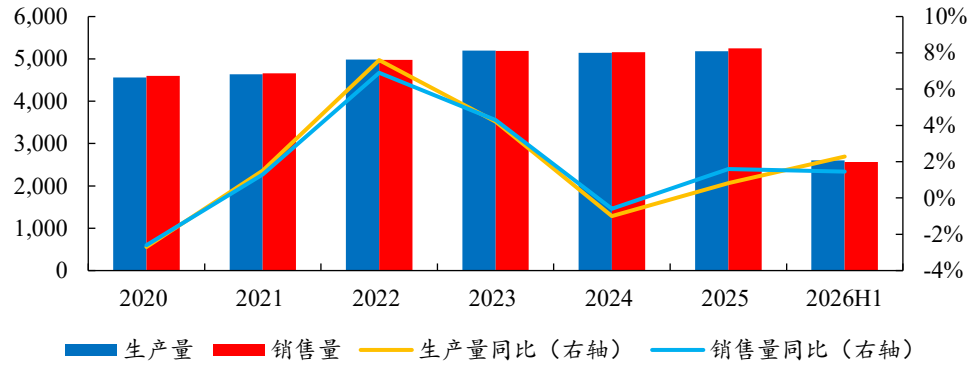

数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司钢铁产销量保持稳定。**2026H1，公司完成商品坯材产量 2604 万吨，同比增长 2.3%，销量 2568.2 万吨，同比增长 1.5%。

仅供内部参考，请勿外传



**图14：公司钢铁产销量保持稳定（万吨）**




数据来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



## 3、 核心亮点：坚持技术创新，聚焦高附加值产品

**坚持技术创新，差异化与高效化并重。**2026H1，公司研发投入率达 5.66%，申请发明专利 581 件，推进 8 个基础研究项目并实现“特超高强度电镀锌 1470DP”等 5 项产品全球首发。在行业弱周期背景下，公司坚定聚焦高附加值产品经营，上半年“2+2+N”品种实现销量 1766.7 万吨，同比增长 6.5%；首个道岔钢轨产品正式通过 CRCC 认证，具备面向国铁市场的供货资格。

**公司聚焦高端精品钢扩产与设备升级改造。**公司聚焦硅钢、精品无缝钢管和小棒等高端品种，通过产线升级改造与高效投产提升竞争优势，2026H1，公司拟建项目 1 项，结转项目 6 项。

**表1：公司聚焦高端精品钢扩产与设备升级改造**

| 项目类型 | 项目名称 | 主要内容 | 当前状态 |
|---|---|---|---|
| 拟建项目 | 武钢有限 CSP 连铸工序改造、CSP 轧钢工序改造 | CSP 连铸工序与 CSP 轧钢工序改造升级 | 2026 年完成初步设计、设备采购和施工图设计工作，满足 2027 年 1 月开工条件 |
| 结转项目 | 宝钢钢管精品基地项目 | 一期建设形成 110 万吨精品无缝钢管规模 | 已于 2026 年 4 月开工建设，计划于 2027 年 12 月全面热负荷试车 |
| | 宝山基地一号高炉大修改造 | 一号高炉停炉大修改造 | 于 2026 年 3 月份启动停炉大修，已完成停炉大修并点火投运 |
| | 宝山基地无取向硅钢产品结构优化（三步） | 新增无取向硅钢产能规模 18.8 万吨/年 | 已正式建成投运 |
| | 宝山基地超高等级取向硅钢绿色制造示范项目 | 新增取向高牌号硅钢产能 22 万吨/年 | 已正式建成投运 |
| | 武钢有限高端取向硅钢绿色制造结构优化工程 | 建成后新增高端取向硅钢产能 22 万吨/年 | 目前开展实物交接工作 |
| | 宝山基地条钢厂初轧产品结构优化改造 | 建成后增加 62 万吨/年小棒生产能力 | 已于 2026 年 7 月正式建成投运 |

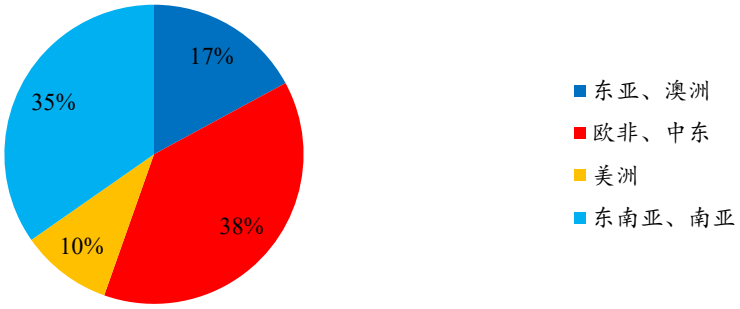
资料来源：公司公告、开源证券研究所

**2025 年，公司积极推动出口业务。**公司汽车板出口规模实现突破，稳步推进低碳产品；取向硅钢出口供货模式多元化，产品高端化升级突破；钢管产品大力推进二方认证，棒线出口新客户开拓成果显著；厚板管线钢出口重点项目实现突破；冷板产品重点品种出口稳中有升；热轧产品出口实现高质量产销平衡。2025 年，公司出口钢铁产品签约量 647.9 万吨。2026H1，公司出口接单 414.3 万吨，同比增长 24.8%。

仅供内部参考，请勿外传



**图15：2025年公司积极推动出口业务**




资料来源：公司公告、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



## 4、 盈利预测与投资建议

（1）钢铁制造板块：2026 年，由于钢铁需求疲软，原料价格走高，钢铁行业盈利空间承压，公司 2026 年钢铁板块毛利预计回落。但公司深化产品经营，坚持差异化与高效化并重，且钢铁行业利润 2027-28 年有望底部回暖，我们预计公司 2026-2028 年钢铁制造业务毛利有望分别实现 133.58、147.47 和 161.92 亿元。

（2）加工配送板块：依托公司完善的营销和加工配送服务网络，公司加工配送板块盈利有望保持稳定，因此我们预计公司 2026-2028 年加工配送业务毛利有望分别实现 38.93、39.31 和 39.71 亿元。

（3）其他业务板块：假设其他板块盈利保持稳定，我们预计公司 2026-2028 年其他业务板块毛利有望分别实现 43.50、43.94 和 44.38 亿元。

**表2：公司总体毛利有望企稳**

| 项目 | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 钢铁制造 | 收入（百万元） | 223329 | 219990 | 225512 | 231172 |
| | 成本（百万元） | 208505 | 206633 | 210765 | 214981 |
| | 毛利（百万元） | 14824 | 13358 | 14747 | 16192 |
| | 毛利率（%） | 6.64% | 6.07% | 6.54% | 7.00% |
| 加工配送 | 收入（百万元） | 71908 | 72627 | 73353 | 74087 |
| | 成本（百万元） | 68054 | 68734 | 69422 | 70116 |
| | 毛利（百万元） | 3854 | 3893 | 3931 | 3971 |
| | 毛利率（%） | 5.36% | 5.36% | 5.36% | 5.36% |
| 其他 | 收入（百万元） | 22271 | 22494 | 22719 | 22946 |
| | 成本（百万元） | 17964 | 18144 | 18325 | 18508 |
| | 毛利（百万元） | 4307 | 4350 | 4394 | 4438 |
| | 毛利率（%） | 19.34% | 19.34% | 19.34% | 19.34% |
| 合计 | 收入（百万元） | 317508 | 315111 | 321584 | 328205 |
| | 成本（百万元） | 294523 | 293511 | 298512 | 303605 |
| | 毛利（百万元） | 22985 | 21600 | 23072 | 24600 |
| | 毛利率（%） | 7.24% | 6.85% | 7.17% | 7.50% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**公司 PE 估值低于可比公司均值。**相对估值法方面，我们选取了主营相近的新钢股份、首钢股份和南钢股份进行比较，以 2026 年 9 月 7 日股价为基准，可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 22.2/15.5/17.5 倍。公司作为世界级钢铁联合企业，通过协同深化一公司多基地管理模式，经营高附加值品种提升竞争优势，且钢铁行业利润有望底部回暖，我们预计 2026-2028 年公司将实现归母净利润分别为 103.33/111.39/123.21 亿元，9 月 7 日股价对应 PE 为 12.1/11.2/10.2 倍，低于可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传



**表3：公司 PE 估值低于可比公司均值**

| | | | EPS（元） | | | | PE | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 股价 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 600782.SH | 新钢股份 | 2.75 | 0.01 | 0.08 | 0.14 | 0.09 | 275.0 | 34.4 | 19.6 | 30.6 |
| 000959.SZ | 首钢股份 | 3.63 | 0.13 | 0.16 | 0.20 | 0.26 | 28.3 | 22.7 | 18.2 | 14.0 |
| 600282.SH | 南钢股份 | 4.66 | 0.47 | 0.49 | 0.54 | 0.59 | 10.0 | 9.5 | 8.6 | 7.9 |
| | | 平均 | | | | | 104.4 | 22.2 | 15.5 | 17.5 |
| 600019.SH | 宝钢股份 | 5.75 | 0.47 | 0.47 | 0.51 | 0.57 | 12.1 | 12.1 | 11.2 | 10.2 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：新钢股份、首钢股份、南钢股份盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，数据截至 2026 年 9 月 7 日收盘）

仅供内部参考，请勿外传



## 5、 风险提示

**经营安全生产风险：**冶炼业务涉及多项经营风险，包括工业事故、恶劣天气、设备故障等突发性事件，可能导致公司矿场或冶炼厂损失。

**产品价格不及预期：**若公司产品钢铁价格出现大幅下跌，将显著影响公司盈利水平。

**项目进展不及预期风险：**公司有多个项目规划，若项目规划发生变动或项目建设进度不及预期，将影响公司盈利水平。

仅供内部参考，请勿外传



## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 133696 | 118390 | 111309 | 115547 | 123647 |
| 现金 | 26152 | 19158 | 19014 | 20447 | 29189 |
| 应收票据及应收账款 | 20887 | 20057 | 13640 | 14368 | 14217 |
| 其他应收款 | 1344 | 840 | 1327 | 885 | 1373 |
| 预付账款 | 2147 | 4314 | 2098 | 4445 | 2233 |
| 存货 | 38188 | 37212 | 37929 | 38492 | 39233 |
| 其他流动资产 | 44978 | 36809 | 37300 | 36909 | 37403 |
| **非流动资产** | 231177 | 244630 | 239995 | 239059 | 237913 |
| 长期投资 | 43214 | 53768 | 66189 | 78545 | 90951 |
| 固定资产 | 149567 | 146970 | 133124 | 122571 | 111236 |
| 无形资产 | 11678 | 11443 | 10690 | 9930 | 9171 |
| 其他非流动资产 | 26718 | 32449 | 29993 | 28014 | 26554 |
| **资产总计** | 364874 | 363020 | 351304 | 354606 | 361559 |
| **流动负债** | 111002 | 119639 | 103543 | 101603 | 102075 |
| 短期借款 | 3394 | 5252 | 8654 | 5252 | 5252 |
| 应付票据及应付账款 | 50596 | 52020 | 50243 | 53763 | 52018 |
| 其他流动负债 | 57012 | 62367 | 44646 | 42589 | 44806 |
| **非流动负债** | 33708 | 18191 | 14810 | 11860 | 8849 |
| 长期借款 | 24238 | 9841 | 6460 | 3509 | 499 |
| 其他非流动负债 | 9470 | 8350 | 8350 | 8350 | 8350 |
| **负债合计** | 144710 | 137830 | 118353 | 113463 | 110925 |
| 少数股东权益 | 19615 | 19025 | 20373 | 21783 | 23309 |
| 股本 | 21985 | 21782 | 21782 | 21782 | 21782 |
| 资本公积 | 49331 | 48272 | 48272 | 48272 | 48272 |
| 留存收益 | 133199 | 139137 | 146704 | 154721 | 163609 |
| **归属母公司股东权益** | 200548 | 206165 | 212578 | 219360 | 227325 |
| **负债和股东权益** | 364874 | 363020 | 351304 | 354606 | 361559 |

| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 27736 | 33597 | 33369 | 26028 | 30018 |
| 净利润 | 8568 | 11412 | 11682 | 12548 | 13848 |
| 折旧摊销 | 19304 | 19123 | 16427 | 16812 | 17382 |
| 财务费用 | 1276 | 982 | 961 | 875 | 592 |
| 投资损失 | -2099 | -2796 | -2834 | -2699 | -2760 |
| 营运资金变动 | -685 | 2467 | 7123 | -1642 | 791 |
| 其他经营现金流 | 1371 | 2409 | 10 | 133 | 166 |
| **投资活动现金流** | -20921 | -22635 | -8717 | -13011 | -13319 |
| 资本支出 | 19336 | 18507 | -629 | 3521 | 3829 |
| 长期投资 | -6280 | -6055 | -12421 | -12356 | -12406 |
| 其他投资现金流 | 4695 | 1927 | 3075 | 2866 | 2916 |
| **筹资活动现金流** | -6991 | -17525 | -28198 | -8181 | -7958 |
| 短期借款 | -263 | 1857 | 3402 | -3402 | 0 |
| 长期借款 | -7412 | -14396 | -3381 | -2950 | -3010 |
| 普通股增加 | -135 | -203 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -349 | -1058 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 1167 | -3724 | -28219 | -1829 | -4948 |
| **现金净增加额** | -469 | -6633 | -3547 | 4836 | 8741 |

| 利润表(百万元) | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 322116 | 317508 | 315111 | 321584 | 328205 |
| 营业成本 | 304546 | 294523 | 293511 | 298512 | 303605 |
| 营业税金及附加 | 1313 | 1415 | 1337 | 1379 | 1412 |
| 营业费用 | 1691 | 1793 | 1780 | 1816 | 1853 |
| 管理费用 | 4020 | 3762 | 3800 | 3855 | 3942 |
| 研发费用 | 3779 | 3896 | 3810 | 3908 | 3982 |
| 财务费用 | 1276 | 982 | 961 | 875 | 592 |
| 资产减值损失 | -579 | -888 | -662 | -734 | -757 |
| 其他收益 | 2700 | 1468 | 1823 | 1851 | 1778 |
| 公允价值变动收益 | 59 | -80 | 7 | -14 | -18 |
| 投资净收益 | 2099 | 2796 | 2834 | 2699 | 2760 |
| 资产处置收益 | 310 | 35 | 234 | 180 | 174 |
| **营业利润** | 10008 | 13993 | 13897 | 14922 | 16434 |
| 营业外收入 | 256 | 187 | 215 | 213 | 209 |
| 营业外支出 | 926 | 1023 | 1006 | 998 | 1005 |
| **利润总额** | 9339 | 13157 | 13107 | 14136 | 15638 |
| 所得税 | 772 | 1745 | 1425 | 1588 | 1791 |
| **净利润** | 8568 | 11412 | 11682 | 12548 | 13848 |
| 少数股东损益 | 1206 | 1066 | 1348 | 1409 | 1526 |
| **归属母公司净利润** | 7362 | 10346 | 10333 | 11139 | 12321 |
| EBITDA | 29599 | 32695 | 30161 | 31408 | 33186 |
| EPS(元) | 0.34 | 0.47 | 0.47 | 0.51 | 0.57 |

| 主要财务比率 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | -6.5 | -1.4 | -0.8 | 2.1 | 2.1 |
| 营业利润(%) | -37.4 | 39.8 | -0.7 | 7.4 | 10.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | -38.4 | 40.5 | -0.1 | 7.8 | 10.6 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 5.5 | 7.2 | 6.9 | 7.2 | 7.5 |
| 净利率(%) | 2.3 | 3.3 | 3.3 | 3.5 | 3.8 |
| ROE(%) | 3.9 | 5.1 | 5.0 | 5.2 | 5.5 |
| ROIC(%) | 3.8 | 4.8 | 5.3 | 5.6 | 5.9 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 39.7 | 38.0 | 33.7 | 32.0 | 30.7 |
| 净负债比率(%) | 9.7 | 9.2 | 0.4 | -2.9 | -7.4 |
| 流动比率 | 1.2 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 |
| 速动比率 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 23.0 | 23.0 | 23.0 | 23.0 | 23.0 |
| 应付账款周转率 | 6.1 | 6.3 | 6.3 | 6.3 | 6.3 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.34 | 0.47 | 0.47 | 0.51 | 0.57 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.27 | 1.54 | 1.53 | 1.19 | 1.38 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 9.21 | 9.46 | 9.76 | 10.07 | 10.44 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 17.0 | 12.1 | 12.1 | 11.2 | 10.2 |
| P/B | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 5.6 | 5.0 | 4.9 | 4.5 | 3.9 |

数据来源：聚源、开源证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。 | | |

仅供内部参考，请勿外传



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn