

下游需求提升，汽车物流行业有望复苏

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 国家促消费、稳增长政策的持续推进，将会进一步激发市场活力和消费潜力，2023年汽车产销同比分别增长11.6%和12%。2) 长安汽车销量的稳步增长将直接增加对物流服务的需求，为长安民生物流提供更多的业务机会。2023年长安汽车集团实现汽车销量同比+8.8%，创近六年新高。3) 公司推动绿色、智能、数字化转型、拓展服务边界。
- 下游汽车市场需求提升，汽车物流行业有望逐渐复苏。** 2023年汽车产销分别完成3016.1万辆和3009.4万辆，同比分别增长11.6%和12%；2023年我国汽车整车出口491万辆，同比增长57.9%。随着国家促消费、稳增长政策的持续推进，将会进一步激发市场活力和消费潜力，同时物流市场规模的不断扩大对整车物流企业的业务发展提供了宝贵的机遇。
- 长安民生物流作为长安汽车的物流服务提供商，承接了长安汽车的整车物流、零部件物流等业务。** 2023年长安汽车集团实现汽车销量255.3万辆，同比+8.8%，创近六年新高，自主乘用车累计销量159.7万辆，同比+14.9%，自主品牌新能源年销量47.4万辆，同比+74.8%。长安汽车2023年累计海外销量达35.8万辆，同比增长43.9%，其中自主品牌出口创新高，超23万辆，海外营收超200亿元，同比+53.1%，规模和盈利快速提升。
- 推动绿色、智能、数字化转型、拓展服务边界。** 公司立足汽车物流市场，通过公水铁多式联运整合能力，以仓储-运输-结算全过程信息化管理及运营大数据运用升级，向客户提供放心托付的智慧物流一体化定制服务。积极推进网络货运平台建设，力争打造货运版“打车平台”，即打造含货运、支付结算、金融服务等功能的汽车生态圈即重庆市级网络货运示范平台。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2024-2026年公司实现归母净利润分别为7274.9万元、8214.6万元、9058.6万元，EPS分别为0.45元、0.51元、0.56元，对应的PE为5倍、5倍、4倍。我们认为，汽车行业稳定健康发展将带动汽车物流行业持续稳定向好，长安民生物流作为汽车制造企业背景物流企业，在获取业务资源方面有先天优势，首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示:** 全球经济和国内宏观经济衰退风险、客户依赖风险、采购运输及物流辅助成本上升的风险等。

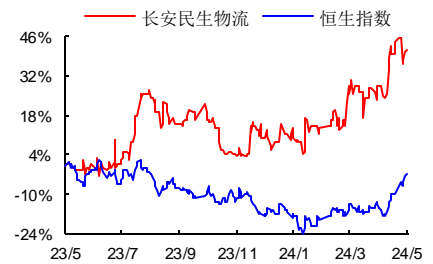
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7969.00	8359.48	8835.97	9392.64
增长率	3.53%	4.90%	5.70%	6.30%
归属母公司净利润(百万元)	56.45	72.75	82.15	90.59
增长率	46.68%	28.88%	12.92%	10.27%
每股收益EPS(元)	0.35	0.45	0.51	0.56
净资产收益率ROE	2.80%	3.54%	3.92%	4.23%
PE	6.89	5.35	4.73	4.29
PB	0.19	0.19	0.19	0.18

数据来源: 同花顺iFinD, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光悒
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	1.74-2.55
3个月平均成交量(百万)	0.09
流通股数(亿)	1.62
市值(亿)	3.89

相关研究

目 录

1 长安汽车主要物流供应商，物流行业综合服务企业	1
1.1 中国汽车物流行业的领军企业.....	1
1.2 股权结构稳定，持续创造价值与服务.....	2
2 下游汽车市场需求提升，汽车物流行业有望逐渐复苏	4
2.1 稳增长、促销费政策出台，助力汽车市场销量走出低谷.....	4
2.2 随着公路合规整治，多式联运成为汽车物流主要运输方式.....	7
2.3 行业整合推进，众多中小型运输企业将逐步被淘汰.....	7
3 商业模式：成长的确定性	9
3.1 长安汽车重要物流供应商.....	9
3.2 长安汽车加速发展，带动业务增长新机遇.....	10
3.3 多年行业深耕构筑客户资源壁垒.....	10
3.4 多式联运完善的服务网络.....	12
4 推动绿色、智能、数字化转型、拓展服务边界	16
4.1 整车物流多式联运服务.....	16
4.2 无人仓技术，优化汽车零部件物流流程.....	17
4.3 流通加工—分装制造数智化运营.....	17
4.4 智慧园区，构建物流服务新生态.....	20
4.5 定制化的物流解决方案.....	20
5 盈利能力整体改善，费用管控能力强	21
6 盈利预测与估值	23
6.1 盈利预测.....	23
6.2 相对估值.....	23
7 风险提示	24

图 目 录

图 1: 长安民生物流主营业务	1
图 2: 长安民生物流历史沿革	2
图 3: 长安民生物流股权结构	2
图 4: 公司 2023 年主营业务结构情况	3
图 5: 公司营业收入及增速	3
图 6: 公司归母净利润	3
图 7: 我国人均 GDP 与民用汽车拥有量关系	4
图 8: 2005 年至今国内汽车产销量情况 (万台)	6
图 9: 全国二手车交易量及增速	6
图 10: 全国二手车转籍比例	6
图 11: 公路治超相关政策	7
图 12: 2023 年中国各品牌汽车销量	10
图 13: 公司汽车领域主要客户及合作伙伴	11
图 14: 公司非汽车领域主要客户及合作伙伴	12
图 15: 公司现有分公司、子公司分布	14
图 16: 公司国内物流布局	15
图 17: 公司国外物流布局	16
图 18: 公司渝北智能化“无人仓”	17
图 19: 循环取货模式	18
图 20: 循环包装流程	18
图 21: 包装运营管理系统 CMS1.0	19
图 22: 公司非汽车物流基地布局图	21
图 23: 营业收入、营业成本及营收增长情况	22
图 24: 归母净利润、毛利率变动	22
图 25: 期间费用率	22
图 26: 现金流情况	22

表 目 录

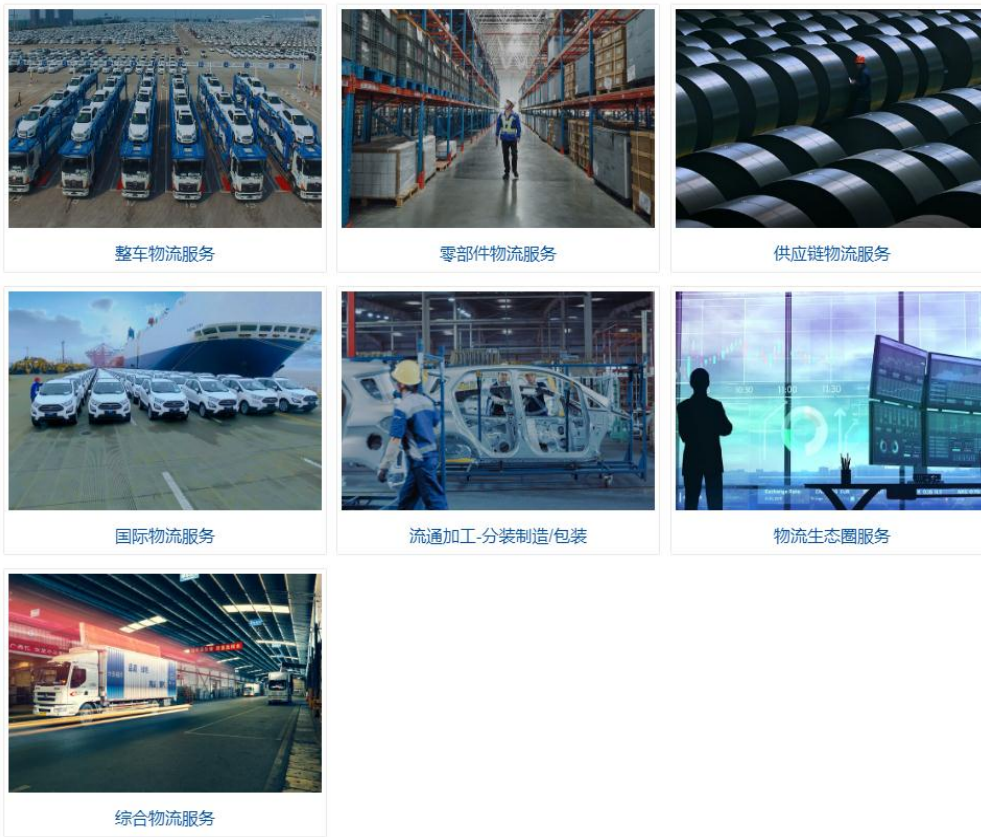
表 1: 近年来汽车产业相关政策	5
表 2: 三种运输方式优劣势比较	7
表 3: 国内大型汽车制造企业附属的控股或参股企业	8
表 4: 独立于汽车制造商并具备规模的第三方汽车物流企业	8
表 5: 从事单一物流环节的中小型运输企业	8
表 6: 公司前五大客户销售金额占比	9
表 7: 公司前五大供应商及成本占比	13
表 8: 整车物流业务创新模式	16
表 9: 静、动态租赁模式特点	19
表 10: 2023 年同业上市公司经营情况比较	22
表 11: 分业务收入及毛利率	23
表 12: 可比公司估值	24
附表: 财务预测与估值 (百万元)	25

1 长安汽车主要物流供应商，物流行业综合服务企业

1.1 中国汽车物流行业的领军企业

重庆长安民生物流股份有限公司（简称长安民生物流）是一家在中国重庆市成立的专业第三方汽车物流服务商及综合物流服务商。公司主营业务覆盖产业链、供应链全部领域，为用户提供整车物流、零部件物流、备件及散杂货物流、国际物流、流通加工、采购贸易、供应链金融、共享租赁等服务。长安民生物流致力于成为放心托付、备受信赖的一流智慧物流平台服务商，凭借专业、高效的物流运营管理体系和能力，为客户提供“省钱、省时、省心、增值”的一体化物流解决方案。

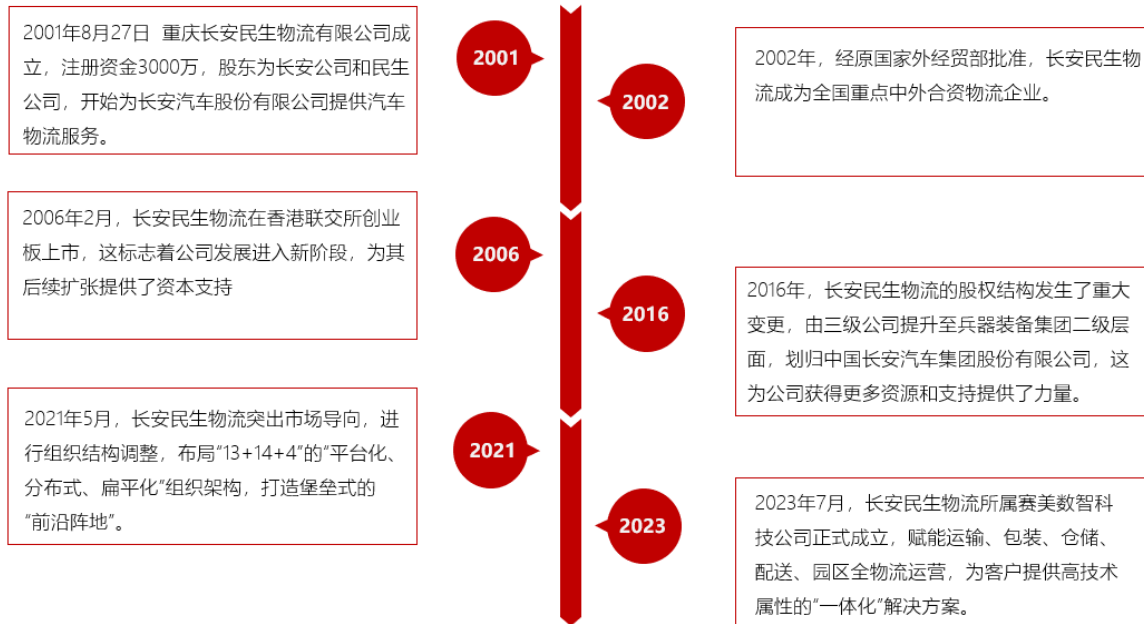
图 1：长安民生物流主营业务



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司成立于 2001 年 8 月，2002 年经原国家外经贸部批准成为全国重点中外合资物流企业，2004 年经国家商务部批准成立为外商投资股份有限公司。主要股东为中国长安汽车集团有限公司、民生实业（集团）有限公司、美集物流有限公司。经过 20 年发展，已成长为我国汽车物流行业领先、西部地区规模较大的智慧物流平台服务商。是全国重点中外合资物流企业、外商投资试点物流企业、全国 5A 级综合服务型物流企业、全国先进物流企业、重庆市服务业 50 强企业、重庆市文明单位、重庆五一劳动奖状获得单位，屡获国家级创新成果奖、行业科技进步奖和物流 KPI 标杆奖等殊荣。长安民生物流在全国设立了多个分公司和办事处，并与国内外知名企业合资成立了多个子公司。公司通过不断实践和改善，已成为中国大陆技术领先、规模大、极具影响力的物流服务商。

图 2：长安民生物流历史沿革

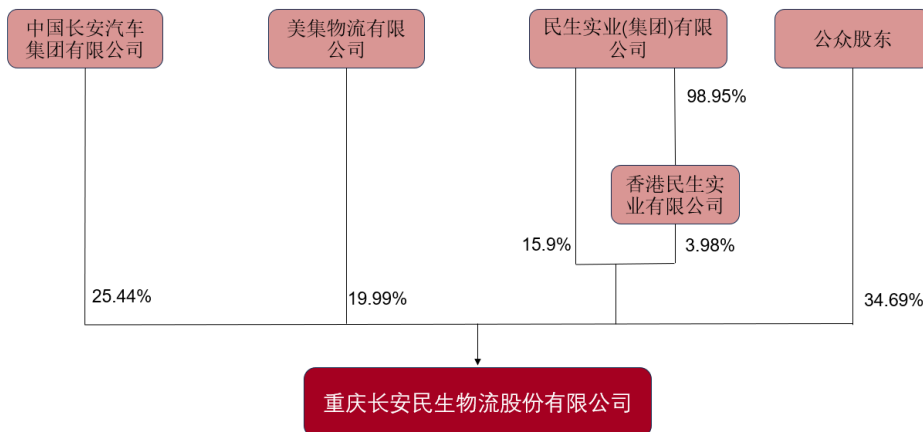


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，持续创造价值与服务

长安民生物流成立于 2001 年 8 月，2006 年在香港联交所创业板上市，并于 2013 年 7 月成功由创业板转主板交易，2016 年，长安民生物流的股权结构发生了重大变更，由三级公司提高到兵器装备集团二级层面，划归中国长安汽车集团股份有限公司。截止 2023 年 12 月 31 日，公司股本为 1.62 亿股，主要股东为中国长安汽车集团有限公司、美集物流有限公司、民生实业(集团)有限公司、香港民生实业有限公司、民生实业(集团)有限公司、香港民生实业有限公司。实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，持股比例为 22.90%。

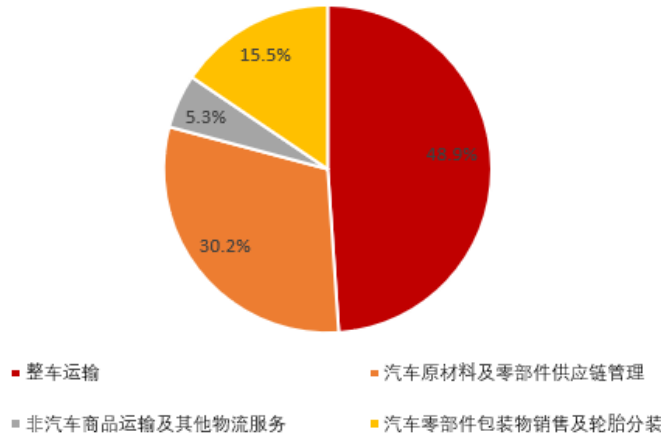
图 3：长安民生物流股权结构



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司主要从事提供汽车相关产品的供应链管理服务业务。这些服务主要包括提供整车运输及相关物流服务、汽车原材料及零部件供应链管理服务、轮胎分装服务及其他售后服务。公司也从事包装材料销售业务、轮胎加工业务及提供非汽车商品的运输服务。汽车整车运输是公司第一大业务，占 2023 年营收的 48.9%，汽车原材料及零部件供应链管理为第二大业务，占 2023 年营收的 30.2%。

图 4：公司 2023 年主营业务结构情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

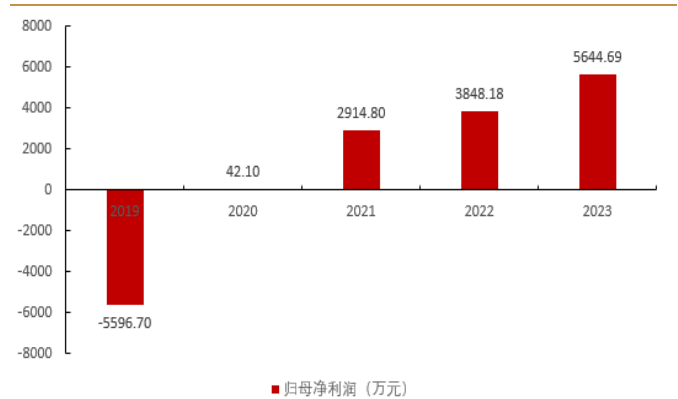
2019 年受公司主要客户长安汽车公司销量大幅下滑影响，公司归母净利润出现亏损，2020-2022 年由于国内汽车市场出现好转，加之公司主要客户长安汽车步入良性发展轨道，公司营业收入和归母净利润均实现稳步增长。2023 年长安民生物流的营业收入为 79.69 亿元人民币，同比增长 3.2%；归属于母公司股东的净利润为 5644.69 万元人民币，同比增长 46.7%，每股收益 0.35 元，拟每 10 股派发现金红利 2 元。

图 5：公司营业收入及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 6：公司归母净利润



数据来源：公司年报，西南证券整理

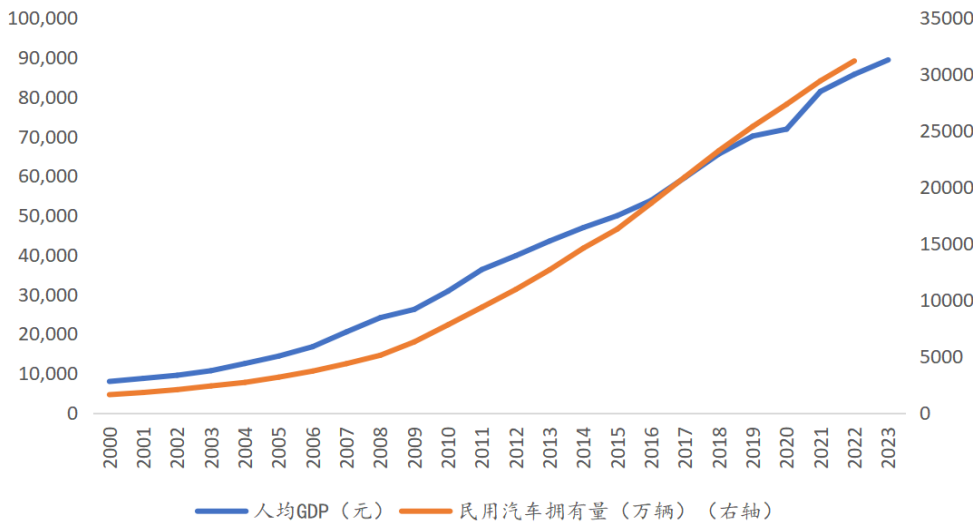
2 下游汽车市场需求提升，汽车物流行业有望逐渐复苏

汽车物流主要是基于汽车产品运输等展开服务。根据《汽车物流术语》(GB/T 31152-2014)，汽车物流是指汽车整车、原材料、零部件、售后服务备件，从供应地向接收地的实体流动过程。根据实际需要，将运输、储存、装卸、搬运、包装、流通加工、配送、信息处理等基本功能实施有机结合。汽车整车物流可划分为商品车物流和在用车物流，商品车物流又可细分为乘用车物流、商用车物流、特种车辆物流、工程车辆物流等。

2.1 稳增长、促销费政策出台，助力汽车市场销量走出低谷

自改革开放以来，我国经济快速发展，人均 GDP 保持了较快增长，从 1978 年的 385 元增加到 2023 年的 89358 元。与此同时，我国的汽车保有量也跟随人均 GDP 不断提升，2023 年全国新注册登记汽车 2456 万辆，截至 2023 年底全国汽车保有量达 3.36 亿辆，其中新能源汽车保有量 2041 万辆。虽然我国近两年汽车销量增长有所波动，但从全球角度看，未来我国的汽车销售空间仍然很大。根据世界银行公布的百人汽车保有量数据看，我国百人汽车保有量处于较低水平，未来我国汽车消费需求仍存在较大增长空间。

图 7：我国人均 GDP 与民用汽车拥有量关系



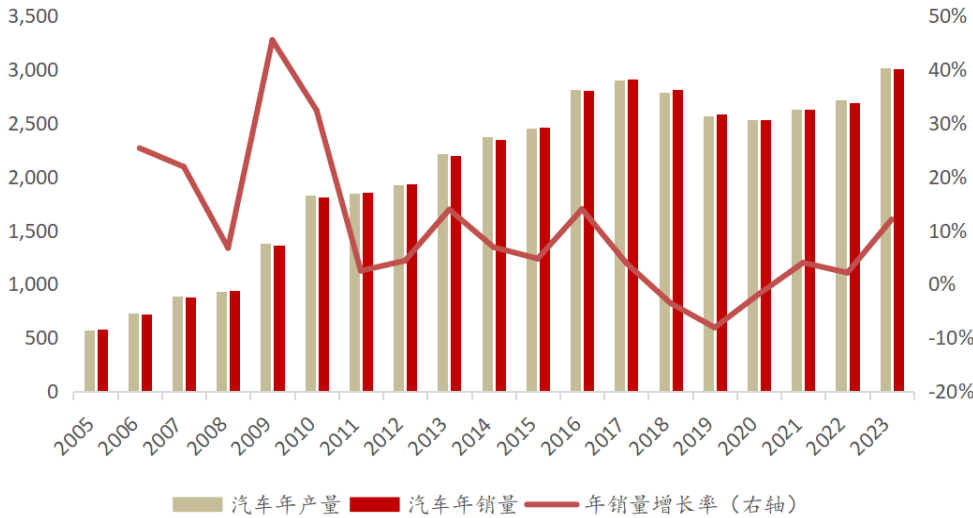
数据来源：wind，西南证券整理

汽车是国民经济支柱产业，也是促进消费的重要抓手。近年来，国务院、各部委，地方政府陆续出台众多支持汽车产业发展的相关政策，这些稳定增加汽车消费、加快活跃二手车市场等国家政策的发布和实施，有效助力汽车制造行业走出低谷。行业逐步呈现出恢复增长态势，根据中国汽车工业协会数据，2022 年汽车产销分别为 2702.1 万辆和 2686.4 万辆，分别同比增长 3.4% 和 2.1%；2023 年汽车产销分别完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6% 和 12%；2023 年我国汽车整车出口 491 万辆，同比增长 57.9%。

表 1：近年来汽车产业相关政策

时间	部门	政策	内容
2022 年 5 月 24 日	国务院	《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	稳定增加汽车、家电等大宗消费；全面取消二手车限迁政策。
2022 年 7 月 5 日	商务部等 17 部门	《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》	聚焦支持新能源汽车购买使用、活跃二手车市场、促进汽车更新消费、支持汽车平行进口、优化汽车使用环境、丰富汽车金融服务等，提出了 6 个方面、12 条政策措施。
2023 年 5 月 14 日	国家发展改革委、国家能源局	《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	提出创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式，支持农村地区购买使用新能源汽车。
2023 年 6 月 2 日	国务院常务会议		新能源汽车是汽车产业转型升级的主要方向，发展空间十分广阔。要巩固和扩大新能源汽车发展优势。构建高质量充电基础设施体系。2023 年 06 月 19 日国务院办公厅印发《关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》（国办发〔2023〕19 号），对充电基础设施建设作出了具体部署。
2023 年 6 月 12 日	工业和信息化部办公厅等	《关于开展 2023 年新能源汽车下乡活动的通知》	促进农村地区新能源汽车推广应用，引导农村居民绿色出行。
2023 年 7 月 20 日	国家发展改革委等	《关于促进汽车消费的若干措施》	进一步稳定和扩大汽车消费，促进消费持续恢复。
2023 年 7 月 28 日	国务院办公厅转发	《关于恢复和扩大消费的措施》	优化汽车购买使用管理，扩大新能源汽车消费。
2023 年 8 月 25 日	工业和信息化部等	《汽车行业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	提出 2023 年汽车行业运行保持稳中向好发展态势，力争实现全年汽车销量 2700 万辆左右，同比增长约 3%。汽车制造业增加值同比增长约 5% 左右。2024 年，汽车行业应继续运行在合理区间内，产业的质量效益进一步提升。扩大新能源车推广、稳定燃油车消费、稳定产业链供应链的“扩”两“稳”措施助汽车业加速跑。
2023 年 9 月 28 日	商务部等	《关于推动汽车后市场高质量发展的指导意见》	提出 7 方面政策措施，明确汽车后市场发展的总体目标和主要任务，系统部署推动汽车后市场高质量发展，促进汽车后市场规模稳步增长。
2023 年 11 月 17 日	工业和信息化部等	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	展智能网联汽车准入和上路通行试点，促进智能网联汽车推广应用。
2023 年 12 月 7 日	商务部等	《关于支持新能源汽车贸易合作健康发展的意见》	指导推进新能源汽车贸易合作健康发展，实现高质量发展。
2023 年 12 月 13 日	国家发展改革委等	布《关于加强新能源汽车与电网融合互动的实施意见》	巩固和扩大新能源汽车发展优势，支撑新型能源体系和新型电力系统构建。

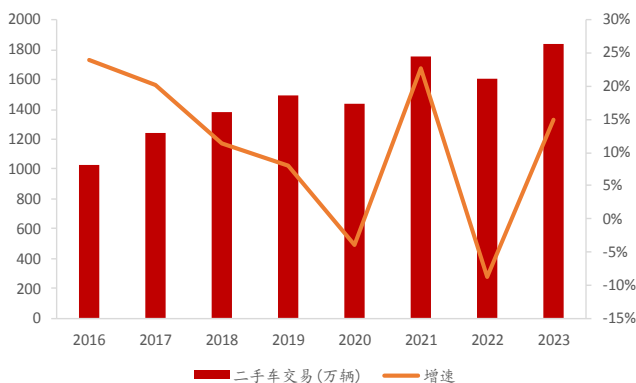
数据来源：各政府网站，西南证券整理

图 8：2005 年至今国内汽车产销量情况（万台）


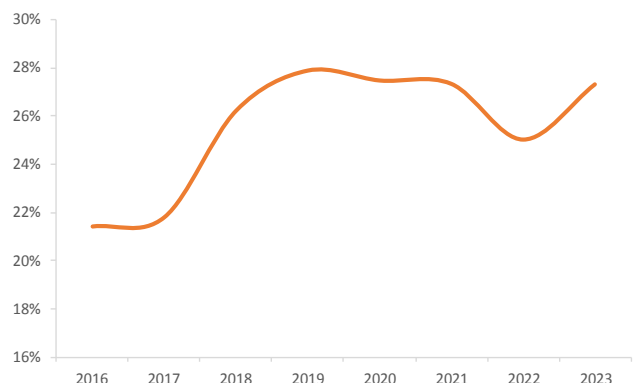
数据来源：wind，国家统计局，中国汽车工业协会，西南证券整理

未来随着我国经济企稳，同时相关政策发力，我国汽车行业将保持稳步增长。2024 年，我国经济工作将坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。宏观经济会持续回升向好，有助于汽车行业的稳定增长。未来随着国家促消费、稳增长政策的持续推进，促进新能源汽车产业高质量发展系列政策实施，包括延续车辆购置税免征政策、深入推进新能源汽车及基础设施建设下乡等措施的持续发力，将会进一步激发新车市场活力和消费潜能。

虽然我国新车销售仍为主导，但近几年二手车销量与新车销售量的差距在逐渐缩小。根据中国汽车流通协会数据显示，2023 年，全国二手车市场累计交易量 1841.3 万辆，同比增长 14.9%，全国二手车转籍总量为 501.83 万辆，同比增长 25%，转籍率为 27.25%，增加了 2.2pp。

图 9：全国二手车交易量及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：全国二手车转籍比例


数据来源：Wind，西南证券整理

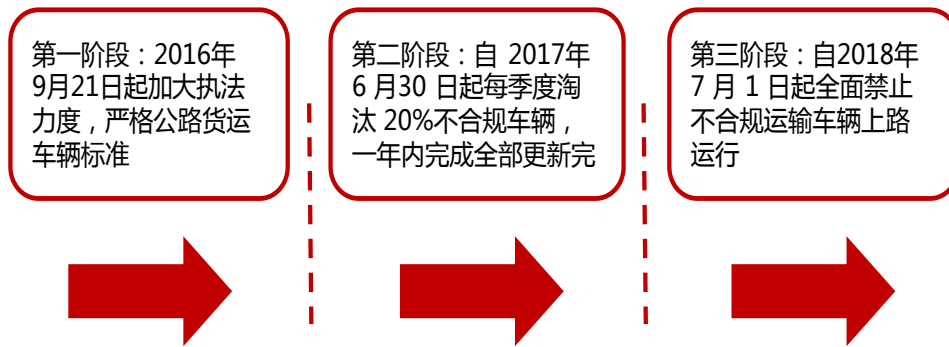
汽车行业的不断发展和各种消费需求的提升，同时物流市场规模的不断扩大对整车物流企业的业务发展提供了宝贵的机遇。

2.2 随着公路合规整治，多式联运成为汽车物流主要运输方式

长期以来，公路运输以其灵活、方便、快速响应等特点，尤其是能实现“门到门”运输的优势，占据我国商品车运输市场主要份额。但公路运输的成本高、货损多，尤其是单挂车实现大批量运输较为困难，而且公路运输单台车的排放大、污染重，不利于环境保护，同时轿运车多为改装车辆、安全隐患较大，对公路破坏程度较高。

2016年7月我国发布强制性国家标准《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》(GB1589-2016)，随后《车辆运输车治理工作方案》相继出台，要求汽车物流企业合规合法运输车辆，“双排变单排，单排变标准”，使单次运输车辆由原来的22-25台减少为6-9台。治理周期为2016年9月21日至2018年6月30日，2018年7月1日起全面禁止不合规运输车辆上路运行。

图 11：公路治超相关政策



数据来源：交通运输部，西南证券整理

随着公路合规整治，由于铁路、水路运输在量和距离上的优势，将更多引导物流企业发展多种运输方式结合的业务模式，也将为具有公路、铁路多式联运优势的第三方物流企业提供更多机会。

表 2：三种运输方式优劣势比较

运输方式	优点	缺点	适用范围
铁路运输	速度快、费用低、运量大、连续性好、安全环保	灵活性较差、需要进行二次分拨	长距离、大批量运输
公路运输	方便、机动灵活、速度最快	运费较贵、运量较小、污染大、安全隐患较大	内陆地区短途运输
水路运输	费用最低、运量最大	速度最慢、灵活性差、受天气影响较大	长距离、大批量长江沿线及进出口运输

数据来源：三羊马招股说明书，西南证券整理

2.3 行业整合推进，众多中小型运输企业将逐步被淘汰

汽车物流行业市场化程度较高，不存在准入限制，属于充分竞争行业。各物流企业基于自身定位的不同，竞争的差异化亦较为明显。目前行业中竞争者主要有三种类型：第一类是由国内大型汽车制造企业附属的控股或参股的企业，如长安民生物流、一汽物流和安吉物流。第一类属于汽车制造企业背景物流企业，在获取业务资源方面有先天优势。这类物流企业依

附于所属主机厂，并因此肩负该主机厂物流任务的责任，能够获得稳定的订单来源且形成规模。但介于与主机厂的依存关系，对外扩展客户能力有限。

表 3：国内大型汽车制造企业附属的控股或参股企业

代表企业	股东背景	经营特点	客户来源类型
安吉物流	上汽集团子公司	依附于所属主机厂，满足内部的物流需求，规模较大且业务稳定	以承运上汽集团内部业务为主
一汽物流	一汽股份子公司	依附于所属主机厂，满足内部的物流需求，规模较大且业务稳定	以承运一汽集团内部业务为主
长安民生物流 (01292.HK)	长安汽车、民生实业、美集物流有限公司等，港股上市公司	依附于所属主机厂，满足内部的物流需求，规模较大且业务稳定	以承运中国长安汽车集团内部业务为主

数据来源：三羊马招股说明书，西南证券整理

第二类是独立于汽车制造商并具备规模的第三方汽车物流企业，如长久物流、中铁特货物流股份有限公司、西上海、安达物流及三羊马等。第二类物流企业属于第三方物流企业，进入行业较早，在长期的竞争发展中，形成具有成本优势的运输路线和服务区域，具有一定的资源整合和物流综合管理能力。既可以直接承接主机厂的物流服务，还可以承接其下属物流企业的外包服务。

表 4：独立于汽车制造商并具备规模的第三方汽车物流企业

代表企业	股东背景	经营特点	客户来源类型
长久物流	民营企业	国内规模最大的主要通过公路运力进行整车承运的第三方汽车物流企业	服务多家汽车制造企业
中铁特货	国铁集团子公司	全国铁路系统商品车运输、经营的最大主体	服务多家汽车制造企业
西上海	民营企业	国内规模较大的通过公路运力进行汽车零部件及整车承运的第三方汽车物流企业	服务多家汽车制造企业
安达物流	民营企业	国内规模较大的通过公路运力进行整车、卷烟承运的第三方物流企业	服务多家汽车制造企业
三羊马	民营企业	国内规模较大的主要通过公铁联运方式进行整车承运的第三方汽车物流企业	服务多家汽车制造企业

数据来源：三羊马招股说明书，西南证券整理

第三类是其他众多中小型运输企业。第三类物流企业一般规模较小，绝大多数仅能提供单一的仓储、运输等较为传统的物流服务，与前两类物流企业不构成较大的竞争，主要承接前两类物流企业的业务，提供相应的物流辅助服务。未来，随着汽车物流行业不断整合，行业集中度的提升，该类企业将逐步被兼并或淘汰。

表 5：从事单一物流环节的中小型运输企业

代表企业	股东背景	经营特点	客户来源类型
-	中小运输企业为主	业务类型单一，单纯从事货运代理、运输或仓储经营，一般不直接参与主机厂配送，而是作为第一、二类企业的外协承运商	主要为大型汽车物流企业提供合作运力

数据来源：三羊马招股说明书，西南证券整理

3 商业模式：成长的确定性

长安民生物流是一家第三方汽车供应链物流综合服务商，提供包括整车物流、零部件物流、备件物流、国际物流等全方位物流服务。长安民生物流作为智慧供应链平台服务商，以客户为中心，流程为核心，工作指南为关键，专业高效为目标、成本精益为原则，打造“三维一体”的智慧供应链体系。公司通过前置仓租赁、滚装包舱、物流模式创新、资源方深度合作等方式，实现全面保供，提升供应链效率。公司致力于成为“绿色智能供应链物流科技公司”，努力向绿色智能物流方向转型，推动物流服务向“绿色、智能、数字化”方向迈进。

3.1 长安汽车重要物流供应商

公司主要业务为向客户提供汽车和汽车原材料及零部件供应链管理服务，该等服务包括商品车运输及相关物流服务、汽车原材料及零部件供应链管理服务、轮胎分装、售后物流服务等各个方面。此外，公司亦向客户提供非汽车商品运输服务。公司主要客户包括长安汽车、长安福特、长安马自达、河北长安汽车有限公司、南京长安汽车有限公司、保定长安客车制造有限公司、重庆长安国际销售服务有限公司等。

表 6：公司前五大客户销售金额占比

年度	序号	客户名称	占年度销售总额比例
2023 年度	1	重庆长安汽车股份有限公司	29%
	2	长安福特汽车有限公司	23%
	3	华晨宝马汽车有限公司	5%
	4	河北长安汽车有限公司	4%
	5	合肥长安汽车有限公司	2%
	合计		
2022 年度	1	重庆长安汽车股份有限公司	27%
	2	长安福特汽车有限公司	23%
	3	华晨宝马汽车有限公司	4%
	4	河北长安汽车有限公司	4%
	5	重庆长安新能源汽车科技有限公司	3%
	合计		
2021 年度	1	重庆长安汽车股份有限公司	29%
	2	长安福特汽车有限公司	23%
	3	长安马自达汽车有限公司	6%
	4	河北长安汽车有限公司	4%
	5	合肥长安汽车有限公司	2%
	合计		

数据来源：公司年报，西南证券整理

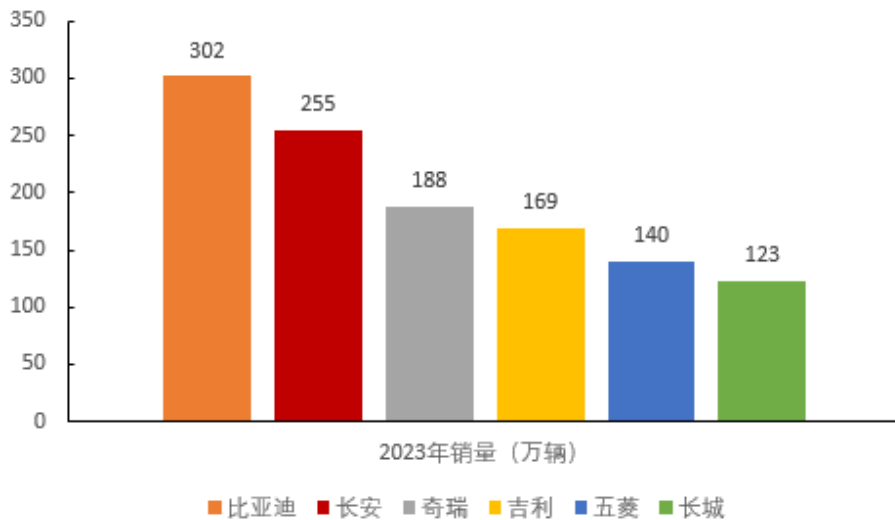
公司五大主要客户中除华晨宝马汽车有限公司，其他均属于长安汽车集团成员。长安民生物流作为长安汽车的物流服务提供商，承接了长安汽车的整车物流、零部件物流等业务。长安汽车的产销量直接影响到长安民生物流的业务量和业绩表现。

3.2 长安汽车加速发展，带动业务增长新机遇

2023年长安汽车集团实现汽车销量255.3万辆，同比+8.8%，创近六年新高，自主乘用车累计销量159.7万辆，同比+14.9%，自主品牌新能源年销量47.4万辆，同比+74.8%。2023年，归母净利润113.3亿元，同比+45.3%，扣非归母净利润37.8亿元，同比+16.2%。2023年长安汽车构建起“长安启源、深蓝汽车、阿维塔”三大智能电动品牌，满足不同细分市场的需求；长安启源全年累计销量突破4万辆；深蓝全年累计交付13.7万辆，其中深蓝SL03累计交付超10万辆，从首款车型上市到销量突破10万辆仅用时14个月，创造自主品牌新能源品牌最快突破10万销量新纪录；阿维塔12上市仅30天大定超2万台，全年阿维塔销量3万辆。

长安汽车2023年累计海外销量达35.8万辆，同比增长43.9%，其中自主品牌出口创新高，超23万辆，海外营收超200亿元，同比+53.1%，规模和盈利快速提升。公司于2023年4月发布“海纳百川”计划，成立五大区域事业部，即中南美洲、独联体、中东非洲、欧洲、东南亚；11月在曼谷举办东南亚品牌发布会，DEEPAL双车正式进入泰国，辐射全球，开启拓展全球市场新篇章；建设首个海外生产基地——长安汽车泰国制造基地，投资200亿泰铢，总规模20万辆/年，一期产能为10万辆/年，将于2025年一季度投产；在沙特、智利、墨西哥等国家，市场销量位居中国品牌前列。

图 12：2023 年中国各品牌汽车销量



数据来源：各公司公告，西南证券整理

长安汽车销量的稳步增长将直接增加对物流服务的需求，为长安民生物流提供更多的业务机会。在新能源汽车领域的快速发展为长安民生物流在新能源汽车物流方面带来新的增长点，特别是在整车物流和电池等关键零部件的运输与仓储上。长安汽车的国际化战略，如“海纳百川”计划，也要求长安民生物流拓展国际物流服务能力，伴随长安汽车一起“走出去”。长安汽车品牌的持续提升也将增强长安民生物流的品牌形象，有助于吸引更多高端客户，实现业务的多元化发展。

3.3 多年行业深耕构筑客户资源壁垒

客户资源是物流企业最重要的行业壁垒，亦是企业的核心竞争优势所在。公司通过多年行业深耕，赢得汽车领域与非汽车领域众多合作伙伴的信任，长安民生物流同长安汽车、长安福特、长安马自达、华晨宝马、舍弗勒、沙伯基础等国内外近千家企业建立长期合作关系，为客户提供整车物流、零部件物流、备件物流、国际物流、非汽车物流、物流方案及信息系统开发设计等全方位物流服务。

图 13：公司汽车领域主要客户及合作伙伴



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：公司非汽车领域主要客户及合作伙伴



数据来源：公司官网，西南证券整理

3.4 多式联运完善的服务网络

基于公、铁、水丰富的网络及运力资源，长安民生物流也具备城市公路配送及“中远距离，大运量”公铁、公水多式联运能力，长安民生物流能够为汽车、双电、钢材、矿石、化工等行业客户提供菜单式多个场景最优物流解决方案，实现成本、时效和品质的最佳平衡。

中铁特货作为商品车铁路运输唯一承运权的公司，公司与其建立长期稳定的合作关系，这为公司铁路运输提供运力保障。同时，公司除拥有一定规模自身运力外，还可随时调度规模较大的外协运力，这为公司公路运力提供了有利支持。公路、铁路两种方式下的稳定运力为公司自由选择、组合运输方式奠定基础。

表 7：公司前五大供应商及成本占比

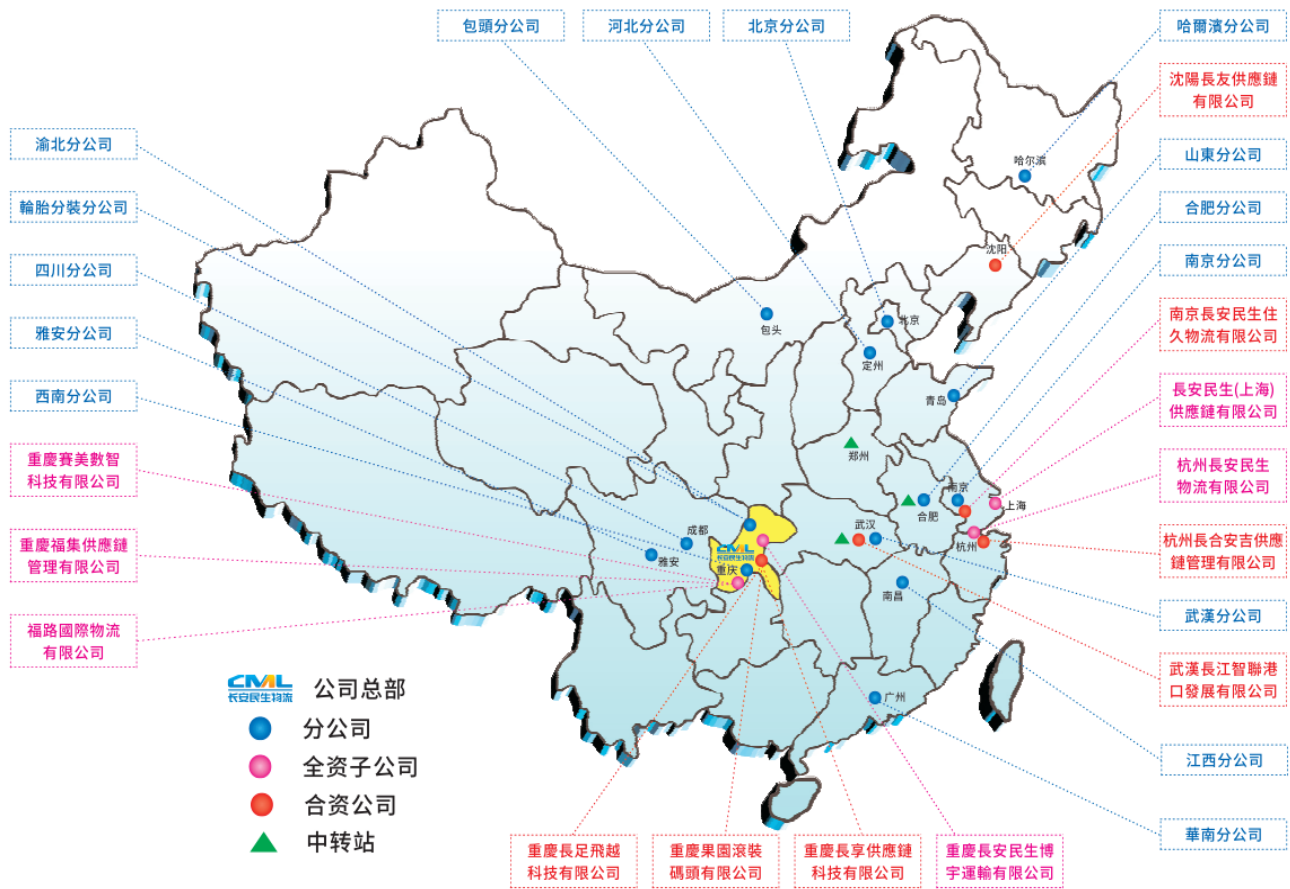
年度	序号	供应商名称	占公司销售成本比例
2023 年度	1	中铁特货物流股份有限公司成都分公司	11%
	2	渝新欧（重庆）供应链管理有限公司	7%
	3	三羊马（重庆）物流股份有限公司	4%
	4	商船三井（中国）有限公司广州分公司	3%
	5	昆山六丰机械工业有限公司	3%
	合计		
2022 年度	1	中铁特货物流股份有限公司成都分公司	8%
	2	青岛日日顺供应链有限公司	6%
	3	营口永祥物流有限公司	3%
	4	民生物流有限公司	2%
	5	三羊马（重庆）物流股份有限公司	2%
	合计		
2021 年度	1	中铁特货物流股份有限公司成都分公司	6%
	2	青岛日日顺供应链有限公司	6%
	3	三羊马（重庆）物流股份有限公司	3%
	4	重庆昱宇物流有限公司	2%
	5	民生物流有限公司	2%
	合计		

数据来源：公司年报，西南证券整理

承接客户订单后，公司根据发运规模、发运车型、发运里程、公司现有运力情况等设计相应物流方案，通过铁路、公路等多种运输方式优化组合，完成整车由生产所在地或客户指定起始地运送至客户指定地的一站式物流服务。公司通过不同运输方式的优化组合、有效衔接，在保证货物及时、安全交付的基础上，尽可能为客户降低物流成本。

截止 2023 年 12 月 31 日，公司累计设立分公司、子公司、联营企业和办事处 28 个，主要分布在华东、华中、华北、华南和西南地区。不断完善的服务网络，使公司能提供物流服务至全国各地。

图 15: 公司现有分公司、子公司分布



数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2021年5月, 长安民生物流突出市场导向, 进行组织结构调整, 布局“13+14+4”的“平台化、分布式、扁平化”组织架构, 打造堡垒式的“前沿阵地”。18个区域公司驻扎分布在全国各地, 不断开拓市场和服务客户。在此基础上, 长安民生物流拓展了数个千万级项目和四十余项百万级项目, 有序推进9项公司级立项项目, 并实现2项创客项目落地。形成了覆盖全国600+城市和地区的三级网络布局, 运输线路超过700条, 具备干线调拨、仓储管理、末端配送等综合能力。

图 16: 公司国内物流布局

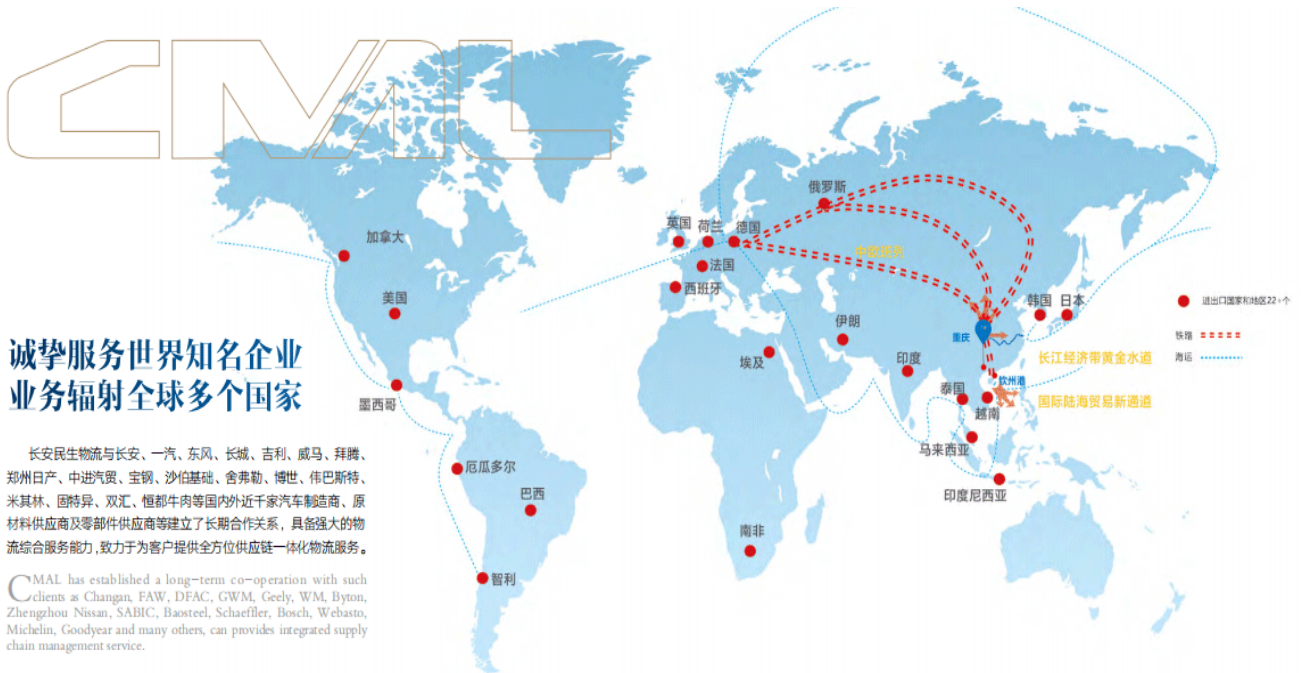


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

长安民生物流积极融入国家物流发展战略, 通过中欧班列等方式, 加强与“一带一路”沿线国家的物流合作。公司将充分发挥西部陆海新通道上的网络优势, 助力国产汽车出口物流服务新模式。公司依托长江黄金水道、国家“一带一路”、陆海贸易新通道和中欧班列国际铁路联运大通道, 为世界各地客户提供汽车零部件、商品车、设备和其他进出口货物的海运、航空、内河、铁路、公路、仓储及国际贸易等服务。

在重庆江津综保区、重庆西永综保区分别成立福路、福永子公司, 开展保税物流、仓储、关务等相关业务。融合中欧班列国际铁路联运大通道陆海贸易新通道、东盟跨境公路班车、长江黄金水道和重庆自由贸易区平台, 多方向多维度提供专业高效的物流服务和高效创新的方案选择。依托珞璜, 以“一带一路”为抓手, 建立 1 个运营中心, 组建 6 大区域网络, 无缝贯通东、南、西向 3 条国际运输通道, 打造公铁水空多式联运一体化枢纽平台, 最大限度为客户降本增效。公司与全球大型国际物流企业和货代公司建立了良好合作伙伴关系, 逐渐加深战略合作, 充分利用和发挥其在全球的网点优势, 推进“国际化战略”, 逐步形成中东、印巴、东南亚、欧洲、北美网络布局。

图 17：公司国外物流布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

4 推动绿色、智能、数字化转型、拓展服务边界

4.1 整车物流多式联运服务

公司立足汽车物流市场，通过公水铁多式联运整合能力，以仓储-运输-结算全过程信息化管理及运营大数据运用升级，向客户提供放心托付的智慧物流一体化定制服务。

在整车物流仓储方面，公司拥有 16 个整车分拨中心，13 个中转站为客户提供仓储规划管理、末端配送、共享前置仓交付中心等服务。

在整车物流运输方面，公司掌控 13000+ 辆拖挂车运输车，全国超过 3 万+ 条线路，覆盖全国所有一、二、三级城市，年运量达 400 万+ 辆；拥有 32 艘长江船运商品车滚装船资源，运输能力辐射长江全主干，形成“T”字型江海运输干线；储备 50 万+ m² 的场地资源，全国 31 个省会城市可用铁路站点，铁路辐射全国主要城市，年运能 100 万+ 辆。

表 8：整车物流业务创新模式

名称	简介
城市配送共享仓（VTC）	主要为客户提供商品车托管、质押监管及前置仓等服务突破汽车物流“最先一公里”新起点，打造整车物流“最后一公里”配送及仓储能力，公司在全国主要城市建有 300+VTC(城市配送仓)
智慧整车	公司已形成以 iVWMS、iVTMS 为核心，大数据平台、慧运地图、RFID 及智能终端为支撑的智慧整车物流体系

数据来源：公司官网，西南证券整理

4.2 无人仓技术，优化汽车零部件物流流程

公司提供包装设计及制作、零部件循环取货、园区仓储配送、厂内物流操作及上线、SOP流通加工等一体化物流规划咨询和运包一体化服务。拥有 15000 个库位的自动化立体库，全国最大智能化“无人仓”。凭借近 50 台 KIVA 机器人实现零部件入厂物流端存储、归位、拣选以及出货等全流程环节自动化，整体提升作业效率 4 倍以上。

图 18：公司渝北智能化“无人仓”



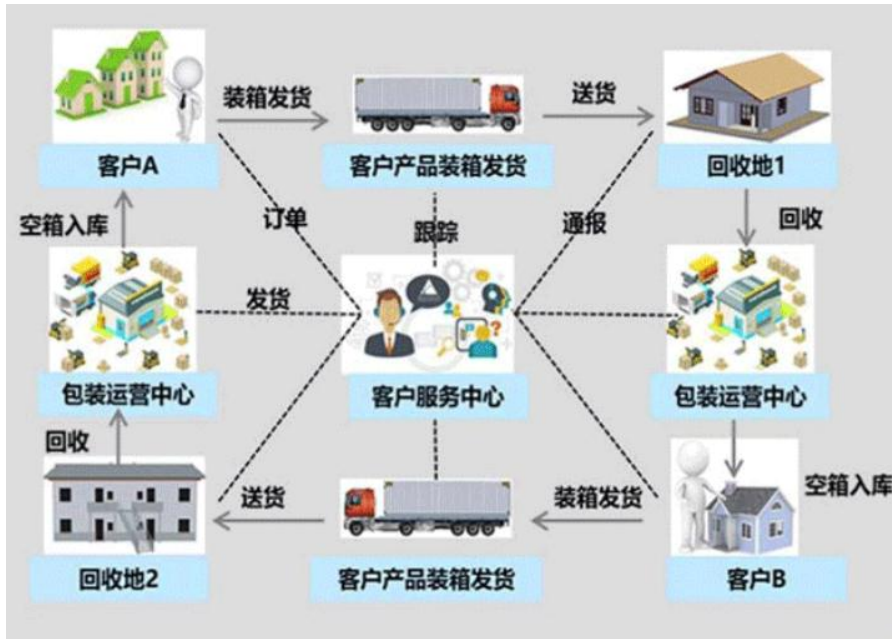
数据来源：公司官网，西南证券整理

4.3 流通加工—分装制造数智化运营

公司专注于轮胎总成装配及相关增值业务为客户提供“采购+仓储+装配+配送”的一体化服务。公司拥有 7 条全自动化轮胎装配线，采用轮胎分装桁架机器人及无人叉车设备同系统集成应用，实现轮胎装配到轮胎总成排序配送、下线自动转运、自动排序、自动出库的全程自动化能力，年轮胎装配能力 700 万+条。通过了 IATF16949(质量管理体系)、ISO14001(环境管理体系)、OHSAS18001(职业健康安全管理体系)三大管理体系认证，年 PPM(每一百万个产品中的不良率的统计标准) <1 。拥有“气压自动检测系统”国家发明专利、“红外线对点装置”国家实用新型专利等超 50 项专利，被评为“重庆市数字化车间”、重庆市经信委自动化、智能化提升试验基地，通过高自动化、智能化设备优势，赢得客户的认可。

公司提供包括轮胎/轮辋取货、仓储、装配、配送、售后备件的全链条一体化服务。满足客户需求，增加附加价值，对其进行一定程度的加工。按客户要求对轮胎进行分装制造，从而促进销售、维护商品质量和提高物流效率。长安民生物流的包装业务立足汽车包装产业，致力于打造互联网+循环包装+循环取货模式。

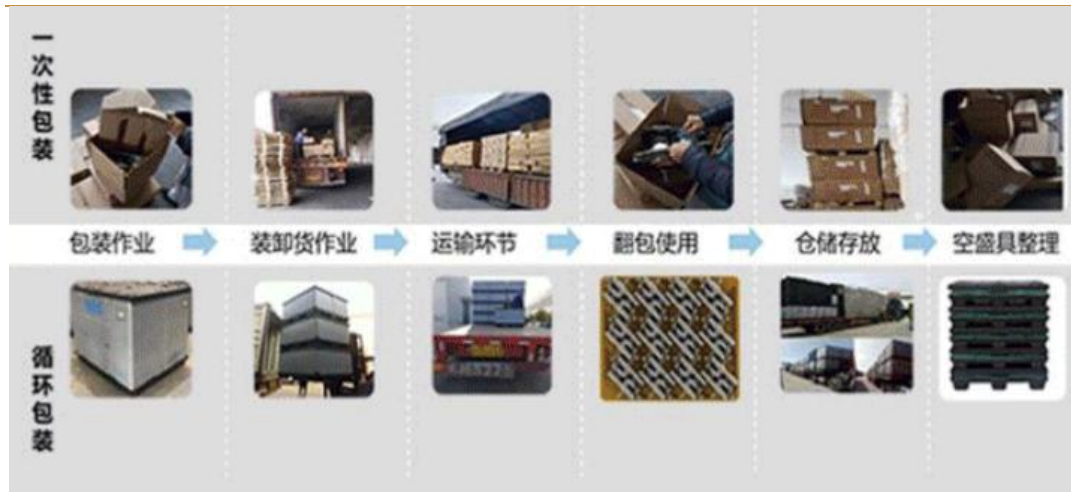
图 19: 循环取货模式



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

通过对零件特征、流通环境(如搬运、装卸、仓储等)、产品为特性(尺寸、重量、薄弱部位等)、运输环境等精准分析, 客户量身设计包装方案。主要提供包装规划、包装运营、循环包装、出口包装(CKD、SKD)、入厂物流包装、售后备件包装等一体化服务。

图 20: 循环包装流程



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司还推出包装共享租赁模式, 在不同地区的用户共同使用标准化可循环包装, 以静态租赁结合的方式让包装盛具实现网络化循环运营, 从而实现资源的共享。

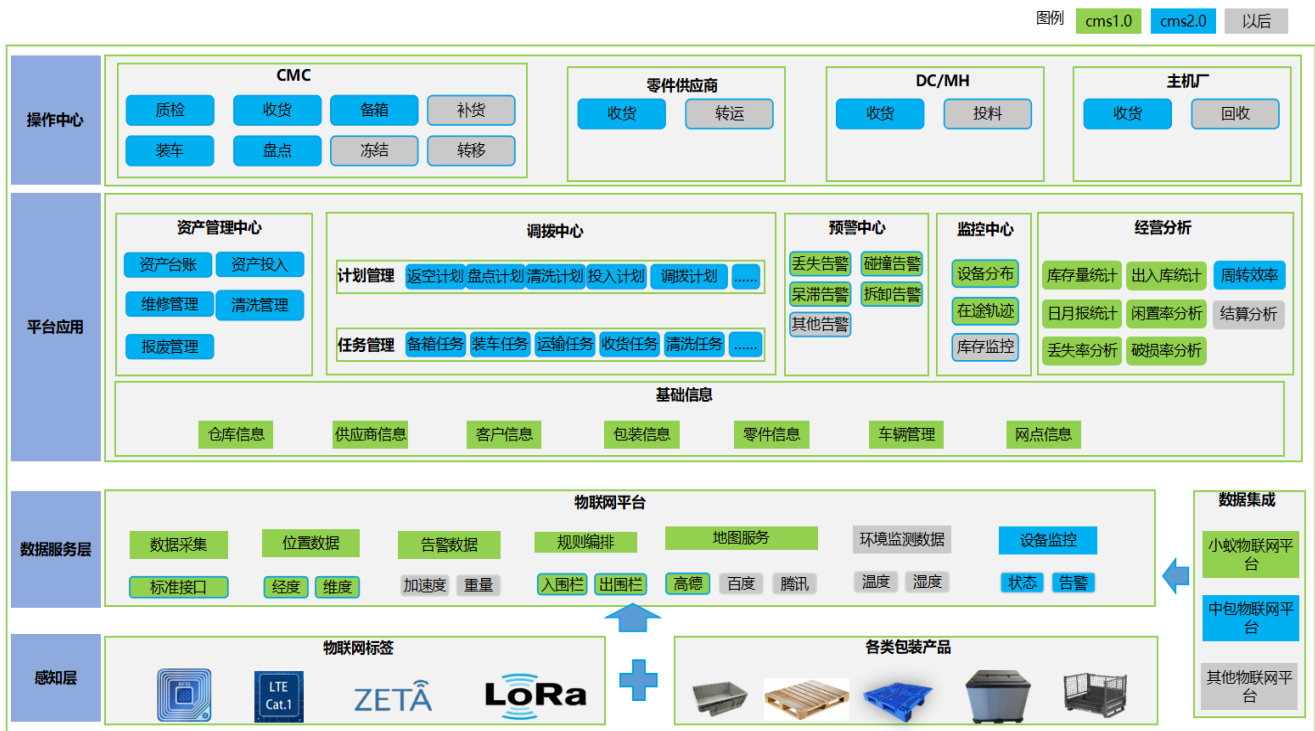
表 9：静、动态租赁模式特点

模式	简介	特点
静态租赁	长安民生将约定量循环包装一次性提供给客户，后期运作由客户自行负责	适用于短距离运输/工厂内周转客户； 按需租赁，节省仓储空间； 退租自由，方便管理； 大幅减少一次性采购投入
动态租赁	长安民生物流每次按供应商需求提供盛具，并负责空盛具的整理、返空及日常维护	跨区域管理，进行资产闭环动态管理，降低损耗； 根据各区域包装需求精准化，灵活调配包装减少包装投入； 按需提供包装，客户不承担产能波动旺季资产闲置风险； 智能化管理。

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司自研包装运营管理系统 CMS1.0 通过智能化包装管理、精准定位与追踪、自动化出入库识别、可视化展示及轨迹跟踪回放、全面的数据统计与预警、处理网联化标签数据的物联网平台六大核心能力来确保包装运营的安全稳定，并为管理决策提供有力支持。

未来，长安民生物流将持续深化科技创新，不断优化包装运营管理系统 CMS1.0 产品的功能和性能，提升用户体验，同时积极探索物联网、大数据、人工智能等新技术在包装运营管理中的应用，打造更加智能、高效、绿色的包装运营管理平台。

图 21：包装运营管理系统 CMS1.0


数据来源：公司官网，西南证券整理

4.4 智慧园区，构建物流服务新生态

公司积极开拓以“人财物”为核心的物流金融服务、贸易物流一体化等服务，线下打造智慧物流园区，坚持开放合作态度，与合作伙伴共建生态圈。基于作业全流程提供智能监控、智能装卸、智能仓储、智能搬运、智能拣选、智能配载、智能调度、智能识别、智能包装九大类智能化产品，通过 AI 和信息化技术手段，为客户实现多体装备集成应用，满足客户无人化、少人化的管理要求。

(1) 园区物流：基于当前人工智能、区块链、云计算、大数据、边缘计算等前沿信息技术，为客户提供 SAAS、PAAS、IAAS 三层架构的数字化产品和管理服务，实现物流生态与信息化的深度融合。通过政企合资合作、资源融合，依托现有运包仓配一体化物流服务能力，搭建园区物流综合管理平台，提供全供应链物流服务。政企合作：通过政府、企业及行业协会、供方、需方及第三方等各方资源协同共享，推动园区物流发展。园区物流管理：提供“运包仓配”，物流+制造+贸易的全供应链一体化服务，助推社会物流成本优化，撬动供应链业务机会。深入挖掘园区平台价值，整合园区资源与客户服务需求，搭建一体化信息平台，实现信息互联互通、开发共享的服务。

(2) 仓交中心：设立仓交中心，形成两段运输，干线运输以公铁水多式联运为主；支线运输以公路配送和个性化交车为主，提高物流时效、降低物流成本，满足定制化服务需求。推进前置仓+交付中心一体，仓储、交付功能合二为一建设，开展仓储段多品牌共享，交付段各品牌独立配置功能区，实现仓交一体、降本增效。结合 C 端客户个性化需求，实现客户到交付中心取车或交付中心送车上门、服务到家(上牌/贴膜/充电桩安装/保险办理等)，一站式满足客户用车需求。

(3) 网络货运平台：博宇亨通是长安民生倾力打造的网络货运品牌，是利用移动互联网、云计算、物联网、大数据、区块链等前沿技术，依托长安民生全国物流网络和资源，整合社会货主和运力资源，构建聚合供应链上下游企业物流、商品贸易、支付结算、金融服务等各类数据的第三方数字化供应链公共平台。主要产品有运网通、商贸通、融信通、票税通。

(4) 车易云：长安民生与一汽物流行联合打造的集约共建、统仓共配全场景物流平台。立足互联网营销背景，聚焦解决整车物流“最后一公里”交付送达，创新产品资源前置和智慧化城际分拨，服务于汽车新营销需求，形成开放共享的汽车流通产业综合服务平台，为汽车运、仓、配、售、用行业提供全产业链服务。主要产品有车易仓、车易运、车易贷、车易卖。

4.5 定制化的物流解决方案

从新能源到家用电器，从电子设备到日常饮品，长安民生物流服务的行业版图正不断扩大。长安民生物流具有多年来沉淀积累的专业经验与资源致力于为客户提供专业物流服务，提高社会资源的综合利用效率，降低企业间交互成本。公司客户有：海康威视、海信日立、太极集团、亚士创能、四川金汇能、瑞幸咖啡、博洛尼家居等。

图 22：公司非汽车物流基地布局图



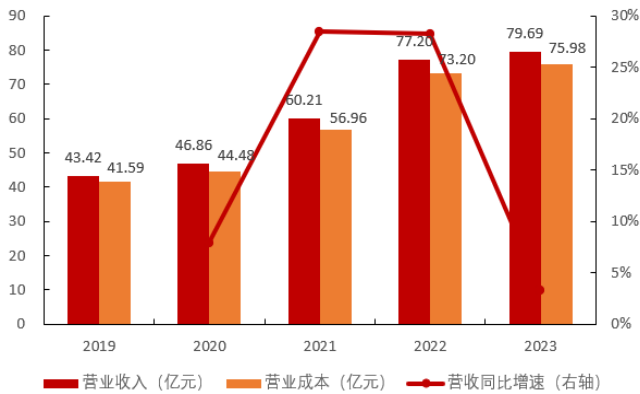
数据来源：公司官网，西南证券整理

长安民生物流利用现有能力和优势，服务综合物流市场，围绕“工业物流、园区物流、联运物流”三大领域，在大宗物资、机械制造、双电等行业，为客户提供物流集采、仓配运包加工制造、货运枢纽、商贸、生产、口岸等定制化服务。

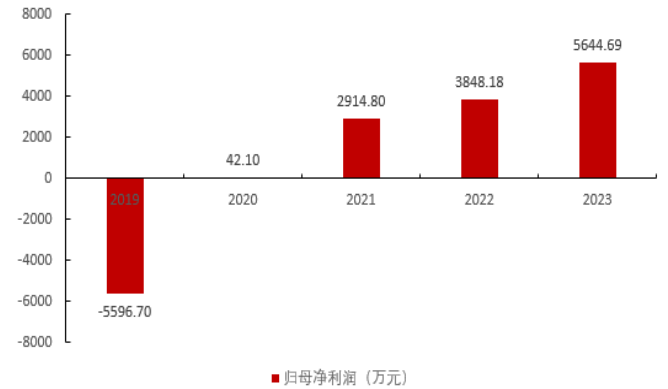
根据客户的需求，制定“门到门”取货计划、车辆发运路线设计(前端调达+干线集并)在途监控、末端交付等供应链各环节操作流程提供双电、钢材、矿石、化工原材料等大宗货物全程信息系统覆盖、全程可视化、集约化的一体化物流服务。

5 盈利能力整体改善，费用管控能力强

2019 年受公司主要客户长安汽车公司销量大幅下滑影响，公司归母净利润出现亏损，2020-2022 年由于国内汽车市场出现好转，加之公司主要客户长安汽车步入良性发展轨道，公司营业收入和归母净利润均实现稳步增长。2023 年公司营业收入 79.69 亿元，同比增长 3.22%；归属于上市公司股东的净利润 5644.7 万元，同比增长 46.68%；毛利率为 4.66%，同比下降 0.52pp。

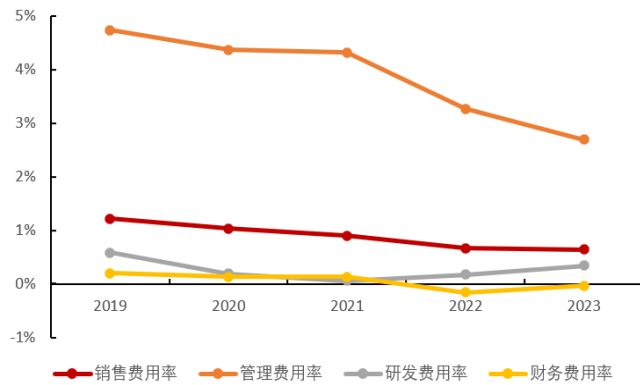
图 23: 营业收入、营业成本及营收增长情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

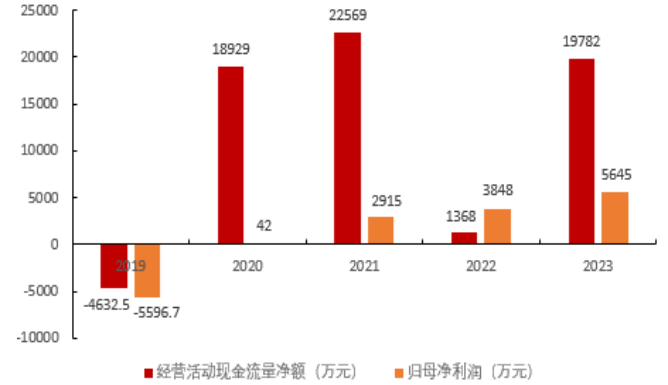
图 24: 归母净利润、毛利率变动


数据来源: Wind, 西南证券整理

2023 年, 公司期间费用率为 3.63%, 同比减少 0.31pp。其中, 销售费用率、管理费用率、财务费用率和研发费用率分别为 0.64%、2.69%、0.34%、-0.04%, 同比-0.02pp、-0.58pp、+0.17pp、+0.12pp。2023 年, 公司经营活动现金流量净额为 1.98 亿元, 同比大幅增长, 说明公司的经营状况在持续改善, 有利于公司的长期发展和市场扩张。

图 25: 期间费用率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 26: 现金流情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

表 10: 2023 年同业上市公司经营情况比较

公司名称	营业收入(亿元)	营收增长率	销售毛利率	主营业务
长久物流	37.83	-4.41%	10.69%	零部件物流、整车仓储、整车运输
中铁特货	106.82	12.85%	8.32%	大件货物物流、冷链物流、商品汽车物流
西上海	12.76	2.71%	23.16%	包覆件、零部件仓储及运营服务、零部件运输服务、涂装件、整车仓储及运营服务、整车运输服务
三羊马	9.80	21.82%	7.15%	互联网物流平台服务、普货物流服务、物流辅助服务、整车物流服务
安达物流	7.74	7.60%	5.71%	安达物流卷烟综合物流服务、安达物流整车综合物流服务
平均		8.11%	11.01%	
长安民生物流	79.69	3.22%	4.66%	整车物流、汽车原材料和零部件的供应链管理服务、国际物流服务、流通加工-分装制造、物流生态圈服务

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

假设 1: 长安汽车对外公布新的企业发展目标, 2024 年集团销量目标为 280 万辆, 同比 2023 年的 255 万辆增长 9.7%, 其中自主板块销量达 220.4 万辆, 新能源销量达 75 万辆, 海外销量达 48 万辆; 2030 年集团销量达 500 万辆, 其中自主板块销量为 400 万辆, 新能源销量 300-350 万辆, 海外销量 120 万辆; 此外, 长安汽车还计划在 2024 年完成 5% 的降本目标。基于此, 预计长安民生物流 24/25/26 年汽车及汽车原材料供应链服务的业务量同比 +10%、+10%、+10%, 单价同比 -5%、-4%、-3%;

假设 2: 国家发布一系列政策举措拉动内需, 提升国内消费, 大宗商品和工业品的运输需求或将增加, 公司非汽车物流客户的产销量也将有望迎来增长, 预计公司 24/25/26 年非汽车商品运输等其他服务增速分别为 6%、6%、5%;

假设 3: 尽管面临运输成本上涨、人力成本上升和物流服务价格下降等不利因素, 但通过严格管控, 不断加强物流成本和内部管理成本的控制, 预计公司 24/25/26 年毛利率分别为 4.5%、4.6%、4.6%。

表 11: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
营收-汽车及汽车原材料供应链服务	63.1	65.9	69.6	74.3
业务量		+10%	+10%	+10%
单价		-5%	-4%	-3%
YoY		4.5%	5.6%	6.7%
营收-非汽车商品运输等其他服务	16.6	17.6	18.7	19.6
YoY		6.0%	6.0%	5.0%
营业收入合计	79.7	83.6	88.3	93.9
YoY		4.9%	5.7%	6.3%
营业成本	76.0	79.8	84.3	89.6
毛利率	4.7%	4.5%	4.6%	4.6%

数据来源: Wind, 西南证券

基于上述假设和测算: 2024-2026 年公司实现营收 83.6 亿元、88.3 亿元、93.9 亿元, 同比+4.9%、+5.7%、+6.3%; 实现归母净利润分别为 7274.9 万元、8214.6 万元、9058.6 万元, EPS 分别为 0.45 元、0.51 元、0.56 元, 对应的 PE 为 5 倍、5 倍、4 倍。

6.2 相对估值

我们选取 A 股汽车物流行业及消费品供应链行业的 2 家公司, 可比公司 2023 年平均 PE 为 43 倍, 2024 年平均 PE 为 17 倍。我们认为, 汽车行业稳定健康发展将带动汽车物流行业持续稳定向好, 长安民生物流作为汽车制造企业背景物流企业, 在获取业务资源方面有先天优势, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

表 12：可比公司估值

证券简称	证券代码	股价 (元)	每股收益 (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	MRQ
长久物流	603569.SH	9.66	0.12	0.61	0.81	62	16	12	2.0
东方嘉盛	002889.SZ	22.33	0.83	1.22	1.7	24	18	13	1.9
平均						43	17	13	2
长安民生物流	01292.HK	2.40	0.35	0.45	0.51	7	5	5	0.2

数据来源：Wind, 西南证券整理

7 风险提示

- （1）全球经济和国内宏观经济衰退风险：**公司的整车业务与汽车产销量直接相关，其市场规模及变化情况直接影响着汽车物流行业的发展变化。尽管公司的主要客户为国内知名整车厂商，但汽车行业受宏观经济和国家产业政策的影响较大，若未来全球经济和国内宏观经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，则可能导致我国汽车行业产销量持续下滑的风险，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。
- （2）客户依赖风险：**中国市场上汽车生产商与物流服务供应商之间的联合较为普遍。大部分物流服务通常由集团成员公司中的关联实体提供。中国长安汽车集团有限公司（及其附属公司乃公司的长期客户。由于公司主要从事汽车物流，依赖于长安集团的汽车产销情况，长安集团汽车产销波动无疑会对公司的业绩产生影响。因此，如若长安集团停止使用或大幅减少使用公司的物流服务且公司无法以可接受的条款获得拥有类似销量的新客户，公司业务量将大幅减少。
- （3）采购运输及物流辅助成本上升的风险：**公司物流运输主要是通过不同运输方式组合的多式联运，因此公司物流业务运营过程中，需要对外采购铁路运力、外协运力（公路运输部分）、两端作业服务等。外购价格一般随行就市，存在波动，物流供应商成本波动可能对公司经营成本产生较大压力的影响。

附表：财务预测与估值（百万元）

资产负债表	2023	2024E	2025E	2026E	利润表	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	882.94	1182.92	1437.93	1696.87	营业额	7969.00	8359.48	8835.97	9392.64
应收账款	2243.63	1931.72	2041.83	2170.47	销售成本	7597.72	7983.30	8433.93	8956.82
其他应收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-3.23	1.69	0.14	-0.76
存货	28.88	18.16	19.19	20.38	营业利润	50.97	70.26	81.33	96.75
其他流动资产	413.31	144.52	152.76	162.38	其他非经营损益	24.04	50.15	50.15	50.15
流动资产总计	3669.91	3982.69	4397.28	4842.64	税前利润	75.01	120.41	131.48	146.90
固定资产	728.98	614.77	500.57	386.36	所得税	17.05	32.88	32.64	37.91
无形资产	490.13	408.44	327.03	245.98	税后利润	57.96	87.53	98.84	108.99
其他非流动资产	285.40	280.94	277.44	274.83	非控制股东利润	1.52	14.78	16.69	18.41
非流动资产合计	1504.50	1304.15	1106.20	910.00	母公司股东利润	56.45	72.75	82.15	90.59
资产总计	5174.41	5286.84	5503.48	5752.64	EBITDA	71.78	322.45	332.57	348.35
应付账款	2051.12	2100.75	2219.33	2356.93	NOPLAT	36.90	52.30	60.59	69.93
其他流动负债	651.90	690.06	729.35	775.22	EPS(元)	0.35	0.45	0.51	0.56
流动负债合计	2729.54	2790.82	2948.69	3132.15					
其他非流动负债	157.79	157.79	157.79	157.79	主要财务比率	2023	2024E	2025E	2026E
非流动负债合计	255.31	255.31	255.31	255.31	成长能力				
负债合计	2984.85	3046.12	3203.99	3387.45	营收额增长率	3.5%	4.9%	5.7%	6.3%
股本	162.06	162.06	162.06	162.06	EBIT 增长率	-3.1%	70.1%	7.8%	11.0%
储备	1831.62	1831.62	1832.62	1834.62	EBITDA 增长率	-68.7%	349.2%	3.1%	4.7%
留存收益	22.57	58.95	100.02	145.31	税后利润增长率	24.6%	51.0%	12.9%	10.3%
母公司股东权益	2016.25	2052.63	2094.70	2141.99	盈利能力				
非控制股东权益	173.31	188.09	204.79	223.19	毛利率	4.7%	4.5%	4.5%	4.6%
权益合计	2189.56	2240.72	2299.49	2365.19	净利率	0.7%	1.0%	1.1%	1.2%
负债和权益合计	5174.41	5286.84	5503.48	5752.64	ROE	2.8%	3.5%	3.9%	4.2%
					ROA	1.1%	1.4%	1.5%	1.6%
					ROIC	1.8%	2.3%	3.0%	3.8%
					估值倍数				
现金流量表	2023	2024E	2025E	2026E	P/E	6.89	5.35	4.73	4.29
税后经营利润	39.39	51.07	60.23	69.96	P/S	0.05	0.05	0.04	0.04
折旧与摊销	0.00	200.35	200.95	202.20	P/B	0.19	0.19	0.19	0.18
财务费用	-3.23	1.69	0.14	-0.76	股息率	0.01	0.09	0.11	0.12
其他经营资金	161.66	74.99	-1.71	-2.96	EV/EBIT	8.36	2.68	1.04	-0.33
经营性现金净流量	197.82	328.11	259.62	268.45	EV/EBITDA	8.36	1.02	0.41	-0.14
投资性现金净流量	-317.67	36.46	36.61	35.03	EV/NOPLAT	16.27	6.26	2.26	-0.69
筹资性现金净流量	209.29	-64.59	-41.22	-44.54					
现金流量净额	89.44	299.98	255.01	258.94					

数据来源：同花顺iFinD，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
