

## 外贸业务持续扩张，新增运力保驾护航

## ——国航远洋首次覆盖报告

2024年07月24日

## 核心观点

- 公司深耕干散货航运，运力处于行业领先：**公司主要经营国际远洋、国内沿海与长江中下游干散货运输业务，是我国大型干散货航运企业之一。2019年至2022年，公司经营船队规模连续4年国内排名行业第四，经营的国际航运船队规模连续4年国内排名行业前十。公司不断研发智能航运、绿色低碳节能船舶技术，优质运力陆续投产。2022年成为北交所“航运第一股”。
- 业绩受周期性影响，外贸占比持续扩张：**航运行业具有较强的周期性，运价也有一定波动，近几年受到行业周期波动影响，公司的营业收入以及归母净利润均波动较大。随着运价提升，以及整个航运板块景气度上行，公司2024年半年度业绩表现较好。根据公司2024年半年报业绩预测公告，上半年公司有望实现归母净利润6000万元-8000万元，较上年同期大幅提升。公司航运业务分为内贸和外贸，近年来公司外贸收入占比不断提升。2023年内贸/外贸收入分别为3.64/4.99亿元，毛利率分别为3.48%/16.53%。
- 新增优质运力不断投产，盈利水平不断提升：**截至2024年3月，8.9万载重吨级船舶专门从事外贸航线运营，占新增运力比近50%，该类船舶经济指标和节能水平较高，对公司毛利率提升的促进作用较大。2024年下半年将还有4艘新船陆续下水投入运营，公司积极布局相关运营航线，自有运力超过70%投入到运价更具优势的外贸航线。
- 外贸行情逐渐向好，运力门槛有所提升：**近日波罗的海干散货指数（BDI）在1900左右震荡，整体波动上行，标志着外贸运价有所提高，外贸行情逐渐向好。“3060”双碳目标、国际海事组织（IMO）环保新规和欧盟碳关税（CBAM）的扩展使得新增运力难度变大，国际航线船舶运力将出现供不应求的情况，公司拥有创新型“甲醇双燃料”船舶，在竞争上将更具有优势。
- 投资建议：**预计公司2024-2026年营收分别为10.60亿元、11.66亿元、13.29亿元，同比分别增长19.0%、10.0%、14.0%，归母净利润分别为1.49亿元、1.70亿元、1.96亿元，同比分别为5912.4%、13.7%、15.3%，EPS分别为0.27/0.31/0.35元/股，对应当前股价的PE分别为14.24倍、12.43倍、10.86倍。因此，我们预计公司未来发展趋势稳定，首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示：**需求不及预期的风险；油价上涨带动成本上行的风险；业务扩张导致的经营管理风险；航运安全风险。

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	8.91	10.60	11.66	13.29
同比	-23.10%	19.00%	10.00%	14.00%
归母净利润(亿元)	0.02	1.49	1.70	1.96
同比	-99.16%	5912.36%	13.69%	15.33%
摊薄EPS(元/股)	0.00	0.27	0.31	0.35
PE(倍)	856.44	14.24	12.43	10.86

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

## 国航远洋 (833171.BJ)

推荐 首次评级

## 分析师

范想想

☎：010-8092-7663

✉：fanxiangxiang\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130518090002

## 市场数据

2024-07-23

股票代码	833171.BJ
A股收盘价(元)	3.77
上证指数	2901.95
总股本(万股)	55,540.75
实际流通A股(万股)	21,957.36
流通A股市值(亿元)	8.28

## 相对北证50表现图

2024-07-23



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

## 相关研究

- 【银河北交所】2024年展望：政策助力北交所加快发展，市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024中期策略\_新质生产力赋能北证，关注央企投资价值

## 目录

### Catalog

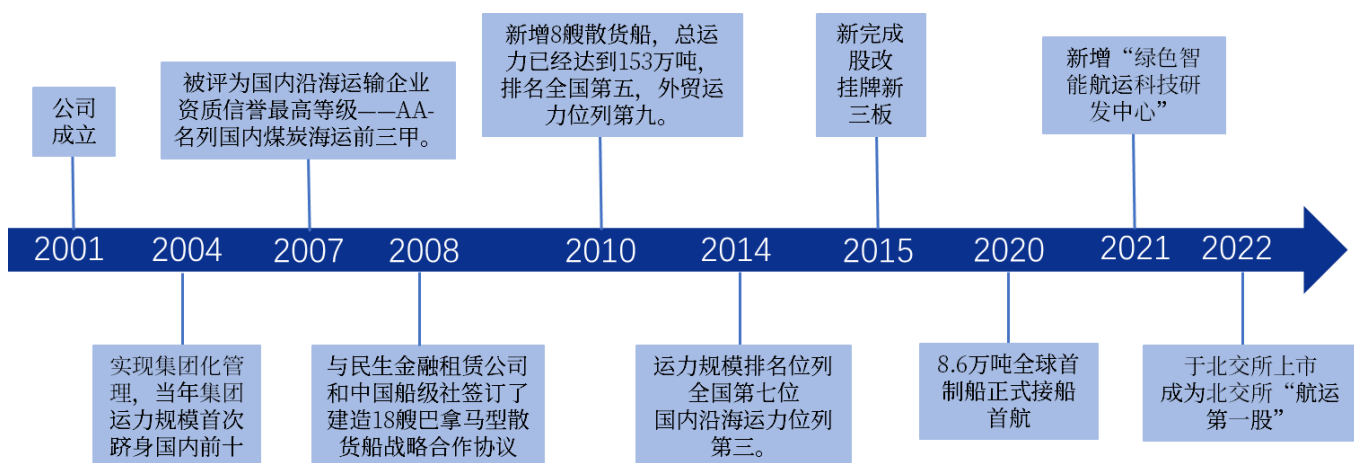
一、 深耕干散货航运领域，新增运力保驾护航 .....	3
(一) 大型干散货航运企业，运力保持领先地位 .....	3
(二) 公司多年深耕于干散货航运业务 .....	4
(三) 公司运力蓬勃发展，优质运力持续投产 .....	5
二、 业绩受周期性影响，外贸占比持续扩张 .....	7
(一) 公司业绩受行业周期影响较大 .....	7
(二) 业务集中于航运领域，外贸占比持续扩张 .....	7
(三) 毛利率水平波动较大，费用率水平整体平稳 .....	8
三、 外贸行情逐渐向好，运力门槛有所提升 .....	9
(一) 外贸行情向好，市场需求旺盛 .....	9
(二) 政策趋于严格，运力门槛有所提升 .....	9
四、 盈利预测和投资评级 .....	11
五、 风险提示 .....	12

## 一、深耕干散货航运领域，新增运力保驾护航

### (一) 大型干散货航运企业，运力保持领先地位

公司主要经营国际远洋、国内沿海与长江中下游干散货运输业务，是我国大型干散货航运企业之一。自 2019 年至 2022 年，公司经营船队规模连续 4 年国内排名行业第四，经营的国际航运船队规模连续 4 年国内排名行业前十。公司不断研发智能航运、绿色低碳节能船舶技术，优质运力陆续投产。2022 年公司于北交所上市，成为北交所“航运第一股”。

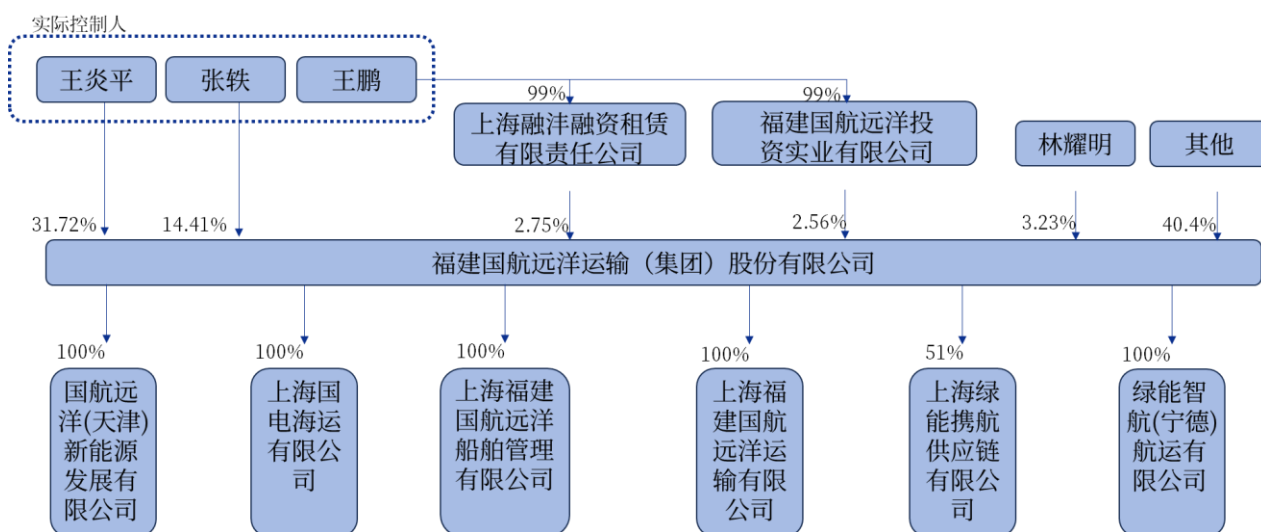
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司股权集中，实际控制人为夫妻、亲子关系。实际控制人王炎平担任总裁、董事长，直接持股比例为 31.72%，间接持股 1.80%；实际控制人张轶为王炎平之妻，担任副总裁，持股比例为 14.41%；实际控制人王鹏为王炎平之子，间接持股比例为 6.21%。三者共计持股比例为 54.14%。

图2：公司股权结构



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

## (二) 公司多年深耕于干散货航运业务

经过多年的发展，公司形成了**以航运业务为主**，以船舶管理、商品贸易等相关业务为辅的业务布局。公司深耕于干散货航运业务，按载货能力分类，干散货船可划分为主要划分为好望角型、巴拿马型和灵便型。基于内外贸运输兼营优势考虑，公司专注于灵便型和巴拿马型干散货船舶的运营。根据运输航线区域的不同，公司的航运业务可分为内贸运输业务和外贸运输业务。根据运输船舶属性不同，公司的航运业务可分为自营船舶（包括公司自有船舶与光租船舶）运输业务和外租船舶运输业务。公司在国内外沿江沿海港口形成了内外贸兼营的运输格局，国际航线遍及大洋洲、欧洲、非洲、南美等地区。

表1: 不同散货船型特点

类别	船型	载重吨级	特点	主要运输货物
好望角型	VLOC	30万+	载重量大、规模经济，可通过好望角	铁矿石、煤炭
	WOZMAX	约25万±		
	Newcastlemax	约20-21万		
	Standard Capesize	12-20万		
	Mini-Cape	10-12万		
巴拿马型	Post-panamax	9-10万	载重量较大、有一定规模经济，能通过巴拿马运河	铁矿石、煤炭、谷物等
	Kamsarmax	8-9万		
	现代巴拿马型	7-8万		
	小型巴拿马型	6.5-7万		
灵便型	Ultramax	6-6.5万	载重小，吃水浅，方便灵活	铝矿、磷岩、木材、谷物等
	Supramax	5.2-5.8万		
	Handymax	4-6.5万		
	Handysize	1-4万		

资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院

表2: 公司涉及主要业务范围

业务类型		细分种类	业务介绍
航运业务	按航线区域不同划分	内贸运输	内贸运输是指水上货物运输的出发地和目的地均在境内的干散货运输。公司开展的内贸运输业务涵盖国内主要内贸航线，运输网络包括华北、华东、华南主要港口。
		外贸运输	外贸运输是指水上货物运输的出发地或目的地至少有一个在境外的干散货运输。公司开展的外贸运输业务涵盖远东、东南亚、澳洲、美洲、欧洲等地区间的运输航线。
	按船舶属性不同划分	自营船舶运输	公司自营船舶包括自有船舶和光租船舶。自有船舶运输是指对船舶所有权属于公司及售后回租的船舶开展的运输业务；光租船舶是指船舶所有人将没有配置船员的船舶在约定期间内出租给公司占有、使用和经营。
		外租船舶运输	外租船舶业务是指公司租入已经配备船员的船舶并对外开展业务的模式，其中发行人以程租模式租入并以程租模式租出的业务为外租程租业务，以期租模式租入并以程租或期租模式租出的业务为外租期租业务。
其他相关业务	船舶管理业务	由公司子公司上海船管、上海船管平潭分公司、香港船管等为船东提供船舶管理、船舶安全、污染防治和体系管理等服务。	
	商品贸易业务	利用公司的客户资源优势，开展燃油、船舶备件物料、煤炭等商品的贸易业务。	

资料来源：招股说明书、中国银河证券研究院

### (三) 公司运力蓬勃发展，优质运力持续投产

2023年1月至2024年3月公司签署了10艘船的建造合同，其中8.9万载重吨级船舶专门从事外贸航线运营，占新增运力比近50%。该类船舶经济指标和节能水平较高，在同等运价情况下，对公司毛利率提升的促进作用较大。

2024年5-6月，两艘7.6万吨新型节能型散货船投入运营，下半年将还有4艘新船陆续下水投入运营，对于老旧船只，公司采取出售等方式进行处理，不断优化运力结构，积极布局相关运营航线，自有运力将更大比例的投入到运价更具优势的外贸航线。

截至2022年11月，公司共拥有18艘船舶，其中自有船舶/售后回租船舶/光租船舶分别为6/2/10艘，总载重吨数分别为229183/49014/418300吨。截至2023H1，公司拟投入4.96亿元购置干散货船舶6艘，合同均已生效，2024年7月，公司拟投入4.6亿元购置巴拿马型干散货船舶，运力规模不断提升。

表3: 公司运力明细

	类型	船名	船舶种类	总吨	所有权取得日/ 起租日	所有人/承租人
	上市前	自有船舶	国电 36	散货船	30928	2019/1/16
国远 6			散货船	28073	2010/5/17	发行人
国远 7			散货船	28076	2021/6/17	上海国航
国远 82			散货船	47366	2020/6/26	发行人
国远 86			散货船	47370	2021/4/8	发行人
国远 88			散货船	47370	2021/4/8	发行人
售后回租 船舶		国远 9	散货船	29031	2018/6/15	上海国电
		国电 7	散货船	19983	2021/6/15	上海国航
光租船舶		国远 8	散货船	41830	2019/2/15	发行人
		国远 10	散货船	41830	2019/2/15	发行人
		国远 12	散货船	41830	2019/2/15	发行人
		国远 16	散货船	41830	2019/2/15	发行人
		国远 18	散货船	41830	2019/5/15	上海国电
		国远 20	散货船	41830	2019/5/15	上海国电
		国远 22	散货船	41830	2019/5/15	上海国电
		国远 26	散货船	41830	2019/5/15	上海国电
		国远 28	散货船	41830	2019/5/15	发行人
		国远 32	散货船	41830	2019/5/15	发行人
上市后		取得方式	项目名称			项目内容
	募资	干散货船舶购置项目	时间	截至 2023H1	拟购置6艘6-8万吨级新造干散货运输船舶，目前六艘“6-8万吨级新造干散货运输船舶”的建造合同均已生效	
			总额（亿元）	14.09		
			拟投入额（亿元）	4.96		
	定增	巴拿马型干散货船舶购置项目	时间	2024.7	购置的3艘船舶均为大型干散货运输船舶，船舶适宜装载大宗干散货，如煤炭、矿石、谷物、散装水泥和固体硫磺等	
			总额（亿元）	9.37		
拟投入额（亿元）			4.6			

资料来源：招股说明书、公司公告、中国银河证券研究院

表4: 公司运力扩充时间节点

时间	运力情况
2022.11	18 艘自营船舶，其中有 14 艘可以内外兼营。
2023.1	与江苏海通海洋工程装备有限公司在上海举行签订“4+2 艘 73800DWT 散货船签约仪式”
2023.7	与江苏海通海洋工程装备有限公司签订 2 艘 76000DWT 散货船
2023.12	公司与芜湖造船厂签订 89,000 载重吨级新能源散货船造船意向以及战略合作协议
2024.5	2024 年上半年共有两艘 7.6 万吨新型节能型散货船投入运营。
2024.5	19 艘自营船舶，其中 5 年以内船龄的船舶 4 艘，5-15 年船龄的船舶 11 艘。
2024.7	下属子公司拟与海通海洋船厂签订两份《63500 载重吨散货船建造合同》

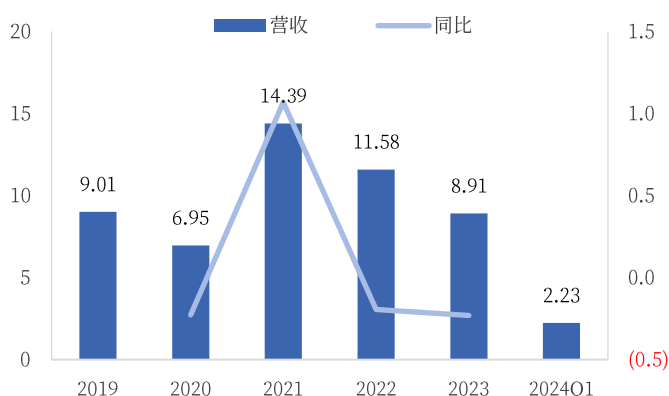
资料来源：招股说明书、公司公告、中国银河证券研究院

## 二、业绩受周期性影响，外贸占比持续扩张

### (一) 公司业绩受行业周期影响较大

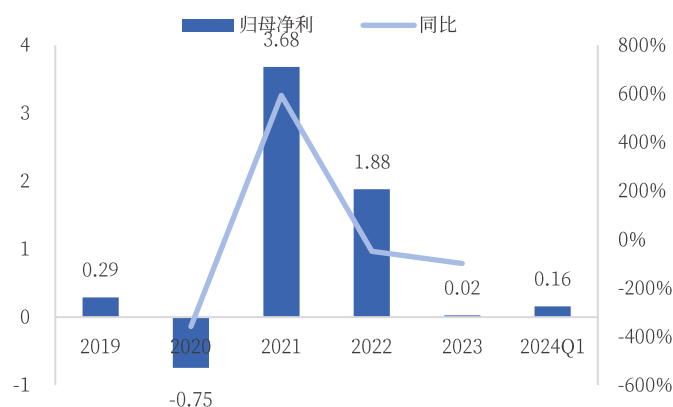
由于航运行业具有较强的周期性，运价也有一定波动，因此近几年受到行业周期性波动影响，公司的营业收入以及归母净利均波动较大。2020年由于疫情原因，公司营收及归母净利均有所下滑；2023年，公司营收/归母净利分别为8.91/0.02亿元，主要系国内外干散货运输市场供需基本面转弱，内外贸运价指数下降，因此运费也随之下行。随着后期行情的恢复，运价提升，以及整个航运板块景气度上行，根据公司2024年半年报业绩预测公告，上半年公司有望实现归母净利润6000万元-8000万元，较上年同期大幅提升。

图3: 近五年营收(亿元)及同比(%)



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

图4: 近五年归母净利(亿元)及同比



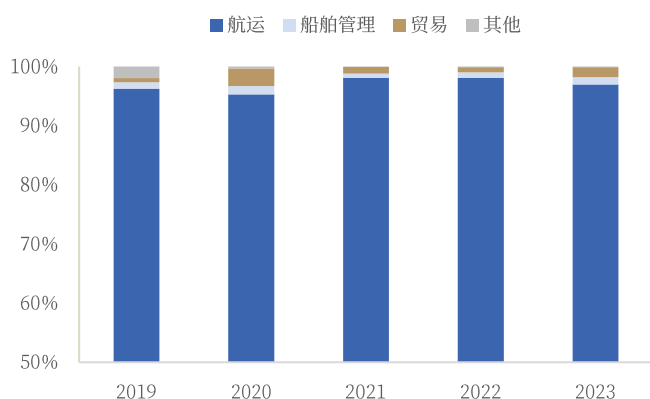
资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

### (二) 业务集中于航运领域，外贸占比持续扩张

公司业务以航运业务为主，以船舶管理、商品贸易等相关业务为辅。近5年，航运业务的营收占比均在90%以上，2023年航运业务的营收为8.64亿元，占比为96.94%。

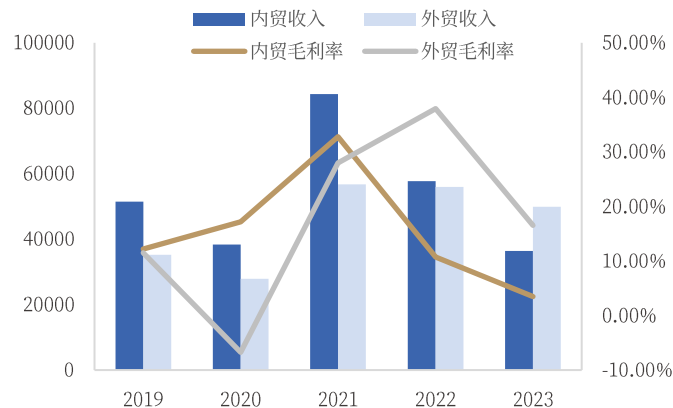
外贸毛利率相较内贸提升较多。公司航运业务分为内贸和外贸，近5年，公司外贸收入占比不断提升。2023年，内贸/外贸收入分别为3.64/4.99亿元，在航运业务中分别占比42.17%/57.84%，毛利率分别为3.48%/16.53%。

图5: 营收结构说明



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

图6: 公司内外贸收入(万元)及毛利率



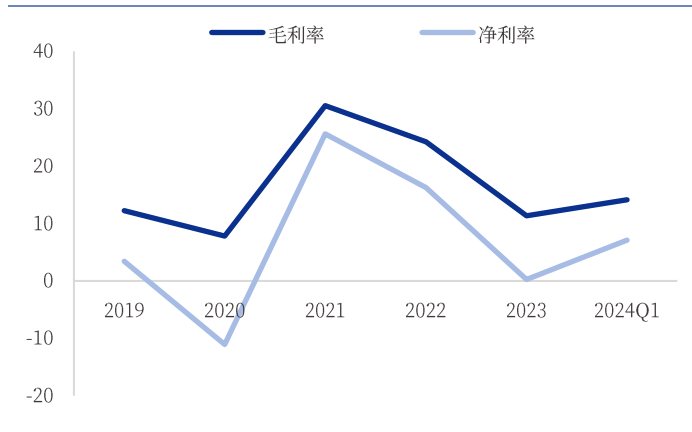
资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

### (三) 毛利率水平波动较大，费用率水平整体平稳

公司近年的毛利率、净利率波动较大。前期的增长主要系全球经济复苏，国际干散货航运市场行情大幅走高，2021年，公司的毛利率/净利率分别达到了30.54%/25.62%；后期的下降主要因为2022年地缘政治局势、能源价格高企和通货膨胀持续使得经济放缓；2023年全球航运市场复杂多变，总体表现低迷，公司的整体毛利率/净利率分别为11.35%/0.26%。

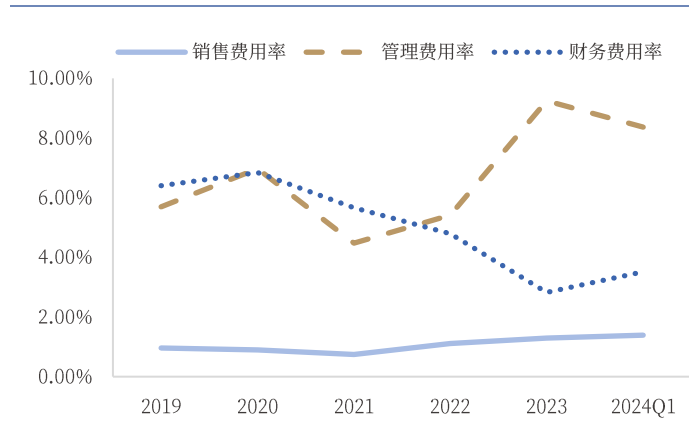
近年来，信息化建设带来管理费用率略有上行。公司整体费用率趋于平稳，2023年公司整体费用率为13.36%，其中管理费用率为9.25%；财务费用率为2.83%，同比提升，主要系信息化建设费用、差旅费用等运营性费用增加以及社保费用减免政策的取消。

图7：近五年毛利率及净利率（%）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

图8：近五年费用率



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

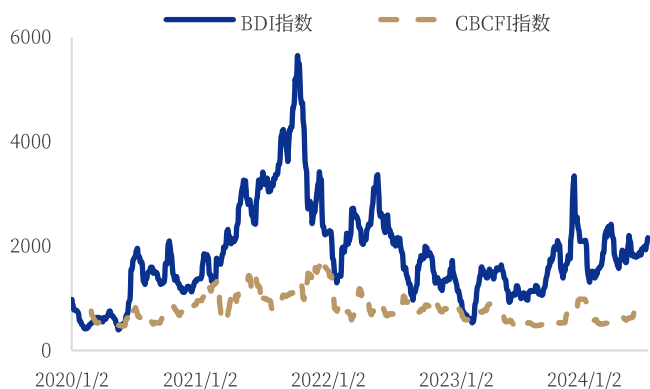


### 三、外贸行情逐渐向好，运力门槛有所提升

#### (一) 外贸行情向好，市场需求旺盛

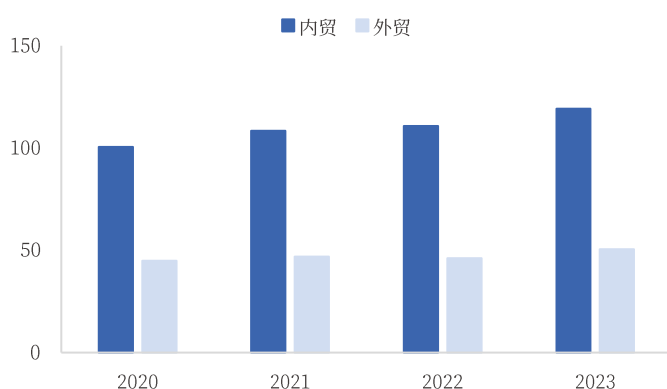
近期中国沿海煤炭运价指数（CBCFI）略有下调，波罗的海干散货指数（BDI）不断提升。近日，BDI 指数在 1900 左右波动。长期来看，BDI 指数在 2023 年达到较低水平，而近一年整体呈现波动上升趋势。全国港口的内外贸吞吐量均在稳步提升，2023 年内贸/外贸的吞吐量分别为 50.47/119.26 亿吨。从 CBCFI 以及 BDI 指数可以看出，内贸运价有所跌落；外贸行情稳步向好，迎来季节性旺季。

图9: CBCFI、BDI 指数变动



资料来源: iFinD、中国银河证券研究院

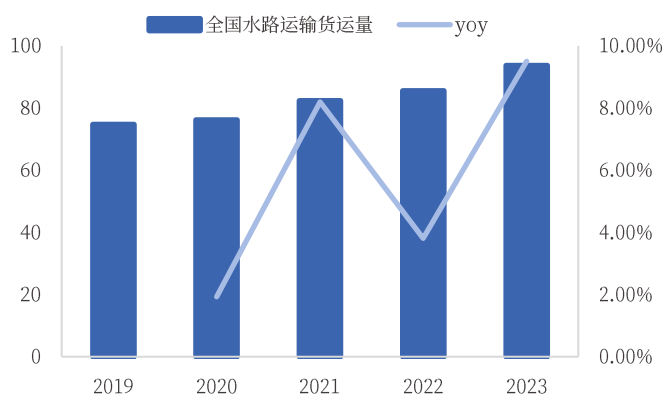
图10: 全国港口内外贸吞吐量 (亿吨)



资料来源: 交通运输部,中国银河证券研究院

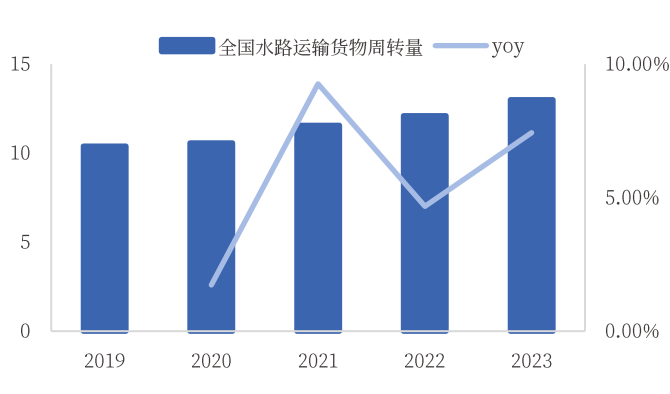
**国内水路货运量周转量保持增长态势。**近 5 年，全国水路货运量/货物周转量的复合增长率分别为 5.81%/5.74%，2020 年受新冠疫情影响，水上运输货运量及周转量增速均有所下滑，整体上仍保持着稳定增长，后续随着经济的复苏，水上运输货运量及周转量实现高速增长，2023 年，水上运输货运量及周转量分别达到了 93.67 亿吨、13.00 万亿吨。

图11: 近 5 年全国水路货运量及同比 (亿吨, %)



资料来源: 中国政府网,中国银河证券研究院

图12: 近 5 年全国水路运输货物周转量及同比 (万亿吨公里, %)



资料来源: 中国政府网,中国银河证券研究院

#### (二) 政策趋于严格，运力门槛有所提升

“3060”双碳目标、国际海事组织（IMO）环保新规和欧盟碳关税（CBAM）的扩展，一定程度上增加航运行业的壁垒，国际航线船舶运力将出现局部供不应求的情况，根据 Clarksons 预测，2024 年全球干散货运力的增长率仅为 1.9%。政策严格化使得干散货新增运力难度加大,公司积极布局绿色新能源船舶，拥有创新型“甲醇双燃料”船舶获得 BV 船级社和 CCS 的认证，将在国际市场

竞争中更具优势。

表5: 近年相关政策

政策名称	时间	内容
IMO 航运业温室气体减排初步战略	2018	以 2008 年碳排放为基准，提出到 2030 年将航运业碳排放强度降低 40%，2050 年碳排放强度降低 70%（碳排放总量降低 50%）
国家海事局《船舶能耗数据收集管理办法》	2018	要求进出我国港口 400 总吨及以上或者主推进动力装置 750 千瓦及以上的船舶按规定的的方法和程序收集船舶油耗、航行时间、航行里程、货物周转量等数据，为构建船舶碳排放的监测、报告和核实（MRV）体系打下了基础。
“3060”双碳目标	2020	二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和。
国际海事组织《国际防止船舶造成污染公约》修正案	2021	一是建立能源消耗指数，引导各国通过技术手段提高船舶能效（EEXI）；二是建立船舶年度运营碳强度指标和评级机制（CII），鼓励各国政府、港口以及其他相关利益方对评级为 A 或 B 的船舶给予政策激励，连续 3 年被评为 D 或 E 级别的船舶需要提交整改计划。
碳边境调节机制（CBAM）	2023	通过市场化手段限制和减少温室气体排放。CBAM 则是欧盟提出的碳关税立法，旨在防止碳泄漏，确保进口商品与欧盟产品承担相同的碳排放成本
MEPC80《2023 年 IMO 船舶温室气体减排战略》	2023	国际海运温室气体排放尽快达峰，并在接近 2050 年前后达到净零排放的目标。此外，还设置了 2030 年和 2040 年的“指示性校核点”，要求到 2030 年，国际海运温室气体年度排放总量比 2008 年至少降低 20%，并力争降低 30%；到 2040 年至少降低 70%，并力争降低 80%

资料来源：中国政府网，国际海事研究中心，人民网，联合国新闻，中船协，中国船舶油污损害赔偿基金，中国银河证券研究院

## 四、盈利预测和投资评级

公司形成了以航运业务为主，以船舶管理、商品贸易等相关业务为辅的业务布局。2023年航运业务的营收占比为96.94%，而航运业务分为内贸和外贸。对于未来发展，公司聚焦于中型船舶，提高船舶资产使用效率；坚持“以开发和维护大宗客户为主，适当发展中小客户”的开发模式，积极拓展客户资源；坚持绿色节能发展模式，稳妥推进船舶更新提升盈利能力。

1) 内贸：考虑到内贸运价的波动情况，公司新增运力可灵活调配，根据内贸运价波动合理安排，预计2024-2026年内贸业务的营收将稳定增长，分别为4.19/4.56/5.11亿元。

2) 外贸：考虑到国际运价的提升，以及航运整体景气度的提升，叠加公司新增运力较多，预计2024-2026年外贸业务的营收分别为6.09/6.82/7.85亿元。

3) 其他：该类业务的营收占比较小，预计2024-2026年该类业务的波动不大，营收分别为0.32/0.27/0.33亿元。

表6：分业务预测（亿元）

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
内贸	营业收入	3.64	4.19	4.56	5.11
	YOY (%)	-36.87%	15.00%	9.00%	12.00%
外贸	营业收入	4.99	6.09	6.82	7.85
	YOY (%)	-10.80%	22.00%	12.00%	15.00%
其他	营业收入	0.27	0.32	0.27	0.33
	YOY (%)	24.02%	17.47%	-14.95%	22.45%
营业收入合计		8.91	10.60	11.66	13.29
YOY (%)		-23.10%	19.00%	10.00%	14.00%
归母净利润合计		0.02	1.49	1.70	1.96
YOY (%)		-99.16%	5912.36%	13.69%	15.33%
EPS (元)		0.00	0.27	0.31	0.35
PE (倍)		856.44	14.24	12.43	10.86

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

预计公司2024-2026年营收分别为10.60亿元、11.66亿元、13.29亿元，同比分别增长19.00%、10.00%、14.00%，归母净利润分别为1.49亿元、1.70亿元、1.96亿元，同比分别为5912.36%、13.69%、15.33%，EPS分别为0.27元/股、0.31元/股、0.35元/股，对应当前股价的PE分别为14.24倍、12.43倍、10.86倍。因此，我们预计公司未来发展趋势稳定，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

---

需求不及预期的风险；油价上涨带动成本上行的风险；业务扩张导致的经营管理风险；航运安全风险。

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构.....	3
图 3: 近五年营收（亿元）及同比（%）.....	7
图 4: 近五年归母净利润（亿元）及同比.....	7
图 5: 营收结构说明.....	7
图 6: 公司内外贸收入（万元）及毛利率.....	7
图 7: 近五年毛利率及净利率（%）.....	8
图 8: 近五年费用率.....	8
图 9: CBCFI、BDI 指数变动.....	9
图 10: 全国港口内外贸吞吐量（亿吨）.....	9
图 11: 近 5 年全国水路货运量及同比（亿吨，%）.....	9
图 12: 近 5 年全国水路运输货物周转量及同比（万亿吨公里，%）.....	9
表 1: 不同散货船型特点.....	4
表 2: 公司涉及主要业务范围.....	4
表 3: 公司运力明细.....	5
表 4: 公司运力扩充时间节点.....	6
表 5: 近年相关政策.....	10
表 6: 分业务预测（亿元）.....	11

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	479.77	464.91	568.93	599.47
现金	331.03	364.23	455.45	469.21
应收账款	72.73	44.17	48.59	55.39
其它应收款	9.33	8.24	9.07	10.34
预付账款	10.21	2.94	3.26	3.71
存货	34.45	21.00	23.25	26.50
其他	22.01	24.32	29.32	34.32
非流动资产	1779.02	2200.41	2308.45	2513.50
长期投资	451.75	551.75	501.75	451.75
固定资产	908.91	1316.46	1347.00	1374.54
无形资产	5.88	7.38	8.88	10.38
其他	412.48	324.82	450.82	676.82
资产总计	2258.79	2665.32	2877.39	3112.96
流动负债	460.07	245.55	257.08	273.64
短期借款	119.64	19.64	19.64	19.64
应付账款	68.63	70.00	77.50	88.33
其他	271.79	155.90	159.93	165.66
非流动负债	446.07	960.30	1040.30	1120.30
长期借款	351.60	431.60	511.60	591.60
其他	94.47	528.71	528.71	528.71
负债合计	906.13	1205.85	1297.38	1393.94
少数股东权益	5.11	5.11	5.11	5.11
归属母公司股东权益	1347.55	1454.36	1574.90	1713.92
负债和股东权益	2258.79	2665.32	2877.39	3112.96

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	161.39	334.15	285.16	311.07
净利润	2.29	149.33	169.77	195.80
折旧摊销	159.63	172.96	149.96	152.96
财务费用	29.54	24.80	25.05	29.05
投资损失	-2.60	-42.40	-58.30	-66.47
营运资金变动	-26.51	32.18	-1.28	-0.22
其它	-0.96	-2.72	-0.04	-0.06
投资活动现金流	-201.81	-550.27	-199.66	-291.47
资本支出	-250.20	-501.95	-301.96	-401.94
长期投资	-20.17	-100.00	50.00	50.00
其他	68.56	51.68	52.30	60.47
筹资活动现金流	-336.79	247.85	5.71	-5.84
短期借款	-110.80	-100.00	0.00	0.00
长期借款	80.75	80.00	80.00	80.00
其他	-306.74	267.85	-74.29	-85.84
现金净增加额	-375.71	33.20	91.22	13.76

资料来源：公司数据，中国银河证券研究

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	890.80	1060.06	1166.06	1329.31
营业成本	789.66	840.00	930.00	1060.00
营业税金及附加	3.83	4.24	5.01	5.72
营业费用	11.48	13.78	15.04	17.15
管理费用	82.36	63.60	69.96	79.76
财务费用	25.17	11.56	10.48	10.84
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.60	42.40	58.30	66.47
营业利润	1.92	175.64	199.69	230.29
营业外收入	0.26	0.60	0.70	0.80
营业外支出	0.63	0.55	0.66	0.74
利润总额	1.56	175.69	199.73	230.35
所得税	-0.73	26.35	29.96	34.55
净利润	2.29	149.33	169.77	195.80
少数股东损益	-0.19	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	2.48	149.33	169.77	195.80
EBITDA	58.84	360.21	360.17	394.15
EPS(元)	0.00	0.27	0.31	0.35

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	-23.10%	19.00%	10.00%	14.00%
营业利润增速	-99.16%	9042.24%	13.70%	15.33%
归属母公司净利润增	-98.68%	5912.36%	13.69%	15.33%
毛利率	47.86%	47.57%	47.90%	48.20%
净利率	0.28%	14.09%	14.56%	14.73%
ROE	0.18%	10.27%	10.78%	11.42%
ROIC	0.25%	7.84%	8.01%	8.37%
资产负债率	40.12%	45.24%	45.09%	44.78%
净负债比率	26.40%	14.07%	12.28%	15.14%
流动比率	1.04	1.89	2.21	2.19
速动比率	0.90	1.70	2.00	1.95
总资产周转率	0.37	0.43	0.42	0.44
应收账款周转率	11.58	18.14	25.14	25.57
应付账款周转率	9.42	12.12	12.61	12.78
每股收益	0.00	0.27	0.31	0.35
每股经营现金	0.29	0.60	0.51	0.56
每股净资产	2.43	2.62	2.84	3.09
P/E	856.44	14.24	12.53	10.86
P/B	1.58	1.46	1.35	1.24
EV/EBITDA	58.08	6.48	6.44	6.06
P/S	2.39	2.01	1.82	1.60

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

范想想 北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第14届机器人大赛团体第一名，FPM学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn