

青岛港 (601298.SH)

北方最大综合枢纽港，收购优质资产带动现金流提升

青岛港作为北方最大综合性枢纽港，区域优势较强，集装箱吞吐量位列北方港口第一，同时公司液体散货业务持续发力，未来继续收购优质资产，业务规模有望扩大。

□ **集装箱及液散贡献核心利润，持续受益于区域港口整合。** 青岛港主要业务为港口装卸业务，其中包含集装箱、液体散货、金属矿石、煤炭及其他货物处理业务，目前航线数量及航线密度位居我国北方港口第一位。2024H1 集装箱业务、干散货、液体散货、利润总额占比分别为 28.9%、7.9%、33.2%，集装箱业务和液体散货贡献核心利润，青岛港以 QQCT（非并表）为主体运营集装箱业务，2024H1 QQCT 占集装箱板块利润比例约为 51.6%。公司持续受益于区域港口整合，当前山东港口整合已初步完成，逐步释放一体化效应，青岛港作为龙头枢纽港，吞吐量有望持续稳健增长。

□ **腹地经济驱动集装箱量增，资产并购助力液散规模扩大。** 山东省作为青岛港的主要腹地省份，2023 年 GDP 体量达到 9.2 万亿元，同比增长 6%，位于全国第 3 位，其中青岛以 1.6 万亿元 GDP 排名省内第一，发达的腹地经济为青岛港的吞吐量提供了保证。青岛港位于东北亚港口群的中心位置，未来将持续受益于山东省与东盟进出口金额的增长，预计东盟航线主导港口表现好于欧美航线主导港口的趋势将持续凸显。液体散货业务方面，公司调整收购资产计划，聚焦优质油品码头资产，通过收购高 ROE 资产提升盈利能力，预计未来公司液体散货业务规模将持续扩大。

□ **投资建议。** 青岛港作为北方枢纽集装箱港口，港口天然条件良好，区域优势较强，其利润构成中盈利能力较强的集装箱板块、液体散货板块占比高，当前 ROE 处于行业第一水平且持续保持领先，在东盟航线持续增长下，集装箱吞吐量仍有提升空间，收购油品码头资产有望增厚液散板块远期利润表现，且 A 股中永续经营的优质资产较为稀缺，有估值重塑空间。公司承诺 22-24 年可供分配利润派息率不低于 40%，股息率处于 A 股港口板块前列，2024 年 10 月，公司发布 24 年中期分红公告，现金分红比例达 35%，注重股东回报，彰显发展信心。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 51.2 亿元、53.4 亿元、55.4 亿元，对应 PE 分别为 10.7x、10.3x、9.9x。假设维持分红率为 40%，较最新收盘价，公司 24E、25E、26E 股息率分别为 4.0%、4.2%、4.3%。

□ **风险提示：** 国际宏观贸易形势不及预期、东南亚航线拓展不及预期、港口收费政策出现变动。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	19263	18173	18791	19502	20181
同比增长	20%	-6%	3%	4%	3%
营业利润(百万元)	6560	6753	7022	7314	7602
同比增长	13%	3%	4%	4%	4%
归母净利润(百万元)	4525	4923	5121	5336	5544
同比增长	14%	9%	4%	4%	4%
每股收益(元)	0.70	0.76	0.79	0.82	0.85
PE	12.1	11.1	10.7	10.3	9.9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

周期/交通运输

目标估值：NA

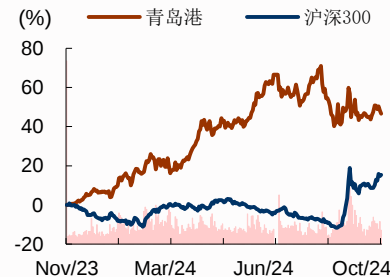
当前股价：8.44 元

基础数据

总股本（百万股）	6491
已上市流通股（百万股）	5392
总市值（十亿元）	54.8
流通市值（十亿元）	45.5
每股净资产（MRQ）	6.5
ROE（TTM）	12.0
资产负债率	24.7%
主要股东	山东港口青岛港集团有限公司
主要股东持股比例	55.77%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	7	48
相对表现	-4	-6	34



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn

孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn

魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn

刘若琮 研究助理

liuruocong@cmschina.com.cn

正文目录

一、北方重要枢纽港口，经营货种多元.....5

1、集装箱、液散业务贡献主要利润，ROE 长期行业领先.....6

二、山东省港口整合持续深化 11

1、港口前期产能增长较快，区域港口整合拉开序幕 11

2、山东省港口整合持续推进.....13

三、腹地经济驱动集装箱量增，资产并购助力液散规模扩大.....15

1、集装箱业务：腹地经济优势强，加速国际枢纽港建设15

2、液体散货业务：释放资源效能，融合优质资产16

四、费率对标海外集装箱大港仍有提升空间19

五、盈利预测.....21

六、投资建议及风险提示.....22

1、投资建议22

2、风险提示23

图表目录

图 1：青岛港运营五大港区.....5

图 2：青岛港历史沿革6

图 3：截至 2024H1 青岛港股权结构6

图 4：青岛港货物吞吐量变化情况.....7

图 5：青岛港集装箱吞吐量变化情况7

图 6：青岛港散货吞吐量变化情况.....7

图 7：青岛港 2018-2024H1 营业收入增长情况8

图 8：青岛港 2018-2024H1 年营收结构变化情况.....8

图 9：青岛港 2018-2024H1 营业成本结构变化情况（单位：亿元）8

图 10：青岛港 2016-2023 年折旧成本变化情况（单位：亿元）8

图 11：分业务利润总额结构变化情况（单位：亿元）9

图 12：2024H1 各业务板块利润总额占比.....9

图 13：集装箱业务利润总额结构变化情况（单位：亿元）9

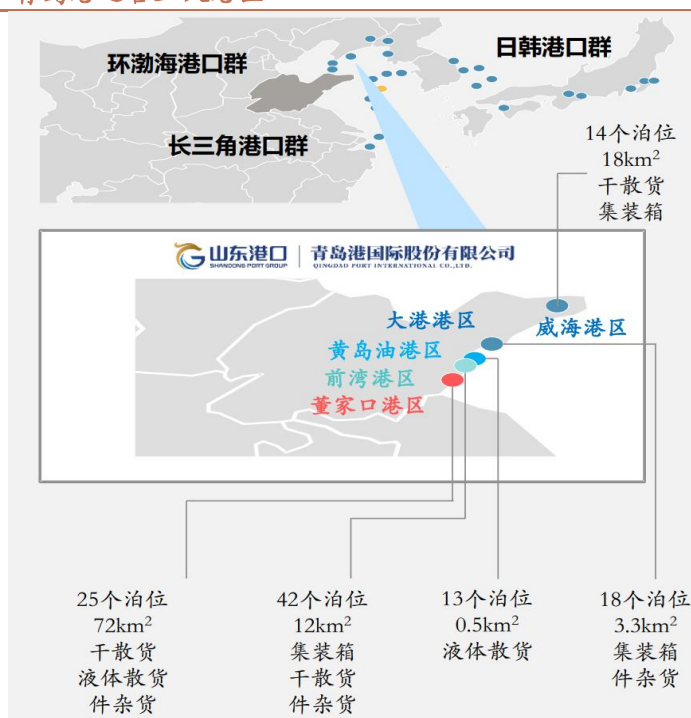
图 14: 液体散货业务利润总额结构变化情况 (单位: 亿元)	9
图 15: 分业务板块毛利率情况	10
图 16: 青岛港 2014-2024H1 年归母净利润情况	10
图 17: 与同业相比青岛港利润更加稳定	10
图 18: 青岛港 ROE 表现与同业对比	10
图 19: 2008-2011 年沿海交通固定资产投资增长较快	11
图 20: 港口企业平均资产负债率情况	11
图 21: 港口企业平均 ROE 变化情况	12
图 22: 港口区域整合步骤示意图	12
图 23: 山东港口群示意图	13
图 24: 三港集装箱吞吐量情况 (万 TEU)	13
图 25: 三港散杂货吞吐量情况 (亿吨)	13
图 26: 山东省港口整合步骤示意图	14
图 27: 主要腹地地区 GDP 增速变化情况	15
图 28: 山东省进出口金额变化情况	15
图 29: 山东省与各全国主要地区进出口金额变化情况 (单位: 亿美元)	16
图 30: 山东省与一带一路沿线国家进出口金额变化情况	16
图 31: 全球主要港口 2023 年集装箱吞吐量 (单位: 万 TEU)	16
图 32: 中国原油及成品油进口情况	17
图 33: 主要港口企业原油吞吐量变化情况	17
图 34: 2018-2024H1 青岛港液体散货业务利润总额及占比情况	17
图 35: 2018-2023 年公司液体散货吞吐量表现情况	17
图 36: 青岛实华投资收益变化情况	17
图 37: 青岛港资产收购情况测算	18
图 38: 2017 年以来重点港口集装箱装卸费率变化 (元/TEU)	20
图 39: 各港口外贸 20 尺重箱装卸费 (元/TEU)	21
图 40: 主要港口远洋国际集装箱船舶平均在港在泊停时 (天)	21
图 41: 港口板块核心标的多角度财务情况对比	22
图 42: 青岛港历史 PE Band	23
图 43: 青岛港历史 PB Band	23

表 1: 各港口上市公司折旧成本对比情况.....	8
表 2: 现行港口收费标准	19
表 3: 2021 年以来部分港口陆续开始上调费率.....	19
表 4: 青岛港盈利预测简表.....	21
附: 财务预测表	24

一、北方重要枢纽港口，经营货种多元

环渤海港口群重要港口，运营五大港区。青岛港位于我国环渤海港口群，由大港港区、黄岛油港区、前湾港区、董家口港区和威海港区五大港区组成，港口水域面积达 420 平方千米。截至 2023 年底，青岛港已运营 112 个泊位，拥有世界最大的 40 万吨级矿石码头、45 万吨级原油码头，并与世界 180 多个国家和地区的 700 多个港口通航贸易，航线数量及航线密度位居我国北方港口第一位，集装箱、铁矿石、纸浆等干货种作业效率连续多年位列全球第一，是北方地区的重要枢纽港口。

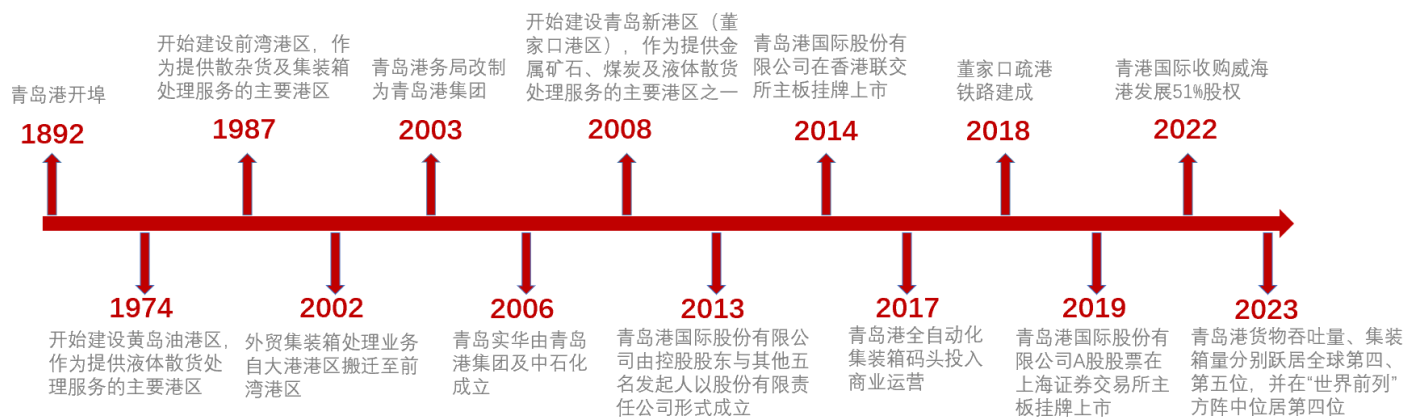
图 1：青岛港运营五大港区



资料来源：青岛港业绩发布会材料、招商证券

历史沿革：1892 年，青岛港正式开埠；随后于 1974 年和 1987 年分别建设前湾港区和黄岛油港区；2008 年，建设青岛新港区（董家口港区）；2013 年，青岛港国际股份有限公司成立；2014 年，青岛港国际股份有限公司在香港联交所主板挂牌上市；2019 年青岛港国际股份有限公司在上交所挂牌上市；2023 年，青岛港货物吞吐量、集装箱量分别跃居全球第四、第五位，目前，公司全自动化集装箱码头平均单机作业效率持续刷新世界自动化集装箱码头装卸效率记录。

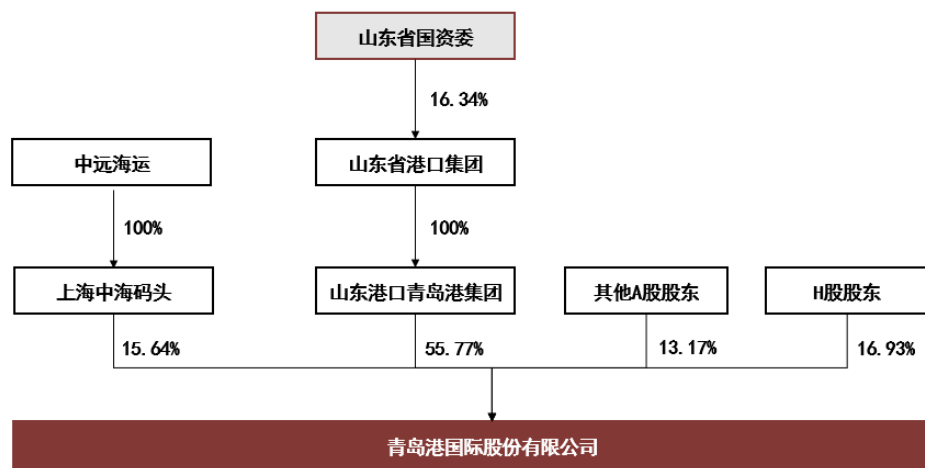
图 2：青岛港历史沿革



资料来源：公司官网、招商证券

股权结构：青岛港控股股东为青岛港集团，持股比例为 55.8%，山东省港口集团通过青岛港集团间接控制青岛港，公司实际控制人为山东省国资委。山东省港口整合持续进行，2019 年 7 月，威海港 100% 股权无偿划转青岛港，8 月，由青岛港、日照港、烟台港和渤海湾港组成的山东省港口集团正式挂牌成立，2023 年 6 月青岛港正式披露重组方案，并于 2024 年 7 月对重组方案进行调整，聚焦日照港集团和烟台港集团的优质油品码头资产并购，有利于山东省优质油品码头一体化整合的推进。

图 3：截至 2024H1 青岛港股权结构



资料来源：Wind、招商证券

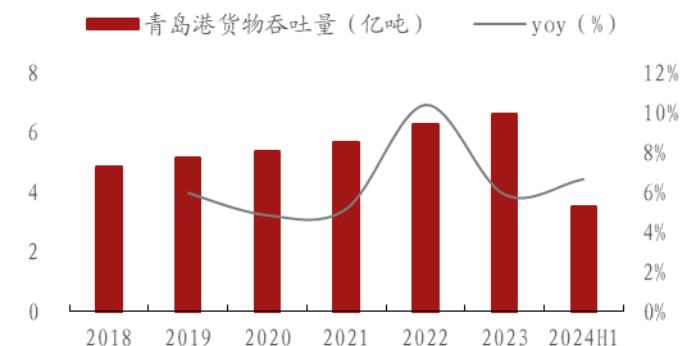
1、集装箱、液散业务贡献主要利润，ROE 长期行业领先

青岛港主要业务为港口装卸业务，其中包含集装箱处理业务、金属矿石、煤炭及其他货物处理业务、液体散货处理业务，此外公司还涉足港口物流及增值业务、港口配套业务等。

吞吐量方面：公司吞吐量增长表现稳健，集装箱增速领先。2018-2023 年总货物吞吐量 5 年 CAGR 为 6.4%，其中 2018-2023 年集装箱吞吐量 5 年 CAGR 为 9.2%，2018-2023 年干散货吞吐量 5 年 CAGR 为 5.7%，2018-2023 年液体散货吞吐量

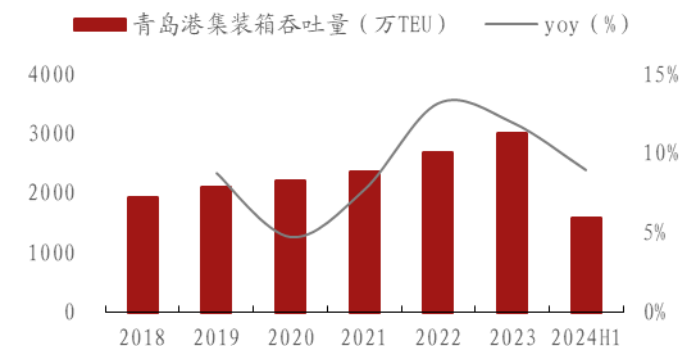
5 年 CAGR 为 3.6%，集装箱增速领先其他货种。2023 年，公司及其合营、联营企业全年完成货物吞吐量 6.6 亿吨，同比增长 5.8%。其中，完成集装箱吞吐量 3002 万 TEU，同比增长 11.9%；完成干散杂货吞吐量 2.4 亿吨，同比增长 2.5%，完成液体散货 1.1 亿吨，同比下降 0.9%；2024H1，公司完成货物吞吐量 3.5 亿吨，同比增长 6.7%，完成集装箱吞吐量 1582 万 TEU，同比增长 9%，受益于出口表现向好，集装箱吞吐量保持较高增速。

图 4：青岛港货物吞吐量变化情况



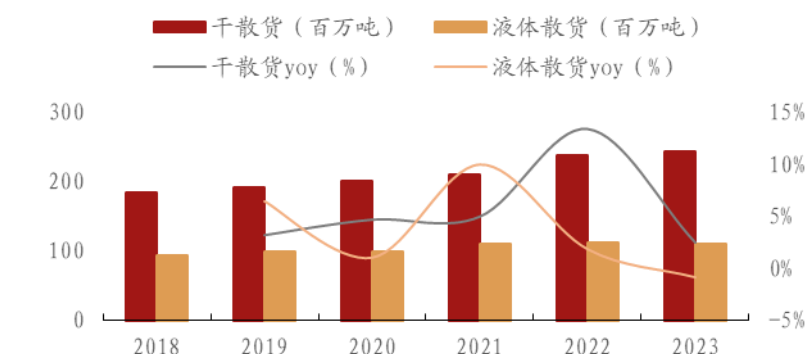
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：青岛港集装箱吞吐量变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：青岛港散货吞吐量变化情况

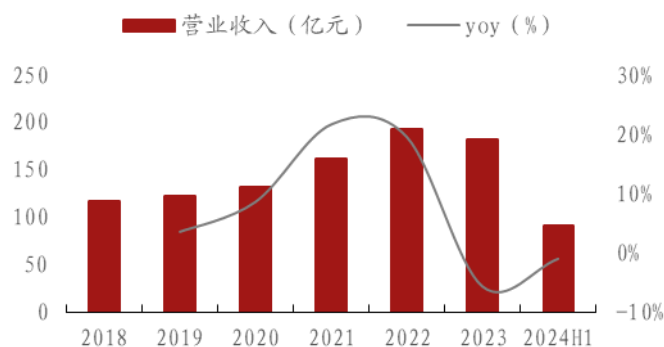


资料来源：公司公告、招商证券

营收方面：公司营收增长较为稳定。公司 2018-2023 营业收入复合增速达 9.1%，整体营收增长稳定。港口业务中，2018-2023 年，集装箱业务收入复合增速为 37.9%，受益于集装箱航线持续开辟，营收增速较快；金属矿石、煤炭及其他货物处理业务复合增速为 7.6%，液体散货处理及配套服务业务收入复合增速为 37.8%，公司持续新建基础设施提升产能，液散业务量持续增长。

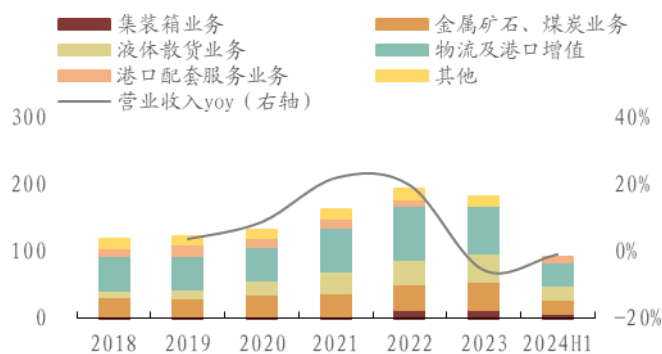
从收入结构来看，2023 年，集装箱业务、金属矿石煤炭业务、液体散货业务、物流及港口增值业务、港口配套业务营收占比分别为 6.6%、23.7%、23.3%、38.2%、0.7%，由于青岛港集装箱业务板块主要运营主体为 QQCT(非并表)，故集装箱业务表观营收占比较低。2023 年港口配套业务营业收入大幅下降导致占比较低，主要由于青港装备于 2022 年末由子公司变更为联营公司导致港机制造业务收入减少所致。2024H1 集装箱业务、金属矿石煤炭业务、液体散货业务、物流及港口增值业务、港口配套业务营收占比分别为 8.3%、23.1%、21.5%、39%、8%。

图 7：青岛港 2018-2024H1 营业收入增长情况



资料来源：公司公告、招商证券

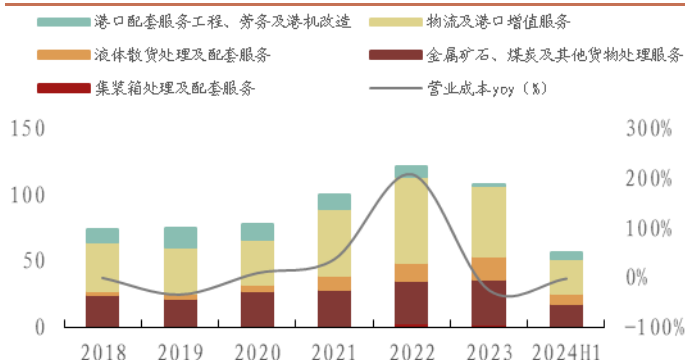
图 8：青岛港 2018-2024H1 年营收结构变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

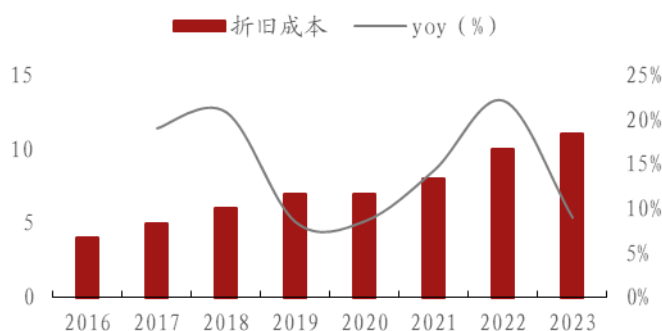
成本方面：按业务板块划分，物流业务成本占总营业成本比重最高，超过 45%，集装箱业务成本占比较低，由于该板块主要以 QQCT 为主体运营（非并表），2024H1 合营公司及联营公司部分营业成本达到 10.6 亿元，远超控股部分营业成本 1.6 亿元。按成本分类来看，港口行业整体成本较为固定，包括折旧、人力等，测算青岛港固定资产折旧成本占营业成本比重约为 10%，主要由于集装箱业务主要以合营公司 QQCT 为主体运营（非并表）。

图 9：青岛港 2018-2024H1 营业成本结构变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 10：青岛港 2016-2023 年折旧成本变化情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：各港口上市公司折旧成本对比情况

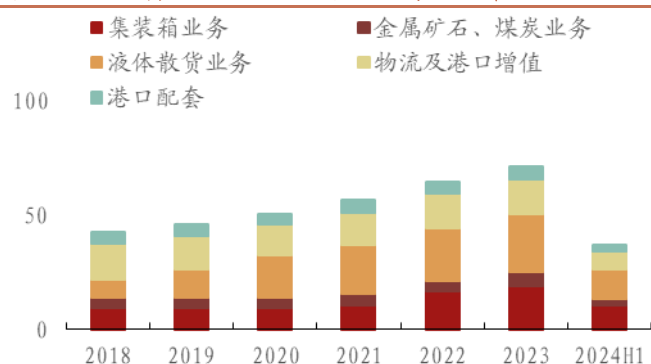
单位：亿元	固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧					占总营业成本比重		
	2023	同比	2022	同比	2021	2023	2022	2021
唐山港	6.1	0.0%	6.1	-12.3%	6.96	19.2%	17.7%	19.2%
上港集团	26.6	-3.5%	27.6	2.9%	26.83	11.3%	12.0%	13.0%
宁波港	29.0	2.8%	28.2	8.8%	25.88	15.8%	16.0%	17.0%
青岛港	11.2	4.2%	10.8	22.6%	8.77	10.0%	8.0%	8.0%

资料来源：公司公告、招商证券

利润结构：2018-2023 年利润总额 CAGR 为 7.4%，2023 年公司利润总额为 67.9 亿元，同比增长 3.6%，2024H1 公司利润总额为 35.9 亿元，同比增长 1.6%，2023 年港口装卸业务中，集装箱业务、干散货、液体散货利润总额占比分别为 26.4%、9.4%和 35.4%，其他业务中，物流及港口增值服务利润占比为 21.2%，港口配套业务利润占比为 7.6%。2024H1 集装箱业务、干散货、液体散货、物流及港口增值、港口配套业务利润总额占比分别为 28.9%、7.9%、33.2%、22.5%、7.5%，其中集装箱业务和液体散货对利润总额贡献较高。

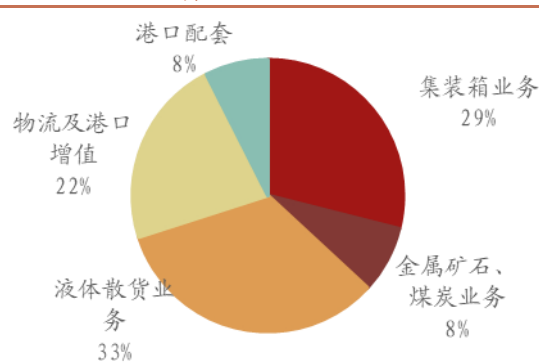
- **集装箱方面:**2023 年集装箱板块实现分部业绩 18.9 亿元,同比增长 13.1%,主要由于业务量增加,青岛港以 QQCT 为主体运营集装箱业务(非并表),2023 年 QQCT 贡献投资收益达到 9.7 亿元,同比增长 11.9%,占集装箱板块利润比例约为 51.2%;2024H1 集装箱板块实现分部业绩 10.8 亿元,同比增长 23.1%,其中 QQCT 贡献投资收益 5.6 亿元,同比增长 16.1%,占集装箱板块利润比例约为 51.6%。
- **液体散货方面:**2023 年液体散货板块实现分部业绩 25.4 亿元,同比增长 9.8%,主要由于原油商业储备库扩容,使得装卸、仓储收入利润增加,其中 2023 年青岛实华贡献投资收益达到 2.8 亿元,同比下降 0.7%,占液体散货板块利润比例约为 11.1%;2024H1 液体散货板块实现分部业绩 12.4 亿元,同比下降 3.7%,其中青岛实华贡献投资收益达到 1.1 亿元,同比下降 17.1%,占液体散货板块利润比例约为 8.8%。

图 11: 分业务利润总额结构变化情况(单位:亿元)



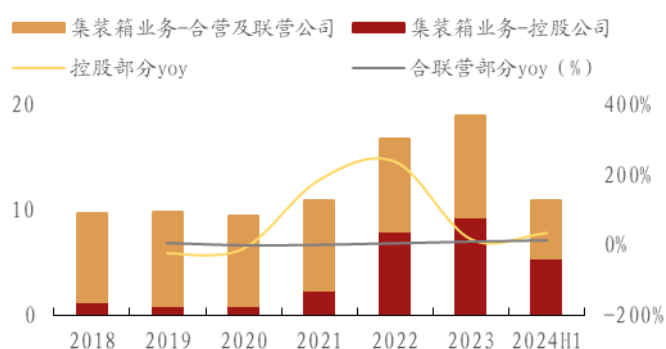
资料来源:公司公告、招商证券

图 12: 2024H1 各业务板块利润总额占比



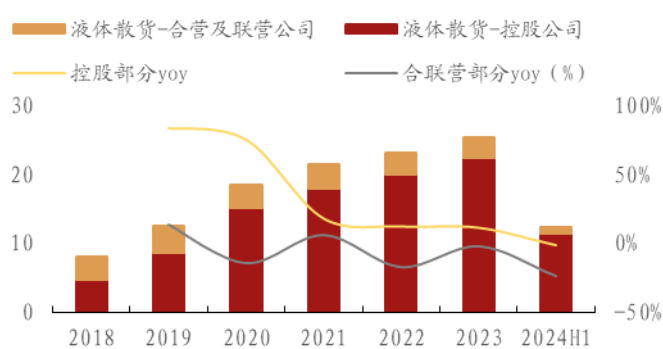
资料来源:公司公告、招商证券

图 13: 集装箱业务利润总额结构变化情况(单位:亿元)



资料来源:公司公告、招商证券

图 14: 液体散货业务利润总额结构变化情况(单位:亿元)



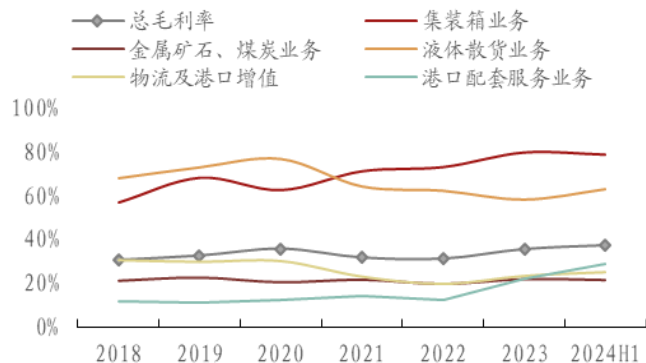
资料来源:公司公告、招商证券

毛利率:公司毛利率整体较为稳定,平均来看总毛利率在 30%-40%之间。分板块来看,集装箱业务和液体散货业务毛利率水平较高,其中集装箱板块平均毛利率在 70%-80%,金属矿石、煤炭及其他货物处理业务平均毛利率在 15%-25%左右,液体散货处理及配套服务业务平均毛利率在 60%-70%。

归母净利润:公司归母净利润增长迅速,整体利润稳定性好于同业。2014-2023 年,青岛港归母净利润 9 年复合增速达 13.4%,集装箱量及油品吞吐量增长迅速支撑业绩增长。2017 年公司归母净利润同比大幅增加主要由于公司于 2017 年 5 月 22 日取得 QQCT20%的股权,增加投资收益 1.89 亿元;2020 年-2021 年,

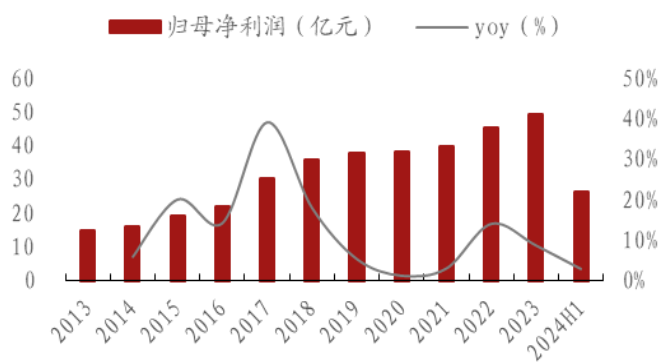
受疫情影响，青岛港归母净利润增长放缓；受益于 RCEP 先行示范区等政策机遇，公司全力提速东北亚国际航运枢纽中心建设，业务量快速增长，2022、2023 年归母净利润同比增速分别达到 14.2%、8.8%。2024H1 归母净利润为 26.4 亿元，同比增长 3.1%，公司归母净利润波动较小，与同业相比经营更为稳健。

图 15：分业务板块毛利率情况



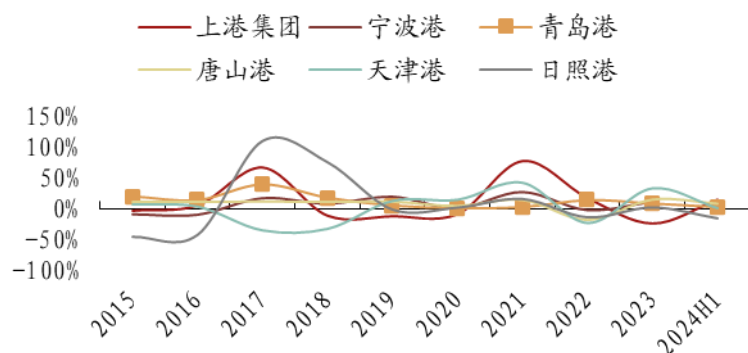
资料来源：公司公告、招商证券

图 16：青岛港 2014-2024H1 年归母净利润情况



资料来源：公司公告、招商证券

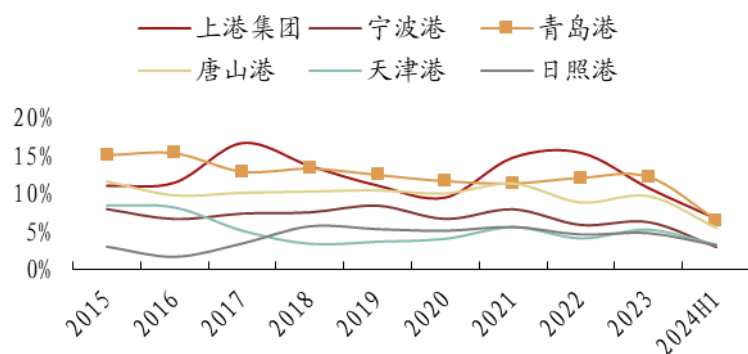
图 17：与同业相比青岛港利润更加稳定



资料来源：Wind、招商证券

ROE 长期行业领先。公司 2023 年实现 ROE 12.2%，同比增加 0.1pcts，位列 A 股港口上市公司第一位，一定程度反映了公司产能利用率高于行业其他公司，港口整合效果凸显。同时公司 ROE 稳定且领先行业。2024H1，公司 ROE 达到 6.5%，持续领先行业。

图 18：青岛港 ROE 表现与同业对比



资料来源：Wind、招商证券

二、山东省港口整合持续深化

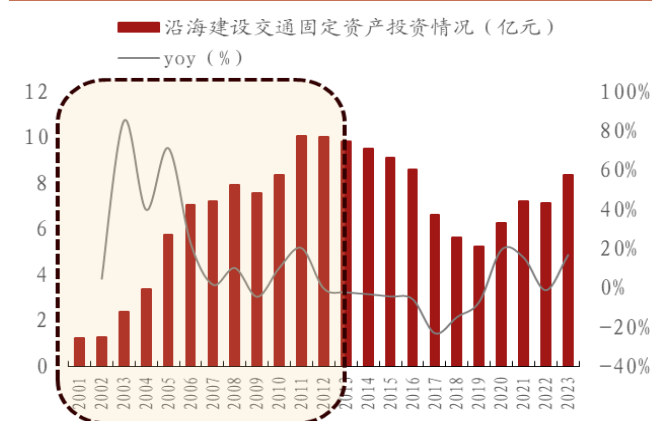
1、港口前期产能增长较快，区域港口整合拉开序幕

前期产能快速增长，当前阶段区域整合成为大趋势。从港口行业发展历史来看，可分为三个阶段：

- **阶段一：**2008 年前伴随经济增长，港口产能建设加速进行，沿海交通固定资产投资额增长明显。01-08 复合增速达 30.3%，2008 年，港口企业平均资产负债率水平增长至 32.1%。
- **阶段二：**由于港口建设期为 1-3 年，行业产能在 2011 年前后开始逐步释放，随后固定资产开始增速逐步下滑，2008-2011 年我国沿海交通固定资产投资额复合增速放缓至 8.3%。前期大规模港口建设造成区域港口竞争加剧，部分港口企业债务压力增大，港口企业平均资产负债率不再持续增长，ROE 水平随产能利用率回复提升。
- **阶段三：**2020 年由于宏观经济受疫情影响，交通基础设施投资力度再次加大，2020-2023 年我国沿海交通固定资产投资额复合增速达到 10.1%，港口平均资产负债率稳中有降。伴随近几年港口整合持续，企业平均 ROE 水平出现修复。

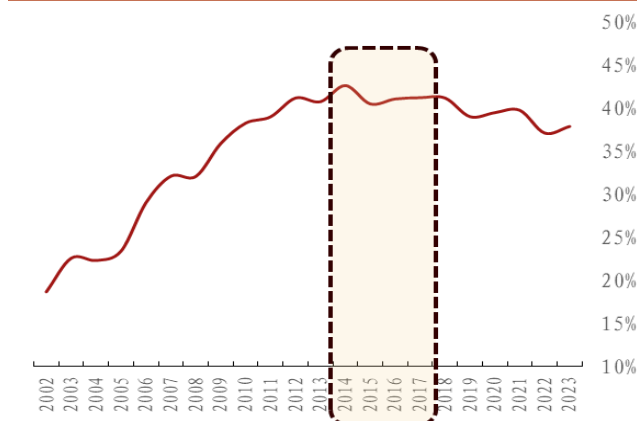
港口资产不存在特许经营权到期制约，且由于港口资产使用时间较长，成熟港口折旧成本占比稳定下降，资本开支逐步减少，长期自由现金流呈不断增长态势，资产负债率亦趋于减少。在区域港口一体化的大背景下，长期看其收入上升、成本下降的剪刀差会不断积累充足的现金流。

图 19：2008-2011 年沿海交通固定资产投资增长较快



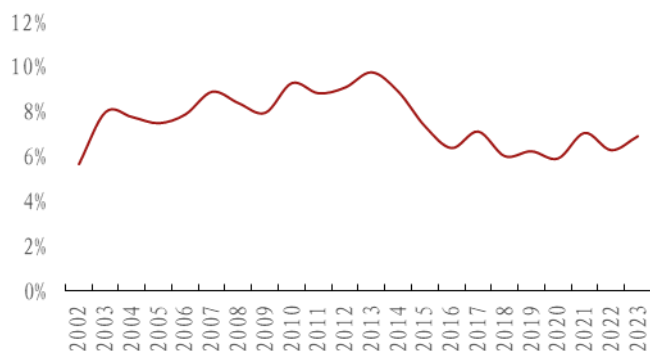
资料来源：Wind、招商证券

图 20：港口企业平均资产负债率情况



资料来源：Wind、招商证券

图 21: 港口企业平均 ROE 变化情况

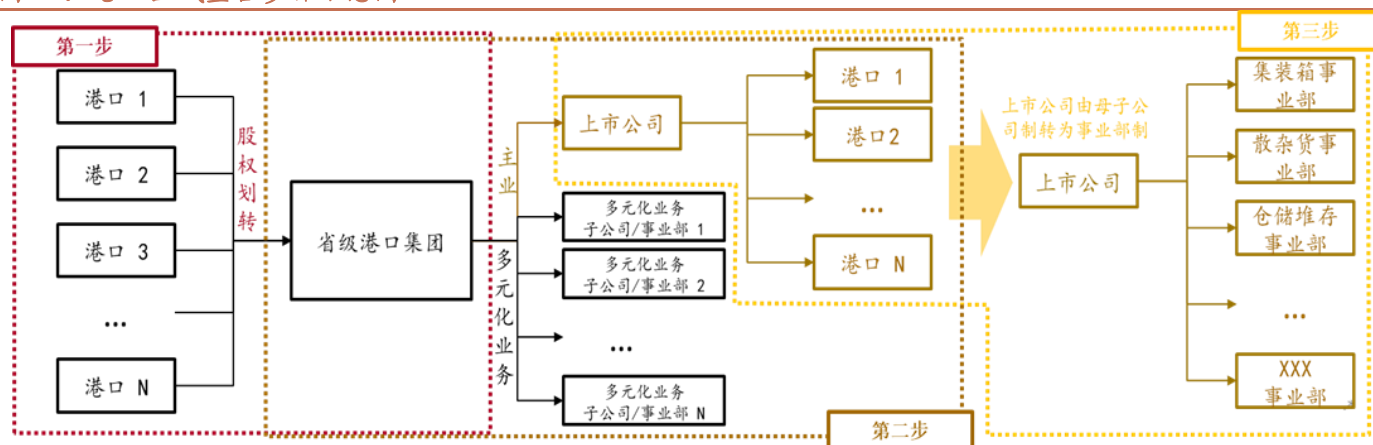


资料来源: Wind、招商证券

近年来随着港口整合持续，驱动行业长期格局向好，改善企业利润表现。观察其他港口整合步骤及结果，大致可以总结为三个步骤：

- 第一步：成立省级港口集团，将省内所有港口的经营主体股权划转至省级港口集团；
- 第二步：将省内优质港口资产及部分盈利较高的业务注入原有上市公司或打包上市，将各港口原经营单位纳为上市公司控股子公司，并保留各港口原经营班子（可以根据上市公司对旗下各港口重要事项的话语权由小到大、管理层次由浅入深分为两个阶段）；其余多元化发展业务分别成立子公司或集团事业部进行运营；
- 第三步：上市公司从以港口划分的母子公司制转化为以业务划分的事业部制，彻底消除上市公司同大股东之间的同业竞争问题。

图 22: 港口区域整合步骤示意图



资料来源: 招商证券

港口板块经历区域性产能过剩，但近年来有序整合为行业效益提升奠定良好基础。在 20 世纪 80 年代，我国主要港口仍以中央与地方双重领导的管理体制为主，进入 21 世纪后，伴随我国对外贸易持续深化，对港口吞吐能力提出更高要求，产能不足成为当时行业面临的主要问题，为推动港口行业的快速发展，我国开始对港口管理体制进行改革，提出港口管理权下放地方政府、政企分开的管理体制，促进港口行业快速发展。

2001-2013 年期间我国沿海及内河交通固定资产投资持续增长，港口万吨级码头泊位吞吐能力新增产能也在 2012 年达到新增 5 亿吨左右的高位。区域港口层面

已经出现较为明显的产能过剩问题，港口行业出现无序投产、同质化竞争和低效供给等问题。

2015 年，港口行业正式拉开整合序幕，在“一省一港”思路指引下，以浙江省、江苏省、辽宁省、山东省等为代表的省份均陆续开启区域港口整合，以减少区域内无序竞争和重复建设，提高港口运营效率。

2、山东省港口整合持续推进

山东省港口秉持“青岛港为龙头，以日照港和烟台港为两翼、以半岛港口群为基础的东北亚航运中心”的发展格局。从腹地格局看，三港都有自己相对专属的货源腹地。其中日照港拥有石白、岚山两大港区，2023 年集装箱吞吐量同比增长 7.9%，日照港是中国重点发展的沿海主要港口，业务涵盖港口业务、物流服务、建筑制造、金融商贸等领域。现拥有石白、岚山两大港区，其中石白港区以金属矿石、煤炭、集装箱等运输为主，岚山港区以原油、金属矿石、钢铁、木材运输和服务临港工业为主；烟台港由芝罘湾、西港区、龙口港、蓬莱港四大港区组成，2023 年集装箱吞吐量同比增长 12.4%。烟台港是我国沿海主要港口，为胶东地区的交通枢纽，主营货物包含集装箱、液化油品和散杂货。

图 23：山东港口群示意图



资料来源：《港口一体化整合对山东省沿海港口效率的影响》、招商证券

图 24：三港集装箱吞吐量情况（万 TEU）

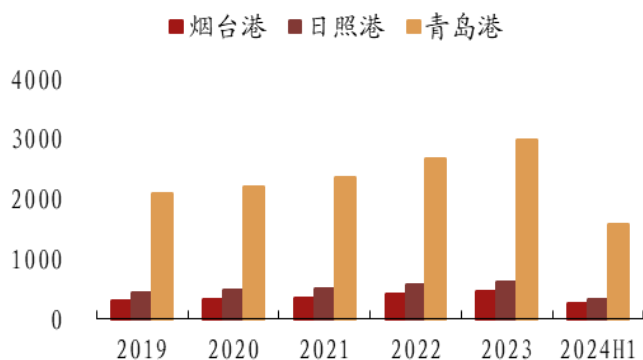
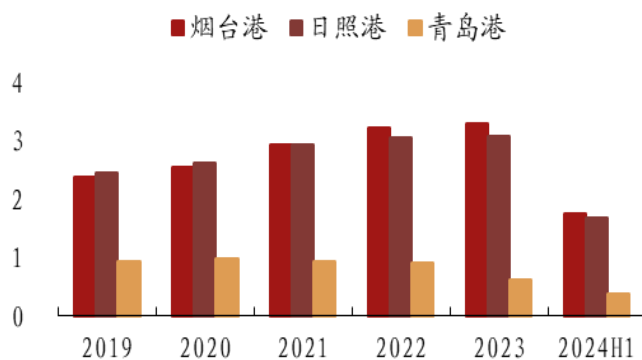


图 25：三港散杂货吞吐量情况（亿吨）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

从区域格局看，三港竞争主要聚焦于散货方面。青岛港区在集装箱上已确立远洋干线枢纽港地位，集装箱吞吐量领先，但散货方面三港之间存在竞争，伴随山东省港口整合持续进行，青岛港对日照港及烟台港油品码头资产进行整合，后续区域竞争有望持续缓解。

自 2018 年起，山东港口经历开始一体化改革进程，山东省港口整合分为四步：

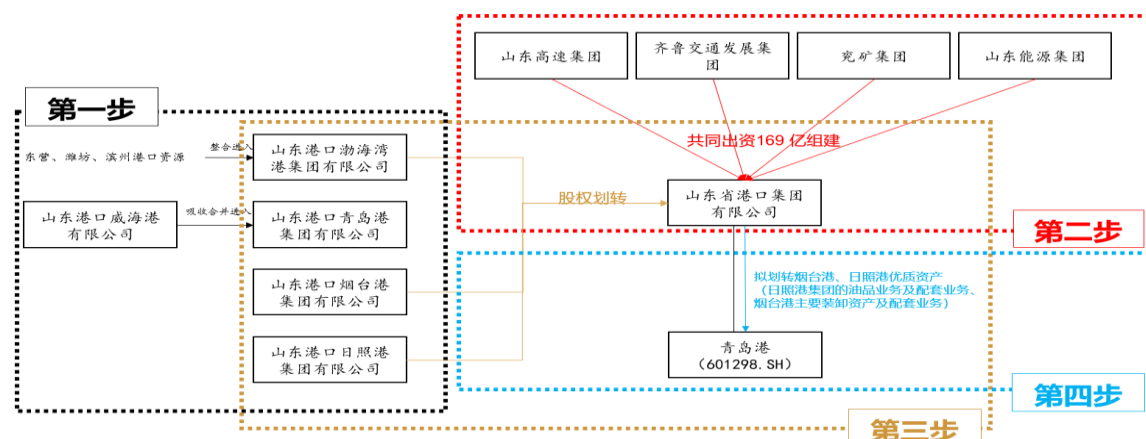
- 第一步，成立渤海湾港口集团，整合东营、潍坊、滨州三市港口资源，并推进青岛港集团收购威海港集团。
- 第二步：由山东高速集团等四大集团共同出资 169 亿元，组建省港口集团。
- 第三步：将四大港口集团以账面值划转至省港口集团，并进行资产清核、审计评估，确认出资人权益。
- 第四步：省港口集团成立后，引进国内外知名航运公司。合作，实现资源共享和优势互补。

具体进程为：

- 2018 年 3 月 28 日，山东渤海湾港口集团成立，整合工作启动。
- 2019 年 7 月 9 日，青岛港集团接收威海港集团股权。
- 2019 年 8 月 6 日，山东省港口集团在青岛成立。
- 2019 年 8 月 22 日，四个港口集团成为省港口集团全资子公司。
- 2022 年 1 月，青岛港集团接收青岛港集团 51% 股权。
- 2022 年 5 月 16 日，青岛港集团收购威海港发展公司 51% 股权，正式整合威海港业务。
- 2023 年 6 月，青岛港正式公告资产重组方案。
- 2024 年 7 月，青岛港调整收购资产方案，聚焦优质油品码头资产。

港口整合效应持续兑现。山东港口整合已初步完成，逐步释放一体化效应。青岛港作为龙头枢纽港，吞吐量有望持续稳健增长。

图 26：山东省港口整合步骤示意图



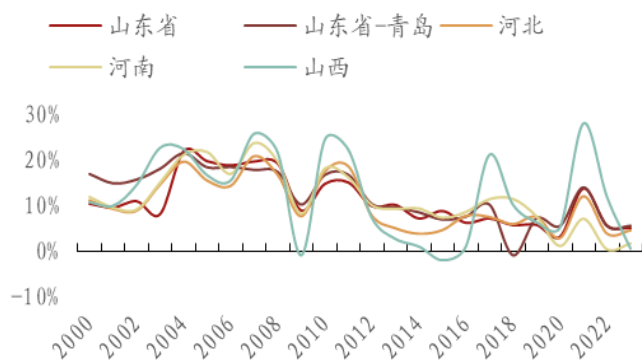
资料来源：政府网站、招商证券

三、腹地经济驱动集装箱量增，资产并购助力液散规模扩大

1、集装箱业务：腹地经济优势强，加速国际枢纽港建设

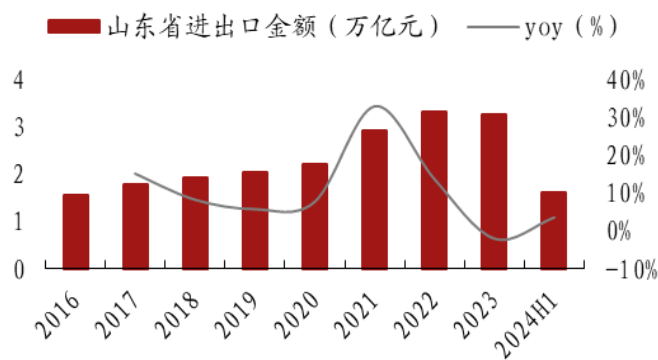
港口腹地的资源和需求直接决定港口吞吐量及增长空间。山东省作为青岛港的主要腹地省份，2023 年 GDP 体量达到 9.2 万亿元，同比增长 6%，位于全国第 3 位，其中青岛以 1.6 万亿元 GDP 排名省内第一，发达的腹地经济为青岛港的吞吐量提供了保证。青岛港作为山东省最重要的集装箱港口，集装箱箱量一定程度上由进出口货量决定，2018-2023 年山东省进出口总额复合增速达到 11.1%，增长较为快速，2023 年山东省进出口总额为 3.3 万亿元，2024 年 1-6 月，山东省进出口总额为 1.6 万亿元，同比增长 4.3%。

图 27：主要腹地地区 GDP 增速变化情况



资料来源：Wind、招商证券

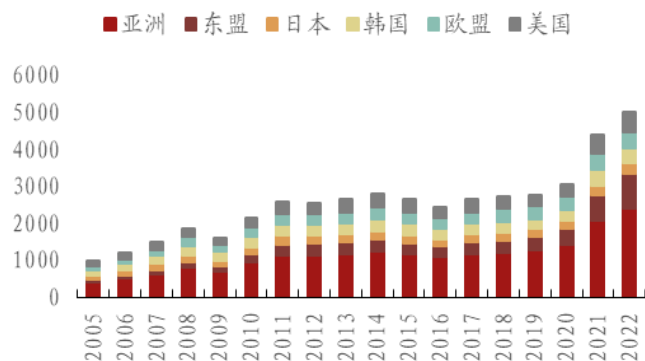
图 28：山东省进出口金额变化情况



资料来源：Wind、招商证券

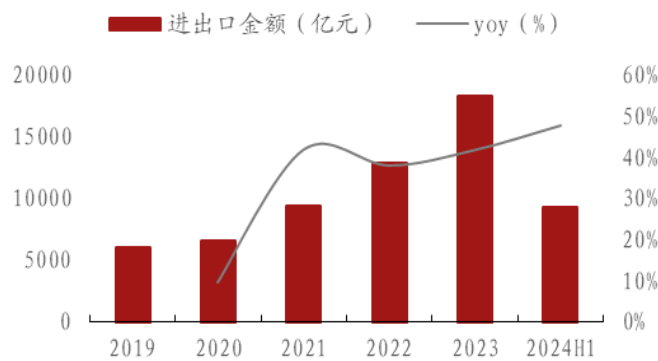
持续加强集装箱航线开辟，吞吐量仍有增长空间。由于青岛港占有东北亚港口群的中心位置，是“一带一路”交汇点以及 RCEP 面向日韩、东盟的重要桥头堡，未来将持续受益于山东省与东盟进出口金额的增长，2017-2022 年山东省与东盟地区进出口金额复合增速达 24.4%，远超与欧盟地区进出口金额的复合增速 7.2%。在中国与东盟区域贸易来往持续密切的趋势下，全国港口出现明显结构性变化：东盟航线主要港口，如青岛港和北部湾港表现明显好于欧美航线为主的港口，如上海港、宁波港、盐田港等。2023 年，青岛港口集装箱吞吐量位居全国沿海港口第三位，全球港口第四位，较上一年度前进一位，青岛港增速领先全国其他主要集装箱港口。2024 年上半年，公司持续提速东北亚国际航运枢纽中心建设，新增集装箱航线 8 条，中转箱量同比增长 14.2%，预计未来随着航线开辟数量增长及贸易往来需求增加，青岛港集装箱吞吐量仍有增长空间。

图 29: 山东省与各全国主要地区进出口金额变化情况(单位: 亿美元)



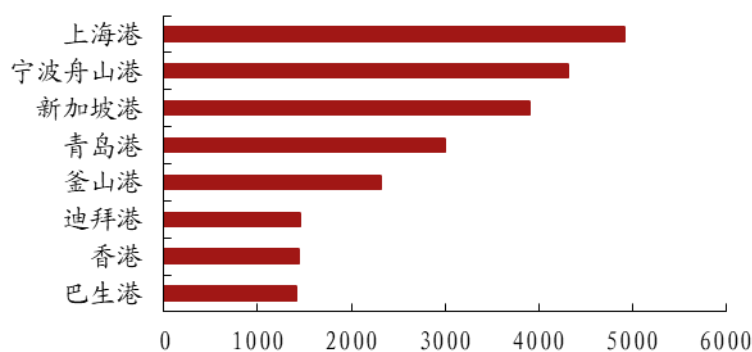
资料来源: Wind、招商证券

图 30: 山东省与一带一路沿线国家进出口金额变化情况



资料来源: Wind、招商证券

图 31: 全球主要港口 2023 年集装箱吞吐量 (单位: 万 TEU)

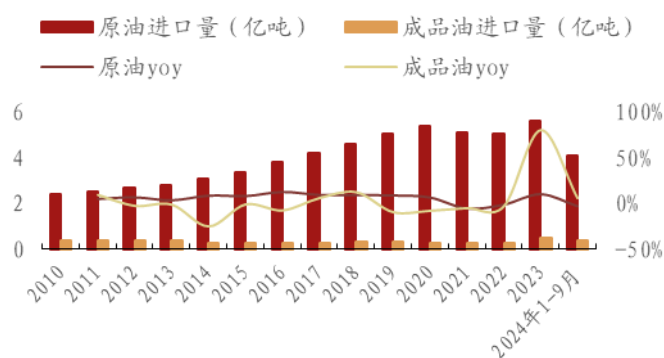


资料来源: 港口圈、招商证券

2、液体散货业务: 释放资源效能, 融合优质资产

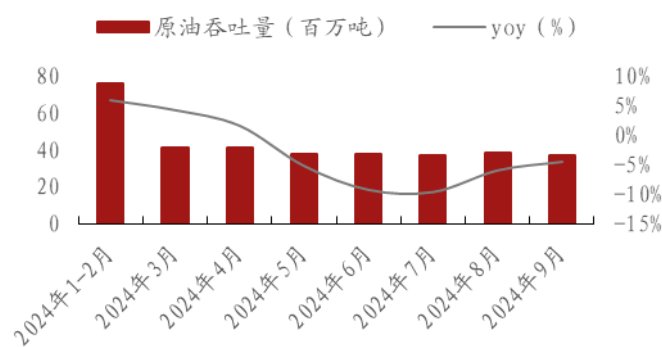
从行业情况来看, 原油进口量与内需挂钩, 预计持续受宏观经济影响。我国原油进口量增长较为平稳, 2024 年以来, 1-9 月原油进口量达 4.1 亿吨, 同比下降 2.8%, 成品油进口量达 0.4 亿吨, 同比增长 6.6%。从企业表现来看, 1-9 月主要港口企业累计完成原油吞吐量 3.5 亿吨, 同比下降 2.1%, 其中累计完成外贸原油吞吐量 2.8 亿吨, 同比增长 0.1%。短期看, 前三季度我国原油进口量有所下降, 主要由于内需疲软, 宏观经济承压。长期看, 原油进口仍受宏观经济影响。

图 32: 中国原油及成品油进口情况



资料来源: Wind、招商证券

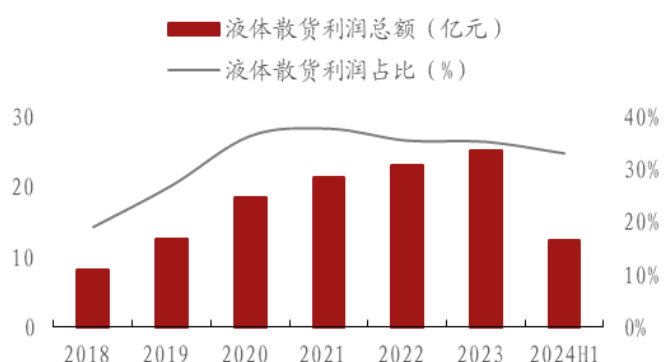
图 33: 主要港口企业原油吞吐量变化情况



资料来源: 中国港口协会、招商证券

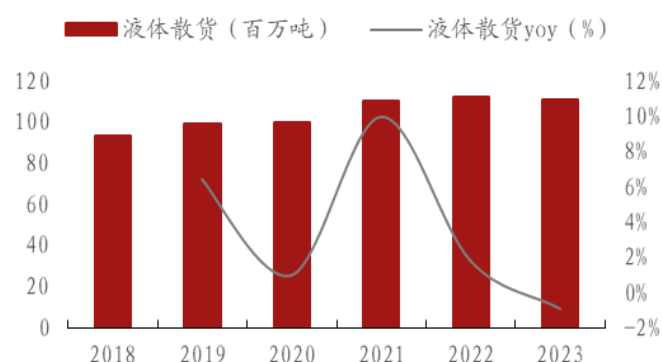
液体散货业务利润贡献较高,近年来增速较快。从利润占比来看,液体散货业务是对公司利润贡献最大的板块,2023 年液体散货业务(包括控股公司利润和对联营、合营公司投资收益)贡献了公司 35%的利润,2024H1 液体散货业务贡献公司 33.2%的利润。2018-2023 年,公司液体散货业务利润总额复合增速达到 25%,增速较快。公司持续释放码头、储罐、输油管道等资源效能,丰富新业态,2024H1 完成 284 万桶期货原油入库交割,实现期货仓储业务增量增效。2024H1 液体散货利润总额同比下降 3.7%,其中对合营公司的投资收益同比下降 23.4%,青岛实华投资收益同比下降 17.1%,主要受到炼厂开工率下降等因素影响。

图 34: 2018-2024H1 青岛港液体散货业务利润总额及占比情况



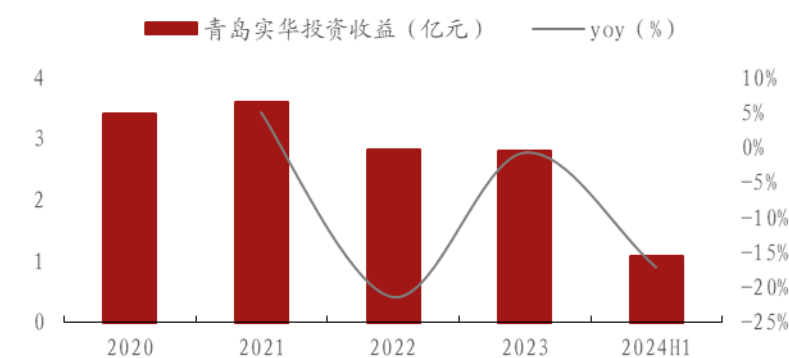
资料来源: 公司公告、招商证券

图 35: 2018-2023 年公司液体散货吞吐量表现情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 36: 青岛实华投资收益变化情况



资料来源: 公司公告、招商证券

收购高 ROE 资产，助力提升盈利能力。公司调整收购资产计划，聚焦优质油品码头资产，预计未来公司液体散货业务规模将持续扩大，本次收购资产包括：

- 1) 日照油品码头（现金收购对价为 28 亿元，PE 为 22.3x，PB 为 1.1x，ROE 为 5.1%）；
- 2) 日照实华原油码头（现金收购对价为 18 亿元，PE 为 12.4x，PB 为 1.5x，ROE 为 11.7%）；
- 3) 烟台联合能源管道（股份收购对价为 33 亿元，PE 为 12.5x，PB 为 1.6x，ROE 为 13%）；
- 4) 烟台港源管道（股份收购对价为 15 亿元，PE 为 7x，PB 为 1.3x，ROE 为 18.4%）。

资产情况：按披露数据，收购标的总净资产规模为 181 亿元，净资产规模 111 亿元，总营业收入规模为 39 亿元，24 年业绩承诺的净利润总计为 13 亿元。按照权益比例计算，权益净资产为 70 亿元，权益净利润为 7.5 亿元，按总收购对价 94 亿元计算，收购资产包 PE 为 12.5x，PB 为 1.4x，收购标的整体 ROE 为 10.8%。

EPS 变化：本次收购对价 94 亿元中，日照港集团的油品公司和日照实华为现金对价收购，共计 46 亿元，烟台港集团的联合管道和港源管道为股份对价收购，共计 48 亿元，按 6.6 元的增发价格，发行股份数量为 7 亿股，发行后公司股本增至 72 亿股，具体 EPS 影响测算如下：1) 2023 年交易完成前归母净利润 49 亿，交易完成后归母净利润 57 亿，交易及发行完成前 23EPS 为 0.76 元，交易及发行完成后 23EPS 为 0.79 元；EPS 略增。2) 2024 年预计交易完成前归母净利润 51 亿，交易完成后归母净利润 60 亿，交易及发行完成前 24EPS 为 0.79 元，交易及发行完成后 24EPS 为 0.84 元。EPS 略增。

此次整合方案调整后，公司聚焦优质回报资产收购，标的资产 ROE 水平为 10.8%，资产盈利能力在港口行业中处于较好水平。收购资产包 PE 为 12.5x，PB 为 1.4x，收购对价合理，目前估值处于市场中枢水平。且交易完成后公司 EPS 小幅提升。总体看，此次收购方案略超预期，为公司做大主业、提升盈利能力做出贡献。

图 37：青岛港资产收购情况测算

单位：亿元	股权比例	总资产 2023	净资产 2023	营业收入 2023	净利润（预计） 2024E	权益净资产 2023	权益净利润 2024E	收购对价	PE 2024E	PB 2023	ROE 2023
现收购标的											
日照港油品码头有限公司	100.0%	42	25	8	1	25	1	28	22.3	1.1	5.1%
日照实华原油码头有限公司	50.0%	25	25	6	3	12	1	18	12.4	1.5	11.7%
山东联合能源管道输送有限公司	53.9%	57	37	17	5	20	3	33	12.5	1.6	13.0%
烟台港集团港源管道	51.0%	57	24	8	4	12	2	15	7.0	1.3	18.4%
总计		181	111	39	13	70	8	94	12.5	1.4	10.8%
增发对公司EPS影响情况											
	发行前股本	发行数量 (亿股)	发行后股本	2023年归母净利润		2023年EPS		2024E归母净利润		2024E EPS	
				交易完成前	交易完成后	交易及发行完成前	交易及发行完成后	交易完成前	交易完成后	交易及发行完成前	交易及发行完成后
青岛港	65	7	72	49	57	0.76	0.79	51	60	0.79	0.84

资料来源：公司公告、招商证券

四、费率对标海外集装箱大港仍有提升空间

回顾我国港口收费变化，经历多次改革，定价逐步向市场化方向发展：

- 改革开放前，中国的港口收费受到严格的政府管制，实行低价政策，以促进经济发展和对外贸易。1997 年交通部发布了《港口收费规则》，区分内贸外贸，对港口收费项目、费率和计费方法进行了规范。
- 2005 年开始，我国实施统一的港口收费规则，但对内贸部分提高了收费标准，开始朝着市场化趋势发展。
- 2015 年印发的《港口收费计费办法》，开始对港口作业包干费、堆存费、库场费等实行市场调节价。
- 2017 年，交通运输部和国家发改委对我国多个港口进行反垄断调查，调降外贸集装箱装卸费，反垄断监管导致主要沿海港口下调外贸进出口集装箱装卸费 10%-30%。
- 2019 年，交通运输部、国家发展改革委联合印发了《关于修订印发〈港口收费计费办法〉的通知》，执行期为 5 年，奠定了如今我国港口收费标准的基础。2024 年，为保持稳定的港口经营服务性收费水平，经交通运输部、国家发展改革委研究决定在办法有效期届满后继续施行。

按 2019 年港口收费计费方法，包干费、库场使用费、船舶供应服务费和理货费是市场调节价。其中包干费、港务费、停泊费、保安费由码头企业收，引航费由引航机构收，拖轮费由拖轮企业收。

表 2：现行港口收费标准

收费项目	政府定价	政府指导价	市场调节价
港口作业包干费			✓
货物港务费	✓		
港口设施保安费	✓		
引航（移泊）费、拖轮费、停泊费和围油栏使用费		✓	
库场使用费			✓
船舶供应服务费、船舶污染物接收处理服务费			✓
理货服务费			✓

资料来源：交通运输部、招商证券

近年来港口费率已陆续有所提高，预计后续费率在保持稳定的情况下具备市场化调节空间。

2017 年起，反垄断监管导致主要沿海港口下调外贸进出口集装箱装卸费 10%-30%。

2021 年底监管期结束，因此自 2021 年起港口行业开启新一轮提价，包括宁波舟山港、上港集团、广州港、青岛港等在内的港口相继公布费率上调计划，港口行业费率市场化趋势有所增强。2022 年青岛港、上港集团、宁波港集装箱装卸费率均实现同比增长。

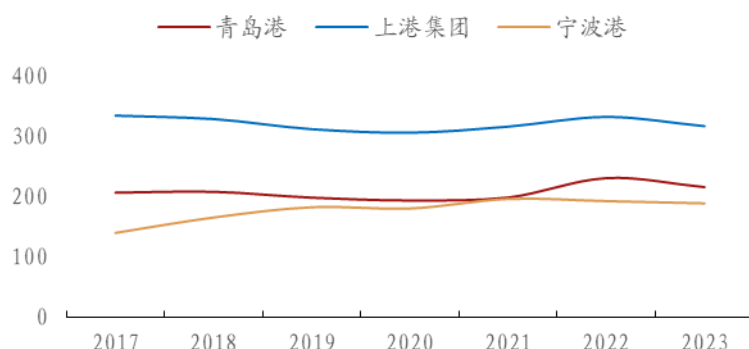
表 3：2021 年以来部分港口陆续开始上调费率

公司	时间	相关政策
----	----	------

公司	时间	相关政策
宁波舟山港	2021 年 12 月	自 2022 年 1 月 1 日起对船方 20 英尺、40 英尺的空重箱装卸船费收入进行 10%左右的提价，本次上调属于市场调节价范畴。
上港集团	2021 年 12 月	披露《上港集团服务收费目录清单》，针对内贸中转收费标准进行提价。
广州港	2021 年 12 月	宣布上调部分项目“港口作业包干费”，20 英尺外贸标箱由原来的 490 元和 540 元上调至 583 元，外贸空箱公示价由原来的 300 元上调至 357 元。
青岛港	2022 年 2 月	QQCT 外贸 40 英尺及 20 英尺重箱装卸费分别上调约 14%、12%。

资料来源：公司公告、招商证券

图 38：2017 年以来重点港口集装箱装卸费率变化（元/TEU）



资料来源：公司公告、招商证券

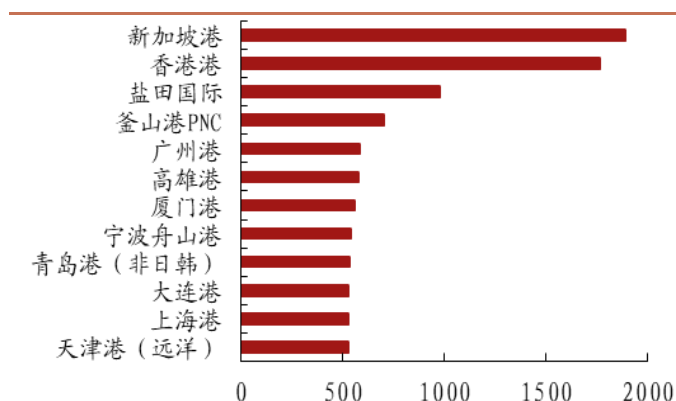
对标全球先进港口，青岛港在费率、吞吐量、国际转运能力等方面仍有提升空间。

装卸费率方面，对比海外港口装卸费率，国内较为领先的仅有香港港。主要原因可能是装卸费平均水平较低的亚洲港口往往会对 20 尺与 40 尺箱，空箱与重箱分别定价，而欧美港口除特种箱外，空箱重箱执行一口价政策。整体来说，我国港口远期看港口装卸费较国际水平仍有提升空间。青岛港集装箱装卸作业费在人民币 535 元/TEU，同样作为东北亚航运枢纽的釜山港集装箱装卸作业费在人民币 702 元/TEU，而欧美主要港口如鹿特丹港、汉堡港、洛杉矶港等费用更高，均超过人民币 1100 元/TEU。

吞吐量方面，2023 年青岛港累计吞吐集装箱 3002 万 TEU，对比同处东亚地区新加坡港的集装箱年吞吐量 3901 万 TEU 仍有差距，部分原因在于新加坡港作为起步较早的国际枢纽港口拥有更多的外贸航线。预计未来通过积极拓展新国际航线，增加与全球主要港口的直航服务，将有效提升青岛港连通性和吸引力，进一步提升吞吐量。

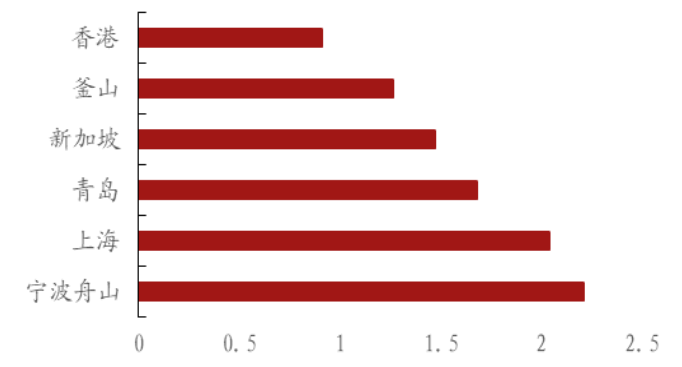
运输效率方面，青岛港船舶平均在港停时为 1.68 天，较新加坡、釜山等港口，仍有提升空间。

图 39: 各港口外贸 20 尺重箱装卸费 (元/TEU)



资料来源: 港口圈、招商证券

图 40: 主要港口远洋国际集装箱船舶平均在港在泊停时 (天)



资料来源: 中国港口集装箱网、招商证券

五、盈利预测

收入端: 我们预计公司 24-26 年营业收入分别为 187.9 亿元、195.0 亿元、201.8 亿元，同比增速分别为 3.4%、3.8%、3.5%，其中分业务板块来看：

- 1) 集装箱板块:** 预计集装箱吞吐量 24-26 年增速分别为 8%、6%、4%；单 TEU 收入：24-26 年增速分别为 1%、1%、1%；2024 年以来受益于外贸需求增长及欧美补库需求，全国集装箱吞吐量增长较快，预计公司作为北方集装箱枢纽港口，吞吐量也将实现较好增长，集装箱费率方面保持相对稳定。
- 2) 干散货板块:** 预计干散货吞吐量 24-26 年增速分别为 2%、1%、1%；单吨收入：24-26 年增速分别为 1%、1%、1%；2024 年以来受内需疲弱等因素影响，铁矿石及煤炭下游需求表现偏弱，因此吞吐量预计小幅增长。
- 3) 液体散货板块:** 预计吞吐量 24-26 年增速分别为 -6%、0%、3%；单吨收入 24-26 年增速分别为 0%、0%、0%；2024 年前三季度我国原油进口量有所下降，主要由于内需疲软，宏观经济承压，公司上半年合营企业投资收益下滑较多，影响液体散货利润总额表现，预计全年液散受制于内需情况及炼厂开工表现，吞吐量将有高个位数下滑。预计明年液散吞吐量与今年持平，26 年在宏观经济修复情况下有所增长（液散资产收购由于尚未确定具体交割时间，暂未考虑在内）。

毛利端: 我们预计公司 24-26 年毛利率维持相对稳定，分别为 35.9%、35.8%、35.8%。

投资收益: 我们预计公司 24-26 年投资收益分别为 16.5 亿元、17.3 亿元、17.9 亿元。其中公司集装箱板块重要合营公司 QQCT 和液散板块重要合营公司青岛实华贡献主要投资收益，预计 QQCT 投资收益 24-26 年增幅为 8%、6%、4%，青岛实华投资收益 24-26 年变化为 -6%、0%、3%。

表 4: 青岛港盈利预测简表

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19263	18173	18791	19502	20181
Yoy	19.7%	-5.7%	3.4%	3.8%	3.5%
集装箱处理及配套服务	1194	1199	1308	1401	1471
集装箱吞吐量 (百万 TEU)	27	30	32	34	36

敬请阅读末页的重要说明

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Yoy	13.1%	11.9%	8.0%	6.0%	4.0%
金属矿石、煤炭及其他货物	3973	4307	4437	4526	4617
干散货吞吐量 (百万吨)	238	244	249	251	254
Yoy	13.3%	2.5%	2.0%	1.0%	1.0%
液体散货处理及配套服务	3519	4242	3,988	3,988	4,107
液体散货吞吐量 (百万吨)	112	111	104	104	107
Yoy	1.8%	-0.9%	-6.0%	0.0%	3.0%
物流及港口增值业务	8142	6949	7505	7956	8274
港口配套业务	844	123	133	141	146
毛利润	6057	6472	6,748	6,980	7,233
毛利率	31.4%	35.6%	35.9%	35.8%	35.8%
投资收益	1434	1570	1646	1725	1791
归母净利润	4525	4923	5121	5336	5544

资料来源: 公司公告、招商证券

六、投资建议及风险提示

对标同业，青岛港盈利较为稳定、ROE 领先行业。

盈利稳定性方面: 青岛港盈利能力较为稳定，10 年扣非净利润最大降幅为-0.2%，与行业相比具备优势，主要由于资产较为核心，竞争优势明显，业务量较为稳定。

盈利能力方面: 青岛港盈利能力较强，2023 年净利润率达到了 27.1%，位列行业第二。

成长性方面: 青岛港 2023 年资产负债率为 26.1%，在行业中处于较低水平。

分红率方面: 港口整体分红中枢不高，其中唐山港、青岛港、招商港口较为领先。

图 41: 港口板块核心标的多角度财务情况对比

子行业	公司名称	市值 (亿元)	盈利稳定性		盈利能力				成长性		分红率	PE-TTM	PB (LF)	负债率 (%)
			10年利润最 低增速	10年扣非利润 最低增速	ROE(%)	过去5年 ROE变化	归母净利润率 (2023)	过去5年归母净利 率变化 (pcts)	净利润5年 CAGR	扣非净利润 5年CAGR				
港口	上港集团	1,402	-23.3%	-25.6%	11.0	-3.0	35.2%	8.1%	5.1%	10.6%	30%	10.3	1.1	33.1
	宁波港	743	-10.0%	-14.0%	6.4	-1.4	18.0%	4.8%	10.1%	7.8%	37%	15.6	1.0	28.2
	青岛港	510	1.4%	-0.2%	12.4	-1.5	27.1%	-3.5%	6.5%	6.8%	40%	10.8	1.3	26.1
	招商港口	483	-28.7%	-16.9%	6.5	0.2	22.7%	11.4%	26.8%	45.3%	45%	12.0	0.8	36.8
	唐山港	258	-19.1%	-6.6%	9.7	-0.8	32.9%	17.1%	3.6%	3.8%	0.2元/股	13.6	1.3	10.1
	广州港	267	-16.6%	-14.7%	5.2	-0.4	8.2%	-0.1%	8.5%	8.9%	30%	26.3	1.3	52.1
	北部湾港	189	-33.9%	-35.8%	9.4	0.4	16.2%	0.9%	11.8%	9.1%	32%	15.9	1.1	52.5

资料来源: Wind、招商证券 (注: 市值、PE-TTM、PB (LF) 均为截至 2024/11/11 收盘价; 除青岛、唐山、招商港口外均为三年分红均值)

1、投资建议

青岛港作为北方枢纽集装箱港口，港口天然条件良好，区域优势较强，其利润构成中盈利能力较强的集装箱板块、液体散货板块占比高，当前 ROE 处于行业第

一水平且持续保持领先，在东盟航线持续增长下，集装箱吞吐量仍有提升空间，收购油品码头资产有望增厚液散板块远期利润表现，且 A 股中永续经营的优质资产较为稀缺，有估值重塑空间。公司承诺 22-24 年可供分配利润派息率不低于 40%，股息率处于 A 股港口板块前列，2024 年 10 月，公司发布 24 年中期分红公告，现金分红比例达 35%，注重股东回报，彰显发展信心。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 51.2 亿元、53.4 亿元、55.4 亿元，对应 PE 分别为 10.7x、10.3x、9.9x。假设维持分红率为 40%，较最新收盘价，公司 24E、25E、26E 股息率分别为 4.0%、4.2%、4.3%。

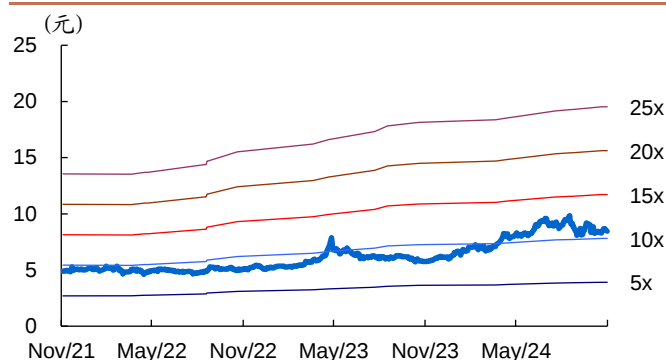
2、风险提示

国际宏观贸易形势不及预期：港口行业发展受全球宏观经济贸易形势影响，若国际宏观局势出现变化，将影响公司经营稳定性。

东南亚航线拓展不及预期：公司持续加速推进东北亚国际航运枢纽中心建设，增加集装箱航线，若后续东南亚航线增加不及预期，或影响远期集装箱吞吐量增长潜力。

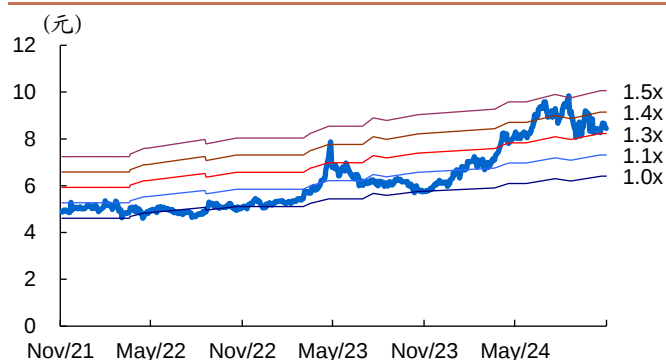
港口收费政策出现变动：港口收费政策受国家宏观调控，若收费政策出现大幅调整，公司经营或受到影响。

图 42：青岛港历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 43：青岛港历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	13878	14791	17027	19992	23135
现金	9183	10934	13048	15873	18883
交易性投资	1000	285	285	285	285
应收票据	96	84	87	90	93
应收款项	2016	1952	2019	2095	2168
其它应收款	853	668	691	717	742
存货	54	52	53	56	57
其他	675	817	845	877	908
非流动资产	43598	45454	46590	47683	48733
长期股权投资	12888	14046	14046	14046	14046
固定资产	22184	23728	25191	26576	27888
无形资产商誉	3282	3141	2827	2544	2290
其他	5245	4540	4527	4517	4510
资产总计	57476	60246	63617	67676	71869
流动负债	8687	8554	8086	8213	8326
短期借款	269	126	0	0	0
应付账款	2470	2788	2887	3002	3104
预收账款	283	321	332	346	357
其他	5665	5319	4866	4866	4865
长期负债	7512	7153	7153	7153	7153
长期借款	1543	1792	1792	1792	1792
其他	5970	5361	5361	5361	5361
负债合计	16199	15707	15239	15366	15479
股本	6491	6491	6491	6491	6491
资本公积金	11878	11735	11735	11735	11735
留存收益	19030	22051	25273	28560	31970
少数股东权益	3877	4262	4880	5524	6193
归属于母公司所有者权益	37400	40277	43499	46786	50196
负债及权益合计	57476	60246	63617	67676	71869

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6233	6151	5543	5710	5890
净利润	5247	5518	5740	5980	6214
折旧摊销	1200	1318	1578	1621	1664
财务费用	(95)	239	29	(8)	(32)
投资收益	(1436)	(1571)	(1792)	(1871)	(1937)
营运资金变动	1372	594	(13)	(14)	(21)
其它	(56)	54	2	2	2
投资活动现金流	(795)	(1984)	(922)	(844)	(778)
资本支出	(2957)	(2714)	(2715)	(2715)	(2715)
其他投资	2161	730	1792	1871	1937
筹资活动现金流	(4692)	(3052)	(2508)	(2040)	(2103)
借款变动	(3176)	(438)	(579)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(399)	(144)	0	0	0
股利分配	(1664)	(1748)	(1900)	(2049)	(2134)
其他	547	(722)	(29)	8	32
现金净增加额	745	1115	2114	2826	3009

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19263	18173	18791	19502	20181
营业成本	13206	11702	12118	12600	13029
营业税金及附加	145	149	154	160	166
营业费用	107	76	79	82	85
管理费用	952	1037	1072	1113	1152
研发费用	111	105	109	113	117
财务费用	(184)	109	29	(8)	(32)
资产减值损失	(9)	41	0	0	0
公允价值变动收益	8	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	202	146	146	146	146
投资收益	1434	1570	1646	1725	1791
营业利润	6560	6753	7022	7314	7602
营业外收入	8	41	41	41	41
营业外支出	13	5	5	5	5
利润总额	6556	6790	7059	7351	7639
所得税	1309	1272	1319	1371	1425
少数股东损益	722	594	618	644	669
归属于母公司净利润	4525	4923	5121	5336	5544

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	20%	-6%	3%	4%	3%
营业利润	13%	3%	4%	4%	4%
归母净利润	14%	9%	4%	4%	4%
获利能力					
毛利率	31.4%	35.6%	35.5%	35.4%	35.4%
净利率	23.5%	27.1%	27.3%	27.4%	27.5%
ROE	12.5%	12.7%	12.2%	11.8%	11.4%
ROIC	11.3%	11.4%	11.0%	10.6%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	28.2%	26.1%	24.0%	22.7%	21.5%
净负债比率	4.4%	3.9%	2.8%	2.6%	2.5%
流动比率	1.6	1.7	2.1	2.4	2.8
速动比率	1.6	1.7	2.1	2.4	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	146.3	221.3	230.7	231.2	230.6
应收账款周转率	9.6	8.8	9.1	9.1	9.1
应付账款周转率	5.1	4.5	4.3	4.3	4.3
每股资料(元)					
EPS	0.70	0.76	0.79	0.82	0.85
每股经营净现金	0.96	0.95	0.85	0.88	0.91
每股净资产	5.76	6.20	6.70	7.21	7.73
每股股利	0.27	0.29	0.32	0.33	0.34
估值比率					
PE	12.1	11.1	10.7	10.3	9.9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.3	7.7	7.2	6.9	6.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。