

2024年12月19日

招商南油 (601975.SH)

投资评级：增持（首次）

——成品油运景气持续，周期红利或将回报股东

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2024年12月18日

收盘价(元)	3.12
一年内最高/最低(元)	4.11/2.68
总市值(百万元)	14,981.79
流通市值(百万元)	14,981.79
总股本(百万股)	4,801.86
资产负债率(%)	17.69
每股净资产(元/股)	2.18

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **远东成品油运输佼佼者。**招商南油是以油品运输为核心业务的航运公司，具备“油化气协同、内外贸兼营、江海洋直达、差异化发展”的业务格局。公司实行“专业化、差异化、领先化”的发展战略，外贸成品油运输业务规模位居远东第一，内贸原油运输业务规模位居国内第二，化学品运力规模位居国内前列，乙烯运输业务为国内独家经营。
- **供给紧张支撑成品油运景气持续。**需求端：地缘冲突导致航线重构，刺激成品油运输需求。红海绕行目前暂无解决进展，预计将长期持续，影响成品油海运量约8.6%，叠加俄乌冲突、影子船队制裁等其他政治要素，预计将长期支撑运量需求。加上全球炼厂产能预计将继续保持东移趋势，亚太地区或将成为主要增量地区，客观情况下会长期利好远洋海运。供给端：船队老龄化使供给增量受限，以MR船型为例，我们预计超过20年的老船和15-19年的老化船分别占比14%和30%，将远高于在手订单新船占比（13%），新船难补老船空缺，船队运力增长缓慢。叠加环保法规出清，成品油轮船队目前环保表现不佳，预计被迫减速运营，进一步拖累船队运力，长期来看利好成品油运。
- **盈利预测与评级：**招商南油是亚洲成品油运输龙头，拥有远东最大MR成品油船队。在成品油运处于持续景气的背景下，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为21.02/21.93/22.45亿元，同比增速分别为35.00%/4.31%/2.40%，当前股价对应的PE分别为7.13/6.83/6.67倍，首次覆盖，考虑到成品油轮景气度持续，给予“增持”评级。
- **风险提示。**成品油贸易需求不及预期；老船淘汰不及预期；成品油轮订单量超预期增长；汇率波动风险；地缘政治风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,264	6,197	7,049	7,336	7,512
同比增长率（%）	62.20%	-1.08%	13.75%	4.08%	2.41%
归母净利润（百万元）	1,434	1,557	2,102	2,193	2,245
同比增长率（%）	383.67%	8.59%	35.00%	4.31%	2.40%
每股收益（元/股）	0.30	0.32	0.44	0.46	0.47
ROE（%）	19.38%	17.30%	18.93%	16.49%	14.45%
市盈率（P/E）	10.45	9.62	7.13	6.83	6.67

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

招商南油是亚洲成品油运输龙头，拥有远东最大 MR 成品油船队。在成品油运处于持续景气的背景下，我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别为 21.02/21.93/22.45 亿元，同比增速分别为 35.00%/4.31%/2.40%，当前股价对应的 PE 分别为 7.13/6.83/6.67 倍，首次覆盖，考虑到成品油轮景气度持续，给予“增持”评级。

关键假设

1. 油品运输业务：预计油品运输业务收入随着油运运价上升而稳步提升。我们预计 2024 ~ 2026 年油品运输业务收入分别为 66.58/69.07/70.40 亿元，同比 +13.98%/+3.73%/+1.93%，归母净利润分别为 20.87/21.76/22.26 亿元，同比 +34.97%/+4.26%/+2.33%；

2. 其他业务：我们预计 2024 ~ 2026 年其他业务收入分别为 3.90/4.29/4.72 亿元，同比 +10%/+10%/+10%，归母净利润分别为 0.15/0.17/0.19 亿元，同比 +40.46%/+11.53%/+11.44%。

投资逻辑要点

招商南油是亚洲成品油运输龙头，拥有远东最大 MR 内贸成品油船队。我们预计 2024–2026 年成品油运市场景气度仍处高位，公司有望继续享受周期红利，市场估值有修复空间。国内外同行持续分红，外加国家政策鼓励，或可期待公司在历史遗留问题解决后的分红。若参考国内同行中远海能分红比例，公司或将在未来三年每年分红达 10 亿元，对应股息率约 6%。

核心风险提示

成品油贸易需求不及预期；老船淘汰不及预期；成品油轮订单量超预期增长；汇率波动风险；地缘政治风险。

内容目录

1. 远东成品油运输佼佼者	6
1.1. 公司情况	6
1.2. 船队建设	7
1.3. 主营业务	8
1.4. 经营情况	9
2. 供给紧张支撑成品油运景气持续	11
2.1. 油运产业链	11
2.2. 市场复盘与展望	12
3. 盈利预测与评级	18
3.1. 核心假设	18
3.2. 盈利预测与投资	19
4. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构, 招商局集团为实际控制人.....	6
图表 3: 油品、化学品和气体运输的经营模式可分为 4 类.....	7
图表 4: 船队规模持续扩大.....	7
图表 5: 公司业务量稳步上升.....	7
图表 6: 公司船队结构.....	7
图表 7: 公司内外贸兼营, 内贸稳定发展, 外贸贡献弹性 (单位: 百万元)	8
图表 8: 油品运输是公司核心业务 (单位: 百万元)	8
图表 9: 油品运输贡献毛利润超八成 (单位: 百万元)	8
图表 10: 油品、化工品、乙烯运输毛利率相对稳定.....	9
图表 11: 公司为全球第六大 MR 船东.....	9
图表 12: 财务费用逐年降低 (单位: 百万元)	10
图表 13: 财务费用率逐年降低.....	10
图表 14: 与国内外同行相比, 公司股东回报仍有提升空间.....	10
图表 15: 公司现金流表现稳定 (单位: 亿元)	11
图表 16: 未分配利润于 2024 上半年转正 (单位: 亿元)	11
图表 17: 产业链: 石油公司→油运公司→炼化厂, 公司的客户端相对集中.....	11
图表 18: 成品油轮船型可分为五类.....	12
图表 19: 成品油运输主要在区域市场, 亚欧各自形成相对独立市场.....	12
图表 20: 成品油运输运价指数 BCTI 和 TC7 呈周期性波动.....	12
图表 21: 成品油东油西运利好需求, 供给增量对冲船队更新, 市场景气度仍处高位... ..	13
图表 22: 成品油轮老龄化趋势明显, 新船订单有限.....	13
图表 23: 成品油轮 15+ 的老龄船占比较大.....	13
图表 24: 未来三年交付新船难满足存量老旧船更新需求.....	14
图表 25: 成品油轮船队更新缺口仍然可观.....	14
图表 26: 成品油轮环保压力较大, 预计被迫减速运营.....	14
图表 27: 美、欧炼厂产能逐步削减, 中东、亚洲炼厂产能增加.....	15
图表 28: 中国以及亚洲其他区域炼油产能在 2023-2030 年贡献主要增量.....	15
图表 29: 美国成品油库存处于 2019 年来低位.....	16

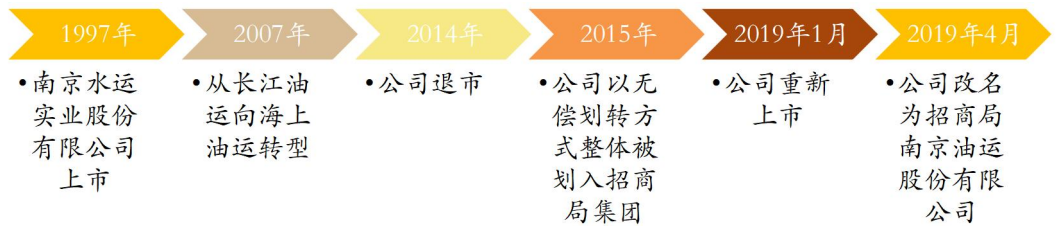
图表 30: 原红海航线与绕行后航线示意地图及航距变化	16
图表 31: 成品油轮在亚丁湾通过量大幅减少, 在好望角通过量增加	16
图表 32: 绕行好望角提高成品油运力需求	17
图表 33: 俄乌冲突、对俄制裁、红海绕行, 连续事件支撑成品油轮收益上行	17
图表 34: MR 即期运价虽有波动, 但供需差支撑期租租金在高位震荡	18
图表 35: 招商南油估值模型核心假设	18

1. 远东成品油运输佼佼者

1.1. 公司情况

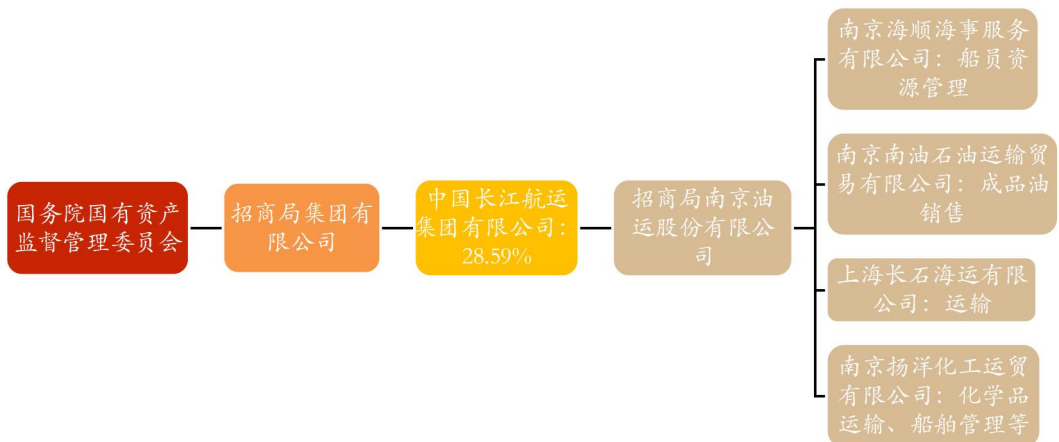
招商南油是涅槃重生的中小船型液货运输服务商。招商局南京油运股份有限公司前身为南京水运实业股份有限公司，1997年上市，简称“长航油运”。2007年，公司为应对沿江管道冲击，从长江油运向海上油运转型。2014年，公司由于巨额亏损退市。2015年，公司以无偿划转方式整体被划入招商局集团，成为招商局集团的全资子公司，招商局集团成为实际控制人，最终控制人仍为国务院国资委。2019年1月，公司重新上市，4月改名为“招商局南京油运股份有限公司”，企业和股票简称同步变更为“招商南油”。公司以招商局的强大背景为支撑，花费大量精力和成本，成为远东地区成品油运输服务的佼佼者。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：公司股权结构，招商局集团为实际控制人

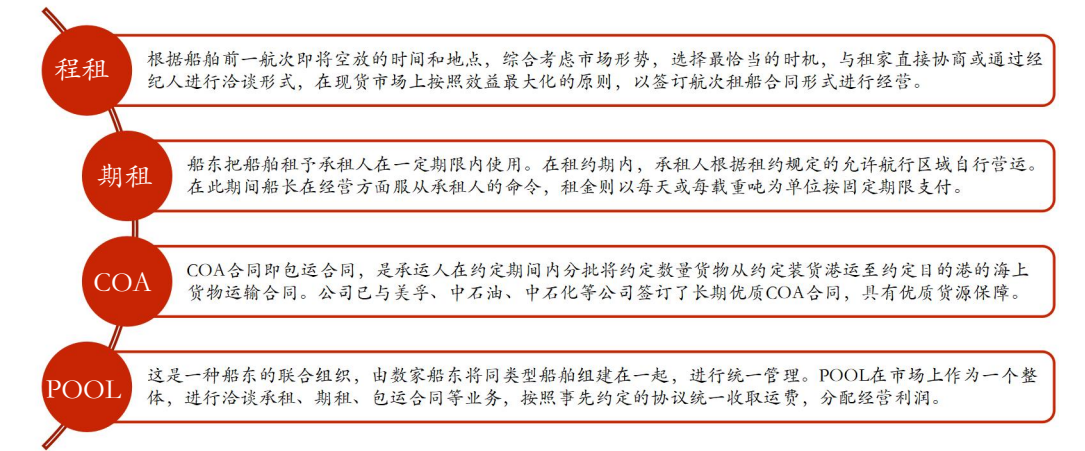


注：数据截至 2024 年 12 月

资料来源：iFinD，华源证券研究所

公司主要从事内外贸油品、化学品和气体运输业务。主要采取程租、期租、COA 及参与市场联营体运作（POOL）的经营模式。

图表 3：油品、化学品和气体运输的经营模式可分为 4 类

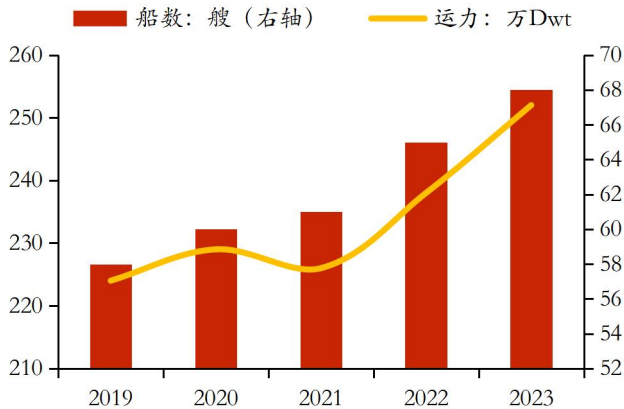


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 船队建设

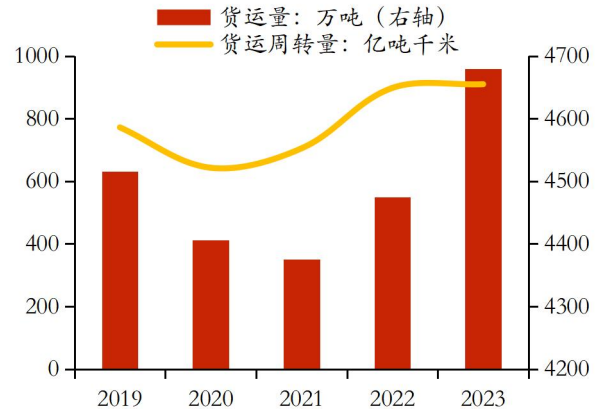
优化运力结构，提升市场竞争力。2020-2023 年，公司船队规模持续扩大，助推外贸发展，货运周转量从 643 亿吨千米增长至 910 亿吨千米，创历史新高，提升了市场竞争力。

图表 4：船队规模持续扩大



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司业务量稳步上升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司船队结构

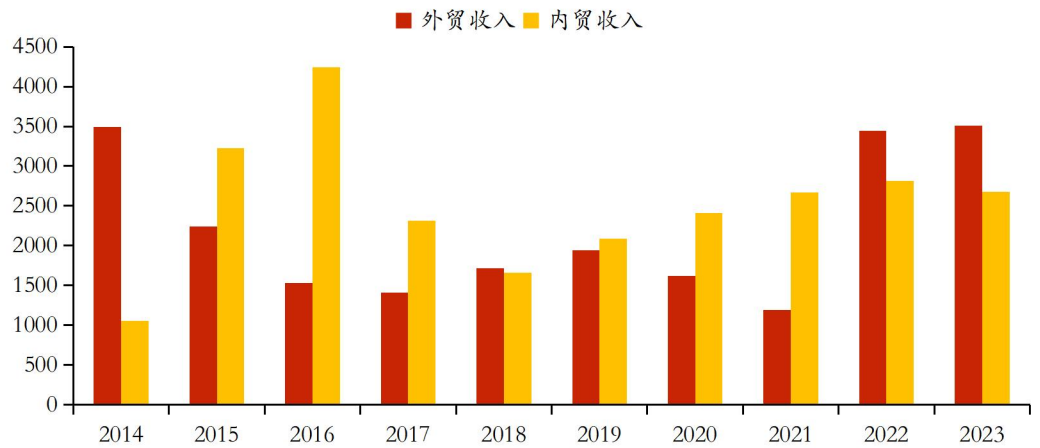
业务类型	船型	数量
原油运输	Panamax	2
	MR	14
	Handysize	4
成品油运输	MR	20
化学品运输	Chemical	13
气体运输	Ethylene	3

资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.3. 主营业务

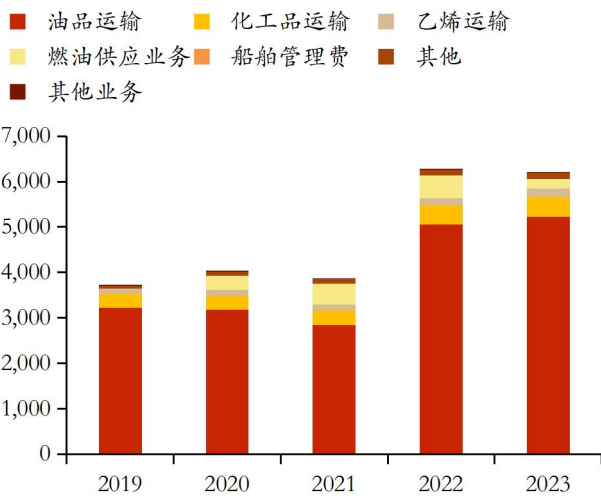
招商南油具备“油化气协同、内外贸兼营、江海洋直达、差异化发展”的业务格局。公司实施“专业化、差异化、领先化”的发展战略，立足于液货运输，聚焦于原油、成品油、化学品、气体运输等具有相对优势的市场领域，同时拓展船员劳务、燃油供应等相关业务。多元化业务模式增强了公司的核心竞争力、抵御风险和穿越周期的能力。

图表 7：公司内外贸兼营，内贸稳定发展，外贸贡献弹性（单位：百万元）



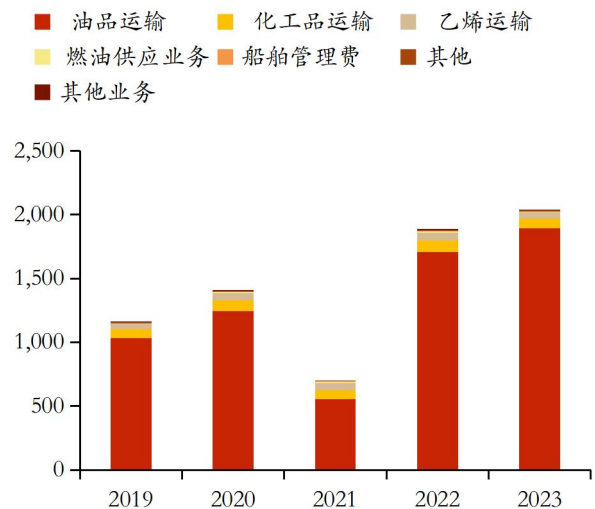
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：油品运输是公司核心业务（单位：百万元）



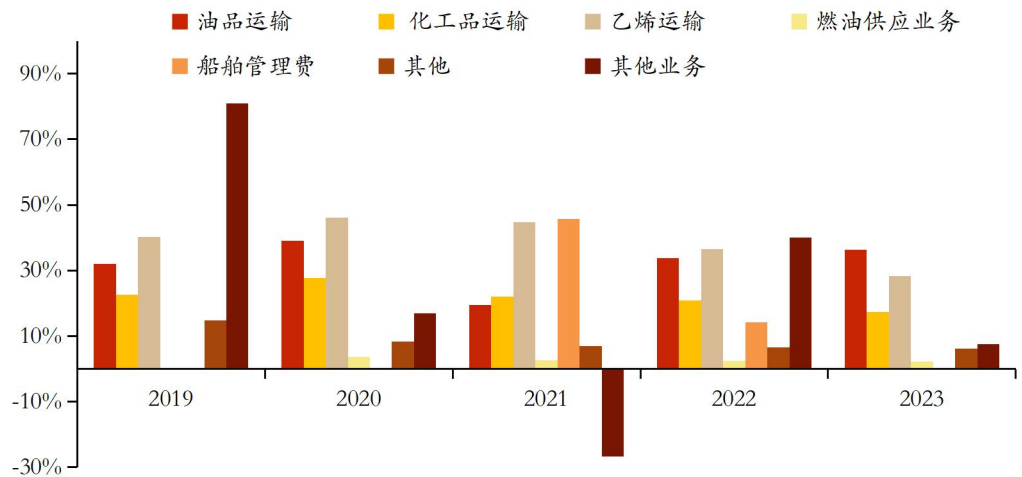
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：油品运输贡献毛利润超八成（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：油品、化工品、乙烯运输毛利率相对稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究所

招商南油在远东成品油运输市场领先，油品运输是支柱业务。公司运营最多的船型是 MR 成品油船，其 MR 船队在国内及苏伊士运河以东区域规模占据优势地位，在远东地区成品油运输市场领先。2023 年油品运输收入贡献 52.24 亿元，毛利占比 93%，是公司的主要收入来源。

图表 11：公司为全球第六大 MR 船东

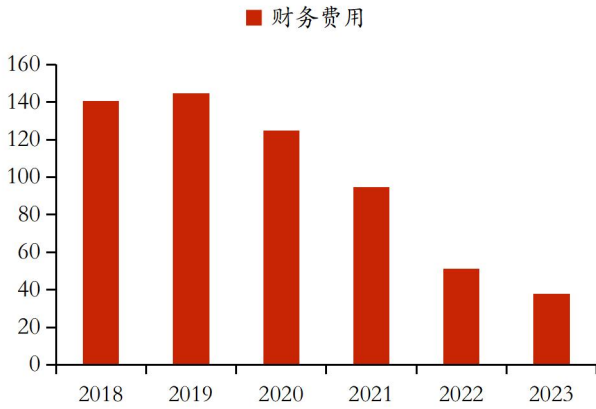
公司	MR 运力 (Dwt)	MR 数量 (艘)
Scorpio Tankers	3162967	67
Sinokor Merchant	2742054	55
TORM A/S	2630345	53
Hafnia Limited	2494471	51
Intl Seaways	1898076	38
CMG Nanjing Tanker	1828528	40
COSCO Shpg Energy	1620553	35
Sovcomflot	1377141	30
Spring Marine Mgmt	906025	20
CDB Leasing	897953	18

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

1.4. 经营情况

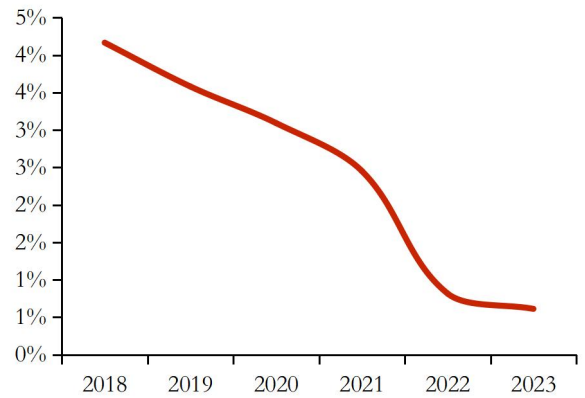
优化财务费用率，提升盈利能力。2018–2023 年，随着有息负债规模的持续缩减，公司财务费用率逐步下降，治理水平和盈利能力明显提升。

图表 12: 财务费用逐年降低 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 13: 财务费用率逐年降低



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

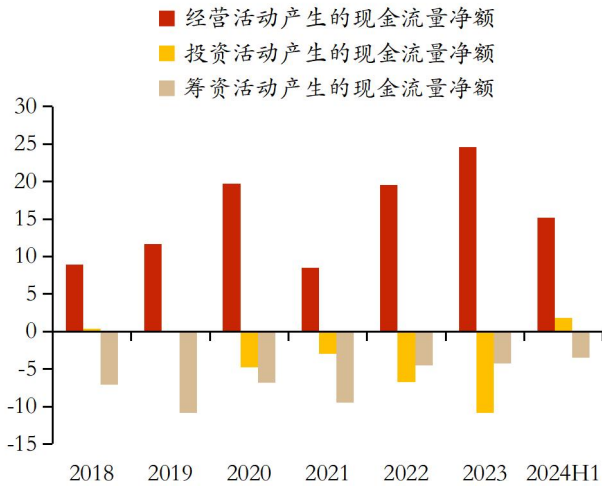
国内外同行持续分红, 外加国家政策鼓励, 或可期待公司在历史遗留问题解决后的分红。一方面, 公司现金流表现较为稳定, 未分配利润已于 2024 上半年转正, 具备分红能力。另一方面, 2024 年初, 国务院国资委就部署开展提质增效稳增长专项行动, 着力提高央企控股上市公司质量, 强化投资者回报。作为央企控股上市公司, 公司有望在 2024 年加大力度回馈股东。

图表 14: 与国内外同行相比, 公司股东回报仍有提升空间

公司	回购比例		分红比例	
	2022	2023	2022	2023
招商南油	--	1.05 %	--	--
Scorpio Tankers	6.70%	16.26%	4.64%	12.83%
中远海能	--	--	49.10%	49.84%
International Seaways	1.39%	0.75%	42.45%	48.75%

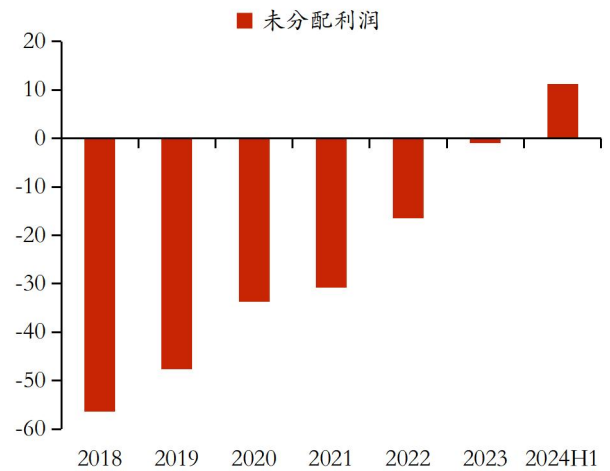
资料来源: 公司公告, Wind, 华源证券研究所

图表 15: 公司现金流表现稳定 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 16: 未分配利润于 2024 上半年转正 (单位: 亿元)



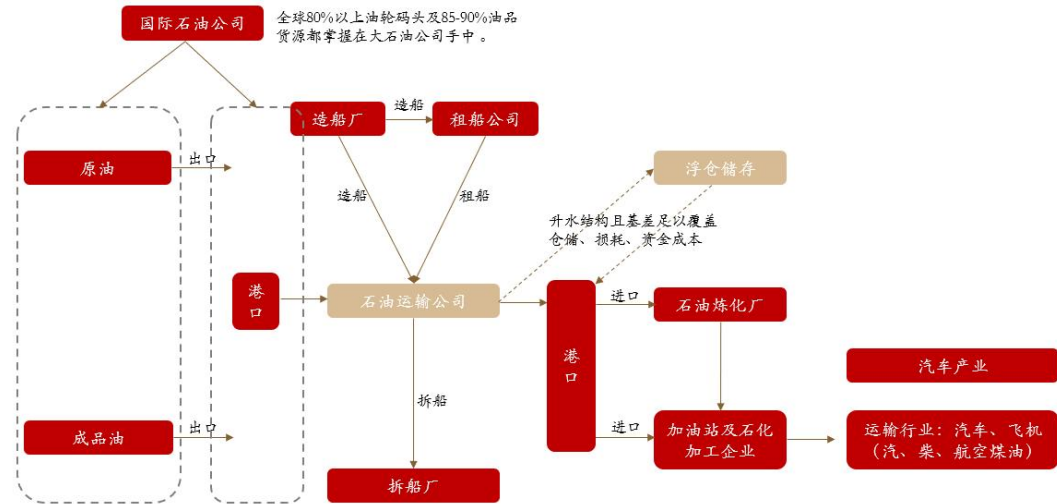
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

2. 供给紧张支撑成品油运景气持续

2.1. 油运产业链

成品油运产业链主要包括三个部分。上游为油田勘探与开采以及原油进口; 中游为石油炼化加工为成品油; 下游为成品油消费。

图表 17: 产业链: 石油公司→油运公司→炼化厂, 公司的客户端相对集中



资料来源: 《Maritime Economics》Martin Stopford, 国际财经时报网, 华源证券研究所

按照载重吨不同, 成品油轮可分为: 小型油轮、Handy 型、MR 型、LR1 型和 LR2 型。成品油运输品类复杂, 主要在区域市场, 亚欧各自形成相对独立市场。

图表 18：成品油轮船型可分为五类



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 19：成品油运输主要在区域市场，亚欧各自形成相对独立市场

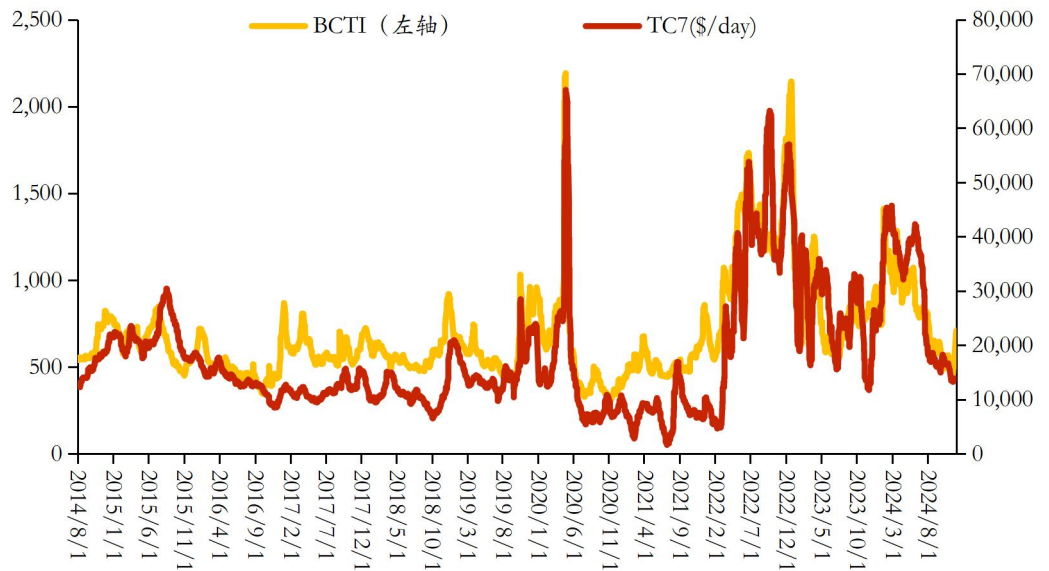


资料来源：Baltic Exchange，华源证券研究所

2.2. 市场复盘与展望

油运是由供需主导的周期性行业，运价弹性大。受到全球宏观周期、原油库存、地缘政治、新船建造周期长的影响，运价呈周期性波动。成品油运输市场从 2022 年复苏，仍处于景气区间。

图表 20：成品油运输运价指数 BCTI 和 TC7 呈周期性波动



注：数据截至 2024 年 11 月

资料来源：iFinD，克拉克森，华源证券研究所

成品油运市场展望：东油西运利好需求，供给增量对冲船队更新，市场景气度仍处高位。
需求端：我们预测红海事件影响将持续利好成品油市场需求至 24 年 Q4，加上石油需求和炼油能力的增加，使得成品油运量需求自 2022 年开始连续 3 年增长趋势强劲，而后 2025 年运

量需求趋于平稳；供给端：我们预测 2025 年成品油运力将增长 5.60%，大笔存量订单释放供给压力。

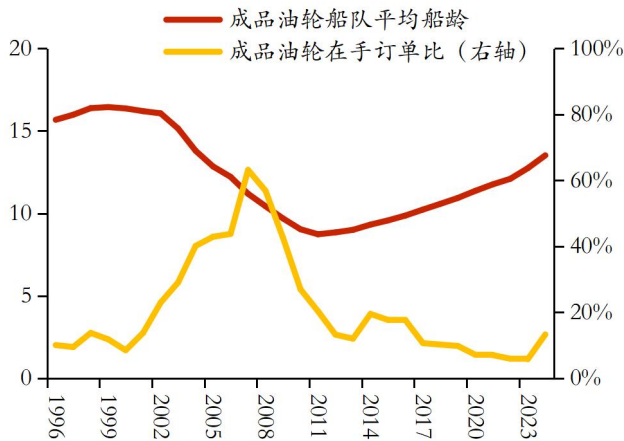
图表 21：成品油东油西运利好需求，供给增量对冲船队更新，市场景气度仍处高位

		百万 Dwt					预测	
		2022	2023	2024F	2025F	2026F	2025%	2026%
海运运量需求	LR2	25.7	29	32.6	34.2	35.5	5.00%	3.70%
	LR1	18.6	19.7	20.6	20.6	20.7	0.10%	0.50%
	MR/Handy/SR	59.9	61.3	63.4	65.1	66.6	2.70%	2.30%
	总需求	104.2	110	116.6	120	122.8	2.90%	2.40%
	yoy	4.00%	5.60%	6.00%	2.90%	2.40%		
成品油轮运力	LR2	44.9	47.9	50	55.8	61.4	11.60%	10.20%
	LR1	27.7	27.3	27.7	28.4	29.6	2.50%	4.40%
	MR/Handy/SR	101.7	103.1	104.2	107.9	113.0	3.60%	4.70%
	总运力	174.3	178.4	181.9	192.1	204.1	5.60%	6.20%
	yoy	2.60%	2.30%	1.90%	5.60%	6.20%		

资料来源：克拉克森，华源证券研究所（F代表预测值）

船队老龄化使供给增量受限。经历 2022 年市场景气度提升后，成品油轮订单有所增加，但船队老龄化促使船东采用低速航行，航行时间增加，运力供给能力降低。根据克拉克森，截至 2024 年 11 月，MR 船型的在手订单占比（按 Dwt 计算）为 13%。而超过 20 年的老船和 15-19 年的老化船分别占比 14%和 30%，远高于在手订单新船的数量。

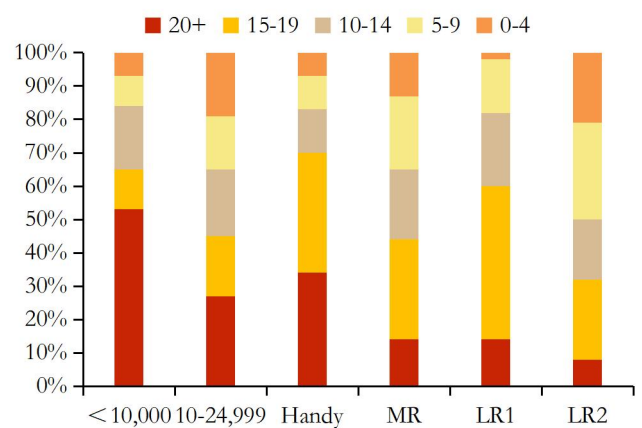
图表 22：成品油轮老龄化趋势明显，新船订单有限



注：数据截至 2024 年 11 月

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

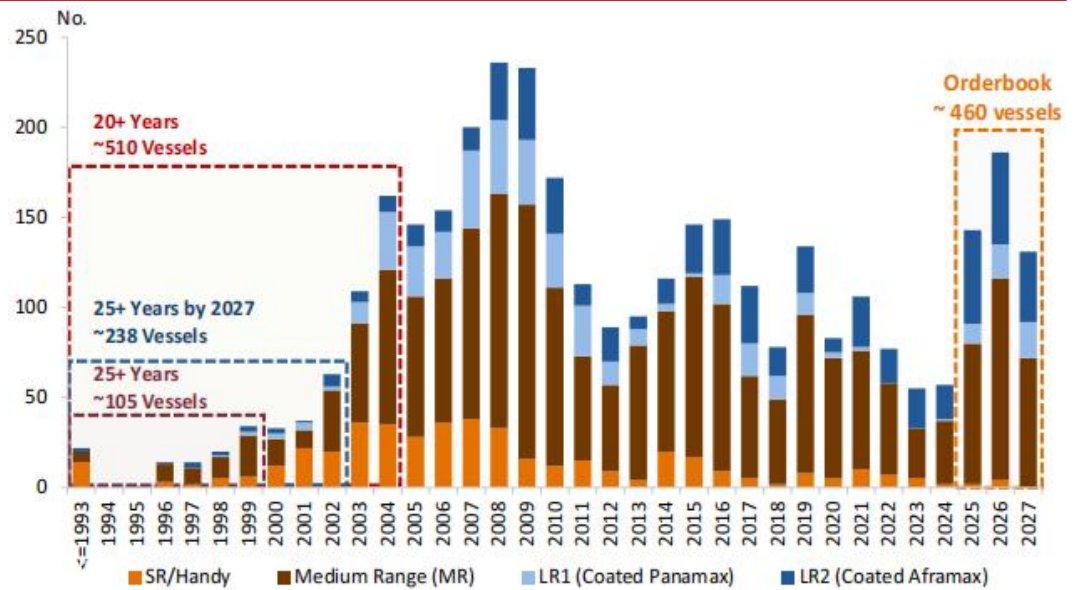
图表 23：成品油轮 15+ 的老龄船占比较大



注：数据截至 2024 年 11 月

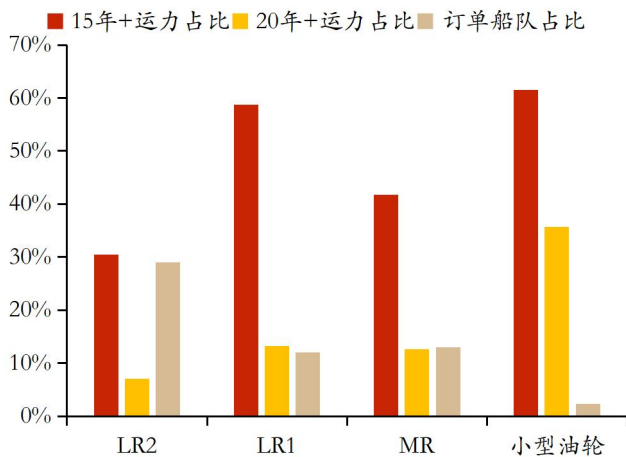
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 24：未来三年交付新船难满足存量老旧船更新需求



资料来源：Hafnia，华源证券研究所

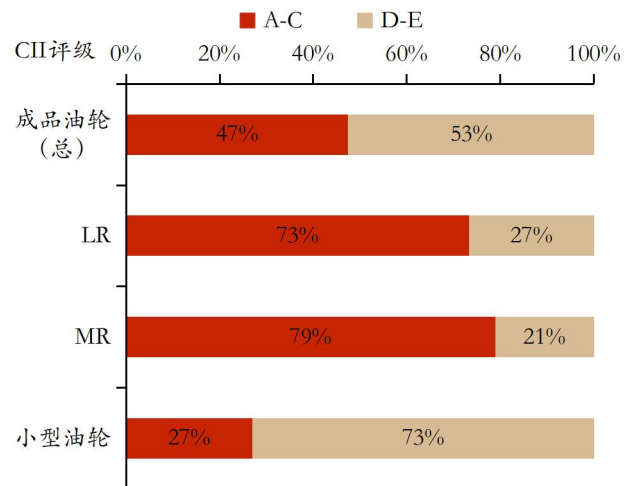
图表 25：成品油轮船队更新缺口仍然可观



注：数据截至 2024 年 10 月

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

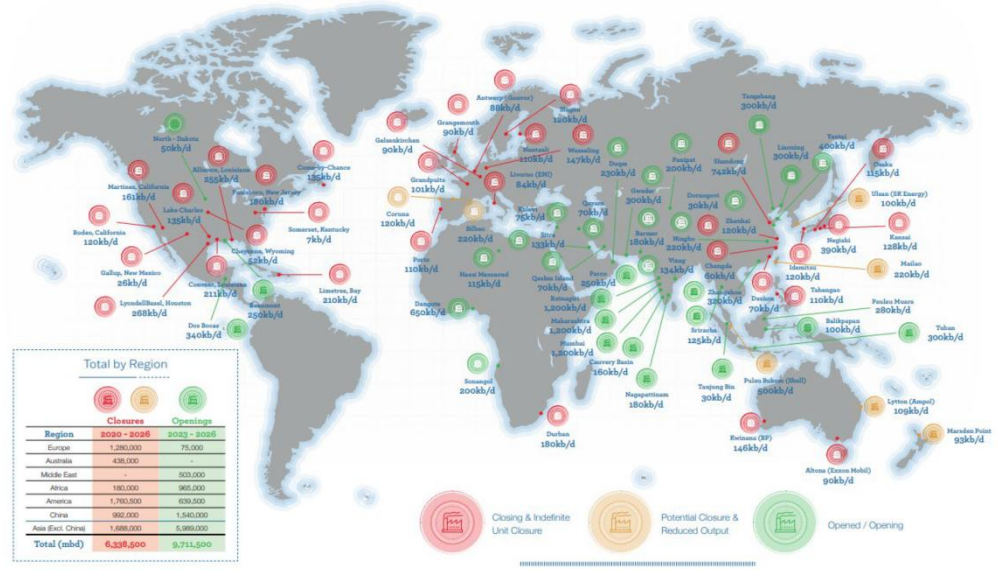
图表 26：成品油轮环保压力较大，预计被迫减速运营



资料来源：VesselsValue，华源证券研究所

全球炼厂产能呈现东移趋势，客观情况下会长期利好远洋海运需求。2020-2023 年，发达国家为追求低碳环保，关停大量炼厂，使得全球炼厂产能分布不均，中国、印度、中东炼厂贡献较多。炼厂东移使得成品油运输航线运距拉长，远洋海运需求会长期受益。

图表 27：美、欧炼厂产能逐步削减，中东、亚洲炼厂产能增加

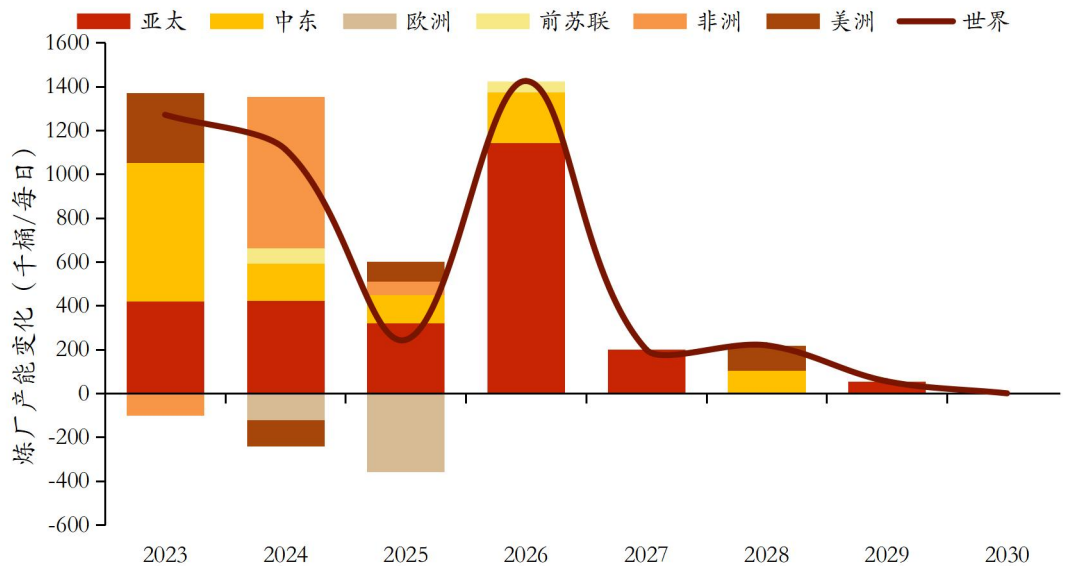


注：数据截至 2024 年 Q2

资料来源：Ardmoreshipping 公司公告，华源证券研究所

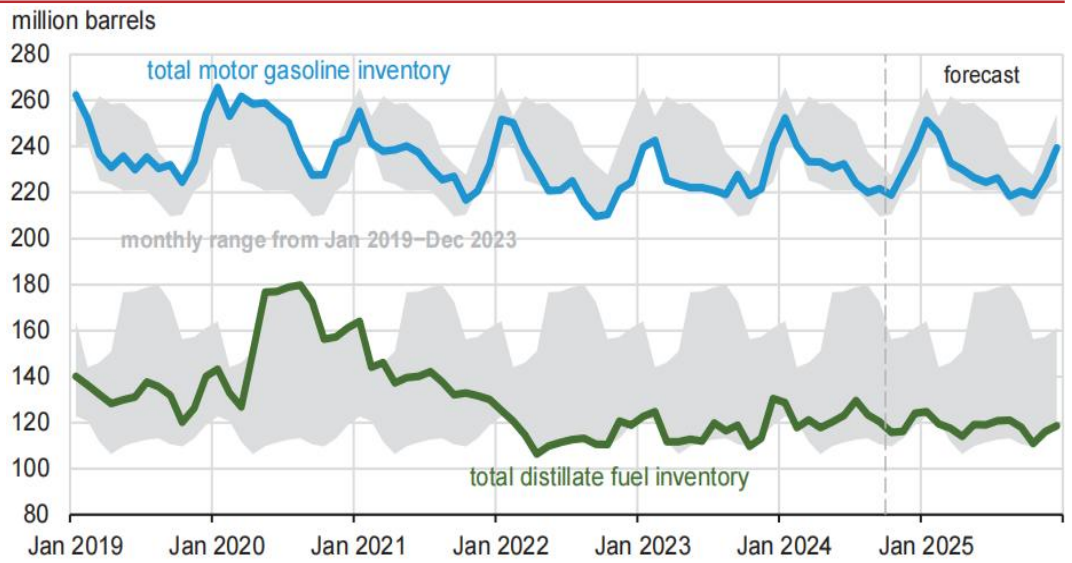
炼厂产能东移趋势将在未来持续，亚太炼能增量利好区域内成品油贸易。展望中长期成品油贸易格局，IEA 预计全球炼厂产能增长将在 2026 年后放缓，以印度和中国为主的亚太地区将为主要增量。

图表 28：中国以及亚洲其他区域炼油产能在 2023-2030 年贡献主要增量



资料来源：IEA，华源证券研究所

图表 29：美国成品油库存处于 2019 年来低位



资料来源：EIA，华源证券研究所

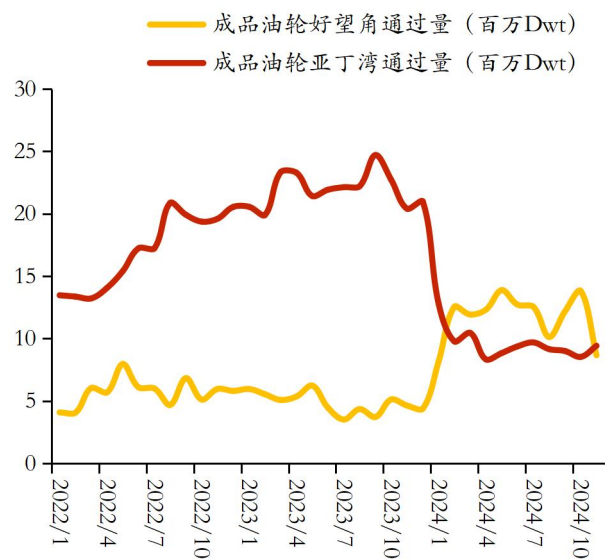
地缘冲突后航线重构，刺激成品油运输需求。红海紧张局势带来供应风险，显著增加航行时间。原先通过红海与曼德海峡的航线将不得不选择绕行好望角，大幅提高了运输时间及成本，运力需求也随之提升。通过红海航线的成品油海运贸易量占全球成品油海运贸易的 19%。考虑有 57% 绕航，绕航对成品油海运需求影响约为 8.6%。中东局势前景尚不明朗，红海绕行短期内暂无解决的进展，或将长时间持续，支撑运力需求。

图表 30：原红海航线与绕行后航线示意地图及航距变化



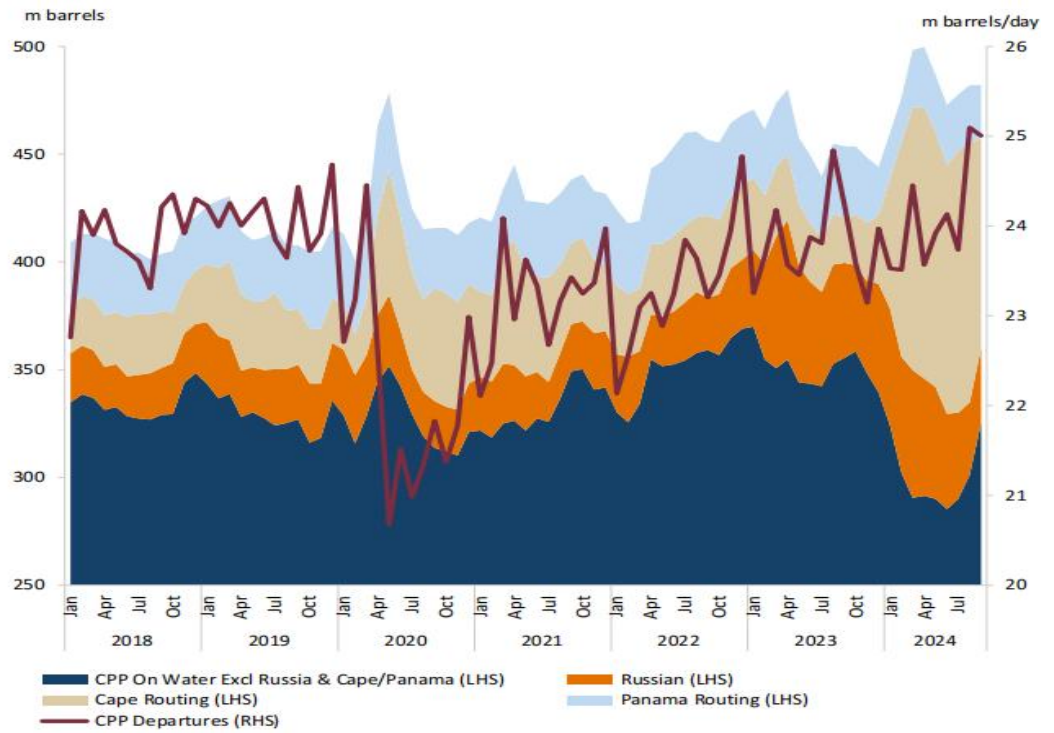
资料来源：调度宝，BalticExchange，华源证券研究所

图表 31：成品油轮在亚丁湾通过量大幅减少，在好望角通过量增加



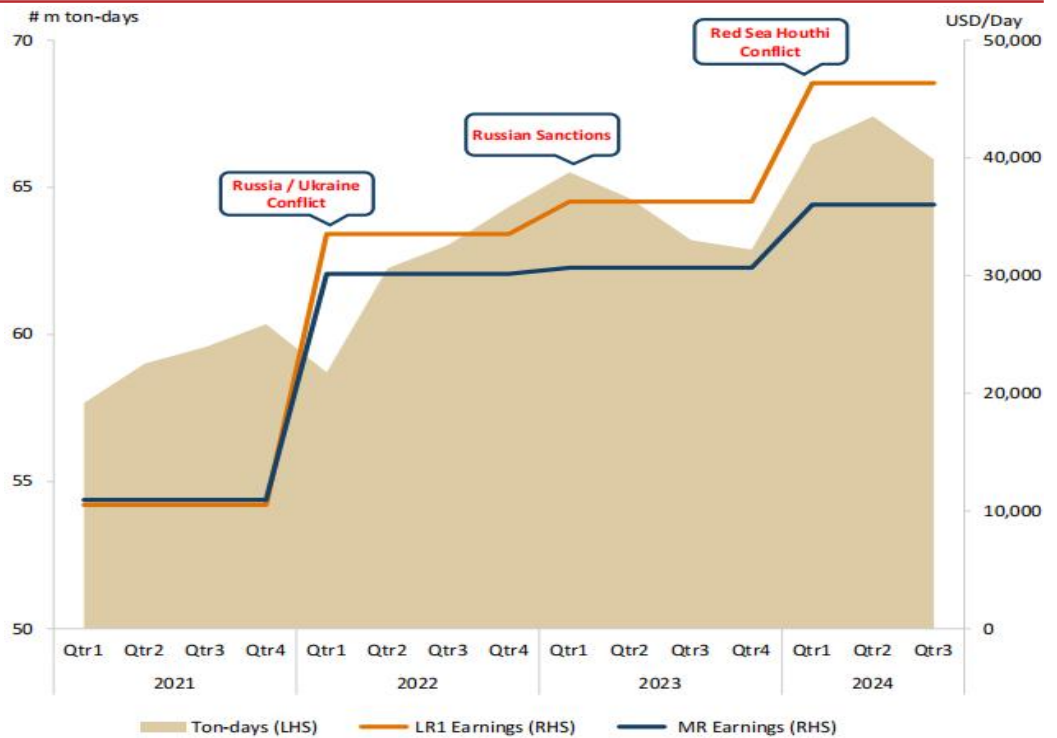
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 32：绕行好望角提高成品油运力需求



资料来源：Hafnia, Vortexa, EA, 华源证券研究所

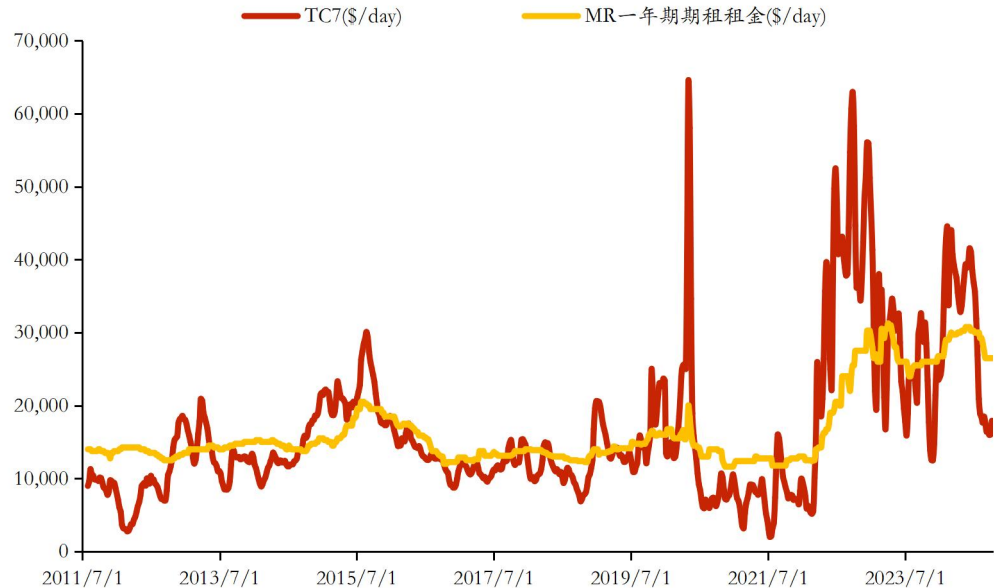
图表 33：俄乌冲突、对俄制裁、红海绕行，连续事件支撑成品油轮收益上行



资料来源：Hafnia, 华源证券研究所

供给增量对冲船队更新，成品油运价将保持在高位震荡。全球炼厂东移和地缘冲突使航线重构，长距离贸易需求继续增长；船队老龄化制约供给增量，供给紧张将支撑市场景气度持续。

图表 34：MR 即期运价虽有波动，但供需差支撑期租租金在高位震荡



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设

1. 油品运输业务：预计油品运输业务收入随着油运运价上升而稳步提升。我们预计 2024 ~ 2026 年油品运输业务收入分别为 66.58/69.07/70.40 亿元，同比+13.98%/+3.73%/+1.93%，归母净利润分别为 20.87/21.76/22.26 亿元，同比+34.97%/+4.26%/+2.33%；

2. 其他业务：我们预计 2024 ~ 2026 年其他业务收入分别为 3.90/4.29/4.72 亿元，同比+10%/+10%/+10%，归母净利润分别为 0.15/0.17/0.19 亿元，同比+40.46%/+11.53%/+11.44%。

图表 35：招商南油估值模型核心假设

亿元	2024E	2025E	2026E
营业收入	70.49	73.36	75.12
yoy	13.75%	4.08%	2.41%
运输业务	66.58	69.07	70.40
yoy	13.98%	3.73%	1.93%

其他业务	3.90	4.29	4.72
yoy	10.00%	10.00%	10.00%
归母净利润	21.02	21.93	22.45
yoy	35.00%	4.31%	2.40%
运输业务	20.87	21.76	22.26
yoy	34.97%	4.26%	2.33%
其他业务	0.15	0.17	0.19
yoy	40.46%	11.53%	11.44%

资料来源：iFind，华源证券研究所

3.2. 盈利预测与投资

招商南油是亚洲成品油运输龙头，拥有远东最大 MR 内贸成品油船队。我们预计 2024–2026 年成品油运市场景气度持续，公司业绩将持续景气。我们预计招商南油 2024–2026 年营业收入分别为 70.49、73.36 与 75.12 亿元，归母净利润分别为 21.02、21.93 与 22.45 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 7.13、6.83、6.67 倍，首次覆盖，考虑到成品油轮景气度持续，给予“增持”评级。

4. 风险提示

- 1) 成品油贸易需求不及预期：**成品油轮运输市场受到宏观经济和全球通胀压力的拖累，需求端增长空间有限。
- 2) 老船淘汰不及预期：**成品油轮船队逐渐老龄化，老船拆解推迟会影响运力供给能力。
- 3) 成品油轮订单量超预期增长：**成品油轮订单量激增会使船队运力在未来供过于求。
- 4) 汇率波动风险：**人民币美元汇率波动会影响公司利润和业绩。
- 5) 地缘政治风险：**国际地缘政治局势紧张，海上运输线路受阻，可能导致成品油运输市场运力紧张和运价波动。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,071	5,276	7,442	9,574
应收票据及账款	736	971	1,010	1,035
预付账款	4	11	11	11
其他应收款	46	90	94	96
存货	336	368	386	398
其他流动资产	21	33	34	35
流动资产总计	4,214	6,749	8,978	11,149
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	7,158	6,836	6,700	6,740
在建工程	21	414	607	600
无形资产	9	6	4	3
长期待摊费用	229	114	0	0
其他非流动资产	18	22	25	28
非流动资产合计	7,433	7,392	7,336	7,370
资产总计	11,648	14,141	16,313	18,519
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	300	387	406	419
其他流动负债	545	934	979	1,010
流动负债合计	845	1,321	1,384	1,429
长期借款	1,627	1,527	1,427	1,327
其他非流动负债	26	26	26	26
非流动负债合计	1,653	1,553	1,453	1,353
负债合计	2,498	2,874	2,838	2,782
股本	4,853	4,802	4,802	4,802
资本公积	4,053	4,104	4,104	4,104
留存收益	96	2,198	4,391	6,636
归属母公司权益	9,002	11,104	13,297	15,542
少数股东权益	148	163	179	196
股东权益合计	9,149	11,267	13,476	15,738
负债和股东权益合计	11,648	14,141	16,313	18,519

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	1,568	2,097	2,188	2,240
折旧与摊销	651	646	662	570
财务费用	38	14	-24	-61
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	158	147	1	4
其他经营现金流	45	9	9	10
经营性现金净流量	2,460	2,912	2,835	2,764
投资性现金净流量	-1,087	-593	-593	-593
筹资性现金净流量	-425	-114	-76	-39
现金流量净额	978	2,205	2,166	2,131

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,197	7,049	7,336	7,512
营业成本	4,162	4,364	4,574	4,721
税金及附加	20	19	19	20
销售费用	37	42	44	45
管理费用	97	111	115	118
研发费用	0	0	0	0
财务费用	38	14	-24	-61
资产减值损失	-13	-14	-15	-15
信用减值损失	0	-1	-2	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	16	16	16	16
其他收益	5	5	5	5
营业利润	1,850	2,504	2,611	2,673
营业外收入	8	4	5	5
营业外支出	0	0	1	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,857	2,508	2,616	2,679
所得税	289	390	407	417
净利润	1,568	2,117	2,209	2,262
少数股东损益	11	15	16	16
归属母公司股东净利润	1,557	2,102	2,193	2,245

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-1.08%	13.75%	4.08%	2.41%
营业利润增长率	8.43%	35.35%	4.29%	2.38%
归母净利润增长率	8.59%	35.00%	4.31%	2.40%
经营现金流增长率	25.69%	18.38%	-2.63%	-2.53%
盈利能力				
毛利率	32.83%	38.08%	37.65%	37.16%
净利率	25.31%	30.04%	30.11%	30.11%
ROE	17.30%	18.93%	16.49%	14.45%
ROA	13.37%	14.86%	13.44%	12.12%
ROIC	20.69%	25.38%	26.41%	26.76%
估值倍数				
P/E	9.62	7.13	6.83	6.67
P/S	2.42	2.13	2.04	1.99
P/B	1.66	1.35	1.13	0.96
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	5	4	3	2

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。