

全球第二大飞机租赁商，充分受益于飞机供给短缺

投资要点

- **事件：公司发布 2025 年半年度业绩预告。**1-6 月公司实现归属于上市公司股东的净利润亏损 18 亿元-24 亿元，扣除非经常性损益后的净利润亏损 21 亿元-27 亿元，基本每股收益亏损 0.2910 元/股-0.3881 元/股。
- **拟出售集装箱业务计提减值。**2025 年 5 月，公司全资子公司 Global Sea Containers Two Limited 与 Typewriter Ascend Ltd 签署《股权购买协议》及相关交易文件，拟向其出售 Global Sea Containers Ltd (GSCL) 100%股权。因 GSCL100%股权的交易价格低于其净资产，需计提商誉减值准备 32-34 亿元。剔除上述商誉减值影响后，公司归属于上市公司股东的净利润预计约为 10-14 亿元，同比增长约 40%-95%。
- **飞机租赁业务延续高景气。**Cirium 数据显示，飞机持续短缺导致飞机市场价值超越基准价值并持续向上，创下历史新高；由于新飞机交付不足，窄体机短缺更为突出，推动市场租金持续攀升，部分机型过去一年涨幅高达 28%。截至 2024 年末，Avolon 机队加权平均年化租金率较上年同期提升约 40BP。2025 年上半年全球航空客运需求保持景气，叠加飞机制造商产能受限等因素，飞机市场价值、租赁费率及续约率维持高位。
- **精准收购，稳固全球市场地位。**报告期内，公司完成 Castlelake Aviation Limited 100%股权交割，并持续推进飞机资产结构优化，飞机机队收益率水平进一步提升，飞机租赁业务利润较上年同期有所增长。截至 2025 年二季度末，Avolon 机队规模为 1076 架，包括自有飞机 599 架、管理飞机 35 架、订单飞机 442 架，服务于全球 60 个国家的 142 家航空公司客户。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 482.3、316、320 亿元，归母净利润分别为-7.8、22.9、26.8 亿元，BPS 分别为 4.82、5.23、5.68 元，对应市净率分别为 0.8、0.7、0.6 倍。给予公司 2025 年 1.0 倍 PB，对应目标价 4.82 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**地缘政治风险，降息不及预期的风险，业务变动风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	38431.26	48226.42	31602.02	31954.89
增长率	14.12%	25.49%	-34.47%	1.12%
归属母公司净利润 (百万元)	903.94	-781.54	2294.56	2676.59
增长率	-29.45%	-186.46%	393.59%	16.65%
每股收益 EPS (元)	0.15	-0.13	0.37	0.43
每股净资产 BPS (元)	5.09	4.82	5.23	5.68
净资产收益率 ROE	4.85%	-0.58%	6.48%	7.31%
PE	25	-29	10	8
PB	0.72	0.76	0.70	0.64

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn
联系人: 潘妍洁
电话: 021-58351985
邮箱: panyj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	61.85
流通 A 股(亿股)	53.93
52 周内股价区间(元)	2.1-4.95
总市值(亿元)	225.74
总资产(亿元)	2,951.30
每股净资产(元)	5.12

相关研究

目 录

1 渤海租赁：全球领先的租赁产业集团	1
1.1 行业领先地位稳固，受益于供需动态	1
1.2 经营性现金流稳定，盈利能力持续改善	5
2 盈利预测与估值	7
2.1 盈利预测	7
2.2 相对估值	7
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q1）	2
图 3：2024 年营业收入占比.....	2
图 4：2024 年毛利占比.....	2
图 5：全球航空客运量 RPKs（亿人公里）	3
图 6：波音飞机交付数量（架）	3
图 7：客机加权平均市场价值与基准价值比率变化.....	4
图 8：过去 1 年/5 年主流窄体机型市场租金变化.....	4
图 9：公司营业收入及增速	5
图 10：公司归母净利润及增速.....	5
图 11：公司各业务毛利率.....	6
图 12：公司期间费用率.....	6
图 13：公司净利润与经营性流净额.....	6
图 14：公司 ROA 和 ROE	6

表 目 录

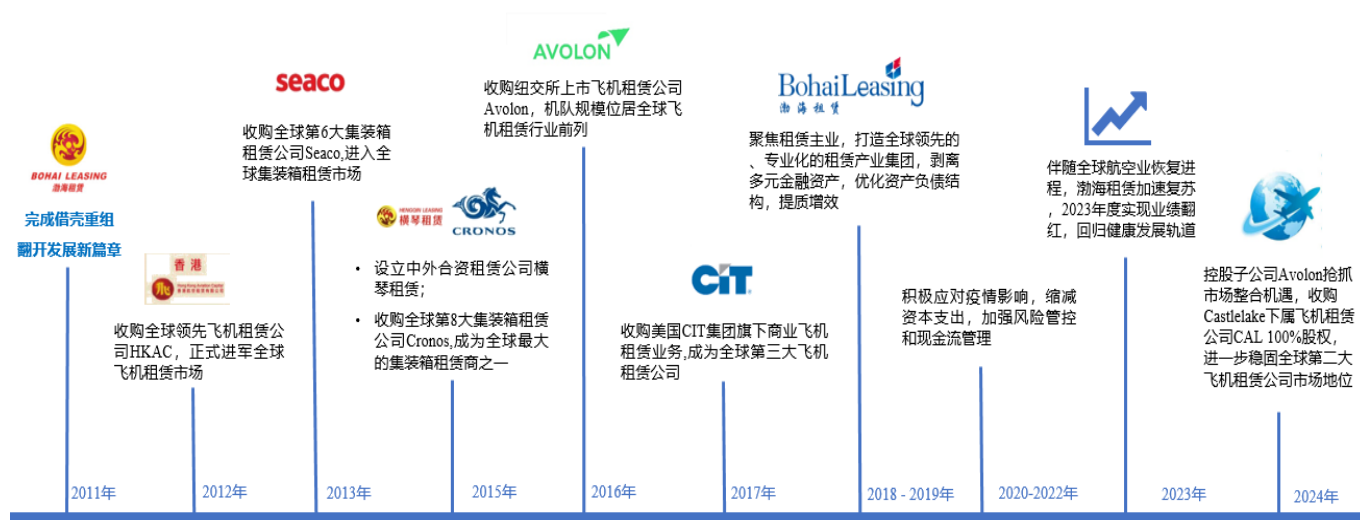
表 1：公司飞机机队组合（截至 2025 年 Q2）	3
表 2：GSCL 主要财务数据（亿元）	4
表 3：分业务收入及毛利率	7
表 4：可比公司估值.....	8
附表：财务预测与估值	9

1 渤海租赁：全球领先的租赁产业集团

1.1 行业领先地位稳固，受益于供需动态

渤海租赁股份有限公司是中国 A 股市场最大的以经营租赁为主业的上市公司。公司主营业务涵盖飞机租赁、集装箱租赁、基础设施租赁、大型设备租赁等。渤海租赁旗下拥有 Avolon、Seaco、天津渤海租赁等境内外细分行业领先的租赁公司，是全球第二大飞机租赁商、前五大集装箱租赁商之一，在世界各地拥有 28 个运营中心，业务范围覆盖全球六大洲。

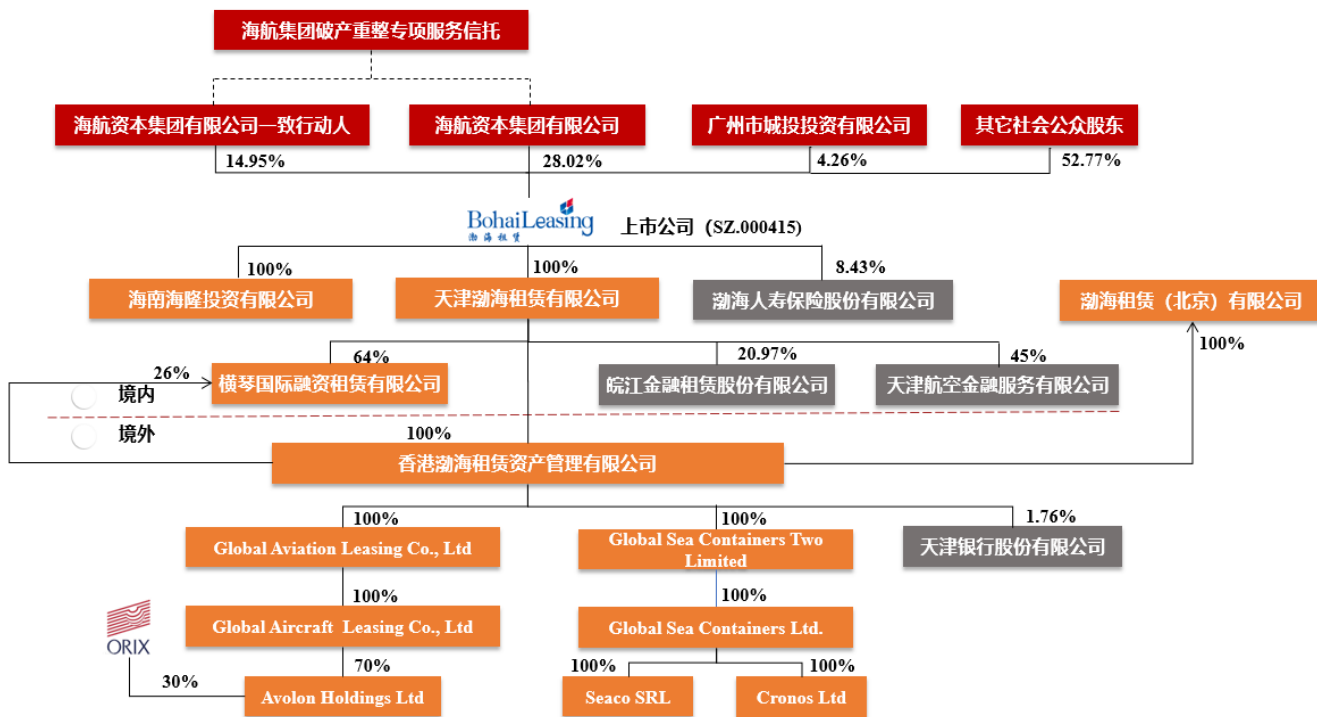
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权变更，现无实控人。2021 年，海航集团破产重整，海航实业、海航资本控股股东由海航集团变更为二号信管，导致公司实际控制人由海南省慈航基金会变更为无实际控制人。

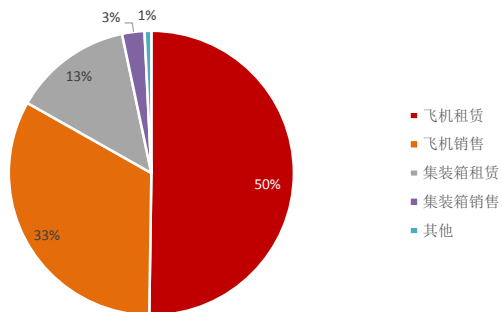
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q1）



数据来源：公司公告，西南证券整理

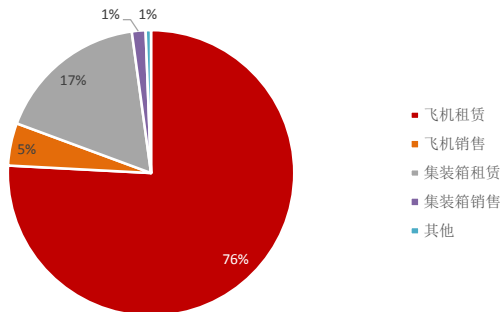
飞机租赁是公司业绩增长的核心驱动力。公司飞机租赁业务主要通过子公司 Avolon 及天津渤海开展，核心业务模式为从飞机制造商或其他机构购买飞机或飞机资产组合，以经营租赁为主、售后回租为辅的方式向全球范围内的航空公司及其他客户提供飞机中长期租赁服务。同时，公司通过适时出售飞机租赁资产不断优化机队结构，降低机队年龄以满足客户多样化的需求，并将销售收益重新投资于飞机租赁业务的拓展。2024 年，公司飞机租赁及销售业务营收占比约为 83.2%，毛利占比约为 80.6%。

图 3：2024 年营业收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2024 年毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

精准收购，稳固全球市场地位。2025 年 1 月 16 日（纽约时间），Avolon 完成对飞机租赁公司 Castlelake Aviation Limited 100%股权收购交割工作，包括 106 架飞机租赁资产及 10 架飞机订单。2025 年第二季度，Avolon 共完成 15 架新飞机交付，26 架订单飞机的租约安排，完成 20 架飞机销售，已同意出售但尚未完成交割的飞机为 54 架。截至二季度末，Avolon 机队规模为 1076 架，包括自有飞机 599 架、管理飞机 35 架、订单飞机 442 架，主要为空客 A320 系列及波音 737 系列等主流单通道窄体机型，服务于全球 60 个国家的 142 家航空公司客户。

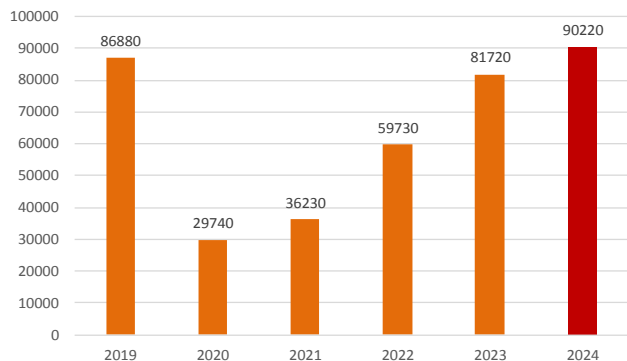
表 1：公司飞机机队组合（截至 2025 年 Q2）

机队类型	自有飞机	管理飞机	订单飞机	总数
空客 A320NEO 系列	142	3	283	428
空客 A320CEO 系列	168	14	0	182
波音 737 MAX 系列	39	0	117	156
波音 737 NG 系列	86	10	0	96
空客 A330-900NEO	32	1	40	73
空客 A330-200/300	45	7	0	52
波音 787-8/9	35	0	0	35
空客 A350-900/1000	24	0	0	24
E195-E2/E190-200	15	0	0	15
CRJ900	7	0	0	7
A220	5	0	0	5
波音 777/777F	1	0	2	3
合计	599	35	442	1,076

数据来源：公司公告，西南证券整理

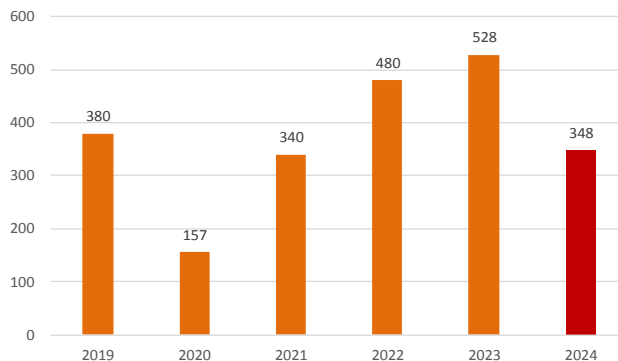
行业整体运营环境持续向好。一方面，市场需求端维持稳健增长。国际航空运输协会 (IATA) 数据显示，2024 年全球航空客运总需求（按 RPKs 计）同比增长 10.4%，全年载客率 83.5%，创历史新高。另一方面供给端仍然面临产能不足、劳动力和发动机短缺等多重挑战，空客未能完成 2024 年原定交付目标，而波音全年交付量同比下滑超 30%。截至 2024 年末，公司机队整体出租率为 100%，计划于未来两年内交付的新飞机已全部落实租约。

图 5：全球航空客运量 RPKs（亿人公里）



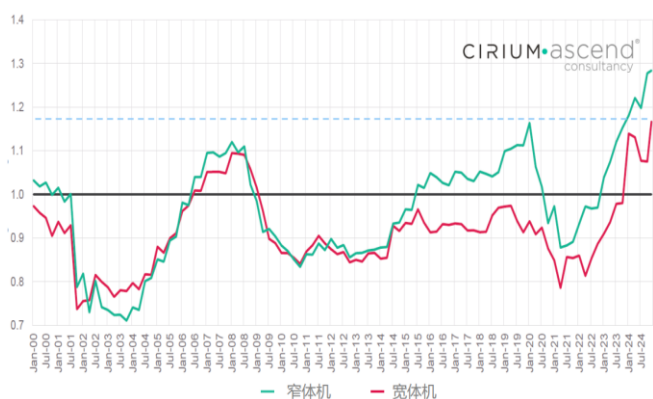
数据来源：Cirium Core，仅含客机，西南证券整理

图 6：波音飞机交付数量（架）

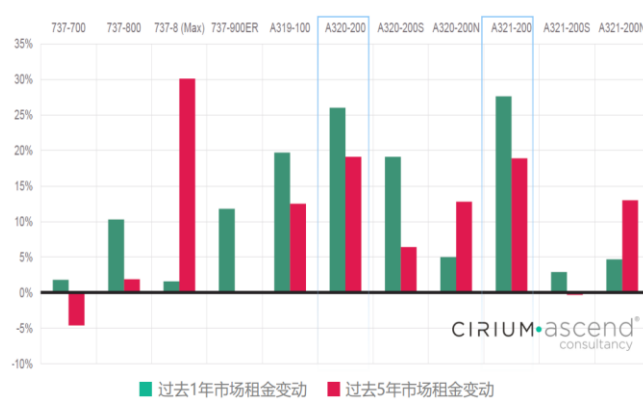


数据来源：Cirium Core，基于机队加权和恒定机龄计算，西南证券整理

供给短缺推升飞机租金及飞机价值。租赁飞机仍然是航空公司补充运力的重要途径，飞机租赁商在全球客机机队的市场份额过半，市场影响力强。Cirium 数据显示，飞机持续短缺导致飞机市场价值超越基准价值并持续向上，创下历史新高；由于新飞机交付不足，窄体机短缺更为突出，推动市场租金持续攀升，部分机型过去一年涨幅高达 28%。截至 2024 年末，Avolon 机队加权平均年化租金率较上年同期提升约 40BP。

图 7：客机加权平均市场价值与基准价值比率变化


数据来源：Cirium Core，仅含客机，西南证券整理

图 8：过去 1 年/5 年主流窄体机型市场租金变化


数据来源：Cirium Core，基于机队加权 and 恒定机龄计算，西南证券整理

良好的资信水平有助于降低融资成本。2024 年度，Avolon 新发债券及借款 56.9 亿美元，成功将循环信贷额度扩大至 58 亿美元。截至 2024 年末，Avolon 持有的非受限现金、飞机销售合约金额及可使用的贷款额度合计达 116 亿美元，较上年末增加 61%，为公司后续抢抓航空业复苏机遇、拓展租赁业务规模、提升租赁资产收益水平奠定坚实基础。三大评级机构 2024 年继续维持对 Avolon 的投资级评级 BBB-/Baa3/BBB-（标普\穆迪\惠誉），其中惠誉和穆迪对 Avolon 的投资级评级展望为积极。良好的资信水平将有助于公司降低融资成本，优化资产负债结构，提升财务灵活性及公司盈利能力。

拟出售 GSCL 100%股权，退出集装箱租赁业务。5 月 21 日，公司公告，其全资子公司 Global Sea Containers Two Limited (GSCTL) 拟以 16.3 亿美元（折合人民币约 117.5 亿元）向 Stonepeak 旗下投资主体 Typewriter Ascend 出售 Global Sea Containers Ltd (GSCL) 100%股权。截至公告披露日，公司对 GSCL 净投入金额约 13.4 亿美元，本次交易定价高于公司历史净投入金额。公告显示，标的公司 GSCL 主营集装箱租赁业务，截至 2025 年第二季度末，GSCL 自有及管理的箱队规模约 406.8 万 CEU，包括干式集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱、特种集装箱等箱型，集装箱平均出租率为 97.9%。GSCL 服务于全球约 750 家租赁客户，集装箱分布于全球 190 个港口，在全球范围内拥有 23 个运营中心。

表 2：GSCL 主要财务数据（亿元）

项目	2023 年 12 月 31 日	2024 年 12 月 31 日	2025 年 3 月 31 日
资产总计	434.1	420.2	410.9
负债合计	275.9	271.0	259.8
应收账款	7.1	7.3	7.8
股东权益合计	158.1	149.3	151.1
	2023 年度	2024 年度	2025 年 1-3 月
营业收入	62.5	62.2	14.8

项目	2023 年 12 月 31 日	2024 年 12 月 31 日	2025 年 3 月 31 日
利润总额	13.0	-0.5	3.4
净利润	12.5	-4.6	2.9
经营活动现金净流量	56.7	57.0	11.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

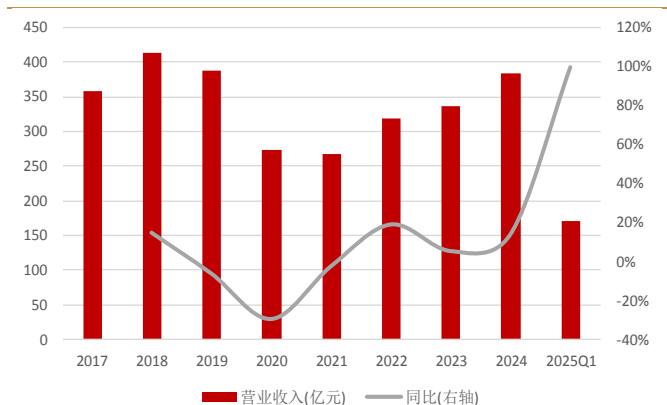
此次出售 GSCL100%股权，若顺利交割，境外融资成本将显著下降，境内债务逾期状况及融资环境将得到改善，对提升公司持续经营能力、加快市场信用恢复、增强未来盈利能力具有重要意义。交易完成后，公司将不再经营集装箱租赁业务，能够有效规避全球贸易环境波动带来的不利影响，进一步聚焦飞机租赁主业，增强持续经营能力和盈利能力。

1.2 经营性现金流稳定，盈利能力持续改善

商誉减值影响 2024 年业绩表现。2024 年，公司营业收入为 384.31 亿元，同比增长 14.12%；归母净利润为 9.04 亿元，同比减少 29.45%。业绩变动的主要原因包括：1) 全球航空业需求持续恢复，叠加飞机制造商产能受限等因素，飞机市场价值、租赁费率及续约率进一步提升，公司飞机租赁及飞机销售利润较上年同期有较大幅度增长；控股子公司 Avolon 与相关保险公司就涉俄飞机保险索赔事宜达成和解，合计收到约 12.61 亿元和解款项，对归母净利润影响约 7.5 亿元。2) 集装箱租赁子公司 GSCL 的主要纳税地巴巴多斯地区所得税政策调整，导致 GSCL 所得税费用一次性增加 2.71 亿元，并计提商誉减值约 13.91 亿元。3) 债务重组收益较上年同期下降 9.15 亿元。如扣除商誉减值影响，公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 14.09 亿元。

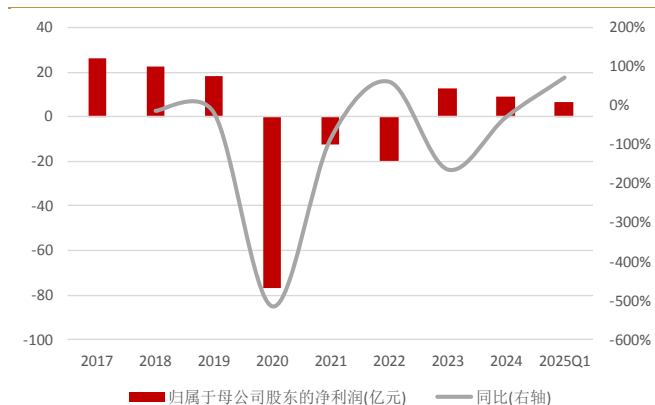
2025 年一季度，公司营业收入为 171.17 亿元，同比增长 99.82%；归母净利润为 6.69 亿元，同比增长 72.21%。业绩变动的主要原因包括：1) 受益于航空客运需求的持续回升，公司飞机租赁和销售业务利润较上年同期均有所增加；2) 控股子公司 Avolon 完成对 Castlelake Aviation Limited 100%股权的收购，后者成为公司间接控股子公司，纳入合并财务报表范围。同时，公司 2024 年至今持续优化机队结构，飞机机队收益率水平逐步提高，对公司整体利润产生积极影响。

图 9：公司营业收入及增速



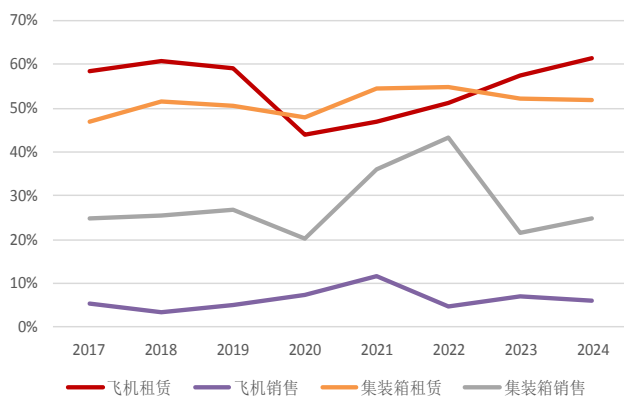
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司归母净利润及增速

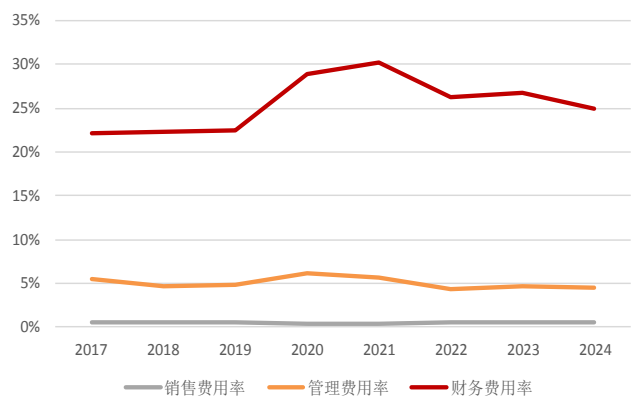


数据来源：Wind，西南证券整理

飞机租赁毛利率走高，财务费用率下降。2024 年，公司整体毛利率 40.72%，同比下降 2.76pp，主要系低毛利率的飞机销售业务占比上升，而高毛利率的租赁业务占比相对下降，拉低了整体毛利率。2023 年以来，公司各业务毛利率排序为：飞机租赁>集装箱租赁>集装箱销售>飞机销售。2024 年，公司飞机租赁业务毛利率 61.47%，同比上升 3.97pp；飞机销售业务毛利率 5.94%，同比下降 1.17pp；集装箱租赁毛利率 51.90%，同比下降 0.16pp；集装箱销售毛利率 24.82%，同比上升 3.21pp。2024 年公司销售费用为 1.69 亿元，同比上升 4.14%，主要系境外职工薪酬及中介费用增加所致；管理费用为 17.02 亿元，同比上升 7.23%，主要原因也是境外职工薪酬及中介费用增加；财务费用为 95.87 亿元，同比上升 6.59%，主要系债务规模上升所致；期间费用率为 29.81%，同比下降 2.09pp。

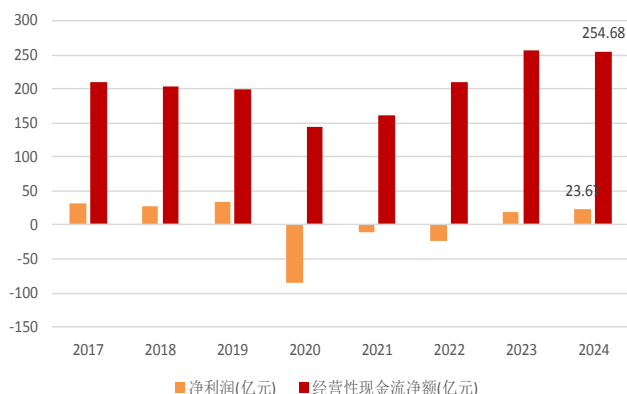
图 11：公司各业务毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

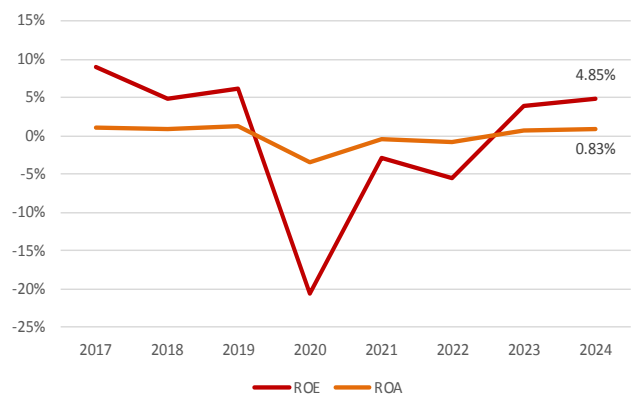
图 12：公司期间费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

现金流情况良好，盈利能力持续优化。2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 254.68 亿元，较上年的 256.01 亿元微降 0.52%。其中，飞机租赁经营性现金流量净额达到 197.95 亿元，维持在历史高位，不仅体现了公司在租金回收管理上的高效，更确保了公司拥有充足的资金用于业务拓展与运营周转。受益于飞机租赁业务景气向上，公司 ROA、ROE 水平有所改善，2024 年 ROA、ROE 分别为 0.83%、4.85%，较 2023 年分别上升 0.13pp、0.87pp。

图 13：公司净利润与经营性流净额


数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：公司 ROA 和 ROE


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

1)截至 2025 年 Q2,公司订单飞机共 442 架,未来订单飞机将逐步交付,假设 2025/26/27 年公司飞机账面价值分别同比+0%/+3%/+3%。由于飞机供给短缺问题持续加剧,因此飞机价值及飞机租赁租金增长具备较强支撑。飞机租赁方面,假设公司 2025/26/27 年飞机租赁收益水平分别为 12%/12.4%/12.8%。飞机销售方面,公司将继续追求机队年轻化的目标,假设公司 2025/26/27 年分别销售飞机 100/40/35 架。

2) 2021-2022 年多方因素推动集装箱租金明显上涨,2023 年以来,集装箱租金逐步回归正常水平,公司集装箱租赁业务保持稳健经营,假设公司 2025 年集装箱租赁业务营收同比+3%,毛利率为 52%;集装箱销售及其他业务占比较小,假设 2025 年营收成本保持稳定。

3)公司于 2025 年年末完成 GSCL 100%股权出售,出售价款主要用于偿还境外高息美元债务,及境内现金流改善、业务恢复等方面。

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	38431	48226	31602	31955
	YoY	14.1%	25.5%	-34.5%	1.1%
	营业成本	22783	32221	17577	16840
	毛利率	40.7%	33.2%	44.4%	47.3%
飞机租赁	营业收入	19307	19733	21002	22330
	YoY	0.0%	2.2%	6.4%	6.3%
	营业成本	7439	7498	7666	7927
	毛利率	61.5%	62.0%	63.5%	64.5%
飞机销售	营业收入	12669	21882	10600	9625
	YoY	61.1%	72.7%	-51.6%	-9.2%
	营业成本	11916	21226	9911	8913
	毛利率	5.9%	3%	7%	7%
集装箱租赁	营业收入	5187	5342	0	0
	YoY	0.1%	3%	-100%	0%
	营业成本	2495	2564	0	0
	毛利率	51.9%	52%	NA	NA
集装箱销售及其他	营业收入	1269	1269	0	0
	营业成本	933	933	0	0

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取以租赁为主业的 3 家上市公司作对比,江苏金租、中银航空租赁、中国船舶租赁 2024 年平均 PB 为 1.2 倍,根据 wind 一致预期,2025 年平均 PB 为 1.1 倍。

表 4：可比公司估值

公司	代码	股价 (港元/元)	每股净资产（港元/元）				PB（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
江苏金租	600901.SH	6.04	4.17	4.5	4.84	5.23	1.4	1.3	1.2	1.2
中银航空租赁	2588.HK	73.65	69.73	77.61	84.19	91.34	1.1	0.9	0.9	0.8
中国船舶租赁	3877.HK	2.22	2.28	2.52	2.76	3.01	1.0	0.9	0.8	0.7
平均							1.2	1.1	1.0	0.9
渤海租赁	000415.SZ	3.65	5.09	4.82	5.23	5.68	0.7	0.8	0.7	0.6

数据来源：Wind，西南证券整理

预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 482.3、316、320 亿元，归母净利润分别为 -7.8、22.9、26.8 亿元，BPS 分别为 4.82、5.23、5.68 元，对应市净率分别为 0.8、0.7、0.6 倍。给予公司 2025 年 1.0 倍 PB，对应目标价 4.82 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

3 风险提示

地缘政治风险，降息不及预期的风险，业务变动风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38431.26	48226.42	31602.02	31954.89	净利润	2367.28	-273.54	3277.94	3994.91
营业成本	22783.47	32221.16	17576.74	16839.86	折旧与摊销	9375.39	12531.83	13434.35	13980.61
营业税金及附加	38.85	38.58	30.90	31.07	财务费用	9587.19	10415.42	8349.64	8290.47
销售费用	168.81	192.91	141.77	143.85	资产减值损失	-2483.68	3300.00	-1038.99	-987.04
管理费用	1701.88	1929.06	1426.89	1437.33	经营营运资本变动	-5152.47	9706.56	-2450.73	-101.63
财务费用	9587.19	10415.42	8349.64	8290.47	其他	11774.12	-2985.90	616.64	875.59
资产减值损失	-2483.68	3300.00	-1038.99	-987.04	经营活动现金流净额	25467.83	32694.37	22188.85	26052.91
投资收益	149.15	120.89	67.92	112.65	资本支出	11563.64	-20000.00	-18000.00	-5000.00
公允价值变动损益	79.55	-38.19	1.06	-12.03	其他	-23012.40	-2093.12	-1174.48	-4021.24
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11448.77	-22093.12	-19174.48	-9021.24
营业利润	2544.82	212.00	5184.05	6299.98	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1257.45	-5.68	-4.96	-5.20	长期借款	3683.84	0.00	0.00	0.00
利润总额	3802.26	206.32	5179.09	6294.78	股权融资	-65.22	0.00	0.00	0.00
所得税	1434.98	479.86	1901.15	2299.87	支付股利	-277.87	0.00	0.00	0.00
净利润	2367.28	-273.54	3277.94	3994.91	其他	610.61	-10205.28	-17616.81	-7063.41
少数股东损益	1463.34	508.00	983.38	1318.32	筹资活动现金流净额	3951.35	-10205.28	-17616.81	-7063.41
归属母公司股东净利润	903.94	-781.54	2294.56	2676.59	现金流量净额	18237.71	395.97	-14602.44	9968.26
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	26545.14	26941.11	12338.67	22306.92	成长能力				
应收和预付款项	1668.03	2689.20	1651.18	1606.16	销售收入增长率	14.12%	25.49%	-34.47%	1.12%
存货	136.14	183.18	120.94	104.08	营业利润增长率	-6.75%	-91.67%	2345.33%	21.53%
其他流动资产	13074.66	3465.01	3357.96	3371.59	净利润增长率	30.13%	-111.56%	1298.33%	21.87%
长期股权投资	327.53	327.53	327.53	327.53	EBITDA 增长率	-0.96%	7.68%	16.45%	5.94%
投资性房地产	651.98	651.98	651.98	651.98	获利能力				
固定资产和在建工程	193439.57	200947.57	205553.06	196612.28	毛利率	40.72%	33.19%	44.38%	47.30%
无形资产和开发支出	7804.91	7765.64	7726.38	7687.12	三费率	29.81%	26.00%	31.39%	30.89%
其他非流动资产	42751.36	44513.18	45679.98	49793.12	净利率	6.16%	-0.57%	10.37%	12.50%
资产总计	286399.31	287484.39	277407.67	282460.78	ROE	4.85%	-0.58%	6.48%	7.31%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.83%	-0.10%	1.18%	1.41%
应付和预收款项	4243.90	5578.81	3586.07	3505.32	ROIC	3.69%	3.36%	4.24%	4.70%
长期借款	64698.69	64698.69	64698.69	64698.69	EBITDA/销售收入	55.96%	48.02%	85.34%	89.41%
其他负债	168685.95	170178.86	158574.11	159581.89	营运能力				
负债合计	237628.54	240456.36	226858.87	227785.90	总资产周转率	0.14	0.17	0.11	0.11
股本	6184.52	6184.52	6184.52	6184.52	固定资产周转率	0.19	0.24	0.16	0.16
资本公积	17048.88	17048.88	17048.88	17048.88	应收账款周转率	18.05	18.59	11.98	16.39
留存收益	3623.99	2842.44	5137.00	7813.60	存货周转率	148.38	201.81	115.59	149.68
归属母公司股东权益	31470.66	29809.99	32347.38	35155.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.62%	—	—	—
少数股东权益	17300.11	17218.05	18201.43	19519.75	资本结构				
股东权益合计	48770.77	47028.04	50548.80	54674.88	资产负债率	82.97%	83.64%	81.78%	80.64%
负债和股东权益合计	286399.31	287484.39	277407.67	282460.78	带息债务/总负债	81.07%	80.11%	80.29%	79.96%
					流动比率	1.44	1.09	0.66	1.05
					速动比率	1.44	1.09	0.66	1.04
					股利支付率	30.74%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	21507.40	23159.25	26968.04	28571.06	每股收益	0.15	-0.13	0.37	0.43
PE	24.97	-28.88	9.84	8.43	每股净资产	5.09	4.82	5.23	5.68
PB	0.72	0.76	0.70	0.64	每股经营现金	4.12	5.29	3.59	4.21
PS	0.59	0.47	0.71	0.71	每股股利	0.04	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	7.64	7.00	6.12	5.28					
股息率	1.23%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，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。

西南证券研究院

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
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn