

海峡股份 (002320.SZ)

海南“封关”在即，琼州海峡运输龙头迎来机遇

核心观点:

- **海峡股份：琼州海峡客滚运输龙头，海南“封关”显著受益者。**根据企业年报及业务布局，公司是以客货滚装运输为核心的综合性港航企业，以琼州海峡客滚运输为主要业务，深耕海峡运输市场 20 余年，通过严格的行政许可管制和运力数量限制，构建天然垄断壁垒，在琼州海峡市场份额约 8 成。
- **盈利能力突出，海安航线是优质现金牛业务。**(1) 核心业务：海安航线毛利率稳定在 45%-50% 区间，远超同行业水平，体现出极强的盈利能力和垄断优势。同时具有极强的刚性需求特征，年运输量持续增长且定价体系高度稳定，呈现典型的公用事业属性；(2) 业务扩张：收购中远海运客运后新增渤海湾业务，虽然该航线竞争相对充分、盈利水平不及海安线，但为公司提供了新的业务增长点 and 运力，有助于形成“南北联动+资源互补”的全国性客滚运输网络。
- **政策红利释放，经营杠杆效应助力业绩快速增长。**(1) 政策催化：2025 年海南自贸港“封关”在即，“一线放开、二线管住、岛内自由”的政策框架将显著推动跨海运输需求增长。(2) 经营杠杆：公司固定成本占比较高，在产能利用率爬坡过程中，收入增长将带来更大幅度的利润增长。港口设计吞吐能力充足，实际运量远未达到上限，新增需求几乎完全转化为边际贡献，有望实现业绩快速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25-26 年归母净利润分别为 3.2、3.9 和 4.3 亿元。对标可比公司渤海轮渡，我们给予海峡股份 2025 年 9 倍企业倍数，同时预测 2025 年 EBITDA 19.1 亿元，对应合理价值为 8.2 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示。**跨海通道建设风险、燃油价格波动风险、政策监管风险、收购整合风险、运力瓶颈风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,932	4,220	5,689	6,149	6,662
增长率 (%)	32.7%	7.3%	34.8%	8.1%	8.3%
EBITDA	1,881	1,845	1,910	2,200	2,540
归母净利润	434	257	319	393	434
增长率 (%)	185.3%	-40.7%	24.1%	23.3%	10.3%
EPS (元/股)	0.19	0.12	0.14	0.18	0.19
市盈率 (P/E)	30.0	56.8	52.9	42.9	38.9
ROE (%)	10.1%	6.0%	7.1%	8.2%	8.5%
EV/EBITDA	6.3	7.1	8.2	6.8	5.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

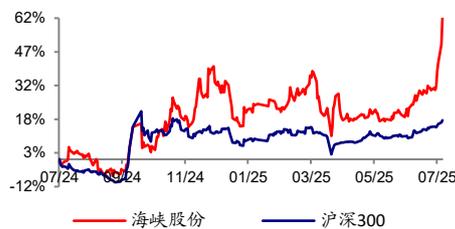
增持

当前价格	8.18 元
合理价值	8.2 元
报告日期	2025-07-22

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2228.93/2228.93
总市值/流通市值 (百万元)	18232.67/18232.6
一年内最高/最低 (元)	8.18/4.69
30 日日均成交量/成交额 (百万)	40.62/283.77
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	35.68/35.01

相对市场表现



分析师:

许可



SAC 执证号: S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-88285832



xuke@gf.com.cn

分析师:

李然



SAC 执证号: S0260523120009

0755-82298505



liran@gf.com.cn

分析师:

陈宇



SAC 执证号: S0260524100002

SFC CE No. BLW740



021-38003771



shchenyu@gf.com.cn

请注意，李然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、海峡股份：琼州海峡客滚运输龙头	5
（一）中远海集团下的客滚运输资产	5
（二）业务结构：以客滚运输为主	6
（三）财务结构：负债低，现金流转化能力好但少数股东权益占比高	15
二、增长点：2025 “封关”，自贸港建设迎来关键节点	17
（一）政策脉络	17
（二）2025 年是海南“封关”关键节点	18
（三）“封关”的具体影响	20
（四）海峡股份有望直接受益于海南岛的人、货流增长	22
三、盈利预测和投资建议	23
四、风险提示	27

图表索引

图 1: 海峡股份发展历程.....	5
图 2: 海峡股份股权结构图, 公司实控人是中远海运集团 (截止至 2025.3.30) ..	6
图 3: 公司的核心运营区域在渤海湾和琼州海峡	7
图 4: 公司目前的经营重心依旧在琼州海峡.....	7
图 5: 公司目前在琼州海峡市场份额约 8 成	7
图 6: 琼州海峡的核心航线是海安线	7
图 7: 公司主要营收由海安航线贡献	8
图 8: 海安线同样是公司盈利的核心来源	8
图 9: 海安航线毛利水平稳定在 45%-50%间	8
图 10: 渤海湾业务利润水平较琼州海峡业务仍有差距.....	8
图 11: 海安线车辆运输收入占比更高.....	9
图 12: 海安航线车、旅客流量在持续增多	9
图 13: 公司的定价体系较为稳定.....	9
图 14: 琼州海峡的船舶数量持续保持稳定	10
图 15: 琼州海峡客滚运输的客位同样保持稳定	11
图 16: 琼州海峡客滚运输的车位同样保持稳定	11
图 17: 除了 2020-2022 年疫情特殊情况, 其余时间客运价格与燃油成本的变动幅 度保持一致.....	11
图 18: 车辆运费逐年缓慢下滑, 具备公用事业的特征.....	11
图 19: 徐闻港是联通广东、海南两省的重要陆岛交通枢纽.....	12
图 20: 海口港区跟公司业务相关主要是新海、秀英港.....	12
图 21: 琼州海峡的车运吞吐量目前尚未达到港区的设计量.....	13
图 22: 琼州海峡旅客的吞吐量同样未能达到港区设计容量.....	13
图 23: 渤海湾的航行时长较琼州海峡更长, 存在差异化空间	14
图 24: 渤海湾航线因时长 7-8 小时, 所以基本以卧铺为主.....	14
图 25: 渤海湾的航线产品定价更加多元, 分层明显	14
图 26: 渤海湾航线格局是三分天下 (单位: 艘)	15
图 27: 烟台至大连铁路轮渡纵贯渤海海峡	15
图 28: 渤海轮渡的毛利水平较海峡股份海安线更低.....	15
图 29: 中远海运客运利润水平同样整体偏低	15
图 30: 公司资产负债率持续保持在低位.....	16
图 31: 公司带息债务占投入资本比例同样不高.....	16
图 32: 公司经营性现金流转化能力较好.....	16
图 33: 公司经营性现金流转化能力强	16
图 34: 2021 年对琼州海峡运力进行整合后, 少数股东权益激增.....	17
图 35: 公司占琼州海峡轮渡运输有限公司的股份只有约 33%	17
图 36: 一线放开, 二线管住, 岛内自由.....	19
图 37: 海南岛接待入境旅客数近两年正在加速中	20
图 38: 入境旅客中外国人增速显著高于国内	20
图 39: 海南岛免税购买人次仍处于偏弱震荡	21

图 40: 但免税客单价已经开始快速修复, 高端客群有回暖趋势	21
图 41: 2020 年后, 海南企业数量加速增长	21
图 42: 同样在 2020 年后外资在海南投资数量也有大幅增加	21
图 43: 2021 年后, 海南规模以上工业增加值增速开始跑赢全国	22
图 44: 该政策实施后内销货值和免征关税额持续攀升	22
图 45: 公司是比较明显的重资产	23
图 46: 固定资产中船舶和码头是主要组成部分	23
表 1: 琼州海峡定价相对清晰、稳定	9
表 2: 2018 年至今, 有关海南自贸港政策持续加码	18
表 3: 海南的零关税、低税率、简税制政策	19
表 4: 公司海岸航线对不同业务量增速的敏感性分析 (单位: 万元)	23
表 5: 海峡股份收入拆分 (单位: 百万元)	25
表 6: 可比公司估值表 (截止至 2025.07.21)	26

一、海峡股份：琼州海峡客滚运输龙头

（一）中远海集团下的客滚运输资产

海峡股份成立于2002年12月6日，由海南港航控股有限公司、深圳市盐田港股份有限公司等5位股东发起设立。并于2009年12月16日在深圳证券交易所挂牌上市。

2017年，公司通过增发股份收购海南港航轮渡码头资产，涉足港口服务，开启港航一体化进程。

2025年，现金收购中远海运客运100%股权，客滚船规模达62艘，旨在构建“南北联动+资源互补”协作机制，增强盈利能力。同年，公司新开通海口-防城港航线，促进海南自贸港与西部陆海新通道协同发展。

目前，海峡股份是以客货滚装运输为核心的综合性港航企业，是全国最大的客货滚装运输企业及琼州海峡水上运输的龙头企业。其主营业务涵盖轮渡码头、客滚航线、旅游业务，并已拓展至航运物流、港口商贸、海洋旅游、水上观光、游艇服务、旅行社等领域，业务范围覆盖海南本岛、南海西沙及广东、广西等省份。琼州海峡作为海南岛与内陆连接的关键通道，承担了海南省90%以上的生产生活物资和30%左右的人员进出岛运输任务，公司在该通道中扮演着至关重要的角色。

图 1：海峡股份发展历程

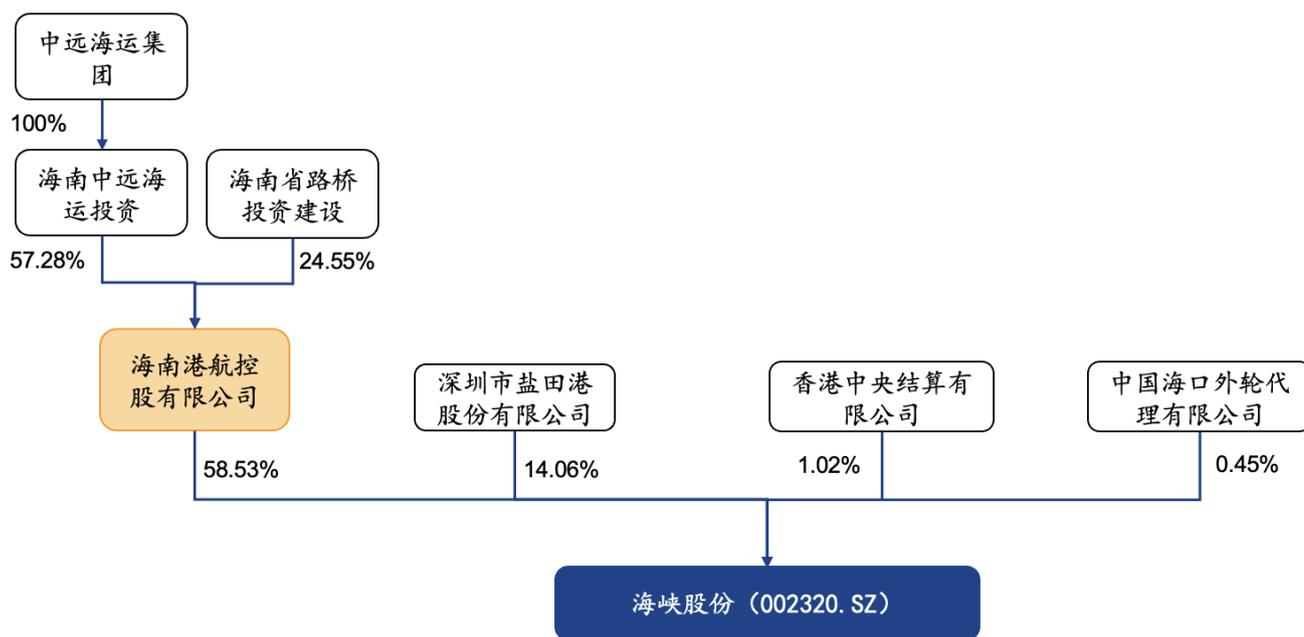


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司控股股东为港航控股，实际控制人为国资委为中远海运集团。

2019年公司实际控制人海南省国资委将所持港航控股45%股权无偿划转至中远海运集团下属全资子公司。截至目前，合计间接持有58.53%股份，成为本公司的间接控股股东。本次无偿划转后，公司实际控制人由海南省国资委变更为中远海运集团，公司控股股东仍为港航控股。

图 2: 海峡股份股权结构图, 公司实控人是中远海运集团 (截止至2025.3.30)



数据来源: 企查查, 公司年报, 广发证券发展研究中心

(二) 业务结构: 以客滚运输为主

海峡股份作为一家主营为客滚运输的公司,其核心资产便是庞大的客滚船队,在2025年完成对中远海运客运的收购后,共计62艘自有船舶。按照航线划分,公司的业务可以分成以下三个部分。

1. 琼州海峡航线

公司在琼州海峡运营海口至海安、海口至北海两条核心客滚航线。该区域船队规模庞大,共投入49艘客滚船(其中海安航线47艘,北海航线2艘)及2艘平板驳船,并依托新海港和秀英港的29个专业滚装泊位进行运营。琼州海峡航线是公司最核心的业务板块。

2. 渤海湾航线

渤海湾业务主要是收购中远海客运后扩展的业务板块,公司运营大连至烟台等多条客滚航线。根据公司官网披露,船队拥有10艘客滚船和2艘货滚船,其中部分船舶(2艘客滚船、1艘货滚船)由中远海客滚租给了海峡股份,体现了“南北联动+资源互补”协作机制正在生效。

3. 西沙旅游航线

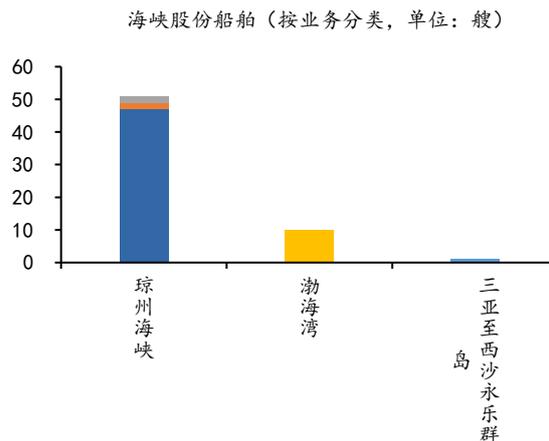
公司积极拓展海洋旅游业务,开通了三亚至西沙永乐群岛的独家旅游航线。该航线由“祥龙岛”号邮轮执航,该邮轮船长208米,总吨位4.32万吨,设有415间客房,最大载客量为1375人。自2013年至2025年3月,该航线累计运营596个航次,共计接待游客16.52万人次。

图 3: 公司的核心运营区域在渤海湾和琼州海峡



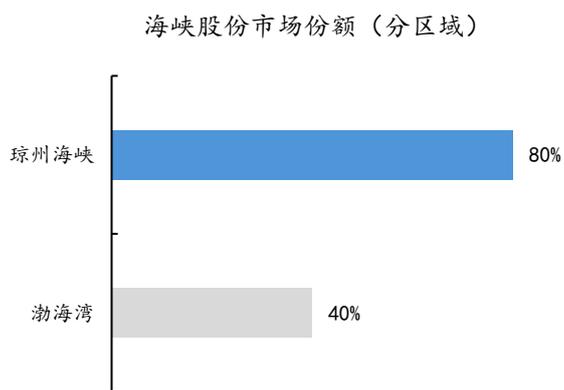
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 4: 公司目前的经营重心依旧在琼州海峡



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 5: 公司目前在琼州海峡市场份额约8成



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 6: 琼州海峡的核心航线是海安线

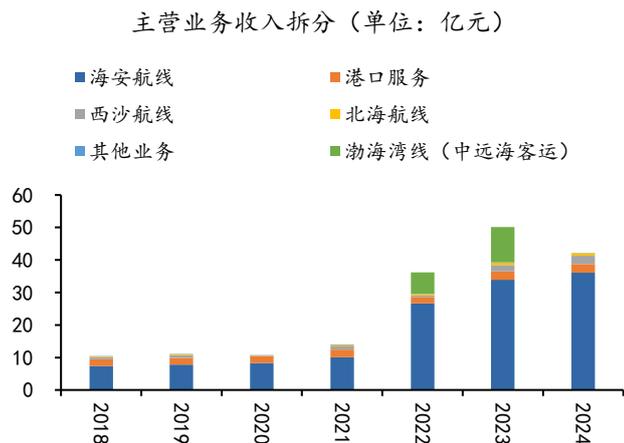


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

海安航线无论从营收规模还是盈利能力上看, 都扮演着绝对核心与压舱石的角色。首先, 从营收结构分析, 公司的绝大部分收入由海安航线贡献。尤其自2022年起, 该航线收入实现了跨越式增长, 将其他业务远远甩在身后。相比之下, 西沙航线、北海航线及其他业务的收入贡献微乎其微, 而港口服务的收入体量虽相对稳定, 但与海安航线相比也存在巨大差距。这表明, 公司的整体营收增长与海安航线的景气度高度绑定。

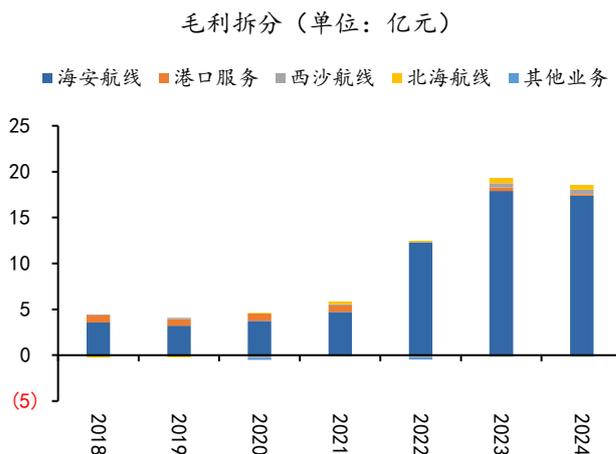
其次, 从盈利核心分析, 海安航线的核心地位更为凸显。它不仅是收入的主要来源, 更是公司利润的绝对创造者。毛利拆分显示, 公司的毛利几乎全部来自海安航线。这背后的根本原因是其极高且稳定的盈利能力。海安航线的毛利率长期稳定在45%-50%这一优异水平。这种高毛利率确保了其在贡献巨额收入的同时, 也为公司带来了丰厚的利润。反观其他航线, 如西沙航线, 毛利率波动巨大且长期处于亏损状态, 严重拖累了公司的整体盈利表现。

图 7：公司主要营收由海安航线贡献



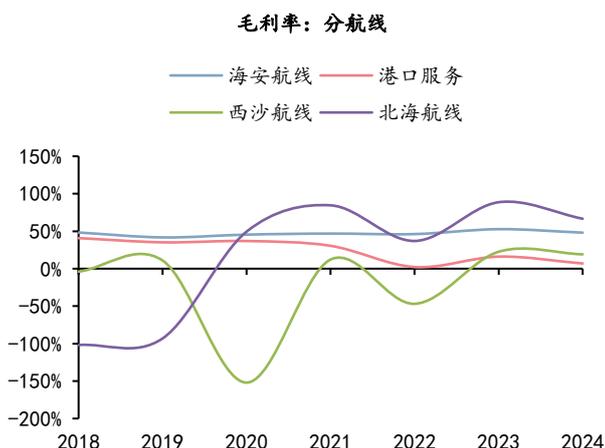
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 8：海安线同样是公司盈利的核心来源



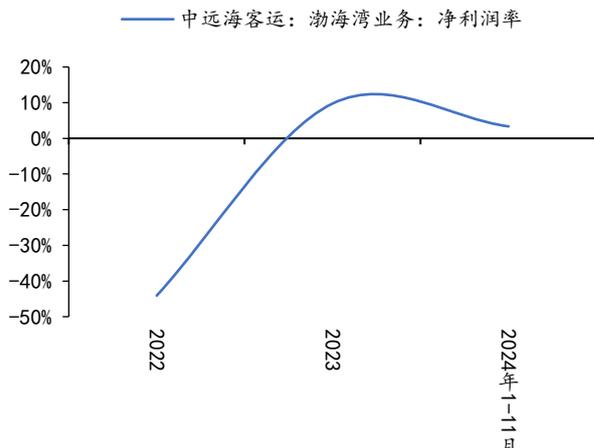
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 9：海安航线毛利水平稳定在 45%-50% 间



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 10：渤海湾业务利润水平较琼州海峡业务仍有差距

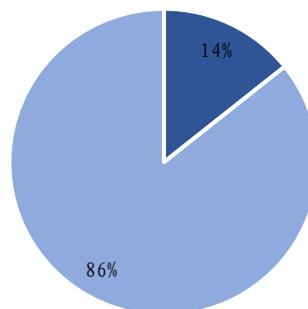


数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

拆分来看，海安线展现出强劲的“量升价稳”态势。海安航线作为公司收入基本盘，其车辆收入占比更高，超过 7 成，其中货车预计又占大头。其车辆及旅客运输量在 2021 至 2024 年间均实现持续增长，反映了琼州海峡跨海需求的稳健扩张及公司龙头地位的巩固。更重要的是，公司定价体系表现出高度稳定性，各航线客运及车运平均票价（元/人、元/每计费吨）在长周期内波动极小。这种稳定的价格策略，叠加运输量的持续攀升，共同构成了公司业绩增长的核心驱动力。

图 11: 海安线车辆运输收入占比更高

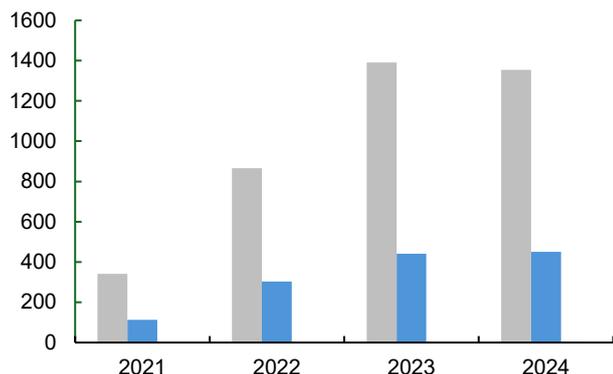
■ 海安线客运收入占比 ■ 海安线车运收入占比



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 12: 海安航线车、旅客流量在持续增多

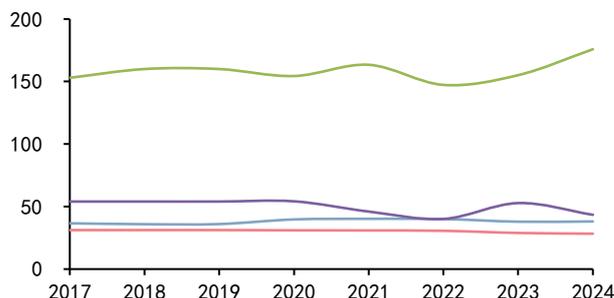
■ 车辆运输量 (万辆次) ■ 旅客运输量 (万人次)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 13: 公司的定价体系较为稳定

— 海安航线 客 (元/人)
— 海安航线 车 (元/每计费吨)
— 北海航线 客 (元/人)
— 北海航线 车 (元/每计费吨)



数据来源: 公司财报, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

表 1: 琼州海峡定价相对清晰、稳定

航线	收费项目	收费标准	收费依据	收费对象	服务内容
海安航线	船舶运费/货物	普通货物32元/计费吨、鲜活农产品28.5元/计费吨	市场调节价	车辆及货物	车辆轮渡过海运输
	船舶运费/旅客	41.5元/人	市场调节价	旅客	旅客轮渡过海运输
北海航线	船舶运费/货物	1、海口至北海: 50元/计费吨 (小轿车; 货车空车)、35.7元/计费吨 (货车); 2、北海至海口: 65元/计费吨 (小轿车)、50元/计费吨 (货车)	市场调节价	车辆	车辆轮渡过海运输
	船舶运费/旅客	一等舱: A 400 B 320; 二等舱: 220; 三等舱: 180; 四等舱: 160 (元/人)	市场调节价	旅客	旅客轮渡过海运输

资料来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

定价稳定的核心在于政策导向下的运力稳定与优化。根据《琼州海峡轮渡运输管理

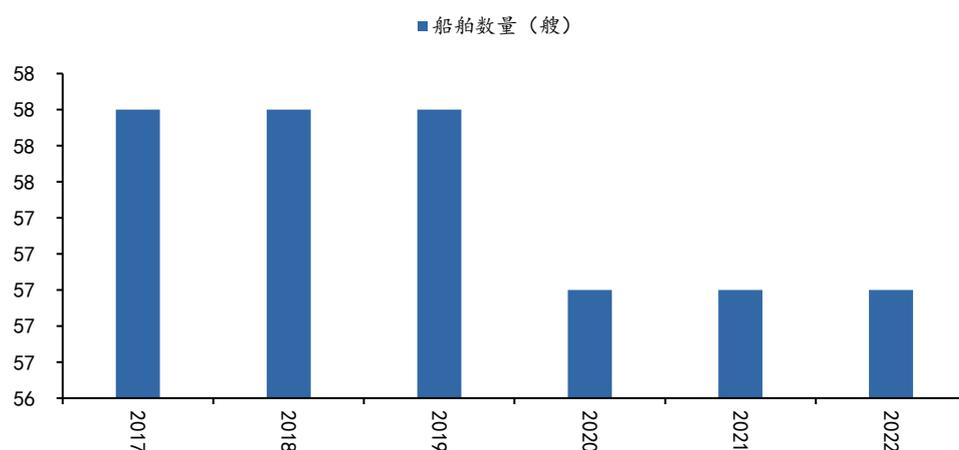
规定》及其后续精神，特别是2000年“原则上不再批准新增航运企业和运力投入海安航线”的明确，以及2008年“适当的数量限制”的行政许可公示，琼州海峡的运力投放长期以来受到严格控制。其核心在于鼓励现有船舶的更新而非盲目扩张。

从数据来看，这一政策导向得到了显著体现：

1. 长期稳定性：在有数据的年份中（2017-2022年），琼州海峡的客滚船舶数量基本保持在57-58艘之间，客位和车位也维持在5.1万-5.2万和2700-2800的水平。这种高度的稳定性，与管理规定中限制新增运力的精神高度吻合。
2. 微调与优化：2020年起，船舶数量从58艘微降至57艘，但客位和车位总数仍保持在相似水平。这可能反映了老旧船舶的淘汰，以及航运企业在“鼓励更新”政策下，通过引入更大、更高效的新船，或优化现有船舶载客载车能力，实现了运力的结构性优化，而非简单的数量减少。
3. 市场调控的有效性：尽管琼州海峡运输需求持续增长，但管理部门通过严格的审批和数量限制，有效避免了运力过剩和恶性竞争，确保了航线的健康有序发展。

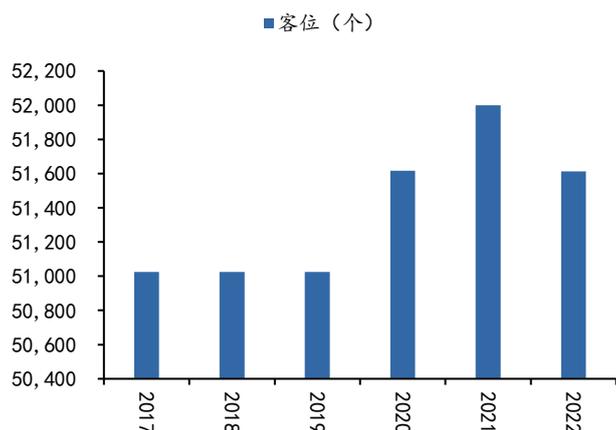
综上，琼州海峡的运力数据清晰地反映了其在特定管理规定下，长期处于一种受控且相对稳定的状态。

图 14：琼州海峡的船舶数量持续保持稳定



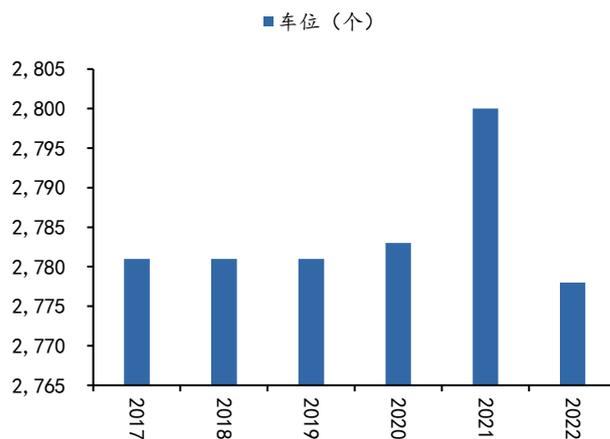
数据来源：交通运输部，广发证券发展研究中心

图 15: 琼州海峡客滚运输的客位同样保持稳定



数据来源: 交通运输部, 广发证券发展研究中心

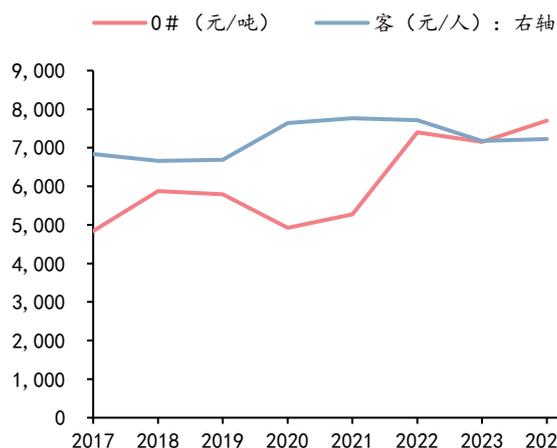
图 16: 琼州海峡客滚运输的车位同样保持稳定



数据来源: 交通运输部, 广发证券发展研究中心

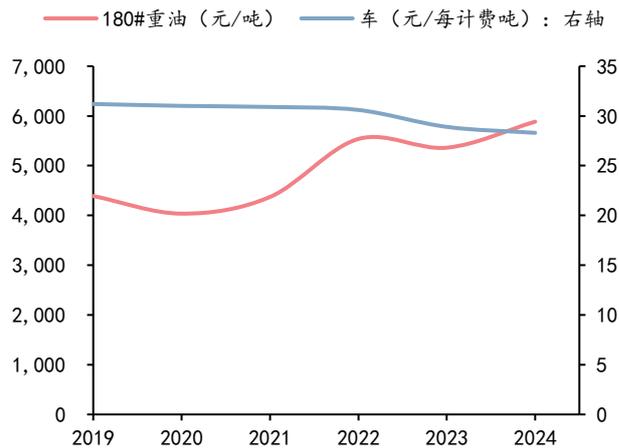
虽然海安线格局好,但同时海南省约90%以上的进出岛生产生活物资都需要通过琼州海峡客滚运输进出岛,决定其定价需要具备的公用事业性质。除了2020-2022年疫情特殊时期,客运价格与燃油成本的变动幅度基本保持一致。这意味着在正常运营环境下,票价并非由市场供需完全决定,而是紧密跟随成本波动,这正是公用事业“成本加成”定价模式的典型表现,旨在覆盖运营成本并维持基本盈利,而非追求超额利润。车辆运费呈现逐年缓慢下滑的趋势,即便在燃油成本有所波动的情况下,运费依然保持下降。在垄断市场中,企业通常有能力维持或提高价格以最大化收益。然而,运费的持续下降表明该航线可能承担了支持区域经济发展和保障民生运输的社会责任,其定价逻辑更倾向于公共服务属性,而非纯粹的商业逐利。

图 17: 除了2020-2022年疫情特殊情况,其余时间客运价格与燃油成本的变动幅度保持一致



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 18: 车辆运费逐年缓慢下滑,具备公用事业的特征



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

实际运量远未到海安线可承受的运量上限。海口新海港配置18个万吨级滚装泊位,秀英港拥有11个千吨至万吨级滚装泊位,两港合计设计年车辆吞吐量约为800万辆次,旅客吞吐量为2000万人次。这些设计指标构成了琼州海峡客滚运输体系的理论

承载上限。

实际运营数据显示，琼州海峡的运输需求并未对现有基础设施构成压力，表明即使后续需求大幅增加，基础设施仍能容纳的下。

图 19: 徐闻港是联通广东、海南两省的重要陆岛交通枢纽



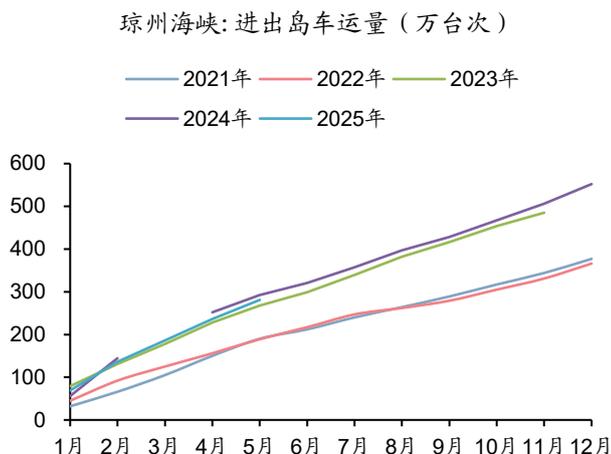
数据来源: 司法部, 广发证券发展研究中心

图 20: 海口港区跟公司业务相关主要是新海、秀英港



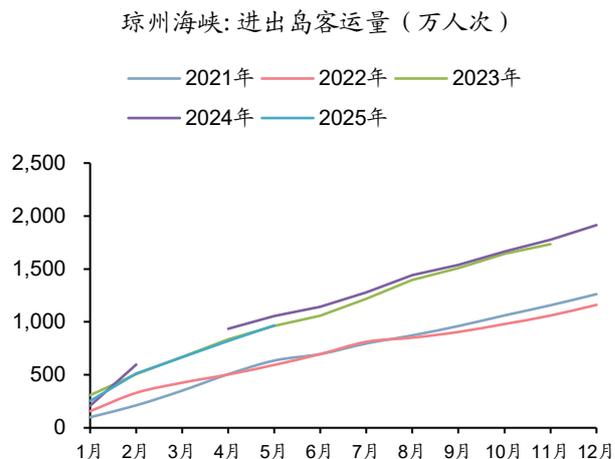
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 21: 琼州海峡的车运吞吐量目前尚未达到港区的设计量



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 22: 琼州海峡旅客的吞吐量同样未能达到港区设计容量



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

而渤海线与海安航线有诸多不同。渤海湾的代表性航线(大连-烟台)航行时间长达8小时35分钟。这种长航时决定了其航班多为夜间航行,旅客需要在船上过夜。琼州海峡(海口-徐闻)的航行时间通常在2-3小时左右,属于短途运输,可以实现高频次的“公交化”运营。由于是长途跨夜航行,满足旅客的休息需求是首要任务。船上设施以不同等级的卧铺舱位为主,从基础的四等、三等卧铺到二等、VIP套房等,本质上是提供一个“海上移动旅馆”的服务,而非琼州海峡以座位为主的短途乘坐需求。在这种产品分化的情况下,渤海湾定价更加多元,价格从几十元的无座票到高达近两千元的VIP海景房,跨度巨大。这种定价策略满足了从基础出行到高端商务、家庭出游等不同消费群体的多样化需求。

图 23: 渤海湾的航行时长较琼州海峡更长，存在差异化空间



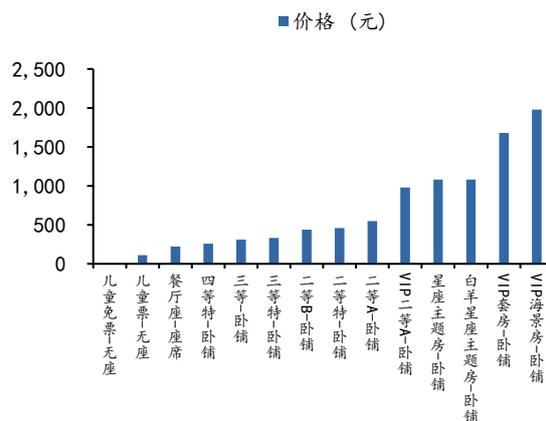
数据来源：谷歌地图，广发证券发展研究中心

图 24: 渤海湾航线因时长7-8小时，所以基本以卧铺为主



数据来源：渤海湾订票小程序，广发证券发展研究中心

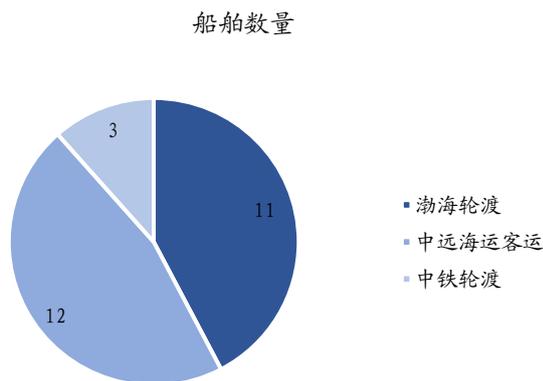
图 25: 渤海湾的航线产品定价更加多元，分层明显



数据来源：渤海湾订票小程序，广发证券发展研究中心

需求更多元，因此渤海湾航线竞争对手较琼州海峡更多。从市场内部来看，并非单一龙头垄断，而是呈现出以渤海轮渡、中远海运客运和中铁轮渡为代表的“三足鼎立”局面。这种多寡头并存的结构使得市场竞争较琼州海峡这种单一龙头更为充分，各参与者需通过服务与成本控制来获取市场份额。从外部来看，航线还需直面环渤海陆路铁路运输网络的分流压力，尤其是对于价格敏感度高或时效性要求不强的客货流，铁路运输是一个强有力的替代选项。

图 26: 渤海湾航线格局是三分天下 (单位: 艘)



数据来源: 渤海湾订票小程序, 广发证券发展研究中心

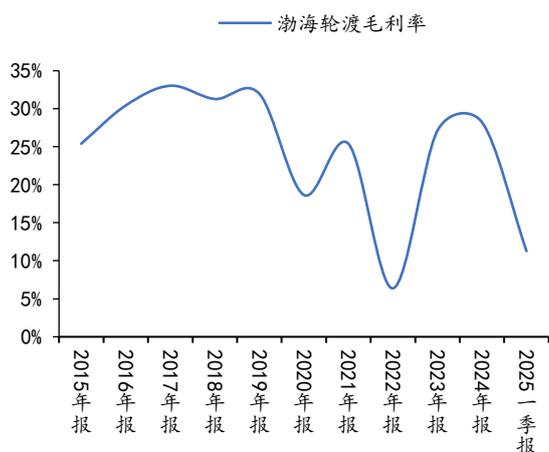
图 27: 烟台至大连铁路轮渡纵贯渤海海峡



数据来源: 渤海湾订票小程序, 广发证券发展研究中心

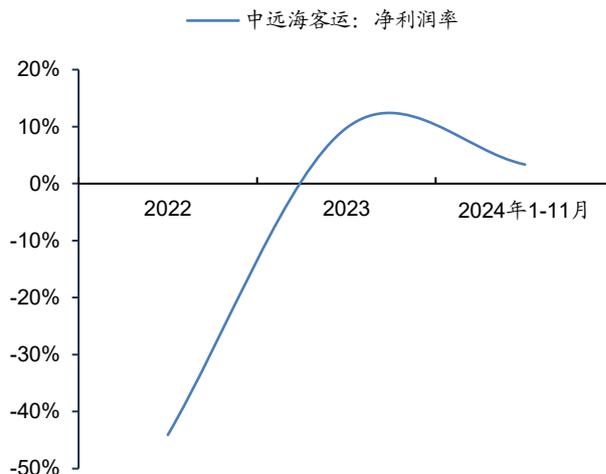
渤海湾两家公司利润水平较海峡股份的海安线更低, 同时波动率也更高, 大概率是因为竞争也更加充分导致。

图 28: 渤海轮渡的毛利水平较海峡股份海安线更低



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 29: 中远海运客运利润水平同样整体偏低



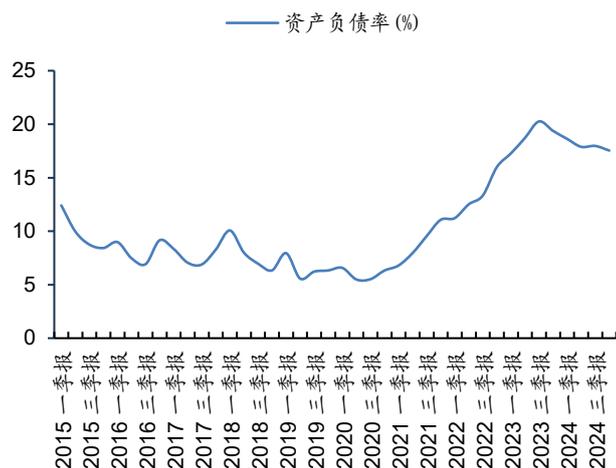
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

(三) 财务结构: 负债低, 现金流转化能力好但少数股东权益占比高

公司的资产负债表质量中上, 呈现负债低, 现金流转化能力较强的特征。考虑到公司过去是定价稳定, 市场体量稳定的类公用事业型公司, 低负债, 现金宽裕是合乎常理的特征。

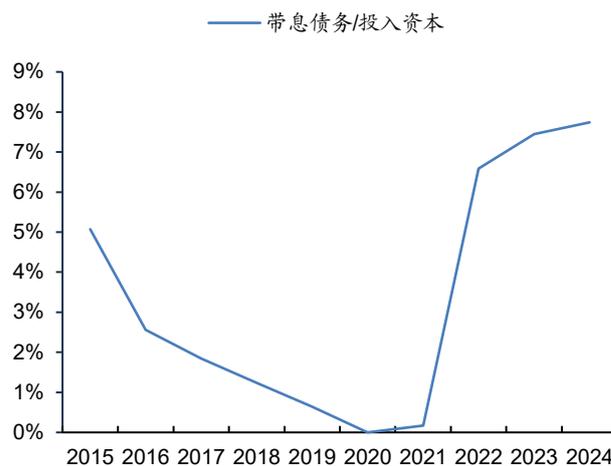
公司财报中相对值得注意的一点是少数股东权益占比偏高。这是因为公司在2021年底跟琼州海峡航线上其他几家公司成立了合资公司, 把运力整合到一家公司内, 有效的解决了一些过去残存的无序竞争问题, 公司营收、净利润总额、利润水平都有不同程度的增长, 但因为上市公司在琼州海峡轮渡有限公司中股权中仅占33%的股份, 所以导致少数股东股权权益会异常的高。

图 30: 公司资产负债率持续保持在低位



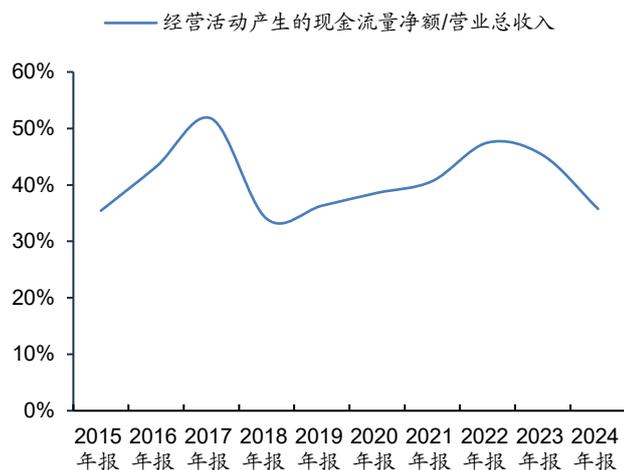
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 31: 公司带息债务占投入资本比例同样不高



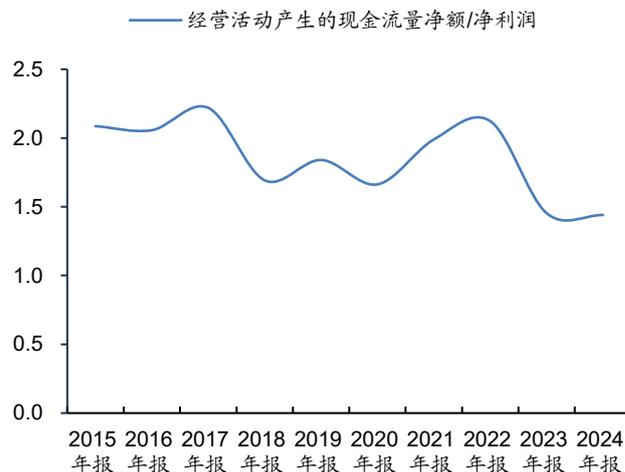
数据来源: Datayes, 广发证券发展研究中心

图 32: 公司经营性现金流转化能力较好



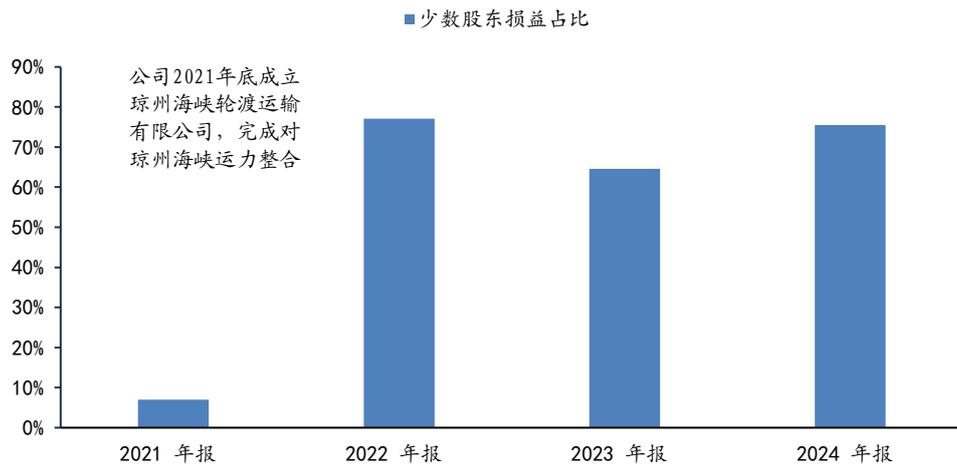
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 33: 公司经营性现金流转化能力强



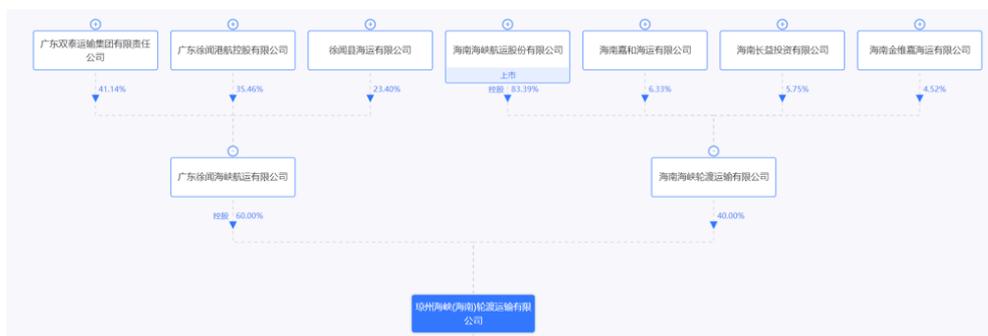
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 34: 2021年对琼州海峡运力进行整合后，少数股东权益激增



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 35: 公司占琼州海峡轮渡运输有限公司的股份只有约33%



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

二、增长点: 2025“封关”, 自贸港建设迎来关键节点

(一) 政策脉络

海南从国家层面推出多项政策。2018年, 海南自贸区政策密集出台, 从习近平总书记宣布海南全岛建设自贸试验区, 到《海南自由贸易港建设总体方案》提出“6+1+4”框架, 聚焦贸易、投资、资金、人员、数据流动的自由便利及现代产业体系建设, 凸显了海南在国家改革开放战略中的独特定位。同期, 全国范围内自贸区改革进一步深化, 如2018年10月《总体方案》强调制度创新为核心, 赋予更大自主权, 推动“放管服”改革及营商环境优化; 11月国务院53项措施则聚焦投资、贸易、金融等领域, 强化制度集成创新。

进入2020年, 《海南自由贸易港建设总体方案》明确税收、治理、法治等制度保障, 标志着自贸港建设进入实质性阶段。2021年《海南自由贸易港法》以立法形式巩固

管理体制和自由化便利化制度，为长期发展提供法治支撑。同年9月，国务院进一步推出贸易投资便利化措施，助力“双循环”格局构建。2025年《关于实施自由贸易试验区提升战略的意见》提出未来五年制度型开放及全产业链创新目标，强调数据跨境流动、金融开放及营商环境优化，旨在打造辐射力更强的改革开放高地。自贸区政策的持续推进为资本市场带来显著机遇。制度创新和开放深化利好跨境贸易、物流、金融科技等行业，吸引外资流入，激发企业创新活力。特别是海南自贸港的税收优惠和法治保障，将进一步推动旅游、消费、现代服务业发展。

表 2：2018年至今，有关海南自贸港政策持续加码

时间	部门/领导	政策/会议	核心要点
2018年4月13日	习近平总书记	习近平总书记在庆祝海南建省办经济特区30周年大会上的讲话	宣布支持海南全岛建设自由贸易试验区，逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设。
2018年4月14日	中共中央、国务院	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	明确了海南“三区一中心”的战略定位（全面深化改革开放试验区、国家生态文明试验区、国际旅游消费中心、国家重大战略服务保障区）。
2018年10月16日	中共中央、国务院	《中国（海南）自由贸易试验区总体方案》	明确了海南自贸试验区的范围和功能划分，提出以制度创新为核心，在多领域开展改革试点。
2020年6月1日	中共中央、国务院	《海南自由贸易港建设总体方案》	标志着海南自贸港建设从蓝图走向现实。提出了贸易、投资、跨境资金流动等“五自由便利”和“一安全有序流动”的框架。
2021年6月10日	全国人大常委会	《中华人民共和国海南自由贸易港法》	以法律形式将党中央的决策部署固定下来，为海南自贸港建设提供了根本的法治保障。
2022年4月10日	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于推进海南自由贸易港贸易自由化便利化若干措施的通知》	针对货物贸易和服务贸易提出28项具体措施，是推动贸易自由化便利化的重要文件。
2023年12月7日	中共中央、国务院	《自由贸易试验区提升战略的意见》	提出未来3-5年制度型开放、全产业链创新等目标，海南作为其中之一。

资料来源：中国政府网，广发证券发展研究中心

（二）2025年是海南“封关”关键节点

根据《海南自由贸易港建设总体方案》（简称《总体方案》），2025年是海南自贸港封关运作、扩大开放之年。标志着海南自贸港建设从试点探索迈向全面实施的关键阶段。2025年“封关”意味着海南将实施类似海关特殊监管区的管理模式，海南岛内可以享受零关税等优惠政策。“封关”的概念可以概括为：“一线放开，二线管住，岛内自由。”

根据商务部研究院国际市场研究所的解释。所谓“一线”，即海南自贸港与全世界的联通，岛内实行更加自由便利的贸易投资政策；“二线”则表示海南自由贸易港与内地的联通，就是在海南自贸港和内地之间进行适度的管制，目的是为了保障国家贸易管制政策的统一和做好与内地税制落差的衔接。管理的对象主要是货物、商品、运输工具，但与内地间人员往来不会发生变化。

1. 税收优惠政策以“零关税、低税率、简税制”为核心框架。

“零关税”是其最显著的特征，通过对生产设备、交通工具、原辅料及部分消费品的关税豁免，旨在全面降低企业运营与个人消费成本，促进贸易与投资的深度自由

化。特别是对加工增值超过30%的货物进入内地免征关税的规定，明确了海南作为连接国内国际双循环关键节点的加工增值基地定位。

“低税率”政策则精准发力，15%的企业所得税与最高15%的个人所得税上限，构成了吸引全球资本与高端人才的强大磁场。这不仅为重点产业集群的形成提供了沃土，也为海南集聚创新要素、发展现代服务业与高新技术产业奠定了坚实基础。

“简税制”则通过整合流转税为单一销售税，并构建精简的税目结构，极大地提升了税制的透明度与可预期性。此举旨在简化商业合规流程，降低制度性交易成本，为市场主体营造一个稳定、高效、可预期的国际一流税收环境。

图 36: 一线放开，二线管住，岛内自由



数据来源：商务部研究院国际市场研究所，广发证券发展研究中心

表 3: 海南的零关税、低税率、简税制政策

政策类别	具体政策内容
零关税	对非限制类目录下的生产设备进口实行免征关税
零关税	明确纳入名录的交通工具及游艇进口免征税费
零关税	特定原材料及辅料进口享受免征政策
零关税	岛内居民消费的进口商品实施分类目录管理
零关税	符合原产地标准的商品及展览品享受关税豁免
零关税	在海南加工后增值比例 $\geq 30\%$ 的货物，经内地流通环节免征关税
低税率	重点扶持产业企业适用优惠税率 15% (标准税率为 25%)
低税率	个人所得税实行分阶段累进税率结构 (3%、10%、15% 三档)
低税率	对 2025 年前企业境外直接投资的经营所得给予所得税免征
简税制	整合增值税、消费税等多项流转税，统一在最终消费环节征收单一税种 (销售税)
简税制	建立以企业所得税、个人所得税、销售税为核心，配套物业税等共计 7 类税目构成的精简税制框架

资料来源：中国政府网，广发证券发展研究中心

2. 除税收外，还大幅放宽对境外人员出入境管理，以吸引国际人才和旅客。

(1) 出入境管理制度优化：逐步实施更大范围的免签入境政策，延长免签停留时间，并优化出入境检查管理，提供通关便利。例如，海南已扩大 59 国人员免签入境事由，并实施港澳地区外国旅游团入境 144 小时免签和外国人 240 小时过境免签政策。

(2) 人才和停居留政策：实行更加开放的人才和停居留政策，包括更宽松的人员临时出入境政策和便利的工作签证政策。对外国人工作许可实行负面清单管理，并进一步完善居留制度。海南首创的联审联检政务服务制度，简化了外国人来琼工作许可和居留许可申办手续，成为制度创新案例。

(3) 职业资格认可：放宽境外人员参加职业资格考试的限制，对符合条件的境外专业资格实行单向认可清单制度。

(4) 人才引进计划：实施“四方之才”汇聚计划和“南海”人才开发计划，旨在吸引高层次和急需紧缺人才。相关条例明确了引进境外教育资源培养国际化人才，并允许境外人员参与职称评审、人才认定等。

(5) 离岸创新创业：探索“岛内注册、岛外运营、全球研发”的离岸人才协同创新模式，构建引才引智、创业孵化新平台。

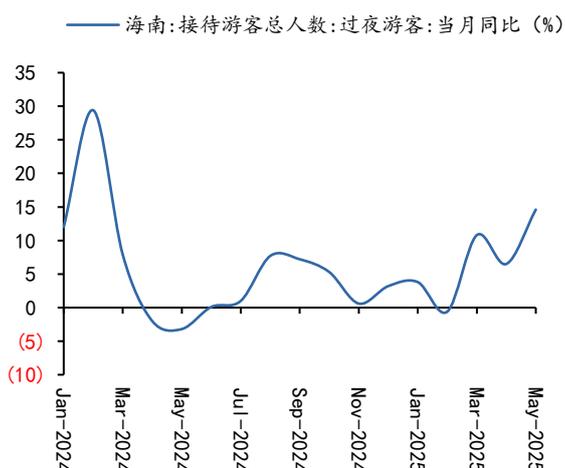
(三) “封关”的具体影响

“封关”对海南经济发展的影响可以归结到人流和货流两个方面。

1. 人流：游客、商务人士或在“封关”后显著增加。

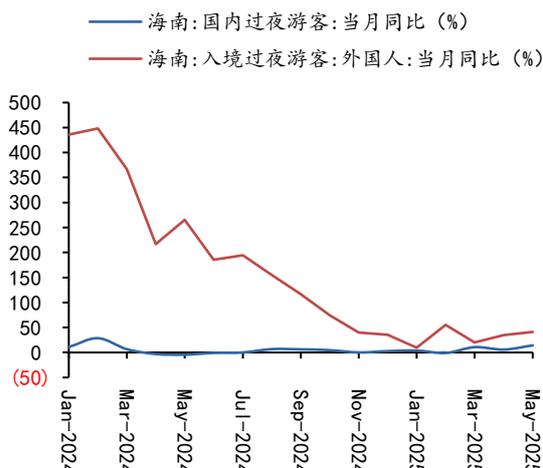
显著的国际游客增长：自2024年以来，海南已陆续推出多项创新举措，包括提升免税购物额度、丰富商品品类、优化退税流程等，这些措施显著增强了对国际游客的消费吸引力。此外，在入境旅游便利化方面，海南省亦取得积极进展。2024年7月，港澳地区外国旅游团入境海南144小时免签政策正式实施，为入境游市场注入新活力。同年12月，国家移民管理局进一步出台利好政策，宣布海南将实施59国免签入境、国际邮轮过境免签以及外国游客过境免签时间延长至240小时的举措。目前境外游客的增速已经显著高于国内旅客，考虑到“封关”后海南旅游的需求和供需端都会更加国际化，国际旅客的高增长趋势有望持续。

图 37：海南岛接待入境旅客数近两年正在加速中



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 38：入境旅客中外国人增速显著高于国内



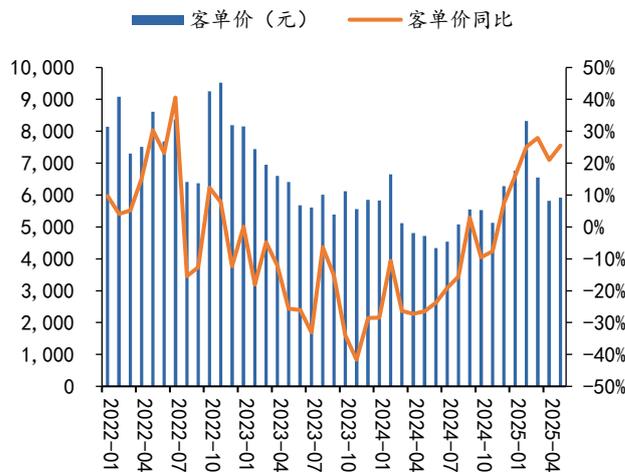
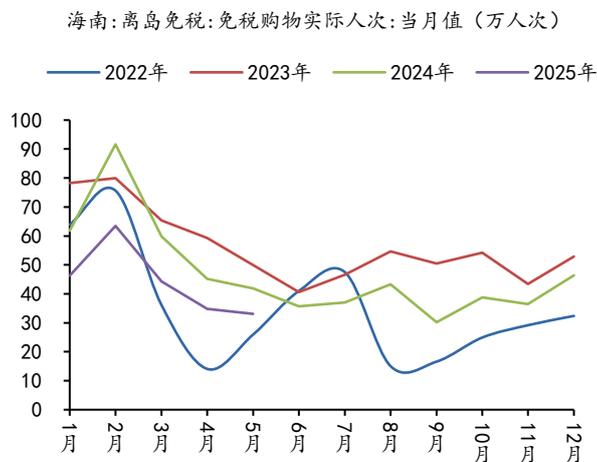
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

国内游客携带物品需接受“二线”查验，这可能导致口岸拥堵，降低部分游客的体验感。但离岛免税购物是吸引游客的重要因素，目前海南岛免税客单价已经开始快速修复，高端客群有回暖趋势。预计随着后续封关，“零关税”商品范围扩大，购物将

更便捷灵活，有望带动更多国内游客参与消费更便宜的进口商品。

图 39: 海南岛免税购买人次仍处于偏弱震荡

图 40: 但免税客单价已经开始快速修复，高端客群有回暖趋势



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

商务人士流量同样有望显著增加。更加宽松的临时出入境政策和便利的工作签证将极大便利国际商务人士来琼开展业务。负面清单管理模式也为外国人在琼工作提供了清晰的指引。此外，优惠的税收政策（企业所得税和个人所得税优惠）以及投资便利化措施将吸引更多国内外企业在海南设立总部或分支机构，增加商务人士的流动。

图 41: 2020 年后，海南企业数量加速增长 (单位: 个)

图 42: 同样在2020年后外资在海南投资数量也有大幅增加 (单位: 个)



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

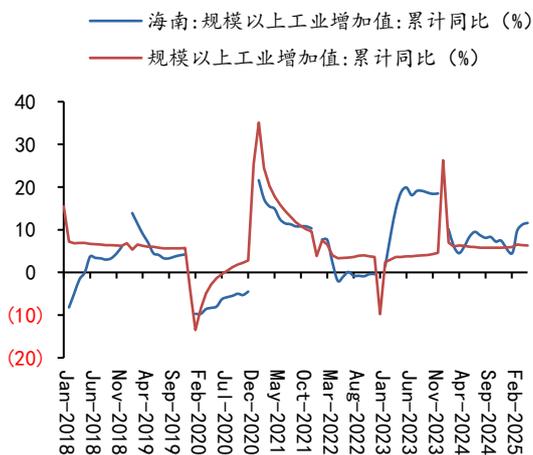
2. 货流: 商品结构、物流成本有望发生变化

加工增值内销免税政策是海南自贸港“一线”放开、“二线”管住最核心的税收管理政策之一，预计商品结构有望发生变化: 加工增值免税政策将促进相关产业发展，吸引企业在海南进行加工生产，增加含进口料件的货物贸易量。2021年7月8日，海

南自贸港加工增值内销免关税政策率先在洋浦保税港区落地实施，并先后扩展至海南省内所有海关特殊监管区域、海南自贸港重点园区。

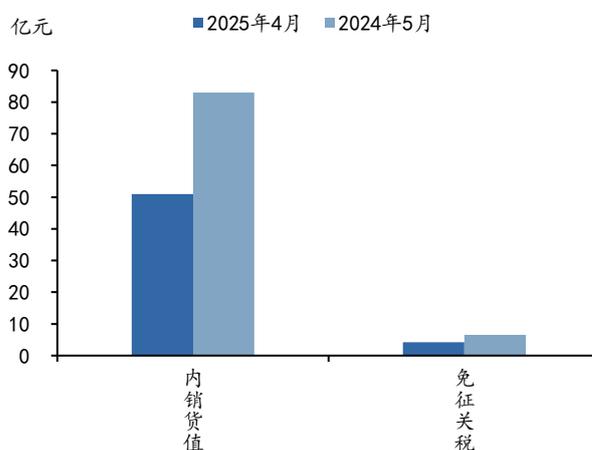
据新华社报道，该政策实施以来截至2025年4月，享惠货值超83亿元，免征关税约6.5亿元，政策红利持续释放，为高质量发展增添新活力。

图 43: 2021年后，海南规模以上工业增加值增速开始跑赢全国



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 44: 该政策实施后内销货值和免征关税额持续攀升



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

2025年3月25日，海南省发展和改革委员会印发《海南省有效降低全社会物流成本实施方案（2025-2027年）》，统筹推进全省有效降低物流成本，更好的支撑自贸港建设。

其中提到了增量增质增效，包括适时研究在琼州海峡两侧适当增加码头选址，并开辟航线；争取交通运输部支持，2025年开通海口港-广西防城港客货滚装航线。加强琼粤合作，加快完成琼州海峡两岸港口资源整合，推进琼州海峡港航一体化和智慧海峡建设，共同研究降低琼州海峡过海成本解决方案。探索推进集装箱甩挂滚装运输过海模式，降低进出岛货车空载率。加快琼州海峡通航能力扩能升级，推动琼州海峡老旧船舶升级，2026年春运前新增2艘甲板货船，2027年底前建成2艘客滚船。开展新能源汽车物流提升工程，研究论证通过升级改造海口港新海港区18号泊位。

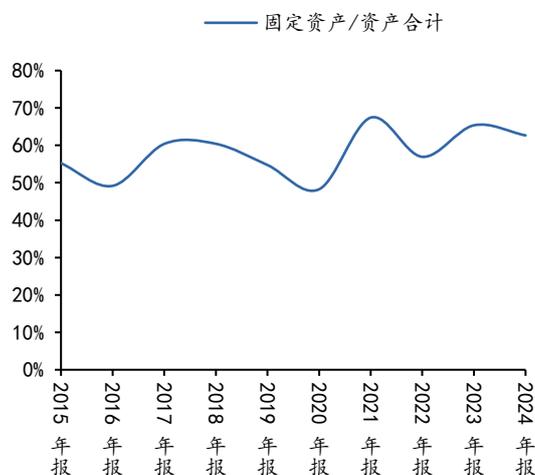
（四）海峡股份有望直接受益于海南岛的人、货流增长

海峡股份核心业务跟海南岛人口、经济高度相关。海峡股份的核心业务海安线，从业务分拆情况来看，虽然其价格大概率保持稳定，但业务量或出现大幅增长。其中客、车收入占比大致为1: 6，车运中货车占比较高，货运对公司业绩影响更为显著。而公司涉及的货运品种主要是农副产品、轻工医药、化肥及农药、建筑材料等民生必需品。因此无论客流还是货量都跟岛内人口数量、经济活力高度相关。

公司重资产同时产能利用率并不高，存在一定经营杠杆。公司的核心资产是船舶和码头，非常聚焦于主业。同时固定资产占公司总资产的比例长期保持在60%附近。琼州海峡的客滚运输业务淡旺季特征十分明显，其中春节是最旺的季节。根据新华网披露的2025年春节的运输量数据，截至2025年2月3日，海口三港进出港旅客累计230.8万人次，进出港车辆累计58.4万辆次。琼州海峡单日进出岛最高峰为正月初六，进出岛旅客16万人次、车辆3.8万辆次。如果以单月200万人次，60万辆次作为目前

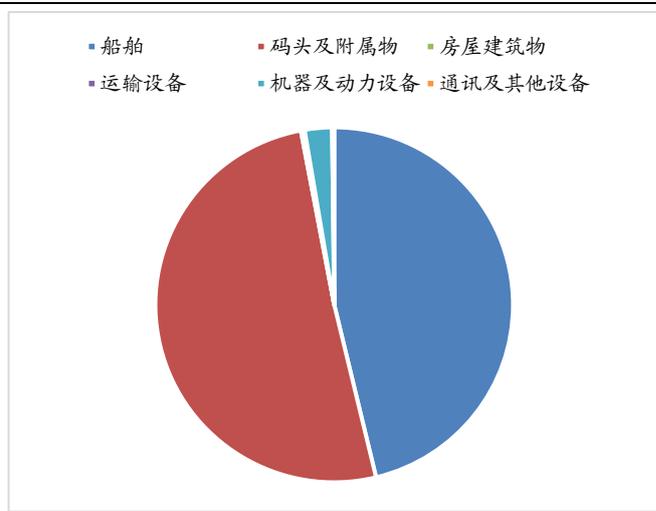
的产能极限，2024年琼州海峡进出岛客运量1914万人次，进出岛车运量552万辆次作为目前的产量，目前产能利用率约在75%-80%之间。

图 45: 公司是比较明显的重资产



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 46: 固定资产中船舶和码头是主要组成部分



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

敏感性测算: 公司作为重资产模式，其经营杠杆显著，约为1.6倍。在假设情况下，随着业务规模扩大，毛利率将从基准的43.38%提升至50.85%（15%增长情景），体现出良好的规模经济效应。

表 4: 公司海岸航线对不同业务量增速的敏感性分析 (单位: 万元)

增长情景	车辆增长率	旅客增长率	营业收入	营业成本	毛利润	毛利率	毛利增长率
基准情况 (2024年)	0%	0%	421982	238923	183059	43.38%	0.00%
5%增长情景	5%	5%	438060	242349	195711	44.68%	6.91%
10%增长情景	10%	10%	471308	248511	222797	47.27%	13.84%
15%增长情景	15%	15%	525750	258407	267343	50.85%	19.99%
20%增长情景	20%	20%	610105	273440	336665	55.18%	25.93%

资料来源: iFind, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

对海峡股份盈利能力的预测，可从量和价两个方面进行分析。总体上，2024至2027年客货运输需求量会随着海南自贸港建设的不断推进而明显增加，而单价水平预计保持相对稳定，进而推动公司总体营收增长。综合来看，受益于政策红利和业务扩张，公司业绩预计呈现出稳定增长趋势，特别是2025年海南岛封关和收购中远海运

客运后，收入规模预期有望实现跨越式发展。

（一）货量方面

从海南自贸港宏观政策面来看，琼州海峡运输需求预计保持稳定增长，而西沙旅游、海南免税购物等需求扩张将激励公司逐年提高其运输能力。从公司运力布置来看，截至目前，公司拥有现代化客滚船队，运力规模稳定，假设2025年之后海南岛封关运行符合预期，则可估计公司货客运量随着政策红利释放而不断增加。

（二）运价方面

价格水平变动会对公司业绩产生一定影响，但由于政府定价机制，价格波动幅度相对较小。根据海峡股份历史定价数据，未来几年综合价格水平预计保持相对稳定，车辆运输和旅客运输价格受政府管制。预测2025至2027年车辆运输单价维持在600元/辆次左右，旅客运输单价维持在38.1元/人次左右，其中，海安航线作为核心业务保持稳定定价，西沙航线作为高端旅游产品具备一定提价空间。因此预计公司各业务毛利水平有望保持相对稳定。

（三）分航线区域

在公司业务构成中，海安航线运输业务占据绝对主导。根据不同经营区域的划分，运输业务分为稳健发展的海安航线和港口业务，以及快速增长的西沙航线和北海航线，其中海安航线是公司经营的绝对核心，西沙航线是重要的增长引擎。

1. 海安航线：作为公司核心业务，是经营基本盘和利润主要来源。琼州海峡客货滚装运输是稳定重要的业务，连接海南与大陆的生命线。预测海安航线收入将稳定增长，特别是2026年起受益海南自贸港政策，我们预计增速将上调至15%。预计2025至2027年收入分别为37.87、41.37和45.35亿元，毛利率分别为44.00%、47.00%和49.00%。

2. 西沙航线：西沙旅游是公司重要的高增长业务，依托国家政策支持 and 海南旅游市场发展，实现25%以上的高增长率。尽管收入规模相对较小，但随着公司在西沙旅游的运力稳步扩张，客流量增长，整体营收水平预计会继续快速增长。西沙航线营收占比不断提高，逐渐发展成为重要的业绩增长点。西沙航线毛利率水平稳步提升，随着“精品旅游”品牌建设的发展，利润厚度也会不断提高。预测西沙航线营收呈现高速增长态势，预计2025至2027年收入分别为2.72、2.87和3.02亿元，毛利率分别为28.00%、30.00%和32.00%。

3. 港口业务：公司港口配套服务业务为运输主业提供重要支撑，这部分业务具有稳定性强、协同效应明显的特点。预测港口业务收入稳步增长，特别是新海枢纽项目建成后将提供新的增长动力。预计2025至2027年收入分别为2.81、3.06和3.31亿元，毛利率分别为34.32%、31.66%和45.19%。

4. 北海航线：公司已将业务向北部湾地区延伸，这部分航线的收入占比较小，但代表了公司区域扩张的战略布局。预测北海航线收入稳步增长，预计2025至2027年收入分别为0.82、0.88和0.95亿元，毛利率分别为26.83%、26.14%和21.05%。

5. 渤海湾线（中远海运客运收购）：2025年公司收购中远海运客运，新增渤海湾航线业务，将为公司带来重要的业务增长点。预计渤海湾线年净利润贡献0.5-1亿元，虽然毛利率相对较低，但将显著扩大公司业务规模。预计2025至2027年收入分别为12.60、13.23和13.89亿元，毛利率分别为28.57%、29.65%和31.81%。

表 5: 海峡股份收入拆分 (单位: 百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
海安航线					
收入	3395	3613	3787	4137	4535
增长率	27.50%	6.42%	4.82%	9.27%	9.62%
成本	2037	2055	2317	2404	2544
毛利	1358	1558	1820	2132	2444
毛利率	40.00%	43.13%	44.00%	47.00%	49.00%
西沙航线					
收入	203	256	272	287	302
增长率	298.04%	26.11%	6.31%	5.45%	5.27%
成本	152	185	196	200	205
毛利	51	71	76	86	97
毛利率	25.12%	27.73%	28.00%	30.00%	32.00%
北海航线					
收入	66	78	82	88	95
增长率	60.98%	18.18%	5.13%	7.32%	7.95%
成本	50	55	60	65	75
毛利	16	23	22	23	20
毛利率	24.24%	29.49%	26.83%	26.14%	21.05%
港口业务					
收入	249	263	281	306	331
增长率	27.04%	5.62%	6.84%	8.79%	8.29%
成本	184	192	185	209	181
毛利	65	71	94	97	150
毛利率	26.10%	27.00%	34.32%	31.66%	45.19%
渤海湾线 (中远海客运)					
收入	0	0	1260	1323	1389
增长率	-	-	新并入	5.00%	5.00%
成本	0	0	900	931	947
毛利	0	0	360	392	442
毛利率	-	-	28.57%	29.65%	31.81%
营业总收入					
收入	3932	4216	5689	6149	6662
增长率	32.71%	7.22%	34.93%	8.09%	8.33%
成本	2436	2491	3658	3809	3953
毛利	1496	1827	2031	2340	2709
毛利率	38.05%	43.33%	35.71%	38.05%	40.66%

数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

总体而言, 受益于海南自贸港政策红利和战略收购扩张, 公司各主要业务线都将实现稳定增长。海安航线提供稳定的盈利基础, 西沙航线贡献高速增长动力, 港口业务提供协同支撑, 渤海湾线扩大业务规模。我们预计2025至2027年公司营业收入分别为56.89、61.49和66.62亿元, 考虑到海安航线的竞争优势、西沙航线的高增长潜力, 以及渤海湾线的规模效应, 公司中长期业绩将向好发展。

估值层面，选择渤海轮渡作为海峡股份的可比公司。根据渤海轮渡2024年年报，公司的核心业务也是客滚运输，但运营范围主要是烟台至大连航线、蓬莱至旅顺航线、龙口至旅顺航线，同时是是国内规模、综合运输能力均领先的客滚运输企业，拥有9艘大型客滚船运营，船舶总吨位27.59万吨、总车道线2.08万米、总客位1.57万个。公司客滚运输业务收入来源于车辆和旅客的运费，其中车辆的运费收入占航线总收入的60%左右。商业模式与海峡股份十分接近。

基于对海峡股份的盈利预测，考虑到海南岛自贸港封关在即，公司业绩增长有望坐上快车道，因此估值也可以给一定的成长溢价。考虑到目前海峡股份存在固定资产刚投产，产能爬坡期导致盈利偏低的问题，其PE短期有所失真。应该用企业倍数去衡量公司在抛开投产，负债，税率等营业外因素下的真实价值。对标渤海轮渡，商业模式相同，但考虑到公司后续在海南封关的驱动下，有望享有较渤海轮渡更高的增速，可以给予一定的估值溢价，给9倍企业倍数，对应合理价值为8.2元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

表 6: 可比公司估值表 (截止至2025.07.21)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	企业价值(亿元)	PE	PB	PS	营收 CAGR	企业倍数 (EV/EBITDA)
渤海轮渡	603167.SH	客滚船运输	52.36	53.63	19.42	1.43	2.93	9.10%	7.1
海峡股份	002320.SZ	客滚船运输	159.37	166.55	77.43	3.61	3.84	44.48%	8.65

数据来源: iFind, 盈利预测来自 iFind 一致预期, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

（一）跨海通道建设风险

琼州海峡跨海通道项目一旦启动建设，将对公司海安航线业务形成根本性冲击。

（二）燃油价格波动风险

燃油成本占公司营业成本比重较高，国际油价大幅波动将直接影响盈利水平。

（三）政策监管风险

公司运价受政府严格管制，定价政策调整可能影响盈利能力。特别是在通胀压力下，政府可能限制涨价幅度，压缩公司利润空间。

（四）收购整合风险

2025年收购中远海运客运存在整合不达预期的风险。渤海湾线业务模式与现有业务差异较大，管理整合和协同效应实现存在不确定性。

（五）运力瓶颈风险

高增长情景下现有运力可能无法满足需求增长，制约业务发展。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	2,024	2,190	1,881	2,412	3,719
货币资金	1,647	1,831	1,563	2,084	3,381
应收及预付	71	150	92	99	106
存货	54	55	71	74	77
其他	252	153	155	155	155
非流动资产总额	5,741	5,579	7,129	7,582	7,759
长期股权投资	7	30	0	0	0
固定资产	5,076	4,868	6,421	6,734	6,721
在建工程	0	5	5	5	5
使用权资产	172	185	185	285	385
无形资产	371	363	403	443	533
其他	115	127	115	115	115
资产总额	7,766	7,769	9,010	9,994	11,478
流动负债总额	803	690	811	735	729
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	290	209	265	224	218
其他	512	481	546	511	511
非流动负债总额	702	672	733	562	582
长期借款	423	406	450	200	100
应付债券	0	0	0	0	0
其他	279	266	283	362	482
负债总额	1,505	1,362	1,544	1,297	1,311
股本	2,229	2,229	2,229	2,229	2,229
其他	2,052	2,057	2,282	2,557	2,861
归母权益合计	4,281	4,286	4,511	4,786	5,090
少数股东权益	1,979	2,120	2,956	3,911	5,078
负债和股东权益	7,766	7,769	9,010	9,994	11,478

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,932	4,220	5,689	6,149	6,662
营业成本	2,016	2,389	3,658	3,809	3,953
营业税金及附加	13	30	23	30	35
销售费用	34	37	49	53	58
管理费用	344	385	508	555	598
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	5	-17	-23	-49
资产减值损失	0	0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	0	0	0
营业利润	1,530	1,395	1,469	1,726	2,067
营业外收支	0	-9	0	0	0
利润总额	1,531	1,386	1,469	1,726	2,067
所得税费用	305	337	315	378	466
合并净利润	1,225	1,048	1,155	1,348	1,601
少数股东损益	792	791	836	955	1,167
归母净利润	434	257	319	393	434
EPS (元/股)	0.19	0.12	0.14	0.18	0.19

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1,780	1,509	1,811	1,758	2,103
合并净利润	1,225	1,048	1,155	1,348	1,601
折旧摊销	354	443	458	498	523
营运资金变动	208	-13	186	-101	-26
其他	0	0	19	-19	0
投资活动现金流净额	-163	-277	-2,010	-950	-700
资本性开支	-163	-254	-2,042	-950	-700
投资	0	-23	30	0	0
其他	0	0	2	0	0
融资活动现金流净额	-1,410	-1,047	-68	-287	-106
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	0	-8	40	-156	30
股利分配与偿付利息	-698	-915	-113	-131	-136
其他	-712	-124	5	-1	0
现金净增加额	207	185	-267	521	1,297
期初现金余额	1,438	1,645	1,830	1,563	2,084
期末现金余额	1,645	1,830	1,563	2,084	3,381

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	32.7%	7.3%	34.8%	8.1%	8.3%
营业利润增长率	84.5%	-8.8%	5.3%	17.5%	19.7%
归母净利增长率	185.3%	-40.7%	24.1%	23.3%	10.3%
获利能力					
毛利率	48.7%	43.4%	35.7%	38.1%	40.7%
净利率	31.2%	24.8%	20.3%	21.9%	24.0%
ROE	10.1%	6.0%	7.1%	8.2%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	19.4%	17.5%	17.1%	13.0%	11.4%
有息负债率	5.5%	5.2%	5.0%	2.0%	0.9%
流动比率	2.5	3.2	2.3	3.3	5.1
利息保障倍数	393.1	74.5	84.7	130.9	336.2
营运能力					
应收账款周转率	99.6	42.2	77.5	77.1	77.6
存货周转率	37.1	43.4	51.4	51.4	51.4
应付账款周转率	7.1	12.0	14.4	18.0	20.0
每股指标					
每股收益	0.19	0.12	0.14	0.18	0.19
每股净资产	1.92	1.92	2.02	2.15	2.28
每股经营现金流	0.80	0.68	0.81	0.79	0.94
估值比率					
PE	30.0	56.8	52.9	42.9	38.9
PB	3.0	3.4	3.7	3.5	3.3
EV/EBITDA	6.3	7.1	8.2	6.8	5.3

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 陈宇：联席首席分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航：交通运输行业分析师，香港中文大学(深圳)硕士，2年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。