

2025年08月25日

证券研究报告·2025年中报点评

粤运交通 (3399.HK) 交通运输

当前价: 1.81 港元

目标价: —— 港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

服务区运营稳步扩张，自营加油站加速推进

投资要点

- 事件：粤运交通发布 2025 年中期报告。**2025 年上半年，公司实现营业收入 37.7 亿元，同比增加 3%，归母净利润为 1.43 亿元，同比增长 3%，毛利率及净利率分别为 8.11% 及 3.57%。
- 新能源替代加速，传统能源仍具韧性。**2024 年中国炼油厂原油日均进口约 1100 万桶，加工量为 1420 万桶/日，原油产量平均为 430 万桶/日，库存积累显著。尽管传统能源仍是主力，低碳与新能源替代趋势逐渐显现。根据中国充电联盟统计，截至 2025 年 3 月底，全国充电基础设施累计保有量达 1374.9 万台，同比增长 47.6%。预计 2025 年新增公共充电桩 103.8 万台、公共充电场站 7.3 万座，公共充电场站保有量达 30.3 万座，公共充电桩保有量达到 461.7 万台。
- 自营加油站与新能源业务协同发展，传统能源稳定盈利。**2025 年上半年公司能源板块实现营业收入 24.89 亿元，同比增长 15%，毛利 2.33 亿元，但毛利率下降至 9%。截至 2025 年 6 月底，公司拥有经营权加油站 230 座，其中自营 110 座，全年油品销量达 28.49 万吨。自营加油站继续作为核心利润来源，而新能源业务布局逐步推进，截至 2025 年 6 月底公司已管理充电站 338 个、充电桩 1576 个、换电站 10 座，持续推动“光伏+储能+充电一体化”协同模式，未来新能源发电与管理平台有望带来利润弹性。
- 多元服务区与道路客运并进，分红政策稳定支撑盈利。**公司以服务区为核心平台，拓展零售、招商、广告等业务，2025 年上半年实现收入 5.02 亿元，其中广告毛利率达 47%。道路客运方面，受政策影响上半年收入 7.24 亿元，同比下降 26%，公司正加快转型与提效。另一方面，自 2002 年至今累计分红 16 次，累计金额达 10.06 亿元，分红比例保持在 33.84%。2024 年年度股息每股 0.1 元，分红比例 30.44%，股息率 7.61%，分红稳健与资产优化保障了公司的盈利。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.33/0.37/0.39 元。我们认为公司能源业务双线发力加速释放，零售业务、招商业务和广告业务保持稳定增长；道路客运及配套板块亏损额减少；太平立交运营业务稳定发展，整体来看公司具有一定成长性，首次覆盖，建议关注。
- 风险提示：**汇率风险、油品市场波动风险、宏观经济环境风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	7200.34	7444.48	7725.29	7956.30
增长率	-0.37%	3.39%	3.77%	2.99%
归属母公司净利润(百万元人民币)	236.51	262.06	299.56	313.71
增长率	17.15%	10.80%	14.31%	4.73%
每股收益 EPS	0.30	0.33	0.37	0.39
净资产收益率	11.34%	11.16%	11.31%	10.58%
PE	5.59	5.04	4.41	4.21

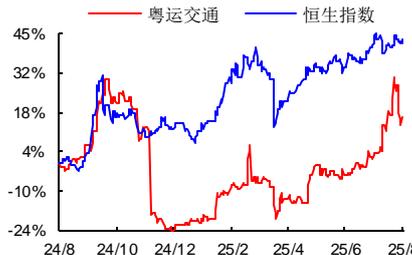
数据来源：公司公告，西南证券

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

分析师：杨蕊
执业证号：S1250525070007
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	1.15-2.03
3 个月平均成交量(百万)	0.44
流通股数(亿)	8.00
市值(亿)	14.48

相关研究

目 录

1 粤运交通：深耕服务区经营，打造交通综合运营商	1
1.1 多元业态齐发力，盈利能力稳步提升.....	1
1.2 瘦身增效驱动修复，利润弹性逐步释放.....	5
2 盈利预测及估值	7
3 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司主要业务 (截至 2024 年末)	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年末)	1
图 3: 公司营收结构.....	2
图 4: 大槐服务区新建成的光伏车棚.....	2
图 5: 大槐服务区数字化直流微网台区互济示范项目	2
图 6: 粤运能源加油站网络分布图	3
图 7: 首个高速公路服务区乐驿超市开业.....	4
图 8: 位于揭博高速瓦溪服务区的肯德基自营店	4
图 9: 2020-2025 Q2 公司营收及增速.....	6
图 10: 2020-2025 Q2 公司归母净利润及增速.....	6
图 11: 公司毛利率与净利率	6
图 12: 公司期间费用率	6
图 13: 公司速动比率	7
图 14: 公司资产负债率	7
图 15: 公司历年分红情况.....	7

表 目 录

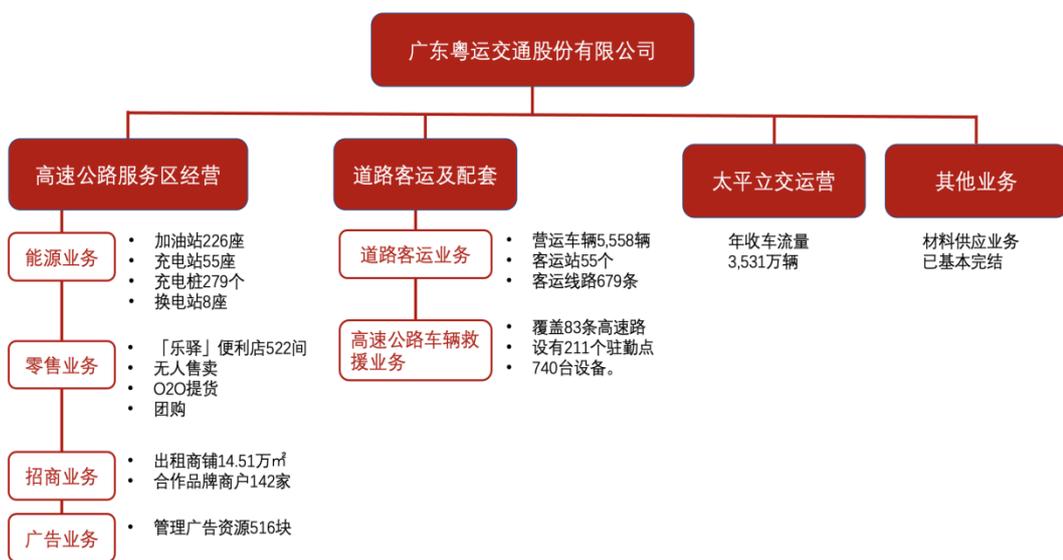
表 1: 高速公路服务区经营业务营收数据.....	5
表 2: 高速公路服务区经营业务毛利数据.....	5
表 3: 公司分业务收入	8
表 4: 可比公司估值.....	8
附: 财务报表.....	10

1 粤运交通：深耕服务区经营，打造交通综合运营商

1.1 多元业态齐发力，盈利能力稳步提升

广东粤运交通股份有限公司成立于 1999 年 12 月，2005 年在香港联交所主板上市，是广东省交通集团有限公司控股的港澳台与境内合资上市企业。公司主营汽车运输服务、综合物流及高速公路相关业务。截至 2024 年，公司总资产达 87.24 亿元，拥有控股子公司 91 家，营运车辆 6900 辆，管理 72 个客运站及 77.5 对高速公路服务区。公司形成三大核心板块，业务涵盖粤港跨境运输、综合物流及高速公路广告运营等，2024 年实现营业收入 72 亿元，净利润 2.37 亿元。

图 1：公司主要业务（截至 2024 年末）



数据来源：公司公告，西南证券整理

实控人为广东省国资委，属地方国有企业。根据 2024 年年报，公司控股股东为广东省交通集团有限公司，持股 74.12%，其余股份由中石化、境外机构及公众股东持有。

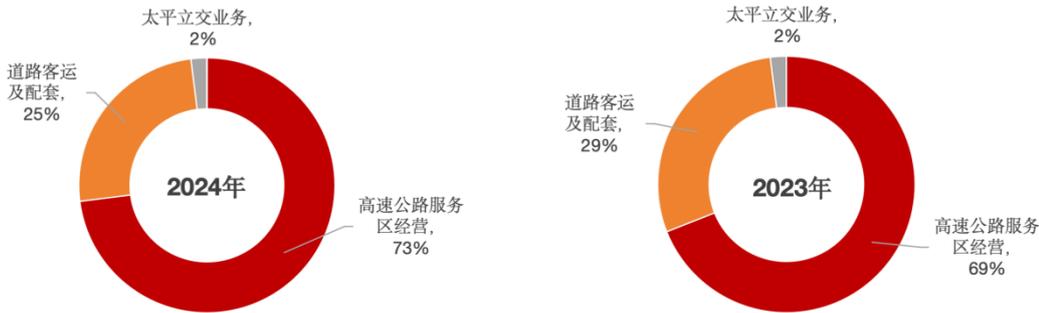
图 2：公司股权结构（截至 2024 年末）



数据来源：公司公告，Choice，西南证券整理

营收结构稳定，核心业务保持韧性。2025 年上半年，粤运交通实现营业收入人民币 37.7 亿元，较上年同比增加 3%。公司收入主要来源于高速公路服务区经营、道路客运及配套及太平立交运营。其中，高速公路服务区经营实现收入 29.91 亿元，同比增长 14.1%，主要得益于能源业务增长及招商租赁业务改善；道路客运及配套业务则受线路优化及成本管控影响，收入同比下降 26%至 7.24 亿元。

图 3：公司营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

高速公路服务区经营多业态协同。公司依托广东交通集团在高速公路投资运营领域的广泛布局，截至 2024 年末共管理运营 195 对服务区（含停车区），拥有 240 间便利店，形成了覆盖全省的服务网络。2025 年上半年，公司服务区业务实现收入 29.91 亿元，同比增长 14.1%，占总收入比重达 79.3%。服务区业务涵盖停车场、便利店、加油站、餐饮、充电等功能模块，形成多元化商业模式。此外，公司按照中期调整后的“十四五”规划，积极应对市场变化趋势，通过服务区业务重组改革，持续优化体制机制与经营模式，提升出行服务品质，使得能源、招商、零售等各项业务取得不同程度的增长。

能源业务为业绩核心引擎，自营化与新能源双线发力，构建可持续盈利模式。能源业务作为粤运交通高速公路服务区经营板块的核心支柱，2025 年上半年实现营业收入人民币 24.89 亿元，同比增长 15%，毛利达 2.33 亿元，毛利率下降至 9%，同时，粤运加快清洁能源转型，管理设有充电站的服务区 338 个、充电桩 1576 个，换电站 10 座，并推进多个光伏发电及储能项目落地，大槐服务区“光储充”一体化示范工程亦正加快建设。

图 4：大槐服务区新建成的光伏车棚



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：大槐服务区数字化直流微网台区互济示范项目



数据来源：公司公告，西南证券整理

预计公司未来五年将实现加油站自营高峰期。截至 2025 年 6 月底，公司拥有经营权加油站 230 座，以“粤运能源”自建自营加油站为主要发展路径，已形成 110 座自建自营加油站的高速公路服务区加油站销售网络。公司将继续推进加油站新建和回收自营项目，并深化与央企的油品供销合作，预计在 2025 年年末自营加油站将突破 138 座，营收规模也不断扩大，将成为公司第一核心支撑业务。自营比例的持续提升，将显著增强公司对终端油品销售的掌控能力，带动单位毛利改善、经营灵活性提升，为公司打造稳定现金流与能源转型基础打下坚实支撑。

图 6：粤运能源加油站网络分布图



数据来源：公司公告，西南证券整理

零售业务聚焦场景延展与数智协同，打造服务区消费升级新引擎。粤运交通持续推动零售业务数智转型，通过商品招商系统上线、线上商城拓展及物流网络优化，强化精细化运营能力。截至 2025 年 6 月底，自营“乐驿”便利店达 526 间，优化运营后，商品种类增加至 3673 种，2025 年上半年实现业务营收 3.06 亿元，毛利率达 15%。同时公司在上半年完成了 3 次专项招商，成功引入商品超过 170 个，通过最低价评审结合商务谈判的方式，有效推动了商品采购价格的同比下降。

图 7：首个高速公路服务区乐驿超市开业



数据来源：央广网，西南证券整理

招商业务持续释放弹性，存量提质与特色服务区并进。截至 2025 年 6 月底，已取得经营权的服务区达 387 个，在营服务区 365 个。公司积极响应“百千万工程”，加快打造服务区特色商业场景，以多元模式（自营/加盟/合作）加速餐饮项目落地，启动 2025-2028 年自营项目选点规划。同时，公司引入成熟收银系统搭建数字化管理平台，实现统一收银、自动分账及经营数据分析，目前已在 10 对服务区试点，为全面推广奠定基础。公司成立专项小组对汽修与食品安全开展督导整顿，制定标准化检查流程，加密巡查频次以确保合规经营与服务品质。

图 8：位于揭博高速瓦溪服务区的肯德基自营店



数据来源：南方网，西南证券整理

广告业务迈入数智融合新阶段。2025 年上半年,广告业务实现营收人民币 3052.6 万元,毛利 1435.3 万元,毛利率达 47%,保持高水平。公司以数字化转型为核心抓手,加速广告资源管理升级并拓展新媒体宣传矩阵,通过创新合作模式深化客户关系,在稳固现有 536 个广告资源(覆盖 79 条高速公路的立柱、跨线桥、龙门架等载体)的基础上优化经营管理,聚焦旅游、酒类及区域消费品牌等重点行业,组建专业团队精准拓客,同时推动广告位智能化改造,探索“线下场景引流+线上价值转化”模式,强化广告转化效能。

表 1: 高速公路服务区经营业务营收数据

(人民币亿元)	营收占比	2025 年上半年	2024 年上半年	同比
能源业务	83%	24.9	21.7	15%
零售业务	10%	3.1	2.8	10%
招商业务	6%	1.7	1.4	17%
广告业务	1%	0.3	0.3	1%
合计	100%	29.9	26.2	14%

数据来源:公司公告,西南证券整理

表 2: 高速公路服务区经营业务毛利数据

(人民币亿元)	占比	2025 年上半年 毛利润	2024 年上半年 毛利润	同比变动	2025 年上半年 毛利率	2024 年上半年 毛利率
能源业务	83%	2.3	2.8	-15%	9%	13%
零售业务	17%	0.5	0.5	-12%	15%	19%
招商业务	-5%	-0.1	0.0	-726%	-8%	-1%
广告业务	5%	0.1	0.1	49%	47%	32%
合计	100%	2.8	3.4	-17%		

数据来源:公司公告,西南证券整理

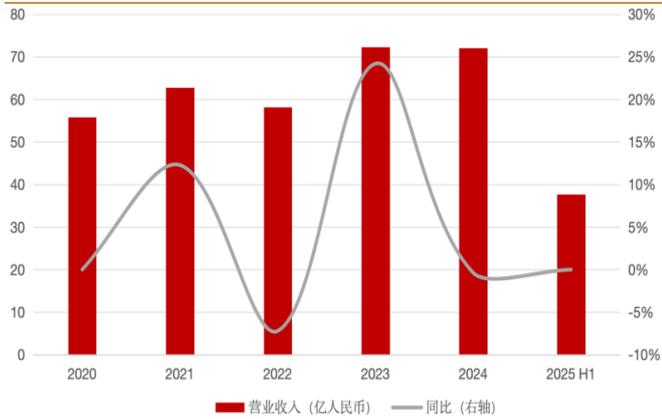
全面退出道路客运业务,聚焦核心优质资源。2025 年上半年,客运及配套业务收入 7.24 亿元,同比下降 26%,毛利持续亏损至 2070.7 万元,主要原因新路承接及扩建备勤人员,同比增加了高速公路救援服务成本。面对高铁、私家车及网约车的持续冲击,道路客运行业呈现萎缩态势。为规避利润负向影响,公司果断实施战略调整,遵循“先易后难、分类分块”原则稳步退出客运业务,上半年已完成珠海拱运汽车客运站股权转让,以及广州粤运汽车运输、增城汽车客运站控股权退出,实现资产平稳剥离。对剩余客运企业制定分级退出计划,加大闲置车辆及场地盘活力度,持续压缩业务亏损,并通过政府协调加速退出进程。

太平立交车流承压,运营韧性依旧凸显。2025 年上半年,公司实现营收 0.55 亿元,同比下降 24%,主要原因是车流量同比下降;毛利 0.46 亿元,毛利率 83%,与去年同期持平。受深中通道分流影响,截至 6 月底收费车流量为 1462 万辆,日均 8.12 万辆,同比下降 25%。公司持续强化巡查与养护,确保立交设施安全稳定运行。

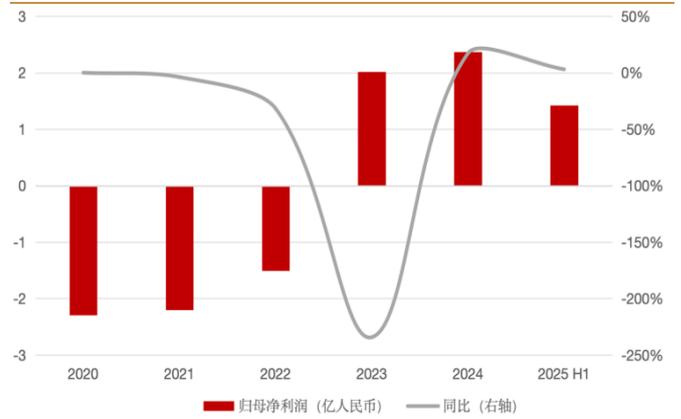
1.2 瘦身增效驱动修复,利润弹性逐步释放

公司整体财务状况呈现逐步修复态势。公司营业收入维持稳健,2023 年与 2024 年连续两年达到 72 亿元人民币,维持在历史较高水平,为后续业绩释放奠定坚实基础。更为显著的是盈利能力的大幅改善,2020 至 2022 年归母净利润持续为负,但自 2023 年起实现扭亏为盈,

达到 2.02 亿元。2025 年上半年，公司归母净利润达 1.43 亿元，同比提升 3%。整体来看，粤运交通已走出疫情冲击的低谷，盈利修复趋势明确，具备进一步释放业绩弹性的基础。

图 9：2020-2025 Q2 公司营收及增速


数据来源：choice，西南证券整理

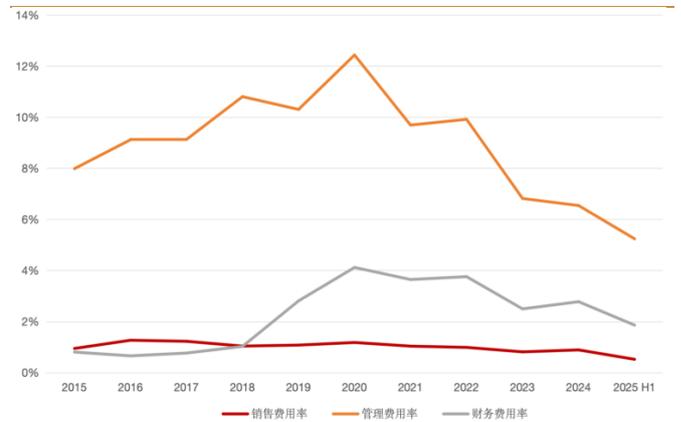
图 10：2020-2025 Q2 公司归母净利润及增速


数据来源：choice，西南证券整理

盈利能力回暖，费用压降成效显著。2025 年上半年，公司销售毛利率达 8.11%，得益于商户合作收入的增长以及零售业务成本的有效控制，整体毛利率持续改善，已回升至疫情后修复以来的高位水平。销售净利率亦自 2020 年的 -6% 持续改善至 2025 年上半年的 3.57%，连续两年维持正值，反映公司整体盈利能力明显回升。分项费用来看，销售费用、管理费用、财务费用总计 2.87 亿元，三费营收比降至 7.62%，为近五年较低水平，成本管控效果显著。

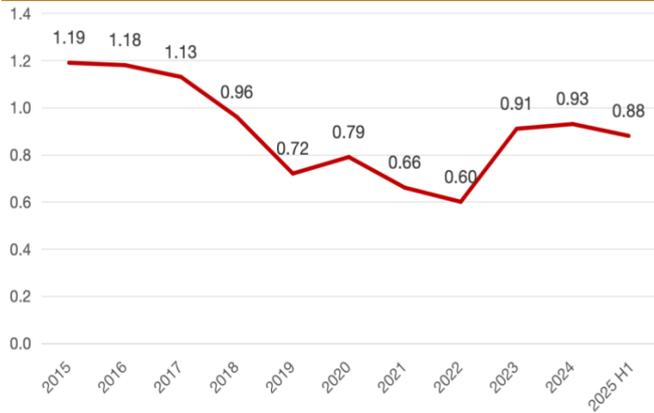
图 11：公司毛利率与净利率


数据来源：choice，西南证券整理

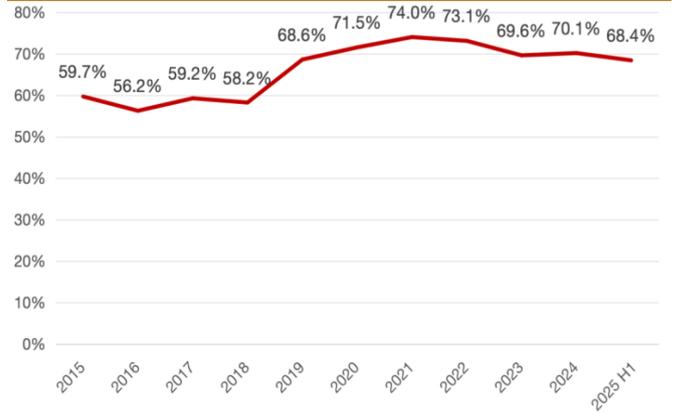
图 12：公司期间费用率


数据来源：choice，西南证券整理

偿债能力边际改善，资本结构保持稳定。截至 2025 年 6 月底，公司负债合计 57.72 亿元，资产负债率为 68.4%，其中流动负债占比 50.96%、非流动资产占比 49.04%，资产配置结构较为均衡，有助于提升整体资金周转效率与经营灵活性；流动资产合计 27.07 亿元，流动比率 0.92，速动比率 0.88，较 2022 年显著提升，反映出短期偿债能力持续修复。

图 13: 公司速动比率


数据来源: choice, 西南证券整理

图 14: 公司资产负债率


数据来源: choice, 西南证券整理

分红政策延续稳定性, 回报水平逐步提升。根据 Choice 数据, 自 2002 年至今公司累计分红达 16 次, 累计分红金额 10.06 亿人民币, 累计分红比例为 33.84%。其中, 2019-2022 年公司未实施现金分红, 主要受盈利承压及疫情期间运营不确定性影响所致。自 2023 年起公司恢复稳定派息, 2024 年年度股息每股 0.1 元, 分红比例 30.44%, 股息率 7.61%。

图 15: 公司历年分红情况


数据来源: choice, 西南证券整理

2 盈利预测及估值

关键假设:

1) 受益于能源消费回暖以及公司持续推进新能源业务布局 (包括光伏项目建设与自营加能网络拓展), 能源业务有望维持快速增长势头, 我们预计 2025-2027 年能源业务营收同比增长分别为 16%、14%、10%; 公司在零售业务方面持续引入优质品牌、优化商品结构与提升服务体验, 推动零售业态升级, 结合服务区消费复苏趋势, 预计 2025-2027 年同比增长 16%、11%、11%; 招商业务则受益于服务区资源盘活与交通流量回升, 预计 2025-2027 年同比增长 10%、5%、5%; 广告业务在场景化营销与数字化投放推进下, 有望实现稳定增长,

预计 2025-2027 年同比增长 5%、5%、5%。我们认为公司能源业务仍具广阔成长空间，其盈利贡献持续提升，同时公司其他业务表现稳健，预计 2025-2027 年高速公路服务区经营相关业务毛利率将分别达 11.4%、11.6%、11.7%；

2) 考虑近年来行业持续承压，受疫情冲击、网约车替代与高铁分流等结构性因素影响，客运板块盈利能力持续下滑，公司正逐步压缩其在整体业务中的占比，资源向服务区经营等核心板块聚焦。我们预计 2025 年道路客运及配套业务收入同比下降 30%，2026-2027 年将连续同比下降 40%、50%；

3) 太平立交运营业务整体经营稳健，我们预计 2025-2026 年营收同比增长 2%、2%，由于广深高速（含太平立交）整体收费权将于 2027 年 6 月到期，我们预计 2027 年营收同比减少 50%；2025-2027 年毛利率为 76.7%、76.7%、76.7%。

表 3：公司分业务收入

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
1. 高速公路服务区				
收入	5,233.4	6,025.2	6,816.9	7,502.1
yoy	5.6%	15.1%	13.1%	10.1%
毛利率	11.1%	11.4%	11.6%	11.7%
2. 道路客运及配套				
收入	1,834.4	1,284.1	770.4	385.2
yoy	-13.8%	-30.0%	-40.0%	-50.0%
毛利率	-1.9%	-2.1%	-2.1%	-2.1%
3. 太平立交运营				
收入	132.6	135.2	137.9	69.0
yoy	-7.5%	2.0%	2.0%	-50.0%
毛利率	76.7%	76.7%	76.7%	76.7%
营业总收入	7200.3	7444.5	7725.3	7956.3
yoy	-0.4%	3.4%	3.8%	3.0%
营业成本	6,550.4	6,677.7	6,847.0	7,035.5
毛利率	9.0%	10.3%	11.4%	11.6%

数据来源：wind，西南证券

我们认为公司依托广东高速公路资源优势，能源业务加快油气电光一体化布局，零售与招商协同扩张，为未来增长提供保障，我们预计公司 2025-2027 年营收为 74.4、77.3、79.6 亿元，归母净利润为 2.6、3、3.1 亿元，EPS 为 0.33、0.37、0.39 元。

表 4：可比公司估值

公司	代码	股价 (港元)	每股净收益 (港元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0066.HK	港铁公司	27.34	2.54	2.81	2.96	1.88	11	10	9	15
0525.HK	广深铁路股份	1.97	0.16	0.15	0.17	0.19	12	13	12	10
0177.HK	江苏宁沪高速公路	9.69	1.06	1.07	1.10	1.10	9	9	9	9
平均值							11	11	10	11
3399.HK	粤运交通	1.81	0.32	0.36	0.41	0.43	6	5	4	4

数据来源：wind，西南证券整理。注：股价为 2025-08-22 收盘价，0.9191 人民币=1 港币

考虑到公司主营业务当中高速公路服务区业务相关，我们选取江苏宁沪高速公路作为可比公司，港铁公司和广深铁路股份与粤运交通业务类似，三家可比公司 2026 年平均 PE 为 10 倍。我们认为公司未来高速公路服务业务当中能源业务双线发力加速释放，同时零售业务、招商业务和广告业务保持稳定增长；道路客运及配套板块，随着公司加大资产处置力度，将缓解客运业务退出过程中的资金压力，减少客运业务亏损额；太平立交运营业务，公司以多元协同的思路推动相关领域发展，整体来看公司具有一定成长性，首次覆盖，建议关注。

3 风险提示

汇率风险、油品市场波动风险、宏观经济环境风险等。

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1443.13	1712.23	1776.82	1901.05	营业额	7200.34	7444.48	7725.29	7956.30
应收账款	259.22	364.02	377.75	389.04	销售成本	6550.39	6677.65	6847.00	7035.53
预付款项、按金及其他应收款项	793.61	899.66	933.59	961.51	销售费用	64.06	67.66	72.62	77.32
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	476.48	426.19	396.58	363.94
存货	122.64	122.40	125.51	128.96	财务费用	199.98	147.87	135.80	120.96
其他流动资产	48.01	45.31	47.02	48.42	其他经营损益	-46.39	-44.74	-44.74	-44.74
流动资产总计	2666.61	3143.62	3260.68	3428.99	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	425.60	425.60	425.60	425.60	公允价值变动损益	0.00	0.00	1.00	2.00
固定资产	1959.02	1982.48	2137.93	2275.39	营业利润	-136.96	80.37	229.57	315.81
在建工程	0.00	150.00	150.00	150.00	其他非经营损益	445.05	311.53	218.07	152.65
无形资产	2927.62	2781.24	2634.86	2488.48	税前利润	308.09	391.90	447.64	468.46
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	78.80	100.23	114.23	119.30
其他非流动资产	745.22	709.87	674.52	639.17	税后利润	229.29	291.67	333.41	349.16
非流动资产合计	6057.45	6049.18	6022.91	5978.64	归属于非控制股东利润	-7.21	29.61	33.85	35.45
资产总计	8724.06	9192.80	9283.60	9407.63	归属于母公司股东利润	236.51	262.06	299.56	313.71
短期借款	368.55	434.15	299.30	0.00	EBITDA	1212.36	848.04	909.71	933.70
应付账款	676.08	671.02	688.04	706.98	NOPLAT	46.90	169.86	271.43	324.09
其他流动负债	1680.85	1981.07	2041.29	2095.89	EPS(元)	0.30	0.33	0.37	0.39
流动负债合计	2725.48	3086.25	3028.63	2802.87					
长期借款	370.15	186.46	0.46	-0.91	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	3022.57	3022.57	3022.57	3022.57	成长能力				
非流动负债合计	3392.71	3209.03	3023.03	3021.65	营收额增长率	-0.4%	3.4%	3.8%	3.0%
负债合计	6118.20	6295.27	6051.66	5824.53	EBIT 增长率	6.1%	6.2%	8.1%	1.0%
股本	799.85	799.85	799.85	799.85	EBITDA 增长率	-5.5%	-30.1%	7.3%	2.6%
留存收益	-33.67	228.39	527.95	841.66	税后利润增长率	7.2%	27.2%	14.3%	4.7%
归属于母公司股东权益	2086.14	2348.20	2648.76	2964.47	盈利能力				
归属于非控制股东权益	519.72	549.33	583.18	618.63	毛利率	9.0%	10.3%	11.4%	11.6%
权益合计	2605.86	2897.53	3231.94	3583.10	净利率	3.2%	3.9%	4.3%	4.4%
负债和权益合计	8724.06	9192.80	9283.60	9407.63	ROE	11.3%	11.2%	11.3%	10.6%
					ROA	2.7%	2.9%	3.2%	3.3%
					ROIC	1.2%	5.1%	7.7%	9.2%
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	-101.93	59.81	170.11	233.55	P/E	5.59	5.04	4.41	4.21
折旧与摊销	704.29	308.27	326.27	344.27	P/S	0.18	0.18	0.17	0.17
财务费用	199.98	147.87	135.80	120.96	P/B	0.63	0.56	0.50	0.45
其他经营资金	350.10	87.25	24.75	29.47	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性现金净流量	1152.44	603.20	656.93	728.26	EV/EBIT	5.08	4.62	3.78	3.17
投资性现金净流量	-38.51	-68.14	-135.70	-182.39	EV/EBITDA	2.13	2.94	2.42	2.00
筹资性现金净流量	-776.30	-265.95	-456.64	-421.64	EV/NOPLAT	55.01	14.67	8.12	5.76
现金流量净额	337.63	269.10	64.59	124.23					

数据来源：公司公告，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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	wywf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@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	jjj@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
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	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
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
