

交通运输

2025年09月28日

富临运业 (002357)

——深耕西部公路运输行业，积极布局低空物流业务

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点：

- **深耕西部公路运输业，积极布局新兴运输产业。**公司2002年成立，2010年于深交所上市，成为中国道路旅客运输企业西部第一股。2018年股权调整后，永锋集团成为最大股东，股权结构相对分散。公司目前主要收入来源于公路客运，同时积极拓展低空物流等新兴产业。
- **深耕公路客运领域，路权优势构筑壁垒。**公司深耕公路客运多年，凭借特许经营优势形成高壁垒区域网络，掌控29个客运站、6000余台营运车辆及800余条线路。公司积累了深厚的政企协同经验与安全管理能力，优势难以复制，可为公司向低空物流、无人运输等业务的延伸提供路权和空域权支持。
- **牵手丰翼科技布局低空物流，有望成为第二增长曲线。**低空经济受政策与技术双重驱动，四川省内山地较多，文旅场景存在传统物流最后一公里痛点，无人机配送效率较人力提升且成本降低。公司2025年与顺丰旗下丰翼科技达成合作，依托场站资源提供起降/中转支持，丰翼无人机产品覆盖0.5-50kg载重、10-110km航程，公司有望借助丰翼科技产品探索文旅场景的低空物流商业模式。
- **站点与牌照构筑壁垒，有望抢占四川无人车赛道先机。**载物端，公司29个客运站资源可低成本改装为无人车物流站，依托800余条客运线路延伸区域间无人中转业务。载人端，公司拥有700余台出租车且与T3出行合作网约车运营，契合四川运营资质为无人车试点前提的政策导向，未来有望在省内获取无人驾驶路权。
- **首次覆盖，给予买入评级。**预计公司2025-2027归母净利润为1.58、1.97、2.32亿元，对应PE19、16、13倍。可比公司PE-TTM、PB-MRQ、PS-TTM平均值分别为39.5、3.5、6.7，而公司对应指标仅19.7、1.8、3.7，上行空间充足。同时公司具备进入低空物流、无人运输等新兴领域潜力，未来业绩弹性空间较大。给予买入评级。
- **风险提示：**新兴业务商业化落地不及预期风险，传统客运业务恢复承压及竞争加剧风险，政策变动及资质审批风险。

市场数据：2025年09月26日

收盘价(元)	9.77
一年内最高/最低(元)	12.00/5.44
市净率	1.8
股息率(分红/股价)	1.02
流通A股市值(百万元)	3,063
上证指数/深证成指	3,828.11/13,209.00

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025年06月30日

每股净资产(元)	5.36
资产负债率%	39.73
总股本/流通A股(百万)	313/313
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
王晨鉴 A0230525030001
wangcj@swsresearch.com

联系人

王晨鉴
(8621)23297818x
wangcj@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	856	405	953	1,296	1,801
同比增长率(%)	-1.1	-5.6	11.3	36.0	39.0
归母净利润(百万元)	122	115	158	197	232
同比增长率(%)	-18.8	41.1	29.4	24.3	18.2
每股收益(元/股)	0.39	0.37	0.50	0.63	0.74
毛利率(%)	18.5	19.0	19.3	22.4	21.7
ROE(%)	7.7	6.9	9.3	10.5	11.3
市盈率	25		19	16	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予“买入”评级。预计公司 2025-2027 归母净利润为 1.58、1.97、2.32 亿元，对应 PE19, 16, 13 倍。可比公司 PE-TTM、PB-MRQ、PS-TTM 平均值分别为 39.5、3.5、6.7，而公司对应指标仅 19.7、1.8、3.7，较可比公司上行空间充足，且公司具备进入低空物流、无人运输等新兴领域潜力，未来业绩弹性空间较大。给予买入评级。

关键假设点

新业务带来传统客运业务放量：公司天府行机场专线、定制客运线路的客流稳步提升，来自呼和浩特盛乐机场班线、阿坝州景区业务等新项目运力持续投放，预计在 2026-2027 年持续放量，假设 2025-2027 年营运车辆规模分别增长 10%、40%、40%，新业务带动毛利率在 2025-2027 年逐步提升至 15%、20%、20%。

有别于大众的认识

市场认为：公司从事传统客运业务，业绩增长空间较小。

我们认为：市场普遍将公司定义为传统公路客运企业，仅关注其客运收入，却忽视其站点资源和路权的稀缺性。公司掌控 29 个客运站（含 9 个国家一级站）、6000 余台营运车辆、800 余条覆盖四川 19 地市的线路，这种特许经营壁垒不仅支撑传统业务，更可延伸至低空物流与无人运输，形成地面路权与低空航线协同优势，而同类企业难以快速复制公司的运营网络。

市场认为：低空物流没有实际需求，难以商业化落地

我们认为：四川山地文旅场景存在真实的低空物流需求，目前川西部分景区仍依赖人力/马匹运输物资，效率低且成本高。公司与丰翼科技的合作文旅场景切入低空物流，运输时效性优于传统运输模式，叠加四川陆续出台低空经济支持政策，此运营模式有望在近年商业化落地。

股价表现的催化剂

低空物流业务在 2027 年前实现盈利，四川省开放 Robotaxi 试点并将公司纳入名单，传统客运业务增长超预期。

核心假设风险

新兴业务商业化落地不及预期风险，传统客运业务恢复承压及竞争加剧风险，政策变动及资质审批风险。

目录

1. 西部区域公路运输企业，积极转型拓展新型运输业务	5
1.1 深耕公路运输业，打造综合交通服务平台	5
1.2 隶属永锋集团，股权结构较分散	6
1.3 疫情后出行市场初步恢复，客运为公司核心收入来源	7
1.4 长期运营获得路权优势，为低空/无人物流业务奠定基础	8
2. 积极布局低空物流业务，发挥站点资源和文旅资质优势	9
2.1 低空物流行业处于商业化边缘，政策技术均提供支持	9
2.2 公司与丰翼科技达成合作协议，计划从文旅场景切入低空物流赛道	10
3. 站点资源优势及牌照优势助力公司进入无人配送/驾驶领域	12
3.1 载物端：公司站点资源可改装为快递中转站，有望进军无人车配送领域	13
3.2 载人端：公司具备出租车及网约车牌照，未来有望优先获得四川省 Robotaxi 牌照批准	14
4. 盈利预测与估值	15
4.1 盈利预测	16
4.2 公司 PE、PB、PS 均低于可比公司均值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 富临运业业务结构	5
图 2: 富临运业股权结构	6
图 3: 富临运业营业收入 (百万元) 及增速	7
图 4: 富临运业归母净利润 (百万元) 及增速	7
图 5: 富临运业营收结构 (百万元)	7
图 6: 富临运业 25H1 各业务营收占比情况	7
图 7: 富临运业毛利结构 (百万元)	7
图 8: 富临运业各业务毛利率情况 (%)	7
图 9: 拥有营运客车 6000 余辆, 国内运营线路 800 余条	8
图 10: 公司掌握 29 个客运站资源 (9 个一级客运站)	8
图 11: 四川旅游景点资源丰富且山地较多, 低空物流存在应用场景	10
图 12: 丰翼科技主要机型	11
图 13: 山地物流配送示意图	11
图 14: 丰翼科技运营中心场景	11
图 15: 客运站与物流仓储站布局相似, 可通过改造快速转化	13
图 16: 无人车适合用于物流链条的干线运输和转运到网点的支线路段	13
图 17: Robotaxi 市场空间预测	14
表 1: 富临运业发展历程	5
表 2: 各地出台低空经济相关引导政策	9
表 3: 单一景区物流情景盈利模式估算	12
表 4: 国内外 Robotaxi 主要玩家一览	15
表 5: 富临运业各板块收入成本测算	16
表 6: 富临运业与可比公司估值对比	17

1. 西部区域公路运输企业，积极转型拓展新型运输业务

1.1 深耕公路运输业，打造综合交通服务平台

立足传统运输业务，持续探索智慧交通、综合物流等新兴业态。2002 年公司成立后，于 2010 年登陆深交所，成为中国道路旅客运输企业西部第一股。2016 年，公司主动探索客运主业多元化，布局“天府行”定制客运业务，开启线上线下融合发展的新路径。2018 年，公司完成股权结构重大调整，永锋集团成为新实控方，为企业注入新的资本与战略动能。2021 年成立成都长运锦城物流子公司，切入物流承运领域并与京东、顺丰等头部企业合作。2022 年购置 1500 台车辆拓展网约车业务，子公司兆益科技上榜四川省专精特新中小企业，实现传统客运与创新业务双线进阶。2023 年试水二手车业务，并推动“天府行”走出四川，开拓省外首条线路。2024 年天府行机场专线正式运营，标志定制客运在枢纽交通场景进一步深化。公司以传统客运为根基，持续进行业务探索与资本运作，逐步向综合交通服务、智慧物流领域延伸。

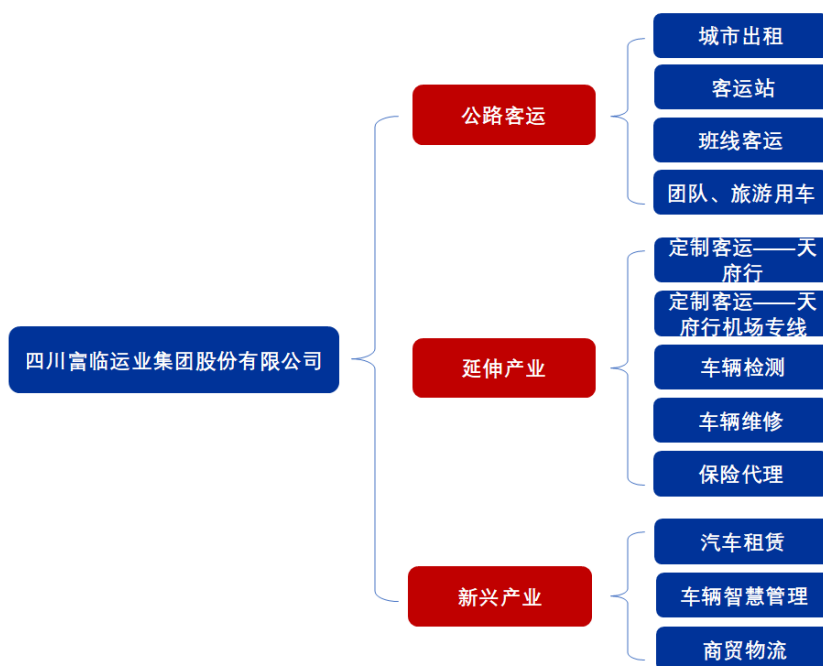
表 1: 富临运业发展历程

时间	事件
2002 年	四川富临运业集团有限责任公司成立。
2010 年	于深圳证券交易所挂牌上市——成为“中国道路旅客运输企业西部第一股”
2015 年	收购成都兆益科技发展有限公司 51.2% 股权，为多元化发展打下基础。
2016 年	客运主业拓展与多元化——布局“天府行”定制客运业务，线上线下融合发展。
2017 年	行业下滑困境中，收购的子公司“兆益科技”遭遇业绩未达标和股权纠纷问题。
2018 年	公司股权结构调整，控股股东由富临集团变更为永锋集团。
2021 年	成立成都长运锦城物流全资子公司，拓展物流承运业务，与京东、顺丰等合作。
2022 年	购买 1500 台车辆，拓展网约车业务，再次获评“全国道路旅客运输特级企业”，子公司兆益科技上榜四川省“专精特新”中小企业
2023 年	尝试二手车业务，“天府行”开拓四川省外的第一条业务。
2024 年	继续拓展“天府行”——天府行机场专线正式运营。

资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

富临运业已构建多层次出行业务版图。 公司核心业务为汽车客运服务与客运站经营，在四川成都、绵阳等区域形成密集网络，参控股 29 个客运站（含 9 个国家一级站）、各类运营车辆 6000 余台，客运路线 800 余条。公司业务延伸至定制客运、车辆检测/维修等，且开展商贸物流、汽车智慧管理等新兴业务。

图 1: 富临运业业务结构

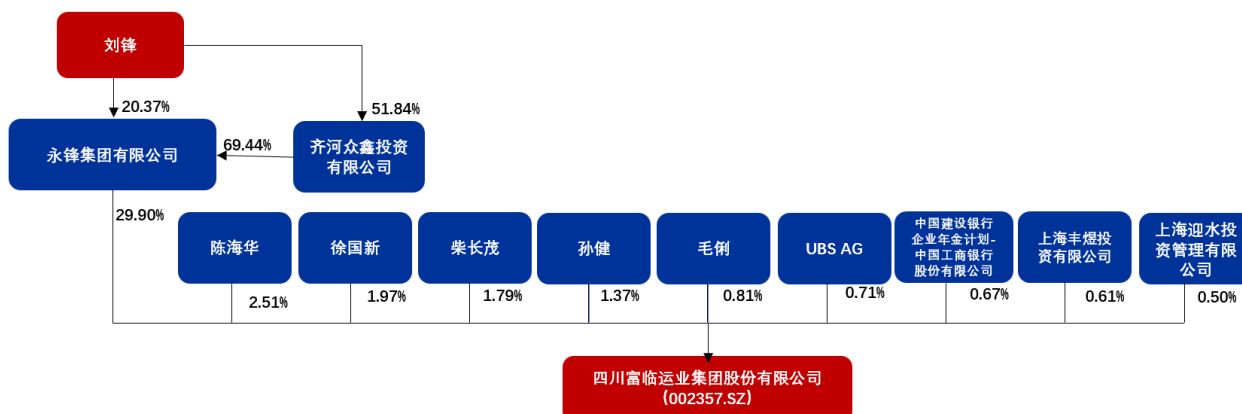


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 隶属永锋集团，股权结构较分散

最大股东为永锋集团有限公司，持股比例较分散。截止 2025 半年报，永锋集团有限公司为第一大股东，持有公司 29.90% 的股份，共计 9373 万股，其中约 50% (4687 万股) 处于质押状态。永锋集团控制人刘峰亦为富临运业实际控制人。其余前十大股东的持股比例均低于 3%，整体股权结构较分散。

图 2：富临运业股权结构



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

1.3 疫情后出行市场初步恢复，客运为公司核心收入来源

疫情后业绩修复，2025H1 利润增幅较大。公司 2022-2024 年营收分别为 7.3、8.6、8.6 亿元，增速分别为 5%、19%、-1%，同期归母净利润分别为 0.6、1.5、1.2 亿元。受疫情影响，富临运业 2020-2022 年的利润持续下滑，2023 年利润大幅回升。25H1 公司营收下降 6%，归母净利润同比增 41%。

图 3：富临运业营业收入（百万元）及增速

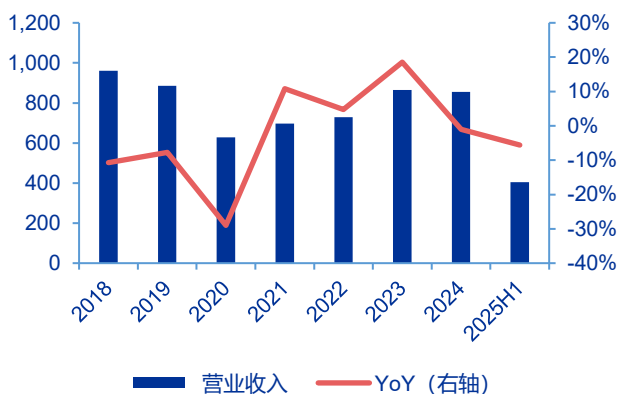
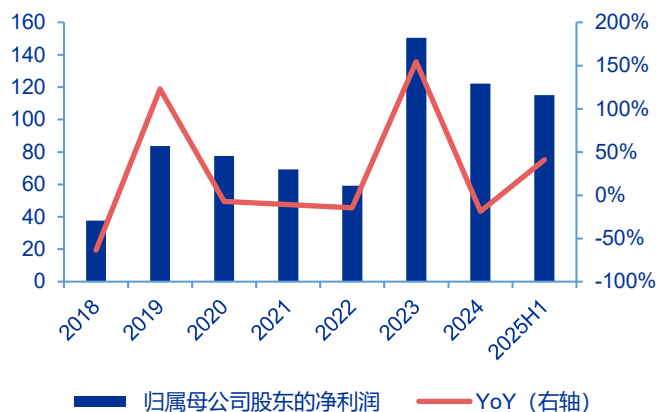


图 4：富临运业归母净利润（百万元）及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

收入端：运输业务为收入核心。运输业务为公司主要收入来源，25H1 营收占比 81%，彰显传统客运基本盘的稳固性。25H1 动产租赁业务营收占比 5.6%，保险占比 2.7%，分为公司第二和第三大收入来源。整体来看，公司营收仍高度依赖运输主业，多元业务处于培育与协同阶段，为后续新兴业务发力奠定基础。

图 5：富临运业营收结构（百万元）

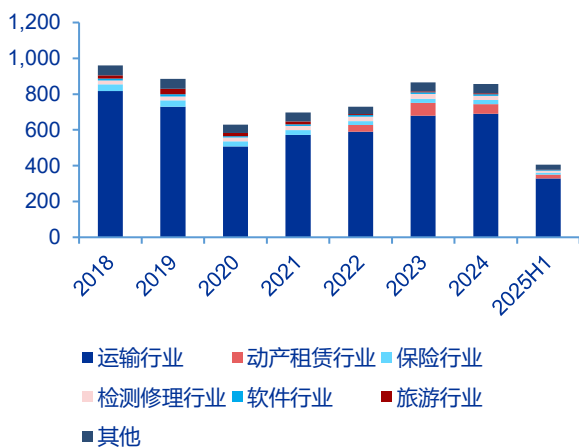
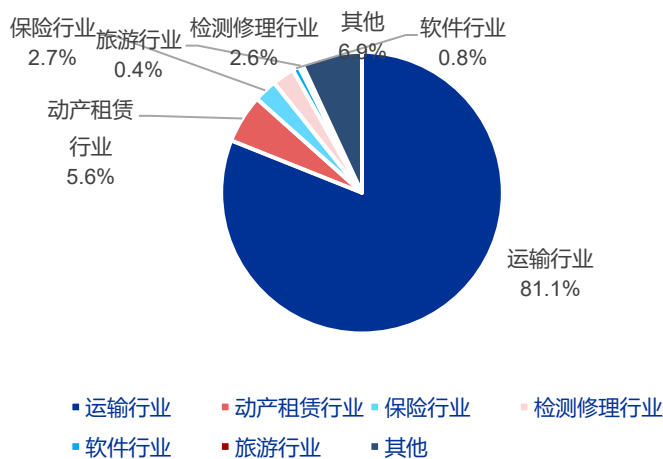


图 6：富临运业 25H1 各业务营收占比情况



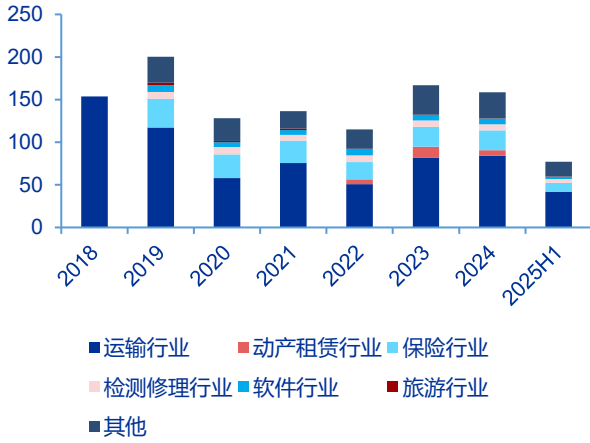
资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：公司公告，申万宏源研究

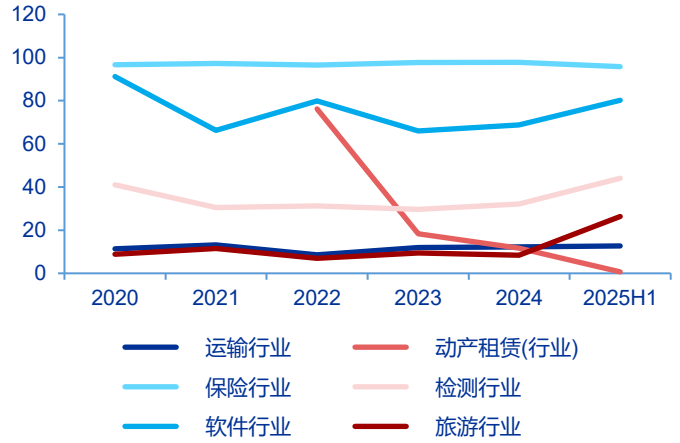
利润端：运输业务毛利率近年呈逐步提升态势。25H1 运输业务毛利率达 12.7%，呈现持续提升态势，反映客运业务规模化效应逐步见效，主业盈利韧性持续恢复。保险行业毛利率常年维持 90%以上，为另一大毛利来源。

图 7：富临运业毛利结构（百万元）

图 8：富临运业各业务毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.4 长期运营获得路权优势，为低空/无人物流业务奠定基础

富临运业的核心竞争力为公司对运营区域路权的深度掌控。截至 2025 年 6 月，公司已形成涵盖 846 条客运线路的运输网络，掌控 29 个客运站（含 9 个国家一级站），“站-车-线”一体化的经营格局构成了难以复制的区域交通网络壁垒。公司为中国道路运输特级资质企业、交通运输部“重点联系道路运输企业”、中国道路运输协会“常务理事单位”、四川省道路运输协会副会长单位、交通运输企业安全生产标准化建设等级一级企业。在长期发展进程中，公司与地方相关方形成了稳定且持续的协作模式，这为其在班线资源获取、线路布局优化等方面筑牢了基础，同时让新进入者难以在短时间内复制其线路资源与运营格局。

图 9: 拥有营运客车 6000 余辆, 国内运营线路 800 余条



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

图 10: 公司掌握 29 个客运站资源 (9 个一级客运站)



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

富临运业的路权优势有望实现从“地面路权”到“立体空间路权”的价值重构。随着交通出行领域的变革与拓展，公司的路权优势正迎来价值重构契机。富临运业可借助既有的地面网络基础与资源调配能力，向低空物流、无人驾驶客运等立体空间业务延伸，将地面路权优势转化为立体空间路权优势，开拓新的盈利增长点，提升自身在综合交通出行市场的竞争力与市场价值。

2. 积极布局低空物流业务，发挥站点资源和文旅资质优势

2.1 低空物流行业处于商业化边缘，政策技术均提供支持

低空物流行业正站在大规模商业化的临界点，技术与政策不断催化其从试点向规模化运营过渡。

国家已明确将低空经济列为战略性新兴产业，为行业发展奠定顶层支撑。2023年12月中央经济工作会议首次将其纳入战略性新兴产业范畴，2024年政府工作报告进一步提出打造低空经济等新增长引擎，2025年政府工作报告再强调推动其安全健康发展。作为新质生产力的典型代表，低空经济被视为培育竞争新优势、打造增长新引擎的战略选择，国家发改委、民航局等部门还出台《通用航空装备创新应用实施方案（2024—2030年）》，明确2030年形成万亿级市场规模的目标。

多地政府出台政策为低空经济发展保驾护航。自2024年初深圳市发布《深圳经济特区低空经济产业促进条例》起，政策支持的浪潮便不断涌起。2024-2025年间，四川省、上海市、北京市等众多省市相继发布相关政策。四川省多次发文，从宏观指导到细化措施，全方位促进低空经济发展；上海市制定专项行动方案明确发展方向，多地政策涵盖产业规划、项目征集、资金支持等维度，为低空物流提供良好环境，有望加速行业商业化进程。

表 2：各地出台低空经济相关引导政策

时间	政策	地区
2024.01	深圳经济特区低空经济产业促进条例	深圳市
2024.06	四川省人民政府办公厅关于促进低空经济发展的指导意见	四川省
2024.08	上海市低空经济产业高质量发展行动方案（2024-2027年）	上海市
2024.09	北京市促进低空经济产业高质量发展行动方案（2024-2027年）	北京市
2025.02	广东省建设现代化产业体系2025年行动计划	广东省
2025.02	浙江省农业农村领域低空经济发展行动方案	浙江省
2025.02	河南省有效降低社会物流成本实施方案	河南省
2025.02	关于进一步培育新增长点 繁荣文化和旅游消费的若干措施	吉林省
2025.02	陕西省发展和改革委员会关于征集陕西省低空经济重点建设项目的通知	陕西省
2025.02	关于申报2025年航空业发展专项资金投资计划的通知	山西省
.	大连市信息通信业加快建设低空智联网 助力低空经济发展行动方案	辽宁省

2025.05	支持低空经济发展的若干政策措施	四川省
2025.06	成都市加快提升低空飞行能力培育低空经济市场的若干政策措施	四川省

资料来源：各地区政府官网，中国低空经济产业网，申万宏源研究

无人机技术端具备商业化应用基础。硬件层面，适配城市配送、远海运输等多元场景的机型持续迭代，多款工业级物流无人机已获取完整适航资质，合规飞行能力得到权威验证。智能系统方面，多传感器融合的避障技术可应对复杂环境，结合 5G-A 通感能力实现精准定位与稳定通信，大幅提升飞行安全性。叠加民航局等部门完善适航审定与监管体系，技术标准与安全保障体系逐步健全，为无人机物流商业化应用筑牢根基。

在运营模式上，行业普遍遵循“先货后人、地空协同”的发展路径。这一选择既贴合技术成熟度，也适配市场需求演进节奏。先货后人源于货运场景对安全冗余要求相对灵活，且物资配送（如城市生鲜、偏远地区医疗物资）的需求更明确，可通过高频次试点快速验证技术可靠性与商业可行性，降低模式探索成本。而地空协同则是发挥现有资源价值的关键，头部企业多以地面物流网络为基础，将无人机与传统站点、配送链路结合，地面负责集货分拨与末端交付，空中承担跨区域干线运输或末端短途接驳。

2.2 公司与丰翼科技达成合作协议，计划从文旅场景切入低空物流赛道

四川文旅场景传统物流难度大，是低空物流天然的应用市场。文旅景区的高海拔物资运输是当前最具代表性的刚需场景。西部地区（如四川、云南）以高原山地为主，地面交通网络受限，传统物流存在最后一公里配送瓶颈。例如在川西等地的部分景区，目前仍依赖人力或马匹搬运登山装备、日常物资及应急药品，运输效率低、成本高且受自然条件限制大。无人机配送能够有效替代传统人力运输方式，不仅大幅提升配送效率，也在高海拔、复杂地形中体现出显著适用性。

图 11：四川旅游景点资源丰富且山地较多，低空物流存在应用场景



资料来源：四川省文化和旅游厅官网，申万宏源研究

富临运业与顺丰旗下丰翼科技合作，或通过采购其无人机的形式运营。富临运业与丰翼科技于 2025 年 8 月 22 日签署合作协议，共同深耕低空物流领域，致力于构建高效、智能、绿色的物流新业态。丰翼科技为顺丰集团旗下专注于无人机物流与技术产品研发的企业，其自主研发的无人机具备 0.5kg 到 50kg，10km 到 110km 的运输能力，涵盖多旋翼和垂直起降固定翼等多种机型，应用场景涵盖快递、医疗、应急和巡检等领域，可实现城市、平原、高原、山地、雪域和海岛全地形覆盖。富临运业在合作中提供站点支持及空域运营权，此业务有望在近年实现商业化落地并为公司开辟第二增长曲线。

图 12：丰翼科技主要机型

机型	方舟40	方舟80	方舟150	方舟 E35
	多旋翼中型	升力翼多旋翼	折叠式	多旋翼中型
类型				
适用范围	中远距离的末端配送	中长距离的末端配送	多种行业的低空运输需求	双光吊舱、抛投器、喊话器
载重&航程	10kg-20km	20kg-60km或30kg-30km	50kg-10km (50kg/20km 高能电池)	10kg-160min
巡航速度	14m/s	25m/s	17m/s	-
货舱	676*376*38mm	模块化设计，标配144L	500x500mm	-
最大起飞重量	-	120kg	149kg	33.5kg
尺寸	676*376*255mm	4800*3272*1082mm (包含螺旋桨)	3200x3200x1200mm (包含螺旋桨)	3500*1880*610mm

资料来源：丰翼科技官网，申万宏源研究

多地已尝试无人机物资配送，未来有望逐步规模化。2025 年，青海开通血液运输“生命航线”，15 分钟完成传统 1-2 小时的配送，为急症救治抢时间。四川雅江的松茸运输依托无人机，自山上到集散点耗时从 10 小时压缩至 15 分钟，破解高海拔生鲜运输痛点。黄山景区自 2023 年 5 月至 2024 年末无人机共计飞行近 3 万趟，单日最大运输量超 6 吨。沈阳大学城航线将 45 分钟的配送任务缩短至 15 分钟，缓解高峰人力压力。这些试点验证了无人机突破地理与交通限制的能力，为规模化运营奠定基础。

图 13：山地物流配送示意图

图 14：丰翼科技运营中心场景



资料来源：新华社，申万宏源研究



资料来源：光明网，申万宏源研究

登山装备配送案例：文旅配送场景利润率有望超 40%。在年人流量近百万人次的景区，假设每年 3-4 万人购买服务（取中值 3.5 万人），单次运输费用 300 元，年营收约 1 千万元。假设采购 20 台丰翼无人机，采购价假设每台 20 万元，20 台无人机覆盖一个景区，总采购成本 400 万元。按 5 年直线折旧计算，年折旧额 80 万元。成本端假设 20 人覆盖一个景区，人员月均薪资 8 千元，预计占营收 5% 即 52.5 万元；其他运营成本（包括维护、能源等）占营收 30% 即 315 万元。整体利润率有望超 40%。

表 3：单一景区物流情景盈利模式估算

项目	数值 (万元)	计算假设
年营收	1050	3.5 万人 × 300 元/次
无人机采购成本	400	每台 20 万元，20 台
年折旧额	80	5 年直线折旧
人工成本	192	20 人团队，人均月收入 8000 元
其他运营成本	315	占营收 30%
税前利润	463	营收 - 总成本
整体利润率	44%	利润/营收

资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 站点资源优势及牌照优势助力公司进入无人配送/驾驶领域

公司依托丰富的场站资源和特许经营牌照，在无人配送和无人驾驶领域具有显著先发优势。场站资源可高效改造为物流中转枢纽或起降点，减少新业务部署成本。出租车及网约车牌照则为其在无人驾驶路权申请中奠定基础，结合四川省政策支持，有望加速商业化落地。

3.1 载物端：公司站点资源可改装为快递中转站，有望进军无人车配送领域

站点资源丰富，具备分拣仓储基础。公司现有 29 个客运站为无人配送中转网络搭建提供核心硬件支撑。从资源禀赋看，这些场站多位于地市核心商圈、社区集群及交通枢纽周边，具备划分无人车停靠区、货物分拣区及充电补能区的物理条件。

图 15：客运站与物流仓储站布局相似，可通过改造快速转化

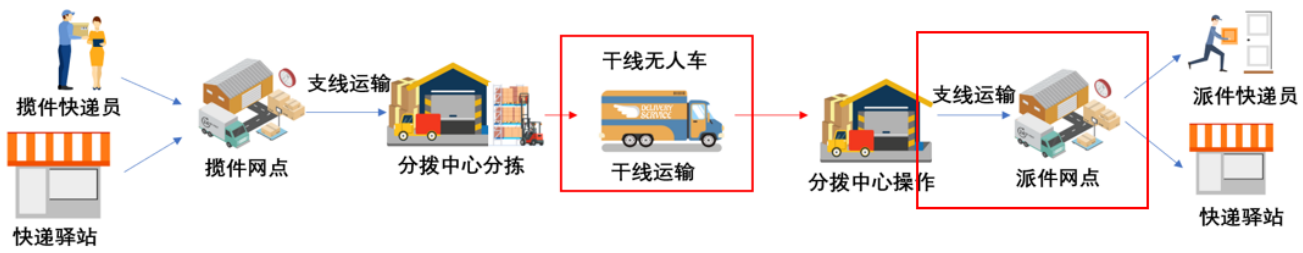


资料来源：公司官网，申万宏源研究

站点复用可大幅降低无人配送的基建成本。传统汽车站与物流仓储站布局相似，可通过改造快速转化。例如德阳汽车客运南站，从传统客运站改造为快递物流中心，已吸引韵达、极兔等企业入驻，日均处理包裹超 10 万件。相较于新建中转仓，改造现有场站可减少固定资产投入，同时依托 800 余条客运线路形成的网络覆盖，公司可将无人配送从“最后一公里”延伸至“区域间中转”。

无人车在物流的干线运输和支线转运环节最具落地条件。干线运输多为城际高速、固定路线的长距离货运，道路标线清晰、交互场景单一，车路云一体化技术可通过编队行驶与超越视距感知提升安全性，完美契合其对高效稳定的需求。支线转运聚焦分拨中心至网点、园区内的中短途接驳，路线固定且多为封闭或半封闭环境，无需应对末端配送的复杂人流与动态路况，现有 L4 级技术已能实现精准调度与安全接驳。相较于末端配送的高变量需求，这两个环节更易通过标准化运营跑通商业闭环，叠加多地开放路权与政策支持，成为无人车落地的优先场景。

图 16：无人车适合用于物流链条的干线运输和转运到网点的支线路段



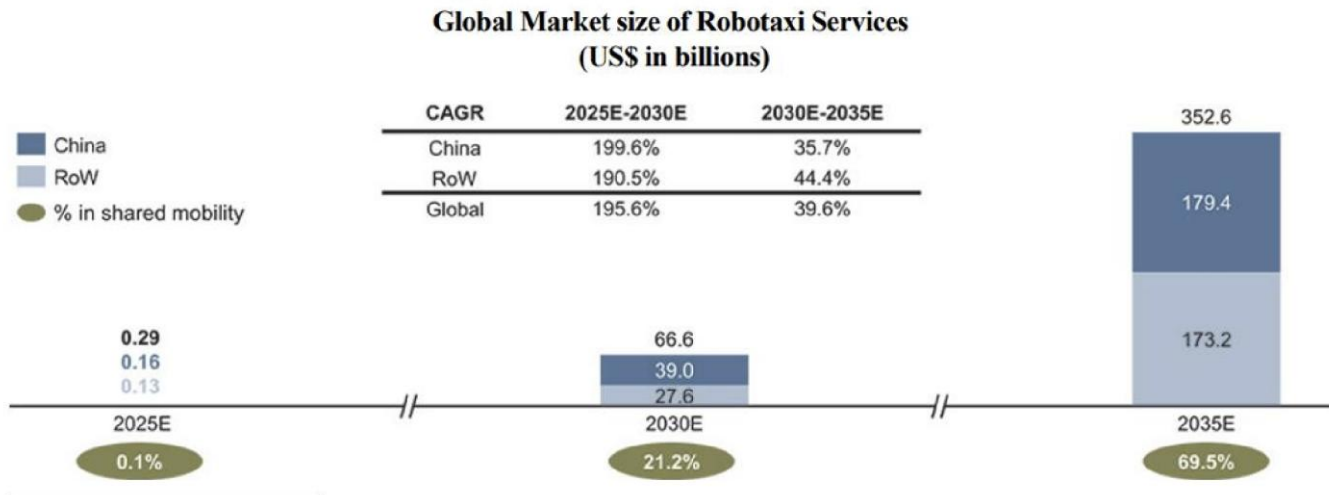
资料来源：申万宏源研究

从各地无人物流车的准入节奏来看，政策呈现“由点到面、逐级扩容”的趋势。北京、上海、广州、武汉、长沙、无锡为 2021 年 4 月第一批试点开放城市，同年重庆、深圳、厦门、南京、济南、成都、合肥、沧州、芜湖、淄博等确定为第二批开放城市。随后，长三角、珠三角等核心经济带陆续跟进、继续扩大开放区域。目前，参与主体涵盖美团、京东、顺丰、新石器、白犀牛等新兴企业。2024 年成都已实现无人物流车准入，遂宁紧随其后，我们认为四川省未来有望成为无人车物流的重要试点区域。

3.2 载人端：公司具备出租车及网约车牌照，未来有望优先获得四川省 Robotaxi 牌照批准

Robotaxi 市场空间巨大，弗若斯特沙利文预计 10 年内市场空间指数级增长。智能驾驶技术向高阶演进中，Robotaxi 作为核心落地场景市场空间广阔。城市化推进下，出行需求增长，Robotaxi 凭借高效便捷特性可满足需求。其具备高安全性（Waymo 事故率低于人类驾驶）、低费率等优势，既能替代传统出租车，又能通过降价吸引更多用户实现市场扩容。据弗若斯特沙利文预测，全球 Robotaxi 服务市场规模 2025 年有望达 2.9 亿美元，2030 年 666 亿美元，2035 年 3526 亿美元，呈指数级增长。

图 17: Robotaxi 市场空间预测



资料来源：小马智行招股书，弗若斯特沙利文，申万宏源研究

国内无人驾驶路权审批正形成“传统资质 + 技术能力”的双重门槛。以上海为例，2025 年首批智能网联汽车示范运营牌照中，锦江出租、大众交通等传统出租车企业凭借运营资质优势，与技术公司组成联合体成功入围，验证了“本地运营经验 + 自动驾驶技术”的合作模式成为主流选择。这种模式既保障了监管延续性，又通过资源互补加速商业化落地，已成为多地借鉴的范本。

玩家参与模式：Robotaxi 行业当前主要存在两类商业模式。一类是“智驾公司+造车厂+打车平台”协同模式，即整车厂、自动驾驶企业与出行平台分工协作。例如 Momenta 联合上汽与享道出行、文远知行携手广汽与如祺出行、小马智行搭档锦江出租等，通过技术、制造、运营资源互补，加速区域化示范运营。另一类是“多角色整合”模式，由单一主体覆盖多个环节。如特斯拉/吉利以自研算法、自产车辆、直营模式构建全链条 Robotaxi 体系，减少外部依赖，可避免生态链上的“卡脖子”问题。

表 4：国内外 Robotaxi 主要玩家一览

技术公司	出行运营平台	整车厂	运营车辆数	测试里程	最新商业化进程
吉利	曹操出行	吉利（枫叶、领克、等）	-	-	2025 年 2 月上线曹操智行自动驾驶平台，在苏州、杭州启动 Robotaxi 示范运营；与吉利合作开发专为 L4 级自动驾驶设计的定制 Robotaxi 车型，预计 2026 年底推出
百度	萝卜快跑	江铃、广汽、一汽等	1000+	2亿+公里	北京、武汉、重庆、深圳开启全无人商业收费运营
小马智行	PonyPilot+、锦江在线、曹操、T3、如祺、Uber	丰田、北汽、广汽等	500+	5000万+公里	北京、广州、深圳、上海开启无人化商业收费运营
文远知行	WeRide Go、如祺出行	广汽、宇通、东风等	1200+	4000万+公里	北京启动全无人 Robotaxi 服务；广州先后开启 Robotaxi、Robo-sweeper 和 Robobus 商业化运营
滴滴	滴滴出行	北汽、广汽等	-	-	与广汽埃安签订深化合作协议，拟于 2025 年推出 L4 Robotaxi 量产车
Waymo	Lyft、Uber	捷豹、克莱斯勒、极氪等	约1500	超1亿英里	在旧金山和凤凰城等地开启商业运营全无人 Robotaxi
特斯拉	N/A	特斯拉	-	-	2025年在Austin和Texas试点开始

资料来源：各公司官网，财联社，上观新闻，南方日报，金融界，IT 之家，华尔街见闻，申万宏源研究

四川省内政策已明确传统运营资质的重要性。根据绵阳市 2024 年发布的《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范实施细则》，从事出租汽车客运的示范应用主体必须具备相应业务经营许可资质，车辆需取得《网络预约出租汽车运输证》或《道路运输证》。这一要求与上海模式相近，为具备资质的本地企业构建了先发优势。

富临运业已拥有出租车牌照且布局网约车业务，符合地方政策对示范应用主体的资质要求。公司拥有 700 余台巡游出租车，且与 T3 出行深度合作进入网约车领域，重点布局成都等核心市场，规模化运力验证了牌照落地能力。公司牌照体系与实际运营规模的双重优势，为抢占本地 robotaxi 试点先机奠定基础。

4.盈利预测与估值

4.1 盈利预测

客运服务： 客运为公司核心业务，未来 3 年公司将在多点开展新的客运项目，例如内蒙古呼和浩特盛乐机场班线业务、便民快巴业务、阿坝州景区业务，预计新业务集中在 2026-2027 年规模化并反应在业绩中。收入端，假设公司单车年均收入在 2025-2027 年保持 5% 增长，营运车辆规模增幅 10%、40%、40%。新业务预计带动客运业务毛利率提升，预计 2025-2027 年毛利率 15%、20%、20%。基于以上假设，测算得出客运服务 2025-2027 年营收分别为 7.3、10.8、15.8 亿元。

运输服务费收入： 近两年营收出现下滑，预计未来延续下行态势，假设 2025-2027 年收入每年减少 5%，毛利率维持 2024 年水平。

站务收入： 近年营收持续下滑，预计未来延续下行态势，假设 2025-2027 年收入每年减少 5%，毛利率维持 2024 年水平。

保险代理： 2024 年收入小幅下滑 1%，毛利率相对稳定。假设 2025-2027 年收入与毛利率维持 2024 年水平。

检测修理： 检测修理业务有望受益于公司控制车队规模的提升，假设 2025-2027 年收入每年增长 5%，毛利率维持 2024 年水平。

软件收入： 近两年收入和毛利率波动相对较小，假设 2025-2027 年收入与毛利率均维持 2024 年水平。

旅游收入： 公司有意发展智慧文旅业务，预计 2025-2027 年收入每年增长 5%，毛利率维持 2024 年水平。

动产租赁： 假设公司动产规模维持稳定，假设 2025-2027 年收入与毛利率均维持 2024 年水平。

表 5：富临运业各板块收入成本测算

单位：百万元		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
公司整体	营业收入	729.60	864.88	855.84	952.71	1,295.70	1,800.67
	YoY	5%	19%	-1%	11%	36%	39%
	毛利率	16%	19%	19%	19%	22%	22%
客运收入	营业收入	512.03	618.90	634.05	732.33	1,076.53	1,582.49
	YoY	-1%	21%	2%	16%	47%	47%
	毛利率	12%	14%	13%	15%	20%	20%
运输服务费收入	营业收入	51.57	36.01	32.67	31.03	29.48	28.01
	YoY	159%	-30%	-9%	-5%	-5%	-5%
	毛利率	6%	11%	7%	7%	7%	7%
站务收入	营业收入	26.68	25.11	23.56	22.38	21.26	20.20
	YoY	-23%	-6%	-6%	-5%	-5%	-5%
	毛利率	-48%	-30%	-13%	-13%	-13%	-13%
保险代理收入	营业收入	20.82	24.05	23.89	23.89	23.89	23.89
	YoY	-24%	15%	-1%	0%	0%	0%
	毛利率	%	%	%	%	%	%

检测修理收入	营业收入	25.69	25.27	22.46	23.59	24.76	26.00
	YoY	15%	-2%	-11%	5%	5%	5%
	毛利率	31%	30%	32%	32%	32%	32%
软件收入	营业收入	9.69	9.33	9.81	9.81	9.81	9.81
	YoY	16%	-4%	5%	0%	0%	0%
	毛利率	80%	66%	69%	69%	69%	69%
旅游收入	营业收入	4.03	5.93	5.51	5.79	6.08	6.38
	YoY	-76%	47%	-7%	5%	5%	5%
	毛利率	7%	9%	8%	8%	8%	8%
动产租赁收入	营业收入	37.21	70.87	53.06	53.06	53.06	53.06
	YoY	--	90%	-25%	0%	0%	0%
	毛利率	16%	18%	12%	12%	12%	12%
其他	营业收入	41.87	49.43	50.83	50.83	50.83	50.83
	YoY	-15%	18%	3%	0%	0%	0%
	毛利率	53%	70%	59%	59%	59%	59%

资料来源：公司官网，申万宏源研究

费用端：预计公司销售费用率和研发费用率维持 2022-2024 年均值水平，管理费用维持 2024 年水平。

测算结果：预计公司 2025-2027 归母净利润为 1.58、1.97、2.32 亿元，对应归母净利润增速 29%、24%、18%，对应 PE 19，16，13 倍。

4.2 公司 PE、PB、PS 均低于可比公司均值

公司多项可比指标低于同业可比公司均值。选取同属申万行业分类公交板块的 A 股上市公司大众交通、锦江在线、海汽集团、申通地铁作为富临运业的可比公司。可比公司普遍缺乏市场一致盈利预测，选取 PE-TTM、PB-MRQ 及 PS-TTM 指标综合开展估值对比。截至 2025 年 9 月 26 日收盘，可比公司 PE-TTM、PB-MRQ、PS-TTM 平均值分别为 39.5、3.5、6.7，而公司对应指标仅 19.7、1.8、3.7，均低于可比公司平均水平。

首次覆盖，给予买入评级。预计公司 2025-2027 归母净利润为 1.58、1.97、2.32 亿元，对应 PE 19，16，13 倍。公司当前 PE-TTM、PB-MRQ、PS-TTM 显著低于申万公交行业可比公司均值，对比行业平均水平上行空间充足。同时公司具备进入低空物流、无人运输等新兴领域潜力，未来业绩弹性空间较大，给予买入评级。

表 6：富临运业与可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	PE-TTM	市净率 PB-MRQ	PS-TTM
002357.SZ	富临运业	30.63	30.63	19.7	1.8	3.7
	中位值	78.6	65.6	67.1	2.2	6.2
	平均值	85.6	66.9	39.5	3.5	6.7
600611.SH	大众交通	144.21	95.36	82.1	1.4	6.4
600650.SH	锦江在线	88.92	62.96	52.2	2.1	5.2
603069.SH	海汽集团	68.32	68.32	-58.2	8.2	9.2
.SH	申通地铁

资料来源：Wind，申万宏源研究

5. 风险提示

新兴业务商业化落地不及预期风险：公司当前重点布局的低空物流、无人配送 / 驾驶等新兴业务，均处于探索或合作初期阶段，面临多重落地不确定性。从低空物流来看，虽与丰翼科技达成合作，但业务开展依赖无人机技术成熟度、低空空域审批效率及文旅场景实际需求转化，若技术适配不及预期、空域申请延迟或场景需求低于测算，可能导致项目推进缓慢，难以按计划贡献营收。无人配送方面，客运站改造为中转枢纽的实际运营效率、与京东等合作方的订单协同能力，以及无人车在区域间运输的合规性与安全性验证，均可能影响业务规模化速度，进而拖累新兴业务对公司利润的增量贡献。

传统客运业务恢复承压及竞争加剧风险：传统客运仍是公司核心收入来源，其业绩表现与居民跨区域出行需求、宏观经济环境紧密相关。若后续宏观经济复苏不及预期，居民消费能力与出行意愿下降，或高铁、城际轨道交通进一步加密，叠加网约车、定制客运对短途客运市场的持续渗透，可能导致公司传统客运量价齐跌，营收增速放缓。

政策变动及资质审批风险：公司业务开展高度依赖政策支持与特许经营资质，政策变动或审批延迟可能对业务产生直接影响。在无人驾驶领域，四川省虽已释放“运营资质为 Robotaxi 试点前提”的政策导向，但后续路权审批标准、试点范围、商业化运营监管细则若发生调整，可能导致公司无法如期获取 Robotaxi 牌照，错失先发优势。低空物流领域，低空空域管理政策仍处于动态调整阶段，若地方空管部门收紧空域使用权限，或提高起降场建设标准，将增加公司低空物流项目的合规成本与推进难度。此外，网约车、出租车行业的监管政策变化，也可能影响公司相关业务的运营合规性与盈利水平。

财务摘要

合并利润表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	865	856	953	1,296	1,801
营业收入	865	856	953	1,296	1,801
营业总成本	895	898	967	1,210	1,621
营业成本	698	697	769	1,006	1,409
税金及附加	7	9	9	12	17
销售费用	3	4	4	5	7
管理费用	152	156	156	156	156
研发费用	2	2	3	4	5
财务费用	33	29	27	27	26
其他收益	73	75	75	75	75
投资收益	147	116	140	140	140
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	8	-2	0	0	0
资产减值损失	-30	-2	0	0	0
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	167	144	201	301	395
营业外收支	5	3	3	3	3
利润总额	172	147	204	305	399
所得税	19	19	39	99	155
净利润	153	128	166	206	243
少数股东损益	2	6	8	9	11
归母净利润	150	122	158	197	232

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

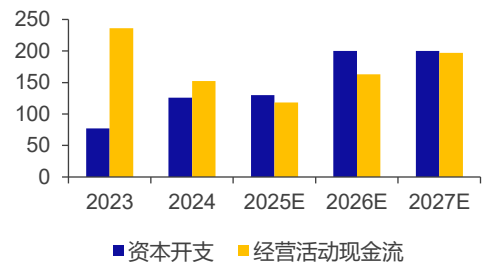
合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	153	128	166	206	243
加：折旧摊销减值	171	142	76	96	116
财务费用	32	29	27	27	26
非经营损失	-163	-136	-140	-140	-140
营运资本变动	49	-16	-11	-26	-49
其它	-6	6	0	0	0
经营活动现金流	236	152	118	163	197
资本开支	77	126	130	200	200
其它投资现金流	46	20	140	140	140
投资活动现金流	-31	-106	10	-60	-60
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	3	44	-1	-1	-1
支付股利、利息	23	39	58	66	75
其它融资现金流	-36	-110	-13	0	0
融资活动现金流	-56	-105	-73	-67	-76
净现金流	148	-60	55	36	60

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)

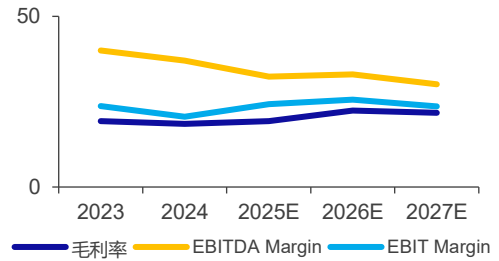
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	411	347	410	478	584
现金及等价物	235	193	247	284	344
应收款项	174	152	160	191	237
存货净额	1	1	1	1	2
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	2	2	2	2
长期投资	1,176	1,304	1,304	1,304	1,304
固定资产	633	633	687	790	874
无形资产及其他资产	624	605	605	605	605
资产总计	2,843	2,889	3,007	3,178	3,368
流动负债	966	946	944	950	947
短期借款	506	500	500	500	500
应付款项	162	149	147	153	150
其它流动负债	297	297	297	297	297
非流动负债	338	266	265	264	263
负债合计	1,304	1,213	1,209	1,214	1,210
股本	313	313	313	313	313
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	178	184	184	184	184
其他综合收益	24	49	49	49	49
盈余公积	158	168	181	197	216
未分配利润	771	868	982	1,123	1,287
少数股东权益	79	80	88	97	108
股东权益	1,540	1,676	1,797	1,964	2,158
负债和股东权益合计	2,843	2,889	3,007	3,178	3,368

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

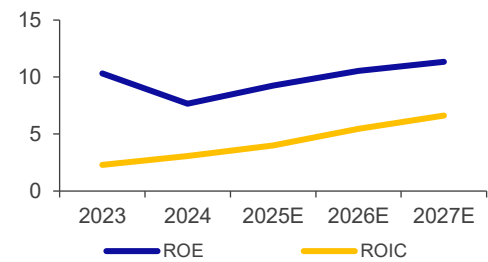
重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.48	0.39	0.50	0.63	0.74
每股经营现金流	0.75	0.49	0.37	0.52	0.63
每股红利	0.00	0.00	0.10	0.13	0.16
每股净资产	4.66	5.09	5.45	5.95	6.54
关键运营指标(%)					
ROIC	2.3	3.1	4.0	5.4	6.6
ROE	10.3	7.7	9.3	10.5	11.3
毛利率	19.3	18.5	19.3	22.4	21.7
EBITDA Margin	40.0	37.0	32.3	33.0	30.1
EBIT Margin	23.7	20.6	24.3	25.6	23.6
营业总收入同比增长	18.5	-1.0	11.3	36.0	39.0
归母净利润同比增长	154.6	-18.8	29.4	24.3	18.2
资产负债率	45.9	42.0	40.2	38.2	35.9
净资产周转率	0.59	0.54	0.56	0.69	0.88
总资产周转率	0.30	0.30	0.32	0.41	0.53
有效税率	76.0	60.9	60.0	60.0	60.0
股息率	0.0	0.0	1.0	1.3	1.6
估值指标(倍)					
P/E	20.4	25.1	19.4	15.6	13.2
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/Sale	4.6	4.6	4.1	3.0	2.2
EV/EBITDA	11.5	12.3	12.7	9.2	7.3
股本	313	313	313	313	313

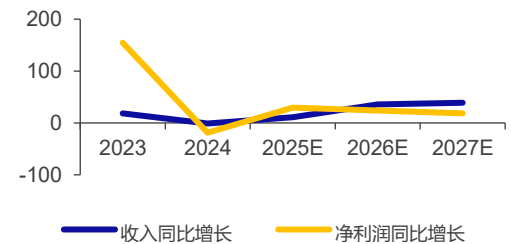
资料来源：聚源数据，申万宏源研究



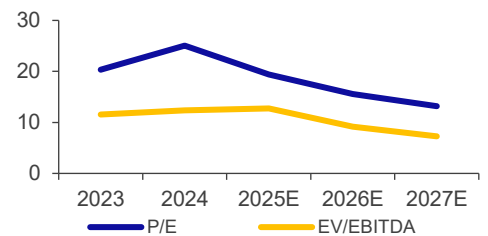
投资回报率趋势 (%)



收入与利润增长趋势 (%)



相对估值(倍)



信息披露

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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。