

疆煤外运领军企业，轻装上阵未来可期

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 印度尼西亚煤炭面临减量风险，我国传统主要煤炭产区原煤产量增速有所放缓，新疆成为具备亿吨级增产潜力的能源基地；2) 公司作为疆煤外运龙头，掌握疆煤外运北翼通道的重要组成部分红淖铁路，有望享受疆煤运量及运价上升带来的业绩弹性；3) 截至 2026 年 2 月初，公司已签订 850 万吨外部年度合同，未来公司“一条通道，四个基地”能从更系统的层面统筹资源，为客户提供更加有竞争力的物流服务。
- 新疆本土商贸物流暨供应链管理企业上市第一股，掌握疆煤外运黄金通道。**2016 年 12 月公司通过重组“大洲兴业”成功登陆 A 股市场，2017 年公司正式更名为“广汇物流”。2019 年公司宣布未来将不会新增其他以商品房销售为主的住宅地产开发项目，全面转型布局能源物流业务。2022 年公司收购新疆红淖三铁路有限公司 92.77% 股权。未来公司将依托红淖铁路这一疆煤外运黄金通道，继续服务国家疆煤外运大战略，为增强全国煤炭安全供应保障做出贡献。
- 煤炭需求仍有韧性，疆煤外运大势所趋。**2025 年我国原煤产量再创历史新高，同时预计全年我国煤炭消费保持稳定，煤炭消费需求仍有韧性。2026 年，印度尼西亚煤炭面临减量风险，我国进口量高增速或将难以长期维持。现有的煤矿产量不能满足我国碳达峰前后需求，未来煤炭开发将进一步向西部地区集中。相较于新疆，我国传统主要煤炭产区原煤产量增速有所放缓，而新疆产量占比则由 2017 年的 4.85% 攀升至 2025 年的 11.44%。
- 一条通道贯通北翼，四个基地延伸业务。**公司充分利用新疆位于丝绸之路经济带区位优势，定位于一条通道、四个基地，建设运营新疆铁路北翼通道的重要组成部分红淖铁路，同时公司布局了柳沟、宁东、明水及广元四大综合能源物流基地，致力于将公司打造成为一带一路上最具成长力的综合能源物流服务商。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2025/26/27 年营收分别为 35.3、40.5、48.9 亿元，归母净利润分别为 4.1、7.2、10.9 亿元，EPS 分别为 0.34、0.60、0.92 元，对应的 PE 分别为 20、11、7 倍。我们选取铁路行业中两家代表性企业大秦铁路和广深铁路作为可比公司，两家公司 2026 年平均 PE 为 14 倍。我们给予公司 2026 年 14 倍 PE，对应目标价 8.40 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 行业政策风险，业务经营风险，其他铁路线路竞争的风险等。

西南证券研究院

分析师: 胡光怿
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58352190
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



基础数据

总股本(亿股)	11.93
流通 A 股(亿股)	11.93
52 周内股价区间(元)	6.2-10.67
总市值(亿元)	79.83
总资产(亿元)	214.93
每股净资产(元)	6.12

相关研究

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3737.11	3526.63	4053.29	4894.90
增长率	-24.23%	-5.63%	14.93%	20.76%
归属母公司净利润(百万元)	508.90	411.37	720.56	1094.35
增长率	-12.76%	-19.16%	75.16%	51.87%
每股收益 EPS(元)	0.43	0.34	0.60	0.92
净资产收益率 ROE	7.07%	5.22%	8.37%	11.28%
PE	16	20	11	7
PB	1.15	1.09	0.99	0.88

数据来源: Wind, 西南证券

目 录

1 新疆本土商贸物流暨供应链管理企业上市第一股，掌握疆煤外运黄金通道	1
2 煤炭需求仍有韧性，疆煤外运大势所趋	3
2.1 原煤产量创历史新高，煤炭仍然占据我国能源消费重要地位	3
2.2 疆煤开发潜力巨大，外运总量稳中向好	4
3 主营业务：一条通道贯通北翼，四个基地延伸业务	5
3.1 全国首条由民企建设的国网重轨电气化铁路-红淖铁路	5
3.2 布局四大综合能源物流基地，助力公司全面转型	6
4 盈利能力整体呈上升态势，但财务费用率仍处于高位	7
5 盈利预测与估值	8
6 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 Q3)	1
图 3: 公司 2025 年 H1 主营业务收入情况.....	2
图 4: 公司 2025 年 H1 主营业务毛利情况.....	2
图 5: 公司 2022 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2022 年以来归母净利润及增速	2
图 7: 中国原煤产量及增速	3
图 8: 中国煤炭消费需求仍有韧性.....	3
图 9: 中国煤炭进口量 (亿吨)	3
图 10: 全国煤炭供应趋势与余缺比较	3
图 11: 新疆维吾尔自治区煤炭资源分布图	4
图 12: 新疆原煤产量占比攀升至 2025 年的 11.44%.....	4
图 13: 哈密和榆林 (A15%) Q6000 动力煤坑口价 (元/吨)	4
图 14: 2020 年至 2025 年 (E) 疆煤外运量 (万吨)	4
图 15: 新疆铁路 “北翼通道” 将军庙-淖毛湖-红柳河铁路线路平面示意图	5
图 16: 公司四大综合能源物流基地平面示意图.....	6
图 17: 公司能源物流服务营业收入及增速	6
图 18: 公司能源物流服务毛利率	6
图 19: 公司销售毛利率和销售净利率	7
图 20: 公司期间费用率	7
图 21: 公司净利润现金含量 (%)	7
图 22: 公司资产负债率 (%)	7

表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率	8
表 2: 可比公司估值.....	8
附表: 财务预测与估值	10

1 新疆本土商贸物流暨供应链管理企业上市第一股，掌握疆煤外运黄金通道

2000年，公司前身新疆亚中物流商务网络有限责任公司成立，2016年12月新疆亚中物流商务网络有限责任公司通过重组“大洲兴业”成功登陆A股市场，证券代码600603.SH，实现了新疆本土商贸物流暨供应链管理企业上市“零”的突破。2017年，公司正式更名为广汇物流股份有限公司。为应对传统业务增长放缓等挑战，公司通过开展阶段性房地产业务提升了公司业绩，房地产业务随之成为该公司重要业务之一。2019年，公司宣布除与物流和商业服务等主业相关的项目开发及其综合配套业态外，未来将不会新增其他以商品房销售为主的住宅地产开发项目，全面转型布局能源物流业务。2022年公司收购新疆红淖三铁路有限公司92.7708%股权。除了红淖铁路，公司还布局了四川广元综合能源物流基地、宁夏宁东综合能源物流基地、甘肃柳沟综合能源物流基地以及甘肃明水能源物流基地来延伸业务。

然而，公司在发展中也面临严峻挑战。2024年，因2022年年报和2023年半年报存在通过伪造交付资料虚增房地产业务收入的财务造假行为，公司及相关责任人受到证监会处罚，这也导致了公司证券简称变更为“ST广物”。2025年10月底，公司申请并获批撤销其他风险警示条件，证券简称恢复为“广汇物流”。未来公司将依托红淖铁路这一疆煤外运的黄金通道，继续服务国家疆煤外运大战略，为增强全国煤炭安全供应保障做出贡献。

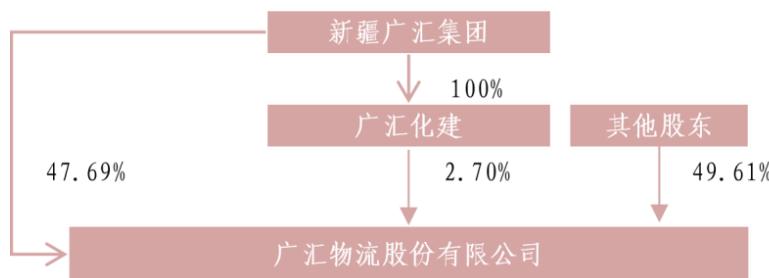
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司控股股东为广汇集团，截至2025年Q3，广汇集团直接持有公司47.69%股份，并通过广汇化建间接持股2.70%，合计持股50.39%。广汇集团已形成能源与物流、汽车服务以及房产置业三大产业格局，背靠强大的控股股东，公司能够在开展业务时迈出更大的步伐。

图2：公司股权结构（截至2025年Q3）



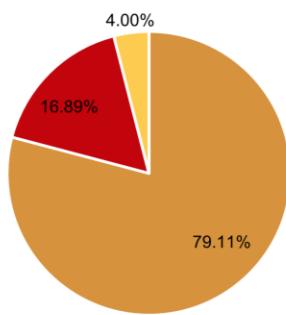
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务结构：公司当前主营业务主要为能源物流服务、商品房销售和物业租赁等其他业务。2022年底在全面接管红淖铁路的经营管理后，公司以能源物流服务为主营业务的战略发展方向正式确立，开始逐步退出能源物流服务以外的业务。2023年公司将其位于四川天府新区价值2.94亿元的商业地产进行转让，同时向控股股东广汇集团转让公司持有的乌鲁木齐市汇信小额贷款有限责任公司30%股权。通过这两项交易，公司加速非能源物流业务剥离，也为能源物流业务发展提供更广阔的空间和坚实的资源支持。

2025年上半年，公司的收入主要来自能源物流服务，占比约为79.11%，其次是商品房销售，占比约16.89%；毛利贡献方面，能源物流服务贡献毛利占比最高，达71.46%，其次为商品房销售，占比为23.64%。随着公司持续推进以能源物流为主业的战略部署，将公司打造成为一带一路最具成长力的综合能源物流服务商，能源物流服务的占比有望持续提升。

图3：公司2025年H1主营业务收入情况

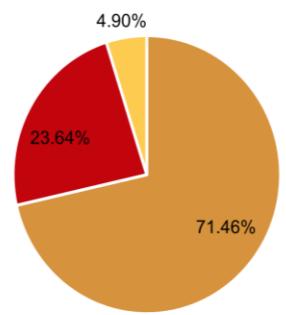
■能源物流服务 ■商品房销售 ■其他业务



数据来源：Wind，西南证券整理

图4：公司2025年H1主营业务毛利情况

■能源物流服务 ■商品房销售 ■其他业务

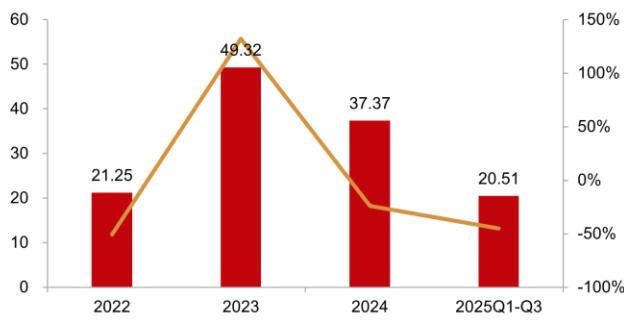


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：2022年，公司全面转型能源物流服务后，公司的业绩波动主要受煤炭运价影响。2023年，受益于“疆煤外运”国家战略深入实施和房地产板块阶段性回暖，公司归母净利润暴增至5.83亿元。近两年来，面对我国煤炭市场新增需求趋缓，行情有所下行等挑战，公司的业绩有所承压。2025年前三季度公司实现营收20.51亿元，同比下降20.09%，实现归母净利润3.18亿元，同比下降24.55%。

图5：公司2022年以来营业收入及增速

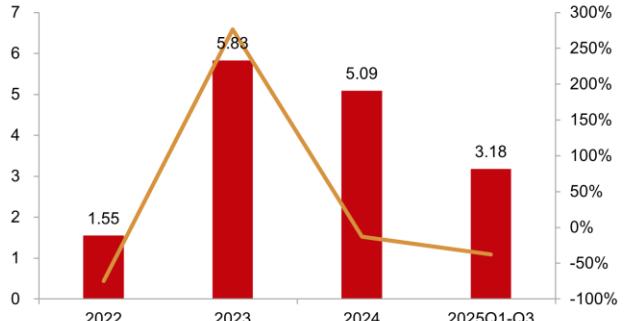
■营收（亿元） ■增速（%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图6：公司2022年以来归母净利润及增速

■归母净利润（亿元） ■增速（%）



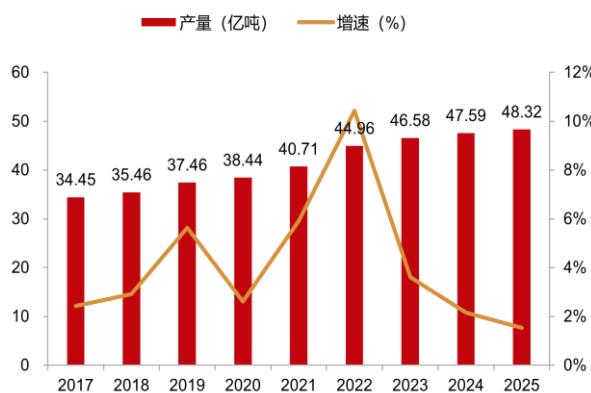
数据来源：Wind，西南证券整理

2 煤炭需求仍有韧性，疆煤外运大势所趋

2.1 原煤产量创历史新高，煤炭仍然占据我国能源消费重要地位

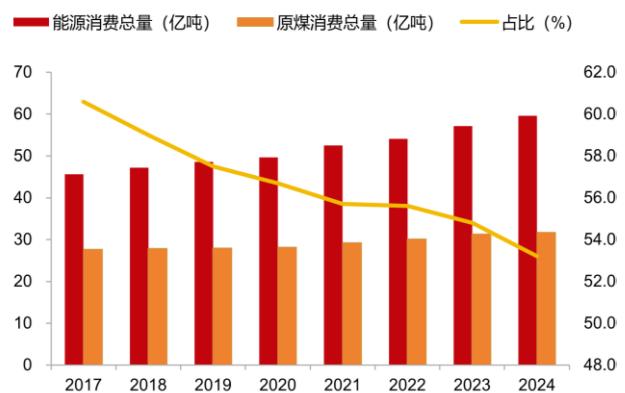
2025年，我国能源供应保障能力持续增强，煤炭先进产能有序释放，稳产稳供稳价的措施深入实施，煤炭供应保持稳定充裕。全年规模以上工业原煤产量48.32亿吨，再创历史新高，比上年增长约1.5%。从消费量来看，2024年我国能源消费总量为59.60亿吨标准煤，较上年增长4.3%。其中煤炭消费量占能源消费总量的53.2%，仍然占据重要地位。2025年，我国非化石能源占能源消费总量比重比上年提高约2pp，超过石油成为第二大能源类型，成为能源增量主体。但根据国际能源署IEA的《煤炭2025》报告，虽然可再生能源的扩张使我国煤炭需求增长受限，但预计全年我国煤炭消费保持稳定，煤炭消费需求仍有韧性。

图7：中国原煤产量及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

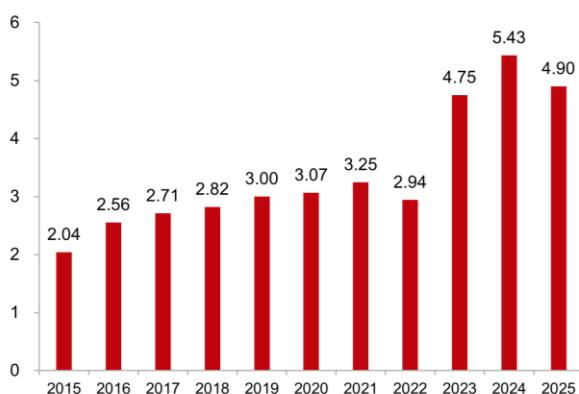
图8：中国煤炭消费需求仍有韧性



数据来源：iFinD，西南证券整理

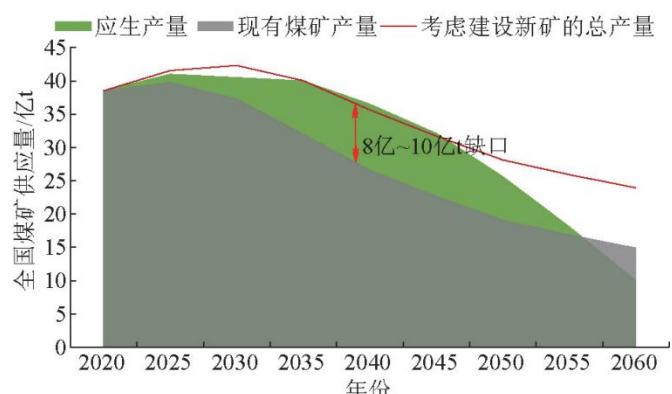
根据海关总署最新数据，2025年，我国合计进口煤炭约4.9亿吨，同比有所下降，成为近10年来，除2022年之外第二个进口量负增长的年份，作为主要进口煤种的动力煤进口的同比降幅更是达到12%。我国一直是全球最大煤炭进口国，其中印尼是我国最大的煤炭进口来源国，但2026年以来印尼煤炭面临减量风险，我国进口量高增速或难以长期维持。同时根据《“双碳”目标下我国煤炭资源开发布局研究》，现有煤矿产量不满足我国碳达峰前后需求，基于供需平衡趋势和新增产能布局分析，未来煤炭开发将进一步向我国西部地区集中。

图9：中国煤炭进口量（亿吨）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图10：全国煤炭供应趋势与余缺比较



数据来源：国家能源集团技术经济研究院，西南证券整理

2.2 疆煤开发潜力巨大，外运总量稳中向好

新疆处于古亚洲与特提斯两大成矿域接合部，地质构造复杂独特，成矿地质条件优越，矿产资源种类全、储量大。新疆煤炭预测资源量 2.19 万亿吨、占全国的 40%，居全国首位，累计查明煤炭资源量 4500 亿吨，居全国第二位。根据自治区“十四五”规划，新疆以准东、吐哈、伊犁、库拜为重点推进大型煤炭基地建设，实施疆电外送、疆煤外运、现代煤化工等重大工程，同时依托准东、哈密等大型煤炭基地一体化建设，推进煤制油气战略基地建设。

“十四五”以来，从趋势上看，相较于新疆，山西、内蒙古、陕西等我国传统主要煤炭产区的原煤产量增速有所放缓，而新疆产量占比则由 2017 年的 4.85% 攀升至 2025 年的 11.44%。

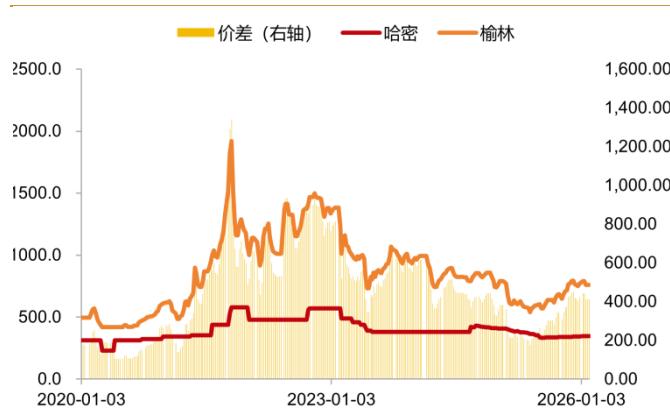
图 11：新疆维吾尔自治区煤炭资源分布图



数据来源：新疆煤炭交易中心，西南证券整理

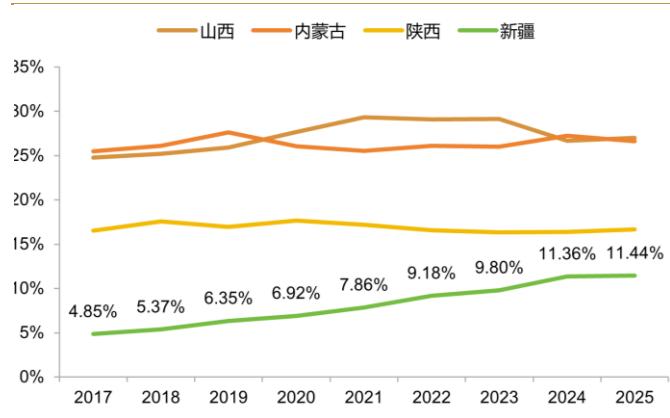
2020 年以来，新疆哈密和陕西榆林 (A15%) Q6000 动力煤坑口价的价差缺口基本在 200 元/吨以上，疆煤外运性价比凸显，因此外运稳步放量。根据新疆煤炭交易中心的《疆煤东运 (哈密) 分析报告》，2025 年 1-10 月疆煤外运约 1.21 亿吨 (含公路、铁路)，预计全年疆煤外运接近 1.5 亿吨，小幅增长，保持着外运量占产量 30% 水平。其中因独特的区位优势，哈密市无论是产量的增速还是疆煤外运量均是全疆第一，2024 年原煤产量超 1.8 亿吨，疆内产量占比从 24.28% 提升到了 33.4%，煤炭外运量 7145.62 万吨，占疆总外运量的 50%。

图 13：哈密和榆林 (A15%) Q6000 动力煤坑口价 (元/吨)



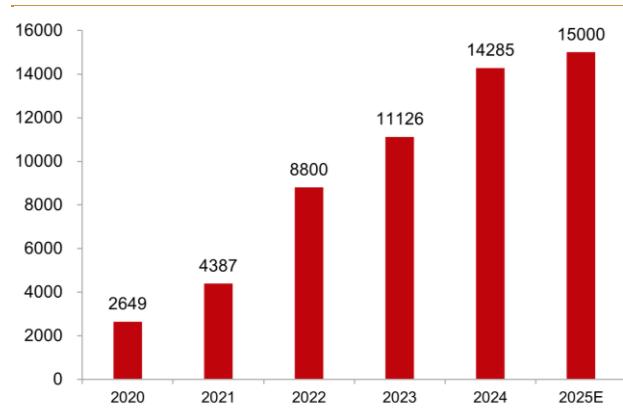
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：新疆原煤产量占比攀升至 2025 年的 11.44%



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 14：2020 年至 2025 年 (E) 疆煤外运量 (万吨)



数据来源：新疆煤炭交易中心，西南证券整理

3 主营业务：一条通道贯通北翼，四个基地延伸业务

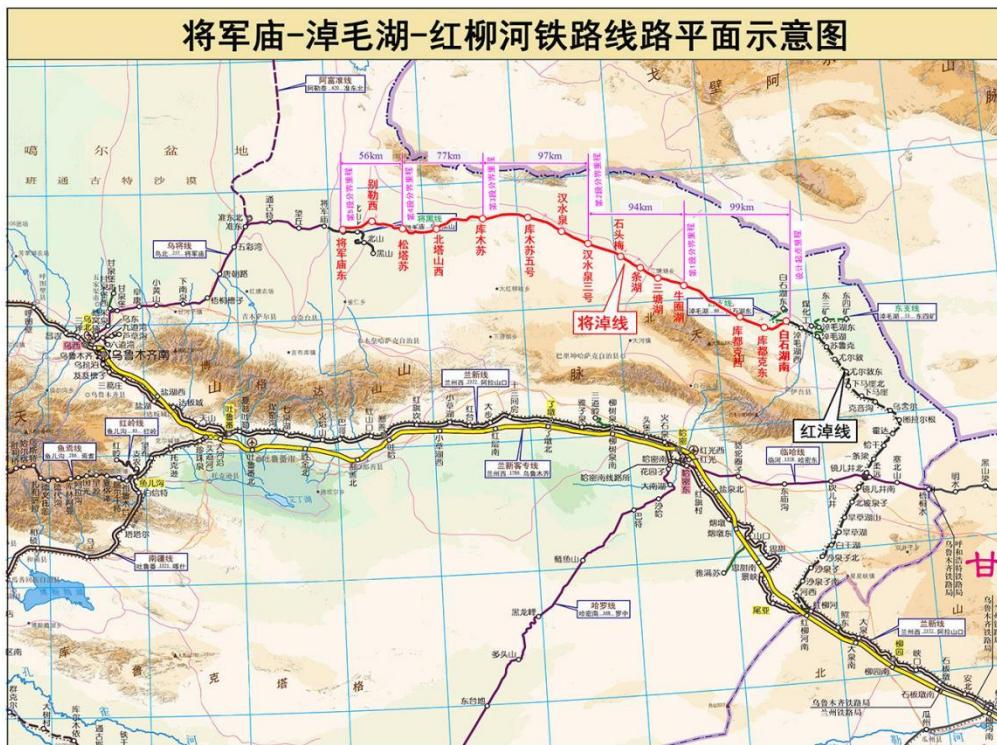
公司持续推进以能源物流为主业的战略部署，充分利用新疆位于丝绸之路经济带核心区的区位优势，定位于“一条通道、四个基地”，建设运营新疆铁路北翼通道的重要组成部分红淖铁路，同时公司布局了柳沟、宁东、明水及广元四大综合能源物流基地，致力于将公司打造成为“一带一路”上最具成长力的综合能源物流服务商。

3.1 全国首条由民企建设的国网重轨电气化铁路-红淖铁路

随着铁路网络不断建设完善，新疆铁路已经形成了“一主两翼”进出疆三大铁路通道：“一主”是指兰新铁路，由兰新铁路和兰新高铁共同构成，是目前的出疆主通道，两翼是指“北翼”和“南翼”通道。北翼通道指临哈铁路及向西延伸线，南翼通道指格库铁路。根据临哈骨干铁路通道新疆有限公司的报告，目前主通道兰新线及南通道格库线能力已经饱和且扩能改造代价大，国家规划主要对北通道进行增二线万吨电气化扩能改造。

红淖铁路和将淖铁路是北翼通道的重要组成部分，其中红淖铁路是全国首条由民企建设的国网重轨电气化铁路，根据公司 2026 年 2 月 4 日发布的担保公告，公司持有红淖铁路 86.86% 股权。红淖铁路在 2024 年电气化改造完成后，运能可达 6000 万吨/年。将淖铁路与红淖铁路相连，于 2024 年 1 月建成通车，运能 6000 万吨/年，将淖铁路通车后，北翼通道正式贯通，原准东地区的货物若从将淖-红淖线出疆将比从乌将-兰新线过红柳河出疆的货物运距减少 300 公里，缩短出疆运距 28%、节约成本 26%，极大带动北疆地区沿线经济社会发展，成为准东地区、三塘湖和淖毛湖等矿区建设开发的重要基础设施。

图 15：新疆铁路“北翼通道”将军庙-淖毛湖-红柳河铁路线路平面示意图



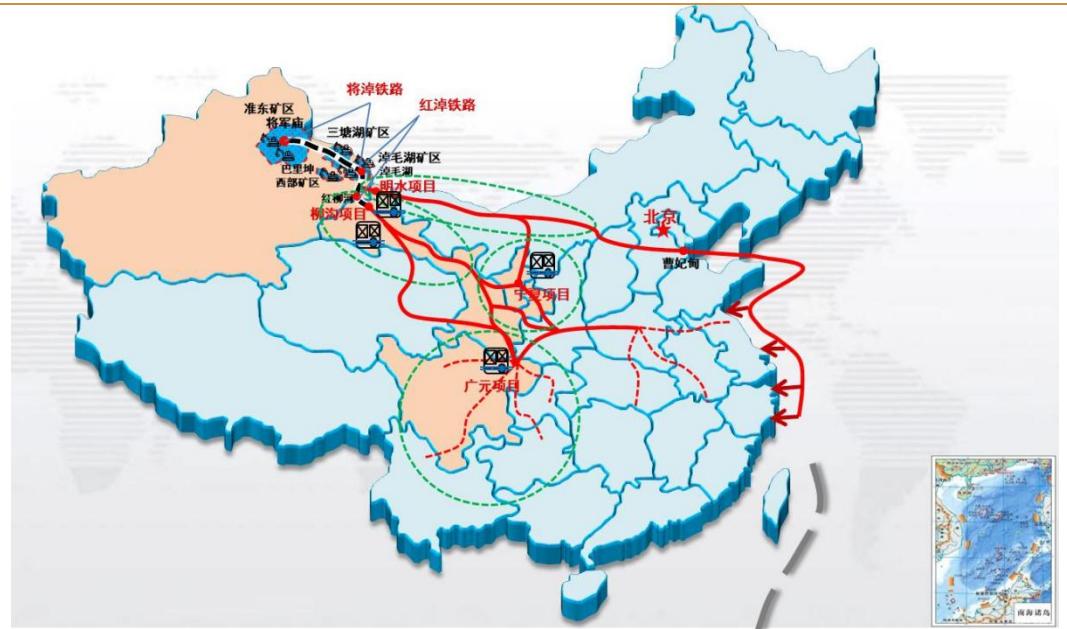
数据来源：公司官网，西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

3.2 布局四大综合能源物流基地，助力公司全面转型

公司通过布局四川广元、甘肃柳沟、宁夏宁东和甘肃明水四大能源物流基地以实现业务延伸，一是通过布局基地可将煤炭产品进行库存前移，将其作为产品销售前置仓；二是通过淡储旺用进行战略储备，调节季节差异带来的市场需求；三是通过点对点运输提高铁路运输效率；四是将运营的综合能源物流基地编织成网，提高能源物流的响应效率，增厚主业收益。

图 16：公司四大综合能源物流基地平面示意图

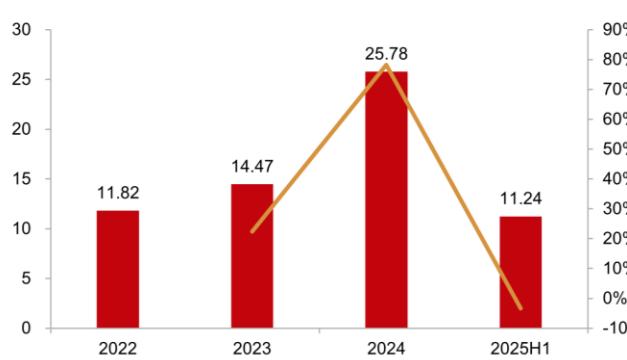


数据来源：公司2025年中报，西南证券整理

2025年上半年公司能源物流业务实现营收11.24亿元，同比下降约3.4%，业绩承压。2026年以来，公司继续积极开拓市场，2026年2月5日，公司再与多家新客户签订总运量达150万吨的2026年度外运合同，这是基于铁路乌鲁木齐局集团至少1800万吨运力保障的情况下，继700万吨年度外运合同后的又一关键进展，未来公司“一条通道，四个基地”布局能从更系统的层面统筹资源，为客户提供更加有竞争力的物流服务。

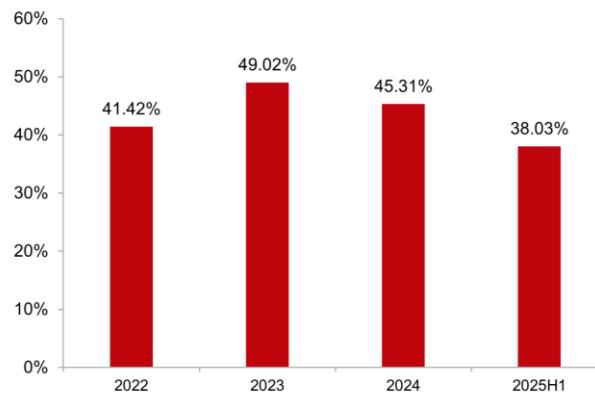
图 17：公司能源物流服务营业收入及增速

—— 营收（亿元） —— 增速（%）



数据来源：iFinD，西南证券整理

图 18：公司能源物流服务毛利率



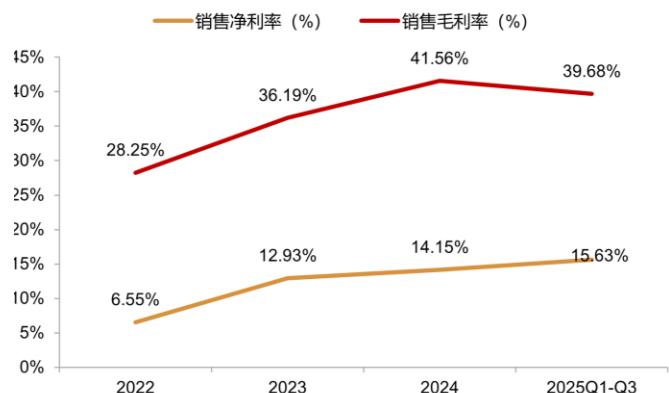
数据来源：iFinD，西南证券整理

4 盈利能力整体呈上升态势，但财务费用率仍处于高位

2022 年以来，公司大力推进能源物流战略转型，其能源物流板块依托核心资产布局和业务壁垒带来的定价能力保障了较高的毛利率水平，销售毛利率从 2022 年的 28.25% 提升至 2024 年的 41.56%，2025 年前三季度，受市场竞争影响，公司的核心资产红淖铁路的运费有所下降，导致毛利率小幅回落，从 2024 年底的 41.56% 回落至 2025 年前三季度的 39.68%。

公司作为综合能源物流服务商基本没有研发费用，公司的期间费用主要为管理费用、销售费用和财务费用。虽然销售毛利率的提升直接带动公司的销售净利率从 2022 年的 6.55% 提升至 2024 年的 14.15%，并且由于管理费用和销售费用的改善，2025 年前三季度公司的销售净利率进一步提升至 15.63%，但是与此同时公司的财务费用率仍处于相对高位，2025 年前三季度公司财务费用率为 14.41%，高于 2024 年全年的 12.45%，巨大的财务成本对净利率造成了持续的拖累。整体而言，未来公司的费用管控能力尤其是在财务费用方面需持续改善以实现公司的可持续增长和股东价值的最大化。

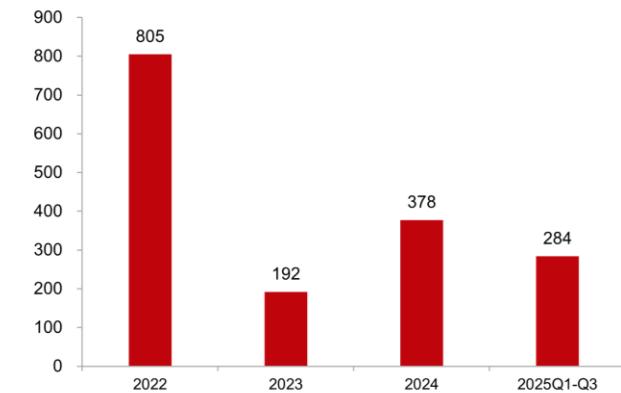
图 19：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源: iFinD, 西南证券整理

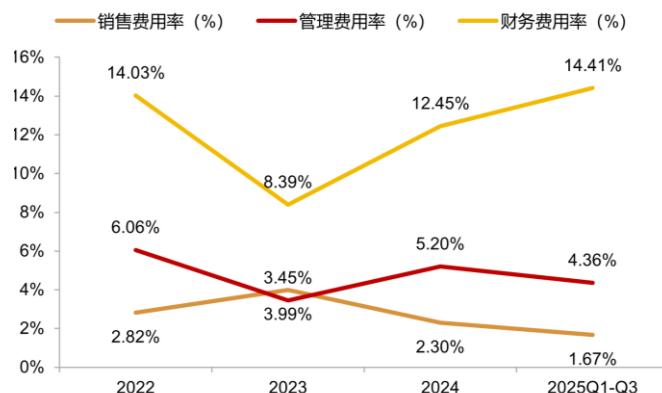
公司全面转型以来净利润现金含量均保持在 100% 以上水平，体现公司的主营业务现金创造能力强，盈利质量高。同时，公司通过经营活动带来的持续的现金流积累以及公司通过偿还债务带来的长期借款余额持续减少使得公司资产负债率持续优化，降低了财务风险。

图 21：公司净利润现金含量 (%)



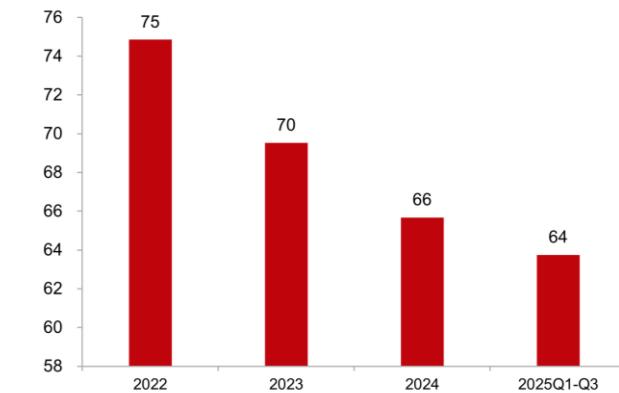
数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 20：公司期间费用率



数据来源: iFinD, 西南证券整理

图 22：公司资产负债率 (%)



数据来源: iFinD, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 能源物流业务方面，2025年底以来公司持续开拓市场，与多家新客户成功签订外运合同，2026年2月5日公司再与多家新客户签订总运量达150万吨的2026年度外运合同，预计2025-2027年合计运量分别为2871/3500/4200万吨，随着煤炭价格企稳，保守预计2025-2027年平均费用逐渐恢复至2024年的90%/95%/100%，因此预计2025-2027年能源物流业务营收增速分别为14.3%、28.7%、26.3%；

2) 非能源物流业务方面，早在2019年公司就承诺不新增以商品房销售为主的住宅地产开发项目并全面转型为综合能源物流服务商，因此预计公司未来将会加速剥离现有非能源物流业务，预计2025-2027年非能源物流业务营收增速分别为-50%、-55%、-60%。

表1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	3737.1	3526.6	4053.3	4894.9
	YoY	-24.2%	-5.6%	14.9%	20.8%
	营业成本	2184.0	2100.0	2180.2	2405.8
	毛利率	41.6%	40.5%	46.2%	50.9%
能源物流	营业收入	2578.4	2947.3	3792.6	4790.6
	YoY	78.2%	14.3%	28.7%	26.3%
	营业成本	1410.3	1705.4	2004.4	2335.1
	毛利率	45.3%	42.1%	47.2%	51.3%
非能源物流	营业收入	1158.8	579.4	260.7	104.3
	YoY	-66.7%	-50.0%	-55.0%	-60.0%
	营业成本	773.7	394.6	175.9	70.7
	毛利率	33.2%	31.9%	32.6%	32.2%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司2025/26/27年营收分别为35.3、40.5、48.9亿元，归母净利润分别为4.1、7.2、10.9亿元，EPS分别为0.34、0.60、0.92元，对应的PE分别为20、11、7倍。我们选取铁路行业中两家代表性企业大秦铁路和广深铁路作为可比公司，两家公司2026年平均PE为14倍。考虑到公司掌握疆煤外运北翼通道的重要组成部分红淖铁路，且当前运量尚未达到设计标准6000万吨/年，预计未来公司将持续与新客户签订外运合同，进一步扩大运量，我们给予公司2026年14倍PE，对应目标价8.40元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
601006.SH	大秦铁路	5.08	0.48	0.34	0.38	0.42	11	15	13	12
601333.SH	广深铁路	3.11	0.15	0.20	0.20	0.22	21	16	16	14
平均值							16	15	14	13
600603.SH	广汇物流	6.75	0.43	0.34	0.60	0.92	16	20	11	7

数据来源：Wind, 西南证券整理

6 风险提示

行业政策风险，业务经营风险，其他铁路线路竞争的风险等。

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	3737.11	3526.63	4053.29	4894.90	净利润	528.62	411.37	720.56	1094.35
营业成本	2183.99	2100.04	2180.21	2405.76	折旧与摊销	301.75	726.12	748.10	765.42
营业税金及附加	176.34	166.41	191.26	230.98	财务费用	465.45	453.24	453.10	470.82
销售费用	85.92	140.58	138.78	158.42	资产减值损失	-56.24	-48.93	-53.49	-52.89
管理费用	194.34	121.84	163.62	207.09	经营营运资本变动	1187.39	-820.49	-1198.92	-1382.77
财务费用	465.45	453.24	453.10	470.82	其他	-505.11	119.62	58.71	181.54
资产减值损失	-56.24	-48.93	-53.49	-52.89	经营活动现金流净额	1921.85	840.93	728.06	1076.47
投资收益	-52.57	-44.95	-19.05	-15.60	资本支出	-450.60	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-4.02	0.00	0.00	0.00	其他	-772.80	-200.22	-207.93	-157.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1223.39	-400.22	-407.93	-357.89
营业利润	662.87	548.49	960.75	1459.13	短期借款	-419.53	-255.11	-381.70	-127.65
其他非经营损益	-16.70	0.00	0.00	0.00	长期借款	-1255.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	646.16	548.49	960.75	1459.13	股权融资	32.45	0.00	0.00	0.00
所得税	117.55	137.12	240.19	364.78	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	528.62	411.37	720.56	1094.35	其他	322.33	-35.57	98.43	-532.02
少数股东损益	19.72	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1319.90	-290.68	-283.27	-659.66
归属母公司股东净利润	508.90	411.37	720.56	1094.35	现金流量净额	-621.45	150.03	36.87	58.91
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	96.83	246.86	283.73	342.64	成长能力				
应收和预付款项	568.81	820.88	845.27	1008.12	销售收入增长率	-24.23%	-5.63%	14.93%	20.76%
存货	2982.08	2636.03	3690.76	5539.41	营业利润增长率	-24.87%	-17.26%	75.16%	51.87%
其他流动资产	253.10	238.44	274.00	330.84	净利润增长率	-17.08%	-22.18%	75.16%	51.87%
长期股权投资	273.23	273.23	273.23	273.23	EBITDA 增长率	-6.38%	20.82%	25.12%	24.67%
投资性房地产	1050.09	1050.09	1050.09	1050.09	获利能力				
固定资产和在建工程	10658.33	10149.87	9619.42	9071.66	毛利率	41.56%	40.45%	46.21%	50.85%
无形资产和开发支出	438.43	421.15	403.87	386.59	三费率	19.95%	20.29%	18.64%	17.09%
其他非流动资产	5474.92	5629.90	5818.39	5960.29	净利率	14.15%	11.66%	17.78%	22.36%
资产总计	21795.81	21466.45	22258.76	23962.87	ROE	7.07%	5.22%	8.37%	11.28%
短期借款	1166.74	911.63	529.93	402.28	ROA	2.43%	1.92%	3.24%	4.57%
应付和预收款项	3685.27	3484.24	3392.80	4131.17	ROIC	12.35%	9.83%	13.89%	17.81%
长期借款	2393.46	2393.46	2393.46	2393.46	EBITDA/销售收入	38.27%	48.99%	53.34%	55.06%
其他负债	7069.58	6795.67	7336.92	7334.82	营运能力				
负债合计	14315.05	13584.99	13653.11	14261.73	总资产周转率	0.16	0.16	0.19	0.21
股本	1671.73	1193.33	1193.33	1193.33	固定资产周转率	0.42	0.36	0.42	0.54
资本公积	335.31	813.71	813.71	813.71	应收账款周转率	6.00	5.32	5.83	6.37
留存收益	5201.53	5612.89	6333.46	7427.81	存货周转率	0.61	0.69	0.64	0.50
归属母公司股东权益	6975.64	7376.34	8100.53	9196.02	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.76%	—	—	—
少数股东权益	505.12	505.12	505.12	505.12	资本结构				
股东权益合计	7480.76	7881.46	8605.65	9701.14	资产负债率	65.68%	63.28%	61.34%	59.52%
负债和股东权益合计	21795.81	21466.45	22258.76	23962.87	带息债务/总负债	24.87%	24.33%	21.41%	19.60%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	0.42	0.48	0.66	0.86
EBITDA	1430.07	1727.85	2161.95	2695.37	速动比率	0.10	0.16	0.18	0.20
PE	15.83	19.58	11.18	7.36	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	1.15	1.09	0.99	0.88	每股指标				
PS	2.16	2.28	1.99	1.65	每股收益	0.43	0.34	0.60	0.92
EV/EBITDA	6.61	3.28	2.34	1.75	每股净资产	5.85	6.18	6.79	7.71
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	1.61	0.70	0.61	0.90
					每股股利	0.00	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。

	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
公司评级	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
	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
行业评级	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。

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	yliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	15821376156	zfy@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
	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
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanj@swsc.com.cn
龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
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	lzs@swsc.com.cn

广深