



积极推进仓储转型升级, 轻装上阵业绩有望改善

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 截至2026年2月27日中国化工产品价格指数为4027点, 相较于2025年12月31日的3930点上升近100点; 2) 公司是国内领先的石化仓储物流服务商, 具有良好储罐区位布局, 市场竞争优势明显; 3) 公司2025年计提资产减值约3.4亿元, 若未来公司储罐出租率提升, 公司业绩有望显著改善。
- 深耕二十年, 国内领先的能源及化工仓储物流服务商。** 2004年, 公司成立东莞三江, 正式进入石化仓储行业。2010年, 公司业务版图由珠三角扩展到长三角。2018年公司成功在深交所主板上市, 上市以后, 公司在资本市场的加持下进入高速并购的阶段, 先后并购了福建港能、中山嘉信、常州华润、常熟华润、常熟汇海、长江石化、沧州嘉会、龙翔集团、南通易联等公司。公司已成功构建了第一主业码头储罐与第二主业化工仓库双轮驱动的发展格局, 成为一家业务范围涵盖化工品及油品的仓储物流、服务型贸易等领域的综合企业集团。
- 石化仓储市场短期受石化行业下游低迷影响有所承压, 中长期来看需求仍具有支撑。** 近年来我国石化产品的价格整体低迷, 导致化工企业盈利承压。2025年在主要无机化学原料中, 全年市场均价同比下跌的品种占比75%; 在主要有机化学原料中, 全年市场均价同比下跌的品种占比87%。中长期来看, 我国作为全球石化产品生产消费大国, 石化仓储及物流市场需求仍有支撑。同时环保政策日益严格, 行业监管趋严以及仓储基地建设周期长也影响供给增加, 具有良好储罐区位布局及较大罐容规模的石化仓储物流企业将保持市场竞争力。
- 公司盈利能力持续承压, 未来出租率提升业绩有望显著改善。** 公司发布2025年全年业绩预告, 预计公司2025年全年归母净利润为-4.75亿至-4.43亿, 净利润同比下降400.00%至380.00%。公司资产减值充分, 生产经营正常, 预计后续公司将放缓并购节奏转而优先提高现有项目的出租率, 并且通过持续强化成本控制 and 运营效率提升, 推动公司营业收入和归母净利润的同步增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2025/26/27年营收分别为11.5、14.9、17.6亿元, 归母净利润分别为-4.6、1.3、2.5亿元, EPS分别为-0.99、0.29、0.56元, 对应PE分别为-、48、25倍。我们看好公司作为石化物流龙头, 能享受行业复苏带来的盈利弹性, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 商誉减值风险, 市场竞争风险, 安全作业风险等。

| 指标/年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1450.14 | 1151.53 | 1491.97 | 1757.09 |
| 增长率 | -6.27% | -20.59% | 29.56% | 17.77% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 158.33 | -455.03 | 131.84 | 254.65 |
| 增长率 | -46.57% | -387.40% | 128.97% | 93.15% |
| 每股收益EPS(元) | 0.35 | -0.99 | 0.29 | 0.56 |
| 净资产收益率ROE | 6.21% | -17.92% | 4.52% | 8.21% |
| PE | 40 | - | 48 | 25 |
| PB | 2.41 | 3.03 | 2.57 | 2.39 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 胡光悒
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



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 4.57 |
| 流通A股(亿股) | 4.33 |
| 52周内股价区间(元) | 9.09-13.8 |
| 总市值(亿元) | 63.13 |
| 总资产(亿元) | 92.49 |
| 每股净资产(元) | 5.10 |

相关研究

目 录

| | |
|---|----|
| 1 深耕二十年，国内领先的能源及化工仓储物流服务商..... | 1 |
| 2 石化仓储市场：短期受石化行业下游低迷影响有所承压，中长期来看需求仍有支撑..... | 3 |
| 2.1 石化行业下游呈现出行业增速放缓、价格整体低迷的态势..... | 3 |
| 2.2 石化物流市场规模小幅下降，仓储设施持续扩容..... | 4 |
| 3 主营业务：码头储罐综合服务为主，提供综合解决方案..... | 5 |
| 3.1 码头储罐业务已形成独特布局，控股罐容超过 400 万立方米..... | 6 |
| 3.2 化工仓综合服务提供第二增长曲线，积极拥抱数智化转型升级..... | 7 |
| 4 盈利能力整体呈下降态势，财务费用率仍处于高位..... | 8 |
| 5 盈利预测与估值..... | 9 |
| 6 风险提示..... | 10 |

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 2025H1 主营业务结构情况..... | 2 |
| 图 4: 公司 2025H1 主营业务毛利情况..... | 2 |
| 图 5: 公司 2021 年以来营业收入及增速..... | 2 |
| 图 6: 公司 2021 年以来归母净利润及增速 | 2 |
| 图 7: 我国原油加工量及增速..... | 3 |
| 图 8: 我国化学原料和化学制品制造业固定资产投资增速..... | 3 |
| 图 9: 全国石油和化工行业规模以上企业利润总额 (万亿元) | 3 |
| 图 10: 2026 年中国化工产品价格指数有所复苏 | 3 |
| 图 11: 我国石化物流总额构成占比..... | 4 |
| 图 12: 近五年我国危化品物流行业市场规模 (万亿元) | 4 |
| 图 13: 全国第三方化工品 甲乙类仓库面积对比 (万立方米) | 4 |
| 图 14: 全国化工品储罐容量对比 (万立方米) | 4 |
| 图 15: 公司主营业务 | 5 |
| 图 16: 公司客户资源 | 6 |
| 图 17: 公司码头储罐业务营业收入及增速 | 7 |
| 图 18: 公司码头储罐业务毛利率 | 7 |
| 图 19: 公司化工仓综合服务业务营业收入及增速..... | 7 |
| 图 20: 2025 年 10 月公司常州宏川化工仓正式投运..... | 7 |
| 图 21: 公司智慧巡检机器人..... | 8 |
| 图 22: 公司与 66 云链签署战略合作协议..... | 8 |
| 图 23: 公司销售毛利率和销售净利率 | 8 |
| 图 24: 公司期间费用率..... | 8 |
| 图 25: 公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入 | 9 |
| 图 26: 公司资产负债率..... | 9 |

表 目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 表 1: 公司控股储罐和罐容情况 (截至 2024 年底) | 6 |
| 表 2: 分业务收入及毛利率 | 9 |
| 表 3: 可比公司估值..... | 10 |
| 附表: 财务预测与估值 | 11 |

1 深耕二十年，国内领先的能源及化工仓储物流服务商

1996年，林海川改组虎门化工贸易公司成立东莞市宏川化工有限公司，2004年，公司成立东莞三江港口储罐有限公司，正式进入石化仓储行业。2010年，公司成功并购了位于江苏省的太仓阳鸿，业务版图由珠三角扩展到长三角。2012年公司前身广东宏川实业发展有限公司成立，2015年，公司更名为宏川智慧。2018年公司成功在深交所主板上市，股票代码002930。上市以后，公司在资本市场的加持下进入高速并购的阶段，并购了福建港能、中山嘉信、常州华润、常熟华润、长江石化、常熟汇海、沧州嘉会、龙翔集团、南通易联等公司。尤其是在2022年，公司成功私有化收购香港主板上市公司龙翔集团，获得了南京宏川、潍坊港宏川和宁波宁翔三座库区，将业务版图延伸至环渤海经济圈。2025年，公司的成都宏智一期项目正式投产，填补了公司在西南地区的市场空白。

时至今日，公司已经成功构建了第一主业码头储罐与第二主业化工仓库双轮驱动的发展格局，成为一家业务范围涵盖化工品及油品的仓储物流、服务型贸易、供应链金融等领域的综合企业集团，未来，公司将凭借行业领先的数质量管理、效率管理能力，并依托区位优势形成的集群效应、协同效应优势等，致力于成为全球领先的能源及化工仓储物流服务商。

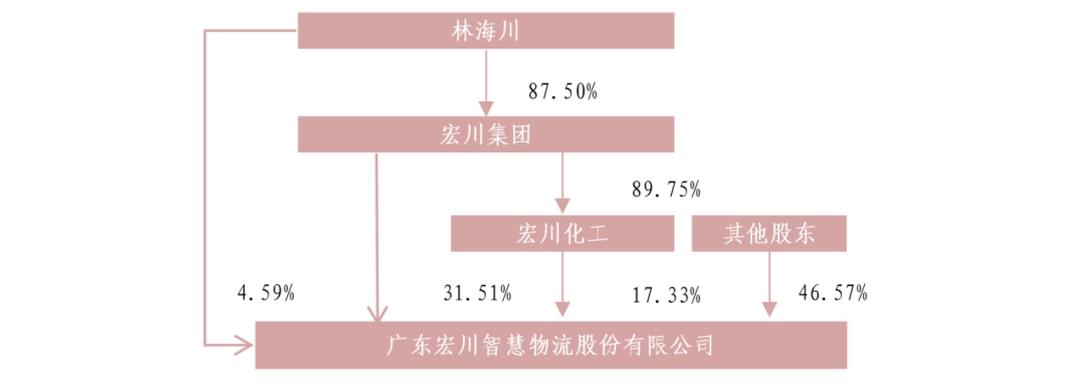
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

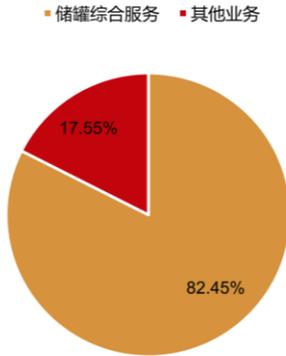
实际控制人为林海川。公司的控股股东为广东宏川集团有限公司，直接持有公司31.51%的股份，公司的实际控制人为董事长林海川，林海川直接持有公司4.59%的股份，同时通过宏川集团和宏川化工间接持有公司超过40%的股份，公司的管理层与股东的利益高度一致，有助于企业提高决策效率，同时保持战略定力，更关注企业的长期价值增长。

图 2：公司股权结构（截至2025年Q3）

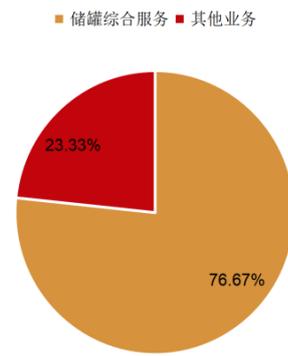


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主营业务结构：截至 2025 年上半年，仓储综合服务仍是公司的核心业务，主要由拥有码头和储罐等经营性资质的各子公司负责运营。营收方面，2025 年上半年公司的营收主要来自**储罐综合服务**，占比约为 82.45%，其次是化工仓库综合服务等其他业务，占比约 17.55%；毛利贡献方面，**储罐综合服务**所贡献的毛利占比最高，约为 76.67%，其次为化工仓库综合服务等其他业务，占比约为 23.33%。

图 3：公司 2025H1 主营业务结构情况


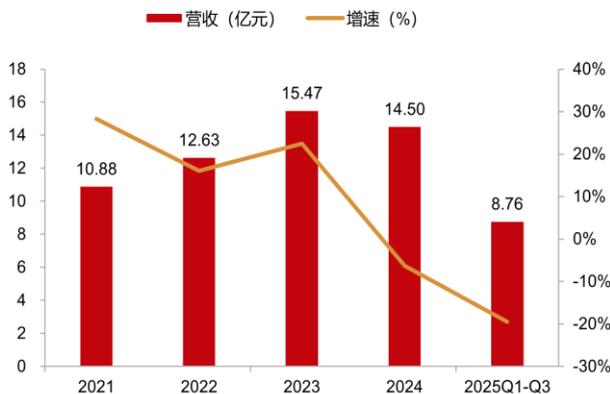
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：公司 2025H1 主营业务毛利情况


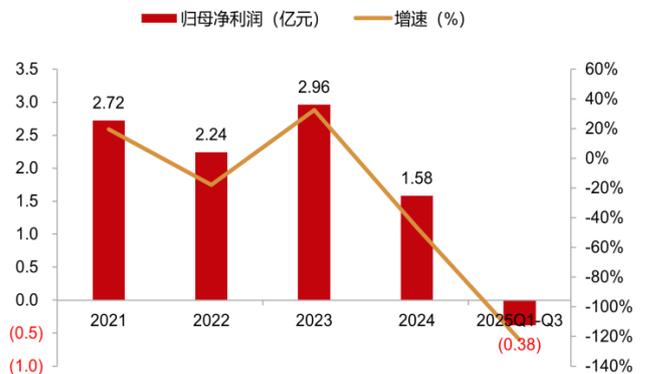
数据来源：Wind, 西南证券整理

公司业绩状况：受益于完成仓储项目并购启动和新建库区产能投产等工作，2021 年，公司营收首次迈进 10 亿门槛，并在 2022 年和 2023 年持续增长，2023 年营收突破 15 亿元，但 2024 年以来，受到化工仓储行业外部需求较疲弱以及公司罐容持续扩张，但是新并购的业务仍处于产能爬坡等影响，公司的营收和归母净利润开始下滑。2024 年，公司实现营业收入 14.50 亿元、归属于上市公司股东的净利润 1.58 亿元，同比分别下降 6.27%、46.57%，截至 2025 年前三季度，公司实现营收 8.76 亿元，同比进一步下降了 19.46%，实现归母净利润-3813.30 万元，同比止盈转亏。

2026 年 1 月，公司发布 2025 年全年业绩预告，受行业下游需求减少，公司旗下的控股储罐出租率下降，加之计提资产减值约 3.4 亿元等多重影响，公司业绩预告期内预计净利润为负值，预计公司 2025 年全年归属于上市公司股东的净利润为-4.75 亿至-4.43 亿，净利润同比下降 400.00%至 380.00%，预计基本每股收益为-1.04 至-0.97 元。

图 5：公司 2021 年以来营业收入及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：公司 2021 年以来归母净利润及增速


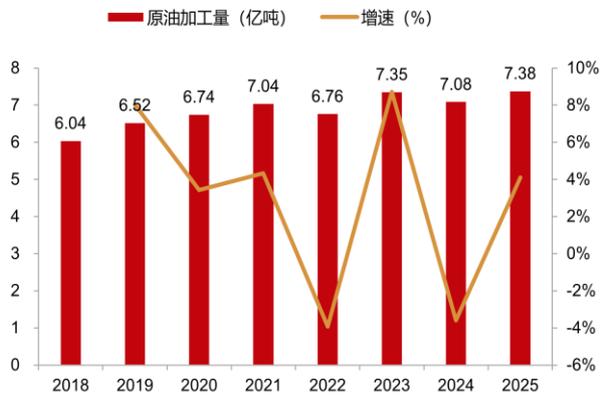
数据来源：Wind, 西南证券整理

2 石化仓储市场：短期受石化行业下游低迷影响有所承压，中长期来看需求仍有支撑

2.1 石化行业下游呈现出行业增速放缓、价格整体低迷的态势

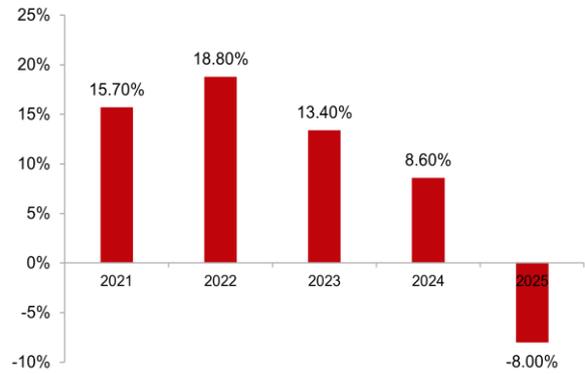
2025 年以来，全球经济延续复苏态势，但仍面临地缘政治冲突、通胀压力及经济复苏分化等多重挑战。根据国家统计局数据，2025 年国内原油产量 2.16 亿吨、同比增长 1.5%，原油加工量 7.38 亿吨、同比增长 4.1%，创历史新高。但另一方面，2025 年全国工业累计完成固定资产投资同比增长 2.6%，其中采矿业投资额同比增长 2.5%，制造业投资额同比增长 0.6%。石化行业投资额呈现回落态势，其中石油和天然气开采业累计完成固定资产投资额同比下降 5.1%，降幅较 2024 年扩大 3.3 个百分点；化学原料和化学制品制造业累计完成固定资产投资额同比下降 8%，而 2024 年该板块投资额同比增长 8.6%。

图 7：我国原油加工量及增速



数据来源：iFinD，西南证券整理

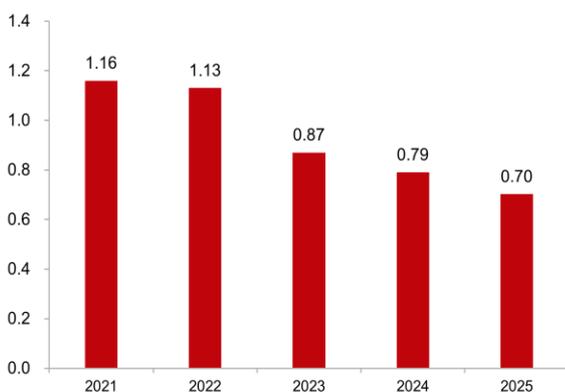
图 8：我国化学原料和化学制品制造业固定资产投资增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

同时近年来，我国石化产品的价格整体低迷，导致化工企业盈利承压。2025 年全国石油和化工行业规模以上企业累计实现利润总额 7020.9 亿元，同比下降 9.6%。虽然中国化工产品价格指数仍处于历史较低区间，但改善趋势初步显现，截至 2026 年 2 月 27 日中国化工产品价格指数为 4027 点，相较于 2025 年 12 月 31 日的 3930 点上升近 100 点。

图 9：全国石油和化工行业规模以上企业利润总额（万亿元）



数据来源：中国石油和化学工业联合会，西南证券整理

图 10：2026 年中国化工产品价格指数有所复苏

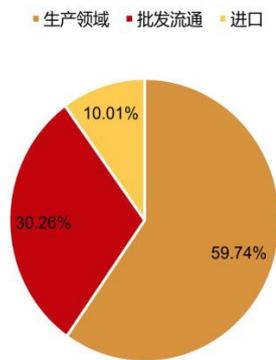


数据来源：中国石油和化学工业联合会，西南证券整理

2.2 石化物流市场规模小幅下降，仓储设施持续扩容

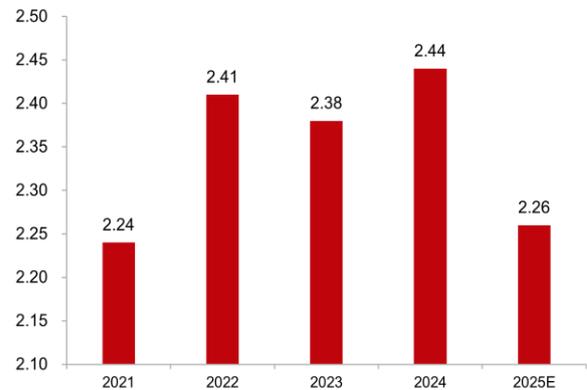
根据中国物流与采购联合会数据，2025 年我国物流效率持续改善，社会物流总费用与 GDP 比率降至历史最低水平，物流对经济发展的支撑效能不断增强，全国社会物流总额 368.2 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.1%，物流对实体经济的拉动作用强劲。其中，在当前国内经济增速放缓及国际形势复杂多变的宏观背景下，据中物联危化品分会预测，到 2025 年底我国石化物流总额将超过 25.78 万亿元人民币。在总额构成方面，石化物流市场主要由三大板块支撑，生产领域约为 15.4 万亿元，批发流通部分约为 7.8 万亿元，进口部分约为 2.58 万亿元。行业市场规模方面，2025 年，我国危化品物流行业展现出较强韧性，但行业增速预计将同比下降约 7.4%，行业市场规模预计在 2.26 万亿元左右。

图 11：我国石化物流总额构成占比



数据来源：中物联危化品分会，西南证券整理

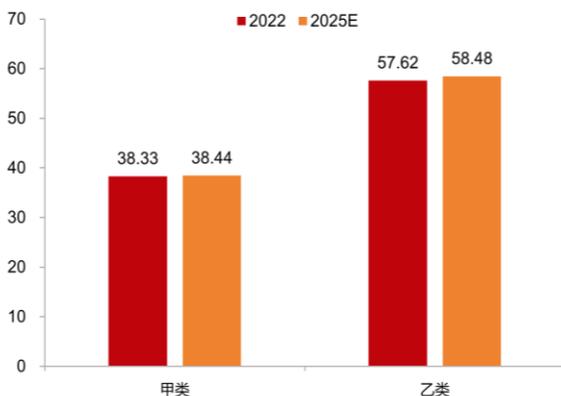
图 12：近五年我国危化品物流行业市场规模（万亿元）



数据来源：中物联危化品分会，西南证券整理

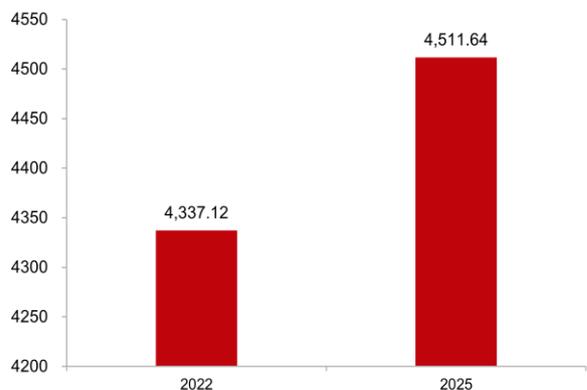
依据中物联危化品分会于 2025 年度针对化工仓储（第三方）开展调研的数据，第三方化工品储罐区 173 个，总容量 4511.64 万立方米，较上一年新增 52.8 万立方米，甲类仓库（高危险品）占比提升，反映行业对高风险货物存储的重视，储罐容量增长集中于沿海化工园区，重点服务出口导向型化工产品。中长期来看，我国作为全球石化产品生产消费大国，产业正向高端化、精细化转型，石化仓储及物流市场需求仍有支撑。同时，环保政策日益严格，行业监管趋严，在批准新项目方面态度审慎，仓储基地建设周期长也影响供给增加，具有良好储罐区位布局及较大罐容规模的石化仓储物流企业将保持市场竞争力。

图 13：全国第三方化工品甲乙类仓库面积对比（万立方米）



数据来源：中物联危化品分会，西南证券整理

图 14：全国化工品储罐容量对比（万立方米）

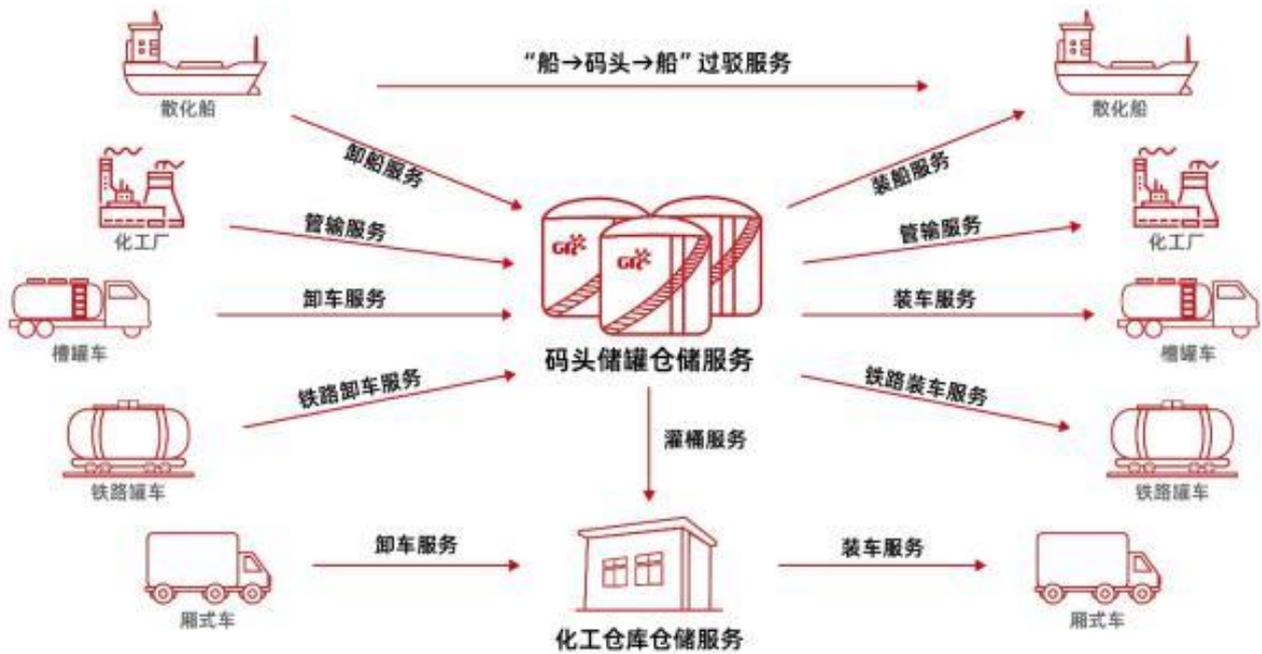


数据来源：中物联危化品分会，西南证券整理

3 主营业务：码头储罐综合服务为主，提供综合解决方案

公司业务可以进一步细分为码头储罐综合服务、化工仓综合物流服务、中转及其他服务、物流链管理服务以及增值服务五部分业务。其中，码头储罐综合服务为依靠公司码头、管线、储罐、装车台以及国家铁路专线为客户提供货物一体化服务，业务涉及装卸及仓储全过程。化工仓综合物流服务为依靠公司化工仓库、分装设备、危运车辆等为客户提供货物仓储配送一体化服务，业务涉及运输、装卸及仓储全过程。而中转及其他服务包括过驳、中转、车船直卸、船只补给等业务，不涉及仓储过程。物流链管理服务是利用公司优秀的经营管理能力，通过服务输出，为客户提供包括仓储代理服务、过程管控服务等在内的仓储物流一体化服务。其中仓储代理服务包含为客户提供货物存储期间的安全、品质检测、货权监管、代办出入库等服务，过程管控服务包含为客户物流全过程提供时间、损耗、品质管控等服务。增值服务包括智慧客服服务、洗舱及污水处理服务、货物通存通兑服务、危化车辆公路港服务等服务。

图 15：公司主营业务



数据来源：公司中报，西南证券整理

公司以企业文化、持续创新能力为基本内核，基于优质赛道的双主业聚焦发展，形成了持续并购的成长路径，长期保持着竞争优势的动态平衡。其中，基于主营业务发展，公司在业务创新、技术创新、管理创新方面不断拓展，推动企业运营各方面的持续改善，不断提升为客户提供全过程个性化优质服务的实力，并以此积累了大量优质的客户资源。

图 16: 公司客户资源



数据来源: 公司中报, 西南证券整理

3.1 码头储罐业务已形成独特布局, 控股罐容超过 400 万立方米

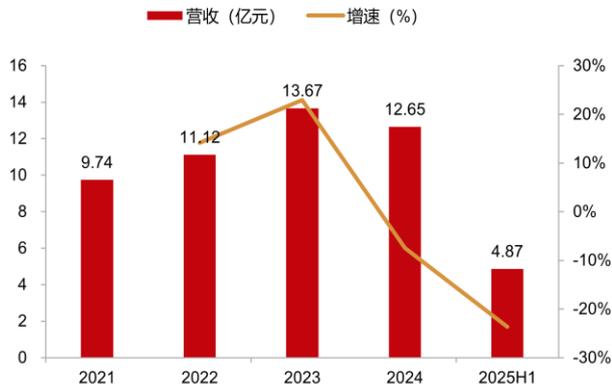
公司的码头储罐业务已形成长江南北两岸联动、珠江东西两岸联动、东部经济带、西部经济圈多地联动等多维度的业务协同结构。截至 2024 年底, 公司旗下控股储罐达 856 座, 罐容约 405.41 万立方米。同时, 公司对旗下部分老旧储罐进行更新改造, 提升设备设施的本质安全度。截至 2025 年上半年, 公司旗下控股罐容约 405.16 万立方米, 合营和参股公司罐容约 113.28 万立方米, 运营罐容总计约 518.44 万立方米。

表 1: 公司控股储罐和罐容情况 (截至 2024 年底)

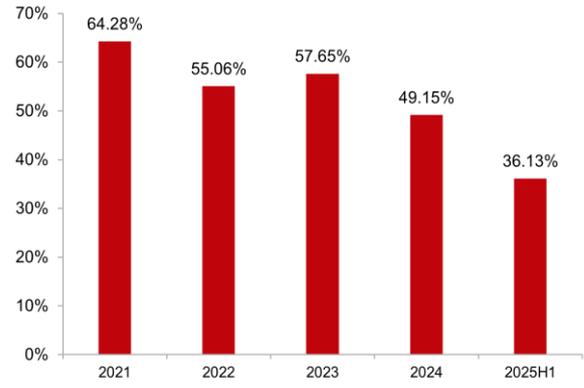
| 子公司简称 | 储罐 (座) | 罐容 (万立方米) |
|-------|--------|-----------|
| 太仓阳鸿 | 77 | 60.60 |
| 南通阳鸿 | 66 | 47.50 |
| 东莞三江 | 97 | 24.13 |
| 中山宏川 | 80 | 6.16 |
| 宏川仓储 | 53 | 20.75 |
| 宏元仓储 | 5 | 1.05 |
| 常州宏川 | 80 | 54.40 |
| 常熟宏川 | 65 | 16.01 |
| 常熟宏智 | 118 | 29.38 |
| 福建港能 | 61 | 44.35 |
| 南京宏川 | 32 | 21.00 |
| 南通宏智 | 72 | 61.70 |
| 日照宏川 | 50 | 18.38 |
| 合计 | 856 | 405.41 |

数据来源: 中证鹏元公司可转债跟踪评级报告, 西南证券整理

2025 年上半年，公司码头储罐业务实现营收 4.87 亿元，同比下降约 23.69%，毛利率为 36.13%，同比下降 15.73pp，中证鹏元发布的公司相关债券 2025 年跟踪评级报告显示，储罐出租率下降明显影响业务收入规模，进而导致盈利承压，但是公司 2025 年底已对旗下储罐计提了充分的资产减值，未来若行业下游复苏，储罐出租率提升有望显著改善公司业绩。

图 17：公司码头储罐业务营业收入及增速


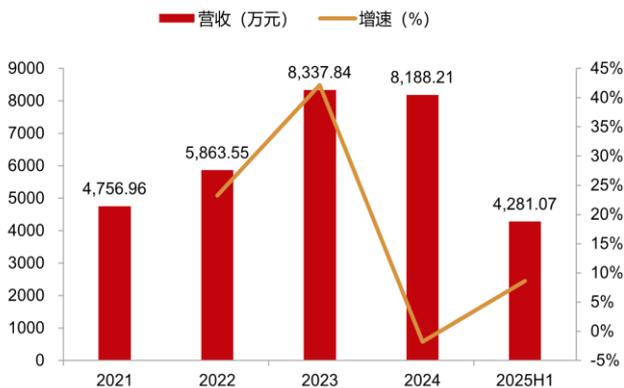
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：公司码头储罐业务毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 化工仓综合服务提供第二增长曲线，积极拥抱数智化转型升级

公司下属的化工仓库主要为甲类库、乙类库，能够满足绝大部分石化产品的仓储需求，截至 2025 年上半年，公司运营仓容总计 12.53 万平方米。2025 年 10 月 21 日，公司旗下常州宏川化工仓成功取得由常州市应急管理局核发的《危险化学品经营许可证》，正式投入运营。常州宏川化工仓的仓库总建筑面积达 3.35 万平方米，布局 16 座专业化化工仓库，其中甲类 10 座、乙类 5 座、丙类 1 座，形成覆盖高危到常规化工品的全品类储存矩阵。常州宏川化工仓的正式投运将显著提升区域化工品的流通效率，进一步扩大公司的仓储规模优势。

图 19：公司化工仓综合服务业务营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2025 年 10 月公司常州宏川化工仓正式投运


数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

作为国内领先的能源及化工仓储物流服务商，公司积极拥抱行业数智化转型升级，公司通过建立科研协作平台，与科技公司、科研院校加强合作，公司校企合作成果之一的智慧巡检机器人已经在南通阳鸿库区启用，智慧巡检机器人搭载图像识别及可燃气体探测等多项先进技术，还能 24 小时不间断作业，可及时发现安全隐患，提高巡检效率。

2026 年，公司与 66 云链签署战略合作协议，66 云链是能源化工行业唯一可提供公、铁、水、库一体化数字供应链解决方案的综合服务商，双方将以公司旗下的仓储库区为节点，为大客户提供门到门的一站式综合物流解决方案，进一步提高公司的数智化水平。

图 21：公司智慧巡检机器人

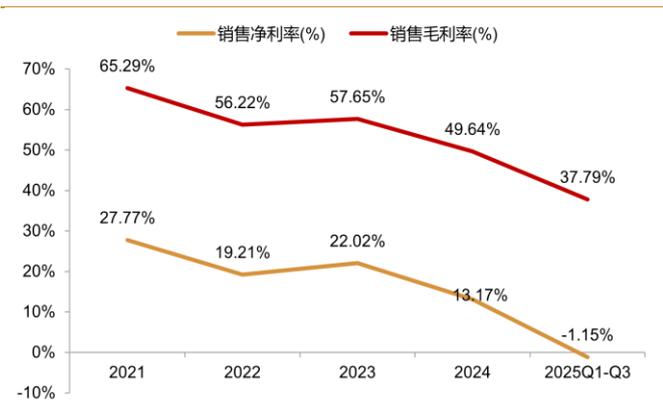

数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

图 22：公司与 66 云链签署战略合作协议

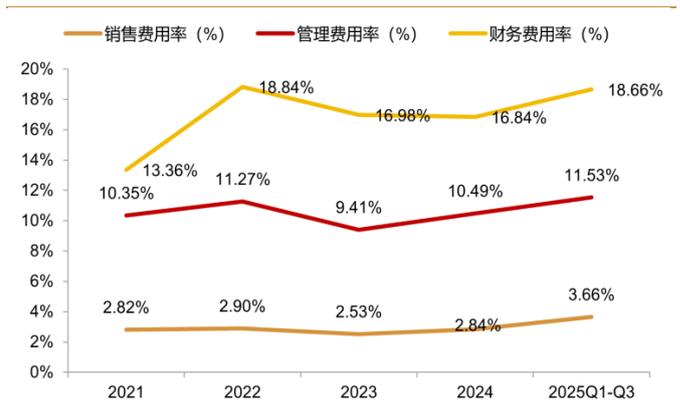

数据来源：Wind，西南证券整理

4 盈利能力整体呈下降态势，财务费用率仍处于高位

2022 年以来受石化行业下游需求总体疲软等影响，石化仓储物流行业的需求也同步在走低，加之公司坚持资源整合和持续并购战略，导致公司的整体成本和相关费用都在增长。以 2022 年为例，公司并购了龙翔集团、沧州宏川及常熟宏智等多个项目，而项目并购所需的银行贷款增加导致财务费用的增加，同时新项目的合并也导致了公司整体折旧摊销增加。截至 2025 年前三季度，公司的销售毛利率由 2021 年底的 65.29% 下滑至 37.79%，净利率由 2021 年底的 27.77% 下滑至 -1.15%，均创近五年新低。未来，随着公司前期的并购项目在投入运营后效益进一步释放，公司的销售毛利率和销售净利率均有望改善。

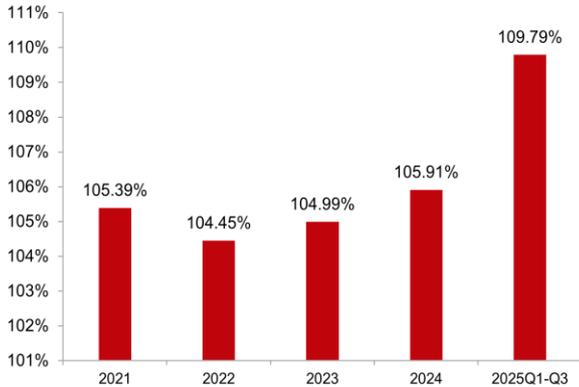
图 23：公司销售毛利率和销售净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

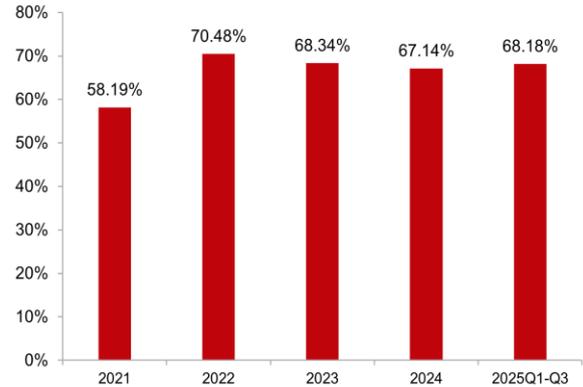
图 24：公司期间费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

公司所处的石化仓储行业现金流创造能力强，盈利质量高。从销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入这一指标来看，2021 年以来公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入长期保持在 100% 以上水平。未来，公司通过经营活动带来持续的现金流积累以及通过偿还债务带来的长期借款余额持续减少有望使得公司资产负债率持续优化，降低财务风险。

图 25：公司销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 26：公司资产负债率


数据来源：Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 储罐综合服务方面，考虑到行业下游仍然承压，加之公司面临较高的财务费用率，预计公司将放缓并购节奏转而优先提高现有项目的出租率，因此预计 2025-2027 年公司控股罐容与 2025 年上半年保持一致，为 405.16 万立方米；预计 2025-2027 年公司控股罐容的出租率为 50%、65%、75%，整体来看，预计 2025-2027 年该业务营收同比-25%、+33%、+18%；毛利率分别约为 10%、45%、50%；

2) 化工仓库综合服务等其他业务方面，常州宏川化工仓在 2025 年 10 月投入使用后，公司的运营仓容总计可达 15.88 万平方米，较 2025 年上半年的 12.53 万平方米同比增长约 26.7%，同时随着公司持续推进数智化转型升级，未来可为客户提供更多增值服务，因此预计 2025-2027 年该业务营收同比+10%、+12%、+15%；毛利率分别约为 53%、54%、55%。

表 2：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|--------|---------|--------|--------|
| 合计 | 营业收入 | 1450.1 | 1151.5 | 1492.0 | 1757.1 |
| | YoY | -6.27% | -20.59% | 29.56% | 17.77% |
| | 营业成本 | 730.3 | 948.9 | 800.1 | 865.4 |
| | 毛利率 | 49.64% | 17.60% | 46.37% | 50.75% |
| 储罐综合服务 | 营业收入 | 1265.2 | 948.1 | 1264.1 | 1495.0 |
| | YoY | -7.46% | -25.06% | 33.33% | 18.27% |
| | 营业成本 | 643.3 | 853.3 | 695.3 | 747.5 |
| | 毛利率 | 49.15% | 10.00% | 45.00% | 50.00% |
| 化工仓库综合服务 等其他业务 | 营业收入 | 185.0 | 203.5 | 227.9 | 262.0 |
| | YoY | 2.78% | 10.00% | 12.00% | 15.00% |
| | 营业成本 | 87.0 | 95.6 | 104.8 | 117.9 |
| | 毛利率 | 52.97% | 53.00% | 54.00% | 55.00% |

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025/26/27 年营收分别为 11.5、14.9、17.6 亿元，归母净利润分别为-4.6、1.3、2.5 亿元，EPS 分别为-0.99、0.29、0.56 元，对应 PE 分别为-、48、25 倍。我们选取物流行业中的密尔克卫和盛航股份作为可比公司，两家公司 2026 年的平均 PE 为 23 倍，看好公司作为石化物流龙头能享受行业复苏带来的盈利弹性，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：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 |
| 001205.SZ | 盛航股份 | 16.95 | 0.73 | 0.44 | 0.52 | 0.62 | 23 | 39 | 33 | 27 |
| 603713.SH | 密尔克卫 | 69.53 | 3.52 | 4.09 | 4.88 | 5.68 | 20 | 17 | 14 | 12 |
| 平均值 | | | | | | | 21 | 28 | 23 | 20 |
| 002930.SZ | 宏川智慧 | 13.80 | 0.35 | -0.99 | 0.29 | 0.56 | 40 | -14 | 48 | 25 |

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

商誉减值风险，市场竞争风险，安全作业风险等。

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 | 1450.14 | 1151.53 | 1491.97 | 1757.09 | 净利润 | 190.95 | -455.03 | 131.84 | 254.65 |
| 营业成本 | 730.31 | 948.89 | 800.07 | 865.44 | 折旧与摊销 | 494.28 | 546.87 | 561.27 | 574.80 |
| 营业税金及附加 | 17.69 | 14.05 | 18.20 | 21.44 | 财务费用 | 244.19 | 249.97 | 259.84 | 257.56 |
| 销售费用 | 41.22 | 42.61 | 45.11 | 56.03 | 资产减值损失 | -26.26 | 339.29 | 52.17 | 52.17 |
| 管理费用 | 152.06 | 132.43 | 156.16 | 190.07 | 经营营运资本变动 | -266.91 | 267.76 | -149.24 | -40.42 |
| 财务费用 | 244.19 | 249.97 | 259.84 | 257.56 | 其他 | 275.83 | -354.91 | -47.40 | -49.70 |
| 资产减值损失 | -26.26 | 339.29 | 52.17 | 52.17 | 经营活动现金流净额 | 912.08 | 593.97 | 808.48 | 1049.06 |
| 投资收益 | 18.47 | 5.63 | 4.78 | 4.66 | 资本支出 | -220.80 | -200.00 | -200.00 | -200.00 |
| 公允价值变动损益 | 2.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -236.09 | 4.06 | 53.60 | 27.88 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -456.88 | -195.94 | -146.40 | -172.12 |
| 营业利润 | 225.09 | -570.08 | 165.18 | 319.03 | 短期借款 | -289.30 | -0.09 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 14.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | 201.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 239.23 | -570.08 | 165.18 | 319.03 | 股权融资 | -20.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 48.28 | -115.05 | 33.34 | 64.39 | 支付股利 | -137.25 | -82.65 | 241.66 | -66.63 |
| 净利润 | 190.95 | -455.03 | 131.84 | 254.65 | 其他 | -146.93 | -197.28 | -207.93 | -215.88 |
| 少数股东损益 | 32.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -392.20 | -280.02 | 33.73 | -282.51 |
| 归属母公司股东净利润 | 158.33 | -455.03 | 131.84 | 254.65 | 现金流量净额 | 63.12 | 118.00 | 695.81 | 594.43 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 428.39 | 546.39 | 1242.20 | 1836.63 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 216.47 | 179.65 | 221.91 | 263.09 | 销售收入增长率 | -6.27% | -20.59% | 29.56% | 17.77% |
| 存货 | 10.79 | 12.53 | 10.64 | 11.91 | 营业利润增长率 | -45.64% | -353.27% | 128.97% | 93.15% |
| 其他流动资产 | 82.66 | 58.23 | 75.89 | 88.12 | 净利润增长率 | -43.96% | -338.30% | 128.97% | 93.15% |
| 长期股权投资 | 731.67 | 731.67 | 731.67 | 731.67 | EBITDA 增长率 | -14.06% | -76.47% | 334.93% | 16.74% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 5364.84 | 5090.29 | 4801.34 | 4498.86 | 毛利率 | 49.64% | 17.60% | 46.37% | 50.75% |
| 无形资产和开发支出 | 2171.12 | 2112.38 | 2053.63 | 1994.89 | 三费率 | 30.17% | 36.91% | 30.91% | 28.66% |
| 其他非流动资产 | 359.62 | 359.99 | 293.69 | 255.38 | 净利率 | 13.17% | -39.52% | 8.84% | 14.49% |
| 资产总计 | 9365.57 | 9091.13 | 9430.98 | 9680.55 | ROE | 6.21% | -17.92% | 4.52% | 8.21% |
| 短期借款 | 100.09 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | ROA | 2.04% | -5.01% | 1.40% | 2.63% |
| 应付和预收款项 | 197.67 | 252.27 | 218.61 | 236.65 | ROIC | 5.18% | -3.61% | 5.12% | 7.27% |
| 长期借款 | 4102.31 | 4102.31 | 4102.31 | 4102.31 | EBITDA/销售收入 | 66.45% | 19.69% | 66.11% | 65.53% |
| 其他负债 | 1888.35 | 2097.10 | 2096.43 | 2140.39 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 6288.42 | 6551.68 | 6517.35 | 6579.35 | 总资产周转率 | 0.15 | 0.12 | 0.16 | 0.18 |
| 股本 | 457.49 | 457.49 | 457.49 | 457.49 | 固定资产周转率 | 0.28 | 0.23 | 0.32 | 0.40 |
| 资本公积 | 954.78 | 954.78 | 954.78 | 954.78 | 应收账款周转率 | 7.17 | 6.43 | 8.33 | 7.95 |
| 留存收益 | 1093.97 | 556.30 | 929.80 | 1117.81 | 存货周转率 | 78.49 | 81.39 | 69.05 | 76.75 |
| 归属母公司股东权益 | 2619.05 | 2081.35 | 2455.54 | 2643.10 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 105.91% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 458.10 | 458.10 | 458.10 | 458.10 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 3077.15 | 2539.45 | 2913.63 | 3101.20 | 资产负债率 | 67.14% | 72.07% | 69.11% | 67.96% |
| 负债和股东权益合计 | 9365.57 | 9091.13 | 9430.98 | 9680.55 | 带息债务/总负债 | 77.00% | 73.91% | 74.29% | 73.59% |
| | | | | | 流动比率 | 0.61 | 0.56 | 1.15 | 1.61 |
| | | | | | 速动比率 | 0.60 | 0.55 | 1.15 | 1.61 |
| | | | | | 股利支付率 | 86.69% | -18.16% | -183.30% | 26.17% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.35 | -0.99 | 0.29 | 0.56 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.72 | 4.55 | 5.37 | 5.78 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.99 | 1.30 | 1.77 | 2.29 |
| | | | | | 每股股利 | 0.30 | 0.18 | -0.53 | 0.15 |
| 业绩和估值指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | | | | |
| EBITDA | 963.56 | 226.77 | 986.29 | 1151.39 | | | | | |
| PE | 39.88 | -13.87 | 47.89 | 24.79 | | | | | |
| PB | 2.41 | 3.03 | 2.57 | 2.39 | | | | | |
| PS | 4.35 | 5.48 | 4.23 | 3.59 | | | | | |
| EV/EBITDA | 11.70 | 49.18 | 10.65 | 8.63 | | | | | |
| 股息率 | 2.17% | 1.31% | — | 1.06% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 |
| | 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 |
| | 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 |
| | 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 |
| | 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 |
| | 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|-----|-------------------------|--------------|-----------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售岗 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售岗 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售岗 | 13127920536 | 13127920536 | wywf@swsc.com.cn |
| | 戴剑箫 | 销售岗 | 13524484975 | 13524484975 | daijx@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 销售岗 | 15821376156 | 15821376156 | zfyi@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 |
| 毛玮琳 | 销售岗 | 18721786793 | 18721786793 | mwl@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 北京销售主管兼销售岗 | 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 | liuyanyj@swsc.com.cn |
| | 高欣 | 广深销售主管兼销售岗 | 13923418464 | 13923418464 | gaoxin@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售岗 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@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 |
