



铁路特箱量效齐升，业绩弹性逐步兑现

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司是国铁集团旗下唯一铁路特种集装箱上市平台，业务结构清晰，盈利高度集中于高壁垒核心赛道，2025年上半年特种箱业务毛利占比近七成；2) 2026年以来，国铁集团持续拓展硫酸、液碱、乙二醇等化工品运输，罐箱装备规模化推广叠加新版《铁路货物运输规则》提升运行时效，推动化学品罐箱运输向集装化、高毛利化、规模化加速发展；3) 公司持续优化业务结构，收缩低毛利供应链业务，2025年前三季度核心业务量效齐升，毛利率与归母净利润大幅改善，盈利质量显著提升。
- **业务结构清晰，核心特箱业务毛利占比近七成。** 公司是国铁集团旗下唯一铁路特种集装箱上市平台，2025年上半年，铁路特种集装箱业务（干散货箱、罐箱、冷藏箱、卷钢箱等）毛利占比 69.6%；铁路货运及临港物流业务（沙鲮铁路、营口实业、冷链等）毛利占比 22.6%；供应链管理业务严控风险、平稳运营，毛利占比 6.6%；房地产业务以风险控制为主，毛利占比 1.5%。整体业务结构清晰，盈利高度集中于高壁垒核心赛道。
- **铁路货运品类与效率双升，利好第三方罐箱物流发展。** 2026年以来，国铁集团持续拓展硫酸、液碱、乙二醇等化工品类，罐箱谱系持续完善，硫酸罐箱等定型装备加速规模化推广，有效替代传统散装罐车。与此同时，5月起施行的新版《铁路货物运输规则》将货物日运行里程标准由 250 公里提至 300 公里，显著提升周转效率与时效稳定性。叠加危化品运输规范化与多式联运衔接优化，化学品罐箱运输正加速向集装化、高毛利化、规模化方向演进，为行业高质量发展提供坚实支撑。
- **结构优化成效显著，核心业务量效齐升。** 2025年前三季度公司营收 85.82 亿元，同比-15.22%，主要系主动收缩低毛利供应链业务；铁路特种集装箱业务量效齐升、铁路货运及临港物流稳中向好，营收结构持续优化，毛利率提升至 10.8%。公司费用控制稳健，期间费用率 1.69%保持低位；受益于核心业务毛利增长、减值损失下降，归母净利润 5.48 亿元，同比+38.57%，归母净利率升至 6.38%，盈利质量显著改善。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 99.9、91.9、88.6 亿元，归母净利润分别为 5.8、8、9.9 亿元，EPS 分别为 0.45、0.61、0.76 元，对应 PE 分别为 15、11、9 倍。考虑到公司为铁路特种集装箱稀缺龙头，国铁货运提速带来周转效率与盈利弹性显著释放、高毛利特种箱业务持续放量、低毛利供应链业务持续出清，盈利增长确定性强、估值具备修复空间，给予公司 2026 年 14 倍 PE，对应目标价 8.54 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 特种箱发展不及预期、公转铁业务量不及预期、沙鲮线运量及盈利不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13015.45	9986.33	9190.74	8861.39
增长率	-11.42%	-23.27%	-7.97%	-3.58%
归属母公司净利润 (百万元)	381.92	582.19	799.68	986.78
增长率	-18.88%	52.44%	37.36%	23.40%
每股收益EPS (元)	0.29	0.45	0.61	0.76
净资产收益率 ROE	5.24%	7.53%	9.57%	10.84%
PE	23	15	11	9
PB	1.19	1.12	1.04	0.95

数据来源: Wind, 西南证券

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



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.06
流通 A 股(亿股)	13.06
52 周内股价区间(元)	5.32-6.76
总市值(亿元)	86.56
总资产(亿元)	99.03
每股净资产(元)	5.91

相关研究

目 录

1 铁龙物流：国铁集团旗下唯一特箱上市平台	1
2 新规赋能铁路货运，第三方物流迎制度红利	3
3 营收结构优化，盈利效率显著改善	7
4 盈利预测与估值	9
5 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司业务发展历程	1
图 2: 公司股权结构 (2025Q3)	2
图 3: 2025H1 公司主营业务营收占比	2
图 4: 2025H1 公司主营业务毛利占比	2
图 5: 现代物流行业的上下游行业	3
图 6: 2012-2025 年全国社会物流总额(万亿元).....	5
图 7: 2012-2025 年全国社会物流总费用(万亿元)及占 GDP 比例	5
图 8: 2019 年以来物流行业景气指数(%).....	6
图 9: 2012-2024 年我国第三方物流市场规模(千亿元).....	6
图 10: 2021-2025Q3 公司营收情况	7
图 11: 2021-2025Q3 公司毛利情况	7
图 12: 公司期间费用率(%).....	8
图 13: 2021-2025Q3 公司净利润情况	8
图 14: 公司历年分红情况.....	8

表 目 录

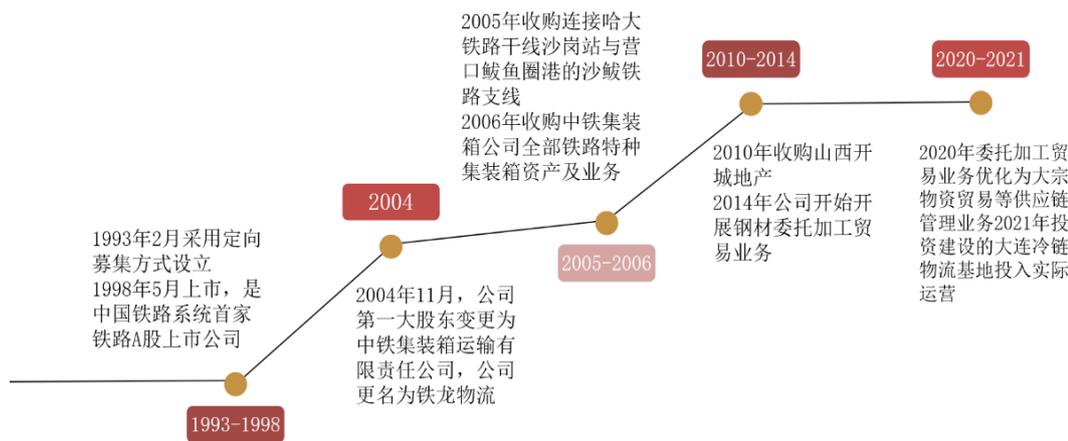
表 1: 行业主要产业政策	3
表 2: 分业务收入及毛利率	9
表 3: 可比公司估值	10
附表: 财务预测与估值	11

1 铁龙物流：国铁集团旗下唯一特箱上市平台

铁龙物流于 1993 年 2 月经大连市经济体制改革委员会批准，由原大连铁路分局、大连铁路经济技术开发总公司等五家发起人共同发起，采用定向募集方式设立，1998 年 5 月在上海证券交易所上市，是中国铁路系统首家铁路 A 股上市公司。上市之初公司主要从事铁路运输服务、仓储、混凝土生产和销售、房地产开发、内外贸与高新技术产品的开发与生产等。

凭借得天独厚的资源优势，不断提升经营规模和经营质量，形成了特种集装箱运输、铁路货运与临港物流和房地产开发等主营业务格局。公司于 2005 年 10 月收购连接哈大铁路干线沙岗站与营口鲅鱼圈港的沙鲅铁路支线，开展铁路货运及仓储、短途运输等物流延伸业务，后续又对该铁路支线进行两次扩能改造，运能从 2400 万吨/年提升至 8500 万吨/年；公司投资建设的大连冷链物流基地于 2021 年投入实际运营。公司于 2006 年 1 月收购中铁集装箱公司全部铁路特种集装箱资产及业务，开始经营铁路特种集装箱运输物流业务并逐步成为公司的战略性核心业务板块。2010 年收购山西开城地产，当前公司房地产业务以存量项目去化为主。后 2014 年公司开始开展钢材委托加工贸易业务，2020 年公司根据市场、政策等外部环境变化，将委托加工贸易业务优化为大宗物资贸易等供应链管理业务。

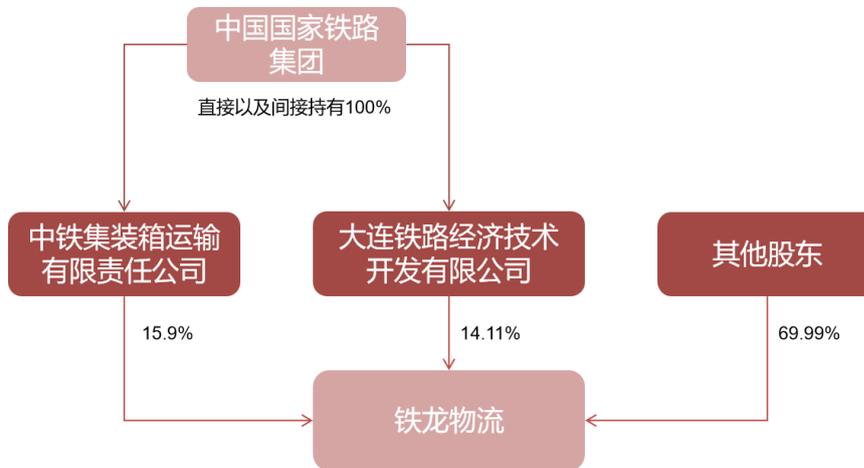
图 1：公司业务发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司是国铁集团旗下唯一特箱上市平台。2004 年 11 月，公司第一大股东变更为中铁集装箱运输有限责任公司，公司更名为铁龙物流，战略转向铁路集装箱物流。截至 2025Q3 控股股东中铁集装箱运输持股比例为 15.90%，实际控制人为国铁集团。作为国铁集团唯一特箱上市平台，未来国铁集团聚焦建设世界一流物流企业，打造六个市场化运营中心，进一步全面深化改革，有望给公司的主营业务带来新机遇。

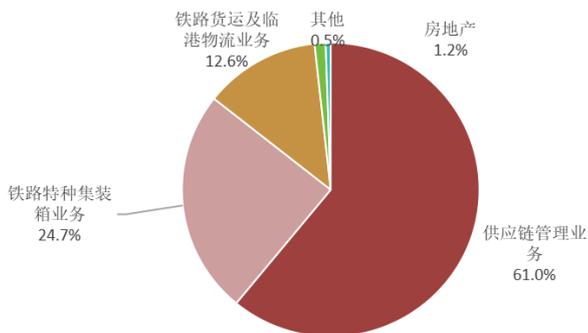
图 2：公司股权结构（2025Q3）



数据来源：wind，西南证券整理

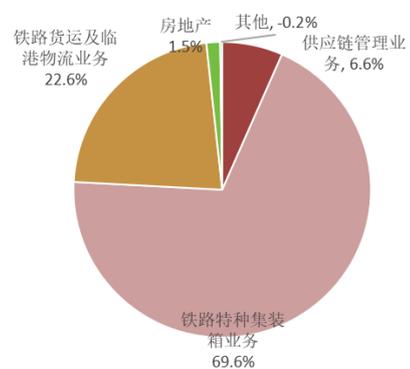
集中资源力量在战略核心业务板块，公司的业务与资产结构持续优化。2025年H1公司铁路特种集装箱业务目前运营的铁路特种集装箱主要包括各类干散货集装箱、各类罐式集装箱、冷藏箱、卷钢箱等，毛利占比为 69.6%；铁路货运及临港物流业务主要包括沙鲛铁路公司铁路货运业务、铁龙营口实业公司、铁龙冷链发展公司等临港物流业务，毛利占比为 22.6%；供应链管理业务多年来在控制经营风险的前提下保持运营稳定，毛利占比为 6.6%；房地产业务属于公司风险控制型的业务板块，毛利占比为 1.5%。

图 3：2025H1 公司主营业务营收占比



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2025H1 公司主营业务毛利占比

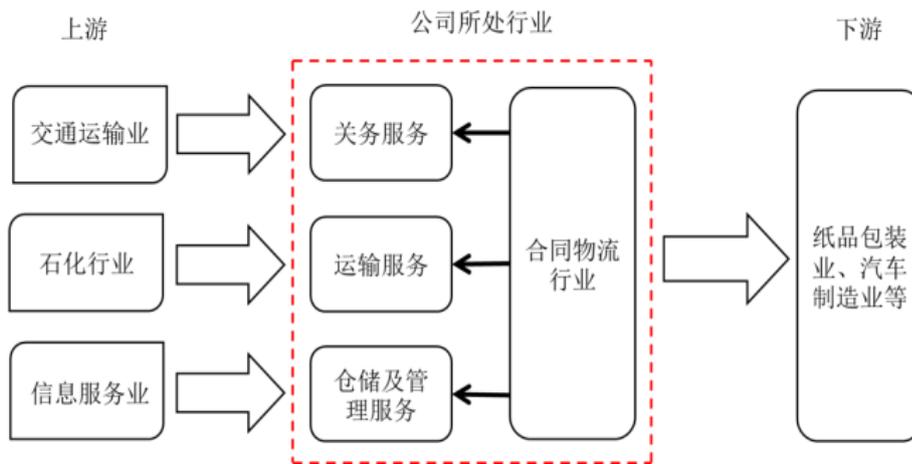


数据来源：wind，西南证券整理

2 新规赋能铁路货运，第三方物流迎制度红利

现代物流业是融合运输、仓储、货运代理、关务、贸易、信息技术等产业的综合生产型服务业，是支撑经济社会发展的基础性、战略性产业。物流业对于促进产业发展有着重要作用，物流的发展有助于推动现代制造业、农业、服务业等诸多行业的共同进步。物流业与上、下游行业之间具有较强的关联性，其业务规模、需求供给状况和利润水平等均受到它们的影响。

图 5：现代物流行业的上下游行业



数据来源：公司公告，西南证券整理

当前国内物流基础设施日益完善，行业规模迅速增长，运行效率不断提高，服务保障能力明显提升，总体上呈现平稳较快发展态势。但也应看到，与经济社会发展和服务改善民生的目标要求相比，物流业在发展政策环境、要素资源投入、服务水平和能力建设等方面仍需进一步完善和提高。为加大力度支持现代物流业发展，充分发挥其促进产业结构调整、转变经济发展方式和增强国民经济竞争力等方面的重要作用，中央和地方政府相继建立推进现代物流业发展综合协调机制，陆续出台了各类规划和政策。

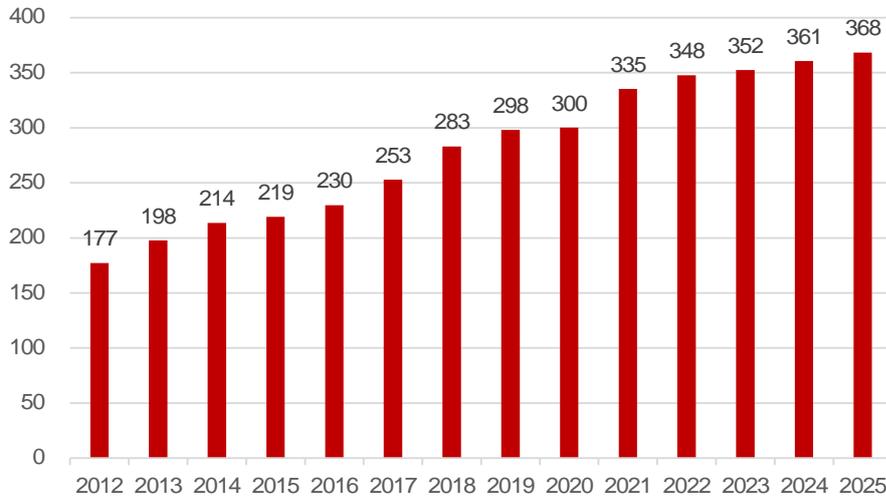
表 1：行业主要产业政策

序号	产业政策	发布/编制单位	发布时间	主要内容
1	有效降低全社会物流成本行动方案	中共中央办公厅、国务院办公厅	2024 年 11 月	明确了 5 方面 20 项重点任务，包括深化体制机制改革、促进产业链供应链融合发展、健全国家物流枢纽与通道网络、加强创新驱动和提质增效、加大政策支持引导力度等。
2	中央财经委员会第四次会议精神	中央财经委员会	2024 年 2 月	降低全社会物流成本是提高经济运行效率的重要举措。物流降成本的出发点和落脚点是服务实体经济和人民群众，基本前提是保持制造业比重基本稳定，主要途径是调结构、促改革，有效降低运输成本、仓储成本、管理成本。优化运输结构，深化综合交通运输体系改革，形成统一高效、竞争有序的物流市场。优化主干线大通道，打通堵点卡点，完善现代商贸流通体系，统筹规划物流枢纽，优化交通基础设施建设和重大生产力布局，大力发展临空经济、临港经济。

序号	产业政策	发布/编制单位	发布时间	主要内容
3	“十四五”现代物流发展规划	国务院	2022年12月	十四五期间,促进物流业与制造业深度融合、推动物流提质增效降本、强化物流数字化科技赋能,深度挖掘现代物流重点领域潜力,到2025年,基本建成供需适配、内外联通、安全高效、智慧绿色的现代物流体系,做到物流创新发展能力和企业竞争力显著增强、物流服务质量效率明显提升
4	交通运输智慧物流标准体系建设指南	交通运输部	2022年10月	为促进智慧物流体系建设的标准化,针对运输配送环节,突出智慧特征,按照需求导向、创新引领、场景驱动、动态调整的总体思路,制定智慧物流基础通用标准、设施设备标准、系统平台与数据单证标准、服务与管理标准
5	关于加快建设全国统一大市场的意见	中共中央、国务院	2022年4月	建设现代流通网络,推动国家物流枢纽网络建设,大力发展多式联运,推广标准化托盘带板运输模式。大力发展第三方物流,支持数字化第三方物流交付平台建设,推动第三方物流产业科技和商业模式创新,培育一批有全球影响力的数字化平台企业和供应链企业,促进全社会物流降本增效
6	“十四五”现代综合交通运输体系发展规划	国务院	2022年1月	到2025年,综合交通运输基本实现一体化融合发展,智能化、绿色化取得实质性突破,综合能力、服务品质、运行效率和整体效益显著提升,交通运输发展向世界一流水平迈进,设施网络更加完善、运输服务更加高效、技术装备更加先进、安全保障更加可靠、发展模式更可持续的现代物流体系
7	综合运输服务“十四五”发展规划	交通部	2021年11月	发挥综合运输服务整体效能,推动道路货运行业转型升级和高质量发展,推进交通运输与现代物流融合发展,促进物流降本增效,支撑现代流通体系建设,全面服务以国内大循环为主体的新发展格局。加速交通基础设施网、运输服务网、能源网与信息网络融合发展,推进数据资源赋能运输服务发展
8	国家综合立体交通网规划纲要	中共中央、国务院	2021年2月	到2035年,基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网,坚持创新核心地位,注重科技赋能,促进交通运输提效能、扩功能、增动能。推进交通基础设施数字化、网联化,提升交通运输智慧发展水平
9	《交通运输部关于服务构建新发展格局的指导意见》	交通运输部	2021年1月	在“坚持创新驱动发展,增强循环动能”部分提出,“促进新业态新模式发展:发挥好“交通+”优势,激发新业态新模式发展活力规范网络货运发展,推广无人配送、分时配送,推动物流组织模式创新”

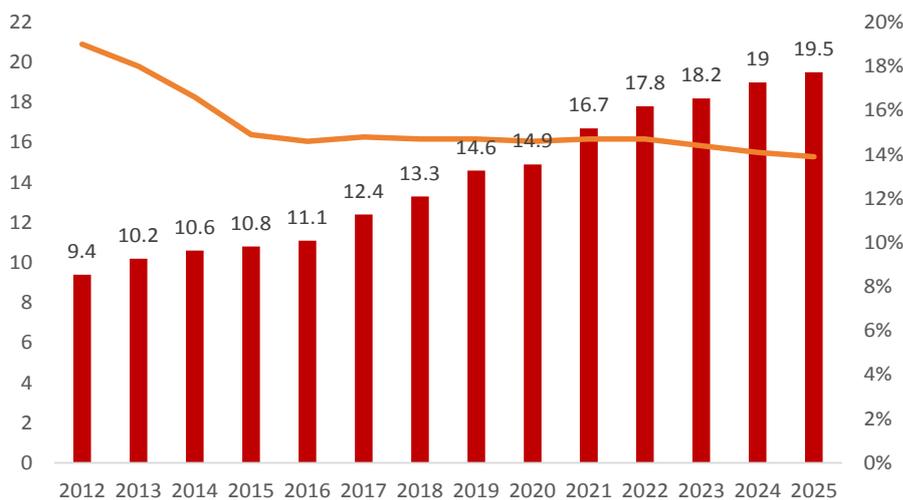
数据来源:政府官网,西南证券整理

多重利好共振,中国物流市场规模稳步增长。随着中国经济的持续开放和发展,国内消费水平不断提升,较大规模的国际制造业产能陆续向中国大陆进行转移,我国已经成为全球重要的制造业中心和最大的消费市场之一。在商品流通活动日趋频繁、制造业发展日益完善、国家扶持物流行业的产业政策不断出台等因素的推动下,我国物流业整体规模不断扩大,根据中国物流与采购联合会数据,近年来全国社会物流总额增幅显著,由2012年的177.3万亿元增长至2025年的368.2万亿元。

图 6：2012-2025 年全国社会物流总额(万亿元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

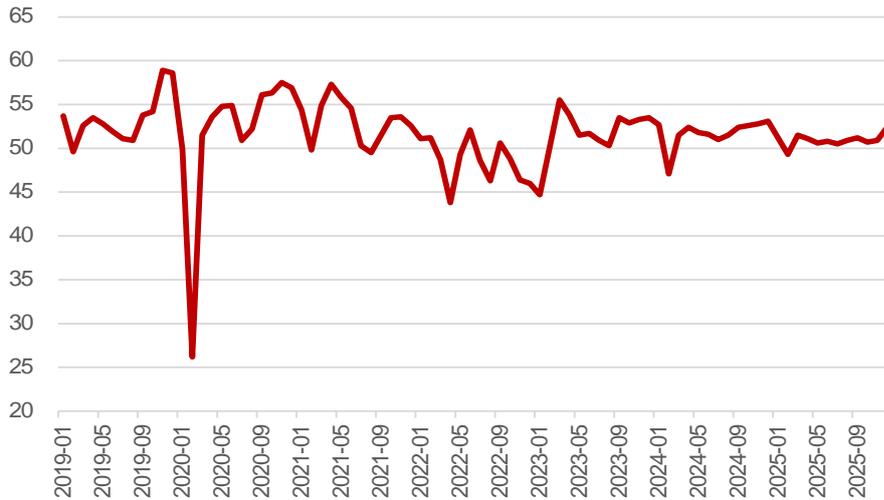
物流规模稳步增长，运行效率持续提升。据中国物流与采购联合会统计，2012 年至 2025 年，我国社会物流总费用（涵盖运输、保管及物流管理相关费用）由 9.4 万亿元增长至 19.5 万亿元。社会物流总费用与 GDP 的比率是衡量物流运行效率的重要指标，该比值越低，通常代表物流效率与行业发展水平越高。数据显示，我国社会物流总费用占 GDP 比重从 2012 年的 19.0% 降至 2025 年的 13.9%，整体呈持续下降态势，反映出我国物流行业整体运行效率稳步改善。展望未来，随着现代化信息技术深度应用，以及物流行业专业化、集约化水平不断提升，我国物流行业仍具备广阔的发展空间。

图 7：2012-2025 年全国社会物流总费用(万亿元)及占 GDP 比例


数据来源：Wind, 西南证券整理

物流业景气整体向好，行业维持扩张态势。 物流业景气指数（LPI）能够直观反映物流行业整体运行态势，指数以 50% 为荣枯分界线：高于 50% 代表行业处于扩张区间，低于 50% 则表明行业景气度有所收缩。据中国物流与采购联合会数据显示，2019 年至 2025 年，我国物流业景气指数仅在 2020 年 1-2 月、2022 年 3-4 月、2022 年下半年、2023 年 1 月、2024 年 2 月以及 2025 年 1-2 月等少数时段阶段性偏低，其余多数时段均位于扩张区间，充分体现我国物流行业整体仍保持平稳较快的发展态势。

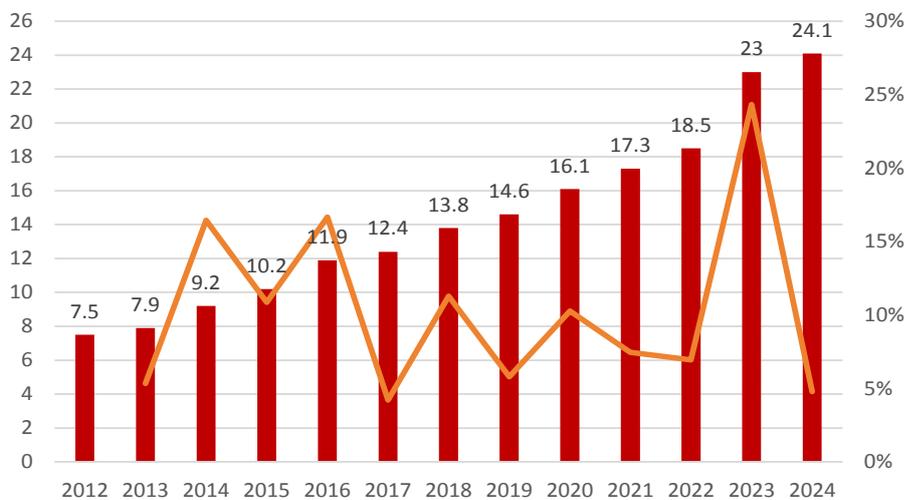
图 8：2019 年以来物流行业景气指数(%)



数据来源：Wind，西南证券整理

行业结构持续优化，第三方物流高速扩容。 在物流行业整体高景气运行、社会物流总额不断扩大的背景下，我国物流行业结构亦同步优化升级，其中第三方物流市场增速领先，发展空间广阔。我国第三方物流尽管发展历程相对较短，但崛起势头强劲。从市场规模来看，2012 年我国第三方物流市场规模约为 7,499 亿元，到 2024 年已增长至 24,099 亿元，行业规模实现跨越式提升。

图 9：2012-2024 年我国第三方物流市场规模(千亿元)



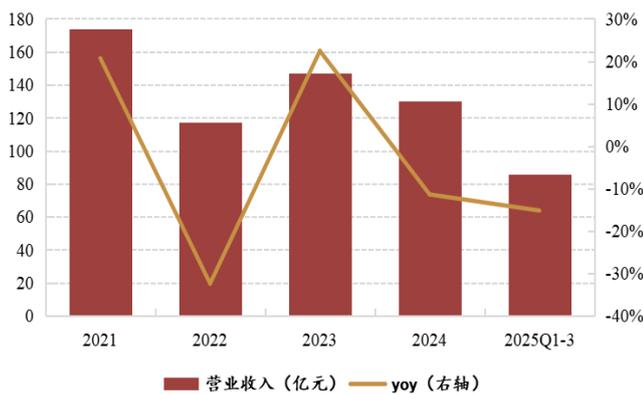
数据来源：Wind，西南证券整理

铁路货运品类与效率双升，利好第三方罐箱物流发展。2026 年以来，国铁集团持续拓展硫酸、液碱、乙二醇等化工品类，罐箱谱系持续完善，硫酸罐箱等定型装备加速规模化推广，有效替代传统散装罐车。与此同时，5 月起施行的新版《铁路货物运输规则》将货物日运行里程标准由 250 公里提至 300 公里，显著提升周转效率与时效稳定性。叠加危化品运输规范化与多式联运衔接优化，化学品罐箱运输正加速向集装化、高毛利化、规模化方向演进，为行业高质量发展提供坚实支撑。

3 营收结构优化，盈利效率显著改善

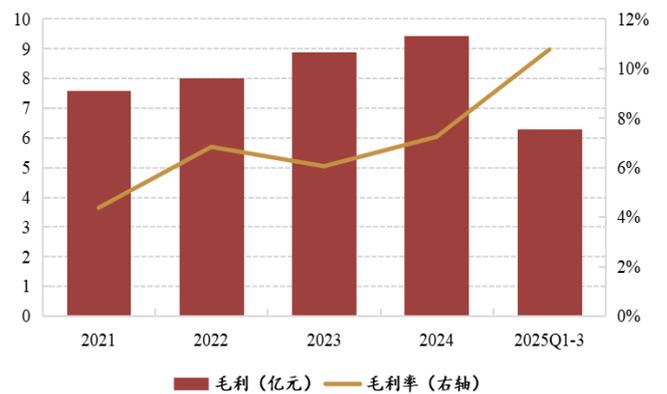
营收结构优化，核心业务贡献增加。2024 年随着供应链管理业务规模下降，公司营业总收入同比下降 11.42% 为 130.15 亿元，同时毛利率较高的铁路特种集装箱业务规模提升，毛利率受此影响提升 1.19pp 为 7.23%，2025 年前三季度，公司铁路特种集装箱业务延续强劲发展势态，铁路货运及临港物流业务稳中向好，供应链管理业务进一步控制，综合影响下公司实现营业总收入 85.82 亿元，同比减少 15.22%；由于营收结构优化，核心业务贡献增加，毛利率进一步提升为 10.8%。

图 10：2021-2025Q3 公司营收情况



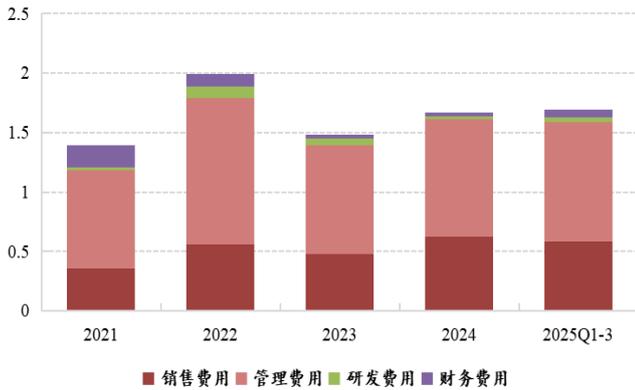
数据来源：wind，西南证券整理

图 11：2021-2025Q3 公司毛利情况

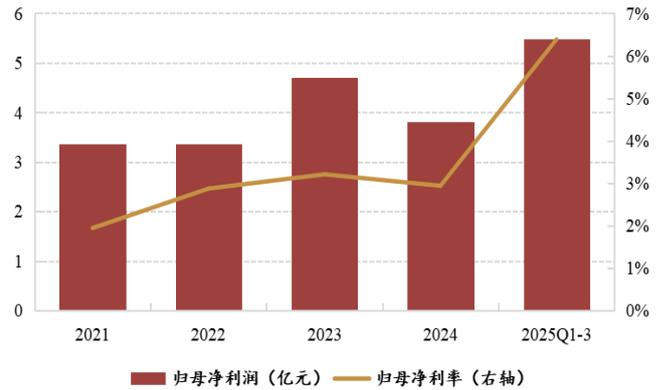


数据来源：wind，西南证券整理

费用控制能力仍较强，整体盈利能力稳步提升。2024 年，公司期间费用总额同比下降 0.60%，费用率为 1.66%，公司整体费用控制较好，2025 年前三季度费用率为 1.69%。2024 年实现归母净利润 3.82 亿元，同比减少 18.88%，扣除房地产计提存货跌价准备因素的净利润为 4.97 亿元，同比增长 5.5%。2025 年前三季度受益于各项主营业务毛利润增加，加上计提坏账减值损失下降，公司实现归母净利润 5.48 亿元，同比大幅增长 38.57%，归母净利率提升至 6.38%。

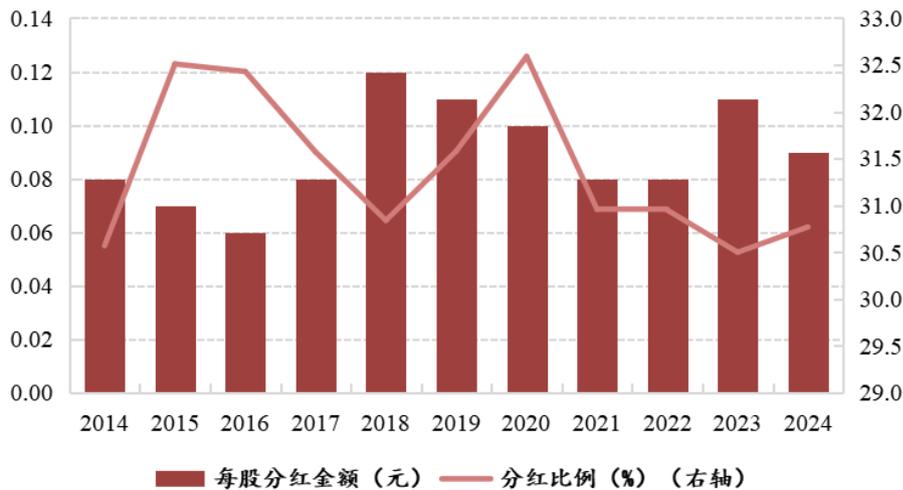
图 12: 公司期间费用率(%)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 13: 2021-2025Q3 公司净利润情况


数据来源: wind, 西南证券整理

公司分红政策稳健, 注重股东回报。公司分红比例常年保持在 30% 以上, 注重股东回报, 上市以来累计分红超过 18 亿元, 2024 年每股派息 0.09 元, 分红比例为 30.77%, 总分红金额为 1.17 亿元。

图 14: 公司历年分红情况


数据来源: wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

1) 铁路特种集装箱业务：受益于特种箱持续投放、散改集与公转铁推进、国铁货运提速带动周转效率提升，预计 2025-2027 年公司铁路特种集装箱业务营收增速分别为 4%、10%、10%；受益于高毛利箱型占比提升、周转加快摊薄固定成本、规模效应增强，预计毛利率分别为 27%、30%、32%。

2) 铁路货运及临港物流业务：受益于沙鲛线货源结构优化、临港物流与冷链业务经营改善、货运效率提升，预计 2025-2027 年营收增速分别为-1%、7%、5%；受益于高毛利货源占比提升、成本管控加强，预计毛利率分别为 17%、20%、22%。

3) 供应链管理业务：公司主动收缩低毛利贸易类业务、聚焦风险可控的高毛利供应链服务，预计 2025-2027 年营收增速分别为-35%、-20%、-15%；受益于业务结构优化、低效业务出清，预计毛利率分别为 1.1%、1.2%、1.3%。

4) 房地产业务及其他：规模与毛利率维持稳定。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
铁路特种集装箱业务	收入 (百万元)	2,536.2	2,637.7	2,901.4	3,191.6
	yoy	20.8%	4.0%	10%	10%
	成本 (百万元)	1,901.8	1,925.5	2,031.0	2,170.3
	毛利率	25.0%	27%	30%	32%
铁路货运及临港物流业务	收入 (百万元)	1,416.5	1,402.3	1,500.5	1,575.5
	yoy	-11.4%	-1%	7%	5%
	成本 (百万元)	1,198.1	1,163.9	1,200.4	1,228.9
	毛利率	15.4%	17%	20%	22%
供应链管理业务	收入 (百万元)	8,904.0	5,787.6	4,630.1	3,935.6
	yoy	-18.0%	-35%	-20%	-15%
	成本 (百万元)	8,821.2	5,723.9	4,574.5	3,884.4
	毛利率	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%
房地产业务及其他	收入 (百万元)	158.7	158.7	158.7	158.7
	yoy	11.9%	0%	0%	0%
	成本 (百万元)	152.8	152.8	152.8	152.8
	毛利率	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
合计	收入 (百万元)	13,015.5	9,986.3	9,190.7	8,861.4
	yoy	-11.4%	-23.3%	-8.0%	-3.6%
	成本 (百万元)	12,073.9	8,966.2	7,958.7	7,436.4
	毛利率	7.2%	10.2%	13.4%	16.1%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 99.9、91.9、88.6 亿元，归母净利润分别为 5.8、8、9.9 亿元，EPS 分别为 0.45 元、0.61 元、0.76 元，对应 PE 分别为 15 倍、11 倍、9 倍。

我们选取铁路行业中三家代表性企业大秦铁路、广深铁路和广汇物流作为可比公司，三家公司 2026 年平均 PE 为 14 倍。考虑到公司为铁路特种集装箱稀缺龙头，国铁货运提速带来周转效率与盈利弹性显著释放、高毛利特种箱业务持续放量、低毛利供应链业务持续出清，盈利增长确定性强、估值具备修复空间，给予公司 2026 年 14 倍 PE，对应目标价 8.54 元，首次覆盖，给予“买入”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）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601006.SH	大秦铁路	5.33	0.48	0.35	0.40	0.42	11	15	13	13
601333.SH	广深铁路	3.13	0.15	0.20	0.21	0.23	21	16	15	14
600603.SH	广汇物流	8.05	0.41	0.34	0.60	0.92	20	24	13	9
平均值							17	18	14	12

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

特种箱发展不及预期、公转铁业务量不及预期、沙鲛线运量及盈利不及预期等风险。

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	13015.45	9986.33	9190.74	8861.39	净利润	382.01	584.59	802.01	988.45
营业成本	12073.93	8966.18	7958.73	7436.39	折旧与摊销	420.93	1030.10	1050.88	1068.70
营业税金及附加	33.12	32.38	32.75	32.57	财务费用	3.27	7.67	6.42	4.52
销售费用	80.30	75.43	77.87	76.65	资产减值损失	-114.67	0.00	0.00	0.00
管理费用	128.39	130.79	129.59	130.19	经营营运资本变动	222.05	247.93	86.02	42.70
财务费用	3.27	7.67	6.42	4.52	其他	-297.46	-73.04	-151.52	85.70
资产减值损失	-114.67	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	616.13	1797.25	1793.81	2190.07
投资收益	-5.55	5.00	-4.27	-2.13	资本支出	-236.46	-200.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	98.41	2.74	-6.42	-3.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-138.05	-197.26	-156.42	-153.57
营业利润	582.12	778.87	981.10	1178.93	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.12	1.15	1.15	1.16	长期借款	-9.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	583.24	780.02	982.25	1180.09	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	201.23	195.44	180.24	191.64	支付股利	-117.50	-121.54	-182.36	-243.33
净利润	382.01	584.59	802.01	988.45	其他	-47.51	-787.86	-6.42	-4.52
少数股东损益	0.09	2.40	2.33	1.67	筹资活动现金流净额	-174.00	-909.40	-188.78	-247.85
归属母公司股东净利润	381.92	582.19	799.68	986.78	现金流量净额	304.00	690.59	1448.62	1788.64
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	1928.58	2619.17	4067.79	5856.43	成长能力				
应收和预付款项	892.82	659.20	595.15	577.92	销售收入增长率	-11.42%	-23.27%	-7.97%	-3.58%
存货	2136.53	1405.78	1438.35	1274.18	营业利润增长率	-12.01%	33.80%	25.96%	20.16%
其他流动资产	117.10	27.07	24.91	24.02	净利润增长率	-19.18%	53.03%	37.19%	23.25%
长期股权投资	181.77	181.77	181.77	181.77	EBITDA 增长率	-4.91%	80.52%	12.21%	10.49%
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	4782.35	3992.52	3131.92	2253.50	毛利率	7.23%	10.22%	13.40%	16.08%
无形资产和开发支出	232.51	195.24	157.98	120.71	三费率	1.63%	2.14%	2.33%	2.39%
其他非流动资产	146.16	143.14	140.12	137.11	净利率	2.94%	5.85%	8.73%	11.15%
资产总计	10417.81	9223.90	9738.00	10425.65	ROE	5.24%	7.53%	9.57%	10.84%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.67%	6.34%	8.24%	9.48%
应付和预收款项	968.67	773.74	683.44	634.30	ROIC	4.43%	7.15%	10.70%	15.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	7.73%	18.19%	22.18%	25.42%
其他负债	2152.47	690.84	677.73	670.84	营运能力				
负债合计	3121.14	1464.58	1361.17	1305.15	总资产周转率	1.27	1.02	0.97	0.88
股本	1305.52	1305.52	1305.52	1305.52	固定资产周转率	2.80	2.28	2.58	3.29
资本公积	158.13	158.13	158.13	158.13	应收账款周转率	19.03	15.87	18.15	18.57
留存收益	5808.68	6269.33	6886.65	7630.10	存货周转率	5.07	4.60	5.31	5.31
归属母公司股东权益	7270.48	7732.98	8350.31	9093.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.93%	—	—	—
少数股东权益	26.19	26.33	26.52	26.75	资本结构				
股东权益合计	7296.68	7759.31	8376.82	9120.50	资产负债率	29.96%	15.88%	13.98%	12.52%
负债和股东权益合计	10417.81	9223.90	9738.00	10425.65	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.87	4.45	6.41	8.60
					速动比率	1.08	3.12	4.91	7.18
					股利支付率	30.77%	20.88%	22.80%	24.66%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1006.33	1816.64	2038.41	2252.15	每股收益	0.29	0.45	0.61	0.76
PE	22.66	14.87	10.82	8.77	每股净资产	5.57	5.92	6.40	6.97
PB	1.19	1.12	1.04	0.95	每股经营现金	0.47	1.38	1.37	1.68
PS	0.67	0.87	0.94	0.98	每股股利	0.09	0.09	0.14	0.19
EV/EBITDA	7.35	3.26	2.19	1.19					
股息率	1.36%	1.40%	2.11%	2.81%					

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
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	wyyf@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
	叶佳缘	销售岗	15800609605	15800609605	yejy@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
	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
