

远洋渔业龙头，渔业板块联合重组再启航

投资要点

- 业绩总结：公司发布2024年三季度报告。**前三季度，公司实现营业收入32.49亿元，同比+16.82%，归母净利润0.16亿元，同比+26.57%，扣非后归母净利润0.11亿元，同比+176.98%。2024Q3实现营收12.93亿元，同比+49.94%，归母净利润为-0.54亿元，同比+57.32%，扣非后归母净利润为-0.58亿元，同比-0.72%。
- 点评：捕捞业务稳步推进，2024Q3业绩波动。**公司利润同比出现变化主要原因系报告期内渔业市场环境复杂多变，水产品价格有所波动以及捕捞成本受多种因素影响。公司在2024年前三季度整体业绩有所增长，但第三季度出现了单季亏损的情况。同时，公司在财务指标、费用支出等方面也有一定的变化和波动。第三季度公司毛利率为3.23%，同比上升0.81pp；净利率为-4.3%，同比下降5.14pp。报告期内费用为2.99亿，销售费用同比+78.02%，研发费用同比+270.3%，财务费用同比+149.15%。
- 公司是我国重要的远洋渔业企业，资源整合能力强。**公司上半年捕捞收入为6.47亿元，成本达到6.51亿元，捕捞业务处于亏损状态，毛利率为-0.7%。2024年半年度利润下降主要原因是2023年下半年渔业板块重组银行并购贷款增加，导致利息支付增加。这一因素对公司的盈利情况产生较大影响。公司在2024年上半年也实现了一定的营业收入增加。公司研发投入增加，技术创新和管理优化，提升捕捞效率和产品质量，预计2024年捕捞业务效益有望提升。
- 重组拓宽产品线，协同效应带动收入利润双增长。**公司2023年6月底完成渔业板块重组后，一方面深度整合了中国农发集团系统内各品类远洋水产品捕捞船队，另一方面，增加了海上服务、水产品加工、贸易等业务。公司完成重组后原有项目在渔业资源、生产管理、船员管理、市场销售、船舶修理以及物资采购等各个方面实现了信息共享和优势互补，协同效应与规模效益正逐步呈现。公司整体管控水平显著提升。
- 产业链拓展积极，厚积薄发潜力显现。**公司不断延伸和拓宽产业链，显著提升了在行业内的话语权及影响力。2024年上半年，公司水产品贸易收入达到6.38亿元，同比增长174.56%；业务占比中，零售及加工贸易占比32.62%。预计下半年贸易业务规模进一步扩大。随着产业链的完善和市场拓展，公司的综合竞争力将不断增强。
- 盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年EPS分别为0.23元、0.37元、0.55元，对应动态PE分别为34/21/14倍。首次覆盖，给予“持有”评级。
- 风险提示：**水产品价格波动风险；捕捞、饲料成本上升风险；资源变化与海洋环境灾害风险；消费需求不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,042 | 4,595 | 5,283 | 6,074 |
| 增长率 | 1.71% | 13.69% | 14.97% | 14.98% |
| 归属母公司净利润(百万元) | -118 | 83 | 134 | 200 |
| 增长率 | -174.94% | 170.31% | 61.45% | 49.29% |
| 每股收益EPS(元) | -0.32 | 0.23 | 0.37 | 0.55 |
| 净资产收益率ROE | -25.88% | 14.91% | 19.40% | 22.46% |
| PE | — | 33.80 | 20.93 | 14.02 |
| PB | 7.13 | 5.04 | 4.06 | 3.15 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
电话: 021-68415832
邮箱: xuq@swsc.com.cn

联系人: 赵磐
电话: 010-57758503
邮箱: zhaopan@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) | 3.66 |
| 流通A股(亿股) | 3.66 |
| 52周内股价区间(元) | 5.42-10.15 |
| 总市值(亿元) | 27.29 |
| 总资产(亿元) | 67.14 |
| 每股净资产(元) | 1.34 |

相关研究

目 录

| | |
|---------------------------------|---|
| 1 远洋渔业龙头，央企背景联合重组再启航..... | 1 |
| 2 捕捞业务稳步推进，鱼货市场产业链协同拓展盈利边界..... | 3 |
| 3 盈利预测与估值..... | 6 |
| 3.1 盈利预测..... | 6 |
| 3.2 相对估值..... | 7 |
| 4 风险提示..... | 7 |

图 目 录

| | |
|----------------------------|---|
| 图 1：公司发展历程..... | 1 |
| 图 2：公司股权结构..... | 2 |
| 图 3：公司收入情况..... | 2 |
| 图 4：公司归母净利润情况..... | 2 |
| 图 5：主营产品收入（百万元）..... | 3 |
| 图 6：2024H1 公司主营产品收入占比..... | 3 |
| 图 7：公司主营业务毛利（百万元）..... | 5 |

表 目 录

| | |
|--------------------|---|
| 表 1：公司产品矩阵..... | 3 |
| 表 2：分业务收入及毛利率..... | 6 |
| 表 3：可比公司估值..... | 7 |
| 附表：财务预测与估值..... | 8 |

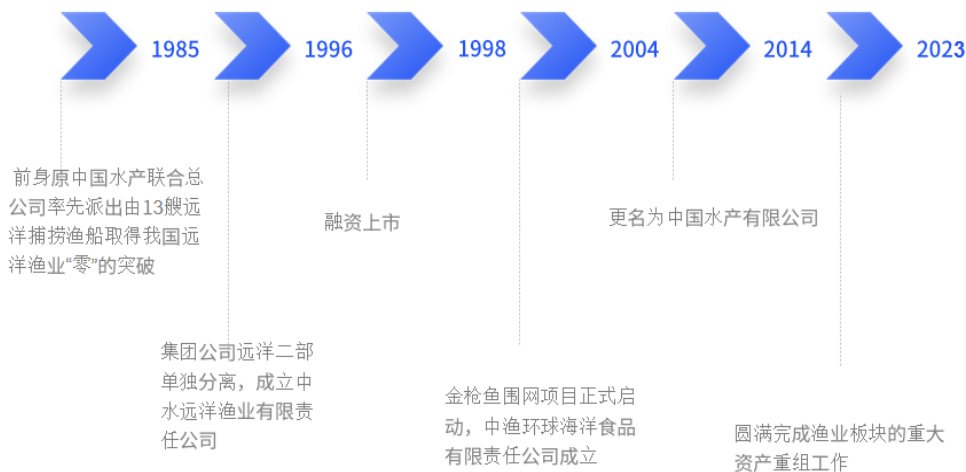
1 远洋渔业龙头，央企背景联合重组再启航

中水集团远洋股份有限公司是由中国农业发展集团有限公司作为实际控制人，以远洋捕捞业和加工贸易业为主业的股份制上市企业，是我国远洋渔业的开拓者和排头兵，资产规模位居我国远洋渔业企业前列。公司股票于 1998 年 2 月在深圳证券交易所 A 股市场挂牌交易。

公司主要业务有远洋捕捞、渔业服务、水产品加工与贸易等，拥有各类渔船及辅助类作业船舶 300 余艘，在国内建有舟山、烟台 2 个远洋渔业基地，在 26 个国家和地区建有 40 多个分支机构，形成了境外投资项目多、船队规模大、地域跨度广、产业体系完善的全球化布局。公司远洋捕捞作业区域遍布大西洋、太平洋、印度洋和南极海域，涉及近 20 个国家的专属经济区，年捕捞量 20 多万吨，主要捕捞品种包括金枪鱼、鱿鱼、软体鱼、硬体鱼、虾、蟹、贝类等。公司渔业服务板块涵盖海上冷藏运输、油料补给等业务，拥有大型运输补给船舶 13 艘，年运输能力和海上供油能力均超过 20 余万吨。

公司积极践行“大食物观”，探索研究水产品加工领域，加工贸易业务快速发展，逐步构建起国内国际市场的双循环格局，业务遍及中国、非洲、欧洲、亚洲、北美洲、南美洲、大洋洲市场，形成了全球性的销售渠道和区域性的销售中心，在全球市场具备较大的品牌影响力。产品包括多种水产品及其制品，其中金枪鱼、鱿鱼、虾类及其制品是公司的主打明星产品。

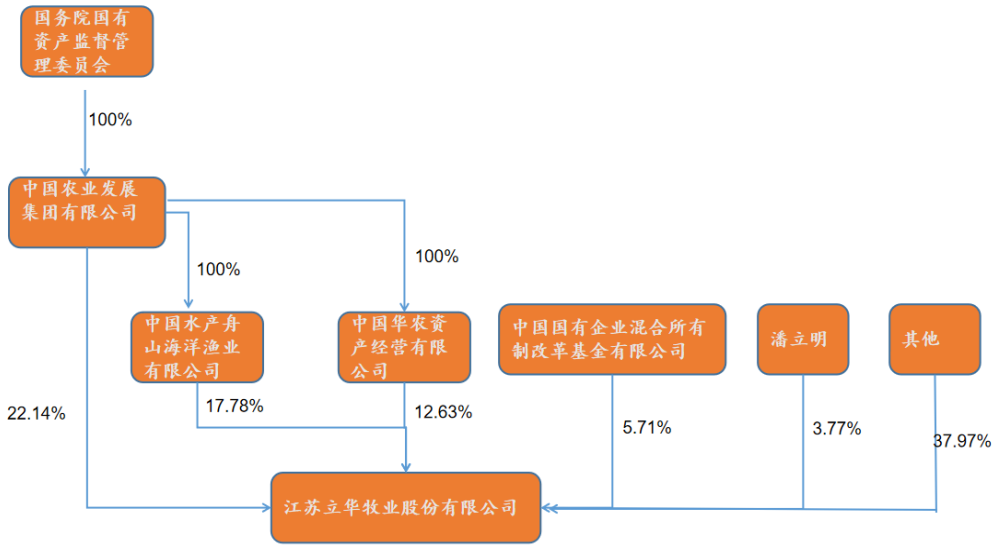
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

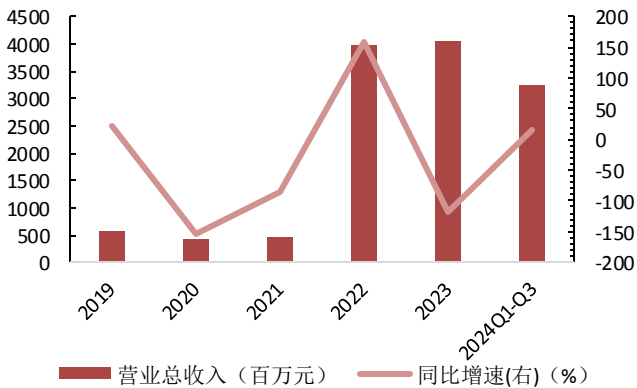
央企背景，渔业板块联合重组再启航。公司的控股股东及实际控制人为央企中国农业发展集团有限公司。截至 2024Q3，中国农业发展集团有限公司直接和间接持股比例达到 52.55%。

公司自上市以来的主营业务始终围绕远洋渔业来开展。近年来公司坚决贯彻落实“一企一业”专业化整合要求以及控股股东关于渔业板块联合重组、履行避免同业竞争承诺的战略部署，通过并购、托管等方式，于 2023 年 6 月底圆满完成渔业板块的重大资产重组工作，有效解决了存续 20 多年的同业竞争问题。上市公司资产规模快速扩大，捕捞作业方式从金枪鱼延绳钓扩展到金枪鱼围网、鱿鱼钓、各种拖网作业等多种方式，捕捞品种大幅增加，同时新增了渔业服务、食品加工等业务板块，为成功打造一体化的远洋渔业产业链奠定了坚实基础，将大大提高公司抗风险能力，并加快公司转型升级高质量快速发展的步伐。

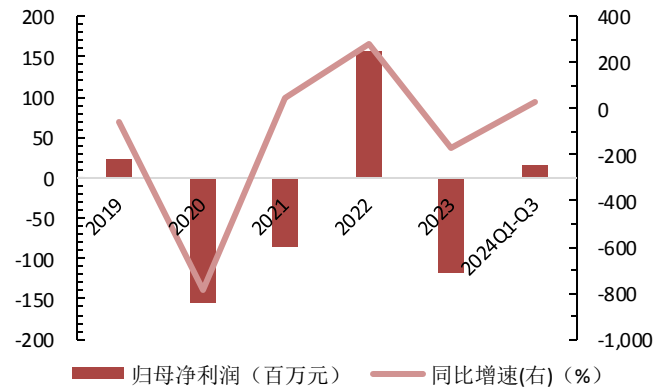
图 2：公司股权结构


数据来源: ifind, 西南证券整理

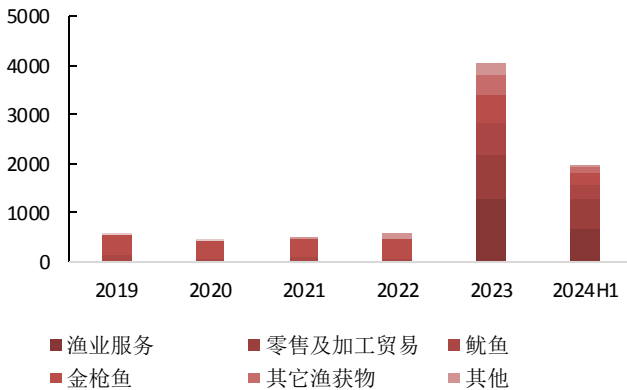
重组拓宽产品线，深度整合收入利润双增长。公司 2023 年 6 月底完成渔业板块重组后，一方面深度整合了中国农发集团系统内各品类远洋水产品捕捞船队，另一方面，增加了海上服务、水产品加工、贸易等业务。公司完成重组后，并购项目和托管项目不仅丰富了公司的产业结构和产品结构，而且与公司原有项目在渔业资源、生产管理、船员管理、市场销售、船舶修理以及物资采购等各个方面实现了信息共享和优势互补，协同效应与规模效益正逐步呈现。公司整体管控水平显著提升。公司在 2024 年前三季度整体业绩有所增长，但第三季度出现了单季亏损的情况。公司利润同比出现变化主要原因系报告期内渔业市场环境复杂多变，水产品价格有所波动以及捕捞成本受多种因素影响。同时，公司在财务指标、费用支出等方面也有一定的变化和波动。2024 前三季度，公司实现营业收入 32.49 亿元，同比+16.82%，归母净利润 0.16 亿元，同比+26.57%，扣非后归母净利润 0.11 亿元，同比+176.98%。2024Q3 实现营收 12.93 亿元，同比+49.94%，归母净利润为-0.54 亿元，同比+57.32%，扣非后归母净利润为-0.58 亿元，同比-0.72%。

图 3：公司收入情况


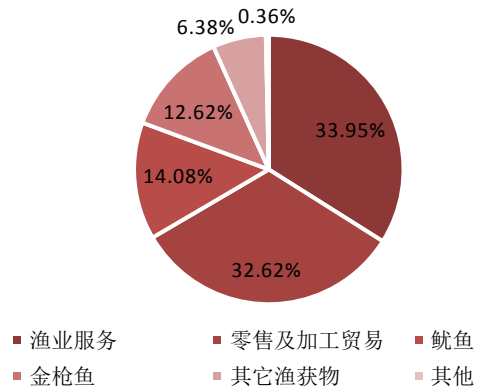
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4：公司归母净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5：主营产品收入（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：2024H1 公司主营产品收入占比















数据来源：公司公告，西南证券整理

2 捕捞业务稳步推进，鱼货市场产业链协同拓展盈利边界

远洋捕捞业务为基本盘，金枪鱼明星品种。公司远洋捕捞作业区域遍布大西洋、太平洋、印度洋和南极海域，涉及近 20 个国家的专属经济区，年捕捞量 20 多万吨，主要捕捞品种包括金枪鱼、鱿鱼、软体鱼、硬体鱼、虾、蟹、贝类等。中水渔业金枪鱼延绳钓项目始于 1998 年，目前拥有 40 多艘作业船只（包括冰鲜保藏、冷海水保藏、低温冷冻等多种船型），船队以斐济和瓦努阿图为海外运营管理基地，以中西太平洋公海以及瓦努阿图、所罗门等国家的专属海域从事捕捞生产，鱼货年产量 1 万吨以上，产品畅销日本、美国、欧洲、东南亚等多个国家和地区，赢得了良好信誉。公司与国际具有影响力的金枪鱼罐头生产企业 Bumble Bee 公司及台湾金枪鱼贸易经销商丰群公司有着长期良好合作。公司金枪鱼产品主要有用于生食的黄鳍金枪鱼、大目金枪鱼，和用于制作高档金枪鱼罐头的长鳍金枪鱼、鲣鱼以及其他兼捕鱼种。

表 1：公司产品矩阵

| 产品类型 | 产品图片 |
|-------|--|
| 金枪鱼项目 |  |

| 产品类型 | 产品图片 | | | |
|------|--|---|--|---|
| 虾类产品 |  <p>玫瑰龙</p> |  <p>斑虾</p> |  <p>猫虎虾</p> | |
| |  <p>螯虾</p> |  <p>黑虎虾</p> |  <p>香蕉虾</p> | |
| | 多元产品矩阵 |  <p>金枪鱼</p> |  <p>鱿鱼</p> |  <p>带鱼</p> |
| | |  <p>海洋休闲调味食品系列</p> |  <p>水产品预制菜系列</p> |  <p>宠物食品系列</p> |
| | | <p>南极磷虾油</p> |  <p>南极磷虾油</p> | |

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

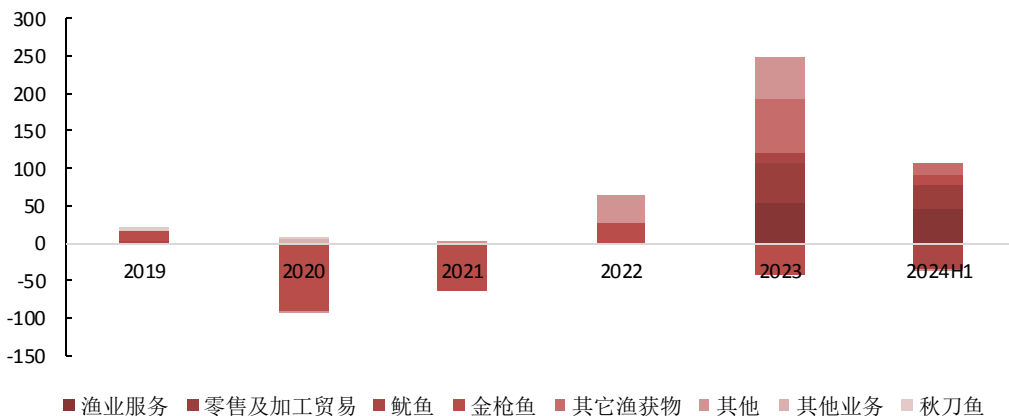
重组拓宽产品线，高效协同提升管理效能。公司重组后，按照业务集中、扁平、高效协同的原则，在总部层面新设了四个事业部，形成了新的管理架构，提升了管理效能。公司发力延长产业链，包括 1) 远洋捕捞：更新改造公司老旧渔船，提升捕捞质量和基础管理，建设一支装备水平先进、信息化水平高的远洋渔业船队；2) 渔业服务：完善境外渔业基地，投资建设或收购冷库和修造船厂等项目，不断延伸产业链条；3) 加工业务：加强人才队伍建设，研发高附加值海洋食品，强化品牌专利建设，提高品牌影响力 4) 贸易业务：利用公司品牌优势、原料优势，积累技术人才，夯实线上线下贸易基础，开拓国内外市场。

中水渔业在远洋渔业领域展现出强大的竞争优势，团队规模、生产能力及专业人才储备均处于国内领先水平。公司不断延伸和拓宽产业链，显著提升了在行业内的话语权及影响力。船队及捕捞能力随着船队规模的持续扩大，公司作业范围已从中西部太平洋海域拓展至北太平洋、东太平洋、大西洋、印度洋及南极海域。捕捞品种也从单一的金枪鱼扩展至鱿鱼、硬体鱼、软体鱼、海捕虾等多元化品类，丰富了产品线。例如，在金枪鱼产品方面，公司从中高价值的长鳍金枪鱼和黄鳍金枪鱼向上拓展至经济价值更高的大目金枪鱼及大西洋北方蓝鳍金枪鱼，同时向下延伸至相对低价值的鲣鱼。作业方式也从传统的延绳钓向围网捕捞转变，产品销往高、中、低消费市场，进一步增强市场覆盖率。在鱿鱼产品方面，公司通过北太平洋、东南太平洋及西南大西洋等多个渔场进行捕捞。此外，海捕虾类产品种类丰富，包括鳌虾、玫瑰龙虾、大紫虾及南极磷虾等高端品种。加工产品的原材料供应逐渐摆脱了不同洋区资源季节性变化的影响，能够满足不同层次消费者的需求。

重组后，公司船队整体现代化水平进一步提升，拥有自主研发的高标准金枪鱼延绳钓船，能够远赴北大西洋捕捞蓝鳍金枪鱼，同时配备可在南极捕捞磷虾的大型拖网船和符合国际标准、日生产能力可达数百吨的金枪鱼围网船。此外，公司还具备冷藏运输船以实现渔场与港口间的高效转运，以及大型油船以满足船队的补给需求。

展望未来，公司计划通过业务协同、项目增购及船舶更新等措施，进一步提升生产效率和市场竞争力。同时，将继续推进加工贸易及品牌建设，探索新的业务形态和市场机会，以保持持续增长的动力。中水渔业凭借其强大的资源整合能力和市场适应性，预计将在未来的远洋渔业市场中继续保持竞争优势。

图 7：公司主营业务毛利（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

1) 公司作为远洋渔业龙头，深度整合了中国农发集团系统内各品类远洋水产品捕捞船队。预计渔业服务及捕捞业务稳定增长。预计 2024-2026 年渔业服务销量增速分别为 5%、15%、15%；价格维持稳定。预计 2024-2026 年毛利率分别为 7%、7%、7%。预计 2024-2026 年捕捞业务销量增速分别为 5%、15%、15%；价格维持稳定。随着团队磨合及船队经验增长，预计 2024-2026 年毛利率分别为 5%、6%、7%。

2) 受益于渔业板块整合产业链延伸，水产品加工贸易显著增长。预计 2024-2026 年零售及加工贸易销量增速分别为 70%、15%、15%；价格维持稳定。随着渔业板块供应链体系完善、规模与协同效应逐渐显现，预计 2024-2026 年毛利率分别为 6%、7%、8%。

3) 其他业务 2023 年因重组并表变化较大，预计 2024-2026 随公司正常发展。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 渔业服务 | 收入 | 1301.03 | 1366.08 | 1570.99 | 1806.64 |
| | 增速 | | 5.00% | 15.00% | 15.00% |
| | 成本 | 1246.27 | 1270 | 1461 | 1680 |
| | 毛利率 | 4.21% | 7.00% | 7.00% | 7.00% |
| 捕捞 | 收入 | 1625.47 | 1706.74 | 1962.76 | 2257.17 |
| | 增速 | | 5.00% | 15.00% | 15.00% |
| | 成本 | 1582.10 | 1621.41 | 1844.99 | 2099.17 |
| | 毛利率 | 2.67% | 5.00% | 6.00% | 7.00% |
| 零售及加工贸易 | 收入 | 881.62 | 1498.75 | 1723.57 | 1982.10 |
| | 增速 | | 70.00% | 15.00% | 15.00% |
| | 成本 | 829.8 | 1409 | 1603 | 1824 |
| | 毛利率 | 5.88% | 6.00% | 7.00% | 8.00% |
| 其他 | 收入 | 233.66 | 23.37 | 25.70 | 28.27 |
| | 增速 | | -90.00% | 10.00% | 10.00% |
| | 成本 | 177.64 | 17.52 | 19.28 | 21.20 |
| | 毛利率 | 23.98% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 合计 | 收入 | 4041.78 | 4594.95 | 5283.02 | 6074.19 |
| | 增速 | | 13.69% | 14.97% | 14.98% |
| | 成本 | 3835.80 | 4318.22 | 4928.21 | 5624.08 |
| | 毛利率 | 5.10% | 6.02% | 6.72% | 7.41% |

数据来源：ifind，西南证券

3.2 相对估值

选择水产行业两家公司开创国际、国联水产作为可比估值对象，2家公司2024-2026年平均PE分别为68倍、44倍、31倍。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） | | | |
|-----------|------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 600097.SH | 开创国际 | 8.84 | 0.62 | 0.20 | 0.25 | 0.30 | 14.26 | 44.20 | 35.36 | 29.47 |
| 300094.SZ | 国联水产 | 3.65 | -0.47 | 0.04 | 0.07 | 0.11 | -7.77 | 91.25 | 52.14 | 33.18 |
| 平均值 | | | | | | | 3.25 | 67.73 | 43.75 | 31.32 |
| 000798.SZ | 中水渔业 | 7.46 | -0.32 | 0.23 | 0.37 | 0.55 | -23.11 | 33.80 | 20.93 | 14.02 |

数据来源：ifind，西南证券整理

4 风险提示

水产品价格波动风险；捕捞、饲料成本上升风险；资源变化与海洋环境灾害风险；消费需求不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|-------------|------------|-------------|------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 4,042 | 4,595 | 5,283 | 6,074 | 净利润 | 11 | 83 | 134 | 200 |
| 营业成本 | 3,836 | 4,318 | 4,928 | 5,624 | 折旧与摊销 | 223 | 8 | 7 | 10 |
| 营业税金及附加 | 12 | 13 | 15 | 17 | 财务费用 | 54 | 56 | 56 | 56 |
| 销售费用 | 60 | 69 | 79 | 91 | 资产减值损失 | 46 | 11 | 15 | 16 |
| 管理费用 | 193 | 207 | 238 | 273 | 经营营运资本变动 | -514 | 526 | -359 | -57 |
| 财务费用 | 55 | 56 | 56 | 56 | 其他 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -93 | -11 | -15 | -16 | 经营活动现金流净额 | -187 | 684 | -147 | 225 |
| 投资收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 资本支出 | -138 | -49 | -74 | -71 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他 | -4 | 65 | 75 | 45 |
| 其他经营损益 | 254 | 259 | 296 | 337 | 投资活动现金流净额 | -141 | 15 | 1 | -26 |
| 营业利润 | 12 | 88 | 142 | 212 | 短期借款 | 679 | 229 | 323 | 410 |
| 其他非经营损益 | 9 | 0 | 0 | 0 | 长期借款 | 1,612 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 21 | 88 | 142 | 212 | 股权融资 | 120 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税 | 10 | 5 | 8 | 12 | 支付股利 | -76 | -56 | -56 | -56 |
| 净利润 | 11 | 83 | 134 | 200 | 其他 | -1,929 | 35 | 0 | -0 |
| 少数股东损益 | 129 | 0 | 0 | 0 | 筹资活动现金流净额 | 407 | 208 | 267 | 354 |
| 归属母公司股东净利润 | -118 | 83 | 134 | 200 | 现金流量净额 | 81 | 907 | 121 | 553 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 686 | 1,594 | 1,715 | 2,268 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 357 | 295 | 361 | 445 | 销售收入增长率 | 1.71% | 13.69% | 14.97% | 14.98% |
| 存货 | 1,812 | 1,579 | 1,949 | 2,313 | 营业利润增长率 | -95.62% | 629.97% | 61.45% | 49.29% |
| 其他流动资产 | 120 | 120 | 120 | 120 | 净利润增长率 | -174.94% | 170.31% | 61.45% | 49.29% |
| 长期股权投资 | 85 | 46 | -11 | -45 | EBITDA 增长率 | -38.63% | -47.09% | 35.18% | 35.54% |
| 投资性房地产 | 0 | -13 | -30 | -40 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2,566 | 2,581 | 2,614 | 2,637 | 毛利率 | 5.10% | 6.02% | 6.72% | 7.41% |
| 无形资产和开发支出 | 46 | 57 | 71 | 86 | 三费率 | 7.61% | 7.23% | 7.07% | 6.93% |
| 其他非流动资产 | 12 | 0 | 0 | 0 | 净利率 | 0.26% | 1.81% | 2.54% | 3.29% |
| 资产总计 | 5,950 | 6,637 | 7,257 | 8,218 | ROE | -25.88% | 14.91% | 19.40% | 22.46% |
| 短期借款 | 805 | 1,035 | 1,358 | 1,768 | ROA | -1.98% | 1.25% | 1.85% | 2.44% |
| 应付和预收款项 | 391 | 374 | 486 | 538 | ROIC | 0.81% | 3.07% | 3.83% | 4.60% |
| 长期借款 | 1,612 | 1,612 | 1,612 | 1,612 | EBITDA/销售收入 | 7.10% | 3.31% | 3.89% | 4.58% |
| 其他负债 | 1,502 | 1,877 | 1,927 | 2,225 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 4,311 | 4,898 | 5,383 | 6,144 | 总资产周转率 | 0.72 | 0.73 | 0.76 | 0.79 |
| 股本 | 366 | 366 | 366 | 366 | 固定资产周转率 | 1.62 | 1.84 | 2.09 | 2.38 |
| 资本公积 | 334 | 334 | 334 | 334 | 应收账款周转率 | 16.89 | 16.91 | 18.56 | 17.74 |
| 留存收益 | -219 | -136 | -2 | 198 | 存货周转率 | 2.49 | 2.55 | 2.79 | 2.64 |
| 归属母公司股东权益 | 456 | 557 | 691 | 891 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | | | | |
| 少数股东权益 | 1,183 | 1,183 | 1,183 | 1,183 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1,639 | 1,740 | 1,874 | 2,074 | 资产负债率 | 72.45% | 73.79% | 74.18% | 74.76% |
| 负债和股东权益合计 | 5,950 | 6,637 | 7,257 | 8,218 | 带息债务/总负债 | 57.06% | 55.13% | 56.16% | 55.89% |
| | | | | | 流动比率 | 1.21 | 1.22 | 1.23 | 1.24 |
| | | | | | 速动比率 | 0.40 | 0.65 | 0.63 | 0.65 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| EBITDA | 287 | 152 | 205 | 278 | 每股收益 | -0.32 | 0.23 | 0.37 | 0.55 |
| PE | — | 34 | 21 | 14 | 每股净资产 | 1.25 | 1.52 | 1.89 | 2.44 |
| PB | 7 | 5 | 4 | 3 | 每股经营现金 | -0.51 | 1.87 | -0.40 | 0.62 |
| PS | 1 | 1 | 1 | 0 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EV/EBITDA | 18 | 26 | 20 | 14 | | | | | |
| 股息率 | 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。

| | |
|------|--|
| 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。

西南证券研究发展中心

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 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 田婧雯 | 高级销售经理 | 18817337408 | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn |
| | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | 15800507223 | ljliong@swsc.com.cn |
| | 龚怡芸 | 销售经理 | 13524211935 | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn |
| | 孙启迪 | 销售经理 | 19946297109 | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | 15905851569 | jjj@swsc.com.c |
| | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 姚航 | 高级销售经理 | 15652026677 | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn |
| | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |

| | | | | | |
|----|-----|-----------|-------------|-------------|----------------------|
| | 路漫天 | 销售经理 | 18610741553 | 18610741553 | lmtyf@swsc.com.cn |
| | 马冰竹 | 销售经理 | 13126590325 | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| 广深 | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |
| | 杨举 | 销售经理 | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | 15602268757 | lzs@swsc.com.cn |