

## 通用航空龙头，低空运营蓄势待发

■ 证券研究报告

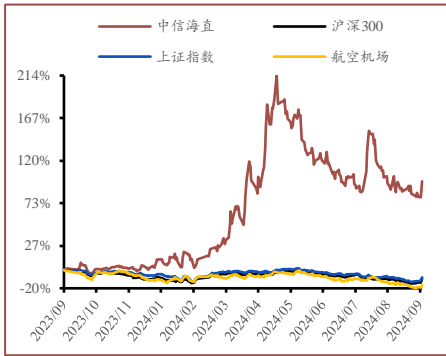
★ 投资评级:增持(首次)

### 基本数据

2024-09-24

收盘价(元)	15.52
流通股本(亿股)	7.76
每股净资产(元)	6.67
总股本(亿股)	7.76

最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002  
zhangyc02@ctsec.com

分析师 付正浩

SAC 证书编号: S0160524040001  
fuzh01@ctsec.com

### 相关报告

### 核心观点

- ❖ **中国通用航空龙头企业，深度绑定中海油：**中信海直是中国通航行业的龙头企业，中信集团为实际控制人。高管多曾就职于中信集团，并拥有通航/海油领域从业经验。公司主营业务覆盖海上石油服务、应急救援、陆上通航、通航维修、引航风电等领域，其中海上石油服务为公司最主要的业务，中海油是公司第一大客户，2023 年对中海油的销售收入占比达到 67.66%，收入稳定增长。
- ❖ **政策助力低空经济，产业发展步入快车道：**2024 年政府工作报告，顶层设计支持低空经济发展，同时各地政府支持政策跟进，产业端多重因素驱动低空经济腾飞。根据民用航空局数据，2030 年中国低空经济市场规模有望达到 2 万亿元。低空经济以通用航空为主导，覆盖制造、服务、运营、保障四大核心板块，中信海直属于运营板块。全球市场方面，通航市场以欧美为主，亚洲约占 15%。近年来中国通航市场蓬勃发展，通用机场等“低空基建”先行。竞争格局方面，通航运营企业加速入局，但头部效应明显。政策产业双向推动低空经济加速发展。
- ❖ **传统业务基本盘稳固，低空运营服务蓄势待发：**公司目前运营 93 架直升机，直升机数量亚洲最大，同时运营 4 个直升机场，覆盖深圳南头、天津塘沽、湛江坡头、海南东方等基地，飞行及维修基地就近配套；专业队伍技术精湛、经验丰富。公司第一大客户中海油向深海远海加大油气开采，公司有望充分受益；公司加快推动 eVTOL 商业化进程，第二增长曲线蓄势待发。同时，全国加强通航机场建设，空域管理有望给公司带来新的增长点。
- ❖ **投资建议：**通用航空龙头地位稳固，第二增长曲线蓄势待发。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 22.09/24.43/27.79 亿元，归母净利润 2.79/3.12/3.72 亿元。对应 PE 分别为 43/39/32 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**低空产业发展不及预期、客户结构单一、成本增加超预期、大股东限售股解禁。

### 盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1798	1970	2209	2443	2779
收入增长率(%)	6.98	9.54	12.15	10.59	13.75
归母净利润(百万元)	194	239	279	312	372
净利润增长率(%)	-21.20	23.11	16.66	11.71	19.27
EPS(元)	0.25	0.31	0.36	0.40	0.48
PE	29.12	28.39	43.16	38.64	32.39
ROE(%)	3.95	4.69	5.25	5.61	6.36
PB	1.15	1.34	2.26	2.17	2.06

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 09 月 24 日收盘价计算）

## 内容目录

1	中信海直：中国通用航空运营的标杆企业.....	5
1.1	中国通航市场龙头企业，实际控制人为中信集团.....	5
1.2	深耕海上石油业务，绑定大客户中海油.....	5
1.3	营业收入增长，费用率下降.....	7
2	中国低空经济市场空间大，产业发展步入快车道.....	8
2.1	我国通航市场处于早期阶段，近年来发展加速.....	8
2.2	全球通航市场以欧美为主，我国通航企业加速入局.....	10
2.3	政策&产业齐发力，低空经济市场加速发展.....	12
2.3.1	产业端：五大因素驱动低空经济腾飞.....	14
2.4	市场空间：2030年中国低空经济市场规模有望达2万亿元.....	18
3	传统业务基本盘稳固，低空运营服务蓄势待发.....	19
3.1	机队、机场、飞行员和通航经验技术领先.....	19
3.2	海上石油服务蓬勃发展，打造低空经济第二增长曲线.....	21
3.3	通用机场建设&空管收费，打开低空经济成长空间.....	23
4	盈利预测与投资建议.....	23
5	风险提示.....	26

## 图表目录

图 1.	公司股权结构（截止 2024 年 6 月 30 日）.....	5
图 2.	公司五大主营业务.....	6
图 3.	2023 年前五大客户营收占比.....	6
图 4.	2023 年公司通航运输占比最大.....	7
图 5.	2023 年区域营收深圳占比最大.....	7
图 6.	2018-2024H1 年公司营业收入稳定增长.....	7
图 7.	2018-2023 年公司归母净利润维持增长.....	7
图 8.	2018-2023 年公司销售毛利率和净利率企稳回升.....	8
图 9.	2018-2023 年公司费用率呈下降趋势.....	8
图 10.	低空经济和通用航空分类.....	9
图 11.	传统通用航空和新通用航空主体分类.....	9

图 12. 低空经济四大板块.....	10
图 13. 2022 年全球通用航空市场北美区域规模大.....	10
图 14. 中国通用航空飞行作业时间总量增加.....	11
图 15. 中国在册通用航空器数量增加（个）.....	11
图 16. 中国通航机场数量增加（个）.....	11
图 17. 2023 年中国跑道机场最多（个）.....	11
图 18. 中国通航运营企业数量增加（个）.....	12
图 19. 低空经济发展规划.....	12
图 20. 各地低空经济政策梳理.....	14
图 21. 2023 年超大城市及特大城市通勤高峰交通拥堵指数较高.....	14
图 22. 上海临港到虹桥交通枢纽 eVTOL 出行路线（红色）.....	15
图 23. 2024 年 eVTOL 成本拆分.....	16
图 24. 2017-2022 年植保无人机数量及增长率.....	18
图 25. 2019-2022 年物流无人机及快递数量齐升.....	18
图 26. 新能源车指数及发展阶段.....	19
图 27. 中国低空经济市场规模增加（亿元）.....	19
图 28. 公司机场和维修基地分布.....	20
图 29. 公司飞行人员数量（人）.....	21
图 30. 公司维修人员数量（人）.....	21
图 31. 中海油营业收入及增速.....	21
图 32. 中海油油气净产量及增速.....	21
图 33. 中信海直空中游览和城际航线业务.....	22
图 34. 公司与沃飞长空战略合作协议签署现场.....	23
图 35. 可比公司销售毛利率.....	25
图 36. 可比公司销售净利率.....	25
图 37. 可比公司费用率.....	26
表 1. 低空经济商业化应用场景.....	9
表 2. 南航通航与中信海直数据对比.....	12
表 3. 低空经济顶层政策.....	13
表 4. eVTOL 无人驾驶发展阶段.....	16
表 5. 适航取证内容.....	17
表 6. 公司部分机型主要参数.....	20

表 7. 全国及部分省份（自治区）“十四五”期间通航机场建设规划（个） .....	23
表 8. 公司收入拆分及预测（单位：百万元） .....	24
表 9. 可比公司估值比较.....	26

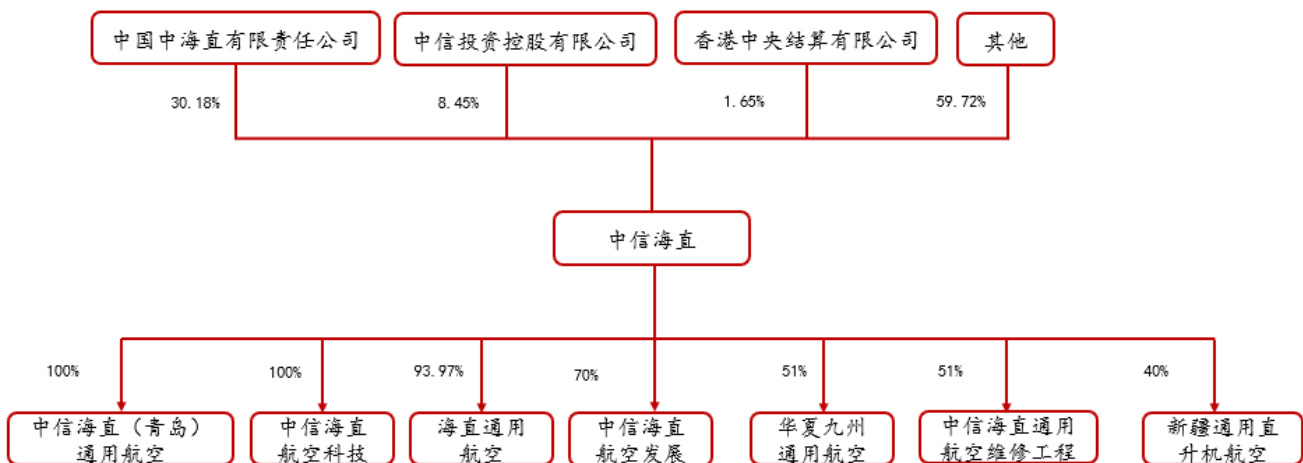
## 1 中信海直：中国通用航空运营的标杆企业

### 1.1 中国通航市场龙头企业，实际控制人为中信集团

中信海直是中国通航运营的领先企业，中信集团为实际控制人。公司于1999年在中国海洋直升机专业公司的基础上成立，并于2000年在深交所上市。截至2024年中，中国中海直有限责任公司持有公司30.18%的股份，中信投资控股有限公司持有公司8.45%的股份，公司实际控制人为中信集团。

公司积极控股参股公司，拓展通航业务范围。公司主要参控股7家子公司，包括中信海直（青岛）通用航空、中信海直航空科技、海直通用航空等，公司通航业务范围持续扩大，服务区域也在扩张，规模化优势加强，逐渐发展成为国内通航领域的龙头企业。

图1.公司股权结构（截止2024年6月30日）



数据来源：Wind，财通证券研究所

管理层多曾就职于中信集团，拥有通航/海油领域的从业经验。公司管理层曾就职于中信集团，关联紧密，有助于实现公司与集团的战略协同和资源共享。高管具备高学历，在通用航空领域工作经验丰富。此外，部分高管有在中海油集团工作的经历，与中海油合作关系紧密。

### 1.2 深耕海上石油业务，绑定大客户中海油

公司主营业务覆盖海上石油、应急救援、陆上通航、通航维修、引航风电等领域。

**(1) 海上石油：核心业务板块，客户方面深度绑定中海油。**2023年公司对中海油的销售收入占总营收的比重达到67.66%，持续深化与中海油的战略合作关系。另外，公司为韩国POSCO和泰国PTTEP等项目提供直升机飞行保障服务，逐步发展成为海上能源开发通航服务的重要提供商。

**(2) 应急救援：**公司深入贯彻集团新型城镇化板块部署，积极融入华中区域应急救援中心建设，与医院达成“陆上立体 120”合作，巩固在青海海西州、安徽、四川、内蒙古、湖北、湖南等大应急市场长期用机需求。

**(3) 陆上通航：**商务合作方面，公司开辟公务飞行新模式，并与极地科研中心、警航、电视台等合作，开拓代管、托管及租赁业务。此外，公司打造特色 C 端消费品牌，开通深圳直升机场至金沙湾等 8 条航线。公司坚持深化“飞行+代管”业务模式，积极探索有人机和无人机系统的融合。

**(4) 通航维修：**公司持续开拓国产直升机市场，进一步开拓航空器维修市场；成功探索 KA32 直升机大修模式，在国内首次实施 10 年定检，并整合资源建立航材共享备件池。

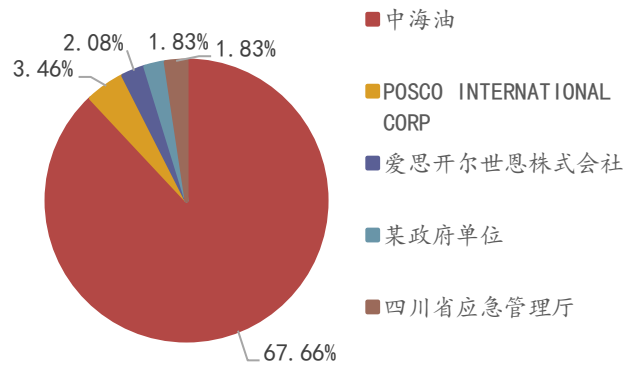
**(5) 引航风电：**港口引航业务方面，公司在天津港、黄骅港、青岛港、湛江港持续开展引航作业，2023 年公司与京唐港 30 家船代公司集体签约引航服务。风电业务方面，公司深耕湛江海上风电市场，并与国家电投开展合作。

图2.公司五大主营业务

海上石油	公司核心业务，提供优质的海上石油飞行服务
应急救援	建立大应急市场全面用机需求
陆上通航	提供代管直升机及飞行保障服务
通航维修	开拓航空器维修市场，整合资源建立航材共享备件
引航风电	在天津港、黄骅港、青岛港、湛江港开展引航服务

数据来源：公司公告，财通证券研究所绘制

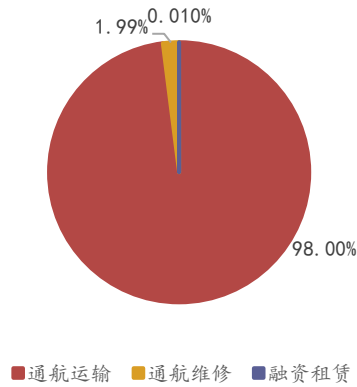
图3.2023 年前五大客户营收占比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

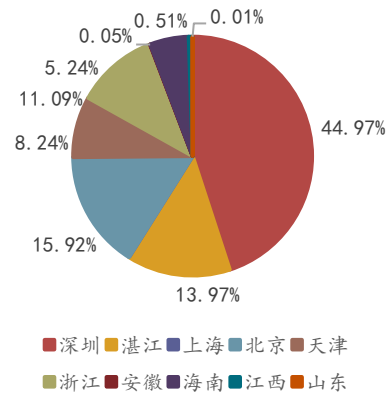
**通航运输为主营业务，业务范围遍布三大海域和主要城市。**公司业务按照行业分类为通航运输、通航维修和融资租赁。根据公司 2023 年的财务报表，其中通航运输营收占比为 98%。公司总部位于深圳，深圳区域营收占比达到 45%，其次为北京和湛江，分别贡献了 15.9%和 14.0%。同时公司加强了对内陆市场的拓展，2023 年 12 月，公司新设立合资企业——新疆通用直升机航空有限公司，公司持股 40%，经营区域在不断拓展。

图4.2023年公司通航运输占比最大



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图5.2023年区域营收深圳占比最大

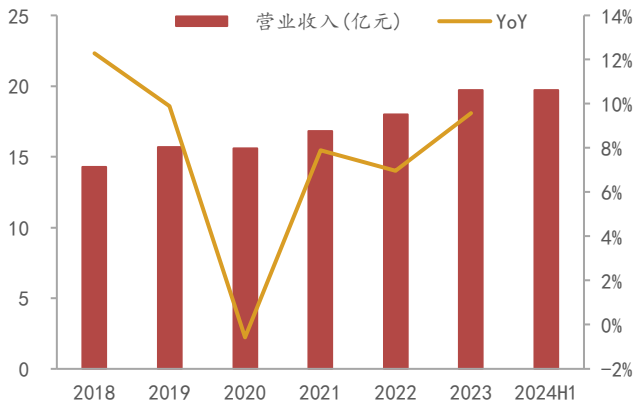


数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.3 营业收入增长，费用率下降

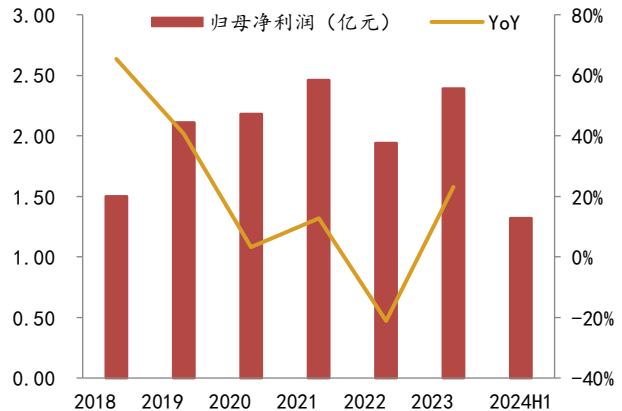
营业收入稳定增长，利润保持平稳。2018-2023年公司营业收入CAGR为6.68%，2023年营业收入为19.70亿元，同比+9.6%；归母净利润方面，基本上处于上升趋势，2023年归母净利润为2.39亿元，同比增长23.11%，其中2022年归母净利润1.94亿元，同比下降21.20%，主要原因系国际原油价格下降至低位，对海上石油影响较大。

图6.2018-2024H1年公司营业收入稳定增长



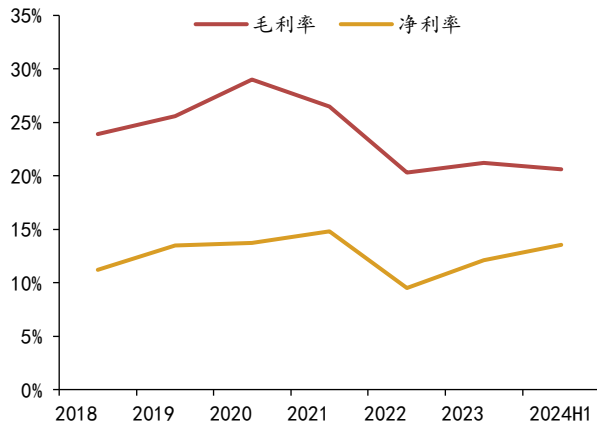
数据来源：wind，财通证券研究所

图7.2018-2023年公司归母净利润维持增长

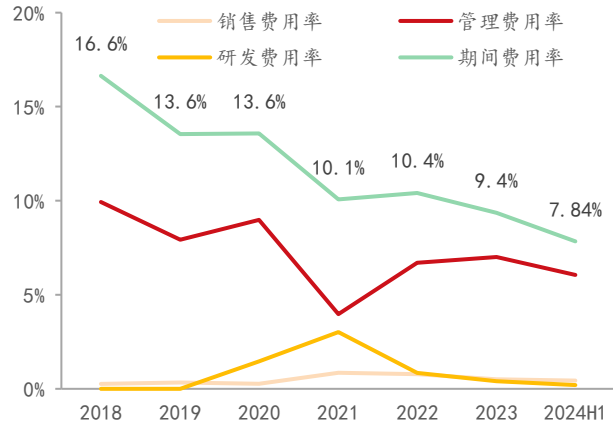


数据来源：wind，财通证券研究所

毛利率和净利率稳中有升。利润率方面，公司近六年毛利率均在20%以上，2023年毛利率为21.2%，同比提升0.9pct；净利率基本维持在10%以上，2023年净利率为12.1%，同比提升2.61pct。其中2022年毛利率出现下滑，主要原因系航材及航油的成本上升。

**图8.2018-2023 年公司销售毛利率和净利率企稳回升**


数据来源：wind，财通证券研究所

**图9.2018-2023 年公司费用率呈下降趋势**


数据来源：wind，财通证券研究所

费用率稳步降低，人工费、折旧分摊和航材油耗为主要成本项。公司期间费用率逐年下降，由2018年的16.6%降低至2023年的9.4%，其中，销售费用率、研发费用率和财务费用率在2021年后均呈现出下降趋势，2023年销售和研发费用率均低于2%；管理费用率有所增加，主要系人工成本、差旅办公费用增加。按照成本分类划分，2023年公司人工费和折旧及分摊占比最高，均占营业成本的27%，其次为航材及航油消耗，占营业成本的18.8%，三者占成本的比重超过70%。

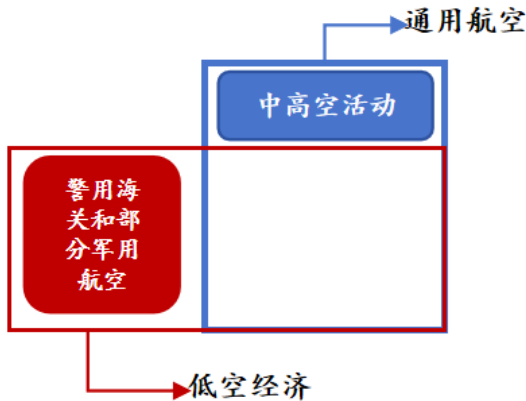
## 2 中国低空经济市场空间大，产业发展步入快车道

### 2.1 我国通航市场处于早期阶段，近年来发展加速

低空经济以通用航空产业为主导，涉及低空飞行、航空旅游、支线客运、通航服务、科研教育等众多行业的经济概念，主要由低空基础设施、低空飞行器制造、低空运营服务、低空飞行保障四个板块组成。

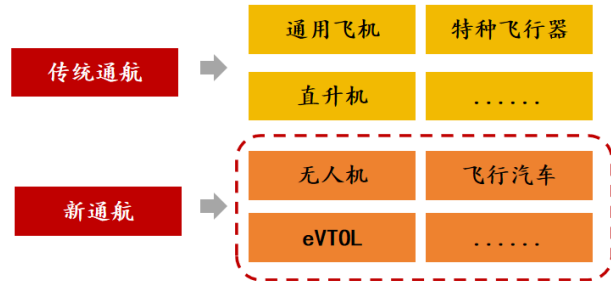
- **以通用航空产业为主导：**低空经济可以看作是更能体现新质生产力的通用航空。从飞行活动上看，通用航空除了低空活动，还包括中空高空活动；低空经济除了通用航空，还有警用、海关和部分军用航空等活动。而低空经济是以无人机、飞行汽车、eVTOL（电动垂直起降航空器）等新型航空器为主，代表航空高端化、智能化、绿色化发展方向。

图10.低空经济和通用航空分类



数据来源：国家低空经济融合创新研究中心、前瞻产业研究院、财通证券研究所

图11.传统通用航空和新通用航空主体分类



数据来源：无人机产业博览会、财通证券研究所

- **关联行业多,商业化应用场景广。**低空经济在旅游、农业、消费、物流、巡检等诸多方面均有运用。从产品端看,低空飞行器包括消费型无人机(大疆 120m 以下)、行业应用型无人机和巡航无人机(120-300m)和未来的 eVTOL 出行(1000m 以下)、固定翼飞行器(1000m 以上)。

表1.低空经济商业化应用场景

飞行高度 (空域范围)	城市场景		非城市场景	
300-1000 米 E 类空域	低空经济+旅游	传统通用固定翼飞机 (量少)	低空经济+ 旅游	传统通用固定翼飞机 (量少); 载物 eVTOL (量少-海岛、偏远地区)、直升机 (量少旅游场);
	低空经济+消防	载人 eVTOL (量大)		
120-300 米 G 类空域	低空经济+物流	专用多旋翼飞机 (量少)	低空经济+ 消防	工业无人机 (量大-巡逻、巡检、测绘)、载物 SVTOL (量中-跨城物流)
	低空经济+巡检	专用多旋翼飞机 (量少)		
0-120 米 W 类空域	低空经济+物流	消费级无人机 (量大) 小物流无人机 (量大) 限定类载人 eVTOL (量小)	低空经济+ 旅游 低空经济+ 农业	限定类载人 eVTOL (量大-旅游景区); 植保无人机 (量大)

数据来源：前瞻产业研究院、财通证券研究所

- **覆盖四大板块：**

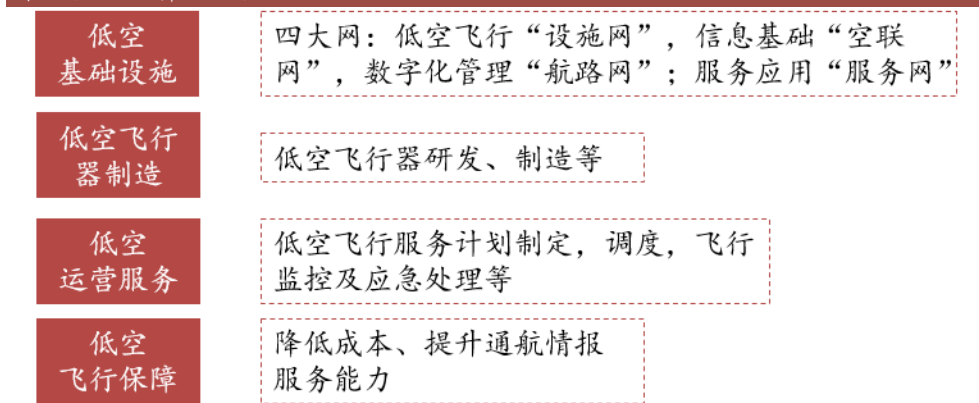
(1) **低空基础设施：**主要包括四大“网”：支撑低空飞行业务的“设施网”；通信、导航和感知等信息基础设施的“空联网”；提供空域和飞行数字化管理的“航路网”；组合数字化管理和服务能力应用的“服务网”。

(2) **低空飞行器制造：**用航空器、无人机等的研发、制造、包括材料、信息系统开发等，其中 eVTOL (电动化垂直起降飞行器) 是低空经济的核心。

**(3) 低空运营服务：**低空运营服务为低空飞行提供全方位的服务保障，包括飞行计划的制定、航空器的调度、飞行的实时监控以及应急处理等多个方面。低空运营服务是公司的主要业务板块。

**(4) 低空飞行保障：**低空飞行法规标准体系逐步建立，通航情报服务能力持续提升。另外，低空飞行申请审批时效得到大幅提升。

图12.低空经济四大板块

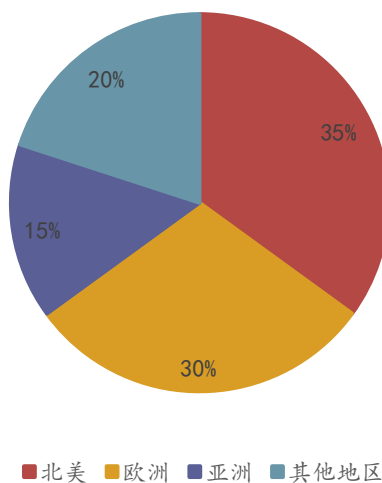


数据来源：《低空经济发展白皮书》IDEA 研究院、中国民用航空局新闻发布会、财通证券研究所

## 2.2 全球通航市场以欧美为主，我国通航企业加速入局

**全球通航市场以欧美为主，亚洲市场约占 15%。**根据 Global Insight Services 发布的《2021 至 2032 年直升机服务市场分析与预测报告》，2022 年全球直升机服务的市场规模为 319 亿美元，其中北美约占 35%，欧洲约占 30%，亚洲约占 15%，其他地区约占 20%。目前，我国“十四五”规划及《“十四五”通用航空发展专项规划》强调了通用航空行业发展的目标和基础设施建设目标，且近年来随着国家空域管制改革的不断推进，我国通用航空行业将迎来快速发展。

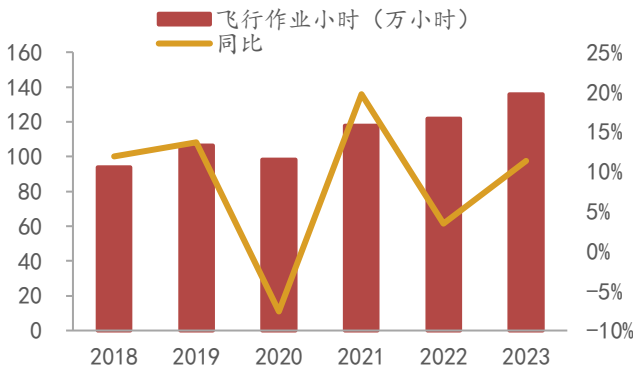
图13.2022 年全球通用航空市场北美区域规模大



数据来源：Global Insight Services、南航通航招股说明书、财通证券研究所

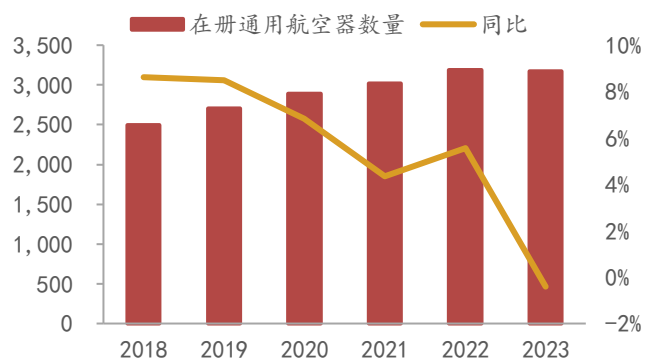
中国通航市场蓬勃发展，通用机场等“低空基建”先行。2023年中国通航飞行小时数量达到135.7万小时，达到历史新高，2018-2023年中国通航飞行作业时间复合增长率达到+9.2%；通用航空器数量保持增长态势，2018-2023年复合增长率为+4.9%。根据《深圳经济特区低空经济产业促进条例》，物理基础设施包括低空飞行起降、中转、货物装卸、乘客候乘、航空器充（换）电、电池存储等物理基础设施。2023年中国通用机场达451个，同比+13%，其中表面直升机137个，占比27%。随着低空经济发展，eVTOL等新型航空器放量，会先开启机场等物理基础设施建设，“低空基建”有望提前布局。

图14.中国通用航空飞行作业时间总量增加



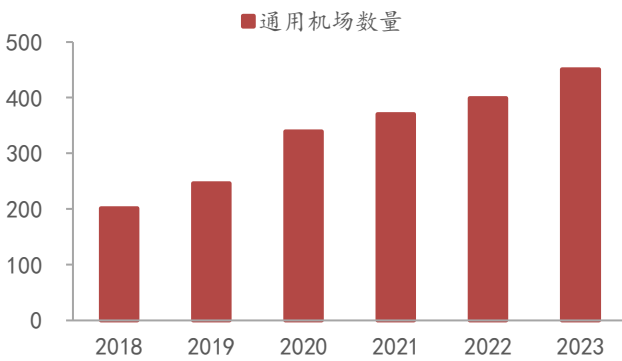
数据来源：南航通航招股说明书、新华社、财通证券研究所

图15.中国在册通用航空器数量增加（个）



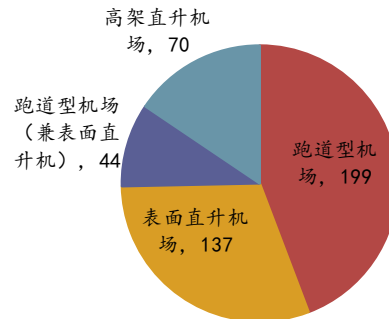
数据来源：南航通航招股说明书、新华社、财通证券研究所

图16.中国通航机场数量增加（个）



数据来源：南航通航招股说明书、新华社、财通证券研究所

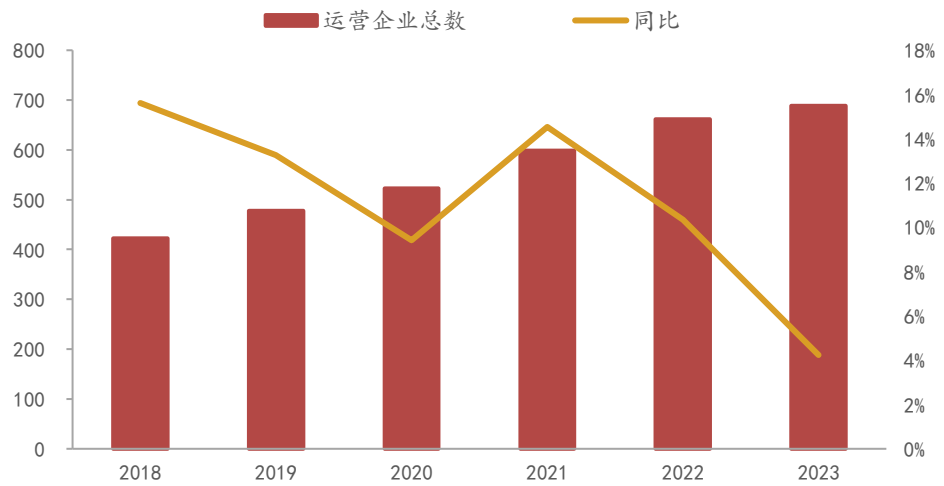
图17.2023年中国跑道机场最多（个）



数据来源：GAAIP通用机场信息平台、财通证券研究所

通航运营企业加速入局，头部效应明显。通航市场吸引了众多企业入局，2023年中国通航运营企业数量达到689家，2018-2023年CAGR为10.30%。低空经济运营具有高壁垒，即运营资质，资质壁垒高，对于运营商运营能力要求较高，全国约有80%以上的通航企业规模小，处于起步阶段，盈利能力较弱；少数公司凭借技术资源、人才资源、航线资源等优势，在国内低空运营市场市占率较高，盈利能力较强。公司作为亚洲最大的民用通航企业，在低空经济发展中具备技术、经验等先发优势。

图18.中国通航运营企业数量增加(个)



数据来源：南航通航招股说明书、新华社、财通证券研究所

表2.南航通航与中信海直数据对比

代表性指标	南航通航(2022)	中信海直(2022)
运营直升机数量(架)	29	86
飞行员数量(人)	129	209
飞行员人机比	4.45	2.43

数据来源：南航通航招股说明书、公司年报、财通证券研究所

### 2.3 政策&产业齐发力，低空经济市场加速发展

**政策端：顶层政策支持，补贴范围有望扩大。2010-2020年间，低空空域管理持续改革。**根据国务院、中央军委2010年发布的《关于深化低空空域管理体制改革的意见》，2011年前处于规划阶段，探索低空空域管理改革，试点仅在部分地区进行；2011~2015年底处于推广阶段，在全国推广改革试点。2016~2020年处于深化阶段，进一步深化改革，使低空空域管理体制机制更加先进合理、完备可靠。随着低空空域管理成熟，2021年《国家综合立体交通网规划纲要》，首次将低空经济纳入了发展规划。

图19.低空经济发展规划



数据来源：中国政府网、财通证券研究所

**低空经济加速，政策陆续推出。**2023年底中央经济工作会议明确提出打造低空经济等若干战略新兴产业；2024年2月，中央财经委员会第四次会议强调鼓励发展

与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式；2024年“两会”上，政府工作报告提出要积极打造低空经济等新增长引擎，这是低空经济首次写入政府工作报告；2024年3月，工信部等四部门联合印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》，正式提出低空经济发展目标：2027年基本完善通用航空公共服务装备体系，以无人化、电动化、智能化为技术特征的新型通用航空装备，在城市空运、物流配送、应急救援等领域实现商业应用。2030年通用航空装备全面融入人民生活各领域，成为低空经济增长的强大推动力，形成万亿级市场规模。

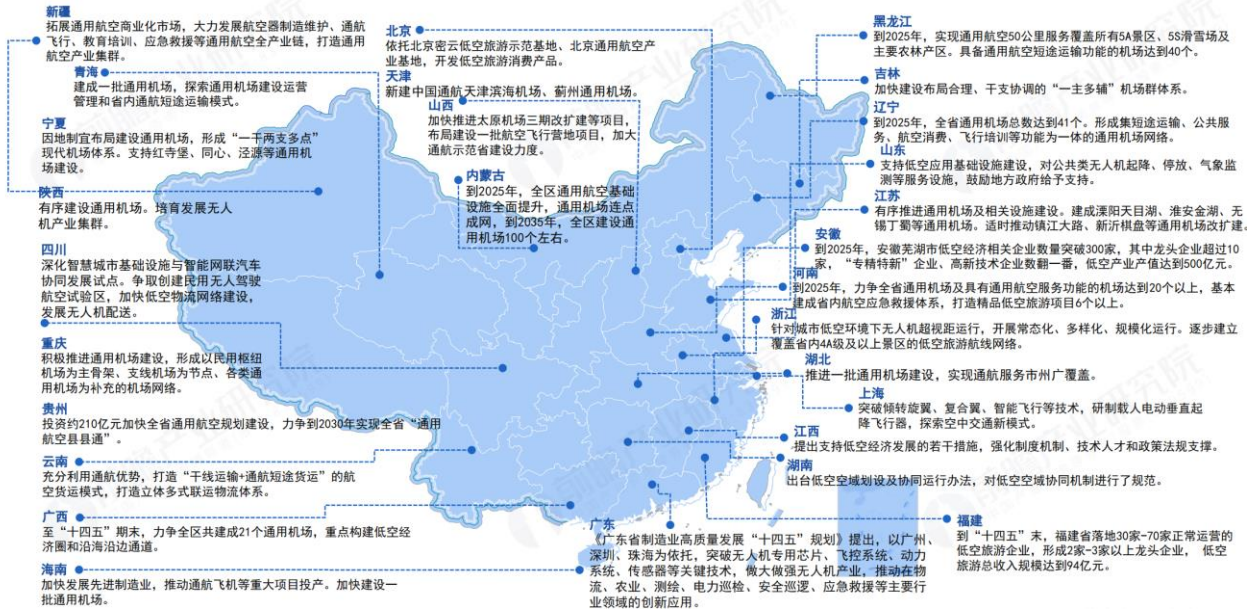
**表3.低空经济顶层政策**

时间	部门/提出时机	要点
2023年12月	中央经济工作会议	打造低空经济等若干战略性新兴产业
2024年2月	中央财经委员会会议	强调鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式
2024年3月	两会“全国人民代表大会”、“中国人民政治协商会议”	政府工作报告提出要积极打造低空经济等新增长引擎，低空经济首次写入政府工作报告
2024年3月	工信部等四部门联合印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》	<p><b>1) 2027年基本完善通用航空公共服务装备体系</b>，以无人化、电动化、智能化为技术特征的新型通用航空装备，在城市空运、物流配送、应急救援等领域实现商业应用。</p> <p><b>2) 2030年通用航空装备全面融入人民生活各领域</b>，成为低空经济增长的强大推动力，形成万亿级市场规模。</p>

数据来源：中国政府网、《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》、财通证券研究所

**地方政府支持跟进，培育当地低空经济优势产业。**随着顶层政策持续支持，地方政府深圳宝安、龙华、龙岗等区发布支持政策，后续市交通局等7部门联合发布支持低空经济高质量发展若干措施，诸多省份相继制定了低空经济的发展规划，培育当地低空经济优势产业。补贴政策方面，目前低空经济补贴主要是广州、深圳、武汉、苏州等地提出，主要补贴方向是起降点设施建设、航线开设、适航取证等。地方补贴彰显政府执行态度，其他省份甚至国家未来有望增加补贴，扩大补贴范畴，助力低空经济产业发展。

图20.各地低空经济政策梳理



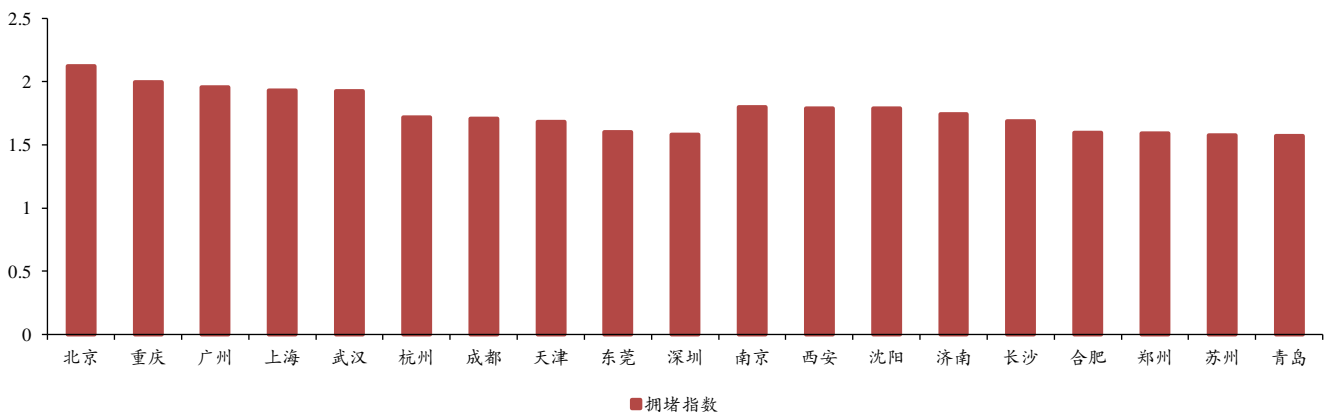
数据来源: 前瞻产业研究院、财通证券研究所

### 2.3.1 产业端: 五大因素驱动低空经济腾飞

驱动因素一: 地面交通拥堵问题突出, 中国空域资源待挖掘

城市地面交通拥堵问题严重, 且逐年提升。根据《2023年度中国城市交通报告》, 2023年, 10个超大城市的通勤高峰交通拥堵指数平均值为1.8239, 9个特大城市的通勤高峰交通拥堵指数平均值为1.683。且交通拥堵难题连年升级, 百城中86%的城市2023年度通勤高峰交通拥堵指数同比2022年上涨, 平均涨幅为7.17%, 最大涨幅为26.92%。

图21.2023年超大城市及特大城市通勤高峰交通拥堵指数较高



数据来源: 百度地图《中国城市交通报告》、财通证券研究所

Ps: 通勤高峰交通拥堵指数代表工作日早晚高峰时段, 实际行程时间与畅通行程时间的比值

中国空域资源有待发掘。根据飞行邦测算, 我国全空域飞行密度约为1.39飞行小时/平方公里, 约为美国30.2%, 欧洲的48.4%。我国军民航飞行总量不到美国的

1/3 和欧洲的 1/2，我国空域整体利用率较低，目前我国低空空域资源尚未完全挖掘，有必要大力发展低空经济。

**驱动因素二：eVTOL 具备经济可行性**

eVTOL 在实际应用中时间效率更高，具备经济可行性。根据《客运 eVTOL 应用与市场》，以上海临港到虹桥交通枢纽路线为例，以中间运行时间为例固定线路 eVTOL 仅 20 分钟到达，出租车交通耗时 90-120 分钟，地铁用时 150 分钟；费用上，eVTOL（四座）297 元，专车 511 元，出租车 280 元，地铁 11 元。eVTOL 的时间效率为出租车的 4.76 倍，单人出行成本与出租车相当，时间效率更高，经济性更强。同时，受益于用时短，eVTOL 将对汽车、地铁等传统交通方式形成很好的补充。

图22. 上海临港到虹桥交通枢纽 eVTOL 出行路线（红色）



数据来源：《客运 eVTOL 应用与市场白皮书》、财通证券研究所

**驱动因素三：三电系统全球领先，自动驾驶技术逐步成熟**

eVTOL 驾驶层面从“辅助人类飞行员（有人驾驶）->与人类飞行员联合（辅助驾驶）->自动驾驶（无人驾驶）”过渡。根据 EASA，无人驾驶主要分为三级：辅助人类飞行员（VL1）、与人类飞行员联合（VL2）、以及自主智能（VL3）。目前我国新能源汽车已逐步达成 L3 水平，硬件方面激光类等系统也十分完善，具备逐步实现 VL2 级别的无人驾驶技术。同时，随着中国新能源汽车发展，VL3 级别的真正的无人驾驶 eVTOL 也有望加速实现。

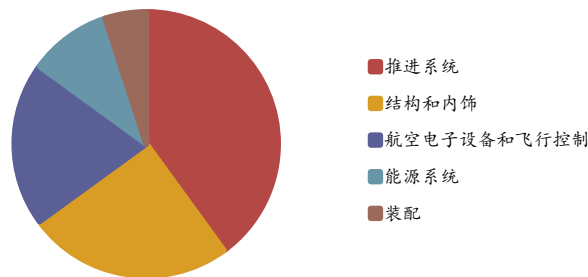
表4.eVTOL 无人驾驶发展阶段

智能驾驶阶段	对应新能源汽车	eVTOL 需要达成状态	硬件	达成时间
辅助人类飞行员 (VL1)	L1 和 L2	可以帮助驾驶员完成飞行准备、飞行控制、辅助决策等基本功能, 仅作为驾驶员的助手	无需	2025 年
与人类飞行员联合 (VL2)	L3 和 L4	智能系统完成绝大部分操作, 驾驶员平时仅作为监督者存在	除了强大的空中交通管理系统之外, 可能需要与 L3 自动驾驶类似的传感器和硬件系统	2030 年
自主智能 (VL3)	L5	系统必须能够对可能导致事故的所有异常情况进行决策和处理	强大的空中交通管理系统, 传感器和硬件系统均已完备	2035 年后

数据来源: EASA、财通证券研究所

**三电系统价值量高, 中国技术领先。**根据《Lilium business plan》的成本拆分口径, eVTOL 中三电系统, 即能源系统 (电池) + 推进系统 (电机、电控及部分电池部件) 占比 50%, 可见三电系统对 eVTOL 的重要程度。受益于中国新能源汽车发展, 国内三电系统技术发展迅速, 领先全球, 成熟的三电技术为中国低空经济发展打下基础。

图23.2024 年 eVTOL 成本拆分



数据来源: Lilium business plan、Management estimates、财通证券研究所

#### 驱动因素四: 飞行器标准落地, 全球首证已颁发

**中国无人机法律法规逐步完善, 为 eVTOL 规模化打基础。**2024 年 1 月 1 日起, 国务院、中央军事委员会颁布的《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》开始施行, 针对微型、轻型、小型、中型和大型无人机, 提出了申请、禁止行为、法律责任等相关要求。

**eVTOL 适航取证标准已经落地，全球首证已在中国颁发。**根据不同功能，中国飞行器适航标准分别为型号合格证（TC）/生产许可证（PC）/适航许可证（AC），分别证明民航产品是否符合适航规章和环境保护要求/质量系统是否合格/是否能够处于安全可用状态。2023 年 10 月，中国民航局向亿航智能颁发 EH216-S 型无人驾驶航空器系统型号合格证（TC），这是全球首张无人驾驶的载人电动垂直起降航空器（eVTOL）型号合格认证。

**表5.适航取证内容**

功能	具体情况
型号合格证 TC	用以证明民用航空产品符合相应适航规章和环境保护要求的证件。
生产许可证 PC	已建立了一整套的用于航空器生产的质量系统，能够确保其生产的每一架航空器及其零部件均能符合经批准的设计，并处于安全可用状态。
适航许可证 AC	中国民航局认为这架飞机(只是指这一架)符合经批准的设计，且处于安全可用状态。

数据来源：中国民航局、财通证券研究所

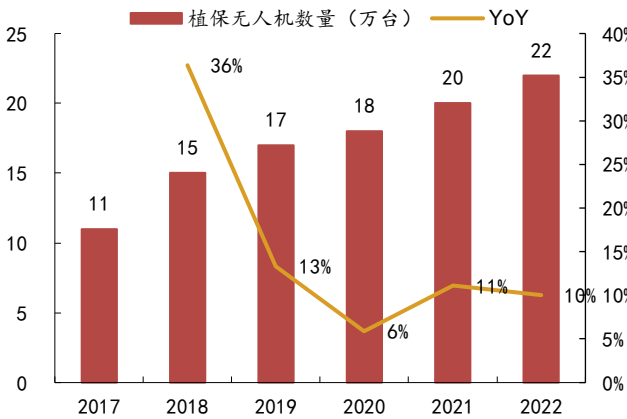
**驱动因素五：低空经济与下游应用适配度高，应用场景在丰富**

**低空经济可与农业、物流、医疗、旅游、短途通勤等多个下游产生关联**

**1) 低空经济+农业：初具规模，持续发展。**植保无人机应用广泛，2022 年销量达 22 万台，能够进行植被保护、实现播种、施肥、灭虫等应用，精准施药，高效安全，规模作业 120-150 亩/小时，效率比常规喷洒至少高出 100 倍。

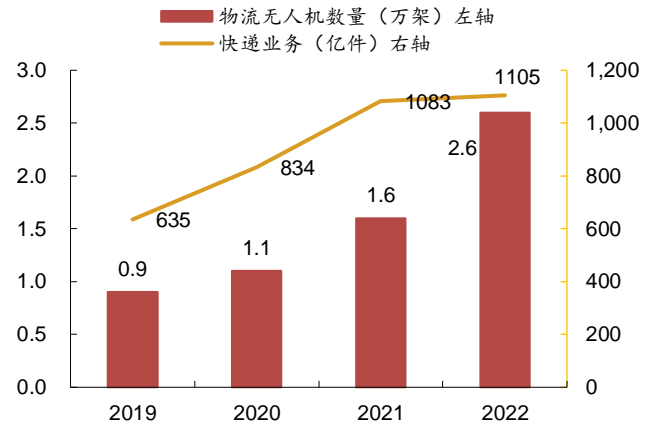
**2) 低空经济+物流/外卖：顺丰、美团、京东等龙头企业齐布局。**随着物流业务快速发展，2022 年快递业务已达 1105 亿件数，物流无人机仅 2.6 万架，物流无人机占比仅为 4%，具有很大的发展空间。随着顺丰、美团、京东等龙头企业的布局，“低空经济+物流”有望加速放量。

图24.2017-2022 年植保无人机数量及增长率



数据来源：前瞻产业研究院、财通证券研究所

图25.2019-2022 年物流无人机及快递数量齐升



数据来源：前瞻产业研究院、财通证券研究所

**3) 低空经济+医疗救援：节省时间，成本比直升机更低。** 以南通启东人民医院到上海瑞金医院的院间转运为例，从时间上看，直线飞行时间约 25 分钟，地面交通耗时至少 100 分钟，至少能节约 75 分钟，且 eVTOL 飞行高度较低，运行平稳，将极大降低病患在转运途中健康安全的风险。从成本上看，eVTOL 的执行成本仅为直升机的 10.5%，且噪音较小，更加适配城市应用场景。海外 Volocopter、空客 CityAirbus 及国内沃兰特均有布局。

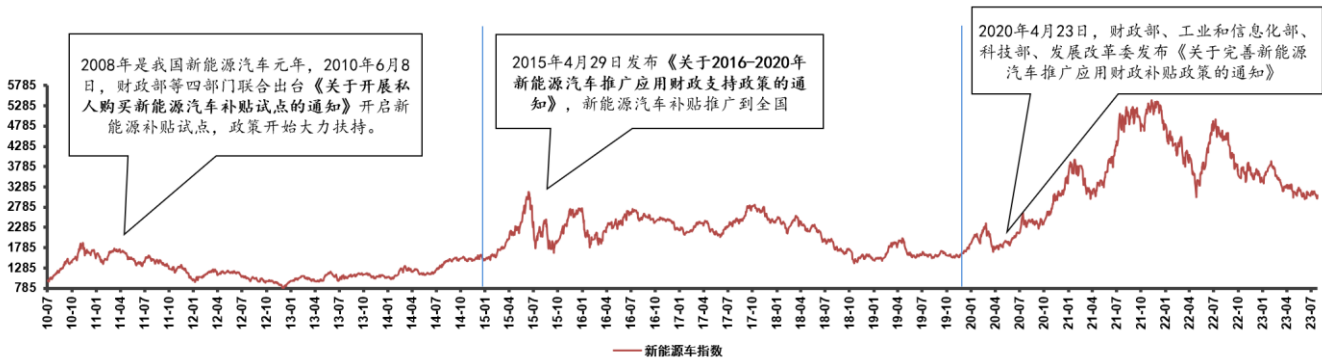
**4) 低空经济+旅游：替代直升机。** 目前 eVTOL 才开始商业化，eVTOL 的低空旅游以局部示范为主，例如深圳市市内或城际间，eVTOL 运行成本降低，未来有望凭借性价比优势替代直升机。

**5) 低空经济+短途通勤：eVTOL 空中出租车正式交付。** 目前 eVTOL 已经有示范运营线路，例如深圳珠海的示范航线等，短途通勤的场景逐渐铺开。

## 2.4 市场空间：2030 年中国低空经济市场规模有望达 2 万亿元

**低空经济处于早期产业发展阶段。** 类似新能源车产业经历了初创期（商用车推广政策）、成长期（国家新能源车补贴政策）、龙头初创期（补贴退坡后供需矛盾）三个阶段，早期政策补贴在产业发展中起了至关重要的引导和助推作用。目前时点，低空经济正处于产业化初期，相关产业链已形成雏形，国家将其定义为战略性新兴产业，并开始大范围支持其发展。对应到新能源汽车行业 2015 年前态势，此后补贴全面铺开，行业关注度攀升，产业链不断完善。

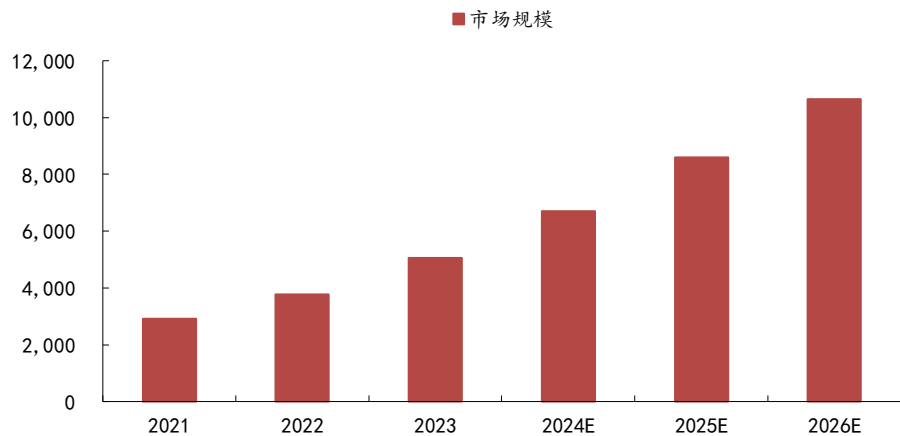
图26.新能源车指数及发展阶段



数据来源：wind，中国政府网、财通证券研究所

2030 年全球/中国低空经济市场规模有望达 10 万亿元/2 万亿元。根据民用航空局发布数据，以 eVTOL 为核心的低空经济市场规模到 2030 年有望达到 2 万亿元。同时，低空基建、低空通信系统等行业先行，赛迪顾问发布的《中国低空经济发展研究报告（2024）》显示，预计到 2026 年，低空经济规模有望突破万亿元。根据保时捷管理咨询，到 2030 年中国市场占全球低空经济市场 25%，则 2030 年全球市场有望实现 10 万亿元规模。

图27.中国低空经济市场规模增加（亿元）



数据来源：赛迪顾问、保时捷咨询、财通证券研究所

### 3 传统业务基本盘稳固，低空运营服务蓄势待发

#### 3.1 机队、机场、飞行员和通航经验技术领先

公司运营亚洲最大的直升机组。截止 2024 年中报，公司拥有先进型号直升机 93 架，其中无人机 11 架，直升机组规模位居亚洲榜首，飞行员 203 人，对比同期南航通航，直升机 34 架，飞行员 129 人。公司主力机型均系当今世界最新机型：包括欧直超美洲豹系的 EC225 型、AS332 型，美国西科斯基 S92 型等。这些机型

为公司通航业务构建坚实护城河，确保较高的运输效率，并提升安全性和适应性，为客户提供可靠、高效的航空服务。

**表6.公司部分机型主要参数**

机型	AS332L1	EC225	EC155B\B1	西科斯基 S92A	AS365N 海上型海豚	H410
载客数(人)	19	19	12	19	8	4
最大起飞总重	8600 公斤	11000 公斤	4920 公斤	12020 公斤	4000 公斤	1400 公斤
最大速度	310 公里/小时	328 公里/小时	324 公里/小时	313 公里/小时	320 公里/小时	324 公里/小时
标准航程	880 公里	1125 公里	840 公里	960 公里	870 公里	660 公里
续航时间	3.7 小时	4.45 小时	3.1 小时	3.7 小时	3.0 小时	3 小时 50 分

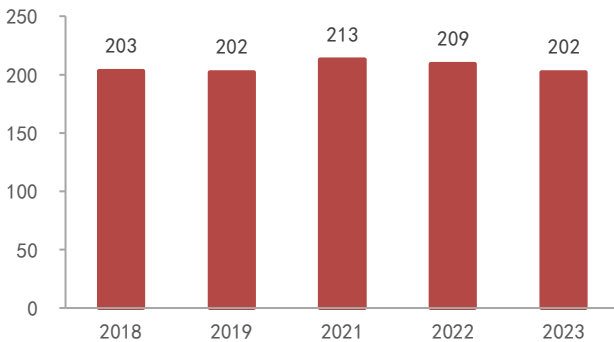
数据来源：公司官网，财通证券研究所

**机场覆盖三大海域。**公司总部位于深圳，并设有天津、上海、湛江、浙江、海南 5 个分公司。建有深圳南头、湛江坡头、海南东方、天津塘沽等 4 个直升机场；主运营基地及主维修基地设在深圳南头直升机场。配套设施方面，公司机场和维修基地就近配套，有助于提高航空器运营效率、提升航空安全，同时公司在南北极均有作业区，成为国内首家也是唯一一家在海外开展作业的通航企业。

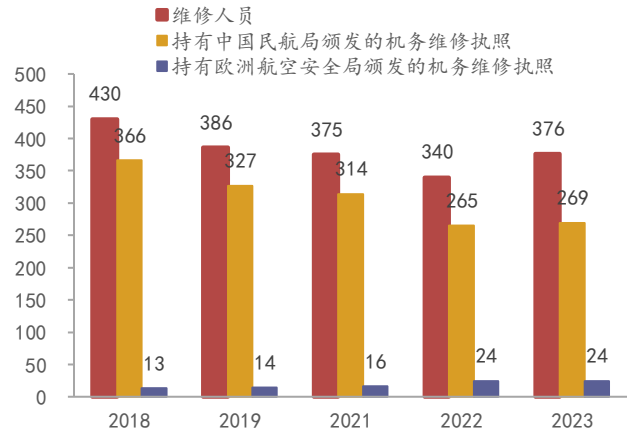
**图28.公司机场和维修基地分布**


数据来源：公司官网、财通证券研究所

**公司专业队伍技术精湛、经验丰富。**公司飞行员中有持有英国民航局的 JAA、美国民航局的 FAA 等国际飞行执照，另聘用部分持有 JAA 执照外籍飞行员，机长平均飞行小时在 7000 以上；机务人员有一批获得了欧洲航空安全局（EASA）颁发的机务维护执照，具有多年的使用机型维护经验和直升机维修资质；航务保障人员具有通讯、气象、航管等资质及保障能力。2024 年中，公司拥有飞行人员 203 名，维修人员 424 名，合计占公司人员总数的 54%。

**图29.公司飞行人员数量（人）**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

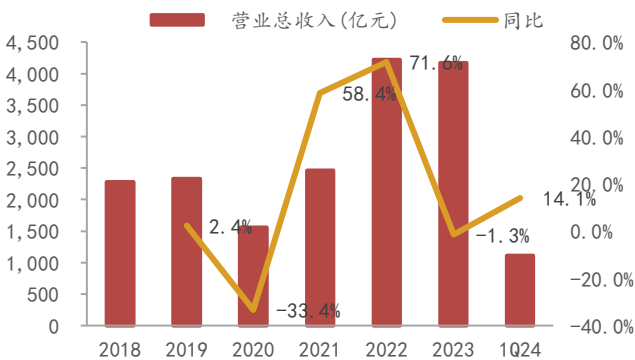
**图30.公司维修人员数量（人）**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

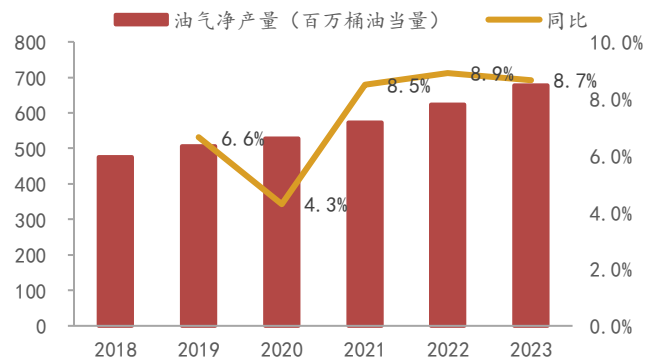
**通用航空技术经验领先，创造连续 20 年安全飞行记录。**公司先进的直升机队伍，完善且配套的机场、维修基地，以及庞大的专业化飞行和维修人才队伍，为公司构建出坚固的通航飞机技术+运营护城河。截至 2023 年末，公司累计安全飞行时间已逾 50 万小时，占国内通用航空飞行总量的比重超过 35%。

### 3.2 海上石油服务蓬勃发展，打造低空经济第二增长曲线

**第一大客户中海油向深海远海开发，公司有望充分受益。**公司的核心业务为海上油气服务，中海油作为公司第一大客户，其销售额占公司营收总额的 67.66%，公司与中海油深度绑定。2017-2023 年中海油油气净产量稳步提升，从 2017 年的 470.2 百万桶油当量增加至 2023 年的 678 百万桶油当量，6 年间的 CAGR 达到 +6.3%。2024 年第一季度，中海油开辟了海上超深层油气勘探新领域，伴随中海油对海洋油气产量和勘探力度的加大，中信海直海洋油气服务增长确定性强。

**图31.中海油营业收入及增速**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

**图32.中海油油气净产量及增速**


数据来源：公司公告，财通证券研究所

**公司开启低空多场景运营，深度培育 to C 端市场。**中信海直作为低空经济的下游运营企业，具备传统服务领域的强运营优势。目前，公司已在下游开展多种类多场景的服务，包括在综合保障方面涉足智能管控系统开发、通用航空飞行器的空

中指挥管理、培训等领域，以及在运营服务方面开展城际游览、短途摆渡飞行等服务。目前，中信海直深圳分公司已开通直升机空中观光航线。短途运输和科普研学等“空游+”业务也在紧锣密鼓的上线中，并且依托大湾区的优势积极推进跨境运输航线。

图33.中信海直空中游览和城际航线业务



数据来源：中信海直微信小程序、财通证券研究所

**推动 eVTOL 商业化进程，打造低空经济运营场景。**2023 年 11 月，公司与推出全球首架 eVTOL 喷气式飞机的德国开发商 Lilium 签署合作备忘录 (MoU)，在中国建立 eVTOL 运营网络。2024 年 4 月 30 日，公司与吉利沃飞长空签署战略合作，将围绕低空出行、空中旅游、应急救援等业务进行密切合作，共同推进 eVTOL 商业化进程。未来,公司还将依托在通航领域的维修优势，向产业链上游的航空器部件制造加工等方向切入，并持续探索向产业链上下游延伸拓展，从而成为通用航空综合服务提供商。

图34.公司与沃飞长空战略合作协议签署现场



数据来源：中国民航网、财通证券研究所

### 3.3 通用机场建设&空管收费，打开低空经济成长空间

**全国加强通航机场建设，为公司带来发展机遇。**根据“十四五”通用航空发展专项规划，2025年我国通航机场将达到500个，五年CAGR为+8.1%。各地均加快通用航空机场建设的步伐，其中，海南规划2025年通航机场数量达到10个，五年CAGR为20.1%；云南达到36个，五年CAGR为38.8%；安徽和广西计划2025年分别达到30和21个，年复合增速均超过70%。通用机场建成后，需要通用航空公司来飞行，因此具备庞大机队资产的中信海直将会成为重点合作的伙伴之一，公司业绩增长的确定性强。

表7.全国及部分省份（自治区）“十四五”期间通航机场建设规划（个）

	2020	2025	CAGR		2020	2025	CAGR
全国	339	500	8.1%	广西	1	21	83.8%
海南	4	10	20.1%	广东	9	32	28.9%
云南	7	36	38.8%	浙江	11	20	12.7%
河南	6	15	20.1%	西藏	0	14	-
安徽	2	30	71.9%	河北	10	14	7.0%

数据来源：《“十四五”通用航空发展专项规划》、各地政府文件、财通证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司依托在通用航空运营行业的竞争优势，开展通用直升机运营和低空通航运营，两项业务均处于发展期，公司在客户服务能力，飞行小时数，直升机数量和飞行人员数量均处于行业领先位置，中信海直的主营业务是通用航空运营服务，

属于低空经济的应用层企业，具备传统服务领域的强运营优势，在低空经济运驱动下，伴随空域改革持续深化，低空消费市场将被充分激活，公司有望步入高增长。

我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 22.09、24.43、27.79 亿元，归母净利润 2.79、3.12、3.72 亿元，对应 PE 分别为 43/39/32 倍。

- 1) 通用航空运输业务：公司处于通航服务第一梯队，盈利能力行业领先，与中海油有良好的合作关系；受益于中海油和大客户的发展，预计 2024-2026 年营收分别为 2166.90/2400.00/2734.80 百万元，毛利率分别为 25.32%/25.83%/26.14%。
- 2) 航空维修业务：公司航空维修业务为配套业务，随着通航飞机架数的增加，维修的费用也随之增加，预计 2024-2026 年航空维修业务的营业收入分别为 42.08/43.19/44.47 百万元，毛利率分别 4.94%/4.96%/4.98%。
- 3) 融资租赁业务：在公司营收中占比少于 1%，此部分业务非主营业务，后续可能会进一步缩小，预计 2024-2026 年此部分基本不贡献收入。

表8.公司收入拆分及预测（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	1798.12	1969.71	2208.98	2443.19	2779.27
yoy		9.54%	12.15%	10.60%	13.76%
毛利率	19.78%	21.15%	24.93%	25.46%	25.80%
通用航空运输	1717.31	1930.23	2166.90	2400.00	2734.80
yoy		12.40%	12.26%	10.76%	13.95%
毛利率	21.45%	21.51%	25.32%	25.83%	26.14%
航空维修	27.12	39.37	42.08	43.19	44.47
yoy		45.17%	6.88%	2.64%	2.96%
毛利率	-46.55%	3.67%	4.94%	4.96%	4.98%
融资租赁业	53.69	0.11	0	0	0
yoy		-99.80%	-100.00%	0	0
毛利率	15.74%	15.00%	0	0	0

数据来源：wind，财通证券研究所

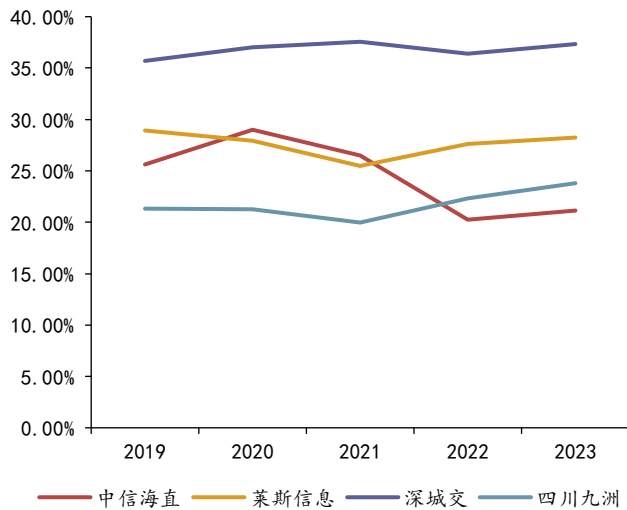
可比公司估值与投资建议：根据业务相似性原则，我们选取公司主营业务为低空经济相关产业，跟空航有关的上市公司进行比较，选取莱斯信息、深城交、四川九洲。

- 1) 莱斯信息：公司源于中电科 28 所，主营业务为民航空中交通管理、城市道路交通管理以及城市治理等行业的信息化需求，提供指挥控制技术为核心的指挥信息系统整体解决方案和系列产品，主要产品形态为大型电子信息系统，同时提供部分配套的专用硬件设备，随着低空经济的发展，公司业务有望快速增长。

- 2) 深城交：公司业务主要聚焦于城市交通领域，以交通大数据分析为基础，为客户提供城市交通整体解决方案，具体业务包括规划咨询、工程设计和检测、大数据软件及智慧交通等。公司是深圳低空经济的重点单位，主要服务市区各级政府，包括低空经济规划、政策制定、产业发展、软硬件设计及集成交付等环节，规划设计覆盖全市的智能融合系统软件平台，包括低空操作管理和服务系统及相关配套设施。
- 3) 四川九洲：公司是一家以智能终端、空管产品、微波射频为主营业务的专业化公司，产品主要集中于空管、监视、通信、导航等业务范围。其中九洲空管主要经营空管业务，公司在主营业务领域均掌握了领先的关键技术，成为国内领先的电子信息设备和服务供应商。

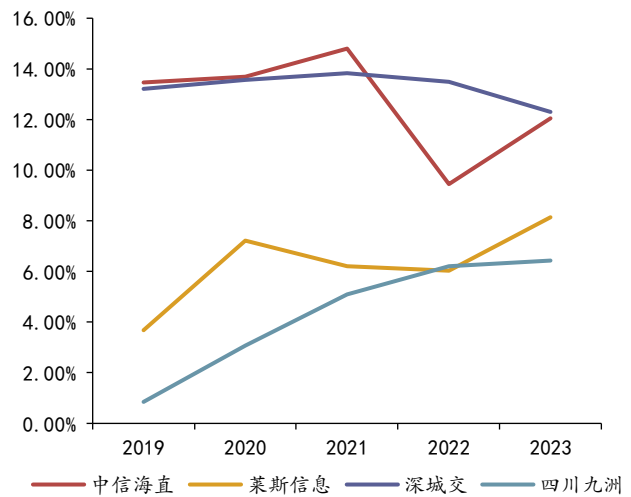
我们对可比公司的盈利能力进行了比较，可比公司销售毛利率均在 20% 以上，其中深城交毛利率最高，稳定在 35% 以上，主要系公司规划咨询和工程设计与检测毛利率较高均超过 40% 以上，其次智慧交通业务毛利率在 22% 以上；销售净利率方面，中信海直与深城交处于可比公司中领先水平，主要原因系中信海直费用率控制较好；其次深城交虽然费用率最高，但是毛利率高，所以盈利能力处于领先水平。

图35.可比公司销售毛利率



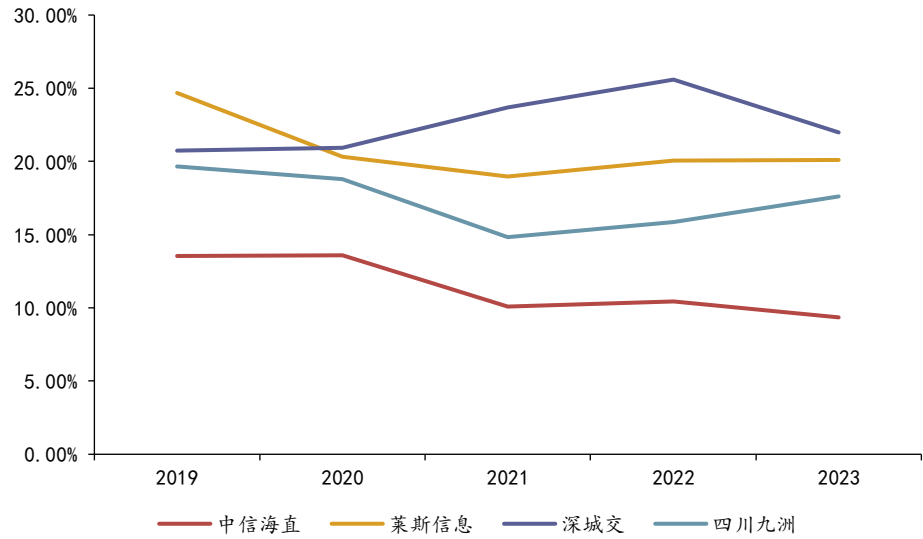
数据来源：wind，财通证券研究所

图36.可比公司销售净利率



数据来源：wind，财通证券研究所

图37.可比公司费用率



数据来源: wind, 财通证券研究所

表9.可比公司估值比较

可比公司	当日股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
莱斯信息	53.16	87	0.73	0.81	1.02	1.31	1.64	-	43.62	51.89	40.70	32.46
深城交	29.35	119	0.77	0.52	0.45	0.53	0.65	30.87	44.20	65.95	54.99	45.26
四川九洲	8.54	87	0.19	0.20	0.24	0.31	0.37	33.69	39.31	35.68	27.60	22.91
平均									42.38	51.17	41.10	33.54
中信海直	14.11	109	0.25	0.31	0.36	0.40	0.48	29.12	28.39	43.16	38.64	32.39

数据来源: Wind, 财通证券研究所 (可比公司盈利来自 Wind 一直预期, 参考日期为 2024 年 9 月 24 日)

## 5 风险提示

- 1、低空经济政策不及预期:** 中央经济报告和各地地方政府陆续出台了许多低空经济领域政策, 如果后续政策和相关产业发展进度不及预期, 可能会对低空经济行业的发展产生不利影响。
- 2、客户结构单一:** 公司客户结构存在单一的风险, 中海油是公司的第一大客户, 占公司销售额约 70%, 若产业政策、行业发展、客户结构等发生变化, 将对公司的经营产生较大影响。
- 3、成本上升超预期:** 公司主要成本是飞机等固定资产和人员工资费用, 如果飞机折旧过快, 人员工资上涨超预期, 对公司的盈利也会产生不利影响。

4、**大股东限售股解禁**：2021年1月6日，公司非公开发行169699717股，发行价格6.50元/股，募集资金总额1103048160.50元，本次限售股份上市流通日期为2024年9月9日，本次限售股上市流通数量65555001股，占公司总股本比例8.45%，本次减持限售股东1家，需要注意股东减持股份对公司股价的影响。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1798.11</b>	<b>1969.71</b>	<b>2209.00</b>	<b>2443.00</b>	<b>2779.00</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1433.95	1552.95	1658.00	1821.00	2061.00	营业收入增长率	7.0%	9.5%	12.1%	10.6%	13.8%
营业税费	3.40	3.16	3.53	4.40	5.00	营业利润增长率	-31.3%	47.0%	19.1%	10.2%	19.3%
销售费用	13.81	9.87	13.25	15.15	16.95	净利润增长率	-21.2%	23.1%	16.7%	11.7%	19.3%
管理费用	120.39	138.18	156.40	171.50	183.41	EBITDA 增长率	-9.9%	11.6%	3.2%	7.3%	11.1%
研发费用	15.32	7.91	39.76	47.88	43.91	EBIT 增长率	-20.6%	15.0%	20.3%	10.3%	18.7%
财务费用	37.70	28.24	7.99	9.29	8.71	NOPLAT 增长率	-16.4%	5.3%	24.2%	11.7%	18.7%
资产减值损失	-24.67	-0.41	-23.00	-34.18	-38.34	投资资本增长率	-1.7%	-3.0%	5.6%	5.4%	5.5%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	3.4%	2.1%	4.2%	4.5%	5.1%
投资和汇兑收益	1.73	0.63	1.33	1.47	2.22	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>205.83</b>	<b>302.66</b>	<b>360.52</b>	<b>397.26</b>	<b>473.92</b>	毛利率	20.3%	21.2%	24.9%	25.5%	25.8%
加:营业外净收支	0.08	11.80	0.04	0.07	0.11	营业利润率	11.4%	15.4%	16.3%	16.3%	17.1%
<b>利润总额</b>	<b>205.92</b>	<b>314.46</b>	<b>360.56</b>	<b>397.33</b>	<b>474.03</b>	净利率	9.5%	12.1%	12.7%	12.8%	13.5%
减:所得税	35.94	76.86	79.32	83.44	99.55	EBITDA/营业收入	37.2%	37.9%	34.9%	33.9%	33.1%
<b>净利润</b>	<b>194.23</b>	<b>239.12</b>	<b>278.96</b>	<b>311.63</b>	<b>371.68</b>	EBIT/营业收入	14.8%	15.5%	16.7%	16.6%	17.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	1440.95	1235.50	1629.24	2045.62	2371.87	固定资产周转天数	433	429	396	334	275
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>161</b>	<b>164</b>	<b>165</b>	<b>161</b>	<b>156</b>
应收账款	985.79	943.07	978.10	1140.07	1312.31	流动资产周转天数	636	521	497	530	538
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	182	176	157	156	159
预付账款	52.97	73.83	69.64	80.12	88.62	存货周转天数	72	69	74	72	64
存货	296.05	297.07	388.46	342.98	386.64	总资产周转天数	1309	1166	1057	1013	944
其他流动资产	55.94	121.79	121.79	121.79	121.79	投资资本周转天数	1180	1052	950	906	840
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	3.9%	4.7%	5.2%	5.6%	6.4%
长期股权投资	0.61	0.43	0.23	0.05	0.04	ROA	3.0%	3.8%	4.2%	4.4%	5.0%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	3.8%	4.1%	4.8%	5.1%	5.7%
固定资产	2188.83	2509.56	2345.21	2193.67	2057.54	费用率					
在建工程	463.95	95.69	106.29	124.29	147.29	销售费用率	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
无形资产	86.83	83.17	82.69	81.09	79.91	管理费用率	6.7%	7.0%	7.1%	7.0%	6.6%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用率	2.1%	1.4%	0.4%	0.4%	0.3%
<b>资产总额</b>	<b>6463.70</b>	<b>6299.44</b>	<b>6673.90</b>	<b>7069.18</b>	<b>7507.23</b>	三费/营业收入	9.6%	8.9%	8.0%	8.0%	7.5%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	116.50	127.37	151.06	157.67	183.20	资产负债率	20.8%	17.0%	18.4%	19.5%	20.3%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	26.2%	20.5%	22.5%	24.2%	25.5%
其他流动负债	39.97	34.92	34.92	34.92	34.92	流动比率	4.42	4.81	5.27	5.51	5.63
长期借款	239.26	1.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.74	3.86	4.23	4.62	4.75
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	6.04	9.56	14.94	13.00	13.29
<b>负债总额</b>	<b>1342.46</b>	<b>1069.87</b>	<b>1226.16</b>	<b>1378.35</b>	<b>1526.37</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	201.61	127.72	129.99	132.25	135.06	DPS(元)	0.07	0.08	0.08	0.09	0.11
股本	775.77	775.77	775.77	775.77	775.77	分红比率	0.32	0.21	0.23	0.23	0.23
留存收益	2167.07	2355.77	2571.67	2812.49	3099.72	股息收益率	0.9%	0.9%	0.5%	0.6%	0.7%
<b>股东权益</b>	<b>5121.23</b>	<b>5229.57</b>	<b>5447.74</b>	<b>5690.83</b>	<b>5980.87</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	0.25	0.31	0.36	0.40	0.48
净利润	194.23	239.12	278.96	311.63	371.68	BVPS(元)	6.34	6.58	6.85	7.17	7.54
加:折旧和摊销	403.22	440.74	402.47	420.75	436.11	PE(X)	29.1	28.4	43.2	38.6	32.4
资产减值准备	36.73	10.42	23.00	34.18	38.34	PB(X)	1.1	1.3	2.3	2.2	2.1
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	47.42	28.11	24.67	31.28	36.32	P/S	3.1	3.5	5.5	4.9	4.3
投资收益	-1.73	-0.63	-1.33	-1.47	-2.22	EV/EBITDA	7.4	8.1	14.2	12.8	11.3
少数股东损益	-24.26	-1.52	2.28	2.26	2.81	CAGR(%)					
营运资金的变动	-15.62	-112.76	-117.09	-94.22	-198.45	PEG	—	1.2	2.6	3.3	1.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>594.91</b>	<b>583.18</b>	<b>609.99</b>	<b>704.35</b>	<b>684.48</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-551.14</b>	<b>-212.42</b>	<b>-227.53</b>	<b>-265.88</b>	<b>-297.46</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-416.95</b>	<b>-585.08</b>	<b>10.97</b>	<b>-22.09</b>	<b>-60.77</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 09 月 24 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。