

优化外贸运力部署，高度重视现金分红

投资要点

- **事件：**中谷物流公布 2024 年年报以及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 112.6 亿元，较上年同期下滑 9.5%，其中水运业务收入 90 亿元，较上年同期下滑 11%，陆运业务收入 22.4 亿元，较上年同期下滑 3.7%。2025 年一季度实现营收 25.7 亿元，同比下降 7.8%。2024 年全年公司实现归母净利润 18.4 亿元，归母净利率为 16.3%，较 2023 年上涨 2.5pp。2025 年一季度公司实现归母净利 5.5 亿元，归母净利率为 21.3%。
- **高度重视现金分红，建立了对投资者持续、稳定、科学的分红回报机制。**2024 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 7.9 元（含税），以此计算合计拟派发现金红利 16.6 亿元（含税），占 2024 年归母净利润的比例为 90.4%，较 2023 年进一步提升 2.3pp。
- **优化运力部署，提升经营效益。**2024 年年中以来，外贸集装箱运价尤其是欧洲航线运价上涨幅度较大，为了更好地适应当前集装箱物流行业的市场情况，公司优化运力部署，增加对外贸市场的运力布局，为公司整体业绩水平打下坚实基础。
- **关税背景下转口贸易增加，小船运价有望进一步增加。**2021-2022 年期间，由于外贸集装箱运输需求的旺盛，出现了内贸运力补充外贸市场的情况，行业运价在此期间持续高位运行，2021-2022 年 PDCI 指数均值分别为 1469、1661 点。2023 年随着外贸集装箱运价回落，内贸集装箱运价也逐步回归常态，2023 年全年均值为 1252 点，2024 年为 1104 点。当前美国对华关税层层叠加，税率已累计至 245%。而在 4 月 9 日表示对其他国家批准实施为期 90 天的暂停措施，在此期间大幅降低对等关税至 10%。通过东南亚等国的转口贸易成为大部分卖家的选择，在此背景下部分内贸集装箱小船能够补充到外贸市场，内贸市场运价有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议：**我们看好公司新增运力释放下，内贸业务量的持续提升，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19、19.9、20.4 亿元，EPS 分别为 0.9 元、0.95 元、0.97 元。同行可比公司 2025 年 PE 估值 16 倍，我们给予公司 2025 年 15 倍 PE，对应目标价 13.5 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动、内贸集装箱运价大幅下跌、运力交付进度放缓等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11258.25	12039.37	12631.80	13218.58
增长率	-9.49%	6.94%	4.92%	4.65%
归属母公司净利润（百万元）	1835.40	1897.40	1985.92	2040.53
增长率	6.88%	3.38%	4.67%	2.75%
每股收益 EPS（元）	0.87	0.90	0.95	0.97
净资产收益率 ROE	16.61%	16.82%	17.17%	17.26%
PE	12	12	11	11
PB	2.05	2.01	1.96	1.92

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn
联系人：杨蕊
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)	21.00
流通 A 股(亿股)	21.00
52 周内股价区间(元)	6.88-10.78
总市值(亿元)	226.39
总资产(亿元)	247.64
每股净资产(元)	5.26

相关研究

1. 中谷物流（603565）：行业运价回归常态，高度重视现金分红（2024-05-14）

盈利预测及估值

关键假设：

- 1) 考虑到公司运力规模的增加，预计 2025-2027 年运输量同比+5%、+5%、+3%；
- 2) 考虑到内贸集运的需求逐步恢复，同时部分内贸小船转向外贸运营，内贸运力供给收紧，运价有望上涨，预计 2025-2027 年 PDCI 同比+8%、+3%、+3%；综合影响下，我们预计公司水运收入同比+8.9%、+6%、+5.6%，受运价上涨影响，同时公司降本增效，毛利率有所增加；
- 3) 我们预计公司陆运业务整体保持稳定，2025-2027 年收入以及毛利率同比不发生重大变化。

表 1：公司分业务收入

(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
水运业务收入	90.0	98.0	103.9	109.8
YoY	-11.0%	8.9%	6.0%	5.6%
陆运业务收入	22.4	22.4	22.4	22.4
YoY	-3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他收入	0.17	0.00	0.00	0.00
收入合计	112.6	120.4	126.3	132.2
YoY	-9.5%	6.9%	4.9%	4.6%
成本合计	95.5	98.8	103.5	108.6
YoY	-10.4%	3.5%	4.7%	4.8%
毛利率	15.1%	17.9%	18.0%	17.9%

数据来源：wind，西南证券

我们看好公司新增运力释放下，内贸业务量的持续提升，同时内贸小船转向外贸运营，内贸运力供给收紧，运价有望上涨，预计公司 2025-2027 年收入分别为 120.4、126.3、132.2 亿元，归母净利润分别为 19、19.9、20.4 亿元，EPS 分别为 0.9 元、0.95 元、0.97 元。

表 2：可比公司估值

公司	代码	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
盛航股份	001205.SZ	16.24	0.73	0.96	1.08	1.24	22	17	15	13
锦江航运	601083.SH	10.81	0.79	0.74	0.72	0.75	14	15	15	14
可比公司估值								16	15	14

数据来源：wind，西南证券整理

考虑公司从事内贸集装箱运输，可比公司较少，故选取航运物流板块公司进行对标，兼顾集运和物流属性。同行可比公司 2025 年 PE 估值 16 倍，我们给予公司 2025 年 15 倍 PE，对应目标价 13.5 元，给予“买入”评级。

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	11258.25	12039.37	12631.80	13218.58	净利润	1839.08	1901.20	1989.90	2044.62
营业成本	9552.69	9884.87	10354.11	10855.02	折旧与摊销	560.08	564.32	573.20	585.79
营业税金及附加	15.22	14.89	16.35	16.73	财务费用	-24.01	-16.28	-13.19	-27.73
销售费用	24.67	29.20	29.16	31.29	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	194.60	204.67	218.53	237.93	经营营运资本变动	193.62	-0.70	104.95	129.17
财务费用	-24.01	-16.28	-13.19	-27.73	其他	-308.08	-230.93	-213.28	-216.71
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2260.69	2217.62	2441.58	2515.14
投资收益	207.19	193.12	200.16	196.64	资本支出	101.29	-300.00	-350.00	-400.00
公允价值变动损益	37.28	18.64	21.75	23.30	其他	644.62	-588.24	-178.10	-80.06
其他经营损益	0.00	400.00	400.00	400.00	投资活动现金流净额	745.92	-888.24	-528.10	-480.06
营业利润	2455.06	2533.78	2648.74	2725.28	短期借款	-250.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	长期借款	406.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	2454.64	2533.37	2648.33	2724.87	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	615.56	632.17	658.43	680.24	支付股利	-1512.05	-1651.86	-1707.66	-1787.32
净利润	1839.08	1901.20	1989.90	2044.62	其他	719.27	-2.80	13.19	27.73
少数股东损益	3.68	3.81	3.98	4.09	筹资活动现金流净额	-636.13	-1654.66	-1694.47	-1759.59
归属母公司股东净利润	1835.40	1897.40	1985.92	2040.53	现金流量净额	2447.86	-325.29	219.02	275.48
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	7769.85	7444.56	7663.57	7939.06	成长能力				
应收和预付款项	540.11	604.99	630.83	658.44	销售收入增长率	-9.49%	6.94%	4.92%	4.65%
存货	51.84	53.64	54.19	57.91	营业利润增长率	7.57%	3.21%	4.54%	2.89%
其他流动资产	5142.90	5983.38	6414.18	6744.69	净利润增长率	6.83%	3.38%	4.67%	2.75%
长期股权投资	1561.66	1561.66	1561.66	1561.66	EBITDA 增长率	4.52%	3.03%	4.12%	2.32%
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	7777.12	7523.74	7311.49	7136.65	毛利率	15.15%	17.90%	18.03%	17.88%
无形资产和开发支出	274.37	263.62	252.86	242.11	三费率	1.73%	1.81%	1.86%	1.83%
其他非流动资产	1646.40	1646.20	1646.01	1645.82	净利率	16.34%	15.79%	15.75%	15.47%
资产总计	24764.24	25081.79	25534.79	25986.32	ROE	16.61%	16.82%	17.17%	17.26%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.43%	7.58%	7.79%	7.87%
应付和预收款项	2999.78	3121.77	3274.76	3428.91	ROIC	17.19%	18.46%	19.16%	19.57%
长期借款	5867.94	5867.94	5867.94	5867.94	EBITDA/销售收入	26.57%	25.60%	25.40%	24.84%
其他负债	4821.91	4787.01	4804.78	4844.85	营运能力				
负债合计	13689.63	13776.72	13947.48	14141.71	总资产周转率	0.47	0.48	0.50	0.51
股本	2100.06	2100.06	2100.06	2100.06	固定资产周转率	1.46	1.62	1.79	1.97
资本公积	3344.67	3344.67	3344.67	3344.67	应收账款周转率	23.05	25.12	24.82	24.82
留存收益	5587.86	5833.40	6111.65	6364.86	存货周转率	139.33	187.43	188.55	188.63
归属母公司股东权益	11051.48	11278.13	11556.39	11809.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.96%	—	—	—
少数股东权益	23.13	26.93	30.92	35.01	资本结构				
股东权益合计	11074.61	11305.07	11587.31	11844.61	资产负债率	55.28%	54.93%	54.62%	54.42%
负债和股东权益合计	24764.24	25081.79	25534.79	25986.32	带息债务/总负债	42.86%	42.59%	42.07%	41.49%
					流动比率	2.20	2.26	2.30	2.33
					速动比率	2.19	2.25	2.29	2.32
					股利支付率	82.38%	87.06%	85.99%	87.59%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	2991.12	3081.83	3208.75	3283.34	每股收益	0.87	0.90	0.95	0.97
PE	12.33	11.93	11.40	11.09	每股净资产	5.26	5.37	5.50	5.62
PB	2.05	2.01	1.96	1.92	每股经营现金	1.08	1.06	1.16	1.20
PS	2.01	1.88	1.79	1.71	每股股利	0.72	0.79	0.81	0.85
EV/EBITDA	5.63	5.57	5.28	5.08					
股息率	6.68%	7.30%	7.54%	7.89%					

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	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	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@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	资深销售经理	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
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn