

2025 年 06 月 09 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 06 日

收盘价（元）	9.80
一年内最高/最低（元）	10.93/6.82
总市值（百万元）	20,580.62
流通市值（百万元）	20,580.62
总股本（百万股）	2,100.06
资产负债率（%）	52.79
每股净资产（元/股）	5.52

资料来源：聚源数据

中谷物流(603565.SH)

——内贸集运物流龙头，内外协同强化盈利韧性

投资要点：

- 内贸集装箱物流龙头，内外贸协同发展。**中谷物流是中国最早专业经营内贸集装箱航运的企业之一，公司业务模式是以水路运输为核心，以标准化集装箱为载体，提供多式联运全程物流服务。2021 年 2 月，公司把握投资时机低点订造 18 艘 4600TEU 集装箱船，为后续成本优势及外贸利润奠定基础。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已运营船舶 111 艘，总运力达 21.3 万 TEU，集装箱船队规模排名全国第二。公司内外贸协同发展，根据市场情况灵活调配内外贸运力，主要以期租租船的方式将自有船转给外贸运营商使用，收益稳定性较高。
- 现金牛+高分红属性突出。**公司现金流与 ROE 长期保持健康水平，盈利能力稳健，且公司负债率较低，资产质量较高。截至 24 年年报，公司货币资金及固定资产各约 77 亿元，分别占总资产的 31%。公司高分红属性明显，自 2020 年上市以来，现金分红率逐年提升，2024 年公司分红率达到 90.39%，现金分红总额 16.59 亿元。
- 内贸集运：历史较底部，潜在上行空间可观。**需求端，政策引导基建投资回暖及消费刺激加码，支撑家电、汽车等货类运输需求；运力端，因外贸航线高收益持续吸引运力外流，叠加新船交付锐减，供给压力趋缓。展望后市，内贸集运市场仍处于历史较底部位置，潜在上行空间可观。
- 外贸租船：亚洲支线市场前景乐观，期租市场需求坚挺。**外贸集运市场基本面复苏，红海航线绕行导致有效运力下降，部分对冲了 2024 年新船集中交付压力，支撑集运运价。亚洲区域市场呈现韧性：RCEP 协定深化成员国贸易协同，叠加国内企业为应对中美贸易的政策不确定性，继续将产业链向东南亚、拉美等第三国/地区转移，成为区域航线核心驱动因素。供给端结构性矛盾突出，新船交付量缩减叠加船龄老化，利好亚洲支线市场和小船期租租金。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 19.84/20.98/22.02 亿元，同比增速分别为 8.08%/5.76%/4.97%，当前股价对应的 PE 分别为 10.37/9.81/9.35 倍；首次覆盖，鉴于公司业绩较为稳定和股息率可观，给予“买入”评级。
- 风险提示。**内贸需求增长不及预期；外贸租赁收益不及预期；美国关税政策变化；经济增长不及预期；红海复航；环保政策合规风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,439	11,258	12,031	12,633	13,293
同比增长率（%）	-12.46%	-9.49%	6.86%	5.01%	5.22%
归母净利润（百万元）	1,717	1,835	1,984	2,098	2,202
同比增长率（%）	-37.36%	6.88%	8.08%	5.76%	4.97%
每股收益（元/股）	0.82	0.87	0.94	1.00	1.05
ROE（%）	16.02%	16.61%	17.65%	18.33%	18.89%
市盈率（P/E）	11.98	11.21	10.37	9.81	9.35

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 19.84/20.98/22.02 亿元，同比增速分别为 8.08%/5.76%/4.97%，当前股价对应的 PE 分别为 10.37/9.81/9.35 倍；首次覆盖，鉴于公司业绩较为稳定和股息率可观，给予“买入”评级。

关键假设

集装箱物流服务业务：我们预计 2025 ~ 2027 年公司集装箱物流服务业务收入分别同比增加 6.86% / 5.01% / 5.22%，为 120.31 / 126.33 / 132.93 亿元。

投资逻辑要点

中谷物流作为内贸集装箱物流龙头企业，内外贸协同发展，盈利能力具弹性，现金牛+高分红属性突出；内贸市场潜在上行空间可观；亚洲支线市场前景乐观，外贸期租市场需求坚挺的基本面下，公司的运营模式和内外贸协同策略有望推动业绩稳中向好，预计未来三年股息率或将达到 8–10%。

核心风险提示

内贸需求增长不及预期；外贸租赁收益不及预期；美国关税政策变化；经济增长不及预期；红海复航；环保政策合规风险。

内容目录

1. 内贸集装箱物流龙头，内外贸协同，现金牛+高分红属性明显	6
1.1. 内贸集装箱物流龙头，多式联运领军者	6
1.2. 公司内外贸协同发展，盈利能力具弹性，成本控制能力突出	10
1.3. 公司现金牛+高分红属性突出	14
2. 内贸集运：政策托底需求、运力外流稳价	17
2.1. 内贸集运市场回顾	17
2.2. 内贸集运市场展望	19
3. 外贸租船：亚洲支线市场前景乐观，期租市场需求坚挺	20
3.1. 外贸集运基本面	20
3.2. 亚洲支线市场前景乐观支撑期租市场	21
4. 盈利预测与评级	24
4.1. 核心假设	24
4.2. 盈利预测与投资	24
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司运力规模稳中有增, 随着大船交付公司运力规模快速增长	6
图表 2: 公司集装箱船队规模排名全国第二 (包括远洋、沿海、内河船舶, 截至 2024 年 12 月 31 日)	7
图表 3: 公司营业收入以水运业务收入为主	8
图表 4: 公司以标准化集装箱为载体, 提供多式联运服务	8
图表 5: 公司内贸航线网点布局全国多个片区	9
图表 6: 公司主要内贸航线呈现“三横一纵”“王字型”, 链接长江与中国沿海航线 ...	9
图表 7: 公司铁路快线覆盖全国, 逐步向中西部延伸	9
图表 8: 公司冷链集装箱	9
图表 9: 公司盈利弹性较强, 内贸集运运价承压期保持正盈利	10
图表 10: 公司通过灵活调配内外贸运力, 弱化单一市场波动对业绩的影响, 2024 年境外收入占比增长明显	11
图表 11: 公司把握投资时机, 在船价低点订造 18 艘 4600TEU 新船	12
图表 12: 公司自 2022 年起自有运力逐年升高, 对运力调配的灵活性增强	12
图表 13: 公司 2024 年四费大幅度下降, 外贸收入积累的美元利息收入反哺财务费用 (亿元)	13
图表 14: 中谷物流 2024 年运输货类占比	13
图表 15: 公司逐步增加直接客户占比, 降低服务及物流成本	14
图表 16: 公司货币资金充足	15
图表 17: 2024 年公司资产约一半为货币资金和交易性金融资产	15
图表 18: 公司经营性现金流量较为稳健, 2023、2024 两年受内贸运价及运量影响有所下滑	15
图表 19: 公司负债率较低, 2021 年购入新船后公司资产比例显著提升	16
图表 20: 公司盈利能力表现稳健	16
图表 21: 公司股息率	17
图表 22: 公司高分红属性明显, 现金分红比率逐年提升	17
图表 23: 2024 年内贸运价在上半年持续下滑, 下半年有所好转, 2025 年一季度同比有所提高	18
图表 24: 内贸集装箱船运输需求增速自 2023 年 Q4 逐步下滑	18

图表 25: 红海绕行对冲 2024 年大量新船交付,关税摩擦影响 25 年集运需求, 26 年增量约为 3%	20
图表 26: 2025 年集运供给端新交付运力有结构性差异	21
图表 27: 集装箱期租租金价格走势与 SCFI 高度相关, 波动趋势略滞后于 SCFI	22
图表 28: 供应链多元化趋势下, 亚洲内贸易或将成为全球集运贸易量增长的核心驱动之一	23
图表 29: 小型船舶老化, 新船增长有限	23
图表 30: 中谷物流估值模型核心假设	24

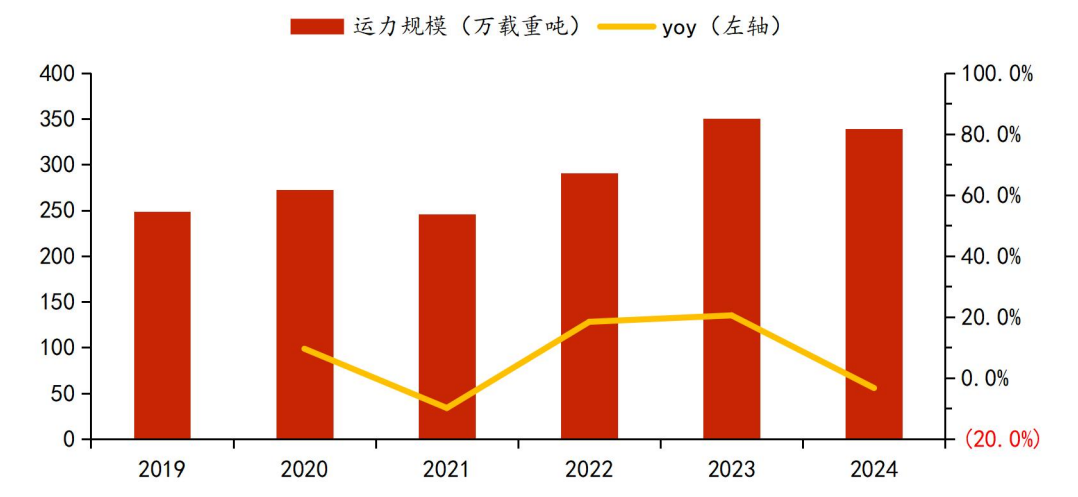
1. 内贸集装箱物流龙头，内外贸协同，现金牛+高分红属性明显

1.1. 内贸集装箱物流龙头，多式联运领军者

中谷物流，是中国最早专业经营内贸集装箱航运的企业之一，始创于 2003 年，2016 年在新三板挂牌上市，2020 年成功在上交所上市。公司主要业务为集装箱物流服务，整合全国范围内的铁路及公路资源，形成“公、铁、水”三维物流网络，建立了以水路运输为核心的多式联运综合物流体系。历经二十年稳步发展，现已成为集班轮运输、综合物流、船舶管理、实体投资等板块为一体的综合性现代化实体企业。

自 2019 年至今，公司运力规模稳中有增，随着 2022 年之后公司建造的 18 艘 4,600TEU 集装箱船舶陆续完成下水，公司运力规模快速增长。根据 2024 年年报，公司已运营船舶 111 艘，期末总运力达到 338.9 万载重吨。

图表 1：公司运力规模稳中有增，随着大船交付公司运力规模快速增长



资料来源：公司公告，华源证券研究所

根据上海航运交易所在 2025 年 4 月 11 日发布的《关于 2024 年航运企业船舶运力排名信息的公示》，公司总船队规模位列全国第 8；在集装箱运输领域（包括远洋、沿海及内河船舶），公司以 21.3 万 TEU 运力，位列全国第 2，其中，公司所有 111 艘船舶均为集装箱船，是中国集装箱运输市场的中坚力量之一。

内贸集运行业在经历过多年洗牌后，已经形成以泛亚航运（中远海运）、中谷物流、安通控股的三足鼎立格局。截至 2020 年 6 月，内贸集运行业 CR3 达到 78%，其中，中谷物流份额达到 21.6%，排名第二。

图表 2：公司集装箱船队规模排名全国第二（包括远洋、沿海、内河船舶，截至 2024 年 12 月 31 日）

排名	企业名称	艘数	箱位数（万 TEU）
1	中国远洋海运集团有限公司	542	334.0
2	中谷海运集团有限公司	111	21.3
3	海丰国际控股有限公司	114	18.0
4	安通控股股份有限公司	85	16.6
5	宁波远洋运输股份有限公司	90	8.5
6	唐山港合德海运有限公司	50	7.4
7	招商局集团有限公司	40	5.8
8	上海锦江航运（集团）股份有限公	50	5.3
9	山东远洋海运集团股份有限公司	61	4.4
10	江苏远洋运输有限公司	98	3.2

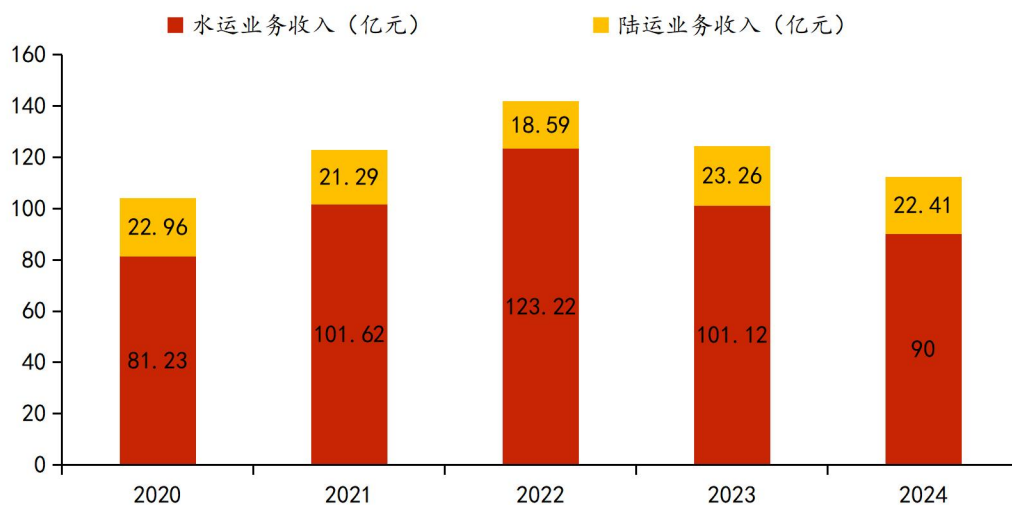
资料来源：信德海事公众号，华源证券研究所

公司主要以标准化集装箱为载体，提供多式联运全程物流服务。主要分为港到港服务（CY-CY）和多式联运服务两种。多式联运服务可细分为门到门业务（D-D）、港到门业务（CY-D）及门到港业务（D-CY）。2024 年度，公司多式联运服务收入占公司全年总收入的比例 60.21%。

根据载运工具及运输方式，公司收入可拆分为水运业务与陆运业务。陆运业务收入系多式联运服务模式下水路运输产生的收入，包括水铁联运、公水联运及少量公铁联运业务。2024 年，中谷物流的水运业务收入为 90 亿元，较上年同期下滑 11%，陆运业务收入 22.41 亿元，较上年同期下滑 3.66%。

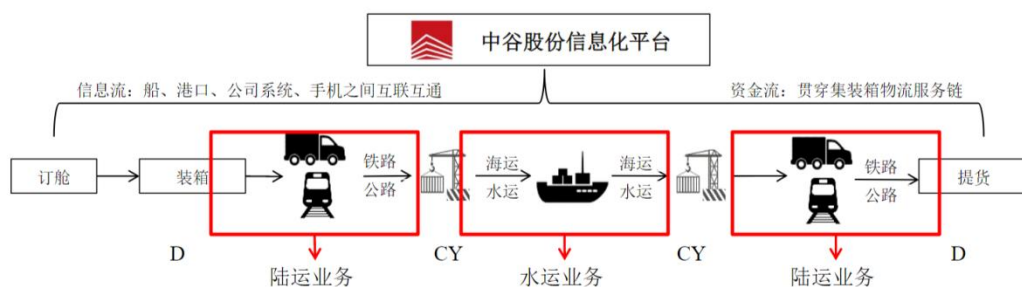
在内贸业务中，以水路运输为核心可具备成本优势：水路货物运输平均运距为 1,400 至 1,500 公里，超过铁路及公路货物运输方式，同时，单位水路运输成本价格较公路、铁路和航空等运输方式相对低廉，对于长距离、大体量的货品运输需求有一定优势。公司现阶段的业务模式是以水路运输为核心，两端多式联运业务主要依靠组织社会化运输资源方式，综合物流成本较为可控。

图表 3：公司营业收入以水运业务收入为主



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司以标准化集装箱为载体，提供多式联运服务



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

目前中谷在国内各主要枢纽城市均建有现代物流基地，整合了超 2000 家拖车公司，2.7 万辆集装箱卡车，800 多艘驳船，运输货物品类已超过 12000 种，拥有超过 10000 家稳定客户，可提供海陆联运、江海联运、水水中转、海铁联运等综合物流服务，真正实现了货物“门到门”全程运输。

航线布局方面，公司内贸航线与网络已覆盖全国沿海及各江河流域，各条航线均形成了稳定的班轮航次。公司在东北片、华北片、山东片、华东片等多个片区均有航线部署，内贸航线网络连接长江与中国沿海航线，形成了以“京津冀经济带”、“长江经济带”、“粤港澳大湾区”以及“一带一路南北海上大通道”构成的“三横一纵”“王字型”大海运、大物流体系。

图表 5：公司内贸航线网点布局全国多个片区



资料来源：公司官网，华源证券研究所
注：本地图仅为示意图，非完整的中国地图

图表 6：公司主要内贸航线呈现“三横一纵”“王字型”，链接长江与中国沿海航线



资料来源：公司官网，华源证券研究所
注：本地图仅为示意图，非完整的中国地图

在海铁联运方面，随着大宗散货类运输逐渐向集装箱化改进，公司根据客户需求及货源条件，开通了多条铁路集装箱运输班列，逐步实现运贸结合。目前中谷集装箱铁路班列已通达黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、新疆、甘肃、宁夏、陕西、山西、天津、山东、河南、四川、重庆、贵州、江西、广东、广西、云南等省市。在冷链运输方面，中谷冷箱可为客户提供温度 $-40^{\circ}\text{C} \sim 25^{\circ}\text{C}$ 范围内冷藏运输服务，满足肉类、水产、果蔬以及化工品等不同货物升降温度要求，可根据客户需求提供多式联运全程物流服务。

图表 7：公司铁路快线覆盖全国，逐步向中西部延伸



资料来源：公司官网，华源证券研究所
注：本地图仅为示意图，非完整的中国地图

图表 8：公司冷链集装箱

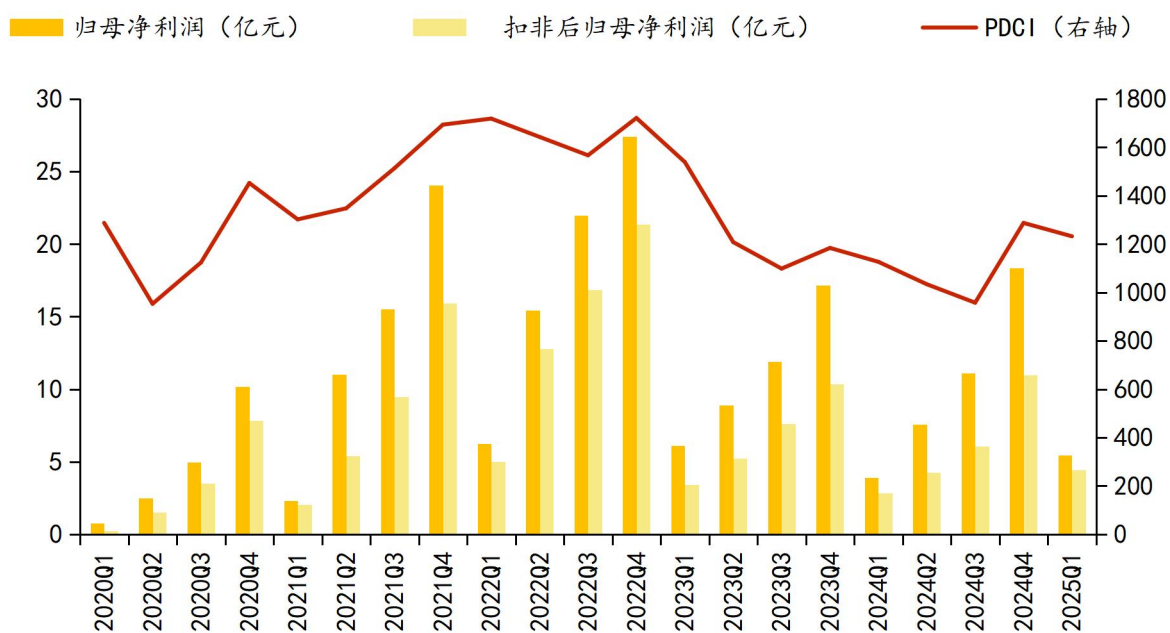


资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.2. 公司内外贸协同发展，盈利能力具弹性，成本控制能力突出

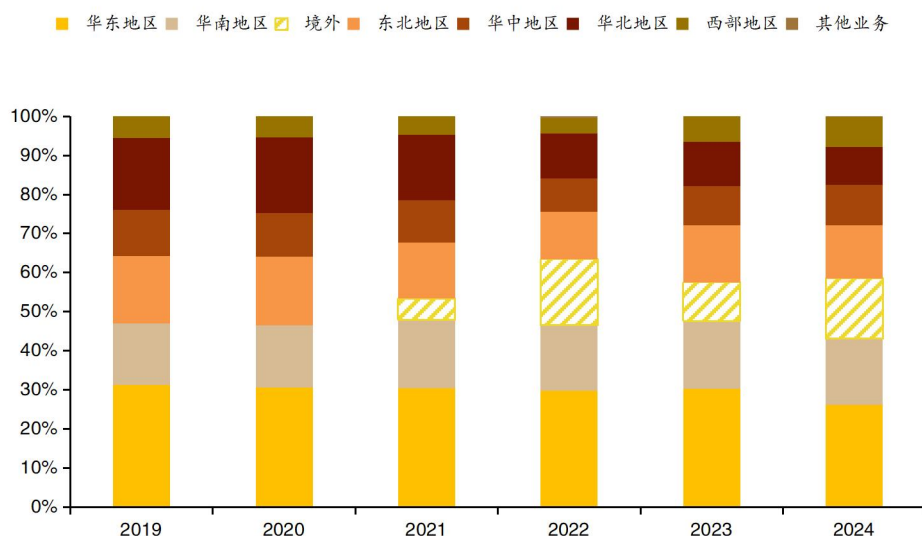
过去几年，内外贸运价不确定性较高，2023 年 PDCI 指数全年同比下跌 24.23%，2024 年延续了 2023 年末的低迷形势，全年较 2023 年继续下滑 12.41%，行业整体内贸业务利润承压；自 2024 年年中以来，外贸集装箱运价，尤其是欧洲航线运价上涨幅度较大，公司通过增加对外贸市场的运力布局，主要以期租租船的方式将自有船转给外贸运营商使用，抓住了市场机遇，在降低燃油成本的同时规避了部分经营风险，锁定了一定的收益，尤其是公司所订造的 18 艘 4,600TEU 集装箱新船在租船市场上受欢迎度较高。2024 年，公司的境外收入占比同比较 2023 年增长了 5pct，达到总营业收入的 15%。公司盈利能力因灵活的内外贸船舶调配以及稳健的营运策略表现出较好的弹性，在各个航运周期内均实现正盈利。

图表 9：公司盈利弹性较强，内贸集运运价承压期保持正盈利



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

图表 10：公司通过灵活调配内外贸运力，弱化单一市场波动对业绩的影响，2024 年境外收入占比增长明显



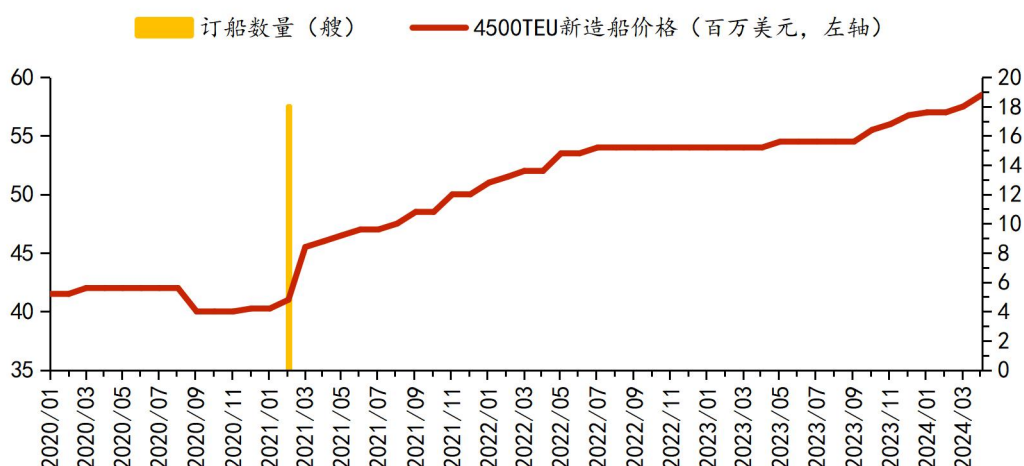
资料来源：ifind，华源证券研究所

出色的航运服务与物流服务为公司带来了可观的盈利的同时，有效投资使得公司保持稳定的现金流，不断抓取成长机会，逆势扩张。

在资产投资方面，公司很好地把握了投资时机，在船价抬升前夕，于 2021 年 2 月与新扬子船厂签署 10 艘、和金陵船厂签订 8 艘 4,600TEU 集装箱船舶建造合同，以较低的价格锁定了订单，为公司后续很长一段时间的成本优势及外贸利润增长奠定了基础。

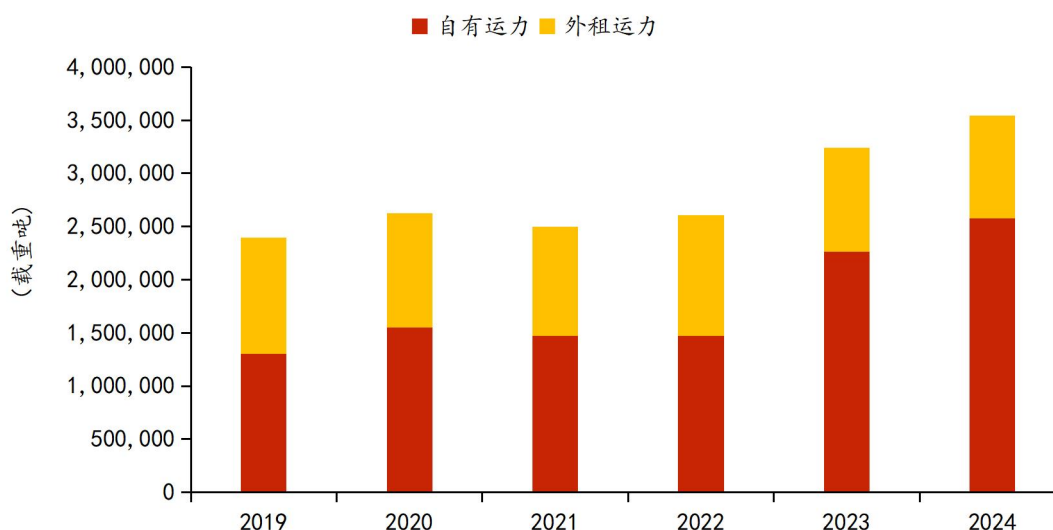
公司经营船队由自有船舶和租赁船舶构成。公司在运力方面持续投入和扩展，随着新建大船完成下水，公司自有运力有所提升，2022 年到 2024 年公司的加权平均自有运力逐年增加。自有运力在总运力中的占比从 2022 年的 56.28% 增加到 2024 年的 72.71%。自有运力提升后，公司可以更加灵活的部署船舶资产，在过去几年内外贸景气度起伏阶段，公司也根据内外贸景气度灵活调整运力部署。

图表 11：公司把握投资时机，在船价低点订造 18 艘 4600TEU 新船



资料来源：公司公告，克拉克森，华源证券研究所

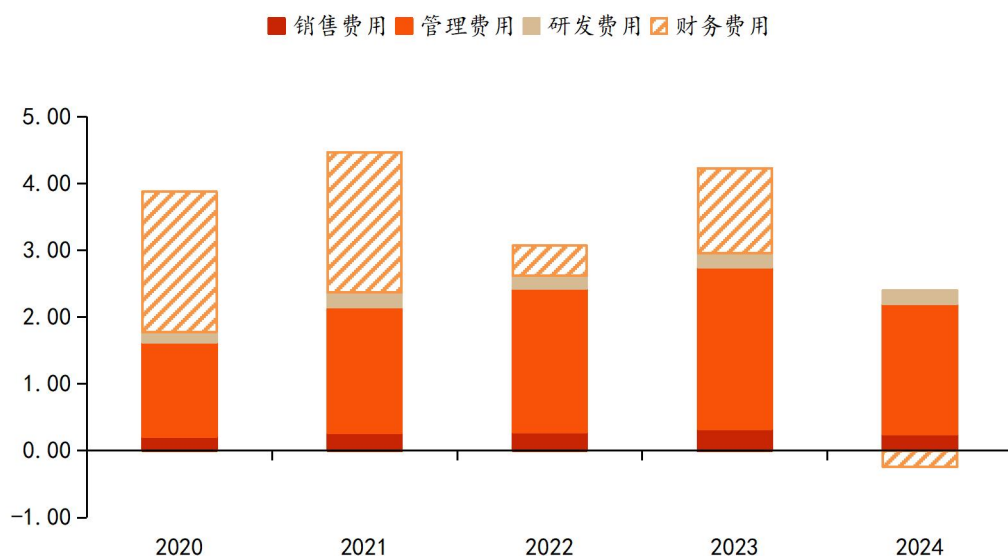
图表 12：公司自 2022 年起自有运力逐年升高，对运力调配的灵活性增强



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司在营业成本控制上同样效果显著。2024 年公司营业成本下降 10.44%，达到 95.53 亿元，四费同比 2023 年下降幅度达到 48.94%。其中，在财务费用上，公司外贸业务积累的美元收入用于结构性存款，利息收入可反哺财务费用。2024 年，公司财务费用同比 2023 年下降 118.88%，达到 -0.24 亿元，其中利息收入共 2.65 亿元；在管理费用上，公司实施降本增效，将薪酬考核挂钩业务量，招待以及差旅等各项费用都较上年同期有所下降；在销售费用上，由于内贸运力减少，对应销售团队规模、客户开发投入同步缩减，同时中转效率提升也降低了单箱销售成本。在燃油成本和租船成本方面，由于公司近年来运力内贸转外贸趋势增加，自有船出租减少了燃油消耗，另外公司根据自由运力情况退租降低成本。

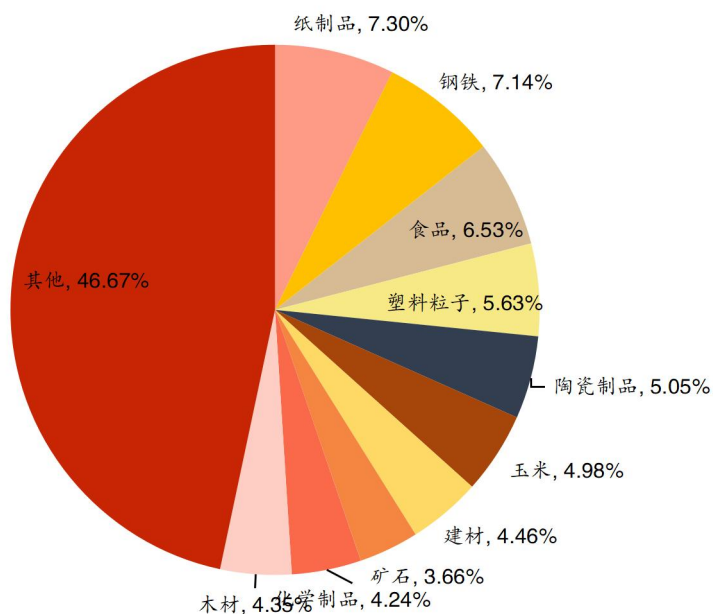
图表 13：公司 2024 年四费大幅度下降，外贸收入积累的美元利息收入反哺财务费用（亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

公司运输主要货种包括纸制品、钢铁、粮食、塑料粒子等大宗货品与生产资料，2024 年公司前十大货种占公司总运量的比例为 53.33%，货物以基础货源为主。随着“散改集”战略的持续推进，未来基础货源的增长仍然为公司收入增长的基石。公司在 2024 年通过主动优化高价值航线（如粮食、化工品），客户结构优于行业平均。

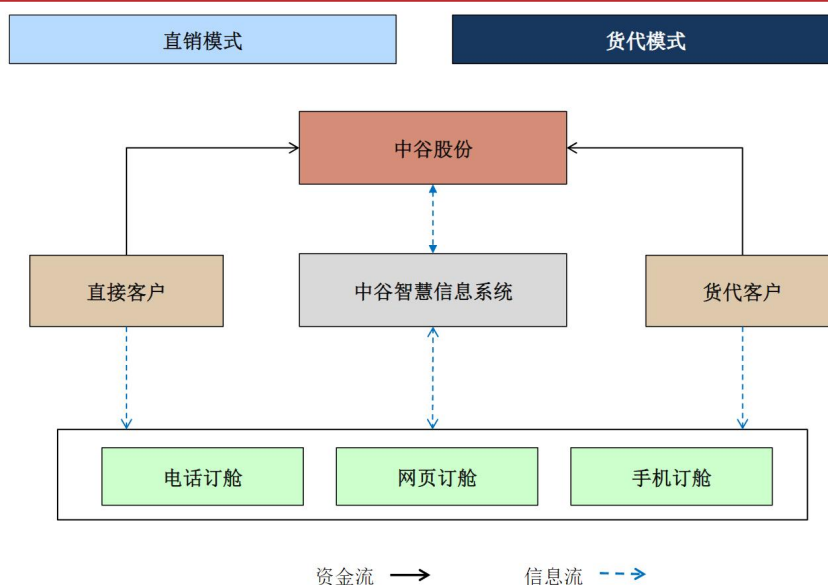
图表 14：中谷物流 2024 年运输货类占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司的销售模式主要通过直销模式和货代模式进行。公司的直接客户及货代客户均可以通过电话、网页及手机客户端进行订舱，并在公司与订舱人双方确认后形成订舱委托书。公司通过积极调配拖车、驳船、集装箱、堆场等物流资源，继续逐步增加直接客户在目前客户结构中的占比，降低服务及物流成本，增加客户粘性和运营效率。

图表 15：公司逐步增加直接客户占比，降低服务及物流成本



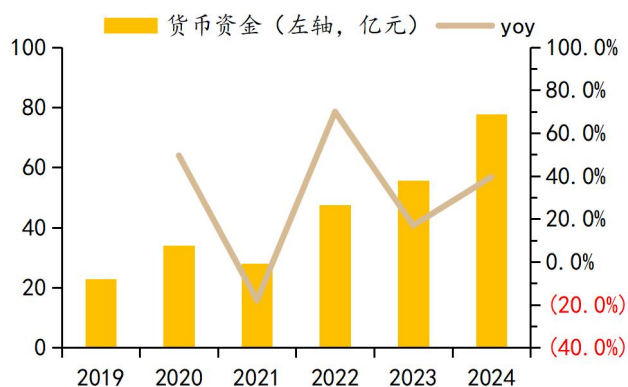
资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

1.3. 公司现金牛+高分红属性突出

公司现金牛属性明显。公司现金流与 ROE 长期保持健康水平，盈利能力稳健。经营性现金流净额在 2015–2022 年之间维持逐年递增，过去两年因内贸运价及运量下滑，有所收缩，整体较为稳定。且公司资产负债结构健康，资产质量较高。公司负债率维持较低水平，资产总量充足，在 2021 年建造船舶后，固定资产增加，资产比例显著提升。

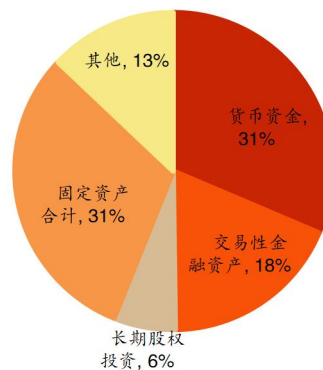
在资产结构方面，截至 24 年年报，公司资产主要由 31% 的现金（及等价物）、31% 的固定资产（主要为船舶资产）、18% 的交易性金融资产以及 6% 的长期股权投资等组成。充足的货币资金以及可交易的金融资产作为储备，可以灵活应对市场上的投资时机，扩充公司固定资产规模。如公司在 2021 年船价低点买船，把握了良好的投资机会。

图表 16：公司货币资金充足



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 17：2024 年公司资产约一半为货币资金和交易性金融资产



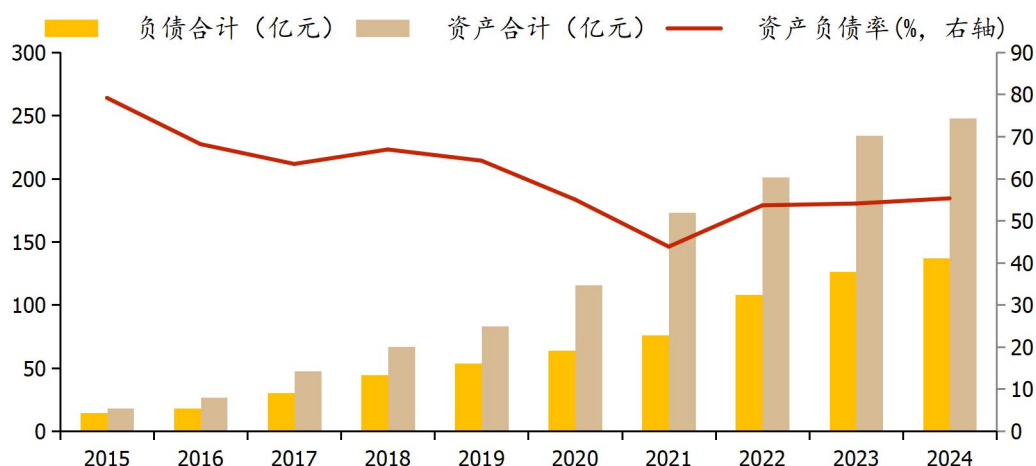
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 18：公司经营性现金流量较为稳健，2023、2024 两年受内贸运价及运量影响有所下滑



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 19：公司负债率较低，2021 年购入新船后公司资产比例显著提升

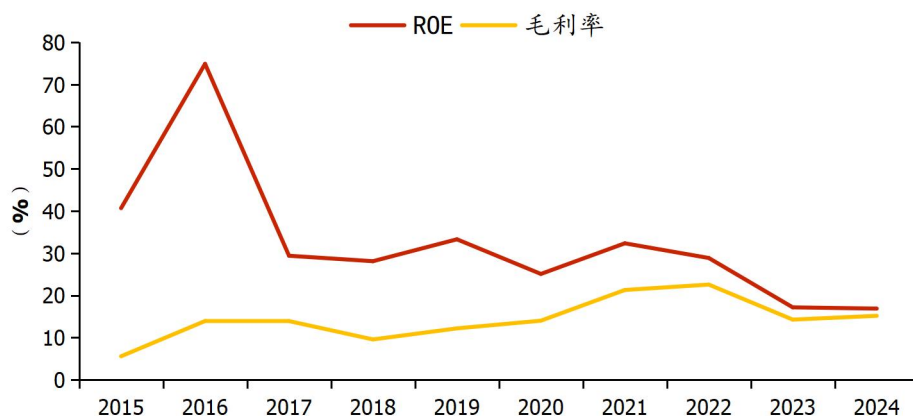


资料来源：ifind，华源证券研究所

公司盈利能力稳健。多年来持续保持较为稳定的资本回报率以及毛利率。近几年外贸运价因国际贸易种种不确定因素大幅波动时，公司根据市场情况，及时调整外贸市场的运力投入，通过将内贸船舶腾挪至国外进行出租，获得稳定的租船收入，规避了一定的经营风险，同时锁定了收益，毛利水平依旧表现稳健。

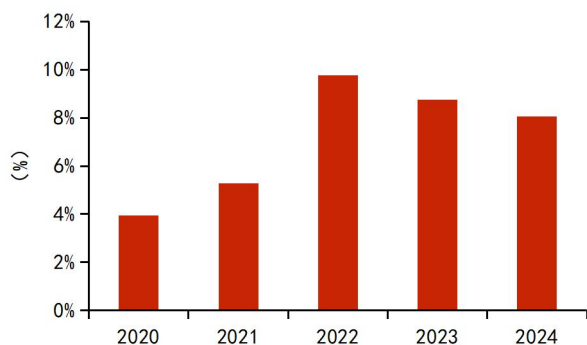
公司高分红属性明显。公司自 2020 年上市以来，现金分红比率逐年提升，2024 年公司分红率达到 90.39%，现金分红总额 16.59 亿元。

图表 20：公司盈利能力表现稳健



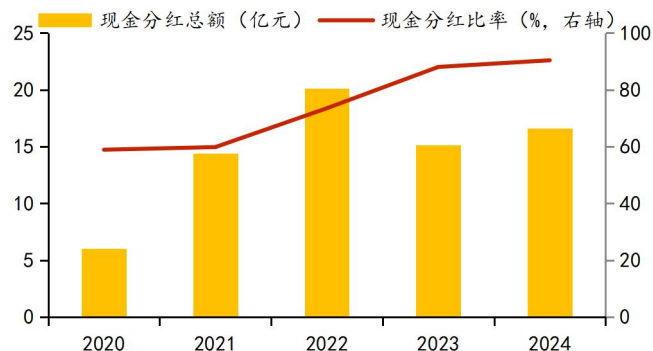
资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 21：公司股息率



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 22：公司高分红属性明显，现金分红比率逐年提升



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 内贸集运：政策托底需求、运力外流稳价

2.1. 内贸集运市场回顾

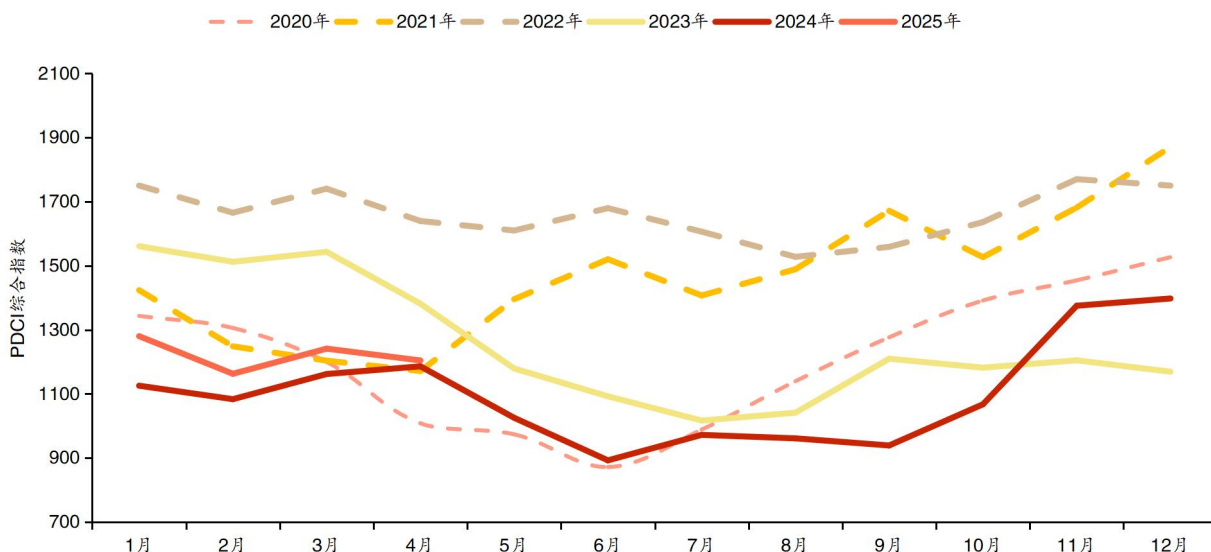
回顾 2024 年，在持续扩大内需的政策影响下，中国内贸集装箱运输市场需求较为强劲。2024 年上半年，需求侧：中国经济延续恢复态势，市场对粮食、农药化肥、机械设备、化工原料及制品、医药等货种的运输需求有所提升。但由于房地产的持续不景气，导致建材等货物的运输需求大幅下滑；供给侧：年初市场运力处于相对饱和的状态，企业为抢占运力份额，竞争激烈。2024 年上半年运价整体延续了 2023 年年底的下行走势，特别是自 2024 年 4 月份进入传统淡季后，随着新船运力的持续交付，市场供需矛盾激化，导致 4-6 月市场运价持续下滑，运价指数一度跌破 900 点。

2024 年下半年，需求侧：随着宏观调控力度加大，加强逆周期调节，工业生产增长，煤炭、粮食、PVC、汽车及零配件等货量增长，带动市场需求延续增长态势，水泥、化工品、建材等需求有所好转；供给侧：在外贸市场租金较高，大量兼营船舶逐步转移至外贸市场，部分船舶直接改造为纯外贸船舶，进行外贸运输，缓解了内贸市场供给端的压力；叠加下半年内贸传统旺季，北方地区运价大幅回升，带动整体市场运价单边上涨。

2024 年 11 月底内贸集装箱综合运价攀升至 1467 点，较 2024 年最低点大幅上涨 67.46%。但由于反弹时间较往年推迟近 2 个月，且运价上涨也仅维持 2 个月，故 2024 年下半年，整体运价上涨幅度不如往年。整体来看，由于受上半年淡季运价持续走低拖累，2024 年综合运价指数均值仅为 1101.42 点，较 2023 年下滑 12.41%，为 2016 年以来的最低平均运价水平。

2025 年一季度，内贸集运市场延续了 2024 年末的上行趋势，同比较 2024 年有所提高。且当前内贸集运市场运价已接近历史极低水平，内贸集装箱运输船公司具有一定的涨价预期。

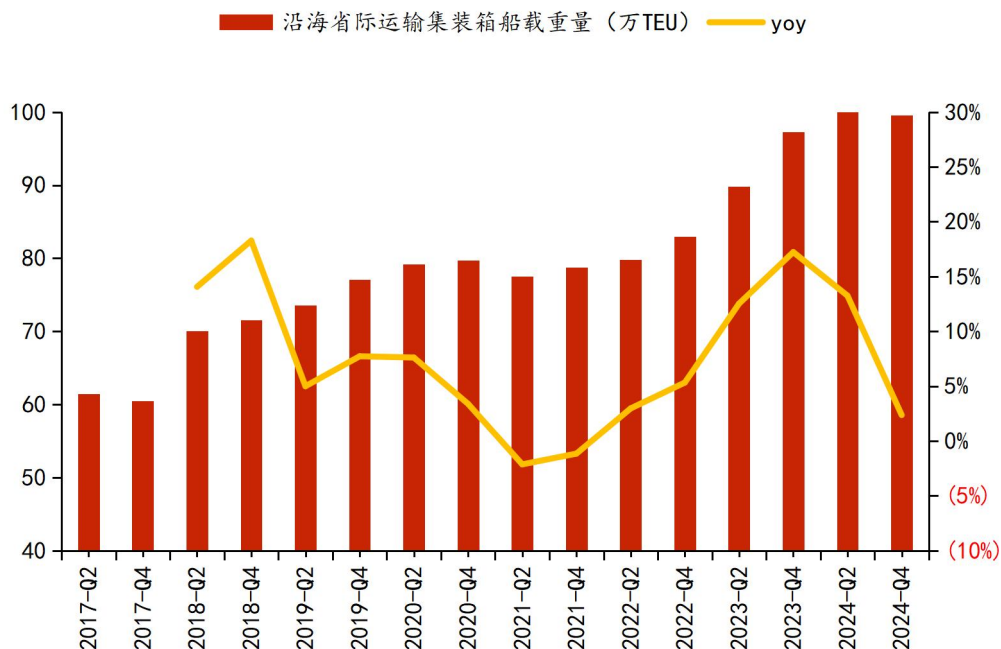
图表 23：2024 年内贸运价在上半年持续下滑，下半年有所好转，2025 年一季度同比有所提高



资料来源：ifind，华源证券研究所

截至2024年Q4，中国沿海省际运输集装箱船累计载重量为99.6万TEU，同比增长2.4%。
2024年Q2货运量为101.7万TEU，同比增长13.3%，需求增速自2023年Q4逐步下滑。

图表 24：内贸集装箱船运输需求增速自 2023 年 Q4 逐步下滑



资料来源：ifind，华源证券研究所

由于大量新船已于2023年集中交付，2024年新交付运力大幅下滑；叠加部分内贸船舶挪至外贸市场，提前退出内贸市场运营，导致静态运力增长有所放缓。此外，在外贸市场较

高收益的驱使下，大量内外贸兼营船舶从事外贸运输，叠加船舶周转率小幅下滑，市场动态运力较 2023 年年底有所下滑。

根据上海国际航运研究中心的统计数据,2024 年内贸船队总运力约 102 万 TEU,较 2023 年年底增长 4.8%，较 2023 年 17.23%的增速大幅下滑。动态运力较 2023 年年底下滑 5.2% 左右（截至 2024 年 6 月底，动态运力增长 7.1%）。2024 年，新增运力约 9.4 万 TEU，较 2023 年的 17.1 万 TEU 大幅下降 45%，其中，下半年仅交付新运力 1.5 万 TEU。

2.2. 内贸集运市场展望

展望 2025 年。需求侧：根据国际组织和国内机构预测，2025 年中国 GDP 增速预计为 4.5%~5%，较 2024 年有所下滑，但预计基建投资建设有望见底回升，特别是交通、能源、水利等领域的投资。叠加政府进一步鼓励消费以扩大内需，全国各地生产消费有望持续回升，家电、电子、汽车及零部件及“散改集”等产品，运输需求将继续扩大。根据中国航务周刊公众号，预计 2025 年，中国国内集装箱运输市场需求增速将保持在 5%~7%。

供给侧：由于内贸集装箱运输船公司此前订造的集装箱船，已于近两年集中交付，叠加供需失衡状态下，市场形势相对不佳，大部分内贸集运企业偏向稳健经营，新船订单量大幅下滑，未来可交付运力同样下跌。根据中国航务周刊公众号，预计内贸集装箱运输船公司 2025 年仅约有约 5 万 TEU 左右的运力交付，较 2024 年下降 46.8%。因此，在不考虑买卖国际二手船及运力提前退出市场的情况下，市场静态运力预计增长 4%左右。

2025 年上半年，中美关税暂缓引爆集运美线抢运潮，大幅推升美线运价，或将吸引更多内贸船舶前往外贸，叠加红海危机持续、船舶继续绕行的假设，预计外贸集运市场运价仍将好于内贸。因此，已外流运力于 2025 上半年大幅回归内贸市场的可能性相对较小，甚至将有更多运力继续转移至外贸市场。因此，在不考虑政策变化以及突发因素的情况下，预计 2025 年国内集运市场整体运价水平或将反弹回升。

3. 外贸租船：亚洲支线市场前景乐观，期租市场需求坚挺

3.1. 外贸集运基本面

集运行业整体自 2023 年以来持续复苏，集装箱贸易量稳定增长。后续供给方面，大量新造运力已于 2022-2024 年交付，集运市场面临供给压力。2024 年新船交付量预计达到 290 万 TEU，新船交付持续冲击市场供需关系，集运市场整体供给过剩压力较大。然而，从 2023 年 11 月中旬胡赛武装开始袭击商船以来，红海地区局势持续升级。班轮公司在经过多次尝试后，选择绕行好望角，红海绕行消耗了大量闲置运力，对冲了 2024 年大量新船交付带来的运力过剩；需求方面，2025 年初关税摩擦很大程度影响 25 年集运需求。根据克拉克森数据，2025 年全球集装箱海运需求量预计为 2.13 亿 TEU，同比增长 0.3%，2026 年集运需求增量约为 3%。

图表 25：红海绕行对冲 2024 年大量新船交付，关税摩擦影响 25 年集运需求，26 年增量约为 3%

运量需求	百万 TEU			需求预测			
	2022	2023	2024	'25 (f)	'26 (f)	'25 %	'26 %
美线-东向	22	21	24.1	21.8	23.2	-9.6%	6.5%
欧地线-西向	15.4	16.6	18	18.2	18.3	0.7%	0.9%
欧美线-回程	12.7	12.7	12.6	11.8	12	-6.5%	2.0%
大西洋线-往返	8.1	7.5	7.8	7.7	7.8	-2.2%	1.4%
远洋干线	58.3	57.8	62.6	59.4	61.3	-5.1%	3.2%
东西向支线	20.9	22.6	23.2	24	24.8	3.1%	3.5%
南北线	32.7	34	36.2	37	38.2	2.2%	3.1%
亚洲线	63.0	62.4	65.4	67.0	69.0	2.5%	3.0%
其他	24.4	24	25.3	25.9	26.5	2.2%	2.2%
总运量(百万 TEU)	199.3	200.8	212.7	213.3	219.7	0.3%	3.0%
yoy	-3.7%	0.7%	6.0%	0.3%	3.0%		
总运量(十亿 TEU 海里)	975	995	1179	1174	1145	-0.4%	-2.5%
yoy	-5.3%	2.1%	18.4%	-0.4%	-2.5%		

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 26：2025 年集运供给端新交付运力有结构性差异

集运运力	百万 TEU			供给预测			
	2022	2023	2024	'25 (f)	'26 (f)	'25 %	'26 %
<3k TEU	4.8	5.1	5.4	5.4	5.3	1.2%	-2.0%
3-8k TEU	6.6	6.9	7.6	7.7	7.8	2.2%	0.6%
8-12k TEU	6.1	6.1	6.3	6.6	6.9	5.0%	4.3%
12-17k TEU	4.8	5.7	7	8.2	9	16.2%	9.8%
17k+ TEU	3.6	4.3	4.6	4.8	5.1	5.5%	5.2%
船队总运力（百万 TEU）	25.9	28	30.9	32.8	34.1	6.3%	3.9%
yoy	4.0%	8.3%	10.1%	6.3%	3.9%		

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

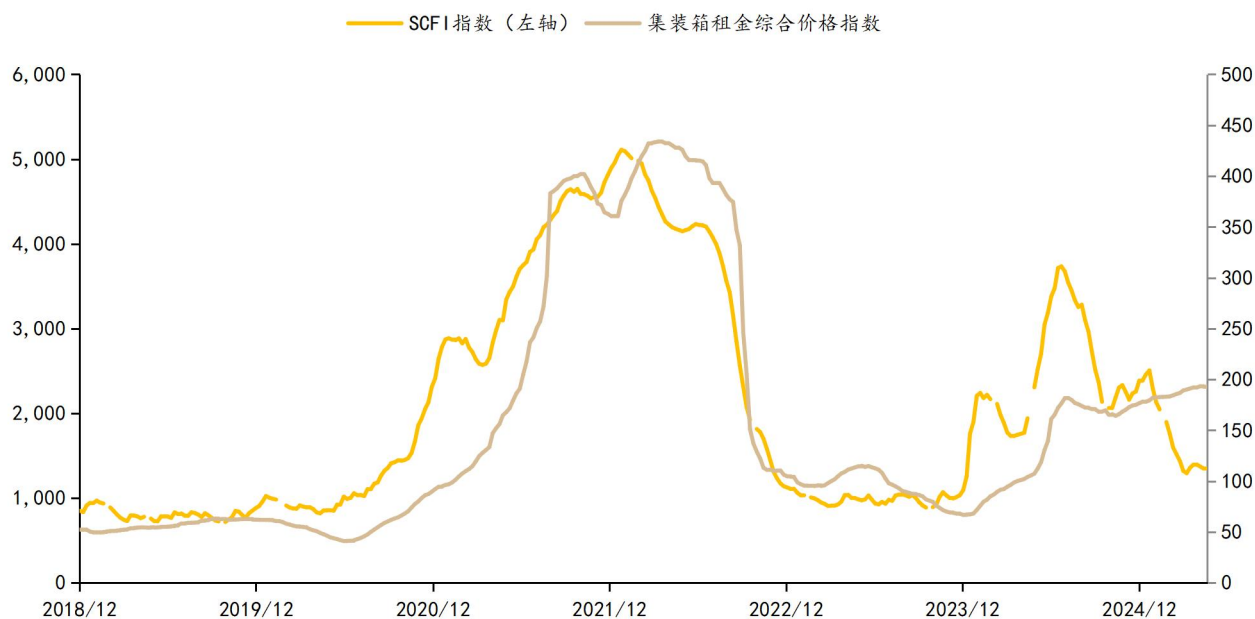
3.2. 亚洲支线市场前景乐观支撑期租市场

2025 年亚洲区域集装箱运输市场呈现稳健发展态势，市场预期总体积极。在贸易政策层面，特朗普政府于 4 月 2 日实施的“对等关税”政策直接冲击中美航运通道，导致中国输美商品综合税率短期内激增，引发大规模订单取消及货物延期出运现象。面对需求萎缩，航运企业同步削减跨太平洋航线运力，致使运费承压。5 月 12 日中美日内瓦经贸磋商取得突破性进展，双方联合声明明确建立 90 天政策过渡期：中方对美商品关税税率从 125% 大幅调降至 10%，美方对华商品关税则降至 30%（包含芬太尼相关 20% 附加关税）。这一政策转向促使市场预期迅速扭转，集装箱运输市场重现供应紧张态势。政策调整窗口期恰逢北美夏季传统补货周期，双重因素叠加可能引发太平洋航线“抢舱潮”。根据 Linerlytica 数据，5 月后三周美线运力较少，在 6 月运力反弹较快。

航运市场呈现显著结构性调整特征：太平洋航线运费飙升吸引亚洲区内运力向美线转移，导致亚洲区域可用运力供给收缩，短期内区域性运价上行。历史经验显示，2018 年中美贸易摩擦谈判进程中的政策反复或具参考价值。当前 90 天过渡期后政策走向仍存变数，这种不确定性可能促使货主采取预防性出货策略，同时加速全球供应链重构进程。伴随“美国优先”战略强化原产地规则，中国企业正通过东南亚、墨西哥及南美等第三国（地区）进行供应链多元化布局，这种产业转移趋势将持续重塑全球物流版图，为亚洲区内及中国-南美航线创造结构性增长机遇。

期租市场与外贸运价相关性较强，在历史数据中可以看出，期租租金价格指数与 SCFI 指数存在着相似的波动走势，且期租租金相较于 SCFI 波动有所滞后。

图表 27：集装箱期租租金价格走势与 SCFI 高度相关，波动趋势略滞后于 SCFI

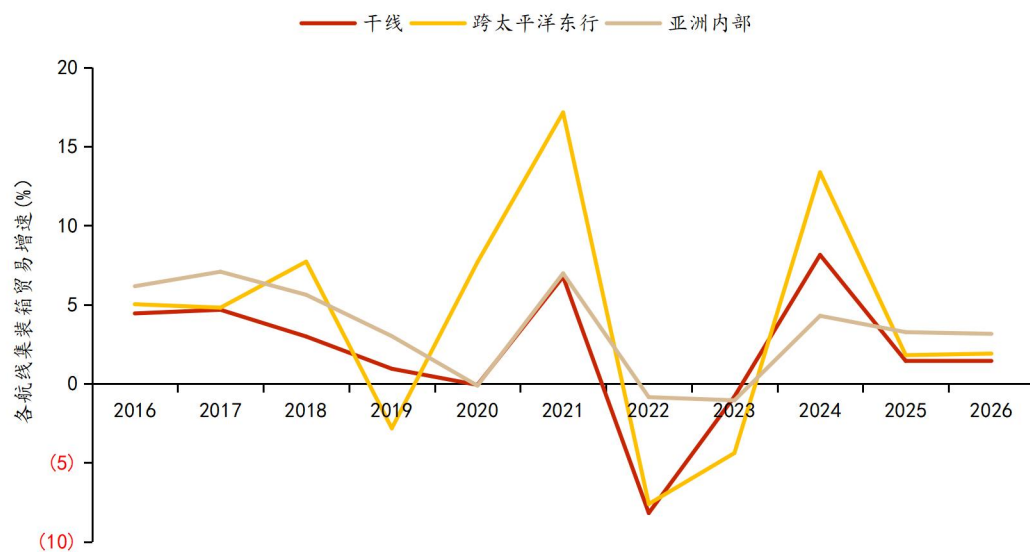


资料来源：克拉克森，华源证券研究所

另一方面，亚洲内多数国家的经济保持稳定增长，是世界范围内属于增长较快的地区，RCEP 区域全面经济伙伴关系协定施行以来，推动了区域内国家不断加深贸易往来，相互贸易持续较快增长，有利于运输需求长期保持稳定增长。据克拉克森预测，2025 年亚洲区域内航线运输需求约为 0.67 亿 TEU，较 2024 年增长 2.5%。

在供给方面，集运市场运力存在结构性短缺，小船运力供给较为紧张。据克拉克森预测，3k TEU 以下船型新船交付量在 2025 年运力供给增速预计为+1.2%，2026 年预计为-2.0%，两年累计增速预计为-0.8%。且小船船龄普遍较高，6k TEU 以下船型平均船龄均超过 15 年。

图表 28：供应链多元化趋势下，亚洲内贸易或将成为全球集运贸易量增长的核心驱动之一



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 29：小型船舶老化，新船增长有限

各船型	平均船龄(年)	在手订单船队比	2025 年预计增速	2026 年预计增速
<3k TEU	15.0	4%	1.2%	-2.0%
3-6k TEU	15.4	6%	1.9%	0.3%
6-8k TEU	13.9	6%	3.0%	1.1%
8-12k TEU	13.0	29%	5.0%	4.3%
12-17k TEU	6.5	48%	16.2%	9.8%
17k+ TEU	6.5	64%	5.5%	5.2%
船队总计	13.9	29%	6.3%	3.9%

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 核心假设

集装箱物流服务业务：公司营业收入来源均为集装箱物流服务，我们预计 2025 ~ 2027 年公司集装箱物流服务业务收入分别同比增加 6.86% / 5.01% / 5.22%，为 120.31 / 126.33 / 132.93 亿元。

图表 30：中谷物流估值模型核心假设

百万元	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,031	12,633	13,293
yoy	6.86%	5.01%	5.22%

资料来源：ifind，华源证券研究所

4.2. 盈利预测与投资

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 19.84/20.98/22.02 亿元，同比增速分别为 8.08%/5.76%/4.97%，当前股价对应的 PE 分别为 10.37/9.81/9.35 倍；首次覆盖，鉴于公司业绩较为稳定和股息率可观，给予“买入”评级。

5. 风险提示

内贸需求增长不及预期：国内经济增速放缓导致内贸集装箱量增长乏力，中谷物流核心业务面临增长阻碍。

外贸租赁收益不及预期：亚洲区域航线供需失衡引发运价大幅波动，导致船舶租赁收益不确定性增加。

美国关税政策变化：美国关税政策对全球宏观经济和集运贸易有着重要影响，若关税长期高企或将对全球宏观和集运贸易需求产生较大的负面影响。

经济增长不及预期：宏观经济是航运需求的重要影响因素。若经济增长不及预期，可能导致需求疲软等问题。

红海复航：红海航线是连接亚洲与欧洲的关键航道，若红海复航，船舶绕行好望角的需求将大幅减少，可能导致集运市场运力过剩，整体运价回调、公司短期业绩波动。

环保政策合规风险：国内外船舶排放标准升级迫使船队改造，推高资本开支和运营成本压力。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,770	8,200	8,822	9,524
应收票据及账款	423	452	474	499
预付账款	16	17	18	19
其他应收款	102	109	114	120
存货	52	54	56	59
其他流动资产	5,143	5,256	5,291	5,330
流动资产总计	13,505	14,087	14,776	15,551
长期股权投资	1,562	1,590	1,619	1,648
固定资产	8,997	8,864	8,697	8,446
在建工程	108	54	0	0
无形资产	274	272	274	276
长期待摊费用	2	2	2	2
其他非流动资产	316	321	321	321
非流动资产合计	11,260	11,103	10,913	10,693
资产总计	24,764	25,190	25,689	26,243
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	2,618	2,713	2,837	2,981
其他流动负债	3,534	3,671	3,841	4,036
流动负债合计	6,152	6,384	6,678	7,017
长期借款	6,647	6,647	6,647	6,647
其他非流动负债	890	890	890	890
非流动负债合计	7,537	7,537	7,537	7,537
负债合计	13,690	13,922	14,215	14,554
股本	2,100	2,100	2,100	2,100
资本公积	3,345	3,345	3,345	3,345
留存收益	5,607	5,797	5,999	6,211
归属母公司权益	11,051	11,242	11,444	11,655
少数股东权益	23	27	30	34
股东权益合计	11,075	11,269	11,474	11,689
负债和股东权益合计	24,764	25,190	25,689	26,243

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,839	1,410	1,524	1,629
折旧与摊销	707	696	729	759
财务费用	-24	-7	-21	-40
投资损失	-207	-220	-220	-220
营运资金变动	78	79	227	266
其他经营现金流	-132	689	689	689
经营性现金净流量	2,261	2,648	2,929	3,084
投资性现金净流量	746	-431	-431	-431
筹资性现金净流量	-636	-1,786	-1,875	-1,951
现金流量净额	2,448	430	622	702

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,258	12,031	12,633	13,293
营业成本	9,553	9,880	10,330	10,854
税金及附加	15	16	17	18
销售费用	25	26	28	29
管理费用	195	208	219	230
研发费用	20	19	20	21
财务费用	-24	-7	-21	-40
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-40	-10	-10	-11
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	207	220	220	220
公允价值变动损益	37	0	0	0
资产处置收益	395	80	80	80
其他收益	380	470	470	470
营业利润	2,455	2,649	2,801	2,940
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	1	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	2,455	2,648	2,800	2,939
所得税	616	661	699	733
净利润	1,839	1,987	2,102	2,206
少数股东损益	4	3	4	4
归属母公司股东净利润	1,835	1,984	2,098	2,202
EPS(元)	0.87	0.94	1.00	1.05

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-9.49%	6.86%	5.01%	5.22%
营业利润增长率	7.57%	7.89%	5.76%	4.96%
归母净利润增长率	6.88%	8.08%	5.76%	4.97%
经营现金流增长率	-8.80%	17.12%	10.61%	5.30%
盈利能力				
毛利率	15.15%	17.88%	18.23%	18.35%
净利率	16.34%	16.52%	16.63%	16.59%
ROE	16.61%	17.65%	18.33%	18.89%
ROA	7.41%	7.87%	8.17%	8.39%
ROIC	15.33%	30.13%	32.57%	36.10%
估值倍数				
P/E	11.21	10.37	9.81	9.35
P/S	1.83	1.71	1.63	1.55
P/B	1.86	1.83	1.80	1.77
股息率	8.06%	8.71%	9.21%	9.67%
EV/EBITDA	5	5	4	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。