

2025 年 06 月 24 日

锦江航运 (601083. SH)

投资评级：买入（首次）

——快航特色船司立足日韩，扩展东南亚迎增长

投资要点：

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 23 日

收盘价（元） 11.72
一年内最高/最低（元） 14.29/8.20
总市值（百万元） 15,167.09
流通市值（百万元） 2,275.09
总股本（百万股） 1,294.12
资产负债率（%） 16.67
每股净资产（元/股） 6.93

资料来源：聚源数据

➤ **亚洲内精品航司，快航模式立足日韩，发展东南亚。**锦江航运成立于 1983 年，公司控股股东为上港集团，以班轮运输为主要业务，多年来持续深耕东北亚、国内沿海及东南亚三大区域，业务网络延伸至中东和南亚；公司主打高准班、高溢价的精品航线、HDS 等差异化服务，客户粘性较高，在上海至日本航线及两岸间航线的市场占有率均稳居行业领先地位。在东北亚航线，公司持续保持高质量服务标准，将 HDS 服务全面覆盖日本各基本港。作为公司传统优势航线，东北亚航线快航模式优势明显，有效发挥了经营“压舱石”作用，毛利率水平在 2023 年上半年达到 48.81%，支撑公司业绩在市场波动下仍具有较强的韧性与可持续性；在东南亚航线，公司将其作为“第二增长极”，复制东北亚的快航模式，持续投入资源与自有运力，开设“胡志明丝路快航”等精品快航航线，未来盈利增长可期。公司财务稳健，上市两年来维持约 50%分红比例，2024 年现金分红总额随净利润增加至 5.2 亿元。

➤ **亚洲内集运市场前景展望乐观。**需求侧，亚洲内经贸稳定增长，RCEP 协定不断深化，叠加产业链转移加速，长期支撑亚洲内集运需求；供给侧，结构性矛盾突出，新船交付量缩减叠加船龄老化，预计 2025、2026 年运力增长有限，叠加红海绕行预期持续，缩减有效运力。此外，中美关税暂缓在短期提振亚洲内集运运价，长期或将促使中国企业加速将产业链低附加值部分向“第三国/地区”转移，利好亚洲内与南美航线。据克拉克森预测，2025、2026 年亚洲区域内航线运输需求分别同比增长 2.5%、3.0%；3k TEU 以下小型船舶 2025、2026 年运力变动分别为+1.2%、-2.0%，亚洲内支线市场前景乐观。

➤ **盈利预测与评级：**锦江航运作为亚洲内精品航司，在东北亚航线盈利能力稳健，在东南亚航线具较大增长空间。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 8.00/8.89/10.37 亿元，同比变动分别为-21.58%/+11.12%/+16.55%，当前股价对应的 PE 分别为 18.95/17.05/14.63 倍；首次覆盖，鉴于公司业绩稳中有增且市场展望乐观，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**美国关税政策变化风险；经济增长不及预期；红海复航；环保政策合规风险；地缘政治风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,266	5,970	5,799	6,075	6,435
同比增长率（%）	-23.01%	13.36%	-2.87%	4.77%	5.91%
归母净利润（百万元）	743	1,021	800	889	1,037
同比增长率（%）	-59.36%	37.45%	-21.58%	11.12%	16.55%
每股收益（元/股）	0.57	0.79	0.62	0.69	0.80
ROE（%）	9.16%	11.84%	8.88%	9.40%	10.39%
市盈率（P/E）	20.43	14.86	18.95	17.05	14.63

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

锦江航运作为亚洲内精品航司，在东北亚航线盈利能力稳健，在东南亚航线具较大增长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.00/8.89/10.37 亿元，同比变动分别为-21.58%/+11.12%/+16.55%，当前股价对应的 PE 分别为 18.95/17.05/14.63 倍；首次覆盖，鉴于公司业绩稳中有增且市场展望乐观，给予“买入”评级。

关键假设

- 1.班轮运输服务业务：我们预计 2025 ~ 2027 年公司班轮运输服务业务收入分别同比变化-2.86% / +4.90% / +6.03%，为 56.93 / 59.72 / 63.32 亿元。
- 2.其他业务：我们预计 2025 ~ 2027 年公司其他业务收入分别同比变化-3.00% / -2.00% / -1.00%，为 1.05 / 1.03 / 1.02 亿元。

投资逻辑要点

锦江航运作为亚洲内精品航司，东北亚航线快航模式优势明显，有效发挥了经营“压舱石”作用，支撑公司业绩在市场波动下仍具有较强的韧性与可持续性；公司复制东北亚的快航模式发展东南亚航线，未来盈利增长可期；且在亚洲支线市场前景乐观的基本面下，预计公司未来业绩稳中向好。

核心风险提示

美国关税政策变化风险；经济增长不及预期；红海复航；环保政策合规风险；地缘政治风险。

内容目录

1. 亚洲内精品航司，立足日韩看向东南亚	5
1.1. 亚洲内精品航司，快航模式打造差异化服务	5
1.2. 东北亚快航模式优势明显	9
1.3. 复刻快航模式发展东南亚市场	10
1.4. 公司财务稳健，上市两年连续五成分红	11
2. 亚洲内集运市场前景展望乐观	13
2.1. 亚洲内集运市场复盘	13
2.2. 亚洲内集运市场展望	13
3. 盈利预测与评级	18
3.1. 核心假设	18
3.2. 盈利预测与投资建议	18
4. 风险提示	19

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）.....	6
图表 3：公司运力规模逐年递增.....	6
图表 4：公司持续优化运力结构，更新运力盘.....	6
图表 5：公司运营自有船舶数量及运力占比（截至 2025 年 6 月 12 日）.....	6
图表 6：公司班轮网络以东北亚为基础，逐渐向东南亚等新兴地区扩展.....	7
图表 7：公司境外设点结网覆盖广泛.....	8
图表 8：公司提供上海-东京、横滨的四季快航特色服务.....	9
图表 9：公司经营能力稳健.....	9
图表 10：公司毛利率与 ROE 长期保持较高水平.....	9
图表 11：东北亚航线作为公司传统优势航线，有效发挥了经营“压舱石”作用.....	10
图表 12：东北亚精品航线毛利率水平较高，韧性较强.....	10
图表 13：公司持续加大对东南亚航线的成本投入（万元）.....	11
图表 14：公司持续扩大东南亚航线运力规模.....	11
图表 15：公司货币资金占资产比例较高（截止 2024.12.31）.....	12
图表 16：公司资产负债率健康，资产比例较高.....	12
图表 17：公司管理费用、财务费用.....	12
图表 18：公司营业收入、营业成本（亿元）.....	12
图表 19：公司上市两年维持约 50%分红率.....	12
图表 20：亚洲集运运价长时期内保持平稳.....	13
图表 21：东南亚成为 FDI 主要流入地区之一，且占比持续提升（百万美元）.....	14
图表 22：东盟经济发展速度处于全球较高增长区间.....	14
图表 23：与全球平均水平相比，日韩人均消费能力较强，增速较缓.....	15
图表 24：25、26 年亚洲区域内航线运输需求增量稳定在 2.5%-3%.....	15
图表 25：小型船舶老化，新船增长有限.....	16
图表 26：2025 年集运供给端新交付运力有结构性差异.....	16
图表 27：锦江航运估值模型核心假设.....	18

1. 亚洲内精品航司，立足日韩看向东南亚

1.1. 亚洲内精品航司，快航模式打造差异化服务

上海锦江航运（集团）股份有限公司成立于 1983 年，主要从事国际集装箱运输、航运专业服务和航运物流业务，多年来持续深耕东北亚、东南亚和国内航线。公司坚守品牌战略，以船舶高准班率为支撑，以 HDS（Hot Delivery Service）等特色服务为依托，打造了上海日本、太仓日本、青岛日本、大连日本等多条精品航线，公司将精品服务理念复制于东南亚区域，开设海防丝路快航、泰越丝路快航、泰越快线等“丝路快航”、“胡志明丝路快航”系列精品航线，并实现了中日“两个圆心”及中国和东南亚主要港口“双向辐射”的布局；公司延伸服务触角至新兴区域，开设南亚及中东航线，进一步织密亚洲区域服务网络，把握新兴市场增长机遇。截至 2024 年 12 月 31 日，上港集团为公司控股股东，持股比例 83.30%。

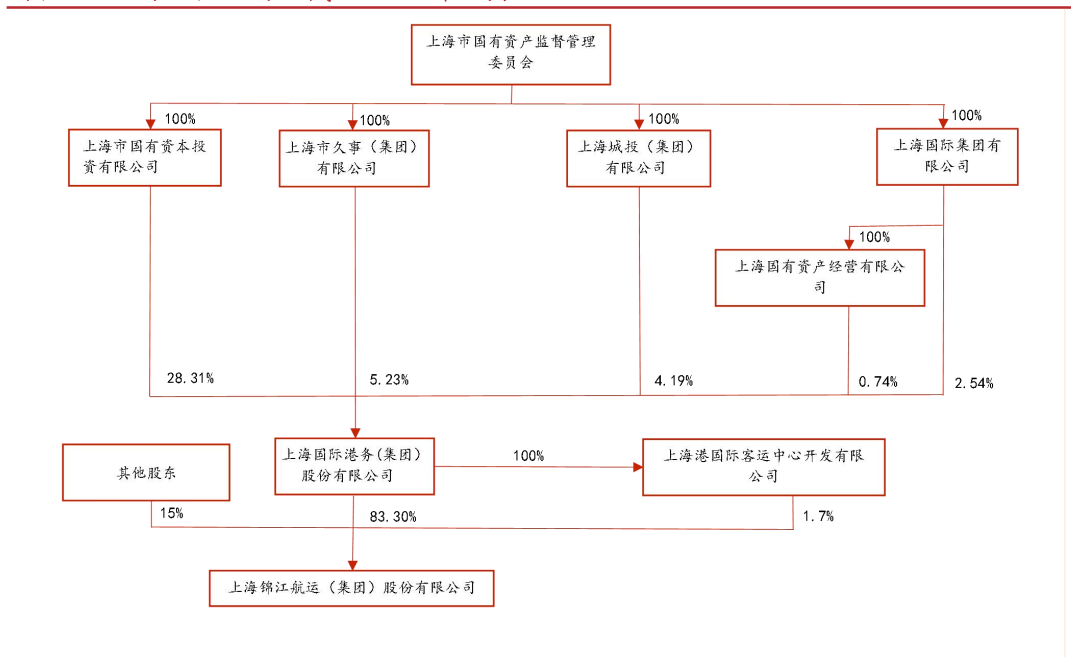
公司运力规模逐年递增，根据 Alphaliner 数据，截至 2025 年 6 月 12 日，公司共经营 54 艘船舶，包括 26 艘自有船舶和 28 艘租赁船舶，总运力达到 5.8 万 TEU，其中自有运力占比 51%。2024 年度，公司上海日本航线、上海两岸间航线市场占有率继续稳居行业第一。

图表 1：公司发展历程

时间	事件
1983	公司前身上海市锦江航运有限公司设立
2001	公司推出连接日本主要港口的 HDS 服务，并注册商标
2010	提出“一主两翼”发展思路，同步发展国际航运物流和国际航运专业服务业务
2013	公司更名为上海锦江航运(集团)有限公司
2015	上海国资整合，公司由上港集团正式收购
2019	公司推出针对卸货港为东京的上海日本航线 Super HDS 服务
2022	公司变更为股份公司，更名为上海锦江航运(集团)股份有限公司
2023	首次公开发行股票并在上海证券交易所上市
2024	积极开拓新兴区域，开设南亚及中东航线，进一步织密亚洲区域服务网络

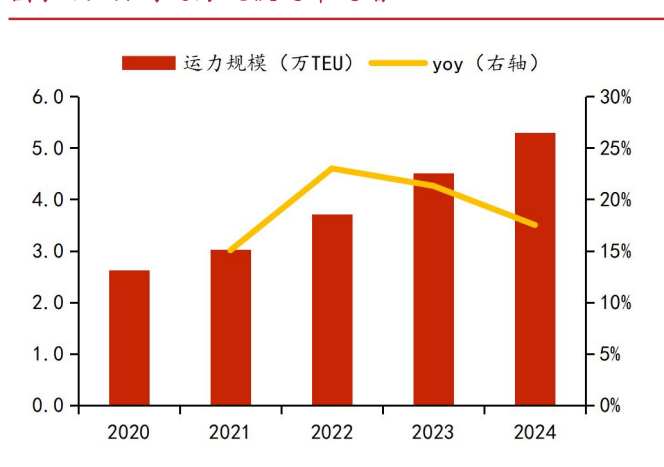
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



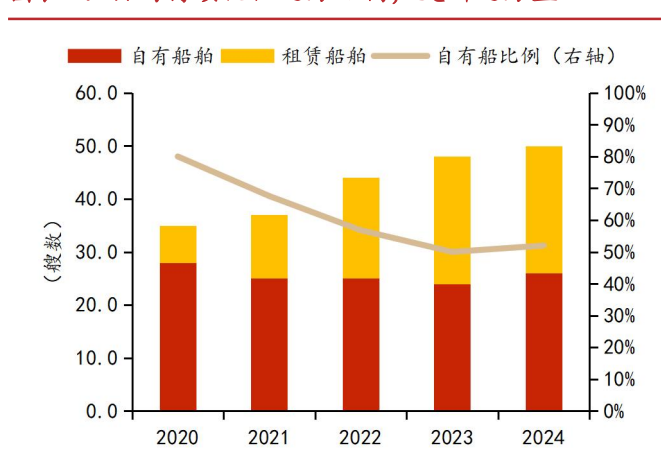
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司运力规模逐年递增



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司持续优化运力结构，更新运力盘



资料来源：ifind，公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司运营自有船舶数量及运力占比（截至 2025 年 6 月 12 日）

船舶类型	运力 (TEU)	占比	船数 (艘)	占比
自有船舶	29,896	51%	26	48%
租赁船舶	28,983	49%	28	52%
合计	58,879	100%	54	100%

资料来源：Alphaliner，华源证券研究所

公司班轮航线聚焦核心市场，航线网络通达国内沿海及两岸间、东北亚、东南亚等亚洲主要近洋区域和北美、南美等部分远洋区域，航线网络、航线班期稳定可靠。

东北亚航线方面，公司打造了上海日本、太仓日本、青岛日本、大连日本等多条精品航线，通过采取稳健的运价策略，凭借稳定、高质量的品牌服务，保持 HDS 服务标准，市场份额基本维持稳定。东南亚航线抓住市场回暖机遇，航线经营实现量价齐升；同时，公司将精品服务理念复制于东南亚区域，开设海防丝路快航、泰越丝路快航、泰越快线等“丝路快航”系列精品航线，并实现了中日“两个圆心”及中国和东南亚主要港口“双向辐射”的布局。此外，公司延伸服务触角至新兴区域，开设南亚及中东航线，进一步织密亚洲区域服务网络，把握新兴市场增长机遇。

图表 6：公司班轮网络以东北亚为基础，逐渐向东南亚等新兴地区扩展



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所
注：本图仅为示意图，不代表完整的中国地图

公司较早迈出了“走出去”的发展步伐，并且跟随业务发展，境内外设点结网的步伐也进一步加快。截至 2024 年底，公司已布局上海、青岛、大连、天津、厦门、武汉、南通、太仓、重庆、温州、广州、连云港、宁波、深圳等 14 个大陆网点以及中国香港、中国台湾、日本、韩国、越南、泰国、菲律宾、印度、新加坡、马来西亚、印度尼西亚、斯里兰卡、巴基斯坦、阿联酋等国家或地区涉及的 14 个销售和服务网点。此外，据公司 IPO 招股说明书，公司的 HDS 服务已全面覆盖日本各基本港。

图表 7：公司境外设点结网覆盖广泛



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所
 注：本图仅为示意图，不代表完整的中国地图

公司深耕亚洲集装箱航运市场，以客户为中心，通过“两定一快”标准化服务模式和精品航线构筑竞争优势。开辟多条中日航线，构建准时可靠的网络，并保持高准班率，为客户提供高效服务。公司推出 HDS（Hot Delivery Service）服务，拓展进出口航线，成为国内首家提供进出口双向 HDS 服务的集装箱班轮公司。依托高准班率航线，HDS 实现优先装港和精准小时级交付，显著提升时效和成本效益，帮助客户实现零库存管理。

公司拓展服务模式，提升效率和竞争力。推出针对卸货港为东京的上海日本航线 Super HDS 服务，进一步缩短交付时效；同时与合作伙伴打造国际航线，将运输时间大幅压缩。据公司官网，以“海防-上海-美西”国际快航精品航线为例，海防至美西仅需 17-18 天，相较传统的海防至美西的直航航线要缩短 5-6 天，相较传统的中转航线要缩短 7-8 天。

2025 年 4 月，公司推出一条东南亚精品航线“胡志明丝路快航”，承诺 4 天上海—海防、4.5 天胡志明—上海，在为该区域客户提供更具时效性、更便捷的服务同时，为国际中转业务提供了高效、稳定的衔接，此举进一步提升公司在东南亚区域的核心竞争力。

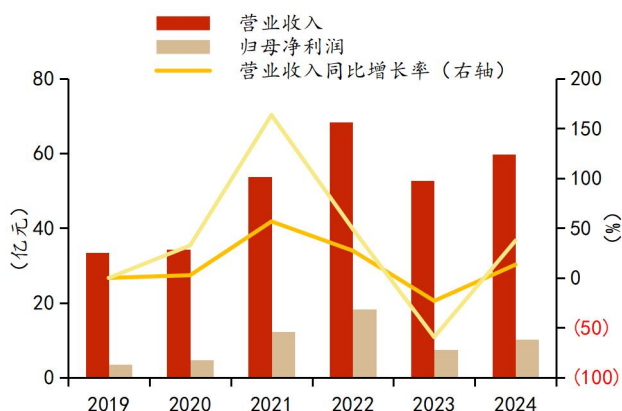
图表 8：公司提供上海-东京、横滨的四季快航特色服务



资料来源：宁波集达供应链管理有限公司公众号，华源证券研究所

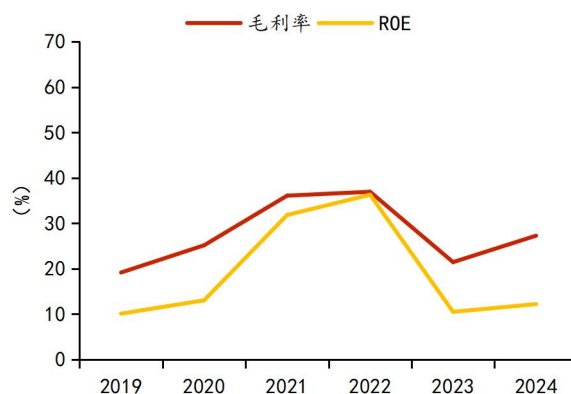
公司经营能力稳健，基本面稳定。东北亚航线作为公司业绩“压舱石”，支撑公司营收、净利润长期稳健。东南亚航线作为公司“第二增长极”，公司通过持续打造东南亚丝路快航等精品航线，提升航线经营效益。根据公司 2025 年一季报，2025 年 Q1 公司归母净利润同比增长 187%，营收同比增长 33%，主要系东北亚航线支撑经营业绩稳固，叠加东南亚航线量价齐升，未来盈利状况可期。公司资本回报率与毛利率在 2019–2024 年间均保持较高水平，长期维持稳健的盈利能力。

图表 9：公司经营能力稳健



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 10：公司毛利率与 ROE 长期保持较高水平



资料来源：ifind，华源证券研究所

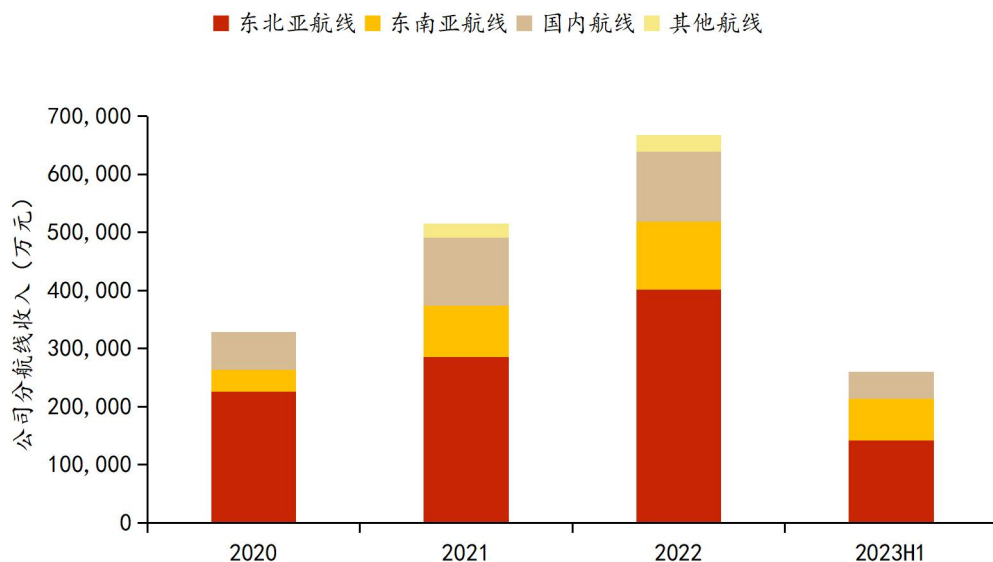
1.2. 东北亚快航模式优势明显

东北亚航线作为公司传统优势航线，整体生产经营情况良好，有效发挥了经营“压舱石”作用，近年来带动公司业绩稳中有升，毛利率水平较高。2023 年上半年，公司东北亚航线毛

利率达到 48.81%，国内航线毛利率为 25.53%，东南亚航线为-4.56%，班轮运输业务毛利率为 29.87%。

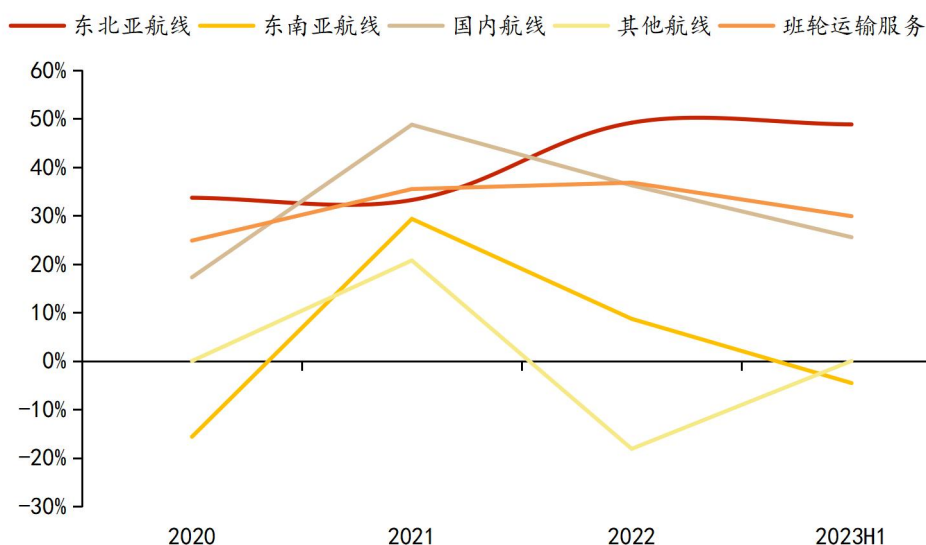
公司通过采取稳健的运价策略，凭借稳定、高质量的品牌服务，保持 HDS 服务标准，市场份额基本维持稳定。2024 年上海日本航线市场占有率继续保持行业第一。

图表 11：东北亚航线作为公司传统优势航线，有效发挥了经营“压舱石”作用



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 12：东北亚精品航线毛利率水平较高，韧性较强



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

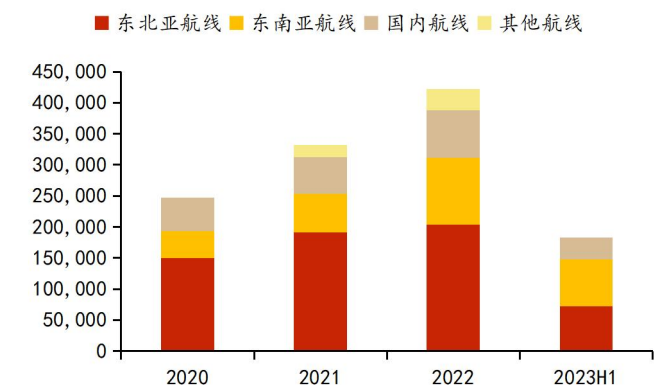
1.3. 复刻快航模式发展东南亚市场

公司将东南亚航线作为“第二增长极”，复制快航模式，积极布局和完善东南亚航线，持续投入资源与运力，2020-2023 年上半年，东南亚航线成本投入、平均总运力和占比持续上升。

据公司公告，在航线经营方面，公司近年来陆续开通了上海泰越、上海菲律宾、日本泰越、上海香港海防等航线，以航线精品服务培育市场和客户，逐步提升公司在东南亚市场的品牌知名度。此外，公司还将航线向南亚区域拓展，现已开通印度航线，丰富了东南亚航线网络布局。2024 年，东南亚航线抓住市场回暖机遇，航线经营实现量价齐升；同时，公司推出又一条东南亚精品航线泰越快线，实现泰国四天直达蛇口、七天速达上海。

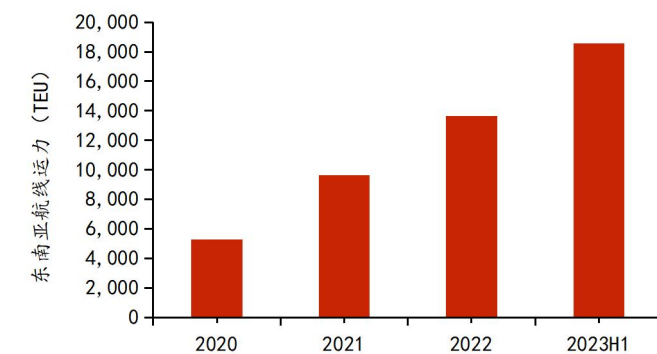
在运力投入方面，公司订购新船，为东南亚精品航线提供稳定高效的自有运力保障。2024 年，公司三艘新船“通丹”“通莉”“通薇”正式交付，陆续投入至东南亚精品航线运营，为精品航线嫁接、复制奠定坚实的运力基础；此外，公司两艘 1,100TEU 船舶也已顺利交付，为东南亚精品航线提供稳定高效的运力保障；同时，公司完成了 20,000TEU 新造箱交付使用，或将增强公司稳健、可持续经营的能力。

图表 13：公司持续加大对东南亚航线的成本投入（万元）



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

图表 14：公司持续扩大东南亚航线运力规模



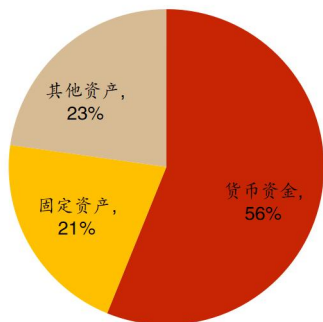
资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

1.4. 公司财务稳健，上市两年连续五成分红

公司财务稳健，资产负债率长期维持较低水平，且资产比例健康，现金流充裕，根据 2024 年报，公司货币资金与固定资产分别占总资产 56%、21%。

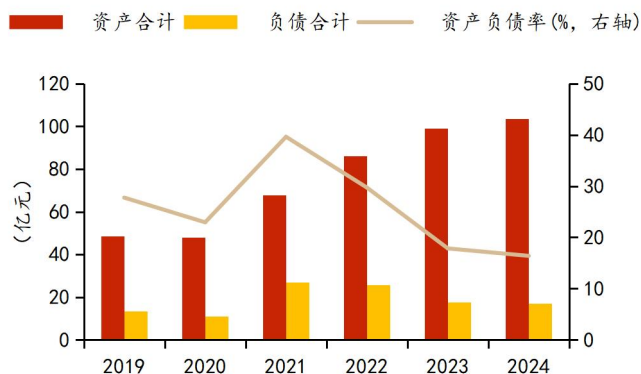
公司分红比例较高，公司于 2023 年上市，两年来维持较高分红比例，2024 年现金分红总额随净利润增加上涨。2023 年、2024 年分红率分别为 50.02%、50.46%，现金分红金额分别为 3.7 亿元、5.2 亿元。

图表 15: 公司货币资金占资产比例较高 (截止 2024. 12. 31)



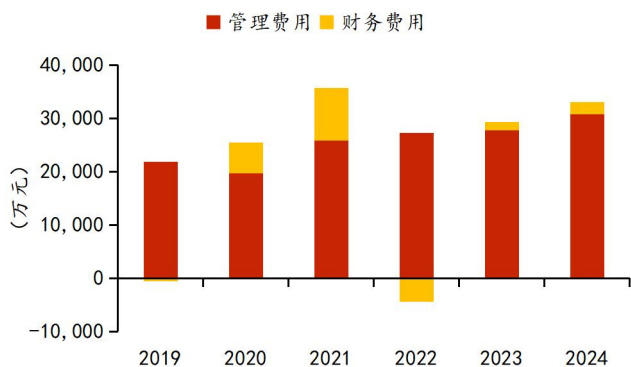
资料来源: ifind, 华源证券研究所

图表 16: 公司资产负债率健康, 资产比例较高



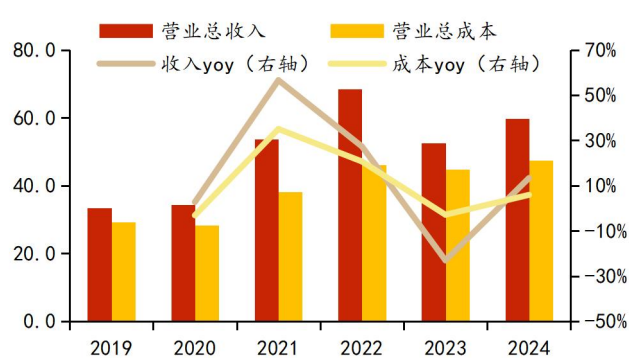
资料来源: ifind, 华源证券研究所

图表 17: 公司管理费用、财务费用



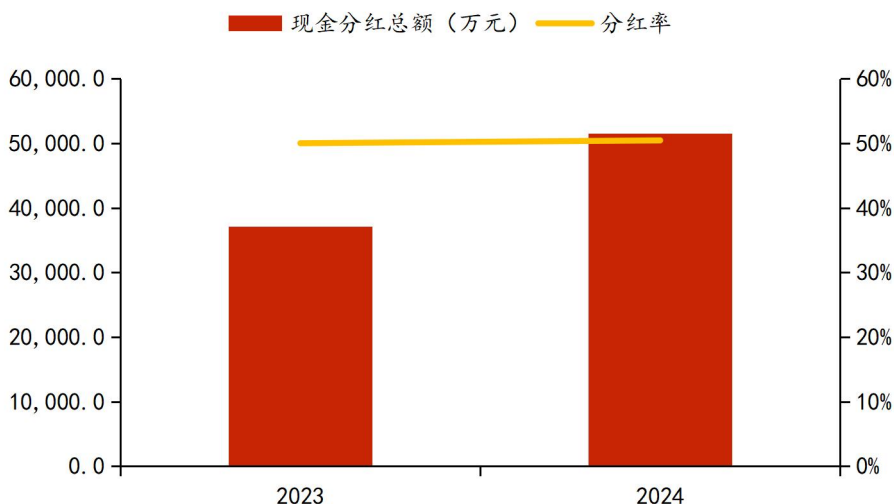
资料来源: ifind, 华源证券研究所

图表 18: 公司营业收入、营业成本 (亿元)



资料来源: ifind, 华源证券研究所

图表 19: 公司上市两年维持约 50%分红率



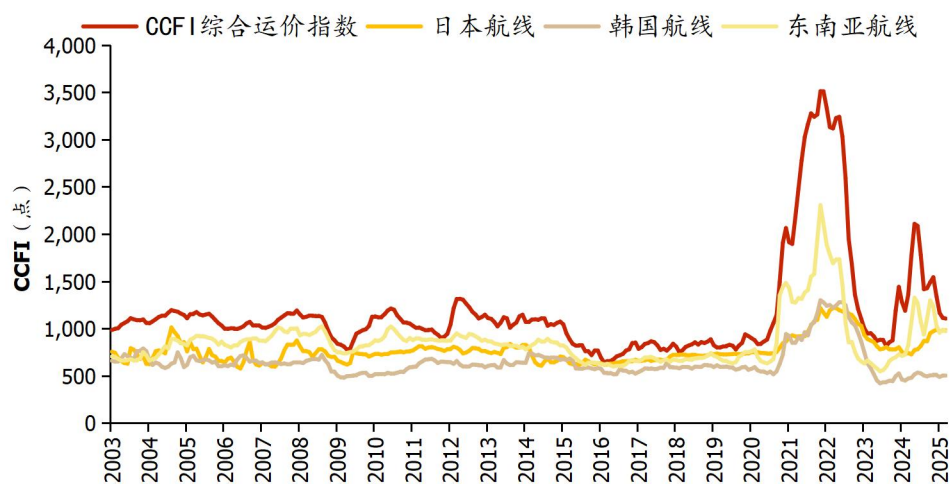
资料来源: ifind, 华源证券研究所

2. 亚洲内集运市场前景展望乐观

2.1. 亚洲内集运市场复盘

运价复盘来看，亚洲集运市场的运价在较长时期内保持平稳。其中，中国—日本、中国—韩国航线 CCFI 运价指数波动幅度远小于 CCFI 综合指数，相较而言，东南亚航线的运价波动幅度较大，更受干线运价波动的溢出效应影响，但仍小于综合运价指数波动。

图表 20：亚洲集运运价长时期内保持平稳



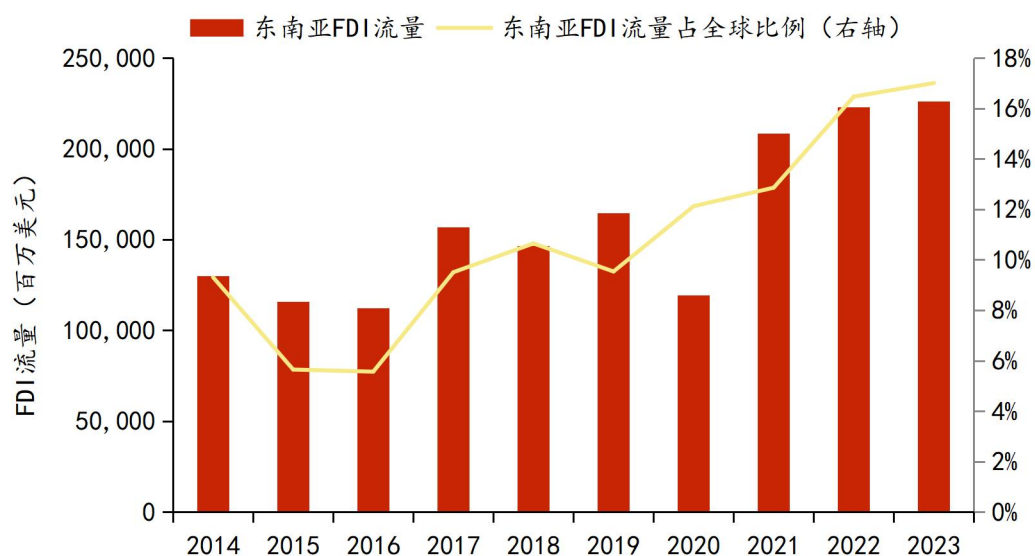
资料来源：克拉克森，华源证券研究所

2.2. 亚洲内集运市场展望

展望后市，亚洲集运市场前景乐观，供需双振：需求侧，亚洲内经贸稳定增长，RCEP 协定不断深化，叠加产业链转移加速，长期支撑亚洲内集运需求；供给侧，结构性矛盾突出，新船交付量缩减叠加船龄老化，预计 2025、2026 年运力增长有限，叠加红海绕行预期持续，缩减有效运力。此外，中美关税暂缓在短期提振亚洲内集运运价，长期或将促使中国企业为应对关税政策不确定性，加速将产业链低附加值部分向“第三国/地区”转移，如东南亚、拉美，利好亚洲内、南美航线需求增长。

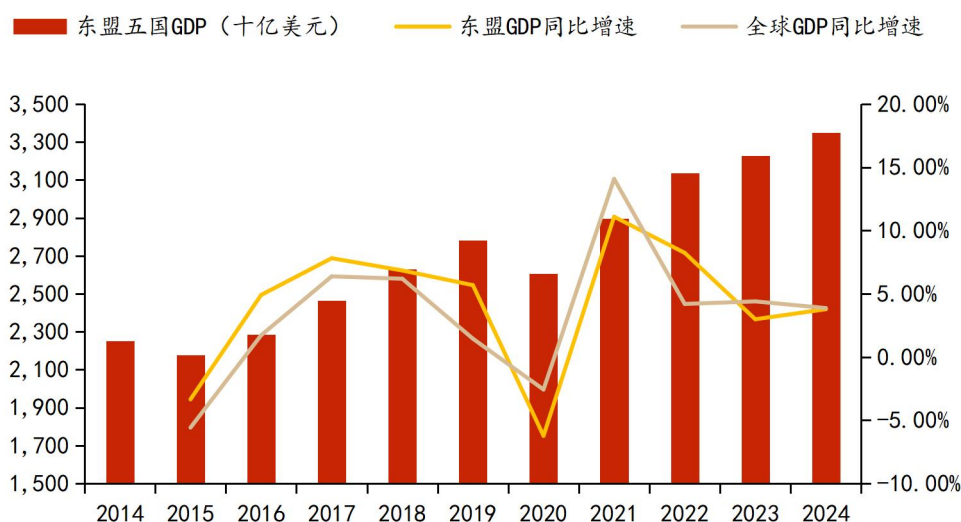
从经贸特征来看，亚洲内多数国家的经济保持稳定增长，其中，东南亚地区 FDI 流入量快速增加，经济发展速度处于全球较高增长区间，带来高潜力的增量条件。且自中日韩自贸区和 RCEP 区域全面经济伙伴关系协定施行以来，区域内国家贸易往来不断加深，相互贸易持续较快增长，有利于运输需求长期保持稳定增长。

图表 21：东南亚成为 FDI 主要流入地区之一，且占比持续提升（百万美元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

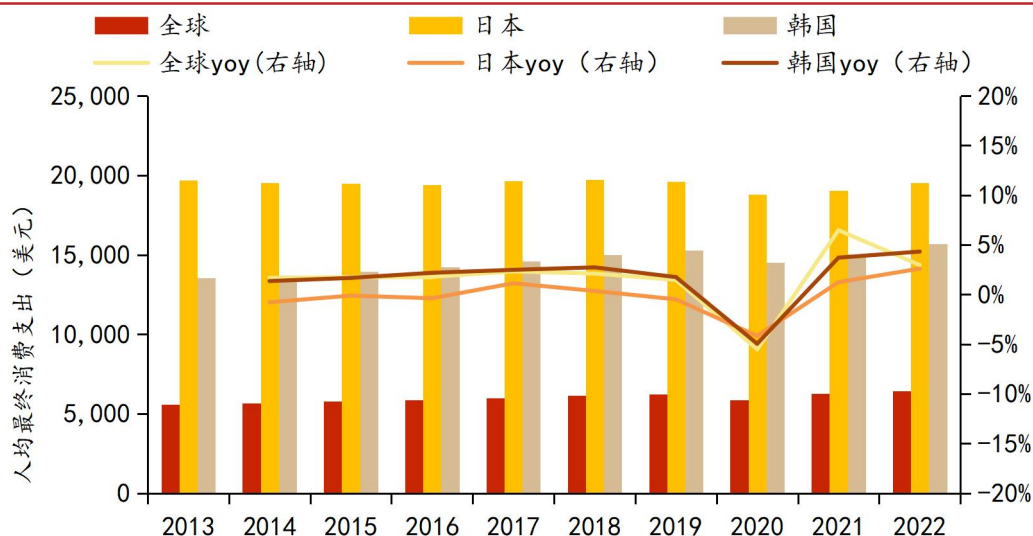
图表 22：东盟经济发展速度处于全球较高增长区间



资料来源：ifind，华源证券研究所

此外，与全球平均水平相比，日本、韩国人均消费能力较强，人均消费支出同比增量较为平缓，市场优质稳定性较强。

图表 23：与全球平均水平相比，日韩人均消费能力较强，增速较缓



资料来源：ifind，华源证券研究所

从区域产业转移来看，伴随着中国经济持续增长以及追求质量的新发展格局逐步形成，中国的中低端产业向其他国家转移或将是中长期趋势，东盟国家由于地理、生产要素成本等方面的优势，预计将承接中国的产业转移，有望持续推动亚洲区域内的集装箱运输需求。

据克拉克森预测，2025、2026 年亚洲区域内航线运输需求分别为 0.67 亿、0.69 亿 TEU，同比增长 2.5%、3.0%。

图表 24：25、26 年亚洲区域内航线运输需求增量稳定在 2.5%-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

供给侧，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%。且小船船龄普遍较高，6k TEU 以下船型平均船龄均超过 15 年。

新船交付方面，大量新造运力已于 2022-2024 年交付，后续交付或将放缓。根据克拉克森预测统计，2025、2026 年预计新船交付增速放缓，分别为 6.3%、3.9%，且拆船数量提高。此外，红海局势的不确定性对集运市场的影响仍待进一步观察。

图表 25：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

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

在关税政策方面，2025 年 4 月 2 日，特朗普政府实施的“对等关税”等一系列关税政策，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，大规模订单取消及货物延期出运。在需求减少的情况下，航运企业同步缩减了跨太平洋航线运力，短期内集运运价承压。2025 年 5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈联合声明，宣布自 5 月 14 日起的 90 天内，中方将对美商品关税从 125%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）。随着中美关税暂缓，且此轮政策调整的“时效窗口”与北美传统夏季补货高峰叠加，出现集运美线“抢运潮”。而此时运力供给侧面临调配不足，供需错配格局下美线运

价大涨，集运美线运价抬升吸引亚洲内运力前往美线，亚洲区域内运力抽调导致可用运力减少，短期内或将推高亚洲内集运运价。

短中期来看，尽管货主对未来关税不确定性的担忧有望开启短期的抢运和补库，但参考2018年中美贸易冲突的谈判进程，后续不排除关税政策出现反复的情况。若关税情况出现反复，或将扰乱美线发运节奏，造成短期供需错配、运价震荡。亚洲内和南美航线运价或将短期内间接受益。长期来看，特朗普的“美国优先”战略强化其原产地保护原则，促使中国企业贸易为应对政策不确定性，加速将产业链低附加值部分向“第三国/地区”转移，如东南亚、拉美，利好亚洲内、南美航线需求增长。

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设

1. 班轮运输服务业务：我们预计 2025 ~ 2027 年公司班轮运输服务业务收入分别同比变化 -2.86% / +4.90% / +6.03%，为 56.93 / 59.72 / 63.32 亿元。

2. 其他业务：我们预计 2025 ~ 2027 年公司其他业务收入分别同比变化 -3.00% / -2.00% / -1.00%，为 1.05 / 1.03 / 1.02 亿元。

图表 27：锦江航运估值模型核心假设

百万元	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,798.73	6,075.32	6,434.54
yoy	-2.87%	4.77%	5.91%
班轮运输服务	5,693.46	5,972.15	6,332.40
yoy	-2.86%	4.90%	6.03%
其他	105.28	103.17	102.14
yoy	-3.00%	-2.00%	-1.00%

资料来源：ifind，华源证券研究所

3.2. 盈利预测与投资建议

锦江航运作为亚洲内精品航司，在东北亚航线盈利能力稳健，在东南亚航线具较大增长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.00/8.89/10.37 亿元，同比变动分别为 -21.58%/+11.12%/+16.55%，当前股价对应的 PE 分别为 18.95/17.05/14.63 倍；首次覆盖，鉴于公司业绩稳中有增且市场展望乐观，给予“买入”评级。

4. 风险提示

美国关税政策变化风险：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。

地缘政治风险：因印巴冲突、胡塞武装等事件导致港口效率降低、关键通道中断，增加风险成本。

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	5,813	6,380	6,842	7,460
应收票据及账款	690	670	702	744
预付账款	8	8	8	9
其他应收款	17	17	18	19
存货	72	74	77	79
其他流动资产	12	10	10	11
流动资产总计	6,612	7,160	7,657	8,322
长期股权投资	502	518	534	551
固定资产	3,022	2,932	2,847	2,754
在建工程	0	0	0	0
无形资产	55	51	47	44
长期待摊费用	2	1	1	1
其他非流动资产	163	164	164	164
非流动资产合计	3,745	3,666	3,594	3,514
资产总计	10,357	10,826	11,252	11,836
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	683	649	671	694
其他流动负债	687	862	891	923
流动负债合计	1,370	1,510	1,562	1,617
长期借款	322	242	162	162
其他非流动负债	5	5	5	5
非流动负债合计	327	247	167	167
负债合计	1,698	1,758	1,729	1,784
股本	1,294	1,294	1,294	1,294
资本公积	3,438	3,438	3,438	3,438
留存收益	3,886	4,287	4,731	5,250
归属母公司权益	8,618	9,018	9,463	9,981
少数股东权益	41	50	59	70
股东权益合计	8,659	9,068	9,522	10,052
负债和股东权益合计	10,357	10,826	11,252	11,836

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,036	744	834	983
折旧与摊销	683	698	792	900
财务费用	23	-7	-13	-17
投资损失	-18	-16	-16	-16
营运资金变动	133	161	16	8
其他经营现金流	44	72	72	72
经营性现金净流量	1,902	1,651	1,684	1,930
投资性现金净流量	-655	-611	-711	-811
筹资性现金净流量	-1,164	-473	-512	-501
现金流量净额	34	568	462	618

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,970	5,799	6,075	6,435
营业成本	4,342	4,488	4,641	4,800
税金及附加	71	68	72	76
销售费用	0	0	0	0
管理费用	307	302	313	331
研发费用	0	0	0	0
财务费用	23	-7	-13	-17
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	2	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	18	16	16	16
公允价值变动损益	2	0	0	0
资产处置收益	35	10	10	10
其他收益	29	56	56	56
营业利润	1,313	1,030	1,145	1,326
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,313	1,030	1,145	1,326
所得税	276	222	246	279
净利润	1,036	809	899	1,048
少数股东损益	16	9	9	11
归属母公司股东净利润	1,021	800	889	1,037
EPS(元)	0.79	0.62	0.69	0.80

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	13.36%	-2.87%	4.77%	5.91%
营业利润增长率	41.72%	-21.50%	11.13%	15.82%
归母净利润增长率	37.45%	-21.58%	11.12%	16.55%
经营现金流增长率	19.62%	-13.19%	1.98%	14.60%
盈利能力				
毛利率	27.27%	22.61%	23.61%	25.40%
净利率	17.36%	13.95%	14.80%	16.28%
ROE	11.84%	8.88%	9.40%	10.39%
ROA	9.85%	7.39%	7.90%	8.76%
ROIC	30.87%	21.18%	25.17%	29.84%
估值倍数				
P/E	14.86	18.95	17.05	14.63
P/S	2.54	2.62	2.50	2.36
P/B	1.76	1.68	1.60	1.52
股息率	3.40%	2.64%	2.93%	3.42%
EV/EBITDA	4	6	5	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）。