

中谷物流 (603565.SH)

受益于外贸支线集运市场，高股息具备中长期投资价值

外贸集运收入提升叠加租约长期化使得公司利润维持高位；公司财务状况良好，同时维持较高分红水平，未来 3 年股息率具有较强吸引力。首次覆盖，给予“增持”投资评级。

□ **深耕中小船型集运市场，公司经营较为稳健，财务质量较好。**公司始创于 2003 年，是中国最早专业经营内贸集装箱航运的企业之一，历经二十余年稳步发展，公司运力已达到 16.9 万 TEU，位列国内集运公司（以内贸为主）第二名。与航运板块公司横向对比，中谷物流在盈利能力、盈利稳定性以及股东回报等方面表现突出。中谷物流近 5 年 ROE 均值为 24.1%，排在行业前列。与经营远洋航运的强周期股相比，公司长期盈利能力及估值波动相对较小。同时，公司重视股东回报，5 年平均年度分红比例高达 74%，公司股息率（TTM）为 7.6%，也处在行业前列。与经营内贸集运的公司相比，中谷物流在经营模式、单位载重吨盈利能力及股东回报上均具备显著优势。

□ **外贸支线集运供需相对较好，对公司业绩有较强支撑。**由于中小船运力整体可控，伴随区域贸易增长，预计区域内运价以及中小船期租租金维持相对稳定。需求展望，中长期看亚洲区内贸易量有更强支撑；基于世界银行 6 月的最新预测，25 年亚太区域 GDP 增速预计 4.5%，26-27 年约 4%。伴随 RCEP 政策以及产业转移等因素，预计 26-27 年亚洲区内贸易将有明显支撑。供给展望，8000TEU 以下船型整体运力增长有限。未来运力增长情况：25-26 年集装箱运力整体增速分别为 6.7%/4.1%；其中 3-8000TEU 以下运力增速分别为 2.6%/1.3%；小于 3000TEU 运力增速分别为 1.9%/-1.8%。进入 25 年，虽然 SCFI 运价略有下滑，但 4000TEU 以下中小船租金仍呈现上升趋势。

□ **投资建议：**1) 目前外贸支线集运市场景气度仍然较高，中谷物流通过调整内外贸结构，外贸占比提升叠加租约长期化使得公司利润率维持高位；同时如果内贸需求季节性提升，运价短期大幅上行也将带来股价催化。2) 公司船舶资产优质，后续仍可以通过资产处置贡献良好利润及现金流。3) 目前公司现金流充沛，仍具备良好现金分红能力，预计未来几年分红比例维持高位。预计 25-27 年公司盈利为 19.4/19.6/19.2 亿元，如按分红率 90%，股息率约为 8%；如按分红率 80%，股息率为 7%+。首次覆盖，给予“增持”评级。

□ **风险提示：**宏观经济下滑、船舶期租租金不及预期、分红不及预期、股东减持等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12439	11258	10291	10535	10641
同比增长	-12%	-9%	-9%	2%	1%
营业利润(百万元)	2282	2455	2594	2620	2572
同比增长	-38%	8%	6%	1%	-2%
归母净利润(百万元)	1717	1835	1936	1955	1920
同比增长	-37%	7%	5%	1%	-2%
每股收益(元)	0.82	0.87	0.92	0.93	0.91
PE	12.8	11.9	11.3	11.2	11.4
PB	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

周期/交通运输

目标估值：NA

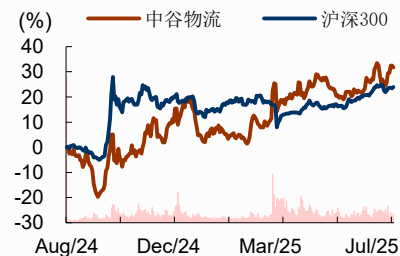
当前股价：10.43 元

基础数据

总股本（百万股）	2100
已上市流通股（百万股）	2100
总市值（十亿元）	21.9
流通市值（十亿元）	21.9
每股净资产（MRQ）	5.5
ROE（TTM）	17.2
资产负债率	52.8%
主要股东	中谷海运集团有限公司
主要股东持股比例	57.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	23	31
相对表现	6	18	8



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

王春环	S1090524060003
✉ wangchunhuan@cmschina.com.cn	
孙修远	S1090524070005
✉ sunxiuyuan@cmschina.com.cn	
肖欣晨	S1090522010001
✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn	
刘若琮	S1090524110003
✉ liuruocong@cmschina.com.cn	
张瑜玲	S1090525060006
✉ zhangyuling2@cmschina.com.cn	

正文目录

一、中谷物流：深耕内贸集运市场，经营较为稳健	5
1、历经二十余年稳步发展，深耕内贸集运市场	5
2、新船交付后实现运力扩张，积极拓展多式联运	7
3、经营较为稳健，财务状况良好	8
二、内贸集运行业较为稳定，中短期受外贸周期影响	10
1、大宗商品贸易方式转变+多式联运发展，支撑内贸集运需求	11
2、行业具有市场准入，内贸新增运力较为可控	15
3、内贸集运周期性受外贸影响，市场运价波动较为温和	15
4、外贸支线集运供需相对较好，对公司业绩有较强支撑	17
三、同业对比：公司经营能力、财务表现较优	19
1、规模情况：中谷物流运力排名相对靠前	19
2、经营能力：中谷物流资产质量较好，盈利能力优异	19
四、盈利预测与投资建议	21
1、盈利预测	21
2、估值分析及投资建议	22
五、风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构	6
图 3：公司港口分布	6
图 4：公司航线布局	6
图 5：公司主要业务模式	7
图 6：2017-2024 年公司营收及增速（亿元）	8
图 7：2017-2024 年公司营收构成（亿元）	8
图 8：2017-2024 年度归母净利润及增速（亿元）	9
图 9：2017-2024 年毛利率及净利率	9
图 10：2017-2024 年公司 ROE（平均）	9

图 11: 2017-2024 年公司资产负债率	9
图 12: 2017-2024 年公司现金流量 (亿元)	9
图 13: 2020-2024 年公司现金分红及比例	9
图 14: 内贸集装箱航运主要分类	11
图 15: 内贸集装箱航运供需分析框架	11
图 16: 内贸货物运输需求增速 VS GDP 增速	12
图 17: 内贸运输货源分析	12
图 18: 中国海铁联运吞吐量变化趋势	14
图 19: 美国、欧盟、东盟 GDP 增速	14
图 20: 中国出口增速 (分区域/国别)	14
图 21: 中国对亚洲出口占比提升	15
图 22: 国内沿海 700TEU 以上集装箱船运力 (万 TEU)	15
图 23: 内外贸集运运价指数对比	16
图 24: PDCI 内贸集装箱运价走势详细分析	17
图 25: 不同船型集装箱船的期租租金水平同向波动 (美元/天)	17
图 26: 毛利率对比	20
图 27: 净利率对比	20
图 28: ROE (平均) 对比	20
图 29: 单位 TEU 盈利: 万元/TEU	20
图 30: 单位载重吨营收对比: 元/DWT	21
图 31: 单位载重吨盈利对比: 元/DWT	21
图 32: 中谷物流股价与 SCFI/PDCI 走势	23
图 33: 中谷物流历史 PE Band	23
图 34: 中谷物流历史 PB Band	23
表 1: 前十大股东 (截至 25Q1)	5
表 2: 2017-2024 年上半年公司运力规模 (万载重吨): 加权平均	7
表 3: 中谷物流目前船队结构	7
表 4: 上市 (A 股) 航运各公司财务及估值对比	10
表 5: 近年来多式联运相关政策	13
表 6: 集装箱行业需求预测表	18

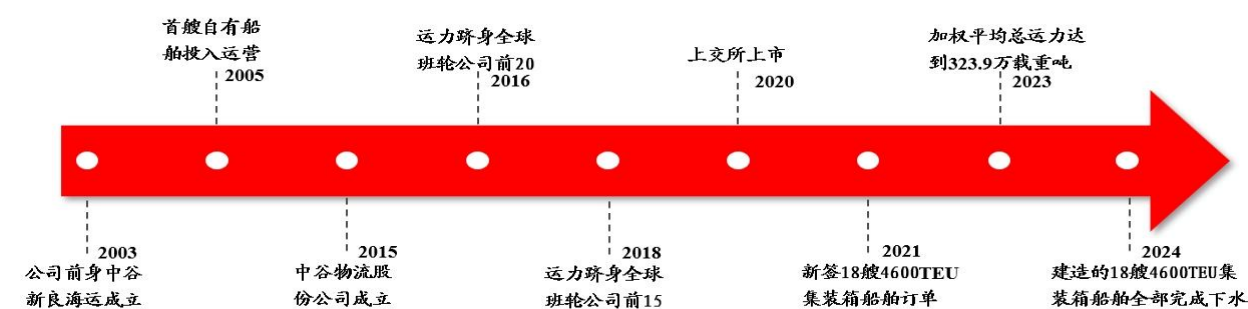
表 7: 集装箱行业供给预测表	18
表 8: 国内集运公司（以中小型公司为主）运力对比（运力单位：万 TEU）	19
表 9: 中谷物流、安通控股营收结构	21
表 10: 中谷物流营收成本拆分及预测	22
表 11: 中谷物流盈利预测简表	22
表 12: 上市（A 股）航运各公司财务及估值对比	24
附：财务预测表	25

一、中谷物流：深耕内贸集运市场，经营较为稳健

1、历经二十余年稳步发展，深耕内贸集运市场

历史上深耕内贸集装箱航运。公司始创于 2003 年，是中国最早专业经营内贸集装箱航运的企业之一，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。2015 年，公司完成股份制改革。2016 年，公司在新三板挂牌，2020 年公司于上交所上市。2021 年公司与国内船厂签订 18 艘 4600TEU 集装箱船舶的订单，2023 年度共下水 11 艘，累计已有 15 艘投入运营。2021-2023 年是公司运力大幅增长阶段，平均总运力由 249.9 万载重吨增长到 323.9 万载重吨。2024 年，18 艘 4600TEU 新船已全部完成下水，公司平均运力增长至 354.6 万。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，招商证券

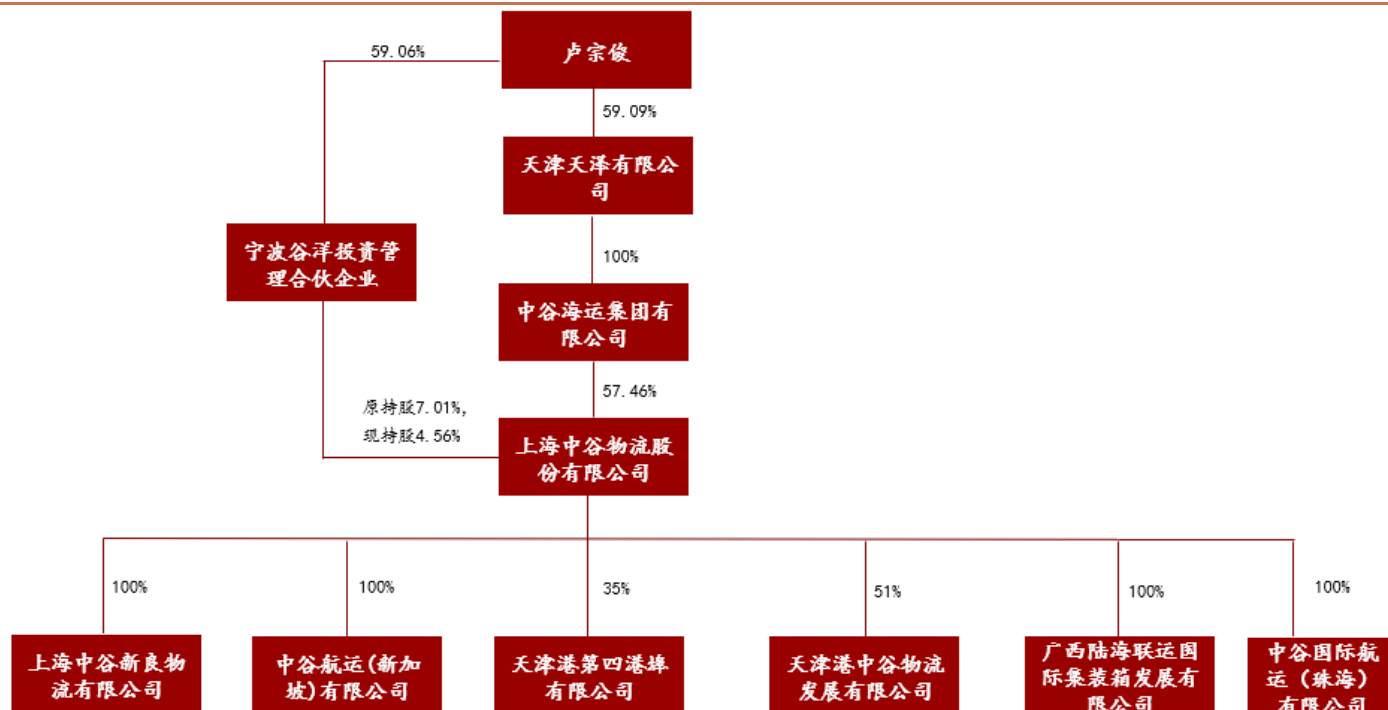
公司股权结构稳定，管理层航运经验丰富。截止到 25 年 7 月 8 日，公司控股股东为中谷海运集团有限公司，持股 57.46%。自公司上市以来，历经例如 UBS AG（退出），科威特政府投资局（新进）等大型机构投资者变动。公司实控人卢宗俊先生拥有 20 年以上航运物流经验，自毕业以来，历任物华海运有限公司航运部经理、中国国旅旅游贸易中心储运部经理、洋浦中谷新良海运有限公司副总经理，2003 年担任中谷集团董事长兼总经理，2010 年 3 月担任公司董事长。

表 1：前十大股东（截至 25Q1）

股东名称	持股数量(百万股)	占总股本比例
中谷海运集团有限公司	1206.68	57.46%
宁波谷洋投资管理合伙企业(有限合伙)	147.25	7.01%
招商银行股份有限公司-上证红利交易型开放式指数证券投资基金	54.89	2.61%
上海美顿投资管理有限公司	26.82	1.28%
黄宏	26.60	1.27%
香港中央结算有限公司	20.99	1.00%
山东港口投资控股有限公司	19.50	0.93%
科威特政府投资局-自有资金	18.32	0.87%
天津港股份有限公司	14.68	0.70%
中国平安人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	14.00	0.67%

资料来源：Wind，招商证券 备注：根据公司最新减持公告，截至 2025 年 7 月 25 日，宁波谷洋投资减持股份，占比下降至 4.56%；宁波谷泽投资（原占比 0.55%）减持至 0%。

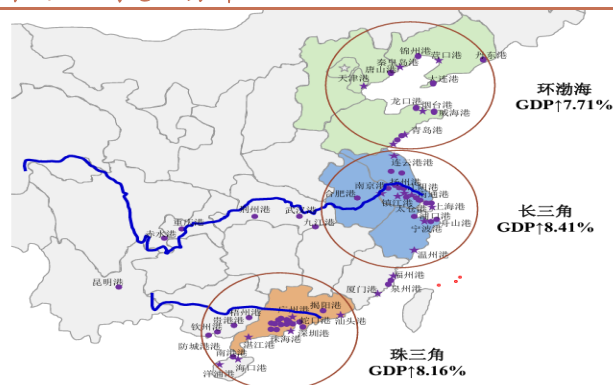
图 2: 公司股权结构



资料来源：公司公告，招商证券 备注：根据公司最新减持公告，截至 2025 年 7 月 25 日，宁波谷洋投资减持股份，占比下降至 4.56%；宁波谷泽投资（原占比 0.55%）减持至 0%。

公司航线布局完善，拥有网络覆盖优势。公司业务辐射中国几十个省市百余座港口，下设 200 多家办事处及分公司遍及国内。2024 年，18 艘 4600TEU 新船已全部完成下水，公司自有运力逐步提升，拥有及控制运力达到 350 余万载重吨。公司形成了覆盖全国的多式联运综合物流体系，通过港口、航线、联运线路的有机结合，已经构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系。目前，公司的航运网络覆盖全国 25 个沿海主要港口与超过 50 个内河港口，覆盖除三亚港外全部“一带一路”重点布局的 15 个港口，及环渤海、长江三角洲、东南沿海、珠江三角洲和西南沿海等全国沿海港口群体，航线网络覆盖面广、班期稳定。码头业务方面，公司联营公司分别有辽宁沈哈红谷物流联运有限公司、天津港第四港埠有限公司、上海港罗东集装箱码头有限公司、东莞港国际集装箱码头有限公司。

图 3: 公司港口分布



资料来源：公司公告、招商证券

图 4: 公司航线布局

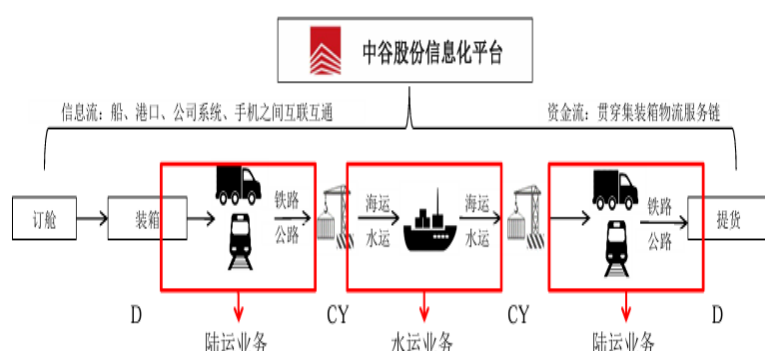


资料来源：公司公告、招商证券

2、新船交付后实现运力扩张，积极拓展多式联运

集装箱物流服务为主，构建多式联运服务模式。公司主要业务为集装箱物流服务，是中国最早专业从事国内沿海集装箱货物运输的企业之一。目前国内沿海集装箱货物运输仍然是公司的主营业务，与此同时，公司积极向两端延伸，通过公路、铁路、物流园区等多种方式为客户提供集装箱全程物流服务。公司的集装箱物流服务主要分为港到港服务（CY-CY）和多式联运服务两种。多式联运服务根据客户的不同选择，主要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超过 60%。

图 5：公司主要业务模式



资料来源：公司公告，招商证券

公司运力规模大幅提高，自有运力比例逐步上升。2024 年公司总运力达到 354.63 万载重吨，2017-2024 CAGR 高达 14.8%，加权自有运力占比超过 7 成。运营的船舶及集装箱高度匹配公司目前的业务结构，可以充分满足客户的多元化需求，实现灵活调度、快速响应。截止到 2025 年 7 月，参考克拉克森数据，公司共有船舶 49 艘，其中集装箱船 41 艘，多用途船 8 艘。集装箱船规模主要集中在 700-2500TEU 和 4000TEU 以上两个区间。集装箱船队平均船龄 6.8 年，3 年以下的新船均为 4000TEU 以上的集装箱船，公司目前船队结构较为良好。

表 2：2017-2024 年上半年公司运力规模（万载重吨）：加权平均

年份	自有运力	外租运力	总运力
2017	48.55	86.24	134.79
2018	104.94	85.71	190.65
2019	130.33	109.14	239.47
2020	154.90	107.78	262.68
2021	147.07	102.81	249.88
2022	146.88	114.11	260.99
2023	226.20	97.74	323.94
2024	257.86	96.77	354.63

资料来源：公司公告，招商证券

表 3：中谷物流目前船队结构

船舶类型	数量	平均交付时间
集装箱船（TEU）	41	2018（平均船龄为 6.9 年）

船舶类型	数量	平均交付时间
2500-4000	15	2016
4000 以上	17	2023
700-2500	7	2015
700 以下	2	2006
多用途船	8	2012（平均船龄为 13 年）
总计	49	2017（平均船龄为 7.9 年）

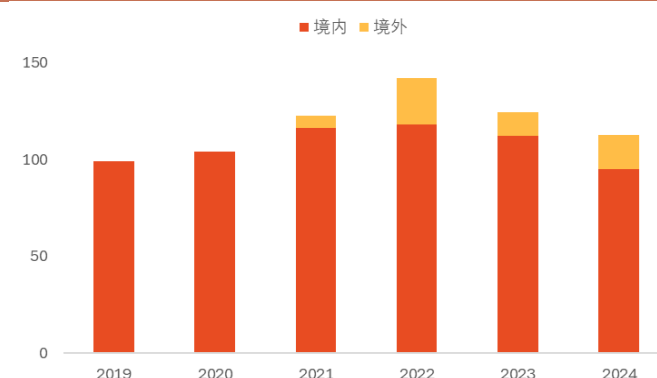
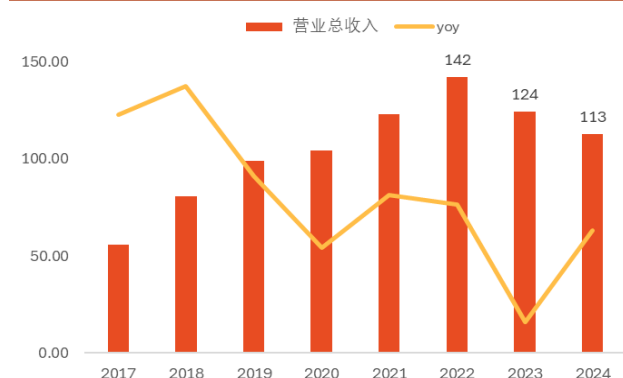
资料来源：克拉克森，招商证券

3、经营较为稳健，财务状况良好

公司营收随船队规模扩张呈现增长态势，公司主营业务以内贸集装箱运输为主，2021 年后外贸收入占比有所提升。伴随公司船队规模扩张，营业收入稳步提升。2017 年公司营收为 56 亿元，在“公转水”、“散改集”的大趋势下，内贸集装箱物流需求也将同步释放；同时 2020-2022 年受益于外贸景气度提升，2022 年公司营收创新高，达到 142 亿元；2023 年因外贸景气度回落，运价下行导致公司营收下降至 124 亿元。公司业务收入以境内收入为主，21 年后外贸期租收入占比有所提升。2024 年公司营收规模下降，主要因船舶投入外贸市场，公司境内收入占比为 84.53%，境外收入占比提升至 15.47%。25Q1 延续该趋势。

图 6：2017-2024 年公司营收及增速（亿元）

图 7：2017-2024 年公司营收构成（亿元）

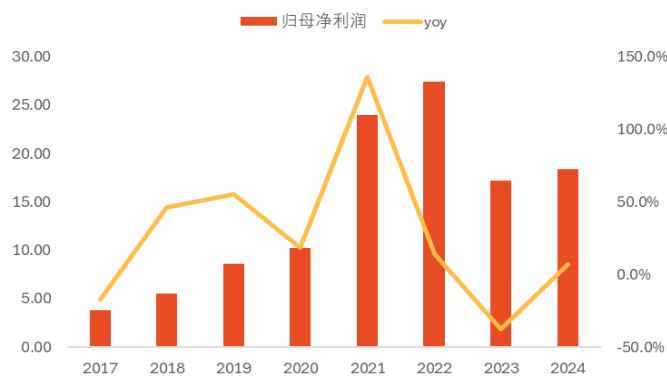


资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

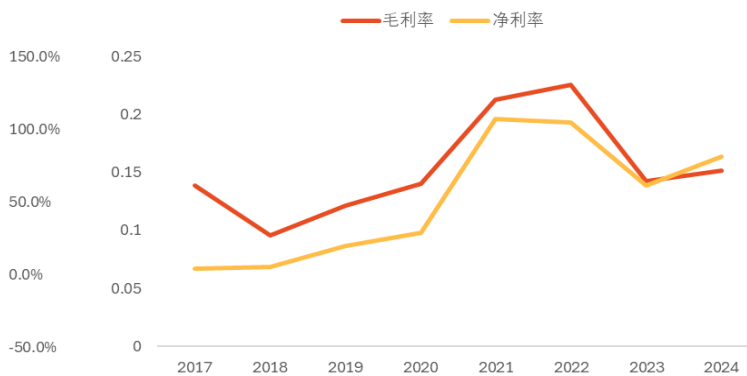
随外贸景气度上行经历一轮小周期，历史上看净利率中枢呈现上行趋势。2017 年公司归母净利润为 3.77 亿元，基于船队规模提升及内贸需求增长，17-20 年公司盈利稳步提升，CAGR 为 39%。2021-2022 年受益于外贸景气度高企（严重供不应求），即使运量下降，但是内贸运价明显上行，2022 年归母净利润为 27.41 亿元。2023 年外贸景气回落，内贸运价随之同比下行。2024 年，由于外贸期租收入提升，固定资产处置收益的增加，归母净利润达 18.35 亿元，同比增长 6.9%。净利率由 2017 年的 6.74% 增长到 2021 年的 19.58%，随后回落至 2024 年的 16.34%，净利率中枢呈现上行趋势。25Q1 公司营收下降但利润提升（归母净利润为 5.5 亿，同比+41%），也是由于外贸期租利润贡献提升。

图 8: 2017-2024 年度归母净利润及增速 (亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

图 9: 2017-2024 年毛利率及净利率

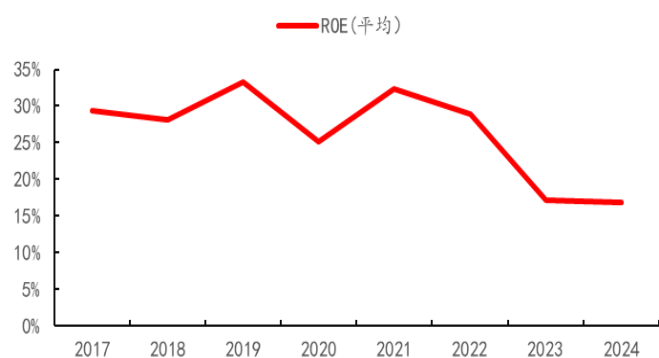


资料来源：公司公告、招商证券

资产负债表健康，公司重视股东回报。近 5 年来公司 ROE 均值为 24.1%，盈利能力良好。2023 年受运力规模的扩张、新船收益率不及预期等因素影响，ROE 较 22 年有下滑。行业景气时期，公司现金流回升，用于提前偿还高息债务，进而降低利息费用。这一良性循环增强了公司的财务稳健性。公司的偿债能力显著提升，资产负债率保持健康水平。2017-2024 年资产负债率从 63.5% 下降至 55.3%。公司经营性现金流表现良好，经营性现金流量净额和期末现金余额变化趋势一致，均趋于上升，2024 年经营性净现金流净额为 22.61 亿元。

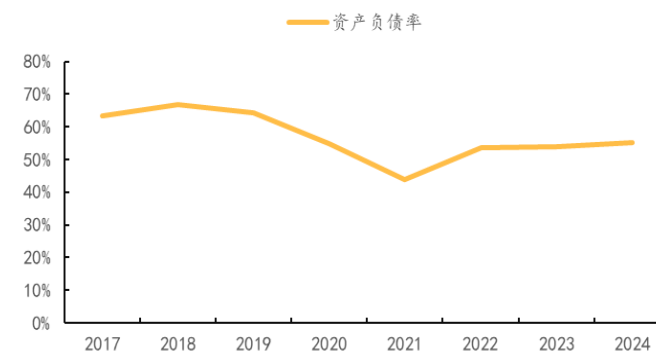
上市以来，公司分红比例保持在 58% 以上，且呈现逐年提升趋势，2024 年公司现金分红比例达 90%，公司未来将持续保持良好的股东回报。

图 10: 2017-2024 年公司 ROE (平均)



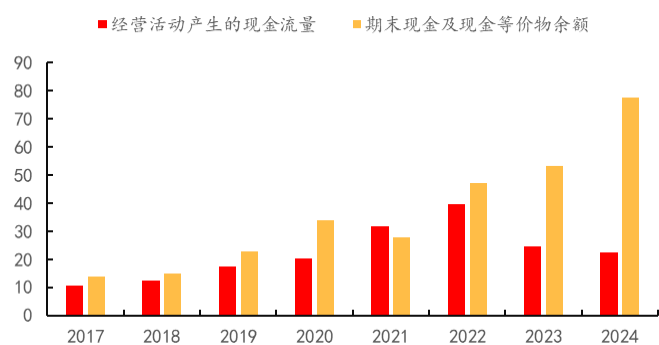
资料来源：Wind，招商证券

图 11: 2017-2024 年公司资产负债率



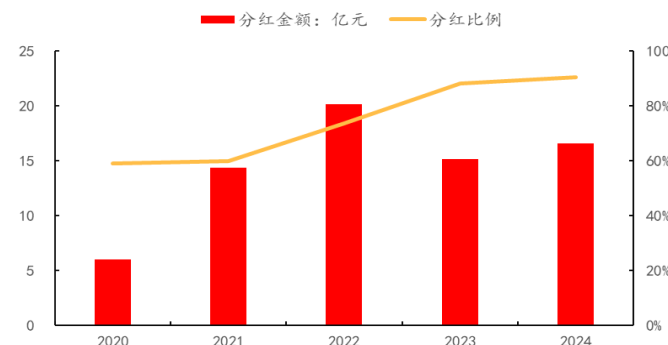
资料来源：Wind，招商证券

图 12: 2017-2024 年公司现金流量 (亿元)



资料来源：公司公告、招商证券

图 13: 2020-2024 年公司现金分红及比例



资料来源：公司公告、招商证券

与航运板块公司横向对比，中谷物流在盈利能力、盈利稳定性以及股东回报等方面表现突出。中谷物流近5年ROE均值为24.1%，排在行业前列。与经营远洋航运的强周期股相比，公司长期盈利能力及估值波动相对较小。同时，公司重视股东回报，5年平均年度分红比例高达74%，公司股息率（TTM）为7.6%，也处在行业前列。与经营内贸集运的公司相比，中谷物流在盈利能力、经营规模及股东回报上均具备显著优势。

表 4：上市（A 股）航运各公司财务及估值对比

证券简称	总市值：亿元	5 年平均净利率：%	5 年平均 ROE：%	5 年平均年度分红比例：%	资产负债率：%	股息率 TTM：%	市净率 PB(LF)	市盈率 PE(TTM)
中远海控	2427	22.5	45.3	33.0	42.7	9.9	1.07	4.5
招商轮船	498	17.4	13.8	33.2	42.2	4.2	1.28	10.8
中远海能	485	4.9	3.7	47.5	51.9	4.2	1.37	13.8
中远海发	334	11.6	10.7	34.3	75.8	1.5	1.11	19.4
中谷物流	219	15.8	24.1	74.1	55.3	7.6	2.20	11.0
中远海特	184	6.3	7.0	42.4	60.5	4.2	1.14	11.3
海峡股份	180	24.4	6.7	65.5	17.5	0.5	4.16	87.3
锦江航运	159	19.0	20.8	50.2	16.4	3.2	1.85	12.7
招商南油	139	24.2	18.4		15.1	0.0	1.25	9.0
宁波远洋	126	11.9	13.7	30.1	29.4	1.3	2.18	22.4
安通控股	138	18.2	23.1		21.0	0.0	1.25	17.2
海航科技	127	35.8	(9.1)		13.3	0.0	1.69	113.8
海通发展	81	20.2	24.6	26.3	29.4	1.1	1.95	20.7
国航远洋	59	6.7	14.2	29.5	65.1	0.0	4.38	(675.1)
渤海轮渡	49	15.7	5.7	73.7	14.9	8.5	1.42	18.3
宁波海运	49	9.6	3.9	49.5	19.0	0.5	1.26	18718.9
凤凰航运	49	1.0	2.3		30.6	0.0	10.67	(62.7)
兴通股份	50	27.6	18.7	15.5	36.2	1.1	1.55	14.3
盛航股份	31	18.2	12.0	12.4	54.4	0.7	1.53	24.4

资料来源：Wind、招商证券 备注：截至 2025 年 8 月 11 日

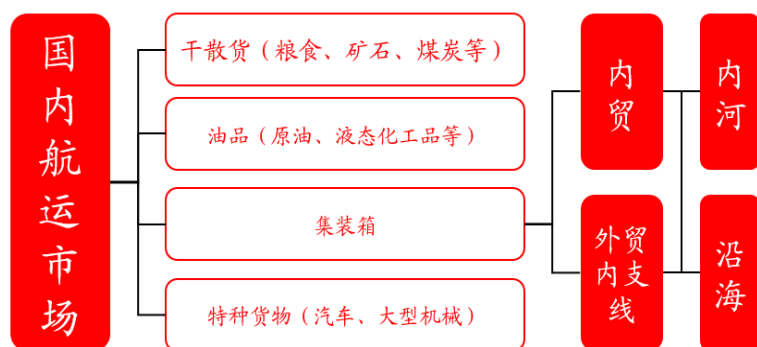
二、内贸集运行业较为稳定，中短期受外贸周期影响

国内集装箱航运按照经营区域可划分为沿海（包括外贸内支线）集装箱航运与内河集装箱航运两大类。内贸集装箱航运主要适合于远距离、货量大的货物进行运输，在成本与安全性上具有突出的优势。

内贸集运的底层需求为国内经济发展及大宗商品产销区域不平衡，近年来催化因素在于贸易方式的转变，例如“散改集”以及“多式联运”的发展趋势。

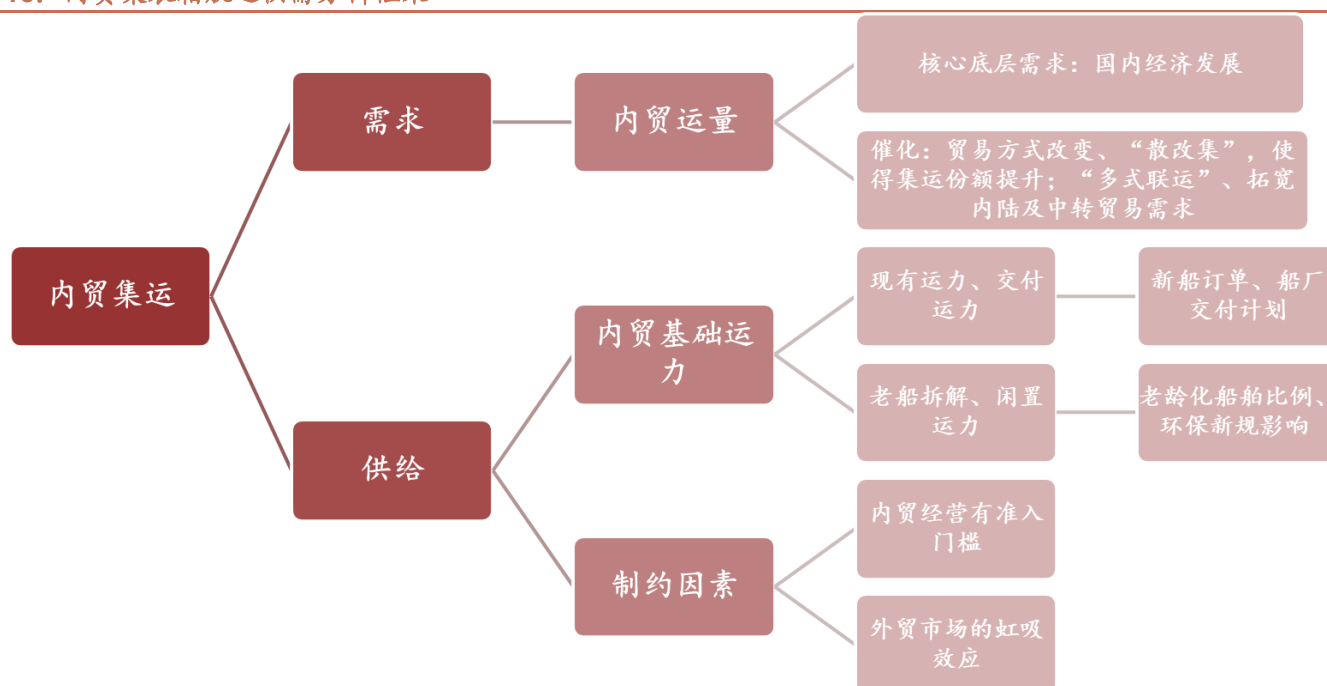
运力供给方面，考虑到运力交付有时滞性，因此存在阶段性的供需错配；同时内贸经营的准入门槛。

图 14：内贸集装箱航运主要分类



资料来源：重庆市国际物流口岸协会，招商证券

图 15：内贸集装箱航运供需分析框架

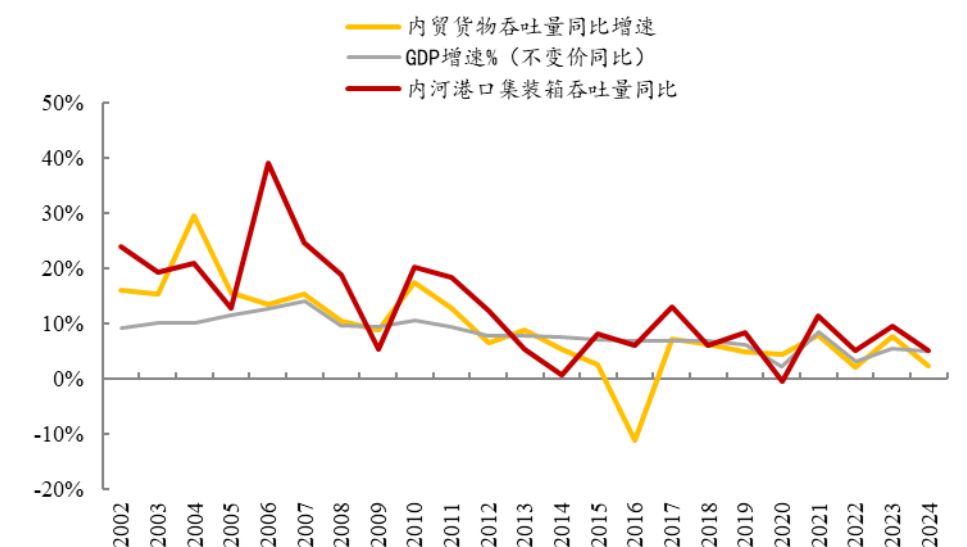


资料来源：招商证券

1、大宗商品贸易方式转变+多式联运发展，支撑内贸集运需求

内贸货物运输需求增速较为稳健，与国内 GDP 增速较为一致。根据上海国际航运研究中心数据，内贸集装箱运量约 5500 万 TEU(2020 年数据)，2014-2020 年运量 CAGR 为 6.5%。整体来看，内贸货物吞吐量同比增速与 GDP 增速呈现正相关关系，近年来增速走势较为一致。截至 2025 年 5 月，内河港口集装箱吞吐量累计同比增速为 4.9%。

图 16: 内贸货物运输需求增速 VS GDP 增速

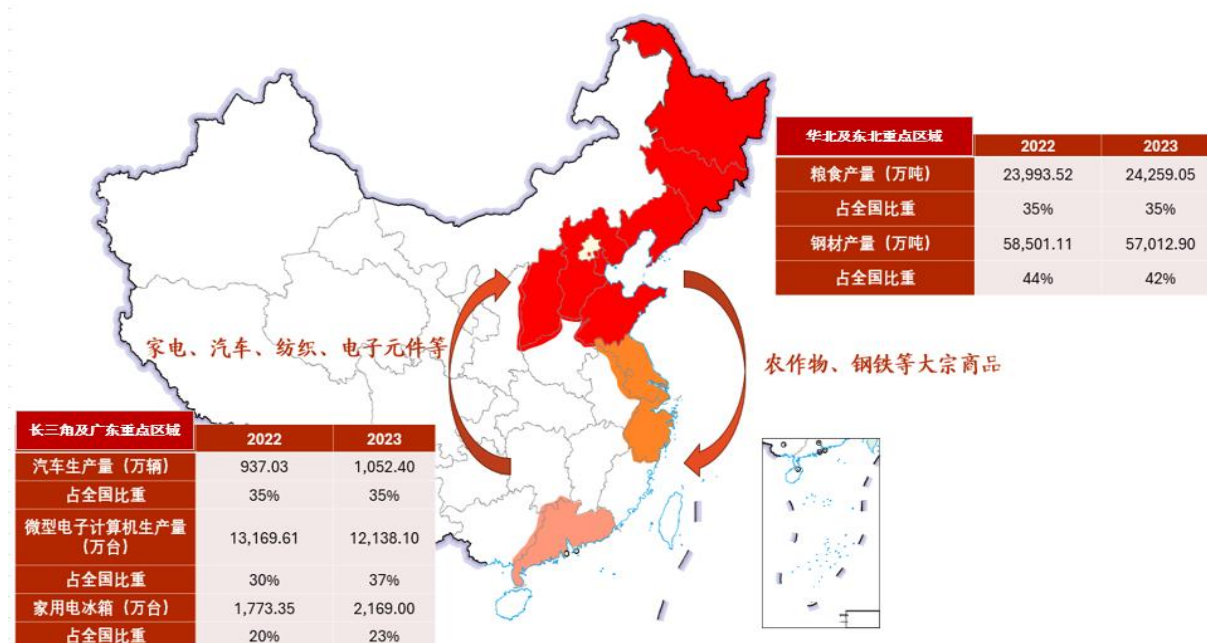


资料来源：Wind、交通部、招商证券

从需求驱动力来看，内贸集运需求主要来源于 1) 大宗商品的供销区域不平衡；2) “散改集”、“多式联运”等贸易方式的转变；3) 内外贸联动带来的贸易量提升。

国内市场大宗商品运输需求长期存在。根据我国的货源结构，内贸集装箱运输的货物主要是以粮食、化工品、建材、纸、钢材等为主，日用品、陶瓷、家电、板材、矿粉等为辅。由于中国南北、东西各地的自然资源和经济水平不同，商品出产存在明显的地域差异。华北及东北地区主要出产玉米、大米、大豆等粮食，形成“北粮南运”的物流态势；珠江三角洲地区以家用电器、纺织服装、轻工食品、建材、造纸、中药等为主；长三角区域则以纺织、化工、机械仪器等轻工业制品为主。全国地域的产业分工催生了大宗商品及产成品的集装箱运输需求。

图 17: 内贸运输货源分析



资料来源：IFinD，招商证券

多式联运政策密集出台，集装箱是最适合多式联运的载体。近年来，国家多次推动集装箱在多式联运中的发展，以降低综合物流成本为主要目标。集装箱作为核心，通过多种运输方式的组合，提升运输效率，减少公路交通拥堵，降低整体物流成本。不同运输方式的单位成本由高到低依次为公路、铁路、水路，多式联运有效利用各运输方式的优势，提高综合运输效率。集装箱的封闭式运输特性，使其成为大宗商品物流的理想选择，实现了“一箱到底、循环共享”的优势。

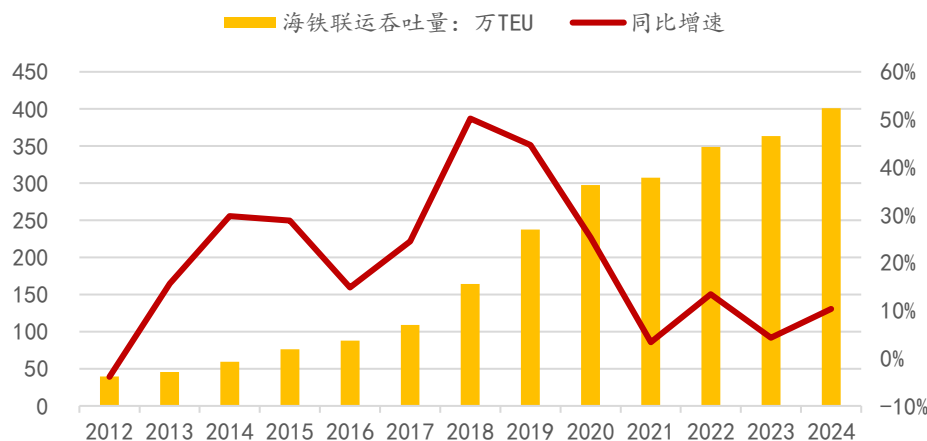
表 5：近年来多式联运相关政策

年份	文件名称	颁布部门	相关内容
2016	《“十三五”长江经济带滚动多式联运建设实施方案》	国家发改委	鼓励发展铁水、公水、空铁等多式联运，提高集装箱和大宗散货联运比例。加快培育物流园区综合服务功能，优化运输结构。
2017	《交通运输部等十八个部门关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	交通运输部等十八个部门	大力推进物流大通道建设，推进多式联运示范工程及物流枢纽建设的部署落实。
2018	《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》	国务院办公厅	深化交通运输供给侧结构性改革，推进大宗货物运输公转铁、公转水为主攻方向，不断提高综合运输效率，切实提高运输组织水平。
2019	《西部陆海新通道总体规划》	国家发改委	要求到 2020 年开工建设一批重点铁水、公水、物联网基础项目，通达铁路大幅提高，通道物流组织水平显著提升，陆海新通道对西部地区经济发展的支撑作用显著呈现。
2021	《综合运输服务“十四五”发展规划》	交通运输部	到 2025 年，多式联运发展水平明显提升，基本形成六大体系为集装箱中心枢纽货运向铁路和水网为主的运用体系。
2022	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021-2025 年）》	国务院办公厅	着重推进多式联运。以铁路联运、江海联运、江海直达、国际联运等为重点，积极推行“单一窗口”。打造以中欧班列为主要多式联运产品，打造多式联运品牌。
2022	《“十四五”现代流通体系建设规划》	《“十四五”现代流通体系建设规划》	积极推动大宗货物实行集装箱运输。着力研发冷链食品、鲜活农产品等的装载方法和推广保温运输。推广实施“一箱到底”、循环共享发展。
2023	《推进铁路集装箱运输高质量发展行动方案（2023-2025 年）》	交通运输部、自然资源部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司	推进粮食、化肥、铜精矿等适箱大宗货物“散改集”，通过港口配置“大流量”灌箱设备、铁路开行定制化班列，提升运输效率。同时，加强内贸集装箱超重运输治理，保障运输安全。
2024	《有效降低全社会物流成本行动方案》	中共中央办公厅、国务院办公厅	要求港口集装箱铁水联运量保持较快增长。推进适宜的大宗商品在工厂园区等入箱，推广集装箱货物公铁水全过程运输。鼓励中小物流企业重点在多式联运、智慧物流、冷链物流、商品车物流等领域培育特色竞争优势。加快健全多式联运体系。建立健全多式联运经营主体相关制度，完善业务规则，推广标准化多式联运单证。

资料来源：国务院，交通运输部，招商证券

近年来国家持续推动“散改集”以及多式联运的发展。近年来全国大宗货物集装箱化率显著提升，铁水联运量实现跨越式增长。沿海港口铁路进港率从2016年的40%提升至2023年的82%，长江干线主要港口实现铁路进港全覆盖。另外，区域多式联运枢纽崛起，单证一体化程度提升。相较于2017年，中国海铁联运吞吐量翻了3倍，达到401万TEU。

图 18：中国海铁联运吞吐量变化趋势

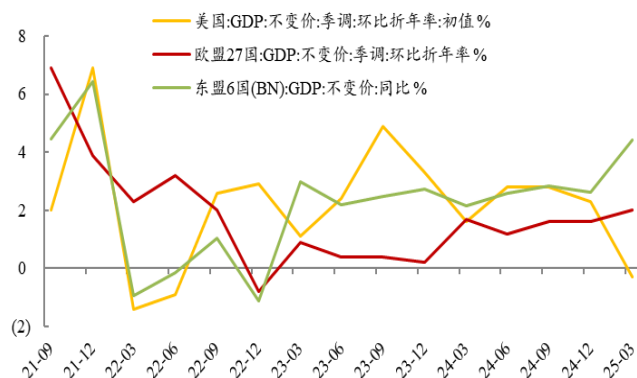


资料来源：海关总署，招商证券

外贸集装箱运输景气度较好。从中国外贸结构来看，近年来，对亚洲出口占比持续提升，目前已达到50.6%（19年占比48.4%）。一方面，东盟地区内生增长支撑货运量，从当地GDP增速来看，整体高于欧美等发达国家，预计达到3-5%；另一方面，受贸易保护主义影响，中国产业链转移趋势明显，区域及转口贸易支撑海运需求。

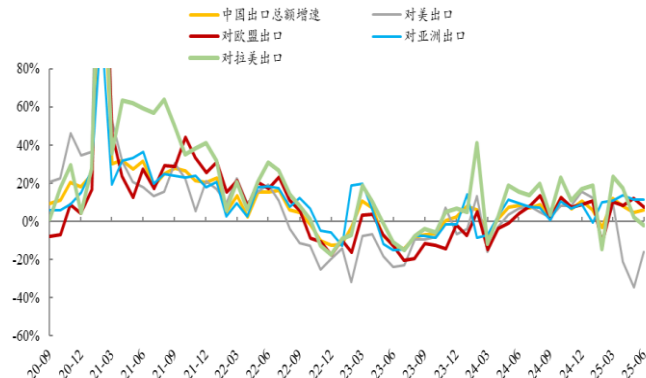
同时相关政策也进一步驱动需求增长。例如，RCEP的签订，内贸集装箱物流迎来“双循环发展格局”的新机遇。2020年5月以来，国家提出并多次强调“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。RCEP的签订促进亚洲区域经济一体化发展，带来了大量贸易运输需求机遇，打通内外贸、构建双循环将给予集装箱物流新的发展机会。

图 19：美国、欧盟、东盟 GDP 增速



资料来源：公司公告，招商证券

图 20：中国出口增速（分区域/国别）



资料来源：公司公告，招商证券

图 21：中国对亚洲出口占比提升

	对美出口	对欧盟出口	对亚洲出口	对拉丁美洲出口
2025年前5月	11.9%	14.7%	50.6%	7.8%
2024年	14.7%	14.4%	48.2%	7.7%
2019年	16.6%	15.7%	48.4%	5.7%

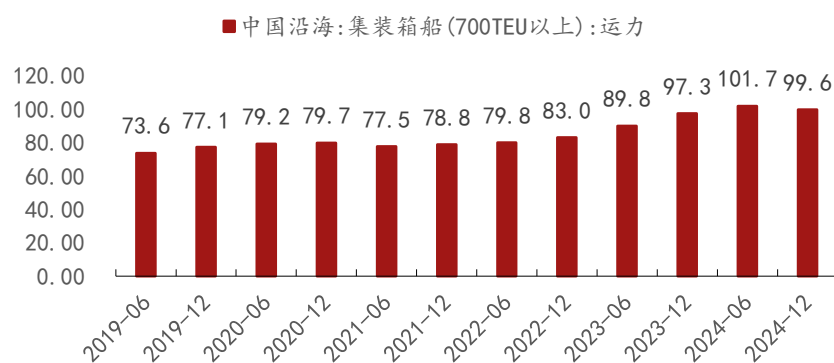
资料来源：海关总署，招商证券

2、行业具有市场准入，内贸新增运力较为可控

内贸集装箱行业具有市场准入壁垒，监管力度较强。《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019 年版）》和《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019 年版）》，明确国内水上运输公司须由中方控股。《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021 年版）》明确外商不得经营或租用中国籍船舶或者舱位等方式变相经营国内水路运输业务及其辅助业务；在未经中国政府批准的情况下，水路运输经营者不得使用外国籍船舶经营国内水路运输业务，上述政策对内贸集装箱物流行业准入形成壁垒。

内贸集装箱运力增速分析:我国沿海 700TEU 以上集装箱船运力增速相对平稳;进入 2022 年，运力有所扩张。近 5 年来，平均 CAGR 为 5.3%，运力于 2024 年年中触顶，2024 年底，运力为 99.6 万 TEU，环比上半年有所下滑，同比增长 2.4%。

图 22：国内沿海 700TEU 以上集装箱船运力（万 TEU）



资料来源：交通部，wind，招商证券

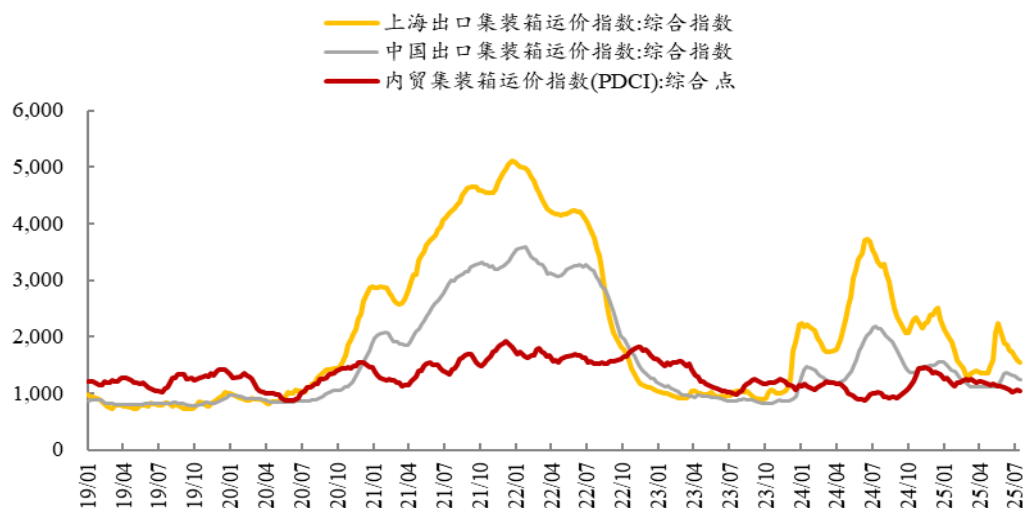
3、内贸集运周期性受外贸影响，市场运价波动较为温和

外贸市场周期变化影响内贸市场，但内贸市场运价波动相对较小。中国内贸集装箱运输市场的运力与需求增速相对平衡，这使得总体运价波动幅度相对较小，但由于均属中小船市场，其运价周期性仍受到外贸市场的显著影响。外贸市场的景

气程度、运力调配以及政治经济局势变动，都会直接或间接影响到内贸市场。

2020-2022 年，全球海运需求激增、港口拥堵、运力紧缺等因素推动外贸集运景气度高企。随着需求放缓、供应链恢复和运力增加，运价在高峰后回落。相比之下，内贸集运运价（PDCI）波动幅度较小，增幅和回落相对外贸指数会有所滞后。

图 23：内外贸集运运价指数对比



资料来源：iFinD，上海航运交易所，招商证券

参考 2020-2022 年的上行周期，当前内贸集运运力正向外贸倾斜，24 下半年至 25 上半年外贸船租金维持相对高位。由于内贸集装箱运输船东大部分订单船舶已于 2018-2019 年集中交付，且 2020 年起内贸集运企业运力投放相对谨慎。同时，2021-2022 年外贸集运市场的高景气对内贸集运运力亦产生了虹吸效应，加之疫情因素的影响，通过出售或出租等方式转移至外贸市场的大量运力，依然活跃在外贸市场。即使 2022 年运力增速较 2021 年同期大幅提升，但 2020-2022 年期间内贸整体运力仍处于紧张状态，运价大幅上涨。

2024 年以来受亚洲部分港口拥堵限制有效运力以及红海危机引发的长尾效应等因素影响，导致外贸集运市场行情上涨，运力紧缺，使得部分航线爆舱，甚至“一舱难求”，再度带动集装箱船租金达到两年来的市场最高点。为了满足运力需求，部分国际班轮公司选择租用内贸集装箱船。同时，内贸公司也可以通过对外租船的方式，享受到外贸市场的景气红利。贸易商集中出货叠加第三季度旺季的到来，内贸运力持续紧张，24 年下半年运价明显提升。在较多运力向外贸转移的趋势下，10-12 月份内贸进入传统旺季时间段，运价弹性被放大；24 年 11 月 29 日，PDCI 达到 1467 点，创年内新高。

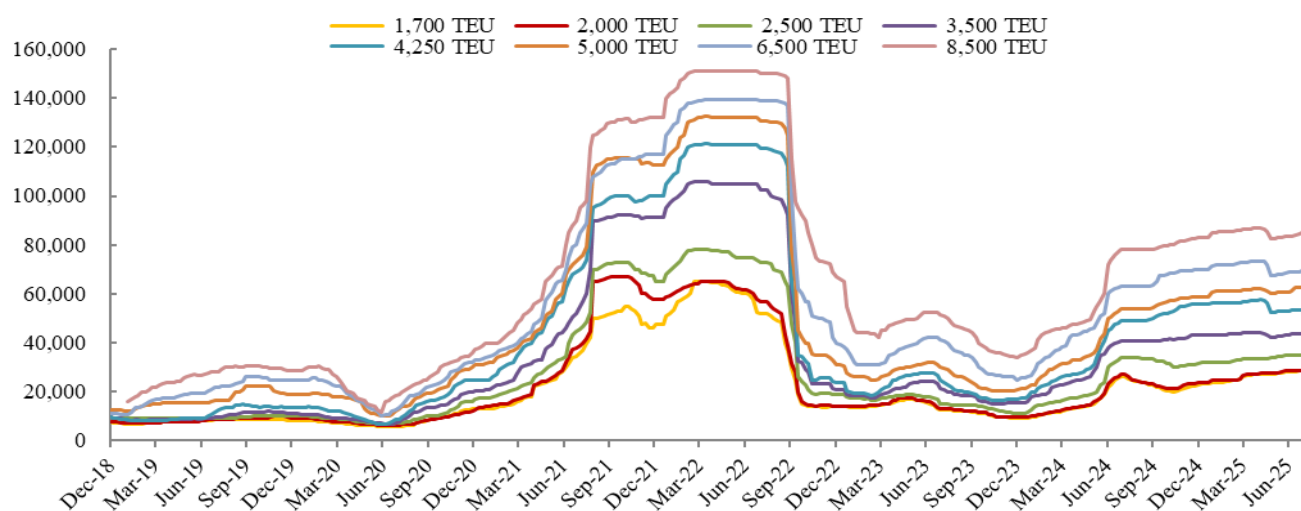
进入 2025 年内贸运价有所回落，但截至 7 月份，PDCI 运价中枢好于 2024 年均值。

图 24: PDCI 内贸集装箱运价走势详细分析



资料来源: Wind, 上海航运交易所, 招商证券

图 25: 不同船型集装箱船的期租租金水平同向波动（美元/天）



资料来源: 克拉克森, 招商证券

4、外贸支线集运供需相对较好，对公司业绩有较强支撑

支线及区域内集运供需关系相对较好。由于中小船运力整体可控，伴随区域贸易增长，预计区域内运价以及中小船期租租金维持相对稳定。

需求展望，中长期看亚洲区内贸易量有更强支撑

1) 美国方面，宏观经济受关税冲击拖累，但中美贸易限制目前有望缓解。25 年 4-5 月受关税冲击影响，企业投资意愿下降，需求端受损，依据美联储 6 月最新预测，预计 25-27 年美国 GDP 增速为 1.4%/1.6%/1.8%。欧洲方面，贸易政策的不确定性抑制企业投资，欧盟内部“跨境碎片化”制约生产率提升，同时能源转型成本挤压财政空间，欧洲央行 6 月最新预测，预计 25-27 年欧洲 GDP 增速

为 0.9%/1.2%/1.3%。

2) 亚洲区内，考虑到内生增长以及全球区域贸易量提升等因素，需求具有韧性。基于世界银行 6 月的最新预测，25 年亚太区域 GDP 增速预计 4.5%，26-27 年约 4%。伴随 RCEP 政策以及产业转移等因素，预计 26-27 年亚洲区内贸易将有明显支撑。

供给展望，8000TEU 以下船型整体运力增长有限

目前在手订单情况：自 2021 年 1 月起，集装箱船在手订单占比呈现提升趋势，自 2024 年 6 月起，在手订单运力占比再次提升，目前综合占比为 29%；8000TEU+ 为 46%，3-8000TEU 占比持续下行至 6.2%，小于 3000TEU 占比较小，为 4.9%。

未来运力增长情况：25-26 年集装箱运力整体增速分别为 6.7%/4.1%；其中 3-8000TEU 以下运力增速分别为 2.6%/1.3%；小于 3000TEU 运力增速分别为 1.9%/-1.8%。

表 6：集装箱行业需求预测表

单位：百万 TEU	2023	2024	2025E	2026E
主干航线需求量	58.0	62.8	62.5	63.7
yoy		8.3%	-0.4%	1.9%
其中：太平洋航线	21.0	24.1	23.7	24.3
欧洲航线	16.7	18.2	18.7	18.9
非主干航线需求量	143.1	150.8	156.9	161.5
yoy		5.4%	4.0%	3.0%
其中：亚洲区内	62.4	65.4	67.8	69.9
yoy		4.8%	3.7%	3.0%
总需求量	201.1	213.6	219.4	225.2
yoy		6.2%	2.7%	2.7%
单箱航距 (miles)	4968	5557	5550	5250
yoy		11.9%	-0.1%	-5.4%
吨海里需求 (十亿 TEU-miles)	999.0	1187.0	1217.7	1182.4
	2%	18.8%	2.6%	-2.9%

资料来源：克拉克森、招商证券

表 7：集装箱行业供给预测表

供给：百万 TEU	2023	2024	2025E	2026E
小于 3,000 TEU	5.1	5.4	5.5	5.4
yoy		5.9%	1.9%	-1.8%
3-7,999 TEU	6.9	7.6	7.8	7.9
yoy		10.1%	2.6%	1.3%
大于 8000TEU	16.1	17.9	19.6	21.0
yoy		11.3%	9.8%	6.9%
总运力 (净增加口径，含拆解)	28.1	30.9	32.9	34.3
yoy		10.0%	6.7%	4.1%

资料来源：克拉克森、招商证券

三、同业对比：公司经营能力、财务表现较优

1、规模情况：中谷物流运力排名相对靠前

目前，内贸集装箱航运市场集中度提升，行业格局相对较优。近年来，经过合并重组，以及业内民营公司运力优化，以内贸为主的集装箱航运公司已经逐渐形成三大集团即中远海控旗下泛亚航运、中谷物流、安通控股。

由于目前集运公司多为内外贸兼营，所以内外贸呈现运力联动趋势。因此本文只对比总体运力情况，内贸市占率较难拆分计算。

表 8：国内集运公司（以中小型公司为主）运力对比（运力单位：万 TEU）

公司	经营方式	是否上市	总运力	自有运力	租赁运力
中远海控（4000TEU 以下运力）	内外贸兼营	上市	37.3	1.9	35.4
海丰国际	外贸为主，直接经营	上市	18.8	16.7	2.1
中谷物流	内贸为主，外贸获取租赁收入	上市	16.9	13.2	3.7
安通控股	内贸为主，外贸获取租赁收入	上市	11.1	9.1	2.0
德翔海运	外贸为主，直接经营	上市	10.6	8.8	1.8
唐山港合德海运	内贸为主，内外贸兼营	非上市	8.7	0.2	8.5
宁波远洋	内贸为主，内外贸兼营	上市	8.6	5.5	3.1
中外运集运	外贸为主，直接经营	上市公司子公司	6.9	3.1	3.8
锦江航运	内外贸兼营	上市	5.7	3.0	2.7
中联航运	内外贸兼营	非上市	3.2	2.1	1.1

资料来源：Alphaliner、公司数据 备注：运力统计时间为 2025 年 7 月，中谷物流及安通控股运力数据计算参考克拉克森及公司数据

附泛亚航运、安通控股公司简介：

泛亚航运隶属于中远海运集团旗下核心子公司中远海运集装箱运输有限公司。泛亚航运成立于 2004 年，整合了中远海运原中日贸易区和沿海贸易区的业务资源，初期以中日航线和沿海内贸运输为主；其业务覆盖中国沿海、长江流域及近洋区域，以“干支联动、海陆贯通”的网络优势稳居国内市场份额第一梯队。

安通控股重整完成后，经营效益有所好转。2016 年公司借壳上市；郭东泽与郭东圣两兄弟为公司实际控制人。16-18 年公司业务发展良好，公司在全国设立海运网点，拥有多家全资子公司，包括安通物流和安盛船务。但 2019 年，安通控股因控股股东违规占用资金等问题出现流动性危机，后经破产重整，于 2020 年 11 月 20 日完成重整计划，进入重整计划执行阶段。2021 年 5 月，安通控股成功摘帽，股票简称由“*ST 安通”变更为“安通控股”，并在引入实力雄厚的招商局集团后，2020 年度实现扭亏为盈。目前招商轮船子公司中外运集运拟收购安通控股股份；后续招商局集团内部集运资产有望进行整合。

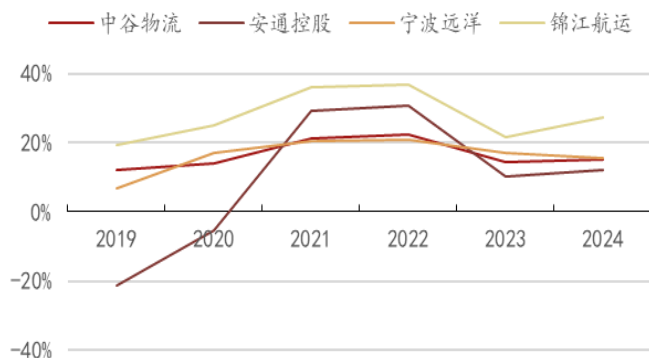
2、经营能力：中谷物流资产质量较好，盈利能力优异

我们对比了在 A 股上市的中小型集运公司：中谷物流、安通控股、宁波远洋、锦江航运，整体来看中谷物流、锦江航运盈利能力以及盈利稳定性表现相对较优。

锦江航运由于直接参与外贸市场经营，能更明显受益于外贸市场景气周期；中谷物流主要采取收取期租租金的方式，整体盈利波动率相对较小，且净资产收益率（ROE）相对较高。

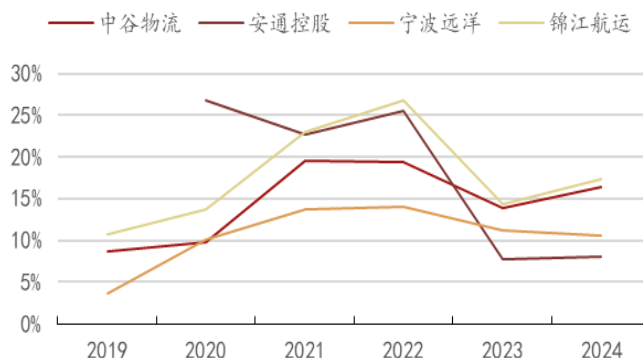
中谷物流 6 年毛利率平均值为 16.6%，24 年为 15.1%，和其他公司差异较小，但公司费用管控、其他收益（含内贸经营补贴）等方面表现较优。从净利率角度来看，公司 6 年均值为 14.6%，相对表现较好，且行业低迷期公司净利率稳定性较强。

图 26：毛利率对比



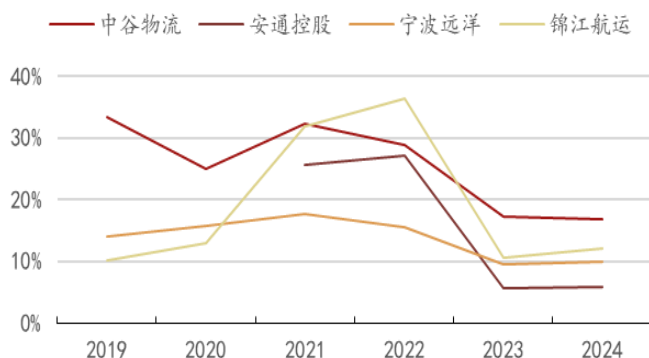
资料来源：公司公告，招商证券

图 27：净利率对比



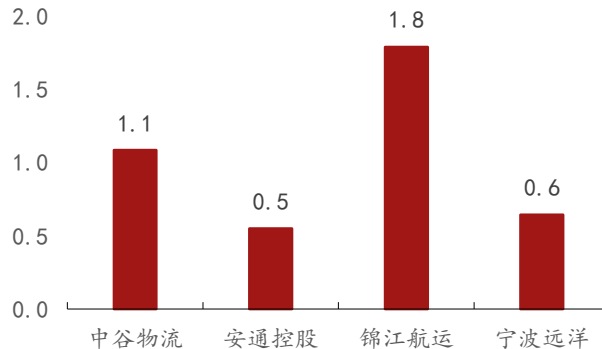
资料来源：公司公告，招商证券

图 28：ROE（平均）对比



资料来源：公司公告，招商证券

图 29：单位 TEU 盈利：万元/TEU



资料来源：公司公告，招商证券 备注：以 2024 年归母净利润以及目前公司运力数据为计算基准

考虑到中谷物流以及安通控股在营收结构和商业模式上较为相近，因此详细比较两者的经营效益。

从单位载重吨营收来看，近 5 年来中谷物流营收规模整体高于安通控股，2019-2022 年，其单位载重吨营收从 4134 元攀升至 5444 元，与安通控股的差距在 1000 以上；2023-2024 年，两者的差距有所缩小，均为 3000 元出头。

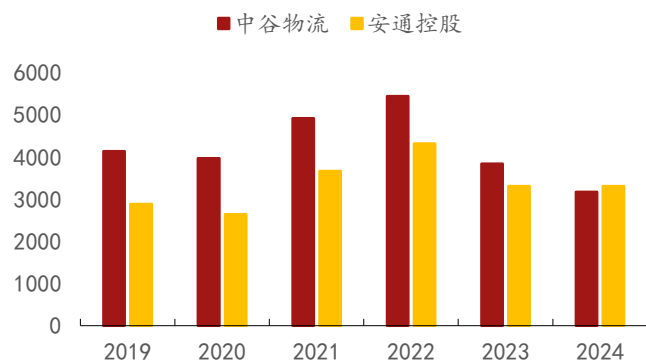
从单位载重吨盈利来看，21-22 年景气周期中，安通控股外贸占比相对较高，单位盈利表现较好；但是中谷物流保持相对稳健的盈利，23-24 年分别为 530/517 元，高出安通控股约 250 元。

表 9：中谷物流、安通控股营收结构

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
中谷物流总营收：亿元	99	104	123	142	124	113
外贸收入占比			5.5%	16.9%	9.9%	15.5%
安通控股总营收：亿元	51	48	78	92	73	75
外贸收入占比				23.4%	7.7%	9.5%

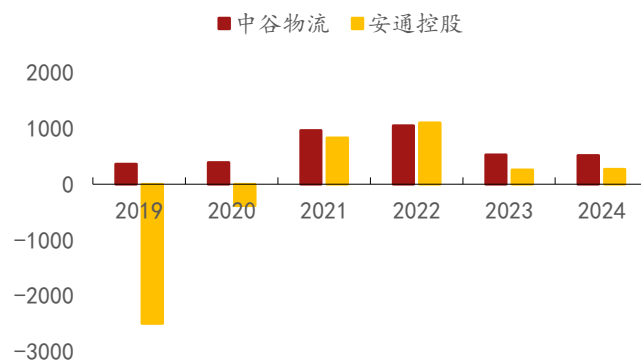
资料来源：公司公告、招商证券

图 30：单位载重吨营收对比：元/DWT



资料来源：公司公告、招商证券

图 31：单位载重吨盈利对比：元/DWT



资料来源：公司公告、招商证券 备注：19 年安通控股亏损、20 年剔除债务重组损益安通控股也存在亏损

四、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

核心假设：

1) 收入端：由于内贸收入下降，预计 25/26/27 年总营收增速为-9%/2%/1%；但外贸收入提升有助于改善利润率

外贸收入：考虑到目前外贸支线市场供需格局仍然向好，且外贸市场利润率相对较高，25 年公司把更多的运力投入外贸市场，获取租金收入，且寻求更长期租时间（2 年+）。预计 25 年境外收入同比明显增长，预计 26/27 年也保持相对高位；因此 25/26/27 年境外收入为 22/22/20.6 亿元。

内贸收入：由于自有运力更多投放在外贸市场，内贸收入将有所下降。

2) 营业成本和毛利率：由于收入结构的转变，预计公司经营成本也随着内贸运输量下降而下降，25/26/27 年营业成本同比-15%/2.6%/2%；毛利率分别为 21.1%（相比 24 年的 15%有明显提升）/20.9%/20.1%。

3) 其他方面，由于内贸运输量有所下降，因此相关补贴也会有所回调，其他收益或有下降；目前公司船舶资产优质，二手市场上中小型船价仍然保持高位，后续如果有老旧船舶资产处置也有望贡献业绩增量；由于公司现金流充沛，25-27 年财务方面有望实现净收益。

4) 股东回报: 未来将维持较高的分红比例, 股息率仍然具有较强吸引力。

预计 25/26/27 年归母净利润为 19.4/19.6/19.2 亿元; 如按分红率 90%, 股息率接近为 8%; 如按分红率 80%, 股息率为 7%+。

表 10: 中谷物流营收成本拆分及预测

单位: 亿元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	142.1	124.4	112.6	102.9	105.3	106.4
yoy	15.6%	-12.5%	-9.5%	-9%	2%	1%
境外收入	24.0	12.3	17.4	22.0	22.0	20.6
yoy	257.8%	-48.7%	41.4%	26.4%	0.0%	-6.6%
境内收入	118.1	112.1	95.2	80.9	83.3	85.8
yoy	1.6%	-5.1%	-15.1%	-15.0%	3.0%	3.0%
营业成本	110.1	106.7	95.5	81.2	83.3	85.0
yoy	13.7%	-3.1%	-10.4%	-15.0%	2.6%	2.0%
毛利润	32.0	17.7	17.1	21.7	22.0	21.4
yoy	22.5%	-44.7%	-3.8%	27.3%	1.5%	-2.8%
毛利率	22.5%	14.3%	15.1%	21.1%	20.9%	20.1%

资料来源: 公司数据、招商证券

表 11: 中谷物流盈利预测简表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12439	11258	10291	10535	10641
营业成本	10666	9553	8120	8332	8500
营业税金及附加	14	15	14	14	14
营业费用	33	25	23	23	23
管理费用	242	195	178	182	184
研发费用	21	20	18	18	18
财务费用	127	(24)	(30)	(20)	(20)
资产减值损失	274	355	95	95	95
公允价值变动收	0	37	0	0	0
其他收益	494	380	323	333	349
投资收益	179	207	207	207	207
营业利润	2282	2455	2594	2620	2572
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	2282	2455	2593	2620	2572
所得税	560	616	654	661	648
少数股东损益	4	4	4	4	4
归属于母公司净利润	1717	1835	1936	1955	1920
分红比例	88%	90.4%	90%	90%	90%
股息率		7.6%	8.0%	8.0%	7.9%

资料来源: 公司数据、招商证券 备注: 截至 2025 年 8 月 11 日

2、估值分析及投资建议

结合上文分析并通过股价历史复盘, 可以看出上市以来, 中谷物流股价与 PDCI 运价呈现相关性; 同时也会受 SCFI 景气周期影响。但 2022 年之后, 虽然运价

呈现明显下滑趋势，但是经历景气周期后，公司财务质量明显好转，且利润及分红保持较高水平，公司股价保持稳定。后续伴随运价波动，公司股价仅在区间内进行小幅震荡。

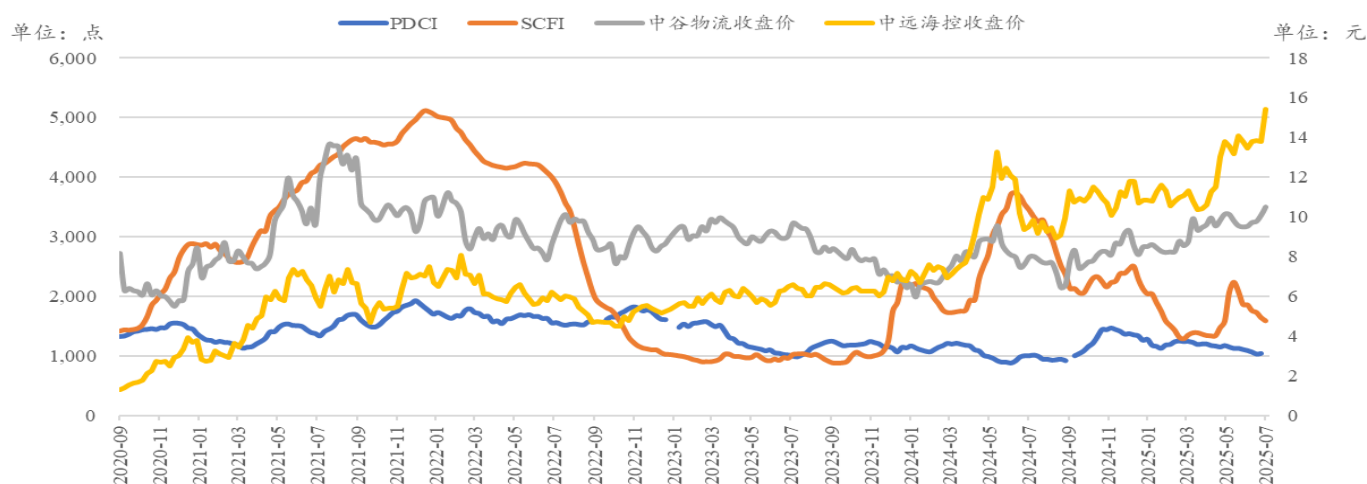
中谷物流 PE/PB 估值分析：上市以来公司 PE（TTM）平均值为 12.7x，中位数为 11.1x，目前 PE 为 11x，处于历史 48%分位点，整体估值相对合理。

PB（LF）目前为 2.20x，上市以来平均值为 2.77x，中位数为 2.43x，处于历史 40%分位点，整体估值相对合理。

通过横向对比上市 A 股航运公司：公司利润稳健（受运价影响相对较小），PE/PB 估值均处在合理区间，公司分红比例较高，股息率有较强吸引力。

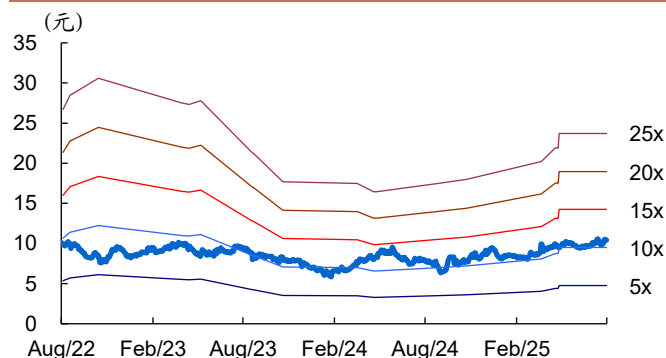
投资建议：1）目前外贸支线集运市场景气度仍然较高，中谷物流通过调整内外贸结构，外贸占比提升叠加租约长期化使得公司利润率维持高位；同时如果内贸需求季节性提升，运价短期大幅上行也将带来股价催化。2）公司船舶资产优质，后续仍可以通过资产处置贡献良好利润及现金流。3）目前公司现金流充沛，仍具备良好现金分红能力，预计未来几年分红比例维持高位。预计 25-27 年公司盈利为 19.4/19.6/19.2 亿元，如按分红率 90%，股息率约为 8%；如按分红率 80%，股息率为 7%+。首次覆盖，给予“增持”评级。

图 32：中谷物流股价与 SCFI/PDCI 走势



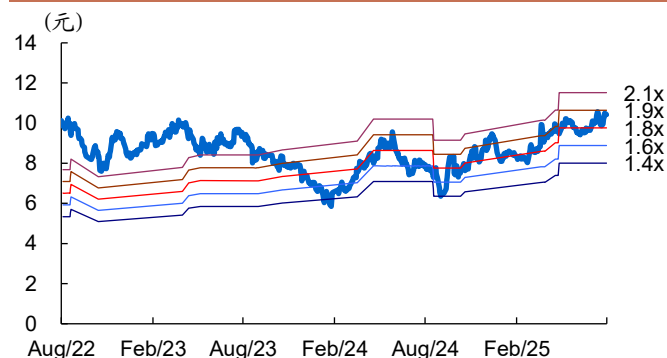
资料来源：Wind，招商证券 备注：股价按照周度均值处理，时间截至 2025 年 7 月 25 日；中谷物流、中远海控收盘价对应右侧次坐标轴

图 33：中谷物流历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券 备注：截至 2025 年 8 月 11 日

图 34：中谷物流历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券 备注：截至 2025 年 8 月 11 日

表 12: 上市 (A 股) 航运各公司财务及估值对比

证券简称	总市值: 亿元	5 年平均净利率: %	5 年平均 ROE: %	5 年平均年度分红比例: %	资产负债率: %	股息率 TTM: %	市净率 PB(LF)	市盈率 PE(TTM)
中远海控	2427	22.5	45.3	33.0	42.7	9.9	1.07	4.5
招商轮船	498	17.4	13.8	33.2	42.2	4.2	1.28	10.8
中远海能	485	4.9	3.7	47.5	51.9	4.2	1.37	13.8
中远海发	334	11.6	10.7	34.3	75.8	1.5	1.11	19.4
中谷物流	219	15.8	24.1	74.1	55.3	7.6	2.20	11.0
中远海特	184	6.3	7.0	42.4	60.5	4.2	1.14	11.3
海峡股份	180	24.4	6.7	65.5	17.5	0.5	4.16	87.3
锦江航运	159	19.0	20.8	50.2	16.4	3.2	1.85	12.7
招商南油	139	24.2	18.4		15.1	0.0	1.25	9.0
宁波远洋	126	11.9	13.7	30.1	29.4	1.3	2.18	22.4
安通控股	138	18.2	23.1		21.0	0.0	1.25	17.2
海航科技	127	35.8	(9.1)		13.3	0.0	1.69	113.8
海通发展	81	20.2	24.6	26.3	29.4	1.1	1.95	20.7
国航远洋	59	6.7	14.2	29.5	65.1	0.0	4.38	(675.1)
渤海轮渡	49	15.7	5.7	73.7	14.9	8.5	1.42	18.3
宁波海运	49	9.6	3.9	49.5	19.0	0.5	1.26	18718.9
凤凰航运	49	1.0	2.3		30.6	0.0	10.67	(62.7)
兴通股份	50	27.6	18.7	15.5	36.2	1.1	1.55	14.3
盛航股份	31	18.2	12.0	12.4	54.4	0.7	1.53	24.4

资料来源: Wind、招商证券 备注: 截至 2025 年 8 月 11 日

五、风险提示

宏观经济下滑: 宏观经济的变化以及沿海和内陆经济的发展状况会直接影响内贸集装箱的物流需求, 从而对中谷物流的经营状况产生影响。

船舶期租价格不及预期: 公司仍然面临租赁到期续租价格下降的风险。

分红不及预期: 公司盈利能力下降或现金流紧张, 可能导致分红不及预期, 从而影响投资者信心和公司股价。

股东减持: 大股东减持或带来短期股价压力。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12272	13505	13640	14539	14863
现金	5568	7770	8011	8884	9196
交易性投资	4698	4557	4557	4557	4557
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	509	422	386	395	399
其它应收款	123	102	93	95	96
存货	85	52	44	45	46
其他	1289	601	549	562	567
非流动资产	11127	11260	11136	11022	10918
长期股权投资	1124	1562	1562	1562	1562
固定资产	7772	7669	7573	7484	7402
无形资产商誉	276	274	247	222	200
其他	1956	1755	1754	1754	1754
资产总计	23399	24764	24777	25562	25780
流动负债	5358	6152	4884	4452	5006
短期借款	250	0	0	0	0
应付账款	2985	2618	2226	2284	2330
预收账款	286	429	365	374	382
其他	1837	3105	2294	1794	2295
长期负债	7289	7537	8537	9537	9037
长期借款	5461	5868	6868	7868	7368
其他	1827	1669	1669	1669	1669
负债合计	12646	13690	13421	13990	14044
股本	2100	2100	2100	2100	2100
资本公积金	3345	3345	3345	3345	3345
留存收益	5274	5607	5884	6096	6257
少数股东权益	34	23	27	31	35
归属于母公司所有者权益	10719	11051	11328	11541	11702
负债及权益合计	23399	24764	24777	25562	25780

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2479	2261	1597	2005	1945
净利润	1722	1839	1940	1959	1924
折旧摊销	452	560	573	563	555
财务费用	240	246	(30)	(20)	(20)
投资收益	(179)	(207)	(530)	(540)	(556)
营运资金变动	154	(168)	(356)	43	42
其它	90	(9)	0	0	0
投资活动现金流	(3052)	746	81	91	107
资本支出	(3044)	(708)	(450)	(450)	(450)
其他投资	(8)	1453	530	540	556
筹资活动现金流	1123	(636)	(1436)	(1222)	(1740)
借款变动	1863	1012	193	500	0
普通股增加	681	0	0	0	0
资本公积增加	(681)	0	0	0	0
股利分配	(312)	(1512)	(1659)	(1742)	(1760)
其他	(428)	(136)	30	20	20
现金净增加额	550	2370	241	873	312

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12439	11258	10291	10535	10641
营业成本	10666	9553	8120	8332	8500
营业税金及附加	14	15	14	14	14
营业费用	33	25	23	23	23
管理费用	242	195	178	182	184
研发费用	21	20	18	18	18
财务费用	127	(24)	(30)	(20)	(20)
资产减值损失	274	355	95	95	95
公允价值变动收益	0	37	0	0	0
其他收益	494	380	323	333	349
投资收益	179	207	207	207	207
营业利润	2282	2455	2594	2620	2572
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	2282	2455	2593	2620	2572
所得税	560	616	654	661	648
少数股东损益	4	4	4	4	4
归属于母公司净利润	1717	1835	1936	1955	1920

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-12%	-9%	-9%	2%	1%
营业利润	-38%	8%	6%	1%	-2%
归母净利润	-37%	7%	5%	1%	-2%
获利能力					
毛利率	14.3%	15.1%	21.1%	20.9%	20.1%
净利率	13.8%	16.3%	18.8%	18.6%	18.0%
ROE	17.2%	16.9%	17.3%	17.1%	16.5%
ROIC	11.1%	9.5%	9.6%	9.4%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	54.0%	55.3%	54.2%	54.7%	54.5%
净负债比率	29.8%	33.0%	33.8%	34.7%	34.4%
流动比率	2.3	2.2	2.8	3.3	3.0
速动比率	2.3	2.2	2.8	3.3	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
存货周转率	101.2	139.3	169.3	186.7	186.1
应收账款周转率	22.6	24.2	25.5	27.0	26.8
应付账款周转率	3.6	3.4	3.4	3.7	3.7
每股资料(元)					
EPS	0.82	0.87	0.92	0.93	0.91
每股经营净现金	1.18	1.08	0.76	0.95	0.93
每股净资产	5.10	5.26	5.39	5.50	5.57
每股股利	0.72	0.79	0.83	0.84	0.73
估值比率					
PE	12.8	11.9	11.3	11.2	11.4
PB	2.0	2.0	1.9	1.9	1.9
EV/EBITDA	9.5	9.1	8.6	8.5	8.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。