

中国外运 (601598.SH)

强烈推荐 (维持)

REITs 项目增厚业绩，总分红率提升至 77%

公司发布 2025 年中报业绩，2025 年上半年公司实现营业收入 505.2 亿元，同比下降 10.4% (调整后)，实现归母净利润 19.5 亿元，同比持平，扣非归母净利润 14 亿元，同比下降 22.3%。其中 Q2 实现营业收入 267.5 亿元，同比下降 16.7% (调整后)，实现归母净利润 13 亿元，同比增长 14%，扣非归母净利润 8.3 亿元，同比下降 22.5%。

受国际贸易形势及宏观经济影响，业务量增长总体承压。2025Q2 公司整体业务量有所下降，分业务来看：1) 代理及相关业务方面，海运代理业务量同比增长 4.1%，空运通道业务量同比下降 9.5%，铁路代理业务量同比下降 26.6%。2) 专业物流方面，合同物流 (含冷链) 业务量同比下降 3.6%，项目物流业务量同比下降 9.4%，化工物流业务量同比增长 6.1%，专业物流总体业务量同比下降 3.6%。3) 电商业务方面，跨境电商物流业务量同比下降 56%，主要受贸易环境变化影响。

空运海运价格下行拖累收入，各业务板块业绩分化。2025H1 公司分业务来看：1) 代理及相关业务实现收入 321.9 亿元，同比下降 18.9%，主要由于国际海运、空运价格下行及业务量下滑；分部利润为 10.6 亿元，同比下降 3.5%，通过加强成本管控实现利润相对稳定。2) 专业物流业务实现收入 144 亿元，同比下降 4.3%；分部利润 3 亿元，同比下降 21.8%，主要受合同物流市场价格低位运行及部分成本刚性影响。3) 电商业务实现收入 77.4 亿元，同比基本持平，主要受益于网络货运平台业务量增长；但受跨境电商物流业务量下滑及运力成本影响，分部利润 0.73 亿元，同比下降 36%。

REITs 项目增厚利润对冲其他收益下滑，资产盘活战略见效。2025H1 公司其他收益与投资收益合计为 18.7 亿元，同比下降 6%，受运价和成本因素影响，敦豪实现净利润 9.1 亿元，同比减少 5.8 亿元。单 Q2 其他收益与投资收益合计为 12.7 亿元，同比增长 23.1%，其中其他收益 4.0 亿元，同比下降 24%，减少 1.3 亿元，主要因物流财政业务补贴退坡及业务量下降所致；投资收益 8.6 亿元，同比增加 3.7 亿元，主因中银中外运仓储物流 REITs 项目增厚税前利润约 4.4 亿元，有效对冲敦豪等联合营企业收益减少。

成本管控加强，毛利率逆势提升。2025H1 公司营业成本为 474.2 亿元，同比下降 11.3%，主要系运价下降及公司进一步加强成本管控。25H1 公司四费合计 21 亿元，同比下降 4.1%，主因公司新立项研发项目较少及持续优化债务结构、通过存量债务置换降低债务成本。25H1，公司毛利率为 6.1%，同比提升 1pct，主要受益于公司成本管控加强、营业成本降幅高于收入降幅；净利率为 4.2%，同比提升 0.5pct。

公司股息政策稳定，总分红比例大幅提升。公司拟派发 2025 年中期股息每股现金 0.145 元 (含税)，预计派发总额 10.4 亿元 (含税)，占 2025 年上半年合并报表归属于上市公司股东净利润的 53.5%。25H1 公司现金分红 (含中期股息及回购金额) 合计约 14.9 亿元，分红比例达 76.7%，较去年同期 54% 的水平显著提升。

投资策略：公司作为综合物流龙头，拥有覆盖全国和全球的物流网络，具备强大的资源壁垒和网络效应。短期看，公司通过 REITs 及出售路凯国际股权等方式盘活资产，释放现金流，优化资产结构，为未来海外扩张和新业务投

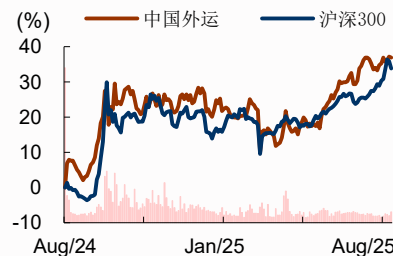
周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 5.63 元

基础数据

总股本 (百万股)	7272
已上市流通股 (百万股)	5256
总市值 (十亿元)	40.9
流通市值 (十亿元)	29.6
每股净资产 (MRQ)	5.5
ROE (TTM)	9.8
资产负债率	47.0%
主要股东	中国外运长航集团有限公司
主要股东持股比例	34.62%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	11	26
相对表现	-1	1	-6



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国外运 (601598) — 综合物流货代龙头企业，跨境电商助力业绩增长》2023-12-30

- 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

入提供资金支持，提升整体资产及股东回报率。长期看，愈发复杂的贸易环境下，公司提供端到端一体化全价值链物流解决方案的重要性将日益凸显，同时随着中国企业加速“出海”，公司海外业务持续扩张，未来占营收比例有望进一步提升。展望 25-27 年海运、空运价格回落至常态水平，但公司资产处置将增厚利润，预计 25-27 年公司归母净利润为 49.6/37.1/37.2 亿元；对应 25 年盈利 pe 为 8.3x，相较于可比公司 PE 估值仍然处于较低位置，维持“强烈推荐”评级。

□风险提示：宏观经济下滑、空海运运价波动、全球贸易增长不及预期、跨境电商业务不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	101705	105621	104806	110529	121224
同比增长	-7%	4%	-1%	5%	10%
营业利润(百万元)	5473	4940	6446	4649	4614
同比增长	5%	-10%	30%	-28%	-1%
归母净利润(百万元)	4222	3918	4958	3709	3723
同比增长	4%	-7%	27%	-25%	0%
每股收益(元)	0.58	0.54	0.68	0.51	0.51
PE	9.7	10.5	8.3	11.0	11.0
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

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	34621	35635	37512	39677	43349
现金	13964	13468	15547	16506	17933
交易性投资	1	1	1	1	1
应收票据	120	164	163	172	189
应收款项	12327	13052	12951	13658	14980
其它应收款	2459	2798	2776	2928	3211
存货	59	56	55	59	64
其他	5692	6096	6019	6354	6972
非流动资产	41265	41561	41180	40994	40837
长期股权投资	9137	9240	9240	9240	9240
固定资产	14754	15493	16166	16780	17339
无形资产商誉	8432	8494	7645	6880	6192
其他	8941	8333	8129	8094	8065
资产总计	75887	77196	78692	80670	84186
流动负债	28037	26927	25250	25948	27495
短期借款	610	3294	2800	2520	2268
应付账款	12451	12940	12764	13477	14789
预收账款	4257	4586	4523	4776	5241
其他	10719	6107	5162	5174	5196
长期负债	7730	8228	8228	8228	8228
长期借款	2355	3268	3268	3268	3268
其他	5375	4959	4959	4959	4959
负债合计	35767	35155	33477	34175	35722
股本	7294	7294	7294	7294	7294
资本公积金	6444	6459	6459	6459	6459
留存收益	24064	25815	28657	29690	31410
少数股东权益	2318	2473	2805	3053	3302
归属于母公司所有者权益	37802	39568	42410	43443	45162
负债及权益合计	75887	77196	78692	80670	84186

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3837	4111	2218	2679	2429
净利润	4453	4180	5289	3957	3972
折旧摊销	1623	1718	2264	2230	2200
财务费用	446	365	180	171	162
投资收益	(2326)	(2036)	(5475)	(3451)	(3459)
营运资金变动	(319)	(72)	(40)	(228)	(446)
其它	(39)	(43)	0	0	0
投资活动现金流	210	207	3592	1407	1416
资本支出	(1611)	(1555)	(2043)	(2043)	(2043)
其他投资	1821	1762	5635	3451	3459
筹资活动现金流	(6705)	(4739)	(3731)	(3128)	(2417)
借款变动	(2299)	(873)	(1435)	(280)	(252)
普通股增加	(61)	0	0	0	0
资本公积增加	680	15	0	0	0
股利分配	(2529)	(3173)	(2115)	(2677)	(2003)
其他	(2497)	(708)	(180)	(171)	(162)
现金净增加额	(2658)	(421)	2079	959	1427

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	101705	105621	104806	110529	121224
营业成本	95891	100077	98712	104228	114376
营业税金及附加	274	330	327	345	378
营业费用	1076	1000	1068	939	1152
管理费用	3380	3329	3440	3537	3879
研发费用	233	121	109	111	121
财务费用	259	247	180	171	162
资产减值损失	(166)	(42)	0	0	0
公允价值变动收益	267	245	8	8	8
其他收益	2455	2185	1699	1529	1376
投资收益	2326	2036	3768	1914	2075
营业利润	5473	4940	6446	4649	4614
营业外收入	103	80	86	60	60
营业外支出	66	2	40	70	70
利润总额	5510	5018	6492	4639	4604
所得税	1058	838	1203	681	632
少数股东损益	231	262	332	248	249
归属于母公司净利润	4222	3918	4958	3709	3723

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-7%	4%	-1%	5%	10%
营业利润	5%	-10%	30%	-28%	-1%
归母净利润	4%	-7%	27%	-25%	0%
获利能力					
毛利率	5.7%	5.2%	5.8%	5.7%	5.6%
净利率	4.2%	3.7%	4.7%	3.4%	3.1%
ROE	11.6%	10.1%	12.1%	8.6%	8.4%
ROIC	8.1%	7.6%	7.3%	7.0%	6.7%
偿债能力					
资产负债率	47.1%	45.5%	42.5%	42.4%	42.4%
净负债比率	10.8%	9.7%	7.7%	7.2%	6.6%
流动比率	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.4	1.5
存货周转率	1544.8	1741.4	1766.6	1827.2	1861.4
应收账款周转率	7.9	8.2	8.0	8.2	8.4
应付账款周转率	7.3	7.9	7.7	7.9	8.1
每股资料(元)					
EPS	0.58	0.54	0.68	0.51	0.51
每股经营净现金	0.53	0.57	0.31	0.37	0.33
每股净资产	5.20	5.44	5.83	5.97	6.21
每股股利	0.29	0.29	0.37	0.28	0.28
估值比率					
PE	9.7	10.5	8.3	11.0	11.0
PB	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.9	9.5	7.0	8.8	8.9

资料来源：公司数据、招商证券

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。