

经营性现金流大幅改善，盘活资产优化结构

投资要点

- **事件：中国外运公布 2025 年三季报。**公司营业收入为 750.4 亿元，同比下降 12.6%；归母净利润为 26.8 亿元，同比下降 5.2%；经营现金流净额为 5.82 亿元，同比增长 40.2%。公司持续聚焦应收账款和经营现金流管理，实现经营活动产生的现金流量净额同比增长。
- **代理板块整体利润水平相对稳定。**2025 年前三季度，公司海运代理 1179.3 万标准箱，上年同期 1096.4 万标准箱；公司空运通道业务量 66.4 万吨（含跨境电商物流 5.5 万吨），上年同期 75.3 万吨（含跨境电商物流 17.7 万吨）；铁路代理 39.2 万标准箱，上年同期 44.8 万标准箱；船舶代理 55936 艘次，上年同期 47917 艘次；库场站服务 2154.7 万吨，上年同期 2015.6 万吨。短期看，单箱利润水平可能受到市场竞争加剧、上游成本控制向物流企业挤压等原因存在一定波动；从长期看，公司仍将通过延长服务链条努力提升单箱利润水平。
- **合同物流市场整体承压。**2025 年前三季度，公司合同物流 3823.8 万吨，上年同期 3746.6 万吨；项目物流 529.5 万吨，上年同期 518.6 万吨；化工物流 356.2 万吨，上年同期 335.1 万吨。目前国内整体有效需求尚显不足，消费拉动作用尚未完全释放。今年公司合同物流新签协议价格仍有下滑，而部分成本刚性，导致收入和分部利润同比下滑。未来行业的复苏很大程度上取决于国内有效需求的恢复速度。
- **发行 REITs 及出售陆凯国际 25% 股权。**2025 年 7 月 29 日，中银中外运仓储物流 REIT 在上海证券交易所上市。该 REIT 底层资产为分布于长三角、京津冀及成渝经济圈核心节点的 6 处仓储设施，本次上市帮助中国外运实现 13.11 亿元存量资产变现，预计将增加公司 2025 年度净利润约 3.9 亿元。联营公司方面，中国外运下属招商局船务企业有限公司，已通过境外股权协议转让方式出售所持路凯国际 25% 股权。截至 2025 年 10 月 21 日，本次交易交割的先决条件已全部达成并完成交割，预计将带来扣除相关交易费用后的投资收益约 16.5 亿元。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1087 亿元、1122.3 亿元和 1163.3 亿元，归母净利润分别为 39.7 亿元、41 亿元、41.7 亿元，EPS 分别为 0.55 元、0.56 元、0.57 元，对应动态 PE 分别为 11 倍、11 倍、11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策变动风险、行业竞争加剧风险、宏观经济增长或不及预期等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	105620.77	108695.88	112226.47	116332.89
增长率	3.85%	2.91%	3.25%	3.66%
归属母公司净利润（百万元）	3917.65	3974.42	4098.00	4166.19
增长率	-7.21%	1.45%	3.11%	1.66%
每股收益 EPS（元）	0.54	0.55	0.56	0.57
净资产收益率 ROE	9.90%	9.41%	9.12%	8.73%
PE	11.17	11.02	10.68	10.51
PB	1.11	1.04	0.97	0.92

数据来源：ifind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：杨蕊
执业证号：S1250525070007
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)	72.72
流通 A 股(亿股)	52.56
52 周内股价区间(元)	4.64-7.8
总市值(亿元)	437.77
总资产(亿元)	817.66
每股净资产(元)	5.47

相关研究

1. 中国外运（601598）：业务量持续增长，坚持高分红回报股东（2025-03-31）

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	13467.66	16304.38	16833.97	17449.93	营业收入	105620.77	108695.88	112226.47	116332.89
应收票据及账款	13646.99	13911.33	14363.19	14888.74	营业成本	100077.48	102949.03	106382.64	110299.06
预付账款	5198.59	5744.50	5931.09	6148.11	税金及附加	329.60	296.01	305.63	316.81
其他应收款	2799.18	2456.61	2536.41	2629.22	销售费用	1000.31	1029.43	1062.87	1101.76
存货	56.26	62.15	64.22	66.58	管理费用	3328.92	3425.84	3490.24	3606.32
其他流动资产	466.31	469.88	485.12	502.85	研发费用	120.66	124.17	128.20	132.90
流动资产总计	35635.00	38948.85	40214.00	41685.44	财务费用	247.16	389.36	294.84	206.27
长期股权投资	9239.89	11418.40	13596.91	15775.42	资产减值损失	-25.67	-26.42	-27.28	-28.27
固定资产	18052.96	17048.70	16183.58	15449.78	信用减值损失	-85.14	-87.62	-90.47	-93.78
在建工程	656.54	837.70	752.85	501.83	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	6262.44	6040.89	6044.62	6071.13	投资收益	2036.44	2313.97	2313.97	2313.97
长期待摊费用	221.22	110.61	0.50	1.00	公允价值变动损益	244.56	135.50	215.65	198.57
其他非流动资产	7127.46	6827.66	6365.98	5854.70	资产处置收益	68.43	150.19	150.19	150.19
非流动资产合计	41560.50	42283.95	42944.45	43653.87	其他收益	2184.54	2027.86	2027.86	2027.86
资产总计	77195.50	81232.80	83158.45	85339.32	营业利润	4939.81	4995.51	5151.97	5238.30
短期借款	3294.19	3150.53	2985.24	2801.33	营业外收入	79.98	82.61	82.61	82.61
应付票据及账款	12940.45	13210.37	13636.39	14138.41	营业外支出	1.94	46.38	46.38	46.38
其他流动负债	10692.66	13520.48	13965.80	14478.48	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	26927.30	29881.38	30587.44	31418.22	利润总额	5017.85	5031.74	5188.20	5274.53
长期借款	7371.65	5587.05	3848.65	2190.54	所得税	838.20	840.52	866.66	881.08
其他非流动负债	855.87	855.87	855.87	855.87	净利润	4179.65	4191.22	4321.54	4393.45
非流动负债合计	8227.53	6442.92	4704.52	3046.41	少数股东损益	262.00	216.80	223.54	227.26
负债合计	35154.82	36324.30	35291.96	34464.63	归属母公司股东净利润	3917.65	3974.42	4098.00	4166.19
股本	7294.22	7272.20	7272.20	7272.20	EBITDA	7827.23	7888.33	8003.05	7953.89
资本公积	6633.45	6655.47	6656.47	6658.47	NOPLAT	3757.27	4247.39	4232.22	4244.59
留存收益	25639.93	28290.95	31024.40	33803.34	EPS(元)	0.54	0.55	0.56	0.57
归属母公司权益	39567.59	42218.62	44953.07	47734.00					
少数股东权益	2473.08	2689.88	2913.42	3140.69	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	42040.68	44908.50	47866.49	50874.69	成长能力				
负债和股东权益合计	77195.50	81232.80	83158.45	85339.32	营收增长率	3.85%	2.91%	3.25%	3.66%
					营业利润增长率	-9.75%	1.13%	3.13%	1.68%
现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT 增长率	-8.74%	2.96%	1.14%	-0.04%
税后经营利润	4179.65	306.52	370.08	456.22	EBITDA 增长率	-5.89%	0.78%	1.45%	-0.61%
折旧与摊销	2562.22	2467.23	2520.01	2473.09	归母净利润增长率	-7.21%	1.45%	3.11%	1.66%
财务费用	247.16	389.36	294.84	206.27	经营现金流增长率	7.14%	90.59%	-31.28%	-0.48%
投资损失	-2036.44	-2313.97	-2313.97	-2313.97	盈利能力				
营运资金变动	-709.43	2620.61	135.79	159.22	毛利率	5.25%	5.29%	5.21%	5.19%
其他经营现金流	-131.90	4365.89	4378.05	4378.05	净利率	3.96%	3.86%	3.85%	3.78%
经营性现金净流量	4111.26	7835.64	5384.81	5358.88	营业利润率	4.68%	4.60%	4.59%	4.50%
资本支出	1576.59	1000.00	1002.00	1004.00	ROE	9.90%	9.41%	9.12%	8.73%
长期投资	-333.08	0.00	0.00	0.00	ROA	5.07%	4.89%	4.93%	4.88%
其他投资现金流	2117.06	-357.90	-290.14	-303.37	ROIC	8.13%	8.32%	8.14%	8.00%
投资性现金净流量	207.39	-1357.90	-1292.14	-1307.37	估值倍数				
短期借款	2683.97	-143.66	-165.29	-183.92	P/E	11.17	11.02	10.68	10.51
长期借款	519.53	-1784.60	-1738.40	-1658.11	P/S	0.41	0.40	0.39	0.38
普通股增加	0.00	-22.02	0.00	0.00	P/B	1.11	1.04	0.97	0.92
资本公积增加	-4.34	22.02	1.00	2.00	股息率	3.44%	3.02%	3.12%	3.17%
其他筹资现金流	-7938.36	-1712.76	-1660.39	-1595.52	EV/EBIT	9.60	9.88	9.46	9.17
筹资性现金净流量	-4739.20	-3641.02	-3563.08	-3435.55	EV/EBITDA	6.46	6.79	6.48	6.32
现金流量净额	-385.92	2836.72	529.59	615.96	EV/NOPLAT	13.45	12.61	12.26	11.85

数据来源：ifind，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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn