



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

内外协同集运巨头，韧性强劲持续分红

——中谷物流(603565)公司深度报告

2025 年 11 月 11 日

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号 S1500524070004

邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

黄安 交运行业分析师

执业编号 S1500524110001

邮箱 huangan@cindasc.com

证券研究报告

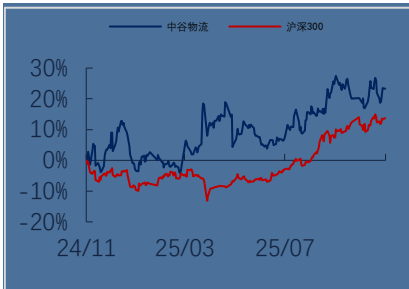
公司研究

公司深度报告

中谷物流(603565)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	11.18
52周内股价波动区间(元)	8.61-11.69
最近一月涨跌幅(%)	2.47
总股本(亿股)	21.00
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	234.79

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

中谷物流（603565.SH）深度报告：内外协同集运巨头，韧性强劲持续分红

2025年11月11日

本期内容提要：

内贸集装箱航运领先企业，盈利能力处于行业高位。中谷物流主营国内沿海集装箱货物运输，并积极向两端延伸，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，同时以期租方式出租部分船舶运营外贸航线，贯通内外贸运输产业链。根据 Clarksons 数据，截至 2025 年 10 月末，公司旗下船队共 49 艘，合计运力 250.19 万载重吨，其中集装箱船 41 艘，运力 13.22 万 TEU。公司盈利能力居行业前列，ROE 在 2024 年实现 16.86%，在航运板块中位列第 3。

内贸集运：公司核心业务，巨头地位稳固。公司内贸集装箱物流服务以航运为核心，并在航运的基础上向陆运延伸，可提供港口与货物始发地或到达地之间的陆运。

- **内贸集装箱航运：服务各大产业链，**从中谷物流运输的货类结构上看，货类结构多元，核心货类纸制品、钢铁、食品的占比均分别稳定在 7% 附近的水平。行业船型以中小型船舶为主，运力早期随需求成长而高速扩张，全国内河、沿海运输集装箱船舶箱位数的 2009~2014 年 CAGR 分别高达 20.59%、28.90%。而市场经历竞争及整合后，集中度逐步提升。现阶段，泛亚航运、中谷物流、安通控股占据主要市场份额。
- **中谷物流：优质服务支撑巨头地位。**多式联运为公司内贸业务的核心服务形式，贡献内贸服务营收比重稳定在 70% 附近。受益于辐射全国的港口布局以及完善的航线网络，公司的行业巨头地位稳固。

外贸租船：贡献公司业绩重要增量，盈利能力逐步改善。外贸集装箱航运租船市场的需求在 2023 年 12 月红海危机后逐步提升，为维持对沿线二级港口服务的稳定性，国际班轮公司对中小型船舶需求显著增加，而公司船队与外贸市场需求高度匹配。现阶段，公司外贸租船合约的期限结构逐步改善，2025 年新签合约的期限基本为 2 或 3 年，且租金较 2024 年有所提升。考虑到中小型船舶在手订单占比仅 10% 左右，低于行业水平约 20 个百分点，我们认为外贸集装箱航运市场对中小型船舶租赁需求的持续性或较强，支撑公司外贸租船业务的业绩确定性。

现金流入趋稳叠加资本开支收窄，支撑长期分红能力。公司 2023~2025 年股东回报规划计划以现金形式累计分配最近三年累计可分配利润的 60%。从历史分红水平上看，公司 2023、2024 年分红比例分别高达 88%、90%。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

基于我们的盈利预测，预计公司 2025 年实现归母净利润 21.45 亿元，基于 2025 年 11 月 10 日收盘价，假设分红比例为 60%~90%，对应股息率为 5.5%~8.2%。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025~2027 年实现营业收入 107.70、109.85、112.05 亿元，同比增速分别为-4.34%、2.00%、2.00%，实现归母净利润 21.45、21.82、22.19 亿元，同比增速分别为 16.86%、1.74%、1.70%，对应 EPS 为 1.02、1.04、1.06 元，2025 年 11 月 10 日收盘价对应 PE 为 10.95、10.76、10.58 倍。我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：内贸集装箱航运运价不及预期；外贸集装箱航运新签租约运价不及预期；现金支出超预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	12,439	11,258	10,770	10,985	11,205
增长率 YoY %	-12.5%	-9.5%	-4.3%	2.0%	2.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,717	1,835	2,145	2,182	2,219
增长率 YoY%	-37.4%	6.9%	16.9%	1.7%	1.7%
毛利率%	14.3%	15.1%	24.6%	24.6%	24.6%
净资产收益率ROE%	16.0%	16.6%	17.6%	16.2%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.87	1.02	1.04	1.06
市盈率 P/E(倍)	13.67	12.79	10.95	10.76	10.58
市净率 P/B(倍)	2.19	2.12	1.93	1.75	1.59

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 11 月 10 日收盘价

目 录

投资聚焦	6
一、内贸集装箱航运领先企业，盈利能力处于行业高位	7
二、内贸集运：公司核心业务，巨头地位稳固	9
2.1 内贸集装箱航运：服务各大产业链，现市场份额集中于少数企业	9
2.2 中谷物流：优质服务支撑巨头地位	13
三、外贸租船：贡献公司业绩重要增量，盈利能力逐步改善	15
四、现金流入趋稳叠加资本开支收窄，支撑长期分红能力	19
五、盈利预测与估值	20
5.1 盈利预测：我们预计 2025 年公司归母净利润为 21.45 亿元	20
5.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级	20
六、风险提示	22

表 目 录

表 1：中谷物流主营业务	7
表 2：中谷物流集装箱船队结构	7
表 3：鼓励内贸集装箱航运相关政策	10
表 4：中谷物流 4636 TEU 船部分租约信息	17
表 5：中谷物流历史分红数据以及 2025 年分红测算	19
表 6：中谷物流盈利预测简表	20
表 7：中谷物流可比估值表	21

图 目 录

图 1：中谷物流营业收入	7
图 2：中谷物流归母净利润	7
图 3：中谷物流货类结构	8
图 4：中谷物流毛利率	8
图 5：航运板块 ROE	8
图 6：中谷物流股权结构	8
图 7：中谷物流货类结构	10
图 8：国内公路、铁路、水路货运量	11
图 9：国内公路、铁路、水路货运周转量	11
图 10：中谷物流货类结构	11
图 11：沿海省际运输集装箱船（700 TEU 以上，不含多用途船）平均运力	11
图 12：全国水上运输船舶集装箱箱位数结构	12
图 13：沿海省际运输集装箱船箱位数	12
图 14：提前退出国内沿海省际运输市场船舶箱位数	12
图 15：沿海省际运输集装箱船的老旧船舶数量	12
图 16：2020 年上半年末内贸集装箱航运企业市场份额	13
图 17：泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI	13
图 18：中谷物流内贸业务营业收入-分服务	14
图 19：中谷物流内贸业务营业收入-分地区	14
图 20：中谷物流港口布局图	14
图 21：中谷物流航线布局图	14

图 22: 各集装箱船型转售价	15
图 23: 各集装箱船型转售价 2023/11 ~ 2025/10 涨幅	15
图 24: 各集装箱船型转售价 6 ~ 12 个月期租租金	16
图 25: 各集装箱船型运价 2023/11 ~ 2025/9 涨幅	16
图 26: 集装箱航运业各船型在手订单占比	16
图 27: 中谷物流集装箱船运力结构 (截至 2025 年 10 月末)	17
图 28: 中谷物流外贸租船合约数量-按期限分类	17
图 29: 中谷物流外贸租船合约运力-按期限分类	17
图 30: 中谷物流外贸业务营业收入	18
图 31: 中谷物流经营净现金流	19
图 32: 中谷物流资本开支	19

投资聚焦

中谷物流主营国内沿海集装箱货物运输，同时以期租方式出租部分船舶运营外贸航线，贯通内外贸运输产业链。根据 Clarksons 数据，截至 2025 年 10 月末，公司旗下船队共 49 艘，合计运力 250.19 万载重吨，其中集装箱船 41 艘，运力 13.22 万 TEU。公司盈利能力居行业前列，ROE 在 2024 年实现 16.86%，在航运板块中位列第 3。

- **内贸集运：公司核心业务，巨头地位稳固。**行业服务各大产业链，船型以中小型船舶为主，运力早期随需求成长而高速扩张，全国内河、沿海运输集装箱船舶箱位数的 2009~2014 年 CAGR 分别高达 20.59%、28.90%。而市场经历竞争及整合后，集中度逐步提升。现阶段，泛亚航运、中谷物流、安通控股占据主要市场份额。凭借优质服务，中谷物流的巨头地位稳固。
- **外贸租船：贡献公司业绩重要增量，盈利能力逐步改善。**外贸集装箱航运租船市场的需求在 2023 年 12 月红海危机后逐步提升，为维持对沿线二级港口服务的稳定性，国际班轮公司对中小型船舶需求显著增加，而公司船队与外贸市场需求高度匹配。现阶段，公司外贸租船合约的期限结构逐步改善，2025 年新签合约的期限基本为 2 或 3 年，且租金较 2024 年有所提升。考虑到中小型船舶在手订单占比仅 10% 左右，低于行业水平约 20 个百分点，我们认为外贸集装箱航运市场对中小型船舶租赁需求的持续性或较强，支撑公司外贸租船业务的业绩确定性。

一、内贸集装箱航运领先企业，盈利能力处于行业高位

上海中谷物流股份有限公司(中谷物流 603565.SH)主营国内沿海集装箱货物运输，并积极向两端延伸，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，同时以期租方式出租部分船舶运营外贸航线，贯通内外贸运输产业链，现已逐步成为集班轮运输、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。

表1：中谷物流主营业务

业务	业务内容
内贸集装箱物流	港口至港口的集装箱航运服务。
多式联运	航运与陆运结合的集装箱物流服务，具体分为门到门（D-D）、堆场到门（CY-D）、门到堆场（D-CY）3种模式。
外贸集装箱航运	公司陆续开通了多条近洋航线，并以期租方式出租了部分船舶运营外贸航线。

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

公司船队：根据 Clarksons 数据，截至 2025 年 10 月末，公司旗下船队共 49 艘，合计运力 250.19 万载重吨，其中集装箱船 41 艘，运力 13.22 万 TEU（229.65 万载重吨），重吊船 8 艘，运力 20.54 万载重吨。

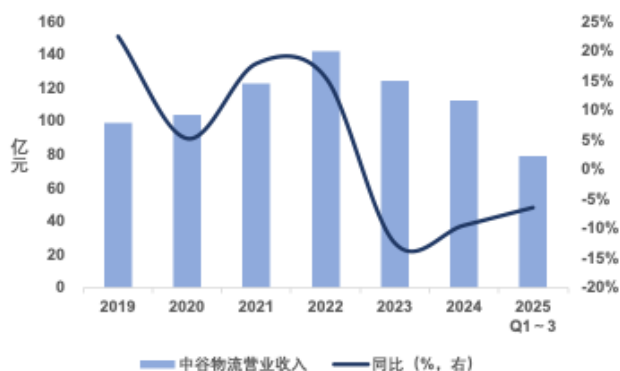
表2：中谷物流集装箱船队结构

船型	4636 TEU	3429 TEU	3398 TEU	2518 TEU	2500 TEU	2400 TEU	1908 TEU	1597 TEU	510 TEU	500 TEU	合计
数量	17	1	1	6	6	1	6	1	1	1	41
运力 万 TEU	7.88	0.34	0.34	1.51	1.50	0.24	1.14	0.16	0.05	0.05	13.22

资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

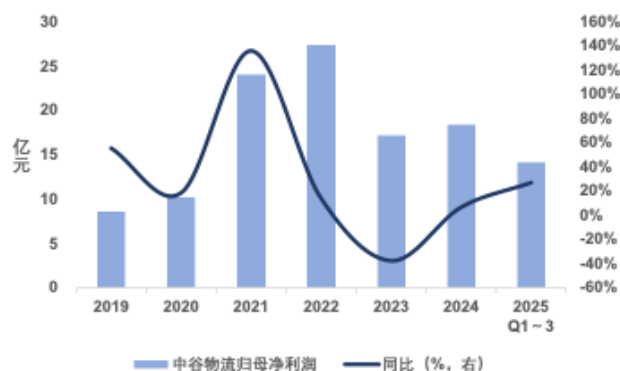
财务情况：收入结构趋于均衡，盈利能力处于行业高位。2024 年，公司营收实现 112.58 亿元，同比下滑 9.49%，归母净利润实现 18.35 亿元，同比增长 6.88%；2025 年前三季度，公司营收实现 78.98 亿元，同比下滑 6.46%，归母净利润实现 14.10 亿元，同比增长 27.21%。

图1：中谷物流营业收入



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

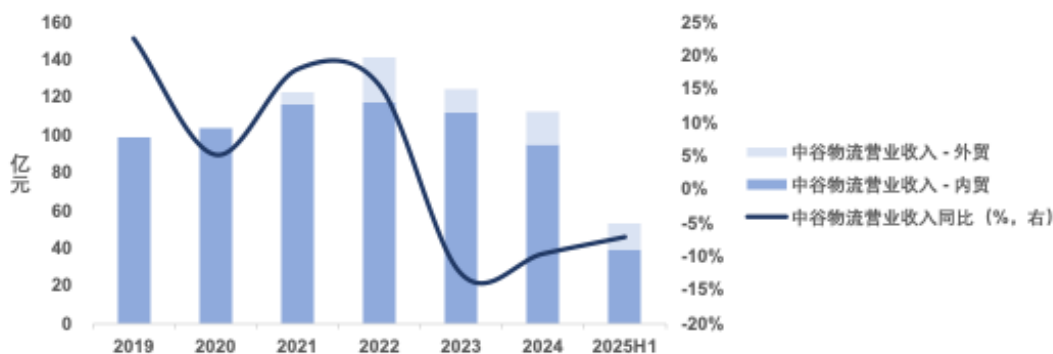
图2：中谷物流归母净利润



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **收入结构：外贸收入占比稳步提升。**公司营收 2024 年实现 112.58 亿元，同比下滑 9.49%；2025 年上半年实现 53.38 亿元，同比下滑 6.99%。其中，外贸收入占比逐步提升，从 2021 年的 5.46% 提升至 2025 年上半年的 26.44%。

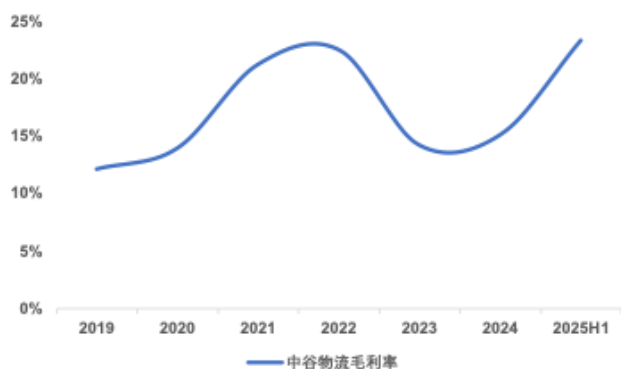
图3：中谷物流货类结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

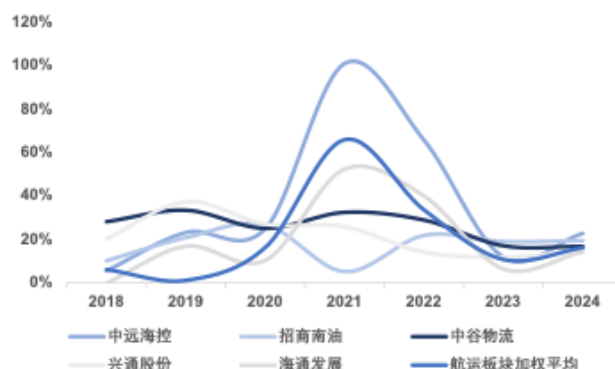
- **盈利能力：居行业前列。**公司归母净利润 2024 年实现 18.35 亿元，同比增长 6.88%，2025 年上半年实现 10.72 亿元，同比增长 41.59%；毛利率 2024 年实现 15.15%，2025 年上半年实现 23.36%；ROE 在 2024 年实现 16.86%，在航运板块仅次于中远海控、招商南油。

图4：中谷物流毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

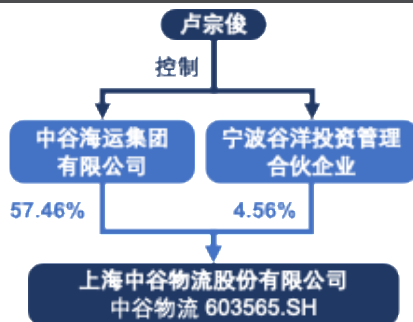
图5：航运板块 ROE



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

公司股权结构清晰，控股股东中谷集团持股 57.46%。截至 2025 年三季度末，实际控制人卢宗俊先生通过其所控制的中谷集团、谷洋投资合计控制公司 62.02% 股份。

图6：中谷物流股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



二、内贸集运：公司核心业务，巨头地位稳固

公司内贸集装箱物流服务以航运为核心，并在航运的基础上向陆运延伸，可提供港口与货物始发地或到达地之间的陆运。

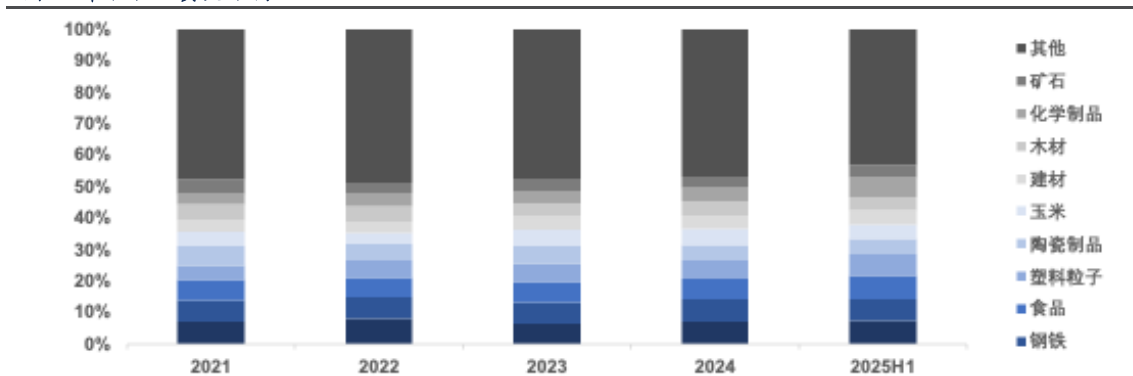
- **内贸集装箱航运：服务各大产业链**，从中谷物流运输的货类结构上看，货类结构多元，核心货类纸制品、钢铁、食品的占比均分别稳定在 7% 附近的水平。行业船型以中小型船舶为主，运力早期随需求成长而高速扩张，全国内河、沿海运输集装箱船舶箱位数的 2009~2014 年 CAGR 分别高达 20.59%、28.90%。而市场经历竞争及整合后，集中度逐步提升。现阶段，泛亚航运、中谷物流、安通控股占据主要市场份额。
- **中谷物流：优质服务支撑巨头地位**。多式联运为公司内贸业务的核心服务形式，贡献内贸服务营收比重稳定在 70% 附近。受益于辐射全国的港口布局以及完善的航线网络，公司的行业巨头地位稳固。

2.1 内贸集装箱航运：服务各大产业链，现市场份额集中于少数企业

内贸集装箱航运需求：内贸集装箱航运的主要服务国内沿海、长江流域、珠江流域，得益于运输成本低特性，可广泛应用于各产业链的大批量重货远距离内贸运输需求。在“散改集”、“公转水”、大力发展多式联运等政策支持下，发展空间广阔。

- **运输成本：航运远低于陆运。**据海力物流官网显示，航运、公路运输、铁路运输油耗成本分别为 0.6、9、1.5 分/吨公里，且航运的单次运输规模远大于陆运，航运成本仅为铁路的 50%~60%、公路的 12%~15%、空运的 4%~6%。
- **货种范围：**受益于“散改集”对适箱货源的拓宽，广泛应用于各大产业链。据海力物流官网显示，内贸集装箱航运货源按照货物属性和运价水平可主要分为：
 - 基础货源：煤炭、矿石、钢材、纸浆、粮食、建材等低附加值重货。
 - 优良货源：汽车、橡胶、家电等中附加值货物。
 - 辅助货源：水果、蔬菜、日用品等高附加值货物。

从中谷物流运输的货类结构上看，货类结构多元，核心货类纸制品、钢铁、食品的占比均分别稳定在 7% 附近的水平。

图7：中谷物流货类结构


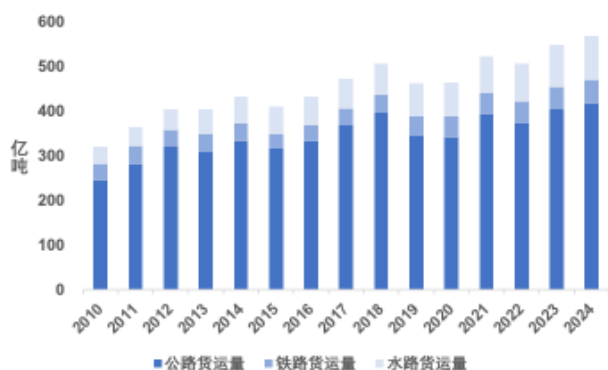
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **发展趋势：匹配多式联运发展趋势，叠加政策大力支持，成长空间广阔。**基于集装箱标准化的尺寸、环保且低货损的运输流程、链接各大产业链的服务范围等因素，内贸集装箱航运成为多式联运的核心环节之一。受益于近年来政策对“散改集”、“公转水”、“多式联运”的频繁支持，我们认为内贸集装箱航运具备广阔的成长空间。2011~2024 年，国内水路货运量 CAGR 为 6.63%，占比从 11.70%提升到 17.25%；水路货运周转量 CAGR 为 4.95%，占比从 48.21%提升到 55.57%。

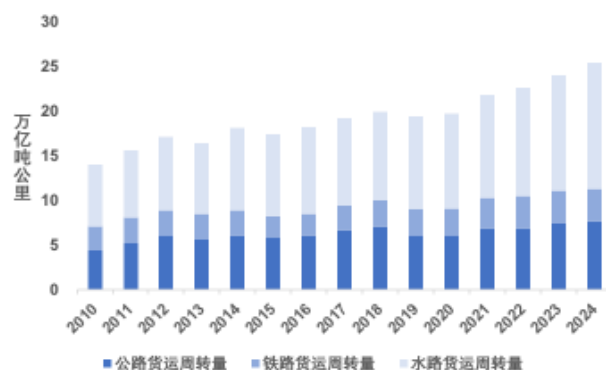
表3：鼓励内贸集装箱航运相关政策

时间	政策名称	相关内容
2017/01	交通运输部等十八个部门《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》	大力推进物流大通道建设， 推进多式联运示范工程是物流大通道建设的重要内容。多式联运的发展为进一步开发集装箱货源提供了更加广阔的发展空间。
2018/10	国务院办公厅《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）》	以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等区域为主战场， 以推进大宗货物运输“公转铁、公转水”为主攻方向，不断完善综合运输网络，切实提高运输组织水平。多式联运提速行动提出将大力推广集装化运输，支持企业加快多式联运运载单元、快速转运设备，完善内陆集装箱配套技术标准，促进集装化、厢式化、标准化装备应用。
2021/10	国务院《2030 年前碳达峰行动方案》	构建绿色高效交通运输体系，“十四五”期间， 集装箱铁水联运量年均增长 15% 以上。
2022/01	国务院办公厅《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025 年）》	到 2025 年， 多式联运发展水平明显提升，基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局，全国铁路和水路货运量比 2020 年分别增长 10% 和 12% 左右，集装箱铁水联运量年均增长 15% 以上。
2022/01	国家发展改革委《“十四五”现代流通体系建设规划》	培育多式联运经营主体，以铁水联运、江海联运、江海直达、国际铁路联运等为重点，积极推进“一单制”，丰富“门到门”一体化联运服务产品，打造多式联运品牌。
2023/01	交通运输部、自然资源部、海关总署、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023-2025）》	积极推进粮食、化肥、铜精矿、铝矾土、水泥熟料、焦炭等适箱大宗货物“散改集”，加强港口设施设备建设和工艺创新，鼓励港口结合实际配置“大流量”灌箱、卸箱设备，鼓励铁路针对大客户进行“散改集”定制化班列。 探索开展联运集装箱共享共用、联合调拨，减少集装箱拆装箱、换箱转运、空箱调运等，在铁水联运领域率先实施“一箱到底、循环共享”突破。
2024/11	中共中央办公厅、国务院办公厅《有效降低全社会物流成本行动方案》	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。培育多式联运经营主体，发展集装箱公铁、铁水联运，加快推进一单制、一箱制，推广带托盘运输等集装化运输模式，创新打造稳定运行、品牌化的多式联运产品。统一协同各种运输方式规则标准，加强设施衔接、信息共享、标准协同、安检互认。深入推进国家综合货运枢纽补链强链。推动建立内贸集装箱铁水联运体系。实施国家物流枢纽多式联运工程，提高全程服务组织能力。增加国家物流枢纽间铁路联运班列开行数量，提高班列稳定性。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

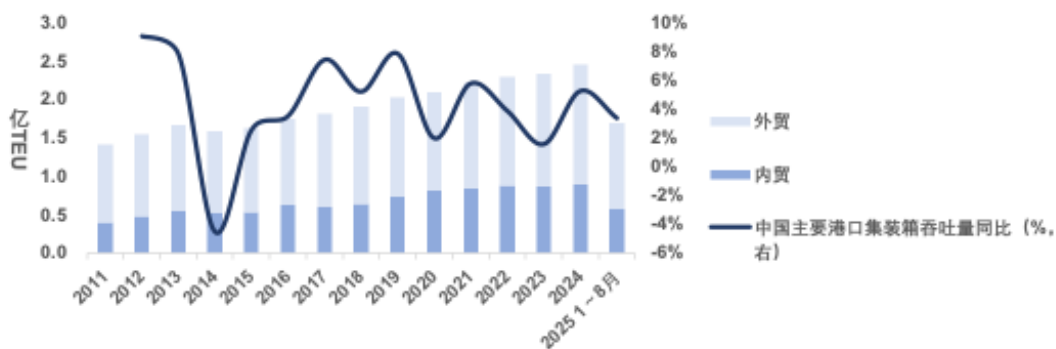
图8：国内公路、铁路、水路货运量


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图9：国内公路、铁路、水路货运周转量


资料来源：iFinD，信达证券研发中心

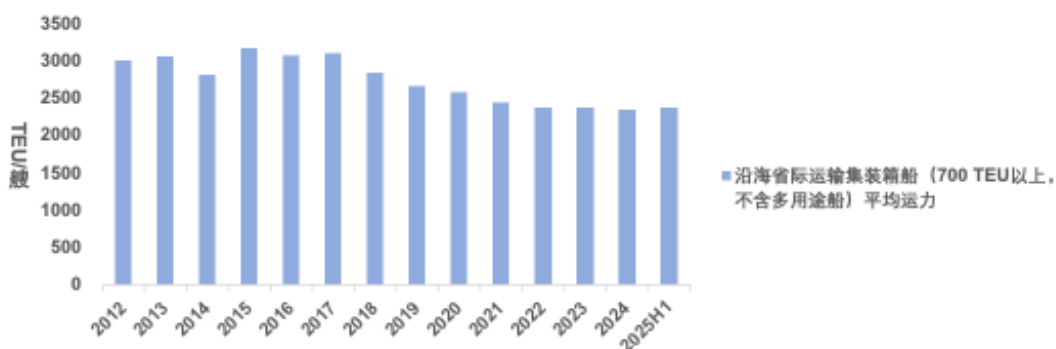
- **港口内贸集装箱吞吐量**：2024 年实现 0.89 亿 TEU，同比增长 2.79%，2011 ~ 2024 年 CAGR 为 6.21%，高于全国水平 1.89 个百分点。

图10：中国主要港口集装箱吞吐量结构


资料来源：Wind，信达证券研发中心

内贸集装箱航运供给：行业运力早期随需求成长而高速扩张，全国内河、沿海运输集装箱船舶箱位数的 2009~2014 年 CAGR 分别高达 20.59%、28.90%。而市场经历竞争及整合后，集中度逐步提升。

- **船型**：覆盖内河及沿海的运营区域、远小于外贸的货量规模等因素决定内贸集装箱航运市场船型以**中小型船舶为主**。截至 2025 年上半年末，沿海省际运输集装箱船（700 TEU 以上，不含多用途船）共 421 艘，合计运力 100.3 万 TEU，平均每艘 2382.4 TEU。

图11：沿海省际运输集装箱船（700 TEU 以上，不含多用途船）平均运力


资料来源：中国政府网，物流律师网，交通运输部，信达证券研发中心

● **船队规模：高速扩张期已过，现有运力存在收缩空间。**

- **整体运力规模：**从全国水上运输船舶集装箱箱位数上看，内河、沿海运输船舶箱位数在高增后增速逐步放缓；从沿海省际运输集装箱船舶箱位数上看，2025 年上半年末为 100.3 万 TEU，同比下滑 1.38%。
- **退出运力：**提前退出国内沿海省际运输市场船舶箱位数近年来存在提升趋势，2019~2024 年 CAGR 高达 35%；沿海省际运输集装箱船的老旧船舶（船龄 20 年以上）数量整体呈上升趋势，截至 2025 年上半年末为 46 艘。

图12：全国水上运输船舶集装箱箱位数结构



资料来源：中国发展门户网，交通运输部，信达证券研发中心

图13：沿海省际运输集装箱船舶箱位数



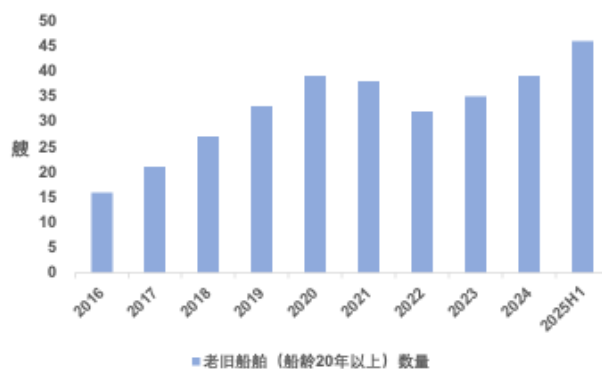
资料来源：中国政府网，物流律师网，交通运输部，信达证券研发中心

图14：提前退出国内沿海省际运输市场船舶箱位数



资料来源：中国政府网，物流律师网，交通运输部，信达证券研发中心

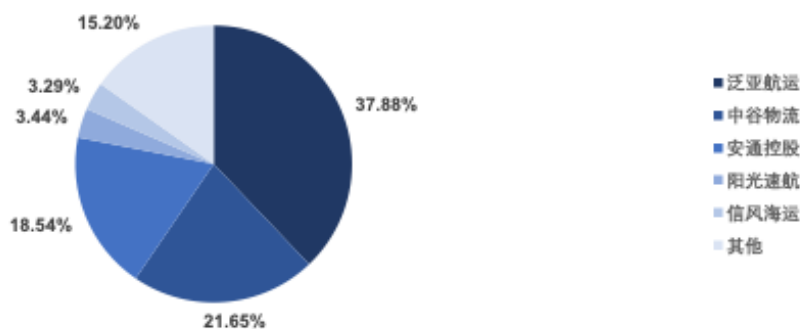
图15：沿海省际运输集装箱船的老旧船舶数量



资料来源：中国政府网，物流律师网，交通运输部，信达证券研发中心

- **竞争格局：三足鼎立。**现阶段，泛亚航运、中谷物流、安通控股占据主要市场份额。截至 2020 年上半年末，泛亚航运、中谷物流、安通控股分别占据市场 37.88%、21.65%、18.54% 的份额。

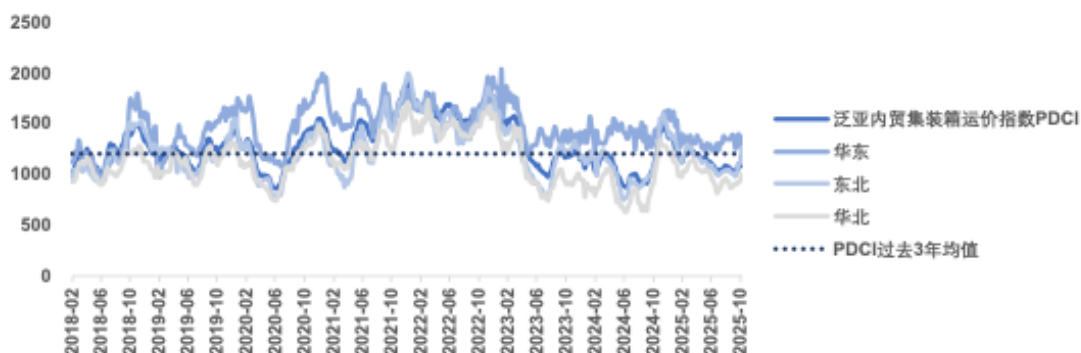
图16：2020 年上半年末内贸集装箱航运企业市场份额



资料来源：上海航运交易所，上海国际航运研究中心，信达证券研发中心

运价：主要参考行业龙头泛亚航运披露的内贸集装箱运价指数 PDCI。2025 年 10 月 24 日，泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI 收于 1181 点，同比增长 2.34%，环比 2025 年 10 月 17 日增长 8.95%。

图17：泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI



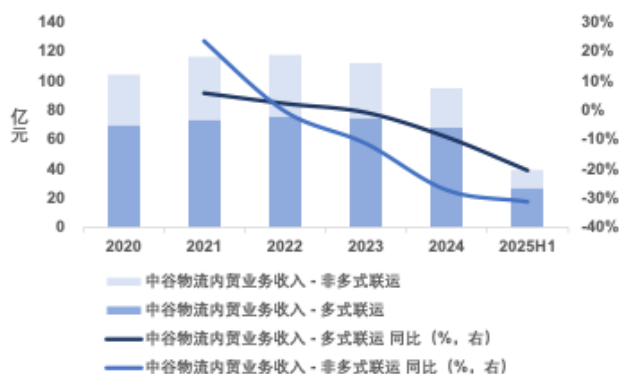
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

2.2 中谷物流：优质服务支撑巨头地位

中谷物流的内贸集装箱物流服务：主要分为港到港服务模式（航运）和多式联运服务模式两种。其中，多式联运服务模式在航运的基础上向陆运延伸，可提供港口与货物始发地或到达地之间的陆运，根据客户的选择，可细分为门到门 D-D、堆场到门 CY-D、门到堆场 D-CY 三种形式。

- **内贸服务营收服务结构：**多式联运为核心服务形式，贡献内贸服务营收比重稳定在 70%附近。2024 年，公司多式联运服务实现 67.79 亿元，占内贸服务营收 71.35%；2025 年上半年，公司多式联运服务实现 27.41 亿元，占内贸服务营收 69.93%。
- **内贸服务营收区域结构：**公司的内贸服务营收区域结构整体均衡，华东地区持续贡献内贸服务营收约 30%的比重。

图18：中谷物流内贸业务营业收入-分服务



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

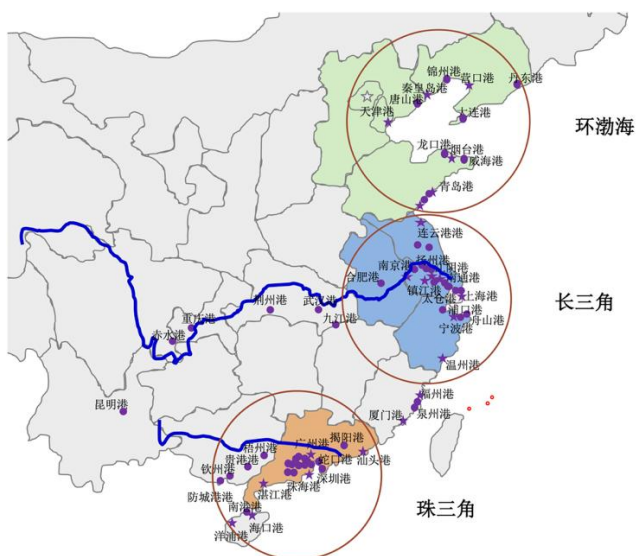
图19：中谷物流内贸业务营业收入-分地区



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

布局全国港口，航线网络建设完善。公司港口体系覆盖全国，并采用“双核战略”在全国沿海主要经济腹地选取两个距离 200 海里内的主要港口，双重保障对经济腹地的辐射。同时，公司航线铺设密集，并基于客户需求适时拓展航线资源，提升服务质量以提升客户粘性。

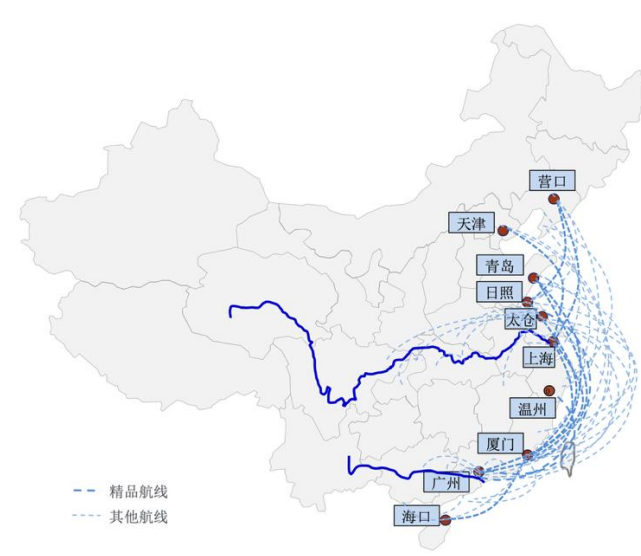
图20：中谷物流港口布局图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以官方正式地图为准。

图21：中谷物流航线布局图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：上图为中谷物流航线网络示意图，由于长江、珠江支线航线多为短距离航线且较为密集无法完全展现。受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以官方正式地图为准。

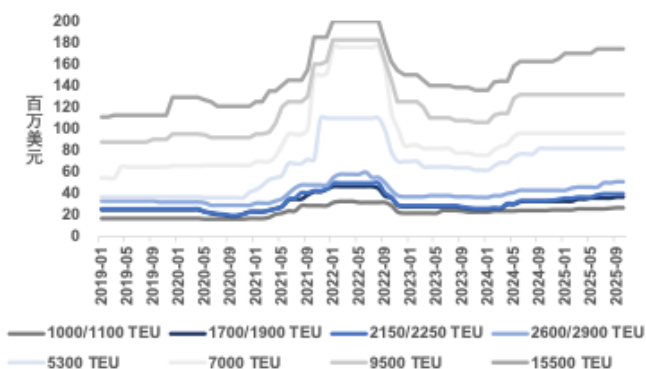
三、外贸租船：贡献公司业绩重要增量，盈利能力逐步改善

外贸集装箱航运租船市场的需求在 2023 年 12 月红海危机后逐步提升，为维持对沿线二级港口服务的稳定性，国际班轮公司对中小型船舶需求显著增加，而公司船队与外贸市场需求高度匹配。现阶段，公司外贸租船合约的期限结构逐步改善，2025 年新签合约的期限基本为 2 或 3 年，且租金较 2024 年有所提升。考虑到中小型船舶在手订单占比仅 10% 左右，低于行业水平约 20 个百分点，我们认为外贸集装箱航运市场对中小型船舶租赁需求的持续性或较强，支撑公司外贸租船业务的业绩确定性。

外贸集装箱航运租船市场：2023 年 12 月红海危机导致集装箱航运的亚洲-欧洲主线船舶大规模绕航，航程和周转时间的延长导致主线班轮频繁跳港或合并挂靠。为维持对沿线二级港口服务的稳定性，国际班轮公司对中小型船舶需求显著增加，而所需船型与内贸集装箱航运市场主流船型高度重叠。

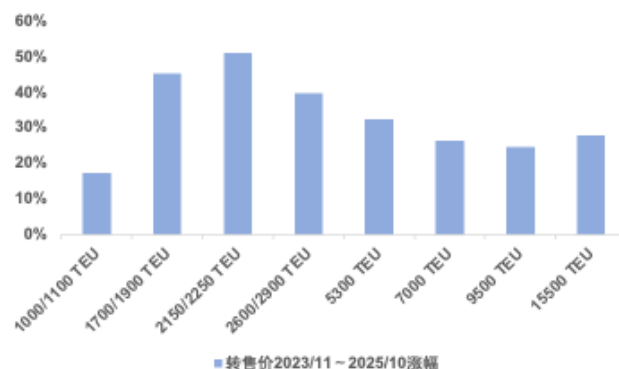
- **船价：**中小型船舶价格涨幅远超大型船舶。2023 年 12 月红海事件后，各船型二手价格均有所上涨。以各船型的全新转售价水平为例，2150/2250 TEU、1700/1900 TEU、2600/2900 TEU 的集装箱船转售价水平在 2023 年 11 月~2025 年 10 月涨幅分别高达 50.94%、45.10%、39.73%，分别高于 15500 TEU 船涨幅水平 23.00、17.16、11.78 个百分点。

图22：各集装箱船型转售价



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

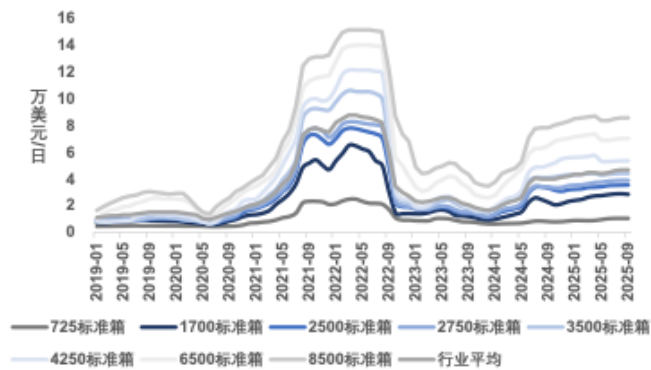
图23：各集装箱船型转售价 2023/11 ~ 2025/10 涨幅



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

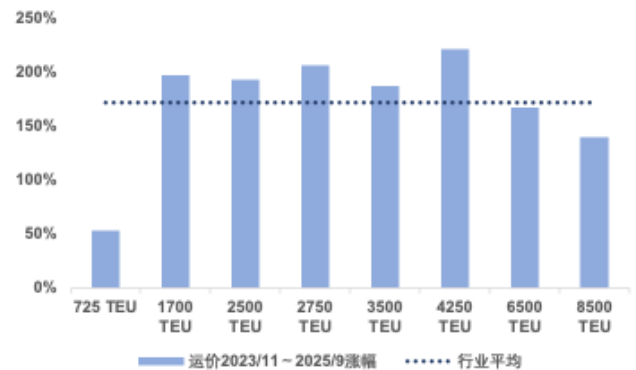
- **运价：**中小型船舶运价涨幅远行业平均水平。2023 年 12 月红海事件后，各船型运价均有所上涨。以各船型的 6~12 个月期租租金水平为例，1700 TEU、2500 TEU、2750 TEU、3500 TEU、4250 TEU 的集装箱船运价在 2023 年 11 月~2025 年 9 月涨幅突出，其中 4250 TEU、2750 TEU 运价涨幅分别为 221.27%、205.88%，分别高于行业涨幅水平 49.85、34.46 个百分点。

图24：各集装箱船型转售价 6 ~ 12 个月期租租金



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

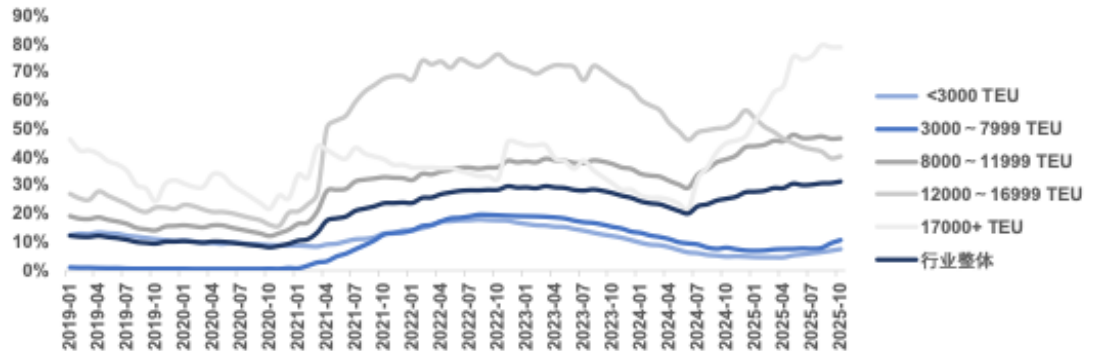
图25：各集装箱船型运价 2023/11 ~ 2025/9 涨幅



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

- 中小型船舶在手订单现处低位，截至 2025 年 10 月末，<3000 TEU、3000 ~ 7999 TEU 船型的在手订单占比分别为 7.53%、10.81%，分别低于行业水平 24.04、20.76 个百分点，我们认为外贸集装箱航运市场对中小型船舶租赁需求的持续性或较强。

图26：集装箱航运业各船型在手订单占比

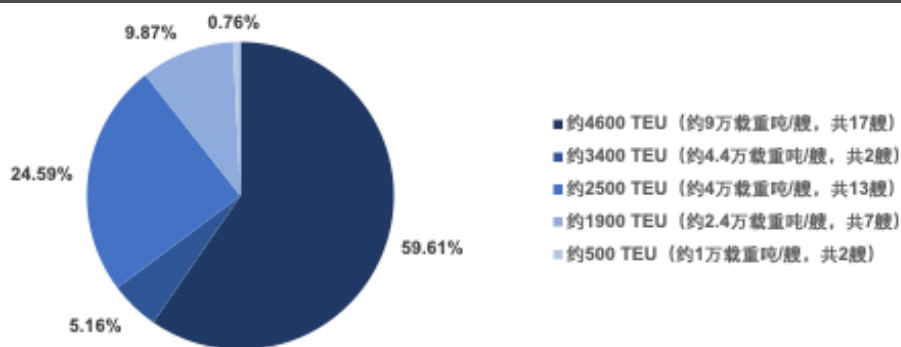


资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

中谷物流：公司船队匹配外贸市场对中小型船舶的需求，2020 年下半年起试点外贸租船业务，后续随着外贸集装箱航运市场景气度波动，公司灵活调整外贸市场的运力投放，逐步实现外贸业务与内贸业务的有机结合。现阶段，公司租约期限结构逐步改善，且 2025 年合约租金有所提升。

- 从公司现有船队高度匹配外贸租船需求：基于 Clarkson 数据，截至 2025 年 10 月末，公司现有集装箱船队按运力可主要分为约 4600 TEU、约 3400 TEU、约 2500 TEU、约 1900 TEU、约 500 TEU 共 5 类，其中约 4600 TEU 的船共 17 艘，贡献公司现有集装箱船队约 60% 的运力。整体上看，公司船队大部分集装箱船高度与外贸集装箱航运市场对中小型船舶的需求高度匹配。

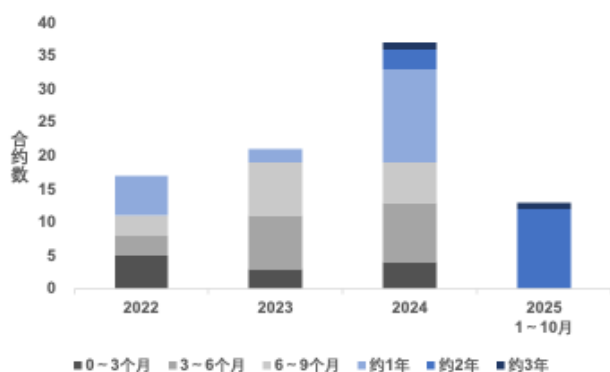
图27：中谷物流集装箱船运力结构（截至 2025 年 10 月末）



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

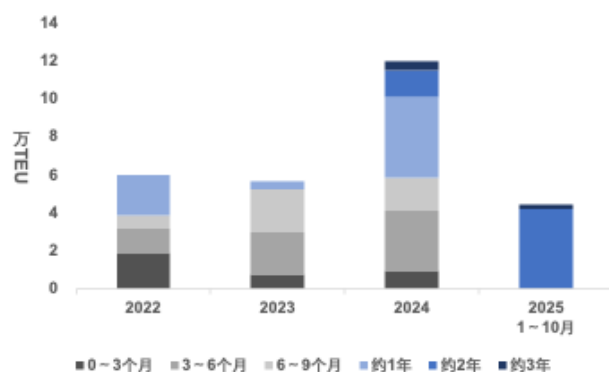
- **外贸租船合约的期限结构逐步改善，提升业绩确定性：**基于 Clarksons 数据，排除数据不完整的合约，公司外贸租船的长期合约比例逐步提升，期限结构从 2022~2023 年不足 1 年的期限为主，逐步改善至 2025 年 1~10 月的均为约 2 年或约 3 年。

图28：中谷物流外贸租船合约数量-按期限分类



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

图29：中谷物流外贸租船合约运力-按期限分类



资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

- **2025 年合约租金有所提升：**以公司 4636 TEU 船型的期限约为 2 年的租船合约为例,租金从 2024 年的 4 万美元/日逐步提升到 2025 年 3 月的 4.3 万美元/日，并在 2025 年提升至 4.5 万美元/日。

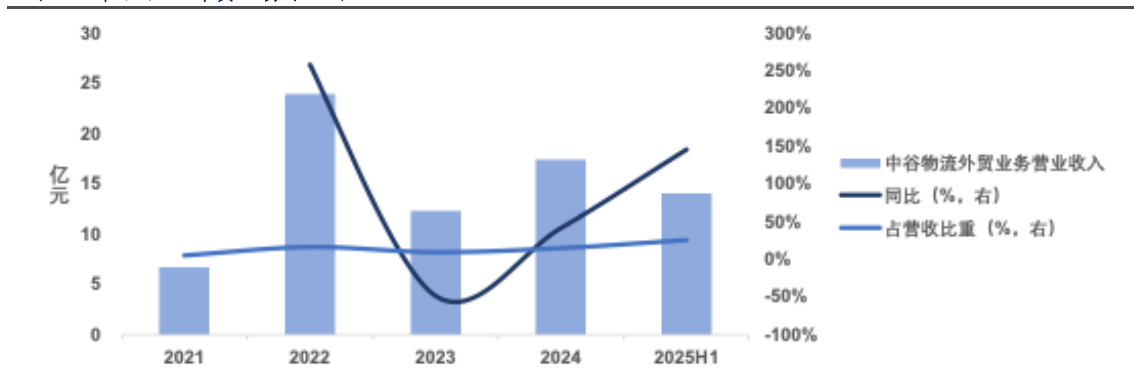
表4：中谷物流 4636 TEU 船部分租约信息

签约日期	船舶名称	建造年份	运力 TEU	租船方	服务起始日	期限	租金 万美元/日
2025/10/10	中谷长沙	2023	4636	马士基 Maersk	2026/1/1	23~25 个月	4.5
2025/3/26	中谷济南	2022	4636	达飞 CMA-CGM	2025/5/10	24~26 个月	4.3
2025/3/24	中谷福州	2022	4636	达飞 CMA-CGM	2025/5/20	24 个月	4.3
2024/7/8	中谷长春	2023	4636	马士基 Maersk	2024/9/1	24~26 个月	4
2024/7/5	中谷南京	2023	4636	新加坡海运 Sea Consortium	2024/9/1	23~25 个月	4
2024/6/19	中谷武汉	2023	4636	新加坡海运 Sea Consortium	2024/6/10	24 个月	4

资料来源：Clarksons，信达证券研发中心

- **外贸业务营收表现：**2024 年实现 17.42 亿元，同比增长 41.36%，占营收比重为 15.47%；2025 年上半年实现 14.11 亿元，同比增长 145.57%，占营收比重为 26.44%。

图30：中谷物流外贸业务营业收入

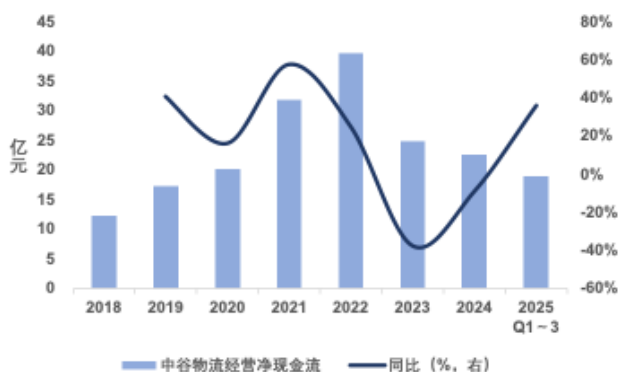


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、现金流入趋稳叠加资本开支收窄，支撑长期分红能力

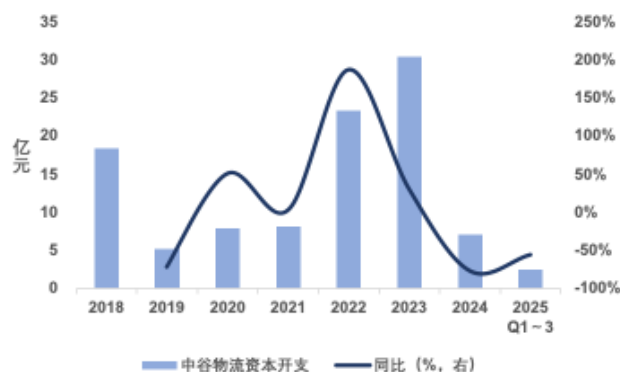
经营净现金流趋稳叠加资本开支收窄，公司现金流逐步改善。2024 年，公司经营净现金流实现 22.61 亿元，同比下滑 8.80%；资本开支实现 7.08 亿元，同比下滑 76.76%。2025 年前三季度，公司经营净现金流实现 18.93 亿元，同比增长 35.96%；资本开支实现 2.53 亿元，同比下滑 55.56%。

图31：中谷物流经营净现金流



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图32：中谷物流资本开支



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

持续分红回报股东，我们认为公司具备持续分红的能力。公司 2023~2025 年股东回报规划计划以现金形式累计分配最近三年累计可分配利润的 60%。从历史分红水平上看，公司 2023、2024 年分红比例分别高达 88%、90%，2022 年起股息率维持在 8% 以上的水平。基于我们的盈利预测，预计公司 2025 年实现归母净利润 21.45 亿元，基于 2025 年 11 月 10 日收盘价，假设分红比例为 60%~90%，对应股息率为 5.5%~8.2%。

表5：中谷物流历史分红数据以及 2025 年分红测算

	2021	2022	2023	2024	2025E		
归母净利润 亿元	24.04	27.41	17.17	18.35	21.45	21.45	21.45
分红比例	59.82%	73.50%	88.05%	90.39%	60%	75%	90%
现金分红总额 亿元	14.38	20.15	15.12	16.59	12.87	16.09	19.30
股息率 2025E 数据基于 2025 年 11 月 10 日收盘价	5.28%	9.77%	8.75%	8.06%	5.48%	6.93%	8.22%

资料来源：iFinD，信达证券研发中心

注：2025E 数据基于信达交运团队盈利预测。

五、盈利预测与估值

5.1 盈利预测：我们预计 2025 年公司归母净利润为 21.45 亿元

我们基于以下核心假设对公司作出盈利预测：

- 1. 内贸业务营业收入：**2025 年上半年公司内贸业务营业收入同比下滑 24.02%，考虑到泛亚内贸集装箱运价指数 PDCI 在 2025 年下半年同比有所回升，假设 2026 年起运价略有回升，预计 2025~2027 年同比增速分别为-18%、2%、2%。
- 2. 外贸业务营业收入：**2025 年上半年公司外贸业务营业收入同比高增 145.57%，考虑到 2025 年新签合同期限基本为 2 或 3 年，假设 2026 年起新签合同运价仍有所提升，预计 2025~2027 年同比增速分别为 70%、2%、2%。

表6：中谷物流盈利预测简表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
内贸业务营业收入 亿元	117.57	112.06	95.00	77.90	79.46	81.05
同比	1.17%	-4.68%	-15.22%	-18.00%	2.00%	2.00%
外贸业务营业收入 亿元	24.01	12.32	17.42	29.61	30.20	30.81
同比	258.11%	-48.69%	41.36%	70.00%	2.00%	2.00%
营业收入 亿元	142.09	124.39	112.58	107.70	109.85	112.05
同比	15.60%	-12.46%	-9.49%	-4.34%	2.00%	2.00%
归母净利润 亿元	27.41	17.17	18.35	21.45	21.82	22.19
同比	14.02%	-37.36%	6.88%	16.86%	1.74%	1.70%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

5.2 估值与投资评级：估值偏低，首次覆盖给予“增持”评级

我们对中谷物流的盈利预测及估值：我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 21.45、21.82、22.19 亿元。基于 2025 年 11 月 10 日收盘价，公司 PE（TTM）为 11.0 倍，**2025~2027 年对应 PE 分别为 11.0、10.8、10.6 倍。**

公司估值对比行业水平偏低：公司核心业务为集装箱航运，我们选取 SW 二级航运行业中主营集装箱航运的可比公司进行对比。基于 2025 年 11 月 10 日收盘价，可比标的加权平均 PE（TTM）为 13.4 倍，中谷物流 PE（TTM）低于行业水平。

表7：中谷物流可比估值表

证券代码	证券简称	市值 亿元 2025 年 11 月 10 日	PE				
			2024A	TTM	2025E	2026E	2027E
601919.SH	中远海控	2315.8	4.7	6.3	7.7	10.9	10.6
601083.SH	锦江航运	163.6	16.0	11.0	14.1	15.3	15.2
600179.SH	安通控股	191.3	31.3	17.2			
601022.SH	宁波远洋	135.6	24.5	19.9			
600751.SH	海航科技	132.2	106.2	129.6			
可比标的加权平均			12.6	13.4	8.1	11.2	10.9
603565.SH	中谷物流	234.8	12.8	11.0	11.0	10.8	10.6

资料来源：公司公告，iFinD，信达证券研发中心

注：2025~2027 年盈利预测 PE 值除中谷物流为信达交运团队预测外，其余公司数据为 iFinD 一致预期。

我们对中谷物流的投资评级：考虑到公司业绩稳定性及持续分红因素，我们认为公司当前价值低估，首次覆盖给予“增持”评级。

六、风险提示

- **内贸集装箱航运运价不及预期:** 内贸集装箱航运为公司核心业务, 若内贸集装箱航运运价不及预期, 公司业绩或不及预期。
- **外贸集装箱航运新签租约运价不及预期:** 外贸集装箱航运租船业务为公司业绩重要增量, 若外贸集装箱航运新签租约运价不及预期, 公司业绩或不及预期。
- **现金支出超预期:** 公司分红能力突出, 若现金支出超预期, 公司分红能力或受影响。

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,272	13,505	15,683	17,502	19,253	营业总收入	12,439	11,258	10,770	10,985	11,205
货币资金	5,568	7,770	10,700	12,659	14,222	营业成本	10,666	9,553	8,120	8,282	8,448
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	14	15	15	15	15
应收账款	509	422	404	412	420	销售费用	33	25	27	27	28
预付账款	53	16	13	14	14	管理费用	242	195	194	198	202
存货	85	52	44	45	46	研发费用	21	20	20	21	21
其他	6,057	5,245	4,522	4,372	4,550	财务费用	127	-24	65	85	108
非流动资产	11,127	11,260	10,951	10,851	10,744	减值损失合计	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,124	1,562	1,562	1,562	1,562	投资净收益	179	207	117	123	130
固定资产（合计）	7,772	7,669	7,307	7,278	7,317	其他	768	772	423	439	456
无形资产	276	274	288	294	297	营业利润	2,282	2,455	2,869	2,919	2,969
其他	1,956	1,755	1,794	1,718	1,569	营业外收支	0	0	-1	-1	-1
资产总计	23,399	24,764	26,634	28,354	29,997	利润总额	2,282	2,455	2,868	2,918	2,968
流动负债	5,358	6,152	6,186	6,253	6,320	所得税	560	616	719	732	744
短期借款	250	0	0	0	0	净利润	1,722	1,839	2,149	2,186	2,223
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	4	4	4	4
应付账款	2,985	2,618	2,226	2,270	2,316	归属母公司净利润	1,717	1,835	2,145	2,182	2,219
其他	2,123	3,534	3,960	3,983	4,004	EBITDA	2,653	2,498	3,670	3,800	3,944
非流动负债	7,289	7,537	8,234	8,618	8,906	EPS（当年）（元）	0.82	0.87	1.02	1.04	1.06
长期借款	5,461	5,868	6,522	6,863	7,107	现金流量表					
其他	1,827	1,669	1,712	1,755	1,798	单位：百万元					
负债合计	12,646	13,690	14,420	14,871	15,225	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	34	23	27	32	36	经营活动现金流	2,479	2,261	2,588	3,151	3,341
归属母公司股东权益	10,719	11,051	12,187	13,450	14,735	净利润	1,722	1,839	2,149	2,186	2,223
负债和股东权益	23,399	24,764	26,634	28,354	29,997	折旧摊销	701	707	737	797	869
重要财务指标						财务费用	240	246	376	406	424
单位：百万元						投资损失	-594	-179	-207	-117	-123
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	营运资金变动	180	78	-423	-16	53
营业总收入	12,439	11,258	10,770	10,985	11,205	其它	-184	-402	-132	-99	-99
同比（%）	-12.5%	-9.5%	-4.3%	2.0%	2.0%	投资活动现金流	-3,052	746	517	-251	-707
归属母公司净利润	1,717	1,835	2,145	2,182	2,219	资本支出	-2,684	299	-72	-545	-676
同比（%）	-37.4%	6.9%	16.9%	1.7%	1.7%	长期投资	-341	118	677	171	-160
毛利率（%）	14.3%	15.1%	24.6%	24.6%	24.6%	其他	-27	328	-88	122	130
ROE%	16.0%	16.6%	17.6%	16.2%	15.1%	筹资活动现金流	1,123	-636	-89	-940	-1,071
EPS（摊薄）(元)	0.82	0.87	1.02	1.04	1.06	吸收投资	0	0	0	0	0
P/E	13.70	12.82	10.95	10.76	10.58	借款	2,692	157	654	341	244
P/B	2.19	2.13	1.93	1.75	1.59	支付利息或股息	-512	-1,759	-1,279	-1,325	-1,358
EV/EBITDA	7.37	8.71	6.27	5.64	5.11	现金流净增加额	607	2,448	2,930	1,959	1,563



研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。