

锦江航运 (601083.SH)

高分红回报股东，东南亚成新增长引擎

核心观点：

- **事件：**公司发布 2025 年年度报告。全年，公司实现营收 70.10 亿元，同比+17.43%；归母净利润 15.00 亿元，同比+47.00%。其中第四季度，公司实现营收 18.35 亿元，归母净利润 3.16 亿元，环比 Q3-18.97%；利润端增速较前三季度有所放缓，但全年业绩表现亮眼，同时公司公告高分红方案，2025 年度拟合计派发现金红利 10.51 亿元（含税），占归母净利润比例达 70.04%。
- **传统优势航线稳固，业绩“压舱石”作用凸显。**公司传统优势航线凭借稳定优质的服务保持品牌竞争力，上海-日本航线和上海-两岸间航线的市场占有率稳居第一。东北亚航线凭借独特的 HDS（快航服务），形成了媲美空运时效的差异化优势，积累了大量高粘性客户，长协客户占比较高，有效平抑了市场波动。两岸航线则因其特殊的准入许可制度，供给格局稳定，形成了天然的经营“护城河”。2025 年，东北亚航线实现量价同步提升，两岸航线单箱收入大幅增长，两大业务共同为公司全年业绩提供了坚实的利润基础。
- **东南亚“第二增长极”兑现，精品航线复制成效显著。**公司将东北亚的精品服务经验成功复制到东南亚，公司于 2025 年 5 月将胡志明快航服务升级，提供直通日本的 HDS 服务，首次实现了东南亚与东北亚两大核心市场的精品服务串联，精准契合了产业链转移背景下新的物流需求。此外，公司首个海外物流项目锦江航运物流（越南）有限公司于 2025 年 8 月正式落地运营，实现了境外端物流的延伸。东南亚区域实现量价齐升，航线盈利水平显著提升，有效增厚了公司经营业绩。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 26-28 年归母净利润分别 13、12、11 亿元，同行 PE 估值中位数 13 倍，考虑公司东南亚业务增速较快。我们给予公司 26 年 14 倍 PE，合理价值 13.86 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**宏观经济震荡、3,000TEU 以下船供给偏多、东北亚贸易需求趋弱、新增航线收益不及预期、原油价格向上波动等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,970	7,010	7,128	7,195	7,249
增长率 (%)	13.4%	17.4%	1.7%	0.9%	0.8%
EBITDA	1,963	2,729	2,408	2,233	2,156
归母净利润	1,021	1,500	1,281	1,186	1,128
增长率 (%)	37.5%	47.0%	-14.6%	-7.5%	-4.8%
EPS (元/股)	0.79	1.16	0.99	0.92	0.87
市盈率 (P/E)	12.1	9.6	13.1	14.2	14.9
ROE (%)	11.8%	15.9%	12.8%	11.3%	10.3%
EV/EBITDA	3.3	3.0	4.5	4.7	4.6

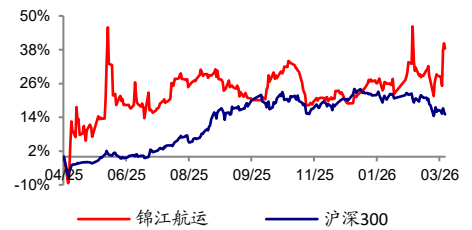
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	12.99 元
合理价值	13.86 元
前次评级	增持
报告日期	2026-04-06

相对市场表现



分析师：

许可



SAC 执证号: S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-88285832



xuke@gf.com.cn

分析师：

李然



SAC 执证号: S0260523120009



0755-82298505



liran@gf.com.cn

请注意，李然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

锦江航运 (601083.SH) :业绩符合预期，“第二增长极”正在兑现	2025-10-31
锦江航运 (601083.SH) :东南亚业务高增长，新航线夯实区域优势	2025-04-30

目录索引

一、盈利预测和投资建议.....	4
二、风险提示.....	6

图表索引

表 1: 锦江航运各区域收入拆分 (单位: 百万元)	4
表 2: 可比公司估值表	5

一、盈利预测和投资建议

总体上，2026至2028年货运需求量会随着东南亚航线的不断开拓而明显增加，而单箱收入可能会呈下行趋势，进而影响公司总体营收。综合来看，短期内受运价波动影响，公司业绩可能略有下滑，而在长期，公司营收预计呈现出稳定增长趋势。

在公司业务构成中，班轮运输业务占据绝对主导。根据不同经营区域的划分，班轮运输业务分为稳健发展的国内航线和东北亚航线，以及方兴未艾的东南亚航线和其他航线，其中东北亚和东南亚两大区域是公司经营的主要着力点。

1. 班轮业务：作为成熟业务，是公司经营基本盘。2024-2025年分别实现营业收入5,861.24、6,889.55百万元，毛利率分别为27%、31%。两岸间航线是稳定重要的业务，同时沿海航线也是链接东北亚和东南亚的关键补充和结构支撑，而东南亚航线是公司班轮业务的第二增长曲线，但预计未来运价可能因为干线集运市场供过于求而出现向下波动。假设2026-2028年东北亚航线运费保持稳定，SCFI-日本线分别在321.57、315.13、315.13美元/TEU震荡；同时东南亚线可能受干线市场影响，运费出现下滑，SCFI-东南亚线在2025-2027分别做到464.42、408.69、367.82美元/TEU。在此核心假设下，公司2025至2027年收入分别为7,013.34、7,083.74、7,139.13百万元，毛利率分别为28%、27%、25%。

2. 其他业务：其他业务主要是堆存，代理收入之类，波动预计有限，2024至2025年收入分别为108.53、120.90百万元，毛利率分别为31%、29%。预计2025-2027年实现收入114.86、111.41、110.30百万元，毛利率分别为27%、27%、27%。

表 1: 锦江航运各区域收入拆分 (单位: 百万元)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
班轮业务					
收入	5,861.24	6,889.55	7,013.34	7,083.74	7,139.13
增长率	13.81%	17.54%	1.80%	1.00%	0.78%
成本	4,267.07	4,780.02	5,019.02	5,194.69	5,350.53
毛利	1,594.16	2,109.53	1,994.32	1,889.05	1,788.60
毛利率	27%	31%	28%	27%	25%
其他业务					
收入	108.53	120.90	114.86	111.41	110.30
增长率	-6.38%	11.40%	-5.00%	-3.00%	-1.00%
成本	74.47	85.95	83.37	81.70	80.89
毛利	34.07	34.95	31.48	29.71	29.41
毛利率	31%	29%	27%	27%	27%
营业总收入					
收入	5,969.77	7,010.45	7,128.19	7,195.14	7,249.42
增长率	13.36%	17.43%	1.68%	0.94%	0.75%
成本	4,341.54	4,865.97	5,102.39	5,276.39	5,431.41
毛利	1,628.23	2,144.48	2,025.80	1,918.75	1,818.01
毛利率	27%	31%	28%	27%	25%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

预计公司26-28年归母净利润分别为13、12和11亿元。参考可比公司估值及公司经营情况，同行公司的PE估值中位数在13倍，考虑到公司在东南亚业务仍有较快增速。我们给予公司26年14倍PE，对应合理价值为13.86元/股，维持“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2025	2026E	2027E	TTM	2026E	2027E
中谷物流	603565.SH	内贸集装箱运输	239.62	--	2,067.39	2,122.61	11.21	11.59	11.29
海丰国际	01308.HK	区域集装箱运输	819.04	8,595.43	7,840.67	7,413.31	9.79	10.45	11.06

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 盈利预测来自 Wind 一致预测, 截止 2026 年 4 月 3 日。

二、风险提示

（一）宏观经济震荡风险

红海绕行事件结束，或区域间贸易摩擦等国际宏观经济事件都可能对公司业绩产生外生性负面冲击。

（二）3,000TEU以下船供给偏多风险

3,000TEU以下船供给增速偏高，若老船拆解量不及预期，船舶供过于求会带来运价下行压力。

（二）东北亚贸易需求趋弱风险

2021年以来，日、韩两国经济较为疲软，两国占中国贸易份额比重略有下降，或对东北亚航线集装箱运输需求量产生负面影响。

（三）新增航线收益不及预期风险

公司持续加大对东南亚、南亚及中东等航线的投入，经营成本持续积累，若运价水平剧烈震荡，或货运量增速偏低，则会压缩利润空间。

（五）原油价格向上波动风险

原油指数上升会传导至船舶燃油费用，公司船队规模扩大，燃油费用增加可能引致运营成本增幅较大。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	6,612	7,142	6,848	7,097	7,686
货币资金	5,813	6,353	5,930	6,219	6,787
应收及预付	698	682	801	754	771
存货	72	75	79	84	88
其他	30	33	38	40	41
非流动资产总额	3,745	4,783	5,056	5,379	5,218
长期股权投资	502	490	530	544	545
固定资产	2,185	2,590	2,746	2,868	2,894
在建工程	0	31	212	385	385
使用权资产	837	1,544	1,443	1,447	1,247
无形资产	55	50	64	70	82
其他	165	78	61	64	64
资产总额	10,357	11,925	11,904	12,475	12,904
流动负债总额	1,370	1,857	1,490	1,563	1,583
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	688	777	731	817	836
其他	682	1,080	758	746	746
非流动负债总额	327	611	337	342	343
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	327	611	337	342	343
负债总额	1,698	2,468	1,827	1,905	1,926
股本	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
其他	7,324	8,127	8,732	9,211	9,605
归母权益合计	8,618	9,421	10,026	10,505	10,900
少数股东权益	41	36	51	65	79
负债和股东权益	10,357	11,925	11,904	12,475	12,904

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,970	7,010	7,128	7,195	7,249
营业成本	4,342	4,780	5,102	5,276	5,431
营业税金及附加	71	72	74	78	76
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	307	326	372	375	378
研发费用	0	1	0	0	0
财务费用	23	-60	49	50	-81
资产信用减值损失	2	-1	-2	-2	-102
公允价值变动收益	2	0	2	2	2
投资收益	18	-1	16	17	17
营业利润	1,313	1,948	1,636	1,526	1,454
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	1,313	1,948	1,636	1,526	1,455
所得税费用	276	436	340	327	313
合并净利润	1,036	1,512	1,296	1,199	1,142
少数股东损益	16	12	15	14	14
归母净利润	1,021	1,500	1,281	1,186	1,128
EPS (元/股)	0.79	1.16	0.99	0.92	0.87

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	1,902	2,483	1,938	1,936	1,890
合并净利润	1,036	1,512	1,296	1,199	1,142
折旧摊销	683	849	772	709	734
营运资金变动	133	95	-107	62	-53
其他	0	0	6	-2	-1
投资活动现金流净额	-655	-601	-941	-928	-571
资本性开支	-660	-612	-970	-964	-620
投资	0	0	-41	-14	-1
其他	5	10	70	49	50
融资活动现金流净额	-1,164	-1,339	-1,405	-704	-750
股本融资	0	2	0	0	0
债权融资	0	0	-715	5	0
股利分配与偿付利息	-520	-651	-797	-728	-694
其他	-644	-690	106	19	-57
现金净增加额	34	542	-423	289	568
期初现金余额	5,777	5,811	6,353	5,930	6,219
期末现金余额	5,811	6,353	5,930	6,219	6,787

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	13.4%	17.4%	1.7%	0.9%	0.8%
营业利润增长率	41.7%	48.4%	-16.0%	-6.7%	-4.7%
归母净利增长率	37.5%	47.0%	-14.6%	-7.5%	-4.8%
获利能力					
毛利率	27.3%	31.8%	28.4%	26.7%	25.1%
净利率	17.4%	21.6%	18.2%	16.7%	15.8%
ROE	11.8%	15.9%	12.8%	11.3%	10.3%
偿债能力					
资产负债率	16.4%	20.7%	15.3%	15.3%	14.9%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.8	3.8	4.6	4.5	4.9
利息保障倍数	38.5	41.6	58.2	91.1	84.4
营运能力					
应收账款周转率	10.3	10.8	9.4	10.1	10.0
存货周转率	60.5	64.1	64.7	63.1	62.1
应付账款周转率	6.4	6.2	7.0	6.5	6.5
每股指标					
每股收益	0.79	1.16	0.99	0.92	0.87
每股净资产	6.66	7.28	7.75	8.12	8.42
每股经营现金流	1.47	1.92	1.50	1.50	1.46
估值比率					
PE	12.1	9.6	13.1	14.2	14.9
PB	1.4	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	3.3	3.0	4.5	4.7	4.6

广发交通运输行业研究小组

- 许可**：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 陈宇**：联席首席分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 周延宇**：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然**：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海**：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。