

德翔海运 (02510.HK)

增持 (首次)

亚太及新兴市场景气度仍较好，公司具有良好投资价值

周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 8.54 港元

德翔海运 2025 年业绩稳健，因支线市场供需格局较好，预计 26 年业绩仍有小幅上行。公司估值具有性价比，股息率也相对较好，具有较好投资价值，首次覆盖给予“增持”投资评级。

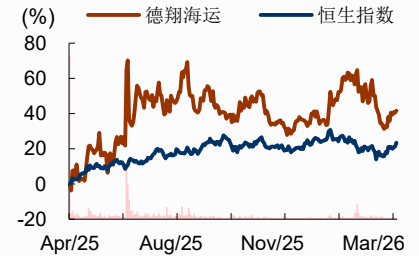
基础数据

- 德翔海运发布 2025 年年报，25 年实现营收 12.85 亿美元，同比下降 4.1%；实现归母净利润 3.29 亿美元，同比下降 10.1%。由于公司主要服务亚太区域支线市场，利润降幅小于头部综合型集运公司，整体业绩表现较为稳健。
- 亚洲区域内运价较为坚挺，同时积极布局中东及美线市场。25 年集运行业供需矛盾有所缓解，但亚太区域市场相对较好，SCFI 东南亚指数相对稳定，同比仅下降 4.6%。总体来看，公司航运业务总运量同比持平，综合平均运价为 718 美元/TEU，同比下降 7%。分航线来看：1) 亚洲区域内运量占比为 70% (相比 24 年下降 2 个百分点)，运量同比-3.1%，运价同比+3.9%。2) 亚洲-澳新线运量 (占比 8%) 同比-2%，运价同比-15.5%；亚洲-印度次大陆线运量 (占比 13%) 同比+6.9%，运价同比-18.1%。3) 东非线运量 (占比 1%) 同比-76%，运价同比+124%；中东线运量 (占比 5%) 同比+187%，运价同比-72%。4) 跨太平洋线运量 (占比 4%) 同比+84%，运价同比-36%。
- 2025 年公司营业成本相对稳定，同比增加 0.6%。单箱成本为 623 美元/TEU，同比+0.3%，基本维持稳定。细分来看，燃油成本因国际油价下降改善明显，单箱燃油成本同比下降 16 美元/TEU，降幅为 14%；单箱扣油成本为 524 美元/TEU，同比+4%，有小幅上涨，主要因为固定成本因退租一些高价租赁船舶而下降，但是码头装卸、港口、租箱等费用有所上涨。
- 展望：中东冲突支撑集运运价，支线市场供需格局相对较好。目前霍尔木兹海峡通行受阻，对中东、南亚等航线影响较大，且中转需求外溢导致区域性运力紧张，同时干线运费还受燃油附加费上调而上涨。中小船型市场供需结构较好，预计运价相对坚挺。26-27 年新兴市场需求增速超 3%；运力方面，中小船运力交付相对较少，小于 3kTEU 船舶供给增速约为 1.8%/0%；3-8kTEU 船舶供给增速约 2.6%/3.8%。
- 投资建议：集运行业短期及中期受益于中东航道受阻，且公司覆盖的亚太及新兴市场行业供需格局相对较好。预计 26 年公司归母净利润有望实现小幅增长，达 3.31 亿美元，同比+0.7%；27-28 年实现归母净利为 2.65/1.87 亿美元。公司目前估值对应 26 年 PE 为 5.5x，如按 50%分红比例计算，对应 26 年股息率为 9.1% (如按 40%比例计算，股息率也达 7%以上)；考虑到公司估值具有性价比，股息率较高，26 年业绩相对稳健，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：宏观经济大幅下滑、油价大幅上行、恶性价格战等。

总股本 (百万股)	1665
香港股 (百万股)	1665
总市值 (十亿港元)	14.2
香港股市值 (十亿港元)	14.2
每股净资产 (港元)	1.3
ROE (TTM)	15.5
资产负债率	13.8%
主要股东	陈依琦
主要股东持股比例	37.1706%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	5	76
相对表现	-8	5	55



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

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	1340	1285	1518	1324	1260
同比增长	53%	-4%	18%	-13%	-5%
营业利润(百万元)	274	210	232	179	125
同比增长	-451%	-23%	10%	-23%	-30%
归母净利润(百万元)	366	329	331	265	187
同比增长	1668%	-10%	1%	-20%	-29%
每股收益(元)	0.22	0.20	0.20	0.16	0.11
PE	5.0	5.5	5.5	6.9	9.8
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：公司数据、招商证券 备注：单位为美元

正文目录

德翔海运 2025 年年报点评	4
1、德翔海运发布 2025 年年报，业绩较为稳健	4
2、亚洲区域内运价较为坚挺，同时积极布局中东及美线市场	4
3、营业成本持续改善，燃油成本、固定成本有所下降	5
4、展望：中东冲突支撑集运运价，支线市场供需格局相对较好	6
5、盈利预测与投资建议	7
6、风险提示	8
附录：德翔海运概况梳理	9
1、德翔海运历史沿革及股权结构	9
2、财务数据回顾：盈利具有周期性，但目前现金流健康	10
3、船队结构及未来规划	11
4、行业运价走势：波斯湾线领涨，东南亚、日韩运价相对坚挺	12
5、对比分析：德翔海运船队较为年轻，航线覆盖范围相对更广、公司估值具有性价比	13

图表目录

图 1：波斯湾、美西、东南亚（右）运费变化	6
图 2：德翔海运燃油附加收费标准	6
图 3：集装箱行业需求预测表	7
图 4：集装箱行业供给预测表	7
图 5：德翔海运历史沿革	9
图 6：德翔海运股权结构	10
图 7：德翔海运营收及同比增速（单位：百万美元）	10
图 8：德翔海运归母净利润变化（单位：百万美元）	10
图 9：德翔海运现金流健康	11
图 10：德翔海运资产负债率较低	11
图 11：德翔海运未来资本开支计划	11
图 12：SCFI 美西航线	12
图 13：SCFI 东南亚航线	12
图 14：SCFI 日韩航线	12

图 15: SCFI 澳新航线.....	12
图 16: SCFI 中东波斯湾航线.....	12
图 17: SCFI 非洲航线.....	12
图 18: 各公司单箱收入对比: 美元/TEU	13
图 19: 各公司单箱 EBITDA 对比: 美元/TEU.....	13
图 20: 各公司单箱净利对比: 美元/TEU	14
表 1: 德翔海运各航线分拆.....	4
表 2: 德翔海运营业成本分析	5
表 3: 德翔海运经营数据预测.....	8
表 4: 德翔海运船队结构及未来船舶扩张计划	11
表 5: 主要覆盖亚太地区的支线集运公司经营对比	13
表 6: 集运上市公司估值对比.....	14
附: 财务预测表.....	15

德翔海运 2025 年年报点评

1、德翔海运发布 2025 年年报，业绩较为稳健

德翔海运发布 2025 年年报，2025 年实现营收 12.85 亿美元，同比下降 4.1%；实现归母净利润 3.29 亿美元，同比下降 10.1%。25H1/2 归母净利润分别为 1.89/1.40 亿美元，25H2 同比下降 54.4%、环比下降 25.6%（降幅收窄）。由于公司主要服务亚太区域支线市场，因此利润降幅小于头部综合型集运公司，整体业绩表现较为稳健。

2、亚洲区域内运价较为坚挺，同时积极布局中东及美线市场

2025 年集运行业供需矛盾有所缓解，SCFI 综合指数同比下降 37%；但是亚太区域市场供需格局相对较好（亚太市场需求增速较高，且中小船运力交付有限），SCFI 东南亚指数相对稳定，同比仅下降 4.6%。总体来看，公司航运业务总运量同比持平，综合平均运价为 718 美元/TEU，同比下降 7%。

分航线来看：亚洲区域内运价坚挺，同时中东、跨太平洋线运量明显提升

- 1) 亚洲区域内运量占比为 70%(相比 24 年下降 2 个百分点),运量同比-3.1%，运价同比+3.9%。
- 2) 亚洲-澳新线运量（占比 8%）同比-2%，运价同比-15.5%；亚洲-印度次大陆线运量（占比 13%）同比+6.9%，运价同比-18.1%。
- 3) 东非线运量(占比 1%)同比-76%，运价同比+124%；中东线运量(占比 5%)同比+187%，运价同比-72%。
- 4) 跨太平洋线运量（占比 4%）同比+84%，运价同比-36%。

表 1: 德翔海运各航线分拆

	2023	2024	2025
亚洲区域内	558	634	638
yoy	-44%	14%	1%
运量(千 TEU)	1176	1189	1153
运量占比	80%	72%	70%
yoy	4.8%	1.2%	-3.1%
运价(USD/TEU)	474	533	554
yoy	-47.0%	12.4%	3.9%
亚洲-澳洲/新西兰	99	195	162
yoy	-84%	97%	-17%
运量(千 TEU)	104	130	127
运量占比	7%	8%	8%
yoy	-51%	26%	-1.9%
运价(USD/TEU)	960	1503	1270
yoy	-68%	57%	-15.5%
亚洲-印度次大陆	116	240	210
yoy	-56%	108%	-12%
运量(千 TEU)	154	203	217
运量占比	11%	12%	13%

	2023	2024	2025
yoy	12%	32%	6.9%
运价(USD/TEU)	751	1184	969
yoy	-60%	58%	-18.1%
东非市场		42	23
yoy			-46%
运量(千 TEU)		69	17
运量占比	0%	4%	1%
yoy			-76%
运价(USD/TEU)		607	1359
yoy			124%
中东市场		88	69
yoy			-21%
运量(千 TEU)		27	77
运量占比	0%	2%	5%
yoy			187%
运价(USD/TEU)		3275	902
yoy			-72%
跨太平洋	-	70.7	82.6
yoy			17%
运量(千 TEU)		33.0	60.7
运量占比	0%	2%	4%
yoy			84%
运价(USD/TEU)		2142	1362
yoy			-36%

资料来源：公司年报、业绩推介材料、招商证券

3、营业成本持续改善，燃油成本、固定成本有所下降

2025 年公司营业成本相对稳定，同比增加 0.6%。单箱成本为 623 美元/TEU，同比+0.3%，基本维持稳定。细分来看，燃油成本因国际油价下降改善明显，单箱燃油成本同比下降 16 美元/TEU，降幅为 14%；单箱扣油成本为 524 美元/TEU，同比+4%，有小幅上涨，主要因为固定成本因退租一些高价租赁船舶而下降，但是码头装卸、港口、租箱等费用有所上涨。

表 2：德翔海运营业成本分析

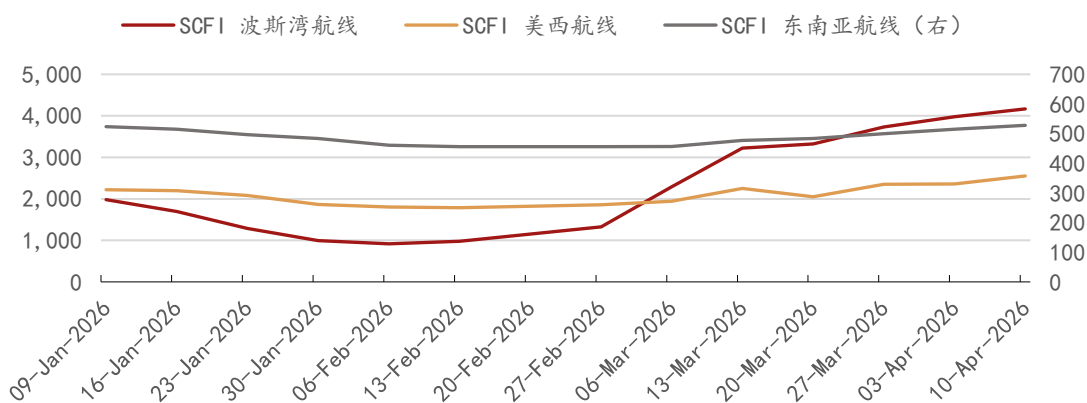
	2024	2025
营业成本	1025	1031
Yoy	13%	0.6%
其中：装卸费、租箱、港口等费用	653.7	706.1
折旧成本	85.3	99.2
船舶租金成本	95.8	61.5
燃油成本	190.2	164.2
单箱成本(USD/TEU)	621	623
yoy	0.2%	0.3%
单箱燃油成本(USD/TEU)	115	99
yoy	-10%	-14%
单箱扣油成本(USD/TEU)	506	524
yoy	3%	4%
单箱固定成本(USD/TEU)	110	97
单箱扣油变动成本(USD/TEU)	396	427

资料来源：公司年报、业绩推介材料、招商证券

4、展望：中东冲突支撑集运运价，支线市场供需格局相对较好

目前霍尔木兹海峡通行受阻，对中东、南亚等航线影响较大，且中转需求外溢导致区域性运力紧张，同时干线运费还受燃油附加费上调而上涨。经霍尔木兹海峡的集运贸易量约占全球 3%，如范围扩大至相关中东区域，运量占比将超 3%。短期来看，波斯湾航线 SCFI 上涨明显，截至 4 月 10 日，运价达到 4167 美元/TEU（战前约为 1300 美元）；另外受中东航线受阻影响，中转需求外溢，使得南亚及地中海线路运力相对紧张，同步带动干线运价上行。另外，由于燃油价格短期快速上行，船东普遍上调燃油附加费，亚洲支线运费（普货，下同）预计上涨 100-200 美元/TEU，干线运费上涨 300-500/TEU。

图 1：波斯湾、美西、东南亚（右）运费变化



资料来源：上海航运交易所、克拉克森、招商证券

图 2：德翔海运燃油附加收费标准

TRADE	container type	Quantum
Intra Asia GROUP 1	GP/OOG/DG	USD 112 per teu
Intra Asia GROUP 1	Reefer	USD 168 per teu
Intra Asia GROUP 2	GP/OOG/DG	USD 205 per teu
Intra Asia GROUP 2	Reefer	USD 308 per teu
亞洲 - 印度次大陸/中東/東非	GP/OOG/DG	USD 486 per teu
亞洲 - 印度次大陸/中東/東非	Reefer	USD 729 per teu
澳洲/美國/墨西哥 - 印度次大陸/中東/東非	GP/OOG/DG	USD 486 per teu
澳洲/美國/墨西哥 - 印度次大陸/中東/東非	Reefer	USD 729 per teu
印度次大陸/中東/東非 - 亞洲	GP/OOG/DG	USD 243 per teu
印度次大陸/中東/東非 - 亞洲	Reefer	USD 365 per teu
印度次大陸/中東/東非 - 澳洲/美國/墨西哥	GP/OOG/DG	USD 392 per teu
印度次大陸/中東/東非 - 澳洲/美國/墨西哥	Reefer	USD 588 per teu
亞洲 - 澳洲/美國/墨西哥	GP/OOG/DG	USD 392 per teu
亞洲 - 澳洲/美國/墨西哥	Reefer	USD 588 per teu
澳洲/美國/墨西哥 - 亞洲	GP/OOG/DG	USD 196 per teu
澳洲/美國/墨西哥 - 亞洲	Reefer	USD 294 per teu
澳洲 - 美國/墨西哥	GP/OOG/DG	USD 486 per teu
澳洲 - 美國/墨西哥	Reefer	USD 729 per teu
印度次大陸/中東 - 東非	GP/OOG/DG	USD 112 per teu
印度次大陸/中東 - 東非	Reefer	USD 168 per teu

资料来源：上海航运交易所、招商证券 备注：有效期为 2026 年 5 月 1 日至 5 月 31 日

展望 2026-2027 年：运量方面，欧美主干航线运输需求或出现修复，但 26H1 美线增速或因高基数而承压，26 年下半年有望恢复同比增长。受全球贸易格局重塑影响，新兴市场集运需求增速仍然相对较好。航距方面，因中东地区航道受

阻，部分线路需绕行且运输效率下降，因此带动 26 年集运平均航距上涨 1.1%，红海复航进程推迟至 27 年年中，因此 27 年航距下降约 4%。总体来看，预计 26-27 年集运吨海里需求增速为 3.4%/-1.2%，行业运力增速为 3.9%/7.5%；因此 26 年供需相对平衡，但 27 年后市场或走弱。

但是中小船型市场供需结构较好，预计运价相对坚挺。26-27 年非主干航线需求增速为 3.1%/3.6%，亚洲区内需求增速为 3.5%/3.5%；运力方面，中小船运力交付相对较少，小于 3000TEU 船舶供给增速约为 1.8%/0%；3-8000TEU 船舶供给增速约 2.6%/3.8%。

图 3：集装箱行业需求预测表

单位：百万TEU	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主干航线需求量	58.3	63.0	63.2	63.4	64.4
yoy		8.1%	0.3%	0.4%	1.5%
其中：太平洋航线	21.2	24.3	23.3	23.2	23.7
欧洲航线	16.7	18.2	19.8	20.0	20.3
非主干航线需求量	143.1	150.8	160.4	165.4	171.3
yoy		5.4%	6.4%	3.1%	3.6%
其中：亚洲区内	62.4	65.4	68.8	71.2	73.7
yoy		4.8%	5.2%	3.5%	3.5%
总需求量	201.4	213.8	223.6	228.8	235.6
yoy		6.2%	4.6%	2.3%	3.0%
单箱航距 (miles)	4960	5552	5572	5630	5400
yoy		11.9%	0.4%	1.1%	-4.2%
吨海里需求 (十亿TEU-miles)	999.0	1187.0	1246.0	1288.1	1272.5
yoy		2%	18.8%	5.0%	3.4%

资料来源：克拉克森、招商证券预测

图 4：集装箱行业供给预测表

供给：百万TEU	2023	2024	2025E	2026E	2027E
小于 3,000 TEU	5.1	5.4	5.5	5.6	5.6
yoy		5.9%	1.9%	1.8%	0.0%
3-7,999 TEU	6.9	7.6	7.8	8.0	8.3
yoy		10.1%	2.6%	2.6%	3.8%
大于8000TEU	16.1	17.9	19.9	20.9	23.2
yoy		11.3%	11.3%	5.0%	11.0%
总运力 (净增加口径, 含拆解)	28.1	30.9	33.2	34.5	37.1
yoy		7.50%	10.0%	7.5%	3.9%

资料来源：克拉克森、招商证券预测

5、盈利预测与投资建议

核心假设：

1、运力扩张：假设外租船不变的情况，公司 26-28 年总运力增速分别为

12%/20%/19%。

- 收入：**伴随公司船队扩张，预计 26-28 年运量实现增长；26 年因地区冲突使得燃油附加费上行，运价同步提升，但 27-28 年因行业供需矛盾缓解，运价将有所下滑。预计公司 26-28 年收入增速为 18%/-13%/-5%。
- 成本：**26 年伴随油价上行，燃油成本将有明显提升，且因地区冲突等因素公司经营变动成本也将明显上涨；但 27-28 年伴随油价下降，以及地区冲突缓解，公司营业成本及单箱成本呈现下降趋势。预计公司 26-28 年营业成本增速为 20%/-11%/-1%，毛利率分别为 19%/17%/13%。
- 分红比例：**公司披露年度股息分派比例为 30-50%，26-28 年我们按照 50% 比例进行计算。

表 3：德翔海运经营数据预测

单位：百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
船队总运力：万 TEU	14.35	13.36	15.0	18.0	21.4
yoy		-6.9%	12.3%	20.0%	18.9%
营业收入	1340	1285	1518	1324	1260
yoy	53%	-4.1%	18%	-13%	-5%
其中：航运服务	1271	1187	1396	1218	1159
yoy	59%	-7%	18%	-13%	-5%
总航运量（千 TEU）	1651	1654	1720	1885	2013
yoy	13%	0%	4%	10%	7%
运价（USD/TEU）	770	718	812	646	576
yoy	41%	-7%	13%	-20%	-11%
营业成本	1025	1031	1234	1100	1092
Yoy	13%	0.6%	20%	-11%	-1%
单箱成本(USD/TEU)	621	623	792	660	618
yoy	0.2%	0.3%	27%	-17%	-6%
单箱燃油成本(USD/TEU)	115	99	221	111	97
yoy	-10%	-14%	123%	-50%	-13%
单箱扣油成本(USD/TEU)	506	524	571	548	521
yoy	3%	4%	9%	-4%	-5%
毛利	315	254	283	224	168
毛利率	24%	20%	19%	17%	13%

资料来源：公司数据、招商证券测算

投资建议：集运行业短期及中期受益于中东航道受阻，且公司覆盖的亚太及新兴市场行业供需格局相对较好。预计 26 年公司归母净利润有望实现小幅增长，达 3.31 亿美元，同比+0.7%；27-28 年实现归母净利为 2.65/1.87 亿美元。公司目前估值对应 26 年 PE 为 5.5x，对应 26 年股息率为 9.1%（如按 40%比例计算，股息率也达 7%以上）；考虑到公司估值具有性价比，股息率较高，26 年业绩相对稳健，首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

中东冲突长期化导致宏观经济大幅下滑、油价大幅上行、市场竞争加剧导致恶性价格战等

附录：德翔海运概况梳理

1、德翔海运历史沿革及股权结构

历史沿革：

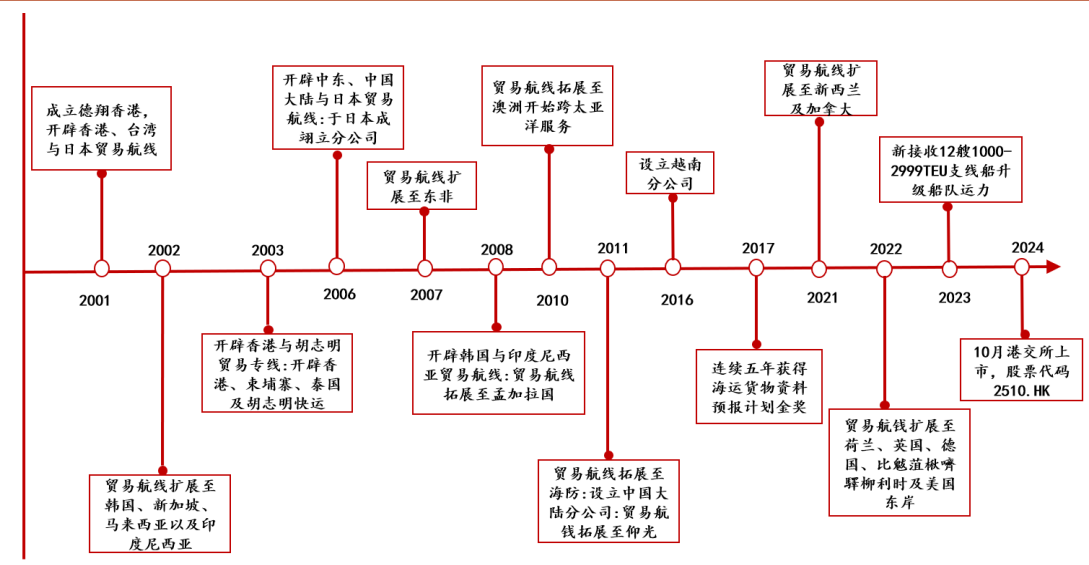
德翔海运由陈德胜先生于2001年创立，是一家专注在亚洲太平洋地区的航运公司。德翔海运拥有覆盖广泛的海运网络，截至2024年12月31日，共经营46条航线、服务延伸至20个国家和地区的61个港口。其中，亚太地区航线包括大中华地区、大中华-北亚、大中华-东南亚、东北亚-东南亚、亚洲-大洋洲以及亚洲-印度次大陆市场。

初创期：德翔海运成立时适逢航运业2001年的景气低点。公司在德翔团队稳健而扁平式的组织管理下，得以降低营业成本且在市场低点维持获利能力；且公司在市场成本低点时候购入固定资产，包含高质量船只以及货柜资产，得以多样性的经营模式降低市场风险。

发展期：德翔海运的营运奠基在近洋航线的布局上。2001年与其它航商合作，开辟香港、台湾、日本作为第一条营运航线。2002年-2006年陆续经营韩国、新加坡、马来西亚、印尼、柬埔寨、泰国、越南、中东以及中国大陆航线；并于2006年成立日本分公司。2007-2009年将贸易航线扩展至东非、孟加拉。鉴于中国与澳洲相互贸易的扩张，自2010年起，德翔海运的航线触及澳洲线。

扩张期：随着德翔海运在亚洲地区业务成熟，公司向欧洲等地不断扩张业务范围，世界影响力持续增长。2016年于越南设立分公司；2021年持续扩展业务范围，将贸易航线扩展至新西兰及加拿大；2022年公司贸易航线版图已经扩展至英国、荷兰、德国、比利时及美国东岸，并于菲律宾马尼拉成立分公司。2024年于新加坡成立分公司，并于同年10月成功在港交所上市。25年3月10日被正式纳入港股通名单。

图5：德翔海运历史沿革

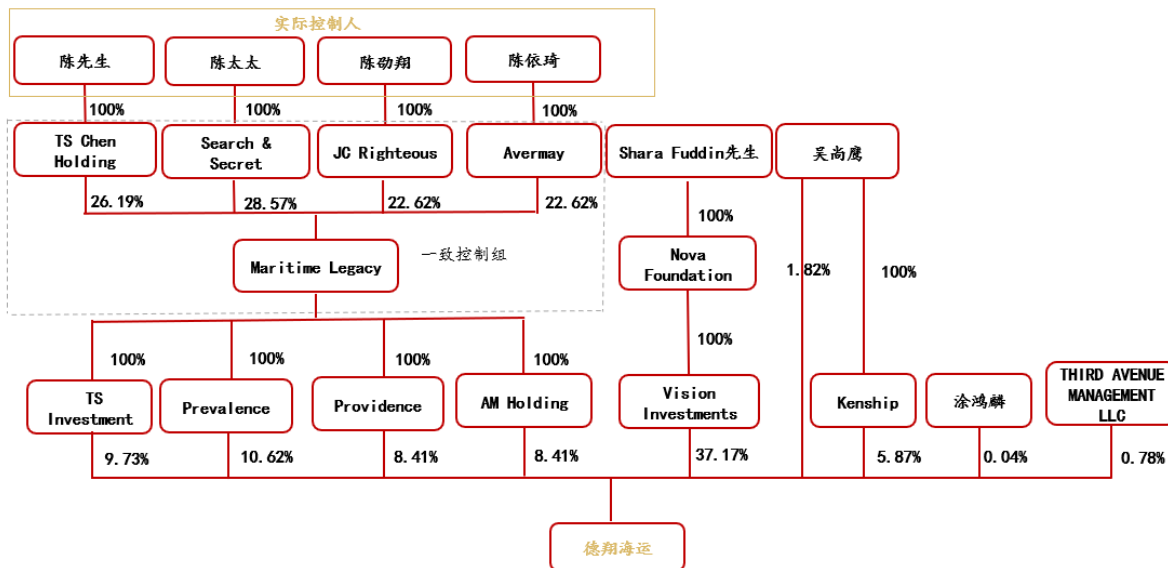


资料来源：公司公告、招商证券

股权结构：截至2025年底，陈氏家族集团(陈德胜、庄壮丽夫妇，以及他们的子

女陈劭翔先生、陈依琦女士), 通过 Maritime Legacy 合计持股 37.17%; Sharafuddin 先生通过 Vision Investments 持股 37.17%。机构投资者如 THIRD AVENUE MANAGEMENT、汇添富基金、大成基金等均有持仓。

图 6: 德翔海运股权结构

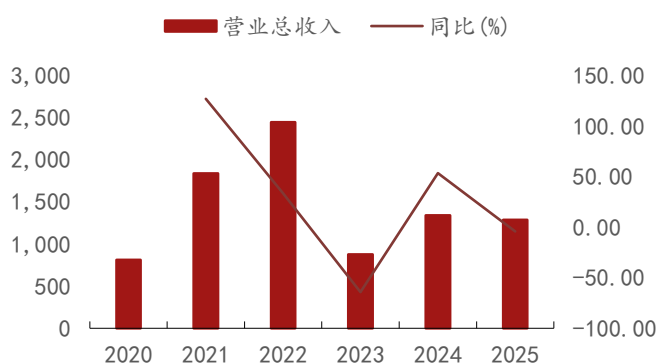


资料来源: 公司公告、招商证券

2、财务数据回顾: 盈利具有周期性, 但目前现金流健康

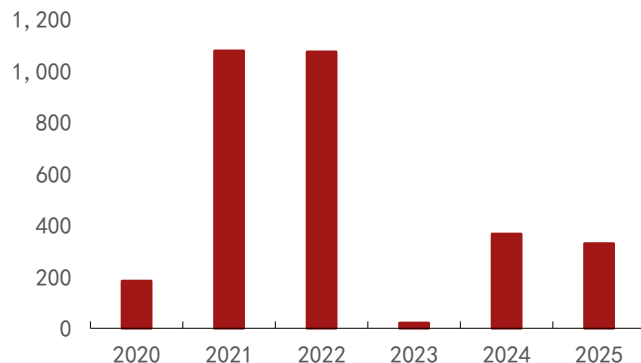
公司盈利有周期性特性, 但亚太地区韧性较强。2021 及 2022 年公司业绩受益于集运高景气周期大幅增长, 公司归母净利润整体稳步增长; 2023 年集运运价回落, 公司由于前期锁定一部分高价租约, 成本较高, 因此盈利下滑。但进入 2024 年, 集运运价受益于船公司红海绕行及欧美消费需求复苏等因素影响强势反弹, 公司业绩有了明显改善。

图 7: 德翔海运营收及同比增速 (单位: 百万美元)



资料来源: Wind、招商证券

图 8: 德翔海运归母净利润变化 (单位: 百万美元)

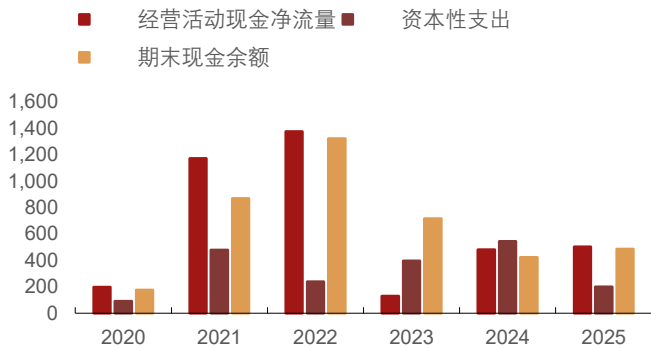


资料来源: Wind、招商证券

现金流健康, 资产负债率保持低位。公司经营性现金流良好, 2025 年经营性现金流净额为 5.02 亿美元, 近些年经营活动现金流基本都大于资本开支, 25 年期末现金余额为 4.9 亿美元。同时资产负债率逐年降低, 由 2020 年的 44.6% 下降到 2025 年的 13.8% (仅为融资租赁负债, 无银行带息负债), 公司资产结构进

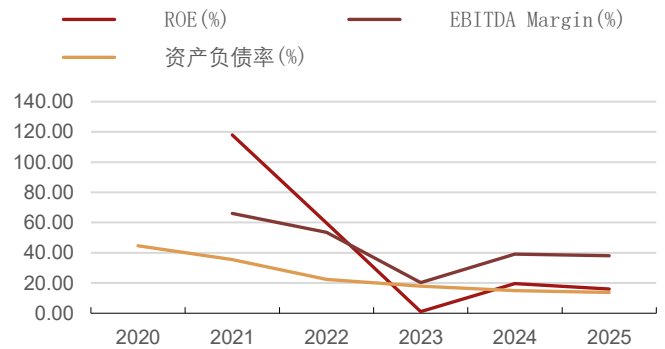
一步优化。

图 9: 德翔海运现金流健康



资料来源: Wind、招商证券

图 10: 德翔海运资产负债率较低



资料来源: Wind、招商证券

3、船队结构及未来规划

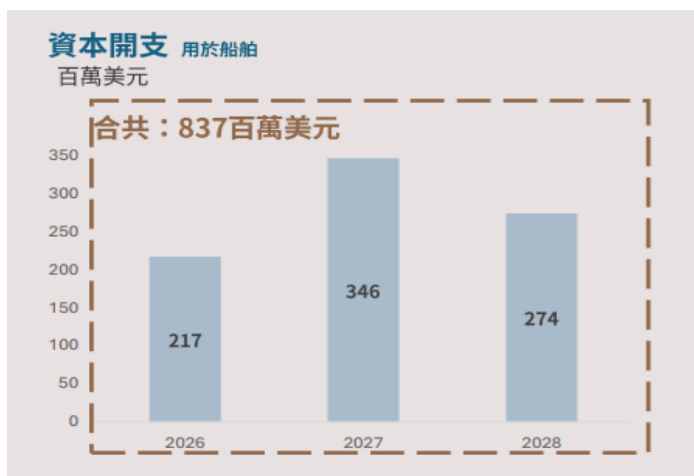
目前亚太及新兴市场仍然向好，公司船舶规模陆续扩张。预计 2028 年底公司船舶数量达到 53 艘，26-28 年每年资本开支约为 2.17/3.46/2.74 亿美元，合计共 8.37 亿美元。

表 4: 德翔海运船队结构及未来船舶扩张计划

	2026 年年初	预计 2026 年底	预计 2027 年底	预计 2028 年底	预计 2029 年底
14000TEU			3	3	3
7000TEU 以上	6	8	9	9	9
4000-5000TEU	2	2	2	8	8
1700-3000TEU	23	23	23	26	29
1000-2000TEU	10	10	10	10	10
合计	41	43	44	53	56

资料来源: 克拉克森、公司公告、招商证券 备注: 包含自有船舶 (或对外租出船舶)

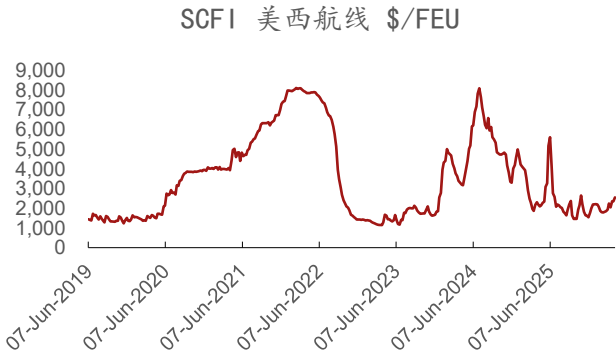
图 11: 德翔海运未来资本开支计划



资料来源: 公司公告、业绩推介材料、招商证券

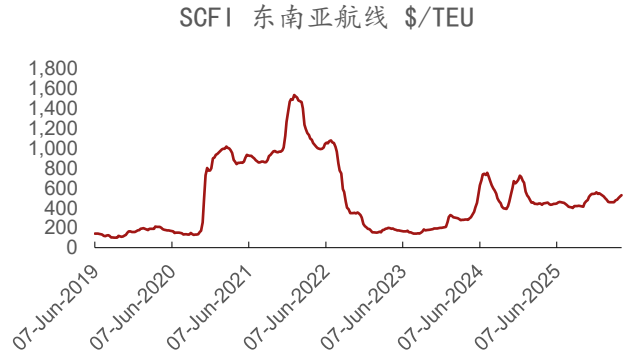
4、行业运价走势：波斯湾线领涨，东南亚、日韩运价相对坚挺

图 12: SCFI 美西航线



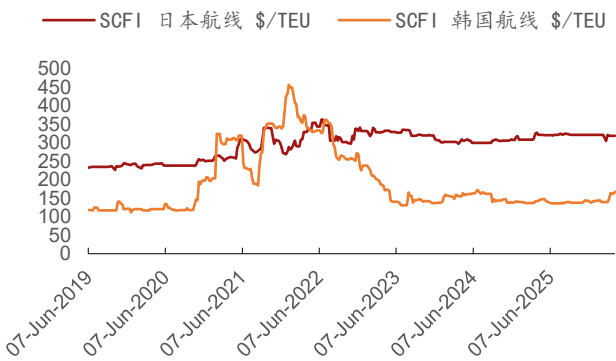
资料来源：上海航运交易所、招商证券

图 13: SCFI 东南亚航线



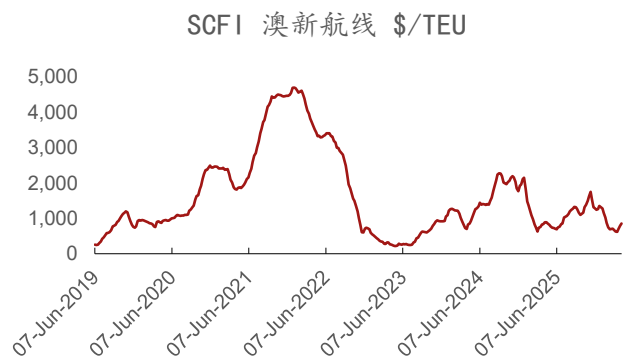
资料来源：上海航运交易所、招商证券

图 14: SCFI 日韩航线



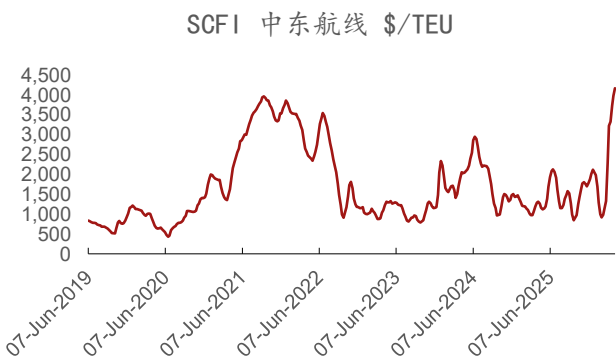
资料来源：上海航运交易所、招商证券

图 15: SCFI 澳新航线



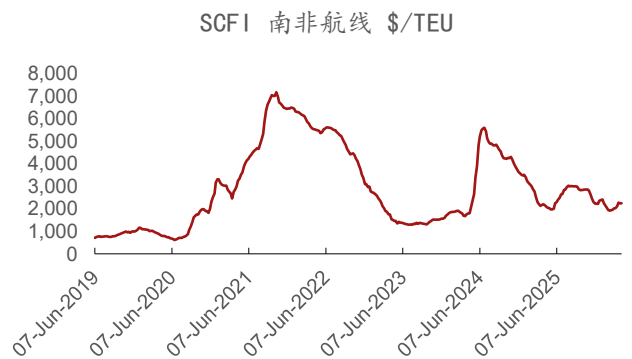
资料来源：上海航运交易所、招商证券

图 16: SCFI 中东波斯湾航线



资料来源：上海航运交易所、招商证券

图 17: SCFI 非洲航线



资料来源：上海航运交易所、招商证券

5、对比分析：德翔海运船队较为年轻，航线覆盖范围相对更广、公司估值具有性价比

船队及航线对比：德翔海运在支线航运公司中单船规模相对较大，船队最为年轻，东南亚航线占比较高，且重点布局了新兴市场及长航线。

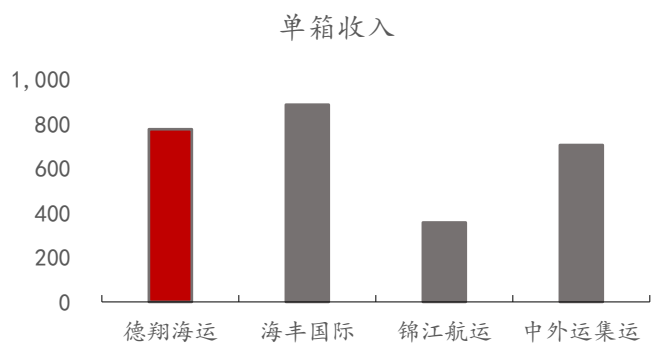
表 5：主要覆盖亚太地区的支线集运公司经营对比

	船队数量	平均船龄	平均单船规模： TEU	主要覆盖区域
德翔海运	42	5	2945	以亚太为核心，东南亚航线运量比为 36.5%，东北亚航线占比 23.8%，印度航线占比 13%，大中华区域占比 9.4%，澳新占比约 8%；其余长航线也有布局，如中东、美西、红海、东非。
海丰国际	104	9	1673	以亚太为核心，大中华地区收入占比 48.5%，东南亚线收入占比 28.8%，日本线收入占比 17.5%，不经营长航线。
锦江航运	30	14.3	1582	聚焦亚洲区域，核心覆盖国内沿海及两岸间、东北亚（以日本为核心）、东南亚，同时航线延伸至南亚、中东，不涉及欧美远洋干线。
中外运集运	24	11.7	1408	以大中华区和东北亚市场为核心，其中日本航线和两岸航线在业内处于市场领先地位，深耕南亚和大洋洲市场，并布局东非、红海、中南美新兴市场。

资料来源：克拉克森、公司公告、招商证券

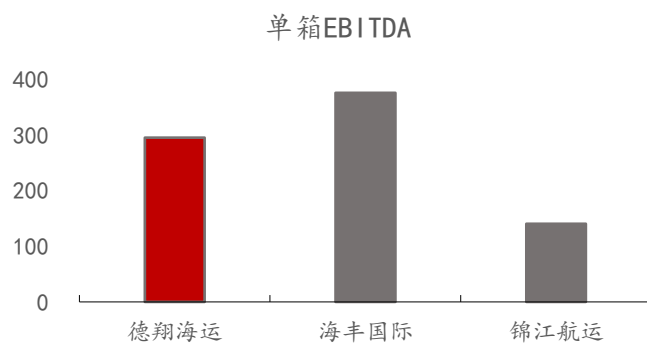
单箱收入、盈利对比：支线航运公司中海丰国际单箱收入及单箱盈利较高，德翔海运经历这几年的发展，单箱盈利中枢也明显上升。

图 18：各公司单箱收入对比：美元/TEU



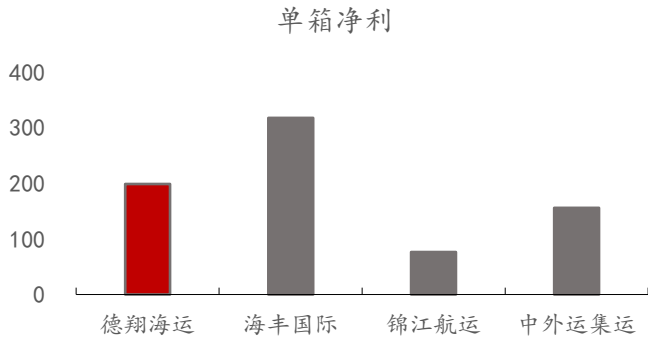
资料来源：公司公告、招商证券

图 19：各公司单箱 EBITDA 对比：美元/TEU



资料来源：公司公告、招商证券

图 20: 各公司单箱净利对比: 美元/TEU



资料来源: 公司公告、招商证券 备注: 中外运集运数据口径来源于招商轮船分部报告

与主流集运上市公司相比, 德翔海运 PE (TTM 5.6x) /PB 估值处于较低位置, 同时股息率高于平均水平, 具有较好的投资价值。

表 6: 集运上市公司估值对比 (截至 2026 年 4 月 15 日)

代码	公司名称	PE(TTM)	PB(MRQ)	股息率 (TTM): %	市值 (亿美元)
601919.SH	中远海控	7.5	0.99	6.6	336.7
1919.HK	中远海控	6.8	0.90	7.5	295.9
603565.SH	中谷物流	11.4	2.20	10.5	35.5
601083.SH	锦江航运	11.1	1.77	6.3	24.3
1308.HK	海丰国际	10.0	4.92	6.5	121.0
0316.HK	东方海外国际	8.1	0.91	6.2	121.6
2603.TW	长荣海运	6.4	0.78	16.2	138.9
2615.TW	万海	6.9	0.79	4.5	68.5
0077.L	马士基集团	13.6	0.67	3	371.2
2510.HK	德翔海运	5.6	0.86	9.1	18.1
平均值		8.7	1.5	7.7	

资料来源: Wind、bloomberg、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	584	655	803	687	695
现金及现金等价物	422	486	603	513	529
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	106	101	119	104	99
其它应收款	12	13	16	14	13
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	43	56	66	57	55
非流动资产	1737	1804	1866	2051	2145
长期投资	4	3	3	3	3
固定资产	1598	1569	1631	1816	1911
无形资产	1	1	1	1	1
其他	135	231	231	231	231
资产总计	2322	2459	2669	2738	2841
流动负债	231	235	280	250	299
应付账款	182	181	216	193	191
应交税金	4	5	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	50
其他	45	49	59	52	52
长期负债	115	103	103	103	103
长期借款	0	0	0	0	0
其他	115	103	103	103	103
负债合计	347	338	384	354	402
股本	277	277	277	277	277
储备	1698	1844	2008	2107	2161
少数股东权益	1	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1975	2121	2285	2384	2439
负债及权益合计	2322	2459	2669	2738	2841

现金流量表

单位：百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	481	502	401	336	311
净利润	366	329	331	265	187
折旧与摊销	177	156	155	161	179
营运资本变动	(42)	29	15	(4)	7
其他非现金调整	(21)	(12)	(100)	(86)	(62)
投资活动现金流	(517)	(183)	(113)	(256)	(208)
资本性支出	(544)	(201)	(217)	(346)	(274)
出售资产获得的现金	1	0	0	0	0
投资增减	0	0	0	0	0
其它	26	17	104	90	66
筹资活动现金流	(257)	(255)	(171)	(170)	(86)
债务增减	(91)	(53)	0	0	50
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	300	198	167	166	132
其它筹资	135	(3)	(4)	(4)	(4)
其它调整	(600)	(397)	(333)	(331)	(265)
现金净增加额	(294)	64	117	(90)	16

利润表

单位：百万美元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入	1340	1285	1518	1324	1260
主营业务收入	1340	1285	1518	1324	1260
营业成本	1025	1031	1234	1100	1092
毛利	315	254	283	224	168
营业支出	42	43	51	45	42
营业利润	274	210	232	179	125
利息支出	3	3	4	4	4
利息收入	22	15	12	8	4
权益性投资损益	2	2	2	2	2
其他非经营性损益	71	106	90	80	60
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	366	329	332	265	187
所得税	(0)	1	1	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	366	329	331	265	187
EPS(元)	0.22	0.20	0.20	0.16	0.11

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业收入	53%	-4%	18%	-13%	-5%
营业利润	-451%	-23%	10%	-23%	-30%
净利润	1668%	-10%	1%	-20%	-29%
获利能力					
毛利率	23.5%	19.7%	18.7%	16.9%	13.3%
净利率	27.3%	25.6%	21.8%	20.0%	14.8%
ROE	18.5%	15.5%	14.5%	11.1%	7.7%
ROIC	18.7%	15.6%	14.7%	11.3%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	14.9%	13.8%	14.4%	12.9%	14.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%
流动比率	2.5	2.8	2.9	2.7	2.3
速动比率	2.5	2.8	2.9	2.7	2.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
存货周转率					
应收账款周转率	13.7	11.0	12.2	10.5	11.0
应付账款周转率	5.9	5.7	6.2	5.4	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.22	0.20	0.20	0.16	0.11
每股经营现金	0.29	0.30	0.24	0.20	0.19
每股净资产	1.19	1.27	1.37	1.43	1.46
每股股利	0.11	0.10	0.10	0.08	0.06
估值比率					
PE	5.0	5.5	5.5	6.9	9.8
PB	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	3.1	3.4	3.4	3.9	4.5

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，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。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。