

公铁联运物流先锋，积极开拓国际物流市场

投资要点

- **事件：**公司 2026 年前三季度实现营业收入约 7.05 亿元，同比下降 20.94%；归属于上市公司股东的净利润约 735.73 万元，同比扭亏为盈；扣除非经常性损益后的净利润约 744.14 万元，同比增长 152.58%。第三季度实现营业收入约 2.39 亿元，同比下降 18.42%；归属于上市公司股东的净利润约 507.85 万元，同比增长 321.20%。
- **公铁联运区域龙头，打造全国性现代综合物流企业。**公司是一家以多式联运模式为主的第三方物流企业，通过企业内部管理和信息化系统，整合包括自身和第三方运输工具运力，具备实现“公”、“铁”、“水”等多种运输方式有机融合的作业能力，为客户提供“门到门”的综合物流服务。根据公司统计数据和行业公开的相关数据显示，2025 年度中国铁路商品汽车运输量达 800 万辆，占全国汽车整车企业产量 3,453.1 万辆的 23%。
- **整车领域专业性构筑竞争护城河。**三羊马依托铁路运输的规模化和集约化效应，形成了同批次大批量车辆集中进入物流生产作业的特点，拥有对整车物流全过程生产管理工作的规模调度 and 操作能力。公司以汽车主机厂所在地为枢纽，构建了覆盖全国各地的交通运输网，尤其在西南、西北等地区细分市场上具有较强的竞争优势。三羊马与多家知名汽车主机厂建立了长期合作关系，这些稳固的下游客户资源构成了公司重要的行业壁垒。
- **积极开拓国际物流市场。**2023 年以来，我国汽车出口数量稳居全球第一，汽车出海是汽车整车企业战略布局的重要一环。公司将会跟随客户市场战略，积极拓展国际物流市场，为客户持续提供一站式综合物流解决方案；同时紧跟国家现代物流体系战略布局，利用重庆作为西部陆海新通道枢纽的地理优势和西部地域产业特色，以“产业带物流”的模式，做好国际物流回程业务，满足国内进口市场需求。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1075、1103、1159 万元。我们认为，汽车行业稳定健康发展将带动汽车物流行业持续稳定向好，三羊马作为汽车物流领域的专业公司有望充分受益，建议关注。
- **风险提示：**全球经济和国内宏观经济波动、外购成本上涨、对中铁特货存在重大依赖、客户相对集中等风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1223.79	979.03	1051.33	1145.91
增长率	3.49%	-20.00%	7.38%	9.00%
归属母公司净利润（百万元）	-8.54	10.75	11.03	11.59
增长率	-199.35%	225.95%	2.59%	5.10%
每股收益 EPS（元）	-0.10	0.13	0.13	0.14
净资产收益率 ROE	-0.64%	0.80%	0.81%	0.85%
PE	-538	427	416	396
PB	4.52	4.47	4.43	4.38

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光怪
执业证号：S1250522070002
电话：021-58352190
邮箱：hgyyf@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)	0.86
流通 A 股(亿股)	0.86
52 周内股价区间(元)	39.01-68.26
总市值(亿元)	46.81
总资产(亿元)	18.12
每股净资产(元)	11.96

相关研究

1 公铁联运区域龙头，打造全国性现代综合物流企业

三羊马（重庆）物流股份有限公司是一家位于直辖市重庆的物流企业，是一家为汽车行业和快消品、大宗物资等非汽车行业提供多式联运、仓储及供应链增值一体化服务的第三方物流企业，核心业务板块包括：汽车整车综合物流服务、非汽车商品综合物流服务、仓储服务。根据公司统计数据和行业公开的相关数据显示，2025 年度中国铁路商品汽车运输量达 800 万辆，占全国汽车整车企业产量 3,453.1 万辆的 23%。

图 1：三羊马业务板块



汽车整车综合物流服务

公司从设立以来一直以整车物流运输为核心，通过多年行业深耕，积累了丰富的行业经验，具有较强的行业专注度。...



快消品物流服务

依托公司在整车物流运输方面积累的丰富物流经验以及构建的完善物流网络，公司将业务向普通货物运输领域延伸...



仓储服务

以专业的仓储信息系统为支撑，利用自建库房、场地，为客户提供整车及货物存储、保管、监管、分拣整理、装卸搬运及同城.....



在用车物流服务

为解决各领域消费者的整车托运需求，我们倾力打造面向私家车、自驾车、租赁车、展车、赛车、二手车、移库车以及汽车电.....



国际物流

我们拥有丰富的国际物流操作经验及异常事件应急处理能力，依托三羊马物流在公铁联运、海铁联运、航空货运代理及“一带.....



物流地产

三羊马物流多式联运（重庆）智能应用基地：重庆主元多式联运有限公司隶属三羊马（重庆）物流股份有限公司，三羊马（.....



大宗工业品领域

公司积极响应国家新能源物流发展战略，在大宗工业品领域深度布局新能源物流基础设施建设和新能源物流.....



电商物流

电商物流业务已覆盖大中华区所有主要港口，海外仓储体系覆盖美国东西部、英国全境及日本全境。.....

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司前身为设立于 2005 年 9 月的重庆中集汽车物流有限责任公司，初始注册资本 500.00 万元，刘小东、李刚全和邱红阳分别持股 60.00%、37.00%和 3.00%；2016 年 3 月，公司由有限公司整体变更设立股份公司，注册资本变更为 5200.00 万元，邱红阳持股 95.67%；后进行股权转让及股票发行，2016 年 8 月 8 日公司股票在全国股转系统挂牌并公开转让，证券代码“838107”，证券简称“三羊马”；2021 年 11 月，公司在深圳证券交易所上市，股票简称“三羊马”，股票代码“001317.SZ”。

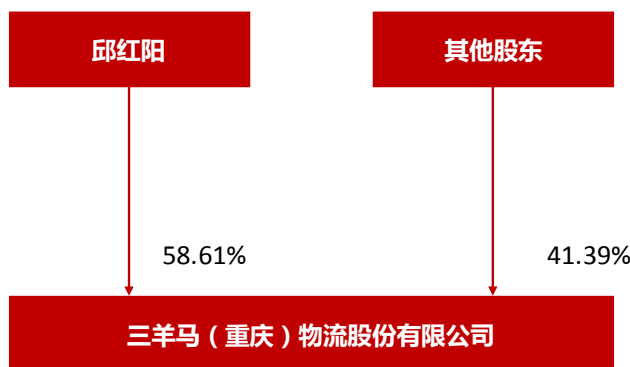
图 2：三羊马历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司控股股东、实际控制人为自然人邱红阳。截至 2026 年 Q3，邱红阳直接持有公司股份 5,015.00 万股，持股比例 58.61%，为公司第一大股东。

图 3：公司股权结构（截至 2026 年 Q3）

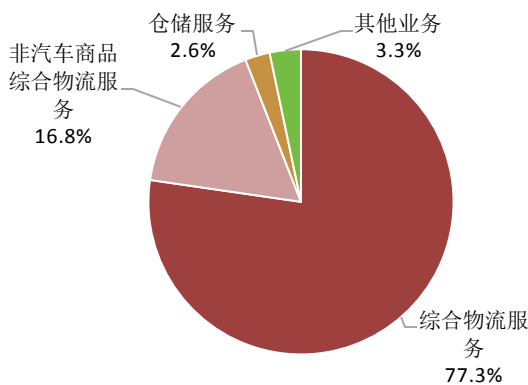


数据来源：公司公告，西南证券整理

汽车整车综合物流服务是公司第一大业务。2025 年，汽车整车综合物流服务收入 9.73 亿元，收入占比 79.48%，毛利 6,017 万元，业务毛利率 6.19%；非汽车商品综合物流服务收入 2.05 亿元，占比 16.75%，毛利率 9.14%，主要服务于啤酒、饮料、洗涤用品等快速消费品客户，并涵盖跨境电商物流与海运项目物流；仓储服务收入 2,284 万元，占比 1.87%，

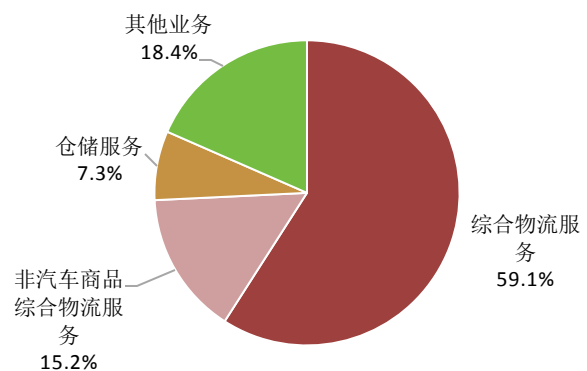
毛利率 19.98%；其他业务收入 2,325 万元，占比 1.90%。2026 年上半年，公司业务结构延续这一格局，汽车整车综合物流服务收入 3.60 亿元，占比 77.29%，贡献毛利润 2653 万元，占比 59.08%；非汽车商品综合物流服务收入 7,815 万元，占比 16.78%，贡献毛利润 681 万元，占比 15.16%；仓储服务收入 1,222 万元，占比 2.63%，其他收入 1,538.34 万元，占比 3.30%。

图 4：公司 2026 年上半年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2026 年上半年主营业务贡献毛利情况

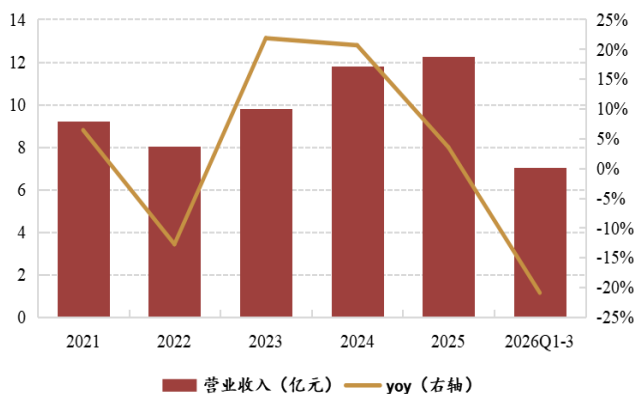


数据来源：Wind，西南证券整理

2025 年公司实现营业总收入 12.24 亿元，同比增长 3.49%，增速明显放缓，主要是由于汽车整车物流业务受到客户年降和市场竞争加剧影响。2025 年公司实现归母净利润为 -853.69 万元，由盈转亏，同比下降 199.35%。2026 年上半年，公司实现营业收入 4.66 亿元，同比下降 22.17%，2026 年上半年公司通过成本压降、费用控制与可转债转股后财务费用回落，实现归母净利润 227.88 万元。

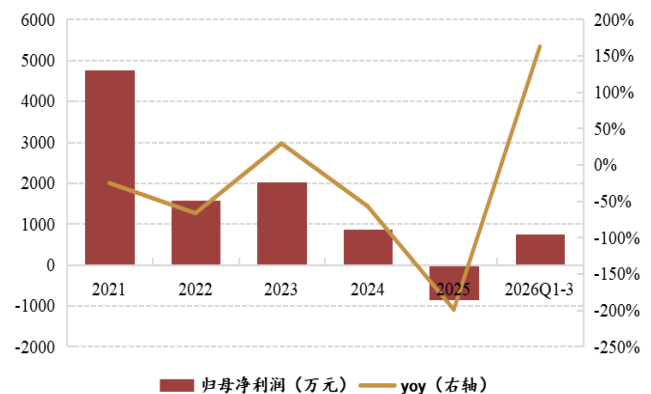
公司前三季度实现营业收入约 7.05 亿元，同比下降 20.94%，主要是由于受行业影响国内乘用车销量下滑，公司营收规模相应减少，可转债转股后财务费用回落，同时部分参股公司经营状况有所改善，整体投资收益较去年同期增加，实现归属于上市公司股东的净利润约 735.73 万元，同比扭亏为盈；扣除非经常性损益后的净利润约 744.14 万元，同比增长 152.58%。

图 6：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

公司凭借丰富的多式联运经验及完善的物流网络等竞争优势，市占率持续提升。预计公司汽车整车综合服务企稳回升，2026-2028 年作业台数同比-20%、+8%、+10%，每台单价不发生重大变化。同时，公司优化物流网络布局，规模效应显现，毛利率稳中有升，预计2026-2028 年整体毛利率分别为 8.6%、8.7%、8.7%。

基于以上假设，我们预测公司收入和成本如下表：

表 1：收入成本预测

百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	1223.8	979.0	1051.3	1145.9
	YOY	3.5%	-20.0%	7.4%	9.0%
	营业成本	1129.4	894.8	960.4	1046.4
	毛利率	7.7%	8.6%	8.7%	8.7%
汽车整车 综合服务业务	营业收入	972.7	778.2	840.4	924.5
	YOY	-0.59%	-20.0%	8.0%	10.0%
	营业成本	912.6	721.4	778.2	855.1
	毛利率	6.2%	7.30%	7.40%	7.50%
其他业务	营业收入	251.1	200.8	210.9	221.4
	YOY	23.07%	-20.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	216.8	173.5	182.1	191.2
	毛利率	13.6%	13.64%	13.64%	13.64%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1075、1103、1159 万元，每股收益分别为 0.13、0.13、0.14 元。

2.2 相对估值

我们选取汽车物流行业中的 1 家上市公司长久物流，以及铁路运输中的 1 家上市公司铁龙物流作为可比对象。我们认为，汽车行业稳定健康发展将带动汽车物流行业持续稳定向好，三羊马作为汽车物流领域的专业公司有望充分受益，建议关注。

表 2：可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	每股收益 EPS (元)				PE (倍)			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
长久物流	603569.SH	5.73	-0.14	0.1	0.19	0.27	-	57	30	21
铁龙物流	600125.SH	5.23	0.4	0.46	0.51	0.56	13	11	10	9
三羊马	001317.SZ	53.68	-0.10	0.13	0.13	0.14	-	427	416	396

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) **全球经济和国内宏观经济波动风险：**公司的整车业务与汽车产销量直接相关，其市场规模及变化情况直接影响着汽车物流行业的发展变化。尽管公司的主要客户为国内知名整车厂商，但汽车行业受宏观经济和国家产业政策的影响较大，若未来全球经济和国内宏观经济形势恶化，或者国家产业政策发生不利变化，则可能导致我国汽车行业产销量持续下滑的风险，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。
- 2) **外购成本上涨的风险：**公司物流运输主要是通过不同运输方式组合的多式联运，因此公司物流业务运营过程中，需要对外采购铁路运力、外协运力（公路运输部分）、两端作业服务等。外购成本是公司主要成本，价格一般随行就市，存在波动，物流供应商成本波动可能对公司经营成本产生较大压力的影响。
- 3) **对中铁特货存在重大依赖的风险：**中铁特货作为国铁集团下属专业铁路运输公司，在商品车铁路运输上具有垄断经营地位，公司开展汽车整车综合物流服务所需铁路运力均向中铁特货采购。虽然公司与中铁特货合作时间较长，对其货运规则、流程均较为熟悉，且近年来铁路基础设施的完善使得铁路货运能力得到较大改善。但若未来中铁特货运力供应不足，导致公司货物运输需更换运输方式，将相应增加公司采购成本和管理成本，公司在铁路运力采购上对中铁特货存在重大依赖风险。
- 4) **客户相对集中的风险：**客户资源是汽车物流企业最重要的行业壁垒，亦是企业的核心竞争优势所在。公司与前几大客户保持了长期稳定的合作关系，主要客户集中于少数规模大、信用良好的优质客户，如重庆长安民生物流股份有限公司、重庆小康工业集团股份有限公司、百威（中国）销售有限公司。虽然公司的主要客户群为具有较强经营实力的大型知名企业，业务稳定性和持续性较好，但若未来公司主要客户群的经营状况因各种原因发生不利变化，则可能会对公司经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1223.79	979.03	1051.33	1145.91	净利润	-6.58	8.29	8.50	8.94
营业成本	1129.38	894.83	960.37	1046.38	折旧与摊销	53.36	50.12	54.87	59.62
营业税金及附加	10.76	8.62	9.25	10.08	财务费用	26.23	13.16	15.07	17.06
销售费用	7.89	5.38	5.78	6.30	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	53.80	52.87	56.77	61.88	经营营运资本变动	42.93	97.01	-24.65	-19.10
财务费用	26.23	13.16	15.07	17.06	其他	72.95	-16.57	3.83	3.07
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	188.90	152.01	57.62	69.58
投资收益	2.47	2.47	2.47	2.47	资本支出	-3.50	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-76.29	2.47	2.47	2.47
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-79.80	-97.53	-97.53	-97.53
营业利润	-1.49	6.64	6.55	6.68	短期借款	-60.00	-18.12	83.90	82.84
其他非经营损益	-1.66	-0.87	-1.03	-1.08	长期借款	-28.85	50.00	0.00	0.00
利润总额	-3.15	5.77	5.52	5.59	股权融资	224.61	0.00	0.00	0.00
所得税	3.43	-2.52	-2.99	-3.35	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-6.58	8.29	8.50	8.94	其他	-239.83	-78.86	-15.07	-17.06
少数股东损益	1.96	-2.46	-2.53	-2.66	筹资活动现金流净额	-104.08	-46.98	68.83	65.78
归属母公司股东净利润	-8.54	10.75	11.03	11.59	现金流量净额	4.44	7.50	28.92	37.84
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	384.11	391.61	420.53	458.37	成长能力				
应收和预付款项	524.22	423.83	460.29	497.78	销售收入增长率	3.49%	-20.00%	7.38%	9.00%
存货	4.72	3.74	2.01	3.37	营业利润增长率	-112.97%	544.51%	-1.32%	1.93%
其他流动资产	51.47	1.51	1.62	1.76	净利润增长率	-177.04%	225.95%	2.59%	5.10%
长期股权投资	34.61	34.61	34.61	34.61	EBITDA 增长率	21.07%	-10.48%	9.39%	8.98%
投资性房地产	37.39	37.39	37.39	37.39	获利能力				
固定资产和在建工程	578.90	643.61	703.56	758.77	毛利率	7.71%	8.60%	8.65%	8.69%
无形资产和开发支出	119.91	105.26	90.62	75.98	三费率	7.18%	7.29%	7.38%	7.44%
其他非流动资产	83.63	83.45	83.27	83.09	净利率	-0.54%	0.85%	0.81%	0.78%
资产总计	1818.97	1725.01	1833.91	1951.12	ROE	-0.64%	0.80%	0.81%	0.85%
短期借款	200.19	182.07	265.97	348.81	ROA	-0.36%	0.48%	0.46%	0.46%
应付和预收款项	310.43	253.05	268.68	292.95	ROIC	3.72%	2.19%	2.60%	2.76%
长期借款	119.41	169.41	169.41	169.41	EBITDA/销售收入	6.38%	7.14%	7.28%	7.27%
其他负债	160.68	83.96	84.84	85.98	营运能力				
负债合计	790.71	688.49	788.89	897.16	总资产周转率	0.67	0.55	0.59	0.61
股本	85.57	85.57	85.57	85.57	固定资产周转率	2.57	1.64	1.59	1.60
资本公积	662.93	662.93	662.93	662.93	应收账款周转率	2.21	2.03	2.32	2.34
留存收益	267.24	277.99	289.02	300.62	存货周转率	204.18	211.64	247.84	249.64
归属母公司股东权益	1015.77	1026.49	1037.52	1049.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	175.50%	—	—	—
少数股东权益	12.49	10.03	7.51	4.85	资本结构				
股东权益合计	1028.26	1036.52	1045.02	1053.96	资产负债率	43.47%	39.91%	43.02%	45.98%
负债和股东权益合计	1818.97	1725.01	1833.91	1951.12	带息债务/总负债	40.42%	51.05%	55.19%	57.76%
					流动比率	1.61	1.84	1.62	1.47
					速动比率	1.60	1.83	1.61	1.46
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.10	0.13	0.13	0.14
					每股净资产	11.87	12.00	12.13	12.26
					每股经营现金	2.21	1.78	0.67	0.81
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	78.10	69.92	76.49	83.36					
PE	-538.04	427.19	416.41	396.19					
PB	4.52	4.47	4.43	4.38					
PS	3.75	4.69	4.37	4.01					
EV/EBITDA	56.34	62.34	57.71	53.49					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周珏	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn