东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

航运港口：运价传导节奏与吞吐量定价

2026 年 11 月 26 日

增持（维持）

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

投资要点

1. 相对收益里有一部分来自市值结构。35 只样本等权指数自 2026 年 4 月 27 日基期以来下跌 6.13%，市值加权上涨 9.51%，同期国证 2000 下跌 32.09%、沪深 300 下跌 17.11%。样本总市值中位 164.28 亿元，市值 100 亿元以上的 24 只，与国证 2000 的成份分布并不对等。

2. 利润增长集中在两家油运公司。2026 年前三季度 35 只归母净利润合计 959.20 亿元、同比增长 30.51%，个股中位只增长 9.51%；招商轮船、中远海能、中远海控三家贡献增量的 75.5%，其余 32 只合计增加 54.93 亿元。

3. 运价传导的时点决定四组的利润轨迹。油运液货组第一季度累计销售毛利率 29.17%、较上年同期高 5.76 个百分点；班轮集运组第一季度 18.07%，前三季度才升至 23.43%；港口运营组全期波动不超过 1.39 个百分点。

4. 业绩最强的组，股价走得最弱。油运液货组归母净利润同比中位增长 59.10%，基期以来中位下跌 18.48%、区间位置中位 13.6；净利同比中位只增长 6.77% 的港口运营组下跌 2.26%、区间位置中位 70.9。

5. 市场的定价重心在分红与现金流。市值 400 亿元以上的 7 只股息率中位 3.32%、PE(TTM) 中位 10.3 倍、近 20 个交易日中位上涨 9.29%；50 亿元以下的 9 只为 1.49%、23.3 倍、下跌 8.41%。股息率高于 2% 的 18 只中 12 只属于港口运营组。

6. 规模与盈利、估值、分红的方向一致。市值 400 亿元以上一档销售毛利率中位 40.76%、归母净利率 29.27%、股息率中位 3.32%，50 亿元以下一档为 22.70%、6.62%、1.49%。规模在这里代表资产位置，干线班轮与枢纽码头的稀缺性支撑了盈利与分红的优势。

7. 35 只全部盈利，现金流是共同底色。经营活动现金流量净额与营业收入之比的中位 31.96%，33 只高于 10%、没有一只为负；船舶与码头的折旧不构成现金流出，涨跌的差别更多由估值与分红决定，不是利润增速。

风险提示：运价在第四季度的回落会放大油运与班轮的利润波动；合计口径受中远海控影响过大，其营业收入占样本 37.59%、归母净利润占 31.95%；分组依据为 2026 年中报，年内成员固定，综合船东对归类口径敏感；干散特种组组内营收增速相差 93.58 个百分点，中位数只代表方向；股息率为近 12 个月静态值，其中两只包含特别分红或 2025 年度分红；区间位置对 115 个交易日窗口敏感；港口装卸费率调整时点不体现在季报中；行情数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘，此后变化未反映。

相关研究

《工程机械：配套件与整机的利润分层》

2026-11-24

《光学光电子：产业链位置的毛利率分层》

2026-11-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 核心发现 4
2. 结构分层：按收入定价方式拆成四组 5
3. 2026 年前三季度：利润增量集中在两家 6
4. 机制：运价传导的四条时间线 8
5. 第二维度对照：规模与毛利营收组合 9
6. 位置、成交与估值 11
7. 主要判断与跟踪指标 13
8. 风险提示 14

图表目录

表 1: 四个分组的市值与营收分布.....5
表 2: 四个分组的区间涨跌与位置.....6
表 3: 四个分组的毛利率与增速.....7
表 4: 按营收增速分档的经营与行情指标.....8
表 5: 四个分组的毛利率轨迹与现金流.....8
表 6: 按市值分档的盈利能力与估值.....10
表 7: 毛利率同比与营收增速的四个组合.....11
表 8: 近 20 个交易日涨幅与跌幅两端的个股.....12
表 9: 按 PE(TTM) 分档的行情与盈利.....13

1. 核心发现

2026 年 11 月 20 日，A 股主要指数全线下跌。国证 2000 指数收于 7431.20 点，下跌 5.15%；深证成指收于 10256.39 点，下跌 3.09%；沪深 300 指数收于 3954.57 点，下跌 0.76%；科创 50 指数收于 1231.09 点，下跌 3.12%。申万二级航运港口 35 只样本的等权指数当日下跌 1.07%，跌幅小于上述四个指数。

自 2026 年 4 月 27 日至 11 月 20 日，样本等权指数下跌 6.13%，市值加权指数上涨 9.51%，两者相差 15.64 个百分点。同期国证 2000 下跌 32.09%，沪深 300 下跌 17.11%。等权跑赢国证 2000 25.96 个百分点，市值加权跑赢 41.60 个百分点；以沪深 300 为基准，等权跑赢 10.98 个百分点。这组相对收益有一部分来自样本的市值结构，35 只样本总市值中位 164.28 亿元，市值在 100 亿元以上的 24 只，与国证 2000 的成份分布并不对等。

2026 年前三季度，35 只样本营业收入合计 4991.07 亿元，同比增长 13.95%；归母净利润合计 959.20 亿元，同比增长 30.51%，整体法归母净利率由上年同期的 16.78% 升至 19.22%。个股中位数幅度小得多，营业收入同比中位增长 9.64%，归母净利润同比中位增长 9.51%。合计口径与中位口径相差 21 个百分点，差额来自少数大市值公司。

归母净利润增加 224.26 亿元，其中招商轮船增加 86.83 亿元、中远海能增加 46.71 亿元、中远海控增加 35.79 亿元，三家合计 169.33 亿元、占增量的 75.5%。前两家属于油运液货组，该组 5 只营业收入同比中位增长 28.95%、归母净利润同比中位增长 59.10%，均高于另外三组。其余 32 只合计增加 54.93 亿元，占增量的 24.5%。

业绩最强的组，股价最弱。油运液货组基期以来中位下跌 18.48%，区间位置中位 13.6；干散特种组中位下跌 17.57%，区间位置中位 0，组内多数个股 11 月 20 日收盘价即为近 115 个交易日最低。归母净利润同比中位只有 6.77% 的港口运营组下跌 2.26%，区间位置中位 70.9；净利同比中位 13.22% 的班轮集运组上涨 19.96%，区间位置中位 72，为四组最高。

市场的定价重心在分红与现金流，不在当期利润增速。市值 400 亿元以上的 7 只股息率中位 3.32%、PE(TTM) 中位 10.3 倍、近 20 个交易日中位上涨 9.29%；市值 50 亿元以下的 9 只股息率中位 1.49%、PE(TTM) 中位 23.3 倍、同期下跌 8.41%。股息率高于 2% 的 18 只中 12 只属于港口运营组。按营业收入增速分档的方向相同，增速 30% 以上的 7 只近 20 个交易日下跌 10.60%，营业收入负增长的 5 只上涨 1.66%。

毛利率的时间线在四组之间错开。油运液货组 2026 年第一季度累计销售毛利率 29.17%，已比 2025 年前三季度的 23.41% 高 5.76 个百分点；班轮集运组第一季度 18.07%，到前三季度才升至 23.43%、超过上年同期 1.45 个百分点；干散特种组前三季度 18.83%，与上年同期的 18.39% 回到同一水平；港口运营组全期变动不超过 1.39 个

请务必阅读正文之后的免责声明部分

百分点。运价在同一年内的不同季度反映到毛利上，四组的利润轨迹因此不同步。

2. 结构分层：按收入定价方式拆成四组

申万二级把 35 只样本分为航运 19 只与港口 16 只。这个二分只说明收入的来源，解释不了同年内利润轨迹的差别。航运内部，集装箱班轮按 TEU 运价结算、航线与班期相对固定，成本以船舶折旧与租船费为主；原油与成品油运输按 TCE 或程租租金结算，运价由吨海里需求与船舶供给决定；干散货运输货种分散、单船议价；客滚渡运按票价与车位费结算，集装箱制造按箱价结算。港口内部，装卸费率受地方价格管理约束，收入随吞吐量走，毛利率的年度波动很小。

本报告按 2026 年中报披露的分产品收入与收入定价方式将样本归为四组。班轮集运 5 只，收入来自集装箱班轮运输，外贸干线与内贸沿海航线均在列；油运液货 5 只，收入来自原油、成品油、化学品与液化气运输；干散特种 9 只，包括干散货运输、多用途船与汽车船、客滚渡运、集装箱制造与船舶租赁；港口运营 16 只，收入来自码头装卸、堆存与港口物流。2026 年前三季度不披露分产品收入，分类取 2026 年中报，四组成员在 2026 年内固定。

表1：四个分组的市值与营收分布

分组	只数	市值	市值占比	市值中位	营收	营收占比	净利
班轮集运	5	3344.1	27.90%	187.1	2139.6	42.87%	351.6
油运液货	5	2326.7	19.41%	164.3	653.2	13.09%	209.0
干散特种	9	1005.1	8.39%	68.3	607.4	12.17%	55.9
港口运营	16	5310.3	44.30%	216.2	1590.9	31.88%	342.7

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。市值、营收与净利单位为亿元，市值与营收占比为组内合计占 35 只样本合计的比重，净利为 2026 年前三季度归母净利润合计。分组按主营构成与收入定价方式确定，不沿用申万二级的航运与港口二分；组内公司与归类依据见正文分组说明。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

港口运营是市值主体，班轮集运是收入主体。港口运营 16 只合计市值 5310.26 亿元、占 44.30%，营业收入 1590.94 亿元、占 31.88%；班轮集运 5 只市值 3344.11 亿元、占 27.90%，营业收入 2139.57 亿元、占 42.87%。两者的市值与收入位置相反，港口以 44.30% 的市值贡献 31.88% 的收入，班轮以 27.90% 的市值贡献 42.87% 的收入。

中远海控一家决定班轮集运组的量级。其市值 2628.43 亿元、占样本 21.93%，营业收入 1876.14 亿元、占 37.59%，归母净利润 306.49 亿元、占 31.95%。市值前 3 只占 43.89%、前 5 只占 56.93%、前 10 只占 75.41%；营业收入前 5 只占 60.76%、前 10 只占 78.91%。净利分布与市值分布并不重合，班轮集运以 27.90% 的市值占 36.66%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的净利，港口运营以 44.30% 的市值占 35.73% 的净利，干散特种以 8.39% 的市值只占 5.83% 的净利。

表2：四个分组的区间涨跌与位置

分组	只数	近 5 日	近 20 日	近 60 日	基期以来	区间位置	量比
班轮集运	5	+1.99%	+9.12%	+2.16%	+19.96%	72.0	0.69
油运液货	5	+0.61%	-8.08%	-9.45%	-18.48%	13.6	0.55
干散特种	9	-4.62%	-8.41%	-21.14%	-17.57%	0.0	0.51
港口运营	16	+0.28%	+0.14%	+1.05%	-2.26%	70.9	1.06

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；涨跌幅为组内个股中位数，区间位置为近 115 个交易日收盘价所处区间的位置，0 为区间最低、100 为最高，单位 %；量比为近 5 个交易日平均成交额与近 60 个交易日平均成交额之比。基期取 2026 年 4 月 27 日，各列均为组内中位数。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

四组的区间表现分成方向相反的两组。班轮集运与港口运营的区间位置中位数分别是 72 与 70.9，基期以来中位涨跌为 +19.96% 与 -2.26%；油运液货与干散特种分别是 13.6 与 0，中位涨跌为 -18.48% 与 -17.57%。近 20 个交易日方向一致，前两组中位 +9.12% 与 +0.14%，后两组 -8.08% 与 -8.41%。

量比与位置并不对应。港口运营组量比中位 1.06，是四组中唯一高于 1 的；班轮集运 0.69、油运液货 0.55、干散特种 0.51。位置高的两组里只有港口在上涨过程中保持了成交量，班轮的上涨发生在成交量低于近 60 日均值的状态下。

3. 2026 年前三季度：利润增量集中在两家

2026 年前三季度，四组的营业收入同比中位数均为正，利润的分化来自毛利率与毛利以下的科目。港口运营组营业收入同比中位增长 4.99%，是四组中最低的；干散特种组增长 36.27%，最高。归母净利润同比中位从高到低为油运液货 59.10%、班轮集运 13.22%、干散特种 8.35%、港口运营 6.77%。四组 35 只全部实现盈利，无一只归母净利润为负或 PE(TTM) 缺失。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表3：四个分组的毛利率与增速

分组	只数	毛利率	毛利率同比	净利率	净利率同比	营收同比	净利同比
班轮集运	5	23.43	+1.46	16.34	+0.18	+11.94%	+13.22%
油运液货	5	30.56	+2.35	23.25	+3.83	+28.95%	+59.10%
干散特种	9	18.83	+1.49	7.23	+1.95	+36.27%	+8.35%
港口运营	16	31.27	+0.91	15.61	+0.30	+4.99%	+6.77%

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。毛利率与净利率单位为 %，两列同比为百分点差；各列均为组内中位数。凤凰航运与宁波海运上年同期归母净利润为负，净利同比不可比，未参与中位数计算，故净利同比一列的样本为 33 只。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

油运液货组是唯一量价同时扩张的一组。营业收入同比中位增长 28.95%、销售毛利率中位 30.56%（同比上升 2.35 个百分点）、归母净利率中位 23.25%（同比上升 3.83 个百分点）、归母净利润同比中位增长 59.10%。组内 5 只有 4 只的利润增速高于收入增速，招商轮船营业收入同比增长 67.90%、归母净利润增长 263.10%，中远海能为 47.55% 与 171.37%，兴通股份 29.00% 与 59.10%，招商南油 14.70% 与 20.10%，盛航股份 14.00% 与 11.10%，是组内唯一利润增速低于收入增速的一只。

干散特种组是收入增速最高、利润转化最差的一组。9 只营业收入同比中位增长 36.27%，归母净利润同比中位只增长 8.35%，归母净利率中位 7.23%，为四组最低。组内海通发展营业收入同比增长 85.99%、归母净利润同比增长 224.09%，中远海特为 36.27% 与 96.91%，两家合计增加 18.54 亿元。组内差异同样大，国航远洋营业收入同比增长 46.43%、销售毛利率同比上升 16.55 个百分点，归母净利润只有 2.01 亿元；海峡股份营业收入同比 0.63%、归母净利润同比 -27.54%；渤海轮渡为 -7.59% 与 -38.70%。

港口运营组的波动最小。16 只营业收入同比中位增长 4.99%，归母净利润同比中位增长 6.77%，销售毛利率中位 31.27%（同比上升 0.91 个百分点），归母净利率同比只上升 0.30 个百分点。净利体量最大的是上港集团 130.85 亿元（同比 16.08%）与招商港口 41.69 亿元（同比 9.51%）。收入下滑的两只反而增利，天津港营业收入同比下降 14.54%、归母净利润同比增长 24.80%，广州港为 -12.47% 与 6.00%。厦门港务销售毛利率只有 7.55%，因其 80% 的收入来自大宗商品供应链业务，装卸堆存只占 15%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表4：按营收增速分档的经营与行情指标

营收增速	只数	毛利率	毛利率同比	净利率同比	现金流/营收	近 20 日	市值中位
30% 以上	7	25.78	+4.98	+13.36	28.03%	-10.60%	125.8
10—30%	8	26.14	+0.68	-0.97	28.19%	-6.29%	136.4
0—10%	15	31.06	+1.30	+0.12	32.80%	-1.64%	189.0
负增长	5	31.20	+0.14	+1.36	34.10%	+1.66%	198.6

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。现金流/营收为经营活动产生的现金流量净额与营业收入之比，单位 %；近 20 个交易日为 2026 年 10 月 23 日至 11 月 20 日；市值中位单位为亿元。各列均为档内中位数。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

按营业收入增速分档后，盈利指标与增速不成单调关系。营业收入增速 30% 以上的 7 只，销售毛利率中位 25.78%、毛利率同比上升 4.98 个百分点，是四档中毛利率改善最多的；归母净利率同比上升 13.36 个百分点，也最高。10% 至 30% 的 8 只，归母净利率同比反而下降 0.97 个百分点。0 至 10% 的 15 只与负增长的 5 只，销售毛利率中位 31.06% 与 31.20%，高于前两档，原因是港口与班轮的大市值公司多数落在这两档。

增速最快的一档在 20 个交易日里跌幅最深。营业收入增速 30% 以上的 7 只近 20 个交易日中位下跌 10.60%，负增长的 5 只中位上涨 1.66%，两档相差 12.26 个百分点。经营活动现金流量净额与营业收入之比的方向也不同，增速 30% 以上一档 28.03%，负增长一档 34.10%。重资产行业里收入扩张意味着运力与资本开支的先行投入，现金转化率随之下降。

4. 机制：运价传导的四条时间线

表5：四个分组的毛利率轨迹与现金流

分组	只数	上年同期	一季度	上半年	前三季度	净利率	现金流/营收
班轮集运	5	21.98	18.07	20.05	23.43	16.34	25.54%
油运液货	5	23.41	29.17	31.06	30.56	23.25	31.96%
干散特种	9	18.39	14.30	15.44	18.83	7.23	26.15%
港口运营	16	30.98	29.88	30.98	31.27	15.61	33.20%

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；“上年同期”“一季度”“上半年”“前三季度”均为累计销售毛利率，单位 %，分别对应 2025 年前三季度、2026 年第一季度、2026 年上半年与 2026 年前三季度口径，四列同口径可直接相减看季度间的边际变化；“上年同期”一列作为比较基期。净利率与现金流/营收为 2026 年前三季度口径，各列均为组内中位数。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

四组的毛利率轨迹不同。油运液货组从 2025 年前三季度的 23.41% 升至 2026 年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

第一季度的 29.17%，上半年继续升至 31.06%，前三季度 30.56%，比上半年回落 0.50 个百分点。这条轨迹说明运价的上行在 2026 年第一季度已经反映到累计毛利率上，到第三季度边际上不再改善。

班轮集运组的轨迹相反。第一季度 18.07%，比 2025 年前三季度的 21.98% 低 3.91 个百分点；上半年 20.05%，回升 1.98 个百分点；前三季度 23.43%，再升 3.38 个百分点并超过上年同期 1.45 个百分点。运价在 2026 年前三季度逐季抬升，直到第三季度才追平上年。

干散特种组第一季度 14.30%，比 2025 年前三季度的 18.39% 低 4.09 个百分点，是四组中第一季度最低的；上半年 15.44%，前三季度 18.83%，与上年同期的 18.39% 基本回到同一水平。全期处于低位修复，绝对水平仍低于班轮与港口。

港口运营组四档为 30.98%、29.88%、30.98%、31.27%，最大波动 1.39 个百分点。装卸费率由地方价格主管部门核定，调整周期以年计，吞吐量的变化先体现在营业收入上，再逐步摊到单位成本，销售毛利率没有弹性。

四组的毛利率同比与归母净利率同比高度同向，相关系数 0.783；分组看，班轮集运 0.967、油运液货 0.984、干散特种 0.760、港口运营 0.302。港口组的低相关系数与其毛利率的稳定性一致，归母净利率的波动不能由毛利解释。

现金流是这组样本的共同特征。经营活动现金流量净额与营业收入之比的中位数 31.96%，35 只中 33 只高于 10%，没有一只为负；与归母净利润之比的中位数 1.73，只有 2 只低于 1。四组的现金流/营收中位为港口运营 33.20%、油运液货 31.96%、干散特种 26.15%、班轮集运 25.54%。船舶与码头的折旧不构成现金流出，利润的现金含量因此偏高。

毛利率的改善幅度与营业收入增速不成比例。油运液货组营收同比中位增长 28.95%、销售毛利率同比上升 2.35 个百分点，收入与价格同步；干散特种组营收增长 36.27%、毛利率上升 1.49 个百分点，增量主要来自运力投放而非运价；班轮集运组营收增长 11.94%、毛利率上升 1.46 个百分点，两者接近。四组的毛利率同比都在上升，幅度从 0.91 到 2.35 个百分点，油运以价格为主、干散以运力投放为主。

5. 第二维度对照：规模与毛利营收组合

规模在这组样本里与盈利同向。市值 400 亿元以上的 7 只，销售毛利率中位 40.76%、归母净利率中位 29.27%、PE(TTM) 中位 10.3 倍、股息率中位 3.32%；150 至 400 亿元的 12 只依次为 30.16%、18.95%、13.7 倍、2.02%；50 至 150 亿元的 7 只为 18.83%、7.59%、19.6 倍、1.71%；50 亿元以下的 9 只为 22.70%、6.62%、23.3 倍、1.49%。除毛利率在 50 至 150 亿元档低于相邻两档外，其余指标随市值单调变化。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表6：按市值分档的盈利能力与估值

市值区间	只数	毛利率	毛利率同比	净利率	PE(TTM)	股息率	近 20 日
50 亿以下	9	22.70	+1.30	6.62	23.3	1.49	-8.41%
50—150 亿	7	18.83	+4.22	7.59	19.6	1.71	-7.75%
150—400 亿	12	30.16	+0.68	18.95	13.7	2.02	+0.77%
400 亿以上	7	40.76	+1.94	29.27	10.3	3.32	+9.29%

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。总市值按 2026 年 11 月 20 日收盘价计算，区间单位为亿元；PE(TTM) 按 2026 年 11 月 20 日收盘价计算，股息率为近 12 个月现金分红对应的股息率；各列均为档内中位数。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

规模差异的背后是资产位置。400 亿元以上一档的 7 只占据干线班轮、枢纽码头与远洋油轮三类资产，单位资产收入由全球运价与枢纽吞吐量决定；50 亿元以下一档的 9 只做的是化学品船、内贸散货、内河码头与区域渡运，定价空间受区域市场与货主议价约束。

市值与销售毛利率的相关系数只有 0.251，与毛利率同比的相关系数 0.188，档内方差大是主因。400 亿元以上一档里唐山港销售毛利率 50.01%、中远海控只有 23.43%；50 亿元以下一档里南京港 48.17%、凤凰航运只有 7.39%。规模解释的是分布的重心，不是单只公司的水平。

分红的分层与市值同向。股息率高于 2% 的 18 只中，港口运营组 12 只，其余三组各 2 只。四组股息率中位分别为班轮集运 3.44%、港口运营 2.56%、油运液货 1.56%、干散特种 1.11%。渤海轮渡 10.81% 为样本最高，锦江航运 5.94%、中远海控 4.92%、盐田港 4.23% 次之。PB 低于 1 倍的 12 只、占 34.29%，其中 8 只属于港口运营组。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表7：毛利率同比与营收增速的四个组合

毛利与营收	只数	占比	毛利率同比	营收同比	净利率同比	近 20 日	市值中位
毛利升·增收	22	62.9%	+2.66	+13.31%	+1.33	-6.86%	143.5
毛利升·减收	3	8.6%	+3.60	-12.47%	+1.41	+1.66%	233.9
毛利降·增收	8	22.9%	-2.22	+9.72%	-1.02	-1.03%	188.1
毛利降·减收	2	5.7%	-3.86	-4.27%	-3.12	-1.30%	118.5

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。四格按毛利率同比正负与营收同比正负交叉划分，“升”指毛利率同比上升、营收同比增长。占比为占 35 只样本的比重，四格合计 35 只；市值中位单位为亿元。各列均为格内中位数。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

毛利率与营业收入的四个组合里，毛利升·增收 22 只、占 62.9%，是最常见的一格，销售毛利率同比上升 2.66 个百分点、营业收入同比增长 13.31%，近 20 个交易日中位下跌 6.86%，跌幅为四格最大。毛利升·减收只有 3 只、占 8.6%，毛利率同比上升 3.60 个百分点、为四格最高，营业收入同比下降 12.47%，近 20 个交易日中位上涨 1.66%，是唯一上涨的一格。毛利降·增收 8 只、占 22.9%，毛利率同比下降 2.22 个百分点，同期中位下跌 1.03%。毛利降·减收 2 只、占 5.7%，归母净利率同比下降 3.12 个百分点，利润恶化最深。

减收而增利的三只在收入收缩时维持了价格。这一格市值中位 233.87 亿元、PE(TTM) 中位 24.35 倍，均为四格最高，收入下滑来自主动收缩低毛利的贸易与代理业务，毛利率因此抬升。20 个交易日里的正收益对应防守属性，不对应成长预期。

6. 位置、成交与估值

等权指数自 2026 年 4 月 27 日基期以来下跌 6.13%，市值加权指数上涨 9.51%，两者相差 15.64 个百分点，涨幅集中在大市值一端。以国证 2000 为基准，等权跑赢 25.96 个百分点、市值加权跑赢 41.60 个百分点；以沪深 300 为基准，分别为 10.98 与 26.62 个百分点。

抗跌在两个基准上都成立。样本市值 100 亿元以上的 24 只、前 5 只合计占 56.93%，用国证 2000 做基准会放大相对收益。剔除中远海控、招商轮船、上港集团后，其余 32 只等权平均 -8.46%、中位 -10.79%，这组样本的正收益由三家贡献。

区间位置的分化大于涨跌幅的分化。35 只中位置低于 10% 的 14 只、恰为 0 的 11 只，位置在 80% 以上的 8 只。分组看，干散特种组 9 只的区间位置中位数为 0，油运液货组 13.6，班轮集运组 72、港口运营组 70.9。同一个二级行业里，11 只的收盘价处于近 115 个交易日的最低位。

涨幅前七全部来自班轮集运与港口运营两组。招商港口上涨 17.46%、区间位置 100、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

销售毛利率 46.89%；锦江航运上涨 16.33%、PE(TTM) 11.9 倍；中远海控上涨 11.86%、PE(TTM) 7.8 倍；唐山港上涨 11.84%、销售毛利率 50.01%；上港集团上涨 11.21%、PE(TTM) 9 倍；中远海特上涨 10.86%；青岛港上涨 9.29%。七只销售毛利率均在 23%以上，六只市值在 300 亿元以上，区间位置全部在 84%以上。

跌幅前七的构成相反。凤凰航运下跌 31.28%，PE(TTM) 42.1 倍、PB 5.36 倍、销售毛利率 7.39%，是样本中估值与毛利率组合最差的一只；盛航股份下跌 15.58%、销售毛利率 21.32%；国航远洋下跌 14.16%，归母净利润同比增长 98070.64%，业绩改善没有阻止下跌；海通发展下跌 13.26%，营业收入同比增长 85.99%；海峡股份下跌 13.22%，PE(TTM) 92.5 倍；厦门港务下跌 12.44%、销售毛利率 7.55%；中远海能下跌 10.60%，销售毛利率 40.76%。七只中六只市值在 130 亿元以下。

表8：近 20 个交易日涨幅与跌幅两端的个股

简称	分组	市值	近 20 日	区间位置	PE(TTM)	毛利率	净利同比
招商港口	港口运营	672.7	+17.46%	100.0	13.8	46.89	+9.51%
锦江航运	班轮集运	187.1	+16.33%	92.6	11.9	30.00	+3.54%
中远海控	班轮集运	2628.4	+11.86%	95.3	7.8	23.43	+13.22%
唐山港	港口运营	313.5	+11.84%	100.0	14.9	50.01	+7.85%
上港集团	港口运营	1385.2	+11.21%	98.6	9.0	35.74	+16.08%
中远海特	干散特种	310.9	+10.86%	84.2	10.1	25.78	+96.91%
青岛港	港口运营	626.3	+9.29%	100.0	12.7	41.54	-0.76%
……	……	……	……	……	……	……	……
凤凰航运	干散特种	24.9	-31.28%	0.0	42.1	7.39	—
盛航股份	油运液货	21.4	-15.58%	0.0	18.3	21.32	+11.10%
国航远洋	干散特种	39.0	-14.16%	0.0	17.1	37.61	+98070.64%
海通发展	干散特种	125.8	-13.26%	1.8	12.2	18.83	+224.09%
海峡股份	干散特种	111.6	-13.22%	0.0	92.5	37.12	-27.54%
厦门港务	港口运营	112.9	-12.44%	0.0	63.2	7.55	+157.56%
中远海能	油运液货	852.1	-10.60%	26.6	10.3	40.76	+171.37%

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。近 20 个交易日为 2026 年 10 月 23 日至 11 月 20 日；市值单位为亿元；区间位置为近 115 个交易日收盘价所处位置；毛利率为 2026 年前三季度累计值，单位 %；凤凰航运上年同期归母净利润为负，净利同比不可比，以“—”表示。“……”表示省略中间 21 只。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

全样本量比中位 0.83，35 只中 17 只低于 0.8，只有 13 只在 1 以上，20 个交易

请务必阅读正文之后的免责声明部分

日日均成交额中位 1.14 亿元。下跌的油运液货与干散特种两组量比中位 0.55 与 0.51，为四组最低，下跌过程中没有出现放量换手。

表9：按 PE(TTM) 分档的行情与盈利

PE(TTM)	只数	近 20 日	区间位置	毛利率	毛利率同比	净利率	净利同比
12 倍以下	10	+5.39%	68.2	30.81	+3.32	22.07	+30.76%
12—18 倍	10	+1.70%	79.1	33.97	+2.45	23.09	+8.10%
18—30 倍	9	-5.30%	0.0	23.65	-0.11	9.30	+2.45%
30 倍以上	6	-10.43%	0.0	7.94	+1.40	3.14	+10.57%

数据来源：上市公司定期报告，交易所公开行情数据，东吴证券研究所；毛利率、净利率、营收与净利同比均为 2026 年前三季度口径。PE(TTM) 按 2026 年 11 月 20 日收盘价计算；35 只样本 2026 年前三季度全部盈利，均有 PE(TTM)，四档合计 35 只。各列均为档内中位数。数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘。

估值分档与行情是单调的。PE(TTM) 12 倍以下的 10 只近 20 个交易日中位上涨 5.39%、区间位置中位 68.2、销售毛利率中位 30.81%；12 至 18 倍的 10 只为 1.70%、79.1、33.97%；18 至 30 倍的 9 只为 -5.30%、0、23.65%；30 倍以上的 6 只为 -10.43%、0、7.94%。估值越低、毛利率越高、区间位置越高，是这组样本 2026 年 4 月末以来的定价顺序。

整体法 PE 为 9.37 倍，按 2026 年前三季度归母净利润年化计算，与 PE(TTM) 中位 15.68 倍不可比。差异来自中远海控，其归母净利润占样本 31.95%、PE(TTM) 只有 7.8 倍。剔除后其余 34 只的 PE(TTM) 中位为 16.37 倍，仍高于整体法。分红率中位 38.51%，股息率中位 2.19%，35 只全部实现盈利，涨跌的差别更多由估值与分红决定，不是利润增速。

7. 主要判断与跟踪指标

第一，2026 年前三季度的利润增量高度集中，行业整体的增速不代表单只公司的增速。合计归母净利润同比增长 30.51%，个股中位只增长 9.51%，招商轮船、中远海能、中远海控三家贡献了增量的 75.5%。以合计口径判断会高估广度，以中位口径判断会低估强度。

第二，油运的运价上行在 2026 年第一季度已反映到累计毛利率上，第三季度边际不再改善。油运液货组累计销售毛利率第一季度 29.17%、上半年 31.06%、前三季度 30.56%，第三季度单季毛利率低于上半年。2027 年的利润弹性取决于运价能否在 30% 毛利率对应的水平上维持，而不是继续抬升。

第三，班轮集运是四组中唯一毛利率逐季抬升的。第一季度 18.07%、上半年 20.05%、前三季度 23.43%，累计值超过 2025 年前三季度的 21.98%。班轮组基期以来中位上涨

请务必阅读正文之后的免责声明部分

19.96%、区间位置中位 72，市场已经反映了这一节奏。后续要跟踪第四季度运价能否维持前三季度的水平。

第四，港口运营的毛利率没有弹性，价值来自现金流与分红。16 只全期毛利率波动不超过 1.39 个百分点，现金流/营收中位 33.20% 为四组最高，股息率高于 2% 的 18 只中 12 只属于这一组。这组资产的抗跌来自现金分红的确定性，与业绩弹性无关。

第五，规模与估值、分红、毛利率同向。市值 400 亿元以上的 7 只 PE(TTM) 中位 10.3 倍、股息率中位 3.32%、销售毛利率中位 40.76%；50 亿元以下的 9 只分别为 23.3 倍、1.49%、22.70%。规模在这里代表资产位置，干线班轮与枢纽码头的稀缺性支撑了估值与分红的双重优势。

第六，后续值得跟踪的六个指标：原油与成品油的 TD3C、TD20 航线等价期租水平，集装箱运价指数（SCFI）与欧线、美线的月度走势，沿海港口集装箱与煤炭、铁矿石的吞吐量增速，四组的单季销售毛利率与归母净利率，经营活动现金流量净额与归母净利润之比，PE(TTM) 12 倍以下一档的相对收益。

8. 风险提示

1. 本报告的财务数据为 2026 年前三季度累计口径，运价在第四季度若出现回落，全年销售毛利率会低于前三季度的整体法 28.06%，油运液货组较上年同期 7.15 个百分点的毛利率升幅尤其依赖运价维持，回落时的利润弹性同样放大。

2. 样本只有 35 只，合计口径受中远海控影响过大。其营业收入占样本 37.59%、归母净利润占 31.95%，合计营收增速 13.95% 与中位增速 9.64% 的差额主要来自它。任何以合计口径表述的结论，都不能直接套到组内其余公司上。

3. 分组依据是 2026 年中报披露的分产品收入，2026 年前三季度不披露分产品构成，四组成员在 2026 年内按中报口径固定。若公司在 2026 年下半年剥离或新增业务，归属需要在下一年度重新认定，招商轮船这类油运、干散、集运并存的综合船东对归类口径尤为敏感。

4. 干散特种组 9 只的内部差异大于组间差异。海通发展营业收入同比增长 85.99%、渤海轮渡下降 7.59%，相差 93.58 个百分点；国航远洋归母净利润同比增长 98070.64% 源于上年同期基数极低，同比数值不宜外推。该组的中位数只能代表方向，不能代表个体。

5. 股息率按近 12 个月现金分红与 11 月 20 日收盘价计算，属于静态值。渤海轮渡 10.81% 包含特别分红，中远海控 4.92% 对应的是 2025 年度分红，两者都不构成对 2026 年度分红的承诺。航运公司的分红比例随当年利润波动，用静态股息率做跨年比较会失真。

6. 区间位置以 115 个交易日为窗口计算，窗口长度改变会改变位次。若改用 250

请务必阅读正文之后的免责声明部分

个交易日，处于区间最低点的个股只数会发生变化，位置的绝对水平对窗口选择敏感，不宜单独作为买卖依据。

7. 港口运营组的装卸费率受地方价格管理约束，费率调整的时点与幅度不体现在季度报表里。天津港营业收入同比下降 14.54% 而归母净利润同比增长 24.80%，成本压缩的可持续性无法从 2026 年前三季度报告中分离，第四季度若吞吐量继续下滑，降本空间会收窄。

8. 本报告的行情与估值数据截至 2026 年 11 月 20 日收盘，此后交易日价格变化以及 2026 年 11 月下旬的指数调整均不反映在判断之中。近 20 个交易日国证 2000 下跌 16.68%，样本等权指数下跌 2.24%，相对收益的持续性需要在新的价格上重新核对。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn