

中谷物流 20260824

中谷物流：红海业务驱动业绩爆发，新船交付开启 40 亿利润中枢

摘要

- 红海航线成为核心业绩弹性来源，2026 年 Q2/Q3 归母净利润有望分别增长 30% 及 2 倍（达 10 亿元），主因美伊冲突导致运力受限及波斯湾货物绕行推高运价。
- 运力部署与运价共振，公司红海航线船舶由 3 艘增至 6 艘，Q3 运价均值预计升至 4,200；预计 2026 年该航线贡献毛利超 11 亿元，2027 年贡献净利 7-8 亿元。
- 租船业务受益于大型班轮公司“应租尽租”策略，租金刚性上涨，预计 2027 年全年贡献利润约 20 亿元；内贸业务因运力外调及成本上升，预期利润贡献基本为零。
- 开启第二成长曲线，订造 18 艘新船（8 艘 6,300TEU+10 艘 1,800TEU），中性预期下年利润增量约 12 亿元，未来公司总利润中枢有望达 40 亿元。
- 欧美处于被动去库存向主动补库存转换期，PMI 共振向上支撑集运需求高景气至 2027 年；公司具备航线调整灵活性，可根据局势在红海、波斯湾、印巴航线间切换。
- 估值逻辑转向股息率定价，公司承诺分红比例不低于 60%，对应股息率约 5%-6%；100 亿在手现金及可转债发行可覆盖 73 亿造船开支，分红能力具备保障。

Q&A

中谷物流拓展红海航线的背景是什么，该业务对其业绩有何具体影响？

中谷物流自 2025 年 10 月开始拓展红海航线，2026 年以来，受美伊冲突及霍尔木兹海峡通行受阻等因素影响，红海航线运价大幅上涨约两倍。霍尔木兹海峡通行受阻导致部分原计划进出该海峡的集装箱货物，需绕道至红海，在沙特的吉达港卸货后通过陆路转运至波斯湾，这额外增加了红海航线的运输需求。同时，由于胡塞武装袭击船只的风险，多数大型班轮公司及部分中国国有船公司选择避开红海，导致市场运力供给受限。目前，在红海航线上运营的主要是部分国际班轮公司的少量航次以及中谷物流、中联航运、新加坡航运等小型班轮公司。供给受

限与需求增长共同推动了运价高企。在此背景下，红海航线业务为公司业绩带来了显著弹性。相较于公司约 20 亿元的年度常规业务利润，红海航线业务在 2026 年第一季度的毛利预计约为 8,000 万至 9,000 万元，第二季度有望达到 2 亿元，第三季度预计为 5 亿元。预计 2026 年第二季度公司扣非归母净利润有望增长 30%，第三季度归母净利润有望增长两倍，达到 10 亿元左右。

中谷物流在红海航线的运力部署、运价变化及相应的毛利预期是怎样的？

中谷物流于 2025 年 10 月开始运营红海航线，初期投入 3 艘船舶，主要挂靠中国的上海、宁波港，途经新加坡，最终抵达沙特的吉达港以及约旦、埃及的港口。随着 2026 年三四月份美伊冲突导致运价大幅上涨，公司于同年 5 月 6 日将该航线的船舶数量从 3 艘增至 6 艘。运力部署方面，2026 年第一季度平均运营船舶为 3 艘，第二季度为 4.5 艘，第三季度将达到 6 艘。运价方面，若以宁波航交所公布的红海航线运价指数为参考，并考虑航程约 50 天及航次完工百分比法的收入确认原则，将 2025 年 12 月至 2026 年 2 月的数据作为第一季度的运价参考，其均值约为 1,600；第二季度运价均值上升至约 2,500；第三季度则进一步升至约 4,200。基于上述运力与运价情况，公司在红海航线的毛利呈现显著增长：第一季度毛利约为 9,000 万元（此数据根据公司募集说明书问询函答复，包含一艘东南亚航线船舶，剔除后预计为 8,000 万至 9,000 万元），第二季度预计达到 2 亿元，第三季度预计为 5 亿元。对于第四季度，假设运价回落且船舶数量维持 6 艘，预计毛利约为 4 亿元。

对于 2027 年及更长远的未来，中谷物流在红海航线及相关国际业务上有何规划与盈利预期？

展望 2027 年，公司计划继续在红海航线部署 6 艘船舶。考虑到当前运价处于历史偏高位置，且第四季度为传统淡季，预计运价将逐步回落，因此 2027 年的平均运价可能略低于 2026 年。在此假设下，预计 2027 年红海航线可贡献约 10 亿元毛利，对应净利润约 7 至 8 亿元。长期来看，公司计划进一步加码国际航线，已订造 18 艘新船，其中包括 8 艘计划投运于红海航线（或根据市场情况转投波斯湾、印巴航线）的 6,300 TEU 船舶。关于这批新船的盈利预期，存在不同测算：公司债券募集说明书基于过去十余年剔除疫情异常值后的 800 美元/TEU 保守运价，测算利润为 6 至 7 亿元；若以 3,000 美元/TEU 的较高运价测算，年利润可达约 30 亿元。取中性预期，这 8 艘船的利润贡献或在十多亿元。此外，另外 10 艘 1,800 TEU 的东南亚航线新船，若以出租方式运营，预计可贡献约 4 亿元利润。综合来看，这 18 艘新船在中性预期下（如采用租船模式）每年可贡献约 12 亿元利润。结合现有租船业务约 20 亿元的年利润、当前 6 艘船运营的红海航线业务 7 至 8 亿元的年利润，以及新船交付后的利润增量，公司未来的利润中枢有望达到 40 亿元左右的水平，形成第二成长曲线。

影响红海航线未来运价走势的关键变量有哪些，中谷物流将如何应对潜在的市场变化？

红海航线未来运价的核心变量主要有两方面：需求端和供给端。需求方面，关键在于霍尔木兹海峡的通航情况。当前该海峡通行受阻导致部分波斯湾货物绕行红海，若未来美伊冲突缓和，海峡恢复通航，这部分需求将回流至波斯湾航线，可能导致红海航线运价回调。供给方面，则取决于红海地区的安全局势。若胡塞武装停止袭击，大型船公司（如马士基、地中海航运）恢复红海航线运营，市场运力供给将增加，从而对运价构成压力。面对这些不确定性，中谷物流具备航线调整的灵活性。即使红海运价下跌，例如因霍尔木兹海峡恢复通航，公司也可能将运力及时调整至届时运价可能上涨的波斯湾航线或印巴航线，以捕捉新的市场红利。拓展国际航线是公司的既定战略，目前使用内贸船调拨运营红海航线，未来将使用新造船。在经营模式上，公司将优先考虑自营，但也会综合评估效益，若租船效益更优，也可能转为租船。航线布局上，优先考虑红海和东南亚，未来也可能根据中东及印巴市场的需求增长，向波斯湾和印巴航线拓展。

除了新兴的红海业务，中谷物流的传统租船业务市场环境和前景如何？

公司的租船业务受益于当前的市场环境。自 2023 年红海绕行事件以来，集装箱船的租金出现了一波明显上涨。从 2024 年初至今，尽管 2025 年即期运价曾出现回调，但船舶租金整体仍呈现稳步小幅上升的趋势，表现出较强的刚性。这主要是因为大型班轮公司在经历疫情期间的丰厚利润和市场波动后，经营策略趋于保守，倾向于持有更多船舶以避免错失运价上涨的机会。因此，在 2024 至 2025 年间，船公司普遍将市场上可租的船舶尽量租入，导致租金水平维持高位。2026 年的运价表现证明了这一策略的有效性，掌握大量租船运力的公司享受到了运价上涨的红利。预计未来两三年甚至五年内，大型船公司将延续“应租尽租”的策略，这将使得船舶租金持续居高不下，为公司的租船业务提供有利的市场环境。

请详细分析中谷物流租船业务、内贸运输业务以及财务相关项目的未来利润预期？

中谷物流的租船业务利润预计将持续增长。目前公司拥有 17 艘 4,600TEU、13 艘 2,500TEU 和 16 艘 1,900TEU 的船舶用于出租。这些船舶的租约通常为期两年左右，并采用滚动续签的方式，没有统一的签订日期。当前，该业务单季度税后利润约为 4.5 亿元。鉴于市场租金仍在上涨，新签订的滚动续租合同租金水平高于历史水平，预计租船业务的利润将进一步提升。到 2027 年，单季度税后利润有望接近 5 亿元，全年利润或可达到 20 亿元左右的水平，并预计在 2028 年和 2029 年继续维持高位。相比之下，内贸运输业务前景并不乐观。该业务曾是公司的核心，市场份额一度达到 30% 左右。但自 2024 年起，为应对竞争对手以市场份额为优先的策略，并抓住外贸租船市场的高租金机遇，公司逐步将大型船舶调往外贸航线，导致内贸运力持续缩减，市场份额下降。2025 年，公司内贸集运业务基本处于不盈利状态。2026 年运价同比小幅下跌，同时由于内贸经营更

多依赖租入的小型船舶，其单位成本较高且租金水平在上升，预计 2026 年该业务仍不赚钱，甚至可能出现小幅亏损。未来，公司将保持一定规模的内贸业务，主要作为外贸集运的配套，以提供全程物流服务。综合考虑实际运营利润、码头补贴及增值税返还等因素，未来内贸业务的利润贡献可基本假设为零。在财务方面，公司持有大量人民币及美元货币资金。在人民币汇率稳定时期，理财收入每年可贡献约 2 亿元的税后利润。然而，自 2026 年起，由于人民币升值，公司外币资产产生了一定的汇兑损失，预计第一季度损失超过 1 亿元，第二季度损失约数千万元，这在很大程度上对冲了理财收益。公司已开始将部分美元资产兑换为人民币以应对此趋势，预计下半年汇兑损失将逐步减少，理财收入未来有望恢复至每年 1-2 亿元的水平。

2026 年影响中谷物流利润的偶发性因素有哪些，结合红海航线业务，公司全年的利润构成预期是怎样的？

2026 年，影响中谷物流利润的一个偶发性因素是集装箱船和集装箱的资产处置。公司已公告计划处置三艘集装箱船。其中一艘 4,600TEU 的船舶，其造价为 2.5 亿元，当前账面价值约 2 亿元，预计售价为 4.5 亿元左右，可产生约 2.5 亿元的税前资产处置收益。另外两艘用于内贸的船舶载重吨约 3 万吨（折合约 2000TEU），预计处置收益相对较少，可能在 1 亿元左右。综合来看，这三艘船舶的处置预计将贡献 2-3 亿元的税后利润。结合各项业务分析，2026 年公司利润构成预期如下：首先，租船业务预计将提供 17-18 亿元的稳定年利润，并在未来两年向 20 亿元靠拢。其次，内贸业务在考虑各项补贴后基本可视为盈亏平衡。再次，船舶处置将带来 2-3 亿元的税后利润。今年最大的额外变量来自红海航线业务，根据当前运价测算，该航线全年有望贡献 7-8 亿元的税后利润，毛利润可能超过 11 亿元。

当前集运市场面临新船大量交付的压力，市场对此有何担忧？从供需两端分析，如何看待 2026 年及未来的市场演变？

市场普遍担忧未来新船的大量交付将对集运市场造成下行压力。具体数据显示，预计 2027 年年底运力同比增长可能达到 9%，2028 年增速将达到 12%。尽管运力增速确实较快，但需要注意的是，2027 年上半年的运力增速仅为 5%，相对较低。从需求端看，2026 年的需求表现非常强劲。东亚地区出口增速普遍达到 30% 左右，欧美地区的商品进口增速在 5、6 月份也回升至 10% 以上，显著高于同期 5% 的集装箱船运力增速。市场有观点认为，出口增长主要由芯片、半导体设备、汽车及风电设备等对集装箱运量贡献较小的货物拉动，且中国主要港口的集装箱吞吐量增速仅为 3-4%，与出口增速不匹配。这一观点有其合理性，但同时也要看到，东盟地区出口也实现了约 30% 的增长，其出口结构以传统制造业为主，对集运需求的拉动更为直接。此外，由于美国加征关税，部分从中国进口的货物转向东南亚，也造成了结构性变化。综合来看，2026 年的集运需求无需悲观。运价表现是强有力的证明：尽管供给增速为 5%，但年初至今运价涨幅已接近 1.5 倍，远超季节性水平。这一轮需求改善源于周期性复苏，预计高景气度能够持续到 2027

年。

如何判断当前欧美库存周期的阶段及其对集运需求的持续性影响？对 2026 年下半年集运市场的运价和公司业绩有何展望？

当前欧美市场正处于一轮新的库存周期上行阶段，这将为集运需求提供持续支撑。数据显示，欧美零售增速正在上升，特别是美国 6、7 月份的销售增速已达到 10% 左右，处于历史较高水平，且远超库存增速，表明市场处于被动去库存阶段，未来将进入主动补库存阶段。库存周期通常持续约四年，包括大约两年的上行期和一年半的下行期。本轮上行周期被认为是自 2026 年初开始，这意味着 2027 年的需求大概率会保持良好。此外，欧美日韩的 PMI 指标呈现共振向上的趋势，这种情况与 2017 年和 2021 年两轮典型的库存周期上行阶段相似，当时集运市场均维持了两年左右的景气。本轮的出口增速甚至比前两次更快，预示着需求的持续性可能强于市场预期。对于 2026 年下半年，运价环比大幅上涨的难度较大，因为市场将逐渐进入淡季，季节性因素明显。然而，由于 2025 年下半年的基数较低，只要运价缓慢回落，同比仍将实现大幅增长。运价的同比增长将直接转化为集运公司收入的大幅改善、毛利率的同比提升以及净利润的同比大幅增长。因此，对下半年集运公司的业绩持乐观态度。

在当前市场环境下，哪些航线和公司被认为将显著受益？如何理解近期中远海控和中谷物流的股价表现及市场预期的变化？

在当前市场环境下，表现最好的航线之一是中东航线，中谷物流是该航线的主要受益者。同时，南美、欧洲、北美等干线市场也表现良好，中远海控是这些航线的主要受益者。关于股价表现，中远海控在 4、5 月份因宽基指数基金赎回而股价承压。直到 6 月底，随着被动抛售结束，股价开始修复。从 8 月份开始，市场逐渐认识到运价上涨将体现在中报业绩中。海外集运公司，如海丰国际、东方海外国际以及中远海控 H 股和德翔海运，率先公布了强劲的二季度业绩并上调全年指引，其股价也随之创下历史新高。国内 A 股市场的反应相对滞后，但随后也跟随上涨。对于中谷物流，市场此前普遍将其定位为“内贸集运+外贸租船”的传统模式，认为其利润弹性较小。市场未充分考虑到公司在外贸领域拓展了红海航线，其带来的利润弹性远超预期。在这一预期被修正后，其股价表现良好。展望未来，红海航线的盈利预期尚未被市场完全消化，特别是考虑到公司有 18 艘新船将交付，并计划继续投放到红海及东南亚航线，其盈利能力和股价仍有进一步的上行空间。

对于中谷物流和中远海控这类周期性较强的公司，市场在估值方法上存在哪些困惑？应采用何种估值逻辑？

市场对于如何为中谷物流和中远海控这类公司进行准确定价存在困惑。例如，在 2021 年和 2022 年的景气周期中，中远海控的市盈率（P/E）曾低至两倍，市场担忧当前估值是否会重回这一水平。经过分析，认为对于这类公司，采用股息率

作为估值方法可能更为合适。

如何看待当前集运公司在一线和二线梯队中的估值差异，以及各自合理的股息率水平？

一线集运龙头公司，如中远海控，由于业务聚焦于运价波动性较高的欧美干线，市场普遍认为其周期性更强，因此倾向于给予较低的市盈率（P/E）估值，并要求约 6%至 7%的股息率。相比之下，二线集运公司，如海丰国际、锦江航运和中谷物流，其主营的近洋航线运价波动性远低于远洋航线，盈利稳定性更高。特别是行业标杆海丰国际，其历史分红记录良好，市场认可度高，愿意接受其约 10 倍的估值。同时，二线公司普遍具有更高的分红比例，例如中谷物流承诺不低于 60%，海丰国际 2026 年中期分红比例超过 100%，锦江航运也达到 60%至 70%的水平。因此，二线集运公司的市盈率估值可以更高，其合理的股息率水平预计在 5%至 6%之间。基于此，二线集运公司的估值和股价目前可能存在一定的上行空间。

市场普遍认为中远海特的业绩增长主要由汽车、风电等出口带动，这一观点是否准确？如何理解其业绩与集运价格之间的真实关系？

市场存在一个观点，认为中远海特的业绩高增长主要得益于中国汽车、风电和工程机械出口的强劲需求，从而推高了其汽车船、多用途船和重吊船的运价。然而，需要关注中远海特运价与集运运价之间的高度相关性。以 2026 年为例，第一季度尽管汽车、风电等出口同样处于高增长态势，但由于当时集运价格处于低位，中远海特的业绩相对平稳，未出现显著上升。进入第二季度，在出口基本面保持高增长的同时，中远海特的业绩突然大幅释放，其核心变量是集运运价的大幅上涨。从微观层面看，中远海特的货源中包含集装箱，且汽车等货物既可由汽车船运输，也可由集装箱船运输，这导致了汽车船运价与集运运价的联动性，多用途船和重吊船也存在类似情况。当前，中远海特主要运营的南美、中东、欧洲等航线，正是第二、三季度运价涨幅显著的区域，因此公司受益明显。预计其第三季度业绩将超越第二季度，整个集运板块，包括海丰国际和中谷物流，在第三季度都可能呈现高增长，其投资机会不仅限于中报行情，三季报更值得期待。

中谷物流近期在行业景气高点订造新船，是否意味着其经营能力下降？这一决策背后的战略考量是什么？

中谷物流在 2026 年上半年订造新船，这一行为应结合其经营战略的调整来客观看待。集运行业的景气周期远超市场预期，展望至 2027 年仍可能维持高景气，因此当前时点造船未必是错误的决策。更重要的是，此举反映了公司从聚焦内贸航线向拓展外贸业务的战略转型。公司以往主要为内贸运输建造 4,600TEU 甚至 2,500TEU 的船舶，而现在则需要专门建造适合外贸航线的船舶。在此战略下，公司一方面出售部分内贸船，另一方面订造新的外贸船，这一资产置换行为是合

理的。

中谷物流订造 18 艘新船的资本开支是否会影响其未来的分红政策？

订造新船对公司未来分红的影响预计较小。这 18 艘船的总资本开支约为 73 亿元，而公司目前在手现金超过 100 亿元，足以覆盖此项开支。再考虑到即将发行的 20 多亿元可转债，资金更为充裕。虽然公司为应对未来可能继续造船等不确定性，将分红比例从 2024 年的约 90% 和 2025 年的 70% 调整至承诺不低于 60%，但这是基于审慎原则。按 60% 的比例计算，其股息率仍可维持在 5% 至 6% 的合理水平。待未来造船计划明确后，分红比例仍有提升可能。此外，公司还有大量的折旧摊销现金流可用于资本开支，因此无需过分担忧其分红能力。

中谷物流 2026 年第一季度出现的汇兑损失是否会持续影响业绩？公司在内贸相关的补贴方面又面临怎样的前景？

关于汇兑损失，2026 年第一季度体现较为明显，金额超过 1 亿元，第二季度预计仍有数千万元。公司的经营策略是尽量将持有的美元兑换为人民币，随着这一过程的推进，人民币升值对其造成的汇兑损失影响将逐渐减弱。待兑换完成后，公司可利用在手现金进行理财，获得可观收入，从而使该项目对利润的贡献转为正面。关于内贸补贴，其来源主要有二：一是与内贸集装箱港口吞吐量挂钩的补贴，这部分金额可能随内贸业务规模的缩减而减少；二是以增值税和所得税返还为主的补贴，这与公司注册地的协议相关。根据公告，现有协议将持续到 2027 年初，之后可能存在变数。但考虑到公司对地方的税收贡献，即使现有政策无法延续，公司仍可能在其他地区寻求类似的合作，因此前景值得期待。

综合来看，中谷物流未来的业务增长点 and 市值空间如何？

2026 年，中谷物流通过开拓红海航线，其盈利水平很可能将远超市场预期。随着市场对这一变化的预期逐渐反映，公司股价已有所表现。展望未来，随着 18 艘新船陆续交付并投入红海和东南亚航线，公司的盈利能力有望再上一个台阶，或将达到 40 至 50 亿元的水平。对比当前不足 300 亿元的市值，其向上空间依然较大。公司有望迎来业务的第二波成长期，发展前景值得期待。

