下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 9 月 22 日

公司研究

内贸稳中蓄势，外贸增量可期

——中谷物流（603565.SH）投资价值分析报告

要点

26 年集运行业内外冷暖分明。1）内贸集运方面，行业由高速扩张步入中低速增长的成熟阶段，竞争格局三足鼎立，CR3 长期维持在 75%以上。需求端，行业增长动能转向货源结构升级与运输效率提升，“散改集”与多式联运政策打开中长期增长空间。供给端，受准入制度约束、造船产能锁定及内外贸运力转移影响，有效运力扩张受限。2）外贸集运方面，全球贸易不确定性加剧背景下亚洲区域内航线运量保持稳健增长。集装箱船队大型化趋势加速，中小型船舶供给结构性错配，叠加地缘冲突扰动，有效运力持续趋紧。

内贸集运起家，外贸业务成为盈利新增长极。公司以沿海集装箱运输起家，依托公路、铁路、物流园区等多式联运网络，为客户提供集装箱全程物流服务，内贸集运构成业务基本盘。公司 21 年起布局海外集运，形成租船与自营航线并举的运营模式，业务触角延伸至东南亚、印巴、红海等区域。25 年公司实现营业收入 106 亿元，归母净利润 20 亿元，同比增长 9%，盈利能力居行业前列。内贸业务受运价下行拖累有所收缩，外贸业务成为重要增长极，25 年外贸营收 30 亿元，同比大幅增长 73%，其中船舶期租业务收入 29 亿元，毛利率高达 76%。26Q1，国际自营航线收入已达 2.4 亿元，毛利率转正至 37%，外贸业务盈利能力进入兑现期。

逆周期造船锁定成本优势，差异化船型布局打开外贸增长空间。公司核心竞争力源于精准的逆周期造船能力与差异化的外贸船型布局。公司于造船价格低位锁定 18 艘 4600TEU “省会系列”船舶，同时于二手船价高位主动出售老旧小型船舶，实现“低位造船、高位卖旧、大船替代小船”的良性循环。26 年公司签订 18 艘新船订单（10 艘 1800TEU+8 艘 6300TEU），计划于 27-29 年分批交付，其中 1800TEU 船舶主要服务东南亚航线，6300TEU 船舶投向红海航线，完善分层运力体系。截至 26 年 6 月，公司常态化运营 2 条东南亚航线及 1 条红海航线，自营航线装载率已提升至 95%-100%，差异化船型布局精准匹配区域支线市场需求，外贸第二增长曲线渐行渐近。

盈利预测、估值与评级：我们预测 26-28 年公司归母净利润分别为 26/31/33 亿元，EPS 分别为 1.23/1.46/1.57 元，当前股价对应 PE 分别为 10/8/8 倍。考虑到公司优质高股息红利属性以及未来 6.84 万 TEU 新增运力构建竞争壁垒，给予 26 年目标 P/E 13X，对应目标价 16.02 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国际贸易及地缘政治反复，汇率及宏观经济波动风险，运力配置及成本控制风险，“散改集”及多式联运推进不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	11,258	10,617	12,140	13,385	14,450
营业收入增长率	-9.49%	-5.70%	14.35%	10.25%	7.95%
归母净利润（百万元）	1,835	2,001	2,587	3,071	3,288
归母净利润增长率	6.88%	9.03%	29.30%	18.70%	7.07%
EPS（元）	0.87	0.95	1.23	1.46	1.57
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.61%	19.14%	20.59%	22.64%	22.85%
P/E	14	13	10	8	8
P/B	2.3	2.4	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-09-21　注：24-28 年公司股本均为 21 亿股

买入（首次）

当前价/目标价：12.11/16.02 元

作者

分析师：虞楠

执业证书编号：S0930526070001

021-52523881

yunan@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.00
总市值(亿元):	254.00
一年最低/最高(元):	9.11/13.70
近 3 月换手率:	60.97%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	14.40	21.09	11.35
绝对	8.90	11.95	9.79

资料来源：Wind

下载日志已记录，仅供内部参考

投资聚焦

关键假设

1）**内贸业务低速稳健增长：**预计 2026-2028 年内贸运输量增速维持在 3%左右，内贸集运运价均值分别为 1100/1130/1160，同比-7%/+3%/+3%。内贸集运行业已由高速扩张步入成熟阶段，受“散改集”及多式联运政策支撑具备长期增量空间，但短期受宏观经济驱动减弱及运力供给改善影响，运价仍处低位承压状态。

2）**外贸业务高弹性释放：**预计 2026-2028 年 CCFI 均值同比+45%/+4%/+3%，对应外贸营收增速+60%/+17%/+11%。亚洲区域内航线运量在贸易不确定性下仍保持 4%-5%的稳健增长，且红海绕行导致有效运力趋紧，公司差异化中小型船型布局契合区域支线市场结构性错配。

3）**成本端短期承压后趋稳：**预计 2026-2028 年单箱成本同比+5%/+5%/+5%，主要因内贸运力增速放缓导致部分规模效益损失，但随外贸高毛利业务占比提升，整体毛利率将从 25 年 24%逐步改善至 28 年 29%。

我们区别于市场的观点

市场普遍关注内贸运价下行对公司基本盘影响，我们认为公司外贸业务已进入盈利能力兑现期，成为估值重塑的核心驱动。

1）**市场低估公司外贸业务盈利修复确定性与弹性。**2025 年船舶期租业务收入 29 亿元，毛利率高达 76%，且 26Q1 国际自营航线毛利率已由负转正至 37%，验证自营航线跨越盈亏平衡点的能力。

2）**市场尚未充分定价公司差异化船型布局的战略价值。**10 艘 1800TEU（东南亚航线）+8 艘 6300TEU（红海航线）的梯队化运力投放，精准匹配区域支线市场供需缺口。

股价上涨的催化因素

短期催化：1）外贸自营航线装载率与盈利持续改善。2）PDCI 企稳回升。3）分红政策兑现度。

中长期催化：新造船订单交付与航线爬坡进度。27 年起新船分批投运，若在东南亚航线实现快速货源爬坡、在红海航线获得稳定长约客户，将构建中长期估值锚点。

估值与目标价

我们预测 26-28 年公司归母净利润分别为 26/31/33 亿元，EPS 分别为 1.23/1.46/1.57 元，当前股价对应 PE 分别为 10/8/8 倍。考虑到公司优质高股息红利属性以及未来 6.84 万 TEU 新增运力构建竞争壁垒，给予 26 年目标 P/E 13X，对应目标价 16.02 元，首次覆盖给予“买入”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1、 深耕内贸集运二十余年，迈向国际化班轮公司 6
1.1 内贸集运起家，逐步形成综合物流与国际航运能力 6
1.2 股权结构集中，实控人具备丰富航运经营经验 6
1.3 内贸基本盘稳固，外贸形成租船与自营航线双轮驱动 7
1.4 经营稳健，外贸布局助力盈利修复 8
2、 内贸集运：需求结构持续升级，有效运力扩张受限 10
2.1 行业特征：货源结构多元、港口网络成熟、需求具有季节性 10
2.2 需求：宏观经济驱动减弱，政策支持成为长期增长主要动力 11
2.2.1 集装箱化率仍处较低水平，“散改集”带来长期增量空间 12
2.2.2 多式联运提升运输效率，拓展集装箱应用场景 14
2.3 供给：船队扩张放缓，有效运力受到制度和成本约束 16
2.4 竞争格局：行业完成出清，三足鼎立格局稳定 17
3、 内贸基本盘稳固，外贸航线打开第二增长曲线 18
3.1 业务规模位居前列，盈利能力展现经营韧性 18
3.2 逆周期扩张与船队更新并举，规模效应构筑成本优势 18
3.3 外贸航线打开第二增长曲线，国际化布局进入兑现期 21
3.3.1 亚洲区域需求稳健增长，船队供给结构性错配凸显 21
3.3.2 差异化船型布局匹配区域需求，外贸业务盈利能力持续改善 23
3.4 分红政策稳定，股东回报具备持续性 24
4、 盈利预测 25
4.1 关键假设及盈利预测 25
4.2 相对估值 26
4.3 绝对估值 26
4.4 估值结论与投资评级 28
5、 风险分析 28

下载日志已记录，仅供内部参考

图目录

图 1：股权结构（截至 26 年 6 月 30 日） 7
图 2：公司多式联运业务模式 7
图 3：2017-26H1 公司营收及同比增速 8
图 4：2017-26H1 公司境内外营收占比情况 8
图 5：公司营收与 PDCI 高度相关（截至 26 年 9 月 11 日） 8
图 6：2017-2025 年公司分地区营收占比情况 8
图 7：2017-26H1 公司归母净利润及同比增速 9
图 8：2017-26H1 公司净利率和毛利率 9
图 9：2017-26H1 公司资产周转率、权益乘数和 ROE 9
图 10：2017-26H1 公司资本结构和偿债能力情况 9
图 11：内贸集运行业上下游产业链 10
图 12：内贸集运沿海港口布局（GDP 同比对应 2017 年） 11
图 13：内贸集运主要航线布局 11
图 14：2016-2026 年 6 月内贸集装箱吞吐量及综合运价指数 11
图 15：2016-2025 年中国内贸集装箱运量增速与 GDP 增速 12
图 16：发达国家港口集装箱化率 12
图 17：全国港口集装箱货物及散货吞吐量 12
图 18：国内货物运输量结构 14
图 19：国内货物周转量结构 14
图 20：2014-2025 国内水运货运量及增速 14
图 21：2012-2026 年 1-5 月国内海铁联运箱吞吐量及增速 15
图 22：12-25 年中国沿海 700TEU 以上集装箱船运力及增速 17
图 23：12-25 年中国沿海 700TEU 以上集装箱船平均船龄及增速 17
图 24：中谷物流、泛亚航运、安通控股 16-26H1 营收（亿元） 18
图 25：中谷物流、泛亚航运、安通控股 16-26H1 净利润（亿元） 18
图 26：中谷物流、安通控股总运力及自有运力占比情况 19
图 27：2017-2025 年公司集装箱运输量及同比增速 19
图 28：2015-2026 年 7 月中国新造船价格指数及公司主要订造船舶时点 20
图 29：2017-2025 年公司单箱成本和同比增速 21
图 30：东西向干线、南北航线、东西向支线、亚洲区域内航线集装箱贸易量、占比及增速 22
图 31：2017-2028E 全球集装箱运力规模 23
图 32：2017-2028E 全球中小型、大型集装箱船舶运力及增速 23
图 33：2017-2026 年 7 月红海航线和东南亚航线运价（美元/TEU） 23
图 34：25-26Q1 公司东南亚、红海航线营收及毛利率情况 24
图 35：23-25 年公司国际业务分项营收及毛利率情况 24
图 36：2020-2025 年公司现金分红总额及股利支付率 25

下载日志已记录，仅供内部参考

表目录

表 1：公司发展历程 6
表 2：我国“散改集”相关政策梳理 13
表 3：我国发展多式联运相关政策梳理 15
表 4：新造和二手中小型船舶对比 16
表 5：国内头部内贸集运公司运力情况（截至 26 年 8 月 31 日） 18
表 6：公司历史购入/出售船舶情况 20
表 7：公司营业收入、营业成本、费用率及归母净利润预测 26
表 8：可比公司估值表 26
表 9：绝对估值核心假设表 27
表 10：现金流折现及估值表 27
表 11：敏感性分析表（单位：元） 27

下载日志已记录，仅供内部参考

1、 深耕内贸集运二十余年，迈向国际化班轮公司

1.1 内贸集运起家，逐步形成综合物流与国际航运能力

中谷物流（Shanghai Zhonggu Logistics Co., Ltd.，以下简称公司）创立于 2003 年，是中国最早专业经营内贸集装箱航运的企业之一。2016 年 3 月，公司在新三板挂牌上市，并于 2017 年 4 月摘牌。2020 年 9 月公司于上交所上市。历经二十余年发展，公司现已成为集班轮运输、综合物流、船舶管理、实体投资等板块为一体的综合性现代化实体企业。据 Alphaliner 数据，截至 2026 年 8 月 31 日，中谷物流运力排名全球第 34 位，旗下 60 艘集装箱船合计运力 5.57 万 TEU，其中自有船舶 12 艘，租入船舶 48 艘，在建 18 艘，在建运力 6.84 万 TEU，为现有运力 1.22 倍。

表 1：公司发展历程

时间	事件
2003 年	上海中谷新良海运有限公司成立
2005 年	首艘自有船舶投入运营
2010 年	中谷海运集团有限公司出资设立中谷新良实业有限公司
2013 年	中谷海运集团成立
2014 年	开通首条集装箱铁路班列，海铁联运起步
2015 年	中谷物流股份有限公司成立，完成股份制改造
2016 年	新三板挂牌 运力排名跻身全球前 20
2017 年	引入软银、钟鼎等 11 家战投，注册资本由 3.44 亿元增至 6 亿元 新三板终止挂牌，启动 A 股 IPO 辅导
2018 年	运力排名跻身全球前 15
2019 年	运力排名跻身全球前 13
2020 年	公司于上交所主板上市，募资 14.79 亿元
2021 年	签订 18 艘 4600TEU 船舶 CV1 航线（上海-宁波-胡志明）开通，开始贯通内外贸产业链
2022 年	4600TEU 首制船"中谷济南"首航
2023 年	中谷钦州集装箱多式联运物流基地投运
2026 年	与恒力重工达成 8 艘 6300TEU 建造合作 广西北海铁山港公铁海多式联运中心项目开启招标

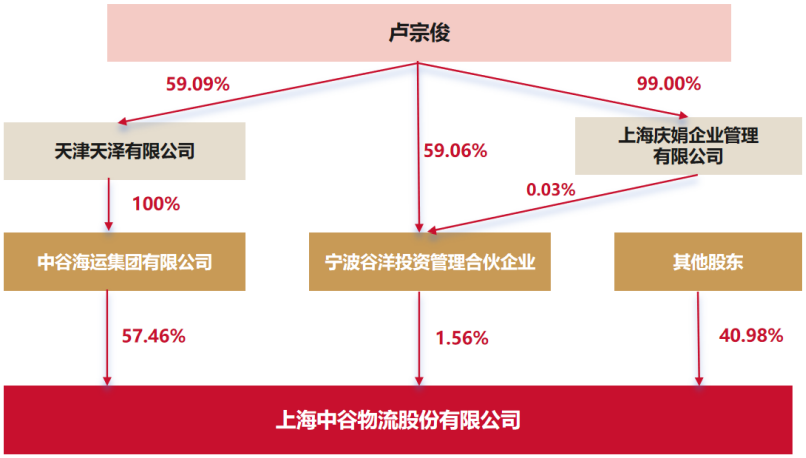
资料来源：中谷物流招股说明书，公司年报，国际船舶网等，光大证券研究所整理

1.2 股权结构集中，实控人具备丰富航运经营经验

公司股权结构较为集中。公司实控人卢宗俊通过中谷海运集团及宁波谷洋投资管理合伙企业合计控制公司 34.87%的股份，为公司的实际控制人。卢宗俊历任物华海运有限公司航运部经理、中国国旅旅游贸易中心储运部经理、洋浦中谷新良海运有限公司副总经理，拥有丰富的航运行业经验。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：股权结构（截至 26 年 6 月 30 日）



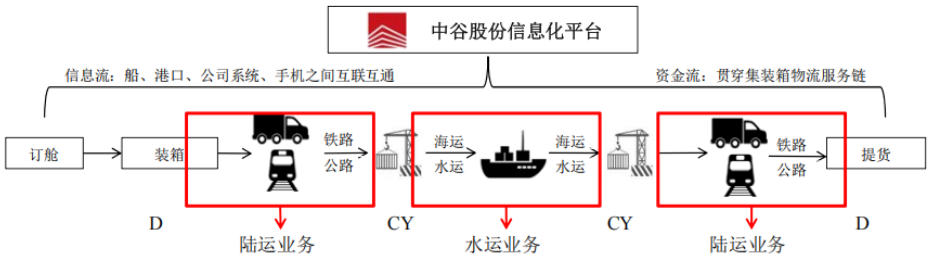
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.3 内贸基本盘稳固，外贸形成租船与自营航线双轮驱动

公司为国内集装箱物流服务商，以沿海集装箱运输起家，依托公路、铁路、物流园区等多式联运网络，为客户提供集装箱全程物流服务，内贸集运构成业务基本盘。2021 年起公司布局海外集运，形成租船与自营航线并举的运营模式，业务触角延伸至东南亚、印巴、红海等区域，正逐步构建“国内国际双循环”的业务格局。

目前公司的集装箱物流服务主要分为港到港服务模式和多式联运服务模式两种。港到港服务模式指由公司向客户提供港口至港口的水运集装箱物流服务，多式联运服务模式指公司向客户提供包含水运及陆运的服务，具体可分为门到门（D-D）、港到门（CY-D）及门到港（D-CY）模式。以门到门为例，公司根据订舱指示，就近安排车队提取集装箱至客户处，装箱后通过“公路+铁路”运输至始发港集装箱码头堆场，通过海运、水运方式至目的地港口（可能通过中转港），再由“公路+铁路”运输至收货方，确认并签收。

图 2：公司多式联运业务模式



服务模式	港到港模式	多式联运模式		
	CY-CY	D-CY	CY-D	D-D
水运收入	全部收入	CY-CY 段收入	CY-CY 段收入	CY-CY 段收入
陆运收入	-	D-CY 段收入	CY-D 段收入	D-CY 及 CY-D 段收入

资料来源：中谷物流招股说明书，光大证券研究所整理

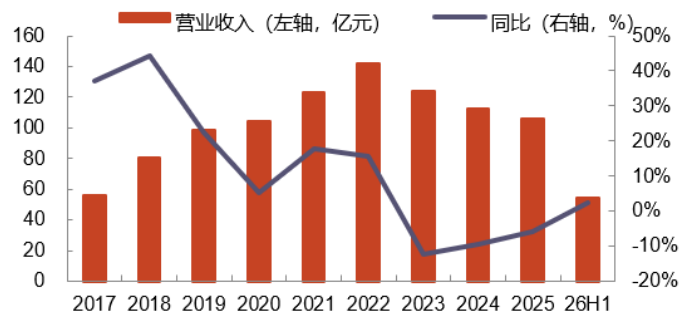
下载日志已记录，仅供内部参考

公司 21 年进入外贸集运市场，根据内外贸供需灵活调配运力投向，追求船舶收益最大化。公司在外贸景气度较高时将自有大型船舶投入外贸市场，并优先采用长期租船方式锁定受益。同时，公司部分租赁运力投入内贸市场，并根据装载率、运价和班期密度等动态调整运力规模。25 年公司投入约 63%运力至海外船舶租赁，陆续开通印巴快线、红海快线、海防快线在内的多条外贸自营航线。公司 26 年计划新增 10 艘 1800TEU 和 8 艘 6300TEU 集装箱船，合计新增名义运力 6.84 万 TEU，其中 1800TEU 船主要服务东南亚航线，6300TEU 船主要投向红海等主干航线，预计海外运力投放具有较强持续性。

1.4 经营稳健，外贸布局助力盈利修复

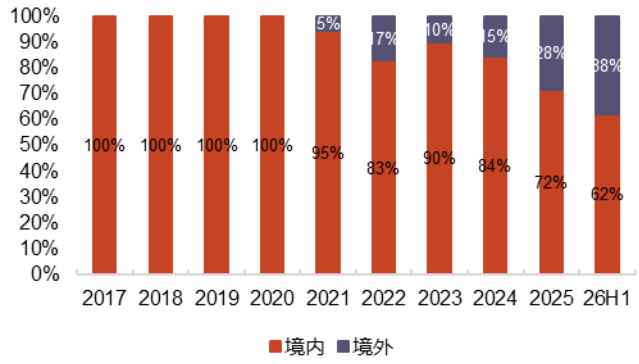
公司营收整体随运力扩张增长，近年来外贸营收占比持续提升。17-20 年，在“散改集”“公转水”趋势下，内贸集运需求快速增长，公司营收由 56 亿元增长至 104 亿元，CAGR 为 23%。21-22 年，受益于外贸景气度提升，营收快速增长，尽管 22 年外贸景气度再度回落，但随内贸运力流出后供给端改善，22 年营收再创新高，境外业务占比增长至 17%。23 年，受新船大量交付影响，供给端过剩，内外运价下行，公司营收下滑 12%至 124 亿元。24-26H1，受红海地缘冲突影响，外贸景气再度回升，公司调动大量运力投入外贸市场，25 年境外业务占比再度提升至 28%，营收整体受内贸景气度下行拖累下滑至 106 亿元。

图 3：2017-26H1 公司营收及同比增速



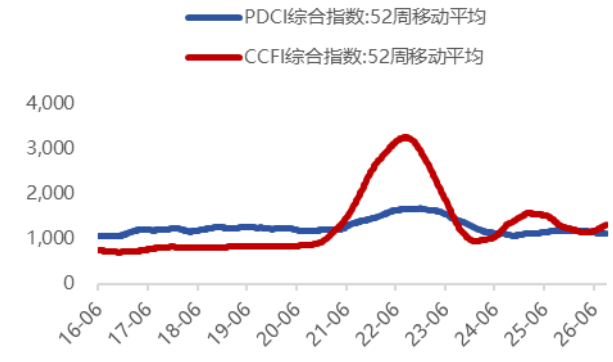
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 4：2017-26H1 公司境内外营收占比情况



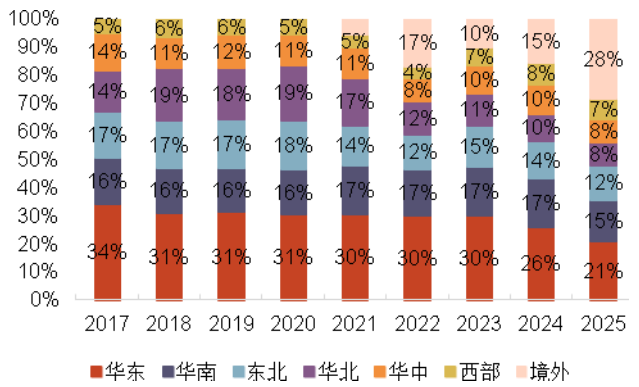
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 5：公司营收与 PDCI 高度相关（截至 26 年 9 月 11 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 6：2017-2025 年公司分地区营收占比情况

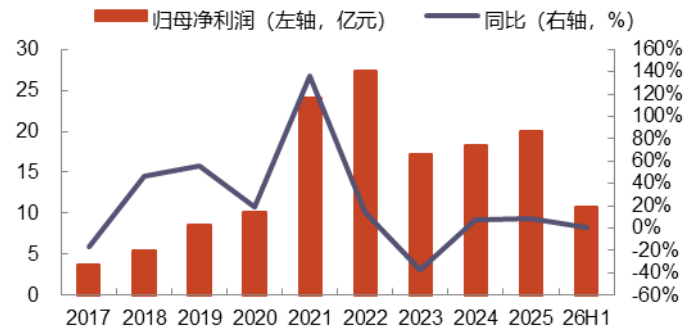


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

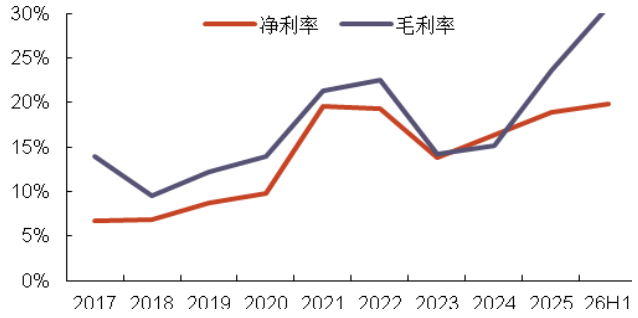
公司归母净利润波动幅度大于营收，运价上行时利润快速释放，运价回落时毛利率和净利润率同步收缩，整体净利率中枢呈上行趋势。17-20 年，受益于运力扩张带来的规模效应，公司归母净利润由 4 亿元增至 10 亿元，CAGR 为 39%。21-22 年公司受益于外贸景气度提升及其外溢效应，内贸运价同步上涨，22 年归母净利润达到峰值 27 亿元。23 年内外运价下行，公司归母净利润下滑 37%至 17 亿元。24-25 年，公司以期租形式提高外贸市场运力投放，25 年归母净利润提升至 20 亿元，同比增长 9%，毛利率和净利率分别回升至 24%和 19%。26H1，受益于外贸自营业务扩张，归母净利润 11 亿元，同比增长 1%，扣非归母净利润 10 亿元，同比增长 19%，毛利率和净利率分别提升至 31%和 20%。

图 7：2017-26H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 8：2017-26H1 公司净利率和毛利率

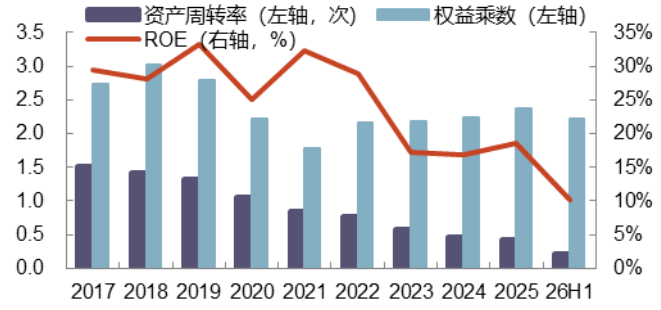


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司近年来 ROE 稳定在 20%，但资产使用效率有所下降。17-25 年，公司 ROE 均值 25.4%，整体盈利能力良好。其中，23 年受行业景气度回落及资产周转率下降影响，ROE 降至 17%，随后随着盈利能力修复，25 年回升至 19%。资产周转率由 17 年的 1.52 次持续降至 25 年的 0.43 次，表明近年来资产规模扩张快于收入增长，新投入运力的利用效率仍有待提升。

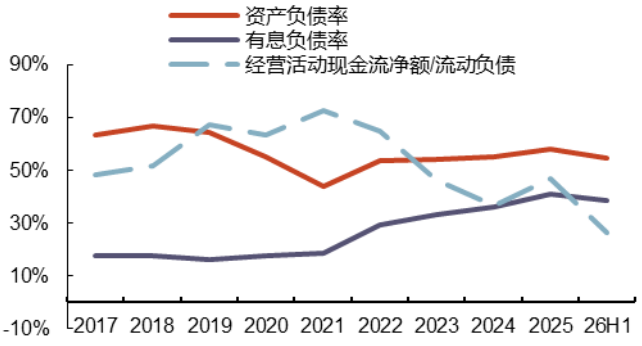
公司整体杠杆水平处于健康区间，偿债能力较为稳健。17-21 年，公司资产负债率由 63%降至 44%，权益乘数由 2.74 降至 1.78，体现出较强的去杠杆能力。随着运力及业务投入增加，26H1 权益乘数回升至 2.22，资产负债率升至 55%，有息负债率则由 18%提升至 39%，财务杠杆和利息负担有所上升。经营活动现金流净额/流动负债由 21 年的 73%降至 24 年的 37%，25 年回升至 47%，短期偿债保障能力有所修复。

图 9：2017-26H1 公司资产周转率、权益乘数和 ROE



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：2017-26H1 公司资本结构和偿债能力情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

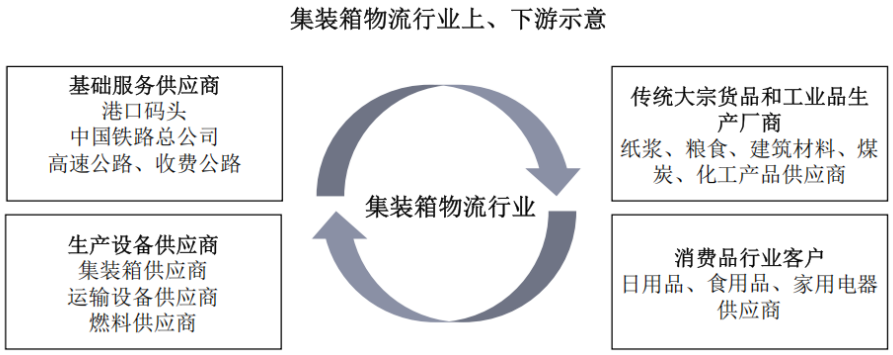
下载日志已记录，仅供内部参考

2、 内贸集运：需求结构持续升级，有效运力扩张受限

2.1 行业特征：货源结构多元、港口网络成熟、需求具有季节性

内贸集运客户主要包括生产型企业和货运代理两类，运输货物则以大宗工业品和消费品为主。生产型企业通常具有稳定的原材料、产成品运输需求，货运代理则通过整合多类货源，为中小客户提供集约化运输服务。传统大宗货品和工业品主要为矿建材料、粮食、造纸、橡胶、煤炭及制品、金属矿石及木材等。受“散改集”政策推动，部分原由散货方式运输的货物逐步转向集装箱运输，叠加集装箱运输在减少中转环节、降低货损及提升运输效率等方面的优势，适箱货物范围持续扩大。消费品主要为日用品、食品、家用电器、汽车零部件等。随着居民消费升级、电商零售发展及物流需求向小批量、高频次转变，消费品在内贸集运货源中的占比有望进一步提升。

图 11：内贸集运行业上下游产业链



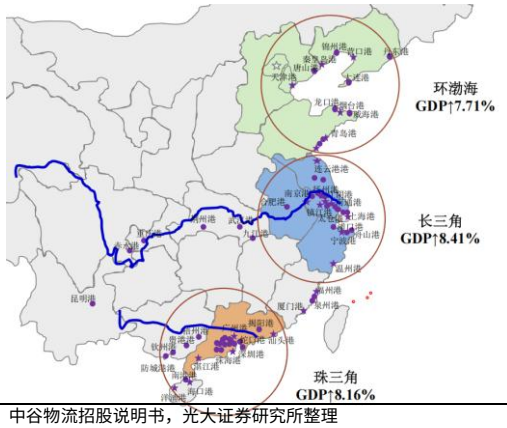
资料来源：中谷物流招股说明书，光大证券研究所整理

内贸集运行业已形成以沿海干线为主体、以长江和珠江航线为延伸、以环渤海、长三角和珠三角港口群为核心节点的网络化布局。港口资源主要集中于环渤海、长三角和珠三角三大经济圈，依托天津、青岛、上海、宁波、厦门、广州、深圳等综合性枢纽港，连接东北、华北、华东、华南及西南等主要经济区域。其中，环渤海港口群主要服务粮食、煤炭、矿石、钢材等大宗货物运输；长三角港口群依托制造业和消费市场优势，货源结构较为多元；珠三角港口群则受益于电子、电器、食品饮料及日用消费品等产业集聚，区域内贸运输需求较为旺盛。

从航线布局看，主要航线包括沿海航线、长江航线和珠江航线，沿海航线是中国内贸集运最重要的航线之一，连接中国东海岸的主要港口，包括大连、青岛、上海、宁波、厦门、广州、深圳等；长江航线是中国内河集装箱运输的主要通道之一，主要连接上海、南京、武汉、重庆等城市的内河港口；珠江航线是中国南方地区的重要内河集装箱运输通道，主要服务于广东省和广西壮族自治区的货运需求，包括广州、深圳、珠海、湛江、南宁等重要港口。

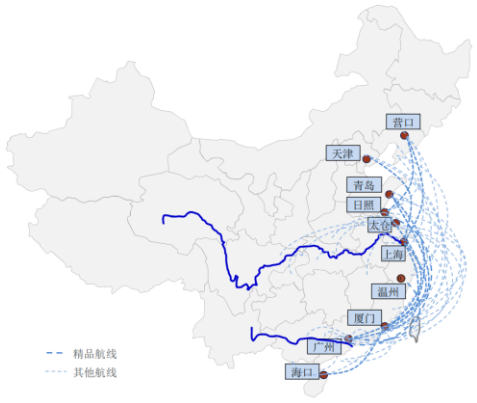
下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：内贸集运沿海港口布局（GDP 同比对应 2017 年）



资料来源：中谷物流招股说明书，光大证券研究所整理

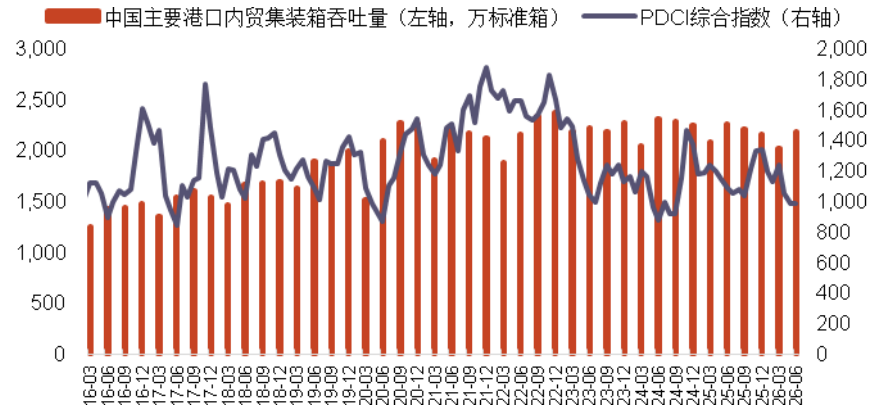
图 13：内贸集运主要航线布局



资料来源：中谷物流招股说明书，光大证券研究所整理

内贸集运行业存在季节性。一季度通常为行业相对淡季，主要受节假日期间部分工厂停工、商贸企业放假，货主发货及提货需求减少，春节前后港口、仓储及陆运环节作业效率下降影响。二季度和三季度市场需求相对稳定，随着生产经营活动恢复及消费市场逐步回暖，货运量有所增加。第四季度受传统消费旺季、节前备货及部分企业年度采购安排影响，运输需求相对旺盛。此外，内贸集运季节性受货源结构影响：粮食、农产品等货物的运输量通常与播种、收获及销售周期相关；建材、家居等货物受房地产建设、基础设施施工进度及北方冬季天气影响；食品饮料、日用消费品等货物则在节假日及消费旺季前出现集中备货现象。

图 14：2016-2026 年 6 月内贸集装箱吞吐量及综合运价指数



资料来源：Wind，光大证券研究所

人在草木间

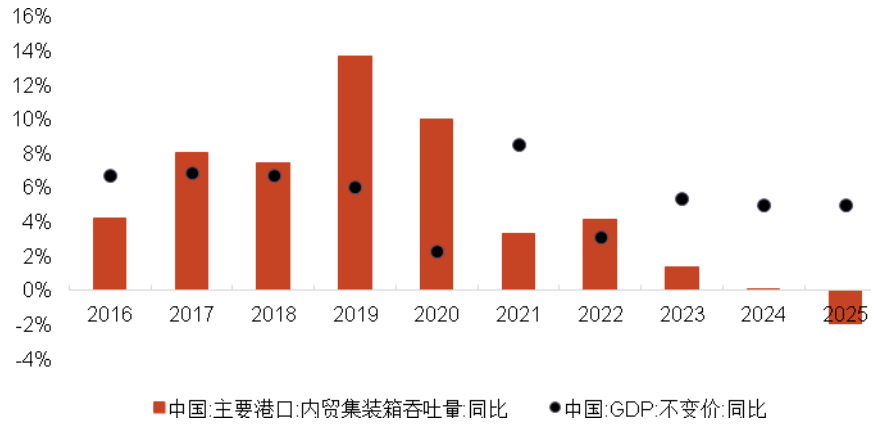
2.2 需求：宏观经济驱动减弱，政策支持成为长期增长主要动力

2017-2020 年，内贸集装箱吞吐量增速整体高于同期 GDP 增速，但 2021 年以来二者出现明显分化，内贸集运行业增速领先 GDP 的特征有所弱化。17-20 年内贸集装箱吞吐量增速平均高于后者约 4pct，反映出该阶段“散改集”推进、货源集装箱化率提升及内贸集运网络扩张对行业增长形成较强支撑。21 年以来，内贸集装箱吞吐量增速连续低于 GDP 增速，2025 年同比下降 2%，而 GDP 同

下载日志已记录，仅供内部参考

比增长 5%，表明行业增长动能由宏观经济总量扩张转向货源结构和运输需求变化。该阶段内贸集运需求受传统工业及部分大宗货源运输需求偏弱、运输方式调整等因素影响，GDP 增长更多由服务业和技术密集型产业带动，对集装箱运输的直接拉动作用相对有限。因此，近年来 GDP 增速与内贸集装箱吞吐量增速之间的相关性有所减弱。

图 15：2016-2025 年中国内贸集装箱运量增速与 GDP 增速

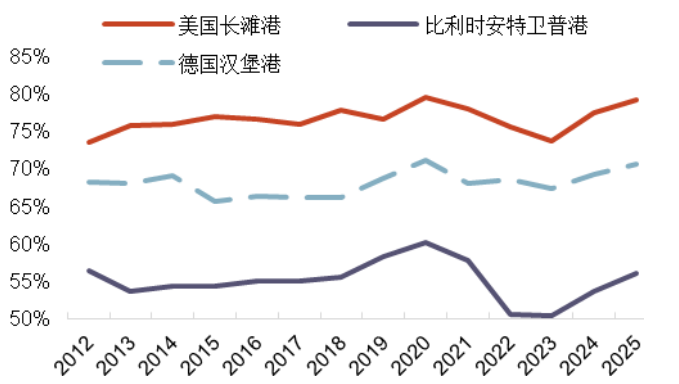


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2.1 集装箱化率仍处较低水平，“散改集”带来长期增量空间

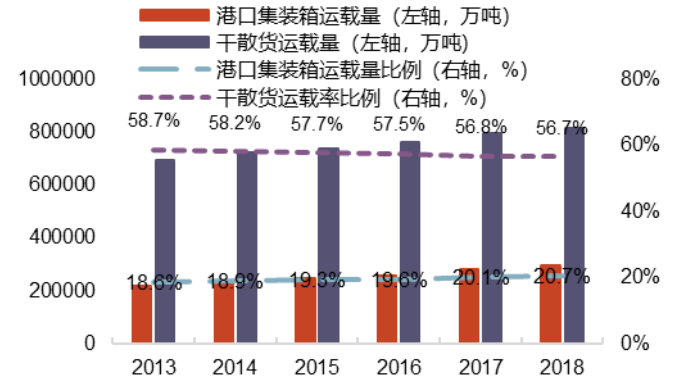
与欧美主要港口相比，中国港口集装箱化率仍处于较低水平，行业具有较大的“散改集”提升空间。美国长滩港、比利时安特卫普港、德国汉堡港集装箱化率普遍位于 50%-80%区间，相比之下，2018 年中国港口集装箱运载量占比为 20.7%，同期干散货运载量占比仍超过 56%。随着“散改集”政策持续推进、集装箱运输基础设施不断完善以及客户对运输效率和货损控制要求提升，中国港口集装箱化率仍有较大提升空间，并将为内贸集装箱运输需求增长提供重要支撑。

图 16：发达国家港口集装箱化率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 17：全国港口集装箱货物及散货吞吐量



资料来源：中谷物流招股说明书，光大证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

“散改集”政策持续推进，有望扩大内贸集运适箱货源范围，并成为提升我国港口集装箱化率的长期驱动力。近年来，国家政策已由推动大宗货物“公转铁、公转水”，逐步延伸至粮食、化肥、矿产、焦炭、水泥熟料等适箱货物的集装箱化运输，并通过港口装卸设施改造、铁路专用线建设、定制化班列、运价优惠及地方箱量补贴等方式，降低货主运输方式转换成本。随着港口散改集设施、多式联运网络及信息化体系持续完善，传统大宗货物将加快由散货运输向集装箱和铁水联运转变，为内贸集运行业拓展增量货源、提升集装箱化率提供支撑。

表 2：我国“散改集”相关政策梳理

年份	政策文件	内容
2016 年	《营造良好市场环境推动交通物流融合发展实施方案》	推广集装化标准化运输模式。加大运输设备集装化、标准化推广力度。到 2018 年，全国 80%左右的主要港口和大型物流园区引入铁路，集装箱铁水联运量年均增长 10%以上，铁路集装箱装车比率提高至 10%以上。
2018 年	《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020 年）》	以大宗货物“公转铁、公转水”为主攻方向，要求提高铁路、水路承担的大宗货物运输比例；提出大幅增加港口集装箱多式联运量，推进江海直达、江海联运及干散货、集装箱联运，并推广集装化运输、35 吨敞顶集装箱等装备。
2021 年	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021-2025 年）》	提出到 2025 年基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局；全国集装箱铁水联运量年均增长 15%以上；京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点区域沿海主要港口利用铁路、水路等方式运输大宗货物的比例力争达到 80%。
2022 年	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	推进大宗货物和集装箱铁水联运系统建设，扩大铁水联运规模；以长江干线、西江航运干线为重点提升江海联运组织水平；推动铁路专用线进港、进园区、进厂区，促进大宗货物“公转铁”“公转水”。
2022 年	《“十四五”现代物流发展规划》	鼓励发展集拼集运、模块化运输、“散改集”等组织模式，推进结构性降本。
2023 年	《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023—2025 年）》	明确提出积极推进粮食、化肥、铜精矿、铝矾土、水泥熟料、焦炭等适箱大宗货物“散改集”；鼓励港口配置灌箱、卸箱等设备，鼓励铁路针对大客户开行“散改集”定制化班列，并推动集装箱共享共用、“一箱到底”。
2023 年	《关于加快推进多式联运“一单制”“一箱制”发展的意见》	推动托运人一次委托、一次结算、多式联运经营人全程负责，并推动集装箱运输“不换箱、不拆箱、一箱到底”，降低散改集及多式联运过程中的换装、短倒和重复装卸成本。
2024 年	《关于做好 2024 年降成本重点工作的通知》	要求调整优化运输结构，大力推动大宗货物和中长距离货物运输“公转水”“公转铁”，促进港口集装箱铁水联运量保持较快增长，推动港口、物流园区及工矿企业大宗货物绿色集疏运比例提升。

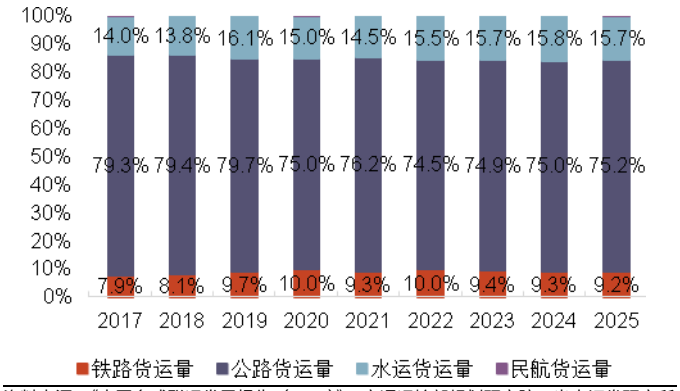
资料来源：交通运输部、国务院办公厅、国家发改委等，光大证券研究所整理

在“双碳”目标和降本增效背景下，水运凭借大运量、低成本、低能耗和少污染等优势，持续承接中长距离及大宗货物运输，货运占比稳步提升。水运货运量占铁路、公路和水运合计货运量的比例已由 2017 年的 14%提升至 2025 年的 16%，同期公路货运占比由 79%降至 75%。从碳排放强度看，公路、铁路和水运单位换算周转量碳排放因子分别为 102.81、11.33 和 8.65 g/(t·km)，水运单位碳排放强度仅为公路的约 8.4%，且低于铁路，绿色运输优势显著。从成本看，公路、铁路和水路货运平均运输成本分别约为 0.5-1 元、0.1-0.3 元和 0.05-0.2 元/吨·公

下载日志已记录，仅供内部参考

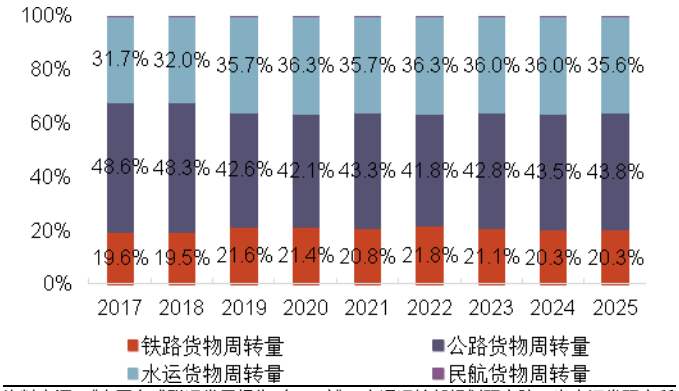
里。随着“公转水”“公转铁”及多式联运政策持续推进，水运在综合货运体系中的占比仍有进一步提升空间。

图 18：国内货物运输量结构



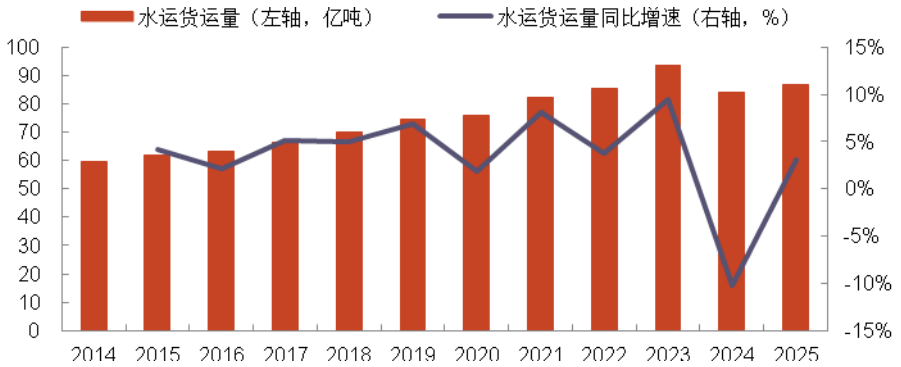
资料来源：《中国多式联运发展报告（2025）》，交通运输部规划研究院，光大证券研究所整理

图 19：国内货物周转量结构



资料来源：《中国多式联运发展报告（2025）》，交通运输部规划研究院，光大证券研究所整理

图 20：2014-2025 国内水运货运量及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2.2 多式联运提升运输效率，拓展集装箱应用场景

多式联运是指衔接两种及以上运输方式，将货物从起运地运至目的地的全程运输服务。集装箱多式联运以集装箱作为统一运输单元，结合公路的灵活性、铁路和水路的大运量低成本优势及航空的高时效性，减少拆箱、换装和重复装卸，实现货物运输的连续衔接。该模式能够提升运输组织效率，降低短驳、装卸、仓储及管理成本，缩短周转时间并减少货损货差，同时推动大宗货物“公转铁”“公转水”，降低能耗和碳排放。

政策支持下多式联运渗透率有望提高。2026 年印发《实施多式联运攻坚、打通堵点卡点行动方案（2026—2030 年）》进一步提出，到 2030 年推动约 1000 个主要货运节点提升多式联运功能，多式联运 1 小时换装率超过 90%，沿海港口多式联运港区铁路进港率达到 80%，长江干线主要港口实现铁路进港率 100%，并推进铁水联运信息互联、“一单制”等标准规则建设。“十五五”开

下载日志已记录，仅供内部参考

局对物流网“枢纽布点-通道网络-多式联运-运营增效”建设路径进行规划布局，指出多式联运环节需破解跨方式换装效率低、信息互联不畅等堵点卡点。

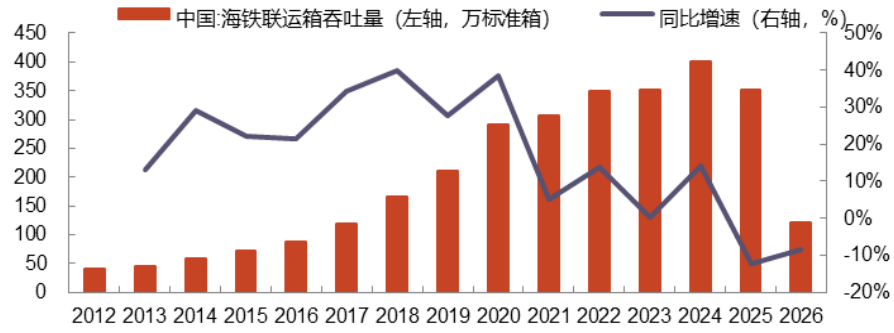
表 3：我国发展多式联运相关政策梳理

年份	政策文件	内容
2017	《关于进一步鼓励开展多式联运工作的通知》	明确培育多式联运经营人，推广“一次委托、一次结算、运单一单到底”，支持电子运单、网上结算和多式联运信息平台建设。
2018	《推进运输结构调整三年行动计划（2018—2020 年）》	以大宗货物“公转铁、公转水”为重点，推动港口集疏运向铁路、水路转移，发展集装箱铁水联运、江海直达和江海联运。
2021	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025 年）》	提出到 2025 年基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局，集装箱铁水联运量年均增长 15%以上。
2022	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	推进大宗货物和集装箱铁水联运系统建设，以长江干线、西江航运干线为重点提升江海联运组织水平，推动铁路专用线进港区、进园区和进厂区。
2023	《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023—2025 年）》	推进粮食、化肥、矿产、焦炭等适箱大宗货物“散改集”，支持港口装卸设施建设、铁路定制化班列及集装箱共享共用。
2023	《关于加快推进多式联运“一单制”“一箱制”发展的意见》	推动一次委托、一次结算、全程负责，以及集装箱不换箱、不拆箱、一箱到底，提升不同运输方式之间的衔接效率。
2024	《交通物流降本提质增效行动计划》	推动铁路专用线进港区、进园区、进厂区，发展江海联运、水水中转和“散改集”；到 2027 年港口集装箱铁水联运量年均增长 15%左右。
2026	《实施多式联运攻坚、打通堵点卡点行动方案（2026—2030 年）》	到 2030 年推动约 1,000 个主要货运节点提升多式联运功能，多式联运 1 小时换装率超过 90%，并提升港口铁路接入、散改集设施和矿产装卸设备的自动化、绿色化水平。

资料来源：交通运输部、国务院办公厅、国家发改委等，光大证券研究所整理

在多式联运政策推动下，我国铁水联运量快速增长。沿海港口重要港区铁路进港率已由 2020 年 60%提升至 2025 年 70%以上，沿海和长江干线主要港口 25 年铁路进港率已超 90%。同时，区域多式联运枢纽加快形成，“一单制”、电子运单等模式逐步推广。自 17 年多式联运政策提出以来，25 年我国海铁联运吞吐量累计增长 197%至 351 万 TEU。

图 21：2012-2026 年 1-5 月国内海铁联运箱吞吐量及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 供给：船队扩张放缓，有效运力受到制度和成本约束

内贸集运的供给收紧，本质上是制度约束、规模壁垒、造船产能锁定和二手船价格高企共同导致的有效运力供给弹性下降。

内贸集运行业受到经营资质、船舶技术、外资股比、船籍和持续监管等多重制度约束，具有较高的制度性准入门槛。根据《国内水路运输管理条例》，企业须取得水路运输经营许可证，船舶须具备登记证书、检验证书和营运证，船舶还须符合船龄、船型及安全环保要求。《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》明确国内水上运输公司须由中方控股。《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019 年版）》进一步限制外商通过租用中国籍船舶或舱位等方式变相经营国内水路运输。《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021 年版）》则明确水路运输经营者原则上不得使用外国籍船舶从事国内运输，仅在特定条件下经批准临时使用。

内贸集运本质上是以集装箱船为核心的规模化、网络化运输。船舶越大、航线网络越完善，单箱成本越低，因此行业具有显著的规模效应和进入壁垒，市场格局一旦形成，新进入者便很难以同等成本与头部企业竞争。

供给端短期扩张受限，新增运力释放缓慢。从造船端看，当前新造船价格持续上涨、海外船厂排期至 2028 年后，中国头部船厂甚至排至 2030 年，且 2026 年上半年中国船厂已占全球新船订单的 72%，意味着新增运力短期难以快速释放。**从二手船端看，**10 年船龄 2,500TEU 二手船估值已升至 4000 万美元，显著高于过去十年均值 2200 万美元，叠加无租约收购的收益风险比恶化，船东扩充船队的意愿也受到抑制。

表 4：新造和二手中小型船舶对比

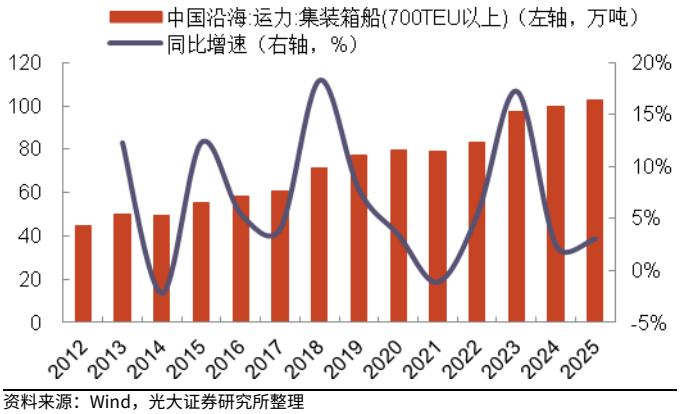
维度	新造 1,800 TEU	新造 6,000 TEU	二手 2,500 TEU（10 年）	二手 4,500 TEU（5 年）
船价	3,275 万美元	8,350 万美元	4,000 万美元	3,500 万美元
年 EBITDA	575 万美元	655 万美元	361 万美元	634 万美元
静态回本	5.7 年	12.8 年	11.1 年	5.5 年
实际回本（含建造期）	7-8 年	14-15 年	11.1 年	5.5 年
剩余寿命	20-25 年	20-25 年	10-15 年	15-20 年
环保合规	满足最新	满足最新	需改造	基本满足
即时现金流	无（等交付）	无（等交付）	有	有
运价下行风险	低（船新）	低（船新）	高	中

资料来源：克拉克森，商船君公众号，光大证券研究所整理

行业供给由高速扩张转向低速平缓增长。2012-2025 年，中国沿海 700TEU 以上集装箱船运力由 45 增至 103 万吨，累计增长约 129%，整体呈持续扩张态势，但增速明显波动。12-19 年运力稳步增长，CAGR 为 8%，主要受内贸集装箱化和新船交付推动。20-22 年，运力增速放缓，外贸运价显著高于内贸运价，内贸船舶通过出租或与国际班轮公司合作转向外贸，叠加疫情扰动、港口周转下降因素，有效内贸运力实际收缩。23 年受新船集中交付、船队更新及前期订单释放影响，运力同比增长 17%。24-25 年增速再度触及瓶颈，目前行业主要班轮公司暂无内贸集装箱船舶订单，平均船龄回升至 8.8 年，且外贸运价再次明显高于内贸，反映在高基数下，新增船舶交付放缓、老旧船舶退出、环保和船龄监管趋严以及内外贸运力转移共同导致有效运力扩张放缓。

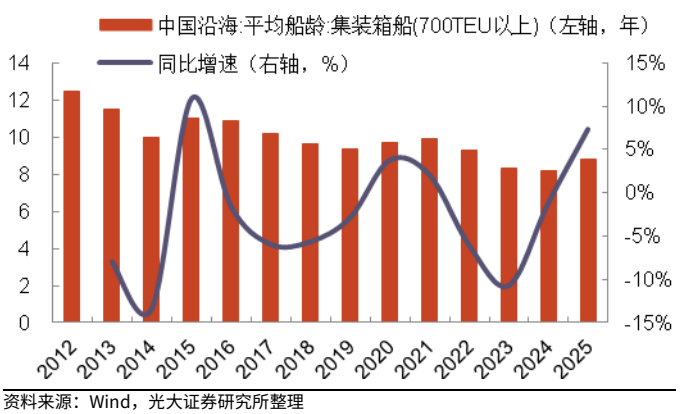
下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：12-25 年中国沿海 700TEU 以上集装箱船运力及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 23：12-25 年中国沿海 700TEU 以上集装箱船平均船龄及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.4 竞争格局：行业完成出清，三足鼎立格局稳定

内贸集运行业经历了运力扩张和市场出清两个阶段，现在已经进入三足鼎立的稳定格局。

1997-2001 年，内贸集运由试点航线起步，市场参与者较少。1996 年底，上海-厦门开通国内首条标准集装箱班轮航线，随后以上海为枢纽、连接南北沿海及长江流域的运输网络逐步形成，中远、中海、南青班轮等企业率先布局，行业处于航线培育和商业模式探索阶段。

2001-2010 年，运价市场化推动新企业集中进入，行业由寡头试水转向充分竞争。2001 年 5 月起，我国水运客货运输价格全面放开，由企业根据成本和供需自主定价；叠加内贸集装箱化率提升，安盛船务、中谷物流、信风海运等一批企业陆续成立，行业运力、航线和参与者快速增加，但市场格局较为分散。

2010-2015 年，运力过剩与价格竞争加速尾部企业退出。前期集中投放的运力逐步释放，而需求增速放缓、运价持续承压，中小船东因航线网络有限、单箱成本较高及融资能力不足陷入经营困境。2013 年后，海南泛洋、大新华、南京恒瑞、鸿盛港泰等企业相继破产或停航，曾位居行业前三的南青班轮亦于 2015 年中止经营，市场份额开始向头部企业集中。

2015-2020 年，央企整合叠加民营龙头资本化，“三足鼎立”基本成型。2016 年中远与中海集运业务完成整合，内贸航线统一切换，泛亚航运的规模和网络优势进一步增强，中谷物流和安通控股则依靠全国航线、多式联运及资本市场融资持续扩张。即使安通一度陷入流动性危机，其在 2020 年引入招商港口、中航信托等产业投资人完成重整后仍留在第一梯队，行业格局未被打破。

2021 年至今，头部竞争由价格扩张转向网络协同和综合物流能力竞争。泛亚、安通与信风于 2021 年推出“FAX1”融舱产品，2022 年进一步升级“FAX2”，行业逐步通过共舱、航线协同和多式联运提升船舶利用率。当前泛亚航运、中谷物流、安通控股长期占据主要市场份额，CR3 保持在 75%以上。截至 2025 年，沿海省际 700TEU 以上集装箱船共 439 艘、箱位数 102.6 万 TEU，运力同比仅增长 3%，表明行业已由高速扩张转向低速增长，高集中度格局整体稳定。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 5：国内头部内贸集运公司运力情况（截至 26 年 8 月 31 日）

公司名称	目前运力（TEU）	自有运力（TEU）	租赁运力（TEU）	目前船舶（艘）	自有船舶（艘）	租赁船舶（艘）	在建运力（TEU）	在建船舶（艘）
泛亚航运	436000	-	-	530	-	-	-	-
中谷物流	55725	19957	35768	60	12	48	67800	18
安通控股	72564	53994	18570	71	37	34	-	-
信风海运	9272	9272	0	2	2	0	-	-

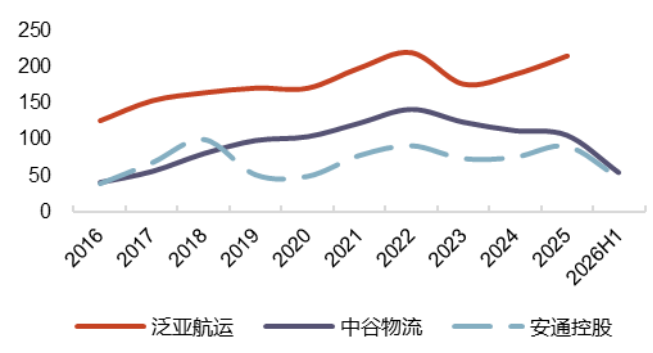
资料来源：Alphaliner，中远海运（中国台湾）官网，光大证券研究所整理 注：泛亚航运未披露自有/租赁运力及船舶情况

3、 内贸基本盘稳固，外贸航线打开第二增长曲线

3.1 业务规模位居前列，盈利能力展现经营韧性

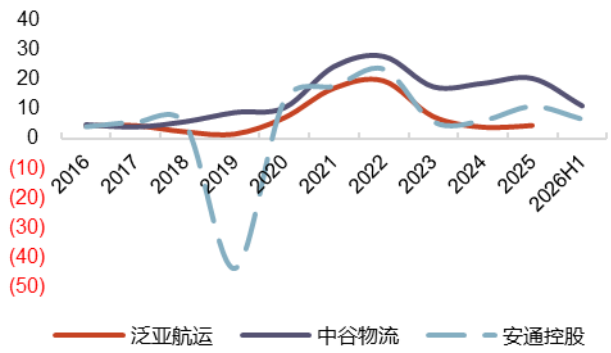
中谷物流是内贸集运行业规模第二、盈利能力第一的民营龙头。公司营收规模远低于泛亚航运，但凭借低成本大型自有船队、精细化运营管理及灵活的内外贸运力配置，长期实现高于同业的净利润和利润率。23 年以来，在内贸运价和需求承压下，公司收入规模有所收缩，但通过降低船租、燃油及港口等成本，推动净利率连续修复，显示出较强的盈利韧性。25 年，中谷物流实现营收 106 亿元，仅次于泛亚航运 215 亿元；净利润 20 亿元，远超安通控股 11 亿元和泛亚航运 4 亿元，位列行业第一。

图 24：中谷物流、泛亚航运、安通控股 16-26H1 营收（亿元）



资料来源：Wind，中远海控年报，上港集团年报，公司招股说明书，光大证券研究所整理

图 25：中谷物流、泛亚航运、安通控股 16-26H1 净利润（亿元）



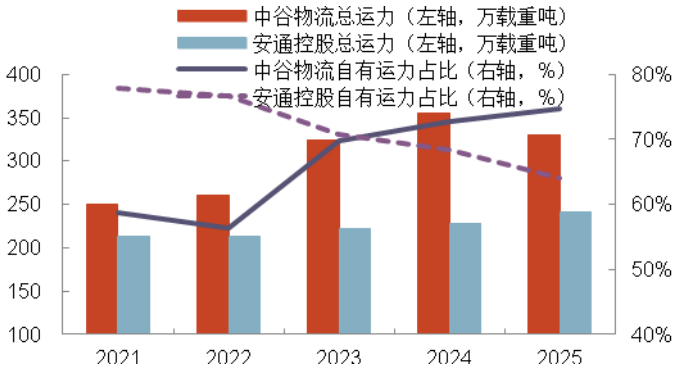
资料来源：Wind，中远海控年报，上港集团年报，公司招股说明书，光大证券研究所整理

3.2 逆周期扩张与船队更新并举，规模效应构筑成本优势

公司积极扩张运力规模，自有运力占比持续提升。2021-2025 年，公司总运力规模由 250 万提升至 330 万载重吨，CAGR 为 7%，始终领先安通控股。这主要得益于公司 21 年与船厂签订 18 艘 4600TEU 集装箱船订单，并且于 22 年 10 月起陆续投入运营，24 年 3 月整体完成下水。公司自有运力占比持续提升，自有运力占比由 21 年 59%快速提升至 25 年 75%，同期安通控股由 78%降至 64%。公司整体运力竞争力优于同业。

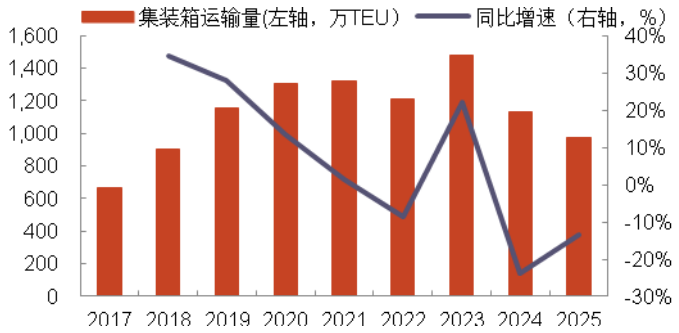
下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：中谷物流、安通控股总运力及自有运力占比情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 27：2017-2025 年公司集装箱运输量及同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司逆周期造船能力突出，低位锁定长期成本优势。公司自 2015 年起持续布局 2500TEU“城市系列”、1900TEU“海洋系列”，按 1-2 年的建造周期反推，其下单时点均处于船价相对低位；2021 年 1 月进一步订购 18 艘 4600TEU“省会系列”集装箱船，含税总价不超过 45 亿元，对应阶段性造船价格低点。18 艘“省会系列”合计运力达 8.28 万 TEU，2024 年全部建成投运，显著提升公司自有大船运力，并通过较低购置成本锁定长期折旧和单箱成本优势。

公司在二手船价高位主动出售老旧小型船舶。2021 年出售 4 艘二手船，2023 年处置 5 艘平均船龄超 20 年的老旧船舶，2026 年拟出售“中谷 20”“中谷 21”“中谷成都”等船舶。该策略一方面把握高船价窗口回笼资金、实现资产处置收益，另一方面加快船队更新换代，以大型、节能的新船置换老旧小船，持续服务于“大船战略”。在同行未同步大规模低位订船的背景下，中谷“低位造船、高位卖旧、大船替代小船”的组合，有望持续巩固其运力与成本优势。

公司 2026 年新船订单标志着船队战略由内贸大船扩张迈向国际航线梯队化运营，核心在于提升网络周转与单位盈利。公司计划新增 10 艘 1,800TEU 和 8 艘 6300TEU 集装箱船，合计新增名义运力 6.84 万 TEU，并将于 2027-2029 年分批交付，其中 1800TEU 船主要服务东南亚航线，6300TEU 船主要投向红海等主干航线。2021 年投放的 4600TEU“省会系列”已在内贸干线及近洋通道形成规模优势，本轮进一步引入 6300TEU 船舶，将完善分层运力体系。船队梯队化带来的航线匹配、周转效率和配载优化，其盈利改善意义有望强于增加绝对运力。

新船资本开支时点选择精准。当前船价仍处于相对高位，根据公司披露，6300TEU 船单船造价约 7858 万-7915 万美元，对应单 TEU 造价约 1.25 万—1.26 万美元；1800TEU 船单 TEU 造价约 1.72 万美元，均明显高于 2021 年 4600TEU“省会系列”约 0.70 万美元/TEU 的水平。但通过 2027-2029 年分批交付，公司将资本开支、运力投放与国际航线货源爬坡相匹配。若红海、东南亚航线的货量和网络密度持续提升，新船在燃效、维护周期和配载效率上的优势有望逐步摊薄较高的初始购置成本，并改善单箱运营成本。

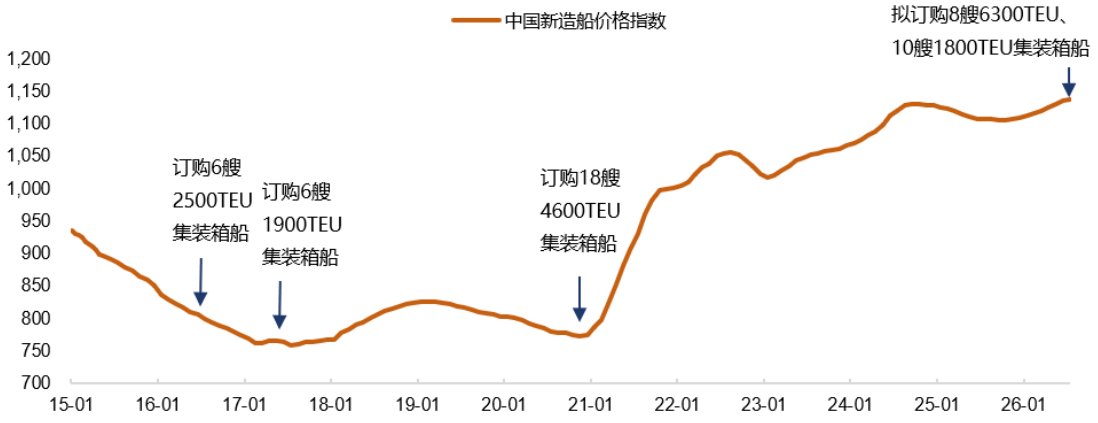
下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：公司历史购入/出售船舶情况

年份	公司购入/出售船队情况
2015 年	启动 2500TEU 新型集装箱船建造项目，“中谷上海”于当年交付
2016 年	签订 6 艘 2500TEU 船建造合同，继续推进 2500TEU 船队建设
2017 年	继续推进 2500TEU 船舶建造，并追加订造 6 艘 1900TEU 集装箱船
2018 年	2500TEU 系列船全部交付；1900TEU 系列开始建造
2019 年	1900TEU 集装箱船陆续交付
2020 年	推进 18 艘 4600TEU 集装箱船建造订单
2021 年	签订 18 艘 4600TEU 船建造合同，出售 4 艘二手集装箱船“中谷广东”“中谷广西”“中谷浙江”“中谷河北”，合计 24.44 万载重吨，交易对价 8.44 亿元，税后处置收益 4.71 亿元
2023 年	继续推进 18 艘 4600TEU 新船建造 处置 5 艘老旧集装箱船，合计 22 万载重吨，平均船龄超过 20 年
2024 年	完成 18 艘 4600TEU 系列船舶建造
2026 年至今	拟签订 18 艘新船建造合同（8 艘 6300TEU、10 艘 1800TEU），预计 2027-2029 年交付，拟投入国际集运业务 拟出售 3 艘集装箱船“中谷 20”、“中谷 21”、“中谷成都”，预计出售总价不低于 5.7 亿元

资料来源：国际船舶网，海事在线，中国船东协会等，光大证券研究所整理

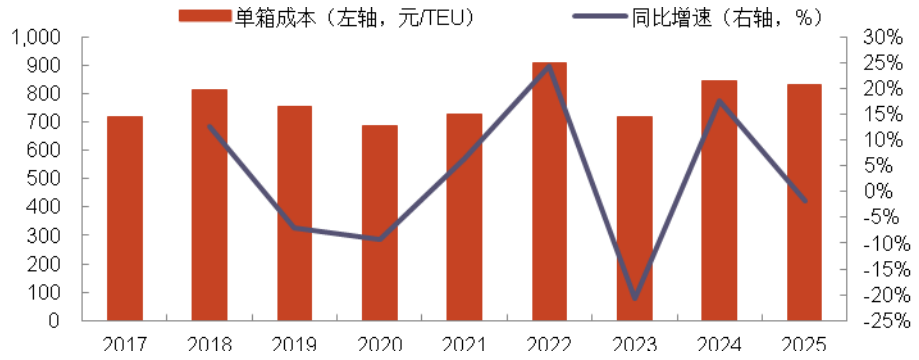
图 28：2015-2026 年 7 月中国新造船价格指数及公司主要订造船舶时点



资料来源：Wind，航运在线，海员之家等，光大证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

图 29：2017-2025 年公司单箱成本和同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.3 外贸航线打开第二增长曲线，国际化布局进入兑现期

3.3.1 亚洲区域需求稳健增长，船队供给结构性错配凸显

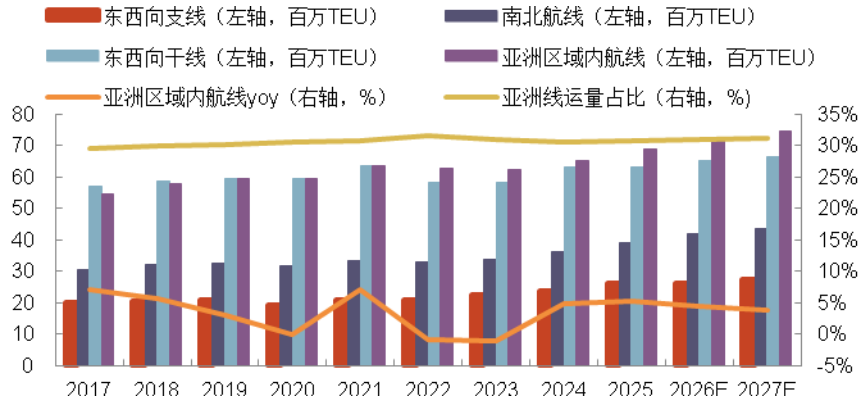
20-22 年外贸集运行业景气上行，原因主要有二：一是上轮周期头部公司增加大船订造以抢占市场份额，随后行业迎来军备竞赛，供给迅速增加，加速行业出清；二是疫情期间黑天鹅事件降低供应链运输效率，叠加欧美经济刺激政策提振实物消费，供需错配拉动运价上涨。23 年 11 月以来，红海危机下班轮绕行好望角，导致有效运力下降 15%，对冲 22-24 年新船交付带来的运力过剩，运价再次上涨。

近年来，美国关税政策反复，地缘冲突持续，集运行业进入供给效率扰动下运价高波动的新阶段，证据主要有二：一是美国关税政策反复但全球贸易需求仍具一定韧性，受中国-东盟产业链转移、区域供应链重构和 RCEP 等因素对需求形成支撑，亚洲区域内航线运量在全球贸易不确定性上升的背景下仍保持稳健增长；二是地缘冲突通过绕航、运距拉长和港口效率下降，进一步压缩集运行业的有效运力。

从需求端看，美国关税政策反复背景下亚洲区域内贸易仍具备相对韧性。根据克拉克森数据，2026H1 全球集装箱货运量同比增长 5%，预计全年同比增长 3.7%，亚洲区域内航线运量由 24 年的 65 百万 TEU 增至 25 年的 69 百万 TEU，26 年预计增至 72 百万 TEU，同比增长 4.5%，长期占全球集装箱总运量约 31%，且在全球贸易不确定性上升的背景下仍保持较快增长。从边际变化看，26 年 1-5 月亚洲区域内贸易同比增长 9%，其中，亚洲出口至中南美洲和撒哈拉以南非洲的货量分别同比增长 15%和 28%，表明在美国关税政策扰动下，亚洲区域贸易并未明显收缩，而是通过区域内贸易增长、产业链转移以及向其他新兴市场分流实现一定程度的再平衡。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：东西向干线、南北航线、东西向支线、亚洲区域内航线集装箱贸易量、占比及增速



资料来源：克拉克森，光大证券研究所整理　注：亚洲线运量占比指的是亚洲区域内航线贸易量占全球集装箱贸易量比重，预测数据来自克拉克森

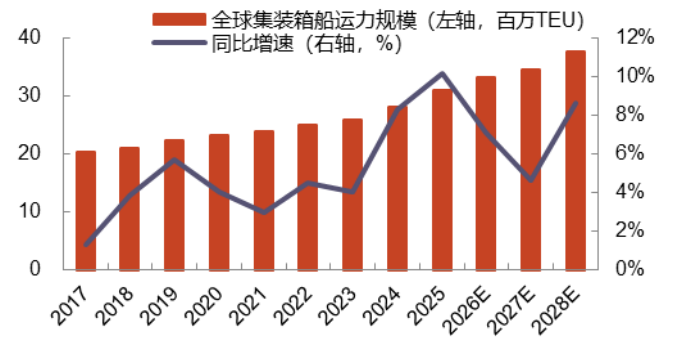
从供给端整体看，受 24 年以来大量新船交付推动，全球集装箱船运力规模快速增长，但有效运力增长受到航线绕行和船舶周转效率下降制约。25 年同比增长 10%至 3089 万 TEU，26 年预计同比增长 7%至 3307 万 TEU，其中新船交付量预计 330 万 TEU，28 年预计进一步交付 490 万 TEU。展望未来，随着新一轮交付高峰临近，船队增速可能继续加快，即使考虑到旧船拆解，预计 27 年全球船队规模将增长 5%，28 年船队增速可能达到 9%。然而，名义运力增长并不等同于有效运力释放。根据安联商业数据，受苏伊士运河通航量下降约 70%影响，大量船舶持续绕行好望角，亚欧航线单航次航程增加约 35%-45%，航行时间延长一周以上，船舶周转效率明显下降。部分新增船舶运力被更长的航程和更低的周转效率所吸收，全球集装箱船队规模虽快速扩张，但实际可用于承接新增货量的有效运力仍存在不确定性，供需关系仍可能阶段性偏紧。

从供给结构看，新增运力主要集中在 8000TEU 以上的大型集装箱船，中小型船舶供给增长相对有限，行业呈现明显的结构性错配。17-26 年，8000TEU 以上船舶运力由 930 万 TEU 增至 1980 万 TEU，累计增长 113%，占全球船队的比例由 46%提升至 60%。同期 3000-7999TEU 船舶运力仅由 690 万 TEU 增至 780 万 TEU，占比由 34%下降至 23%，3000TEU 以下船舶运力则由 410 万 TEU 增至 550 万 TEU，占比由 20%下降至 17%。从在手订单来看，预计 26-28 年，8000TEU 以上船舶预计新增 340 万 TEU，而 3000-7999TEU 和 3000TEU 以下船舶分别仅新增 70 和 40 万 TEU。由此可见，全球集装箱船队虽然整体处于高速扩张阶段，但新增运力更多投向远洋干线所需的大型船舶，中小型集装箱船供给呈现占比持续下降的趋势。

供给结构性矛盾下，中小型集装箱船舶运力需求增加。25 年 2 月，马士基与赫伯罗特启动“双子星计划”，采用以枢纽港为中心的 Hub-and-Spoke 网络，由大型船舶承担洲际干线运输，并通过区域穿梭船和支线船连接枢纽港与周边中小港口。在这一模式下，大型船舶主要服务于货量充足、港口条件较好的核心港口，而中小型船舶则凭借吃水浅、港口适应性强、航线调度灵活等特点，承担从核心港口向区域中小港口的二次分拨功能。因此，干线船舶大型化反而提高区域支线和近洋接驳对中小型船舶的依赖。

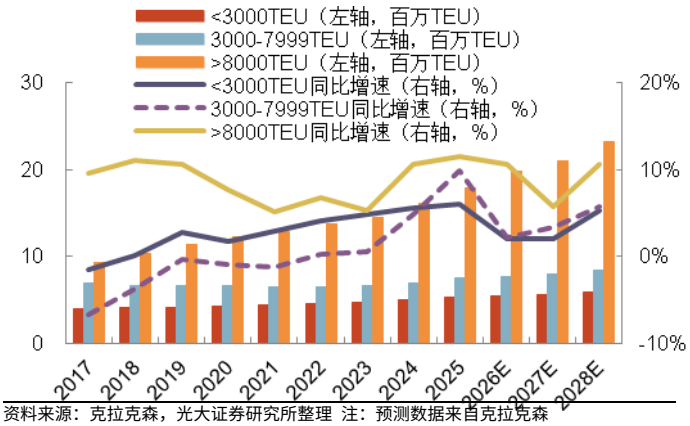
下载日志已记录，仅供内部参考

图 31：2017-2028E 全球集装箱运力规模



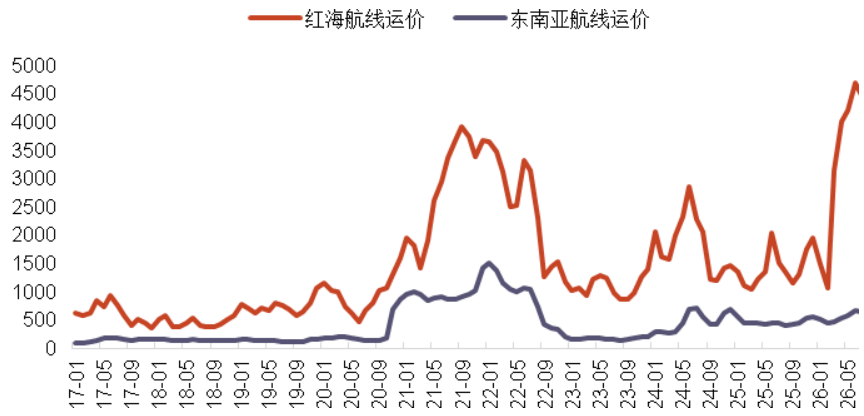
资料来源：克拉克森，光大证券研究所整理 注：预测数据来自克拉克森

图 32：2017-2028E 全球中小型、大型集装箱船舶运力及增速



资料来源：克拉克森，光大证券研究所整理 注：预测数据来自克拉克森

图 33：2017-2026 年 7 月红海航线和东南亚航线运价（美元/TEU）



资料来源：克拉克森，光大证券研究所整理 注：红海航线为上海-迪拜集装箱运价，东南亚航线为上海-新加坡集装箱运价

3.3.2 差异化船型布局匹配区域需求，外贸业务盈利能力持续改善

公司切入外贸集运业务较早，主要通过自营航线与船舶期租两种模式开展外贸业务。2020 年起，公司开始探索船舶期租业务，与海领船务、新加坡海运、达飞海运、马士基航运等行业头部国际班轮公司开展船舶期租合作，增收同时积累国际航行经验。公司于 2021 年开启自营航线业务，开通首条胡志明航线，但由于国际运价波动，公司陆续收缩该条航线的经营规模，并将运力逐步投放至船舶期租业务。2025 年，公司提出了“效益为纲、内外并举”的战略目标，决定转型升级为国际化班轮公司，并结合市场需求，陆续开辟了多条东南亚航线及红海航线。截至 2026 年 6 月，公司常态化运营 2 条东南亚航线、1 条红海航线，投入 7 艘 2000TEU 自有船舶用于自营航线（6 艘为红海航线，1 艘为东南亚航线），34 艘用于国际船舶期租，国内业务仅保留 5 艘自有船舶。

公司在中小型集装箱船舶方面运力布局使其在区域支线等细分市场中具备优势。除 7 艘 2000TEU 自有集装箱船外，公司计划新增 10 艘 1800TEU 和 8 艘 6300TEU 集装箱船，合计新增名义运力 6.84 万 TEU，并将于 2027-2029 年分批交付，其中 1800TEU 船主要服务东南亚航线，6300TEU 船主要投向红海等主干航线。其中，1800TEU 船舶具备浅水靠泊和灵活调度优势，能够覆盖亚洲多数中小型港

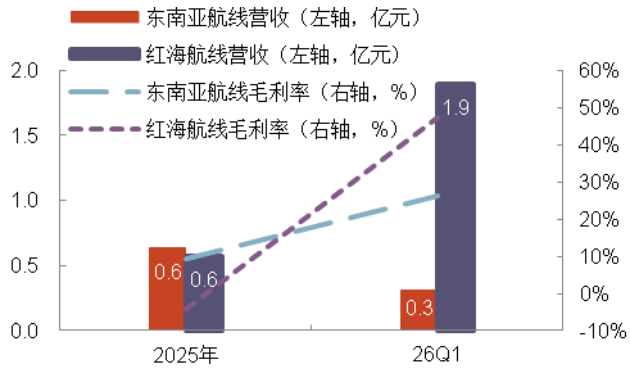
下载日志已记录，仅供内部参考

口，并可在东南亚、印巴次大陆、东北亚-东南亚及港澳台等近洋细分航线之间切换。

从实际经营情况看，公司新增国际运力已经具备较好货源基础和运力消化能力，且新增运力正在转化为航线利润。2026 年 H1，公司东南亚航线运量达到 2.6 万 TEU，自营航线装载率由 25 年的 82%提升至 95%，红海自营航线装载率由 98%提升至 100%。25 年东南亚和红海航线营收均为 0.6 亿元，毛利率分别为 9%和-4%；26Q1，东南亚和红海航线营收分别为 0.3 和 1.9 亿元，毛利率分别提升至 26%和 47%。

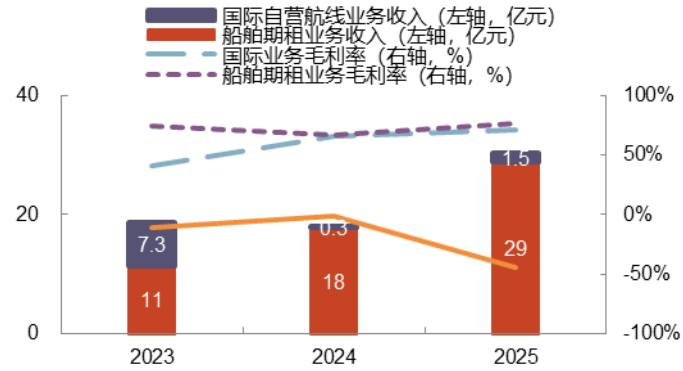
东南亚、红海国际航线开辟有望为公司整体业绩贡献较大弹性。23 年公司自营多条外贸航线仍处于培育期，受客户和货源积累不足、舱位利用率偏低以及船舶折旧、燃油和港口等固定成本分摊较高影响，自营航线毛利率为-10%。24 年公司收缩自营航线规模并将运力转向船舶期租，导致国际自营航线收入降至 0.3 亿元，但船舶期租收入增至 18 亿元。25 年，公司重新加大国际自营航线布局，陆续开通印巴快线、红海快线和海防快线等航线，船舶期租业务收入增至 29 亿元，毛利率提升至 76%，成为公司国际业务的主要利润来源。虽然新航线开通初期产生了船舶改造等一次性投入，导致 25 年自营航线毛利率阶段性降至-44%，但随着航线逐步成熟、装载率提升以及运价上涨，26Q1 国际自营航线收入达到 2.4 亿元，已超过 2025 年全年 1.5 亿元，毛利率由负转正至 37%。由于当前国际自营航线收入基数仍然较低，未来随着东南亚和红海航线运力持续投放、装载率维持高位以及航线网络逐步完善，国际业务收入和利润占比提升有望对公司整体业绩形成较大的边际贡献。

图 34：25-26Q1 公司东南亚、红海航线营收及毛利率情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 35：23-25 年公司国际业务分项营收及毛利率情况



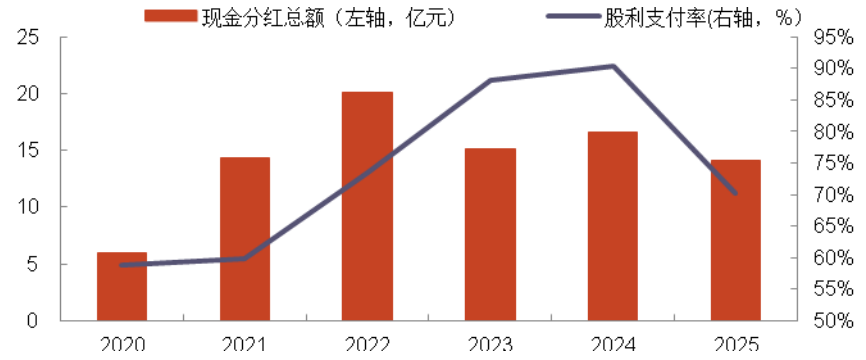
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

3.4 分红政策稳定，股东回报具备持续性

公司维持高比例、可持续的股东回报，分红已成为其核心投资亮点。公司自 2022 年起股利支付率持续提升，23-24 年分别达 88%和 90%，25 年回落至 70%，仍处于较高水平。公司制定的 2026-2028 年股东回报规划中指出，在满足公司正常生产经营的资金需求情况下，如无重大投资计划或重大现金支出等事项发生，公司最近三年以现金形式累计分配的利润原则上不少于最近三年累计实现的可分配利润的 60%。公司在保持船队扩张和国际化投入的同时，持续以较大比例经营成果回馈股东，反映出较强的现金创造能力与资本开支纪律。未来随着存量船队运营效率提升、国际业务逐步兑现，高分红政策有望继续构成公司估值的重要支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 36：2020-2025 年公司现金分红总额及股利支付率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4、 盈利预测

4.1 关键假设及盈利预测

收入假设：

1）内贸业务：

内贸集运业务收入来自于运价 X 运输量。1）运输量：根据上海国际航运研究中心测算，26H1 集装箱海运量同比基本持平，预计 26 年下半年需求仍保持低速增长，考虑到公司作为内贸集运龙头，我们预计 26-28 年内贸运输量增速预计为 3%。2）运价：根据上海国际航运研究中心，26 年运价指数由年初 1337 点降至 6 月底 970 点，预计 26 年全年运力增速高于需求增速，我们预计 26 年运价低位承压且中枢下移，中长期考虑到“散改集”、多式联运政策驱动及外贸运力回流，26-28 年内贸集运运价均值分别为 1100/1130/1160，同比分别为 -7%/+3%/+3%。3）内贸单箱收入增速与运价增速一致，26-28 年分别同比 -7%/+3%/+3%。

2）外贸业务：

公司未披露外贸集运运输量，因此，我们使用 CCFI 增速来估计公司外贸业务收入增速。考虑到近三年东南亚线运价中枢持续抬升且需求稳增，红海线运价暴涨同时公司中小型船舶运力储备具备差异化竞争力，25 年 CCFI 均值为 1209 点，26 年 CCFI 指数由年初 1195 点增至 26H1 末 1710 点，上海至波斯湾和红海集运运价由年初 1490 美元/TEU 升至 26H1 末 4694 美元/TEU，我们预计 26-28 年 CCFI 均值分别为 1753/1823/1878，同比分别为+45%/+4%/+3%。

成本假设：

公司未披露细分业务营业成本情况，我们使用运输量 X 单箱成本来估计营业成本。随着内贸运力增速下降导致部分规模效益损失，25 年单箱成本为 831 元/TEU，26-28 年预计单箱成本同比分别为+5%/+5%/+5%。

期间费用率假设：

下载日志已记录，仅供内部参考

25 年公司销售/管理/研发费用率分别为 0.29%/2.11%/0.20%，我们预计 26-28 年公司销售费用率分别为 0.29%/0.29%/0.29%，管理费用率分别为 2.11%/2.11%/2.11%，研发费用率分别为 0.20%/0.20%/0.20%。

表 7：公司营业收入、营业成本、费用率及归母净利润预测

指标（亿元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	112.58	106.17	121.40	133.85	144.50
yoy	-9%	-6%	14%	10%	8%
内贸业务营收	95.00	76.04	73.20	77.45	81.89
yoy	-15%	-20%	-4%	6%	6%
外贸业务营收	17.42	30.13	48.21	56.40	62.61
yoy	41%	73%	60%	17%	11%
其他业务营收	0.16	-	-	-	-
营业成本	95.53	81.18	87.80	94.95	102.69
yoy	-10%	-15%	8%	8%	8%
毛利率	15.15%	23.54%	27.68%	29.06%	28.93%
销售费用率	0.22%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
管理费用率	1.73%	2.11%	2.11%	2.11%	2.11%
研发费用率	0.17%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
归母净利润	18.35	20.01	25.87	30.71	32.88
yoy	6.88%	9.03%	29.30%	18.70%	7.07%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

根据上述假设，我们预计 26-28 年公司总营收分别为 121.40/133.85/144.50 亿元，归母净利润分别为 25.87/30.71/32.88 亿元，EPS 分别为 1.23/1.46/1.57 元。

4.2 相对估值

我们采用相对估值法对公司进行估值，选取中远海控、招商轮船、中远海特作为可比公司。其中，中远海控是泛亚航运的控股股东，招商轮船是安通控股的控股股东，中远海特运输货种包含纸浆等，与公司运输货种小部分重合。26-28 年行业平均 PE 为 11/11/11 X ，公司当前股价对应 26 年 10X PE。考虑到公司高分红特征明显，26Q3 红海航线运价持续走高，预计将为公司外贸自营业务贡献可观盈利弹性，给予公司 26 年 13X PE，对应目标价 16.02 元。

表 8：可比公司估值表

公司名称	收盘价（元）	EPS（元）				PE（X）			
	2026/9/21	2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
中远海控	16.71	1.99	2.06	1.63	1.47	8.4	8.1	10.3	11.3
招商轮船	22.91	0.74	1.89	1.99	1.97	31.0	12.1	11.5	11.6
中远海特	11.51	0.69	1.02	1.15	1.22	16.8	11.3	10.0	9.4
均值	-	-	-	-	-	18.7	10.5	10.6	10.8
中谷物流	12.11	0.95	1.23	1.46	1.57	12.7	9.8	8.3	7.7

资料来源：Wind，光大证券研究所整理 注：中谷物流 EPS 预测数据来自光大证券研究所预测，可比公司 EPS 预测数据来自 Wind 一致预测

4.3 绝对估值

我们采用 FCFF 绝对估值法对公司进行估值。

下载日志已记录，仅供内部参考

基本假设如下：

1. 长期增长率：公司主业内贸集运业务运输量增速与宏观经济增长存在关联，中长期增速趋近于平稳，假设公司的长期增长率为 0.5%。

2. β值选取：采用 CJSC 集运行业β作为公司无杠杆β的近似。

表 9：绝对估值核心假设表

关键假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	0.50%
无风险利率 Rf	1.80%
β(βlevered)	0.72
Rm-Rf	8.00%
Ke(levered)	7.52%
税率	25.00%
Kd	4.10%
Ve（百万元）	25480.04
Vd（百万元）	9422.24
目标资本结构	27.00%
WACC	6.60%

资料来源：光大证券研究所预测

表 10：现金流折现及估值表

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）
第一阶段	8175.93
第二阶段	11758.43
第三阶段（终值）	17340.15
企业价值 AEV	37274.51
加：非经营性净资产价值	8304.75
减：少数股东权益（市值）	48.28
减：债务价值	9422.24
总股本价值	36108.75
股本（百万股）	2100.06
每股价值（元）	17.19
PE（隐含，2026 年）	13.96
PE（动态，2026 年）	9.83

资料来源：光大证券研究所预测

根据 FCFF 估值法，公司估值中枢为 17.19 元。在 WACC 和长期增长率±0.5%区间内，公司合理价值区间为 15.33-19.73 元。

表 11：敏感性分析表（单位：元）

WACC/长期增长率	0.00%	0.50%	1.00%
6.10%	17.92	18.74	19.73
6.60%	16.53	**17.19**	17.98
7.10%	15.33	15.88	16.50

资料来源：光大证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

4.4 估值结论与投资评级

中谷物流是内贸集运龙头企业，海外业务在 26Q1 已经验证盈利能力，未来 6.84 万 TEU 新增海外运力构建公司竞争壁垒，且公司 22 年以来持续稳定高分红。基于公司优质高股息红利属性，我们预测 26-28 年公司归母净利润分别为 25.87/30.71/32.88 亿元，EPS 分别为 1.23/1.46/1.57 元，当前股价对应 PE 分别为 10/8/8 倍。综合考虑相对估值和绝对估值，首次覆盖给予“买入”评级。

5、 风险分析

国际贸易、地缘政治、汇率及宏观经济波动风险

外贸业务贡献度提升背景下，国际贸易政策变动及航线地缘冲突可能抑制出口货量、推高运营成本或降低运力周转效率，境外业务收益面临较大不确定性；汇率波动亦可能加大汇兑损益，扰动盈利稳定性。内贸集运需求与国内经济景气度高度相关，若消费复苏及投资增长不及预期，将直接拖累公司内贸业务营收与利润水平。

运力配置与成本控制风险

公司通过期租模式将部分运力投放外贸市场，若外贸景气度下行，刚性租金成本可能造成利润倒挂；自有船舶比例持续提升带来的折旧及维护成本逐年增加，若运价未能同步上涨，毛利率将面临进一步压缩压力。此外，业务规模扩张对运营调度、资金管理及风险控制能力提出更高要求，管理半径扩大带来的运营风险亦不容忽视。

"散改集"及多式联运推进不及预期的风险

"散改集"与多式联运是公司拓展增量货源、打开内陆市场的重要路径，若相关推广进度或基础设施配套不及预期，将制约公司新增货源的开发能力，并可能加剧存量市场的竞争强度。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**11,258**	**10,617**	**12,140**	**13,385**	**14,450**
营业成本	9,553	8,118	8,780	9,495	10,269
折旧和摊销	559	528	722	818	886
税金及附加	15	16	19	21	22
销售费用	25	31	35	39	42
管理费用	195	224	256	282	304
研发费用	20	22	25	27	29
财务费用	-24	150	357	217	226
投资收益	207	159	180	180	180
营业利润	**2,455**	**2,668**	**3,458**	**4,103**	**4,392**
利润总额	**2,455**	**2,664**	**3,454**	**4,099**	**4,388**
所得税	616	660	863	1,025	1,097
净利润	**1,839**	**2,004**	**2,590**	**3,074**	**3,291**
少数股东损益	4	3	3	3	3
归属母公司净利润	**1,835**	**2,001**	**2,587**	**3,071**	**3,288**
EPS(元)	**0.87**	**0.95**	**1.23**	**1.46**	**1.57**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**2,261**	**2,940**	**3,554**	**4,049**	**4,419**
净利润	1,835	2,001	2,587	3,071	3,288
折旧摊销	559	528	722	818	886
净营运资金增加	-1,191	5	377	238	110
其他	1,057	406	-132	-78	134
投资活动产生现金流	**746**	**1,783**	**-3,621**	**-1,860**	**-1,335**
净资本支出	299	-331	-3,000	-2,000	-1,500
长期投资变化	-438	-217	-15	-15	-15
其他资产变化	885	2,331	-606	155	180
融资活动现金流	**-636**	**-2,302**	**-1,311**	**-2,389**	**-2,586**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,193	1,170	-476	-100	100
无息负债变化	-150	-434	253	268	324
净现金流	**2,448**	**2,286**	**-1,378**	**-200**	**498**

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	**24,764**	**24,905**	**26,794**	**27,964**	**29,220**
货币资金	7,770	10,069	8,691	8,491	8,989
交易性金融资产	4,557	2,351	3,000	3,015	3,030
应收账款	422	416	514	567	612
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款（合计）	102	96	110	121	131
存货	52	54	58	63	68
其他流动资产	585	335	411	474	527
流动资产合计	**13,505**	**13,355**	**12,798**	**12,746**	**13,373**
其他权益工具	119	119	119	119	119
长期股权投资	1,562	1,778	1,793	1,808	1,823
固定资产	7,669	7,088	8,833	9,820	10,390
在建工程	108	44	483	662	721
无形资产	274	401	360	324	292
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	68	266	419	419	419
非流动资产合计	**11,260**	**11,550**	**13,996**	**15,218**	**15,847**
总负债	**13,690**	**14,425**	**14,202**	**14,370**	**14,794**
短期借款	0	5	0	0	0
应付账款	2,618	2,395	2,590	2,801	3,029
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	28	11	27	39	50
流动负债合计	**6,152**	**6,281**	**5,658**	**5,425**	**5,549**
长期借款	5,868	6,469	6,869	7,269	7,569
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	32	32	32	32
非流动负债合计	**7,537**	**8,144**	**8,544**	**8,944**	**9,244**
股东权益	**11,075**	**10,480**	**12,592**	**13,594**	**14,426**
股本	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
公积金	4,338	4,395	4,395	4,395	4,395
未分配利润	4,594	3,977	6,060	7,059	7,888
归属母公司权益	11,051	10,456	12,565	13,564	14,393
少数股东权益	23	24	27	30	33

主要指标

盈利能力（%）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	15.1%	23.5%	27.7%	29.1%	28.9%
EBITDA 率	21.2%	29.2%	34.3%	35.8%	35.7%
EBIT 率	16.3%	24.2%	28.4%	29.7%	29.6%
税前净利润率	21.8%	25.1%	28.4%	30.6%	30.4%
归母净利润率	16.3%	18.8%	21.3%	22.9%	22.8%
ROA	7.4%	8.0%	9.7%	11.0%	11.3%
ROE（摊薄）	16.6%	19.1%	20.6%	22.6%	22.8%
经营性 ROIC	16.0%	22.2%	22.5%	23.1%	23.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	55%	58%	53%	51%	51%
流动比率	2.20	2.13	2.26	2.35	2.41
速动比率	2.19	2.12	2.25	2.34	2.40
归母权益/有息债务	1.35	1.12	1.42	1.55	1.62
有形资产/有息债务	2.98	2.60	2.96	3.13	3.24

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.22%	0.29%	0.29%	0.29%	0.29%
管理费用率	1.73%	2.11%	2.11%	2.11%	2.11%
财务费用率	-0.21%	1.42%	2.94%	1.62%	1.56%
研发费用率	0.17%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.79	0.24	0.99	1.17	1.25
每股经营现金流	1.08	1.40	1.69	1.93	2.10
每股净资产	5.26	4.98	5.98	6.46	6.85
每股销售收入	5.36	5.06	5.78	6.37	6.88

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	14	13	10	8	8
PB	2.3	2.4	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	10	8	6	5	5
股息率	7%	2%	8%	10%	10%

下载日志已记录，仅供内部参考

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼