

专注亚洲区域市场，严控成本提升盈利

投资要点

- **事件：海丰国际公布 2024 年报。**公司实现营业总收入 30.58 亿美元，同比增长 25.9%；归母净利润 10.28 亿美元，同比增长 93.51%；基本每股收益为 0.39 美元，平均净资产收益率为 47.62%。
- **亚洲集装箱海运市场呈现回暖态势。**根据 Clarksons 数据，受益于经济复苏、产业转移等因素，2024 年亚洲区域内集装箱海运贸易量同比增长 4.6%。2024 年，公司总载箱量达到 357.0 万标准箱（TEU），较上年同期增长了 10.7%。同时，单箱平均运费达到 721.1 美元，同比增长 15.7%。
- **高频率、高密度的服务模式。**公司集中精力于亚洲区域市场，打造“高频率、高密度”的集运物流服务网络。截至 2024 年末，公司经营 78 条贸易航线，包括 16 条通过联合服务经营的贸易航线及 24 条通过集装箱互换舱位安排经营的贸易航线。这些贸易航线及陆上综合物流业务网络覆盖中国大陆、日本、韩国、台湾、香港、越南、泰国、菲律宾、柬埔寨、印尼、新加坡、马来西亚、汶莱、孟加拉、缅甸及印度等国家和地区的 81 个主要港口。
- **统一灵活的船队是“网络”运营模式的基础。**截至 2024 年末，公司经营一支由 114 艘船舶组成的船队，总运力达到 180,255 个标准箱，其中包括 100 艘自有船舶及 14 艘租赁船舶，平均船龄为 8.4 年。公司的船队各区域内船型统一，运力配置更为灵活，船舶运营成本较低，是“网络”运营模式的基础。
- **分红比例维持较高水平。**公司自上市以来，通常会拿出净利润的 70% 向股东分红。2024 年 6 月，公布中期息为每股 0.72 港元；2024 年 10 月，宣布派付特别股息，每股 0.4 港元。较高的分红比例和特别股息的派发，显示出公司对经营业绩的信心以及对股东利益的重视。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2025-2027 年营收为 31.4、32.8、34.6 亿美元，归母净利润为 10.5、11、11.6 亿美元，EPS 为 0.39、0.41、0.43 美元。我们认为公司业绩中长期向好，参考可比公司，给予公司 2025 年 8 倍 PE，对应目标价 24.23 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、市场竞争风险、集运行业周期性风险、运力供给过剩风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	3058.06	3136.48	3283.52	3455.16
增长率	25.90%	2.56%	4.69%	5.23%
归属母公司净利润(百万美元)	1028.33	1052.47	1102.47	1163.38
增长率	93.51%	2.35%	4.75%	5.53%
每股收益 EPS (美元)	0.38	0.39	0.41	0.43
净资产收益率	42.77%	42.39%	42.97%	43.86%
PE	5.89	5.75	5.49	5.20

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	13.82-23.4
3 个月平均成交量(百万)	8.23
流通股数(亿)	26.87
市值(亿)	470.27

相关研究

目 录

1 海丰国际：亚洲区领先的航运物流集团公司	1
1.1 差异化为笔，低成本作墨，绘航运蓝图	1
1.2 业绩波动增长，高分红回报股东	3
2 盈利预测及估值.....	5
3 风险提示	6

图 目 录

图 1: 公司在亚洲区的集装箱航线.....	1
图 2: 114 艘船舶中有 79%是 2,000TEU 以下型.....	2
图 3: 114 艘船舶中有 100 艘是自有船舶.....	2
图 4: 公司股权结构 (截至 2024 年末)	2
图 5: 2020-2024 年营收 CAGR=14.5%.....	3
图 6: 2020-2024 年归母净利润 CAGR=36%.....	3
图 7: 近五年公司毛利率维持 25%以上, 净利率维持 20%以上.....	3
图 8: 近五年公司期间费用率平均值为 5.7%.....	3
图 9: 中国出口集装箱运价指数走势.....	4
图 10: 公司历年分红情况.....	4

表 目 录

表 1: 公司分业务收入.....	5
表 2: 可比公司估值.....	5
附: 财务报表.....	7

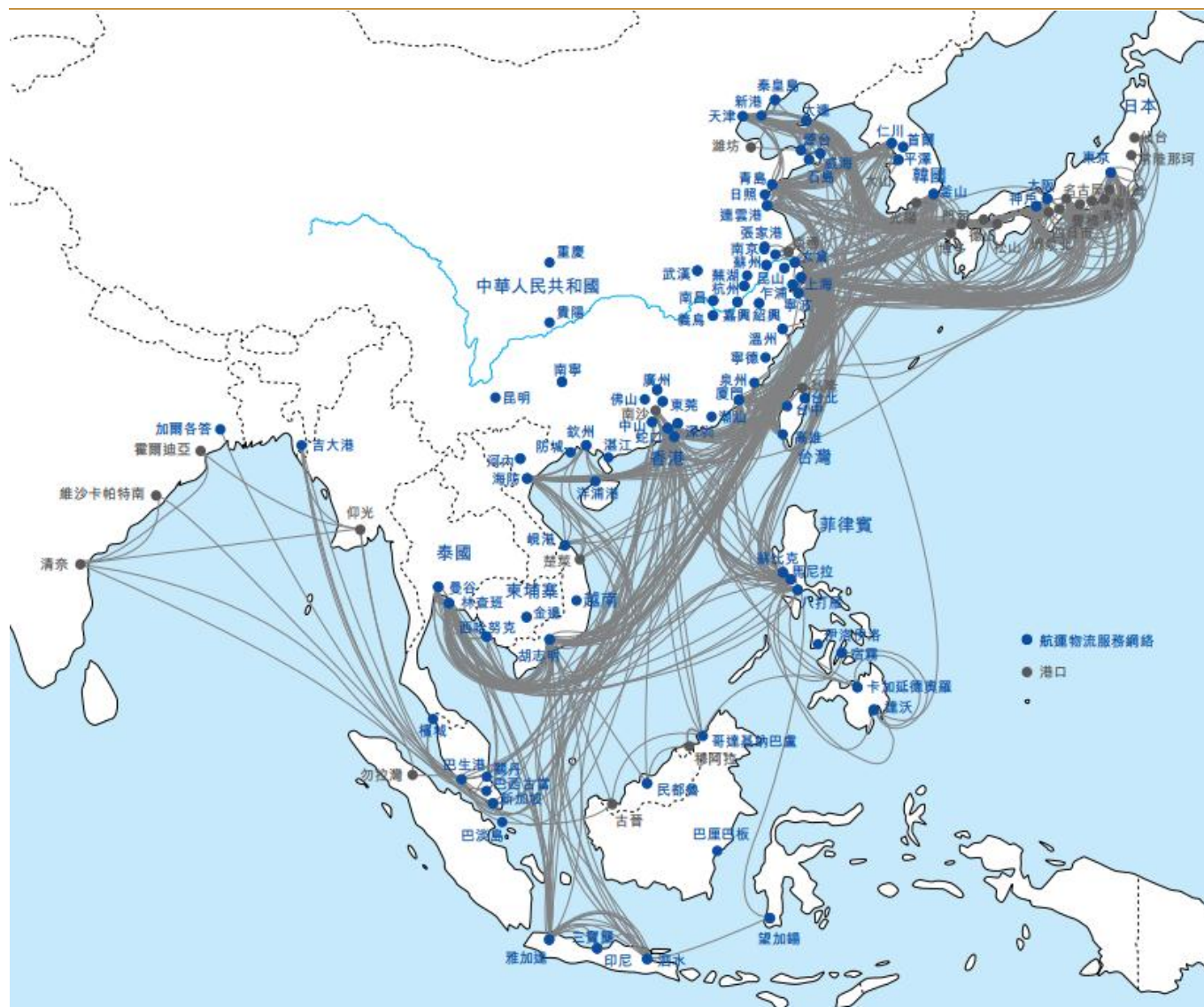
1 海丰国际：亚洲区领先的航运物流集团公司

1.1 差异化为笔，低成本作墨，绘航运蓝图

海丰国际控股有限公司是一家总部位于香港的亚洲区领先的航运物流企业，业务领域涉及集装箱班轮运输、船舶管理、船舶经纪、国际货运代理、船舶代理、报关报检、散货拼箱、供应链管理、专业物流、仓储、集装箱堆场、码头、物流自动化与信息化、智能装备等领域。

截至 2024 年末，公司经营 78 条贸易航线，包括 16 条通过联合服务经营的贸易航线及 24 条通过集装箱互换舱位安排经营的贸易航线。这些贸易航线及陆上综合物流业务网络覆盖中国大陆、日本、韩国、台湾、香港、越南、泰国、菲律宾、柬埔寨、印尼、新加坡、马来西亚、汶莱、孟加拉、缅甸及印度等国家和地区的 81 个主要港口。2024 年海上集装箱运量超过 357 万标准箱（不含空箱）。

图 1：公司在亚洲区的集装箱航线

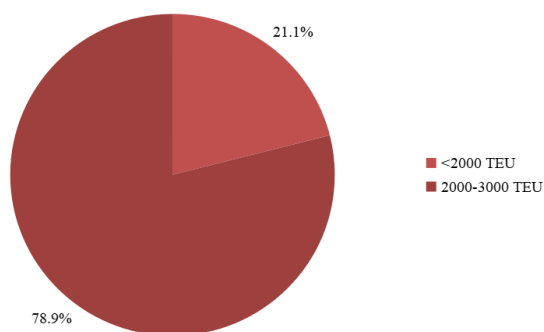


数据来源：公司公告，西南证券整理

高频率、高密度的服务模式。公司集中精力于亚洲区域市场，打造“高频率、高密度”的集运物流服务网络。区别于大型航运公司的长航线、长船期，海丰国际在早期就采用小船开辟点对点航线，实行高频率、短周期的运营模式。这种模式能更好地满足对运输时效要求高的客户，如冷藏货、鲜鱼、蔬菜水果等特种货物的运输需求，为客户提供量身定制的服务。

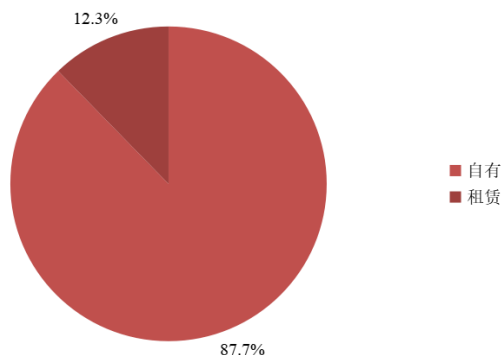
统一灵活的船队是“网络”运营模式的基础。截至 2024 年末，公司经营一支由 114 艘船舶组成的船队，总运力达到 180,255 个标准箱，其中包括 100 艘自有船舶（164,845 个标准箱）及 14 艘租赁船舶（15,410 个标准箱），平均船龄为 8.4 年。这 114 艘船舶当中 90 艘为 2,000 个标准箱以下船型，24 艘为 2,000 至 3,000 个标准箱船型。公司的船队各区域内船型统一，运力配置更为灵活，船舶运营成本较低，是“网络”运营模式的基础。此外，公司也经营（包括合资经营）约 2,079,593 平方米堆场及 153,075 平方米仓库。

图 2：114 艘船舶中有 79%是 2,000TEU 以下型



数据来源：公司公告，西南证券整理

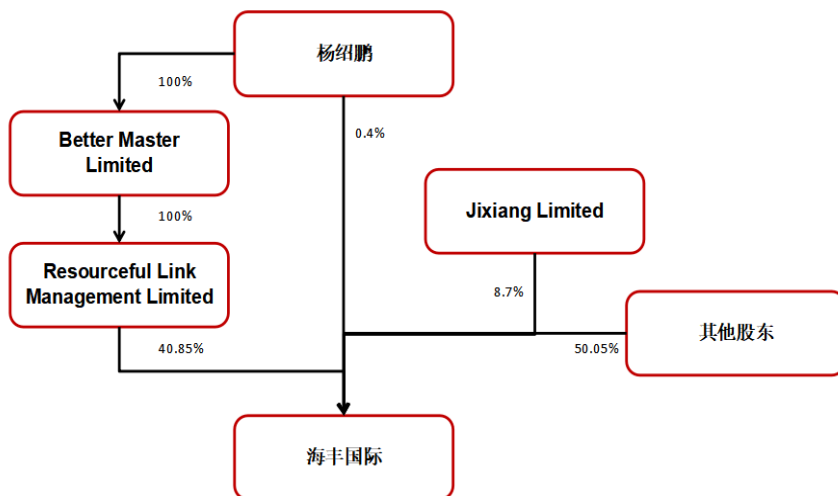
图 3：114 艘船舶中有 100 艘是自有船舶



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司为民营企业，实控人是杨绍鹏先生。公司 2010 年 10 月在香港联交所上市，股票代码 1308.HK。根据 2024 年年报，公司第一大股东为 Resourceful Link Management Limited，持股 10.98 亿股普通股，占总股本 40.85%，该公司最终控制人为杨绍鹏先生；Jixiang Limited 持有 2.34 亿股普通股，占总股本 8.70%；杨绍鹏先生直接持有 1061.90 万股，占总股本 0.40%。

图 4：公司股权结构（截至 2024 年末）



数据来源：公司公告，西南证券整理

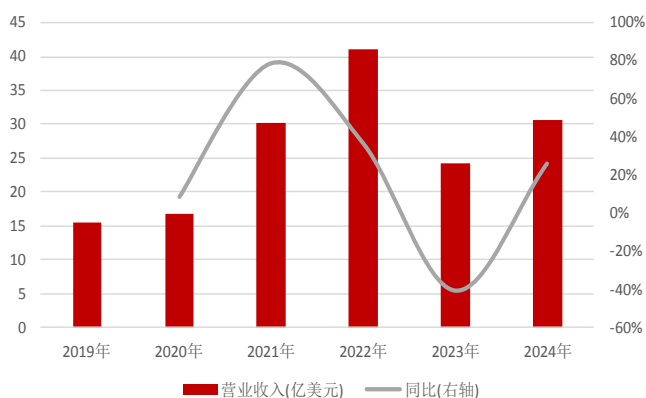
1.2 业绩波动增长，高分红回报股东

公司业绩呈现波动增长态势。除 2021 年和 2022 年净利润大幅度增长外，公司净利润整体稳步增长。公司营收从 2019 年 15.5 亿美元增长至 2024 年 30.58 亿美元，2020-2024 年营收 CAGR 为 14.5%，归母净利润从 2019 年的 2.2 亿美元增长至 2024 年的 10.28 亿美元，2020-2024 年归母净利润 CAGR 为 36%。

2024 年，公司总载箱量达到 357.0 万标准箱（TEU），较上年同期增长了 10.7%。同时，单箱平均运费达到 721.1 美元，同比增长 15.7%。2024 年，公司实现营业总收入 30.58 亿美元，同比增长 25.9%；归母净利润 10.28 亿美元，同比增长 93.51%。

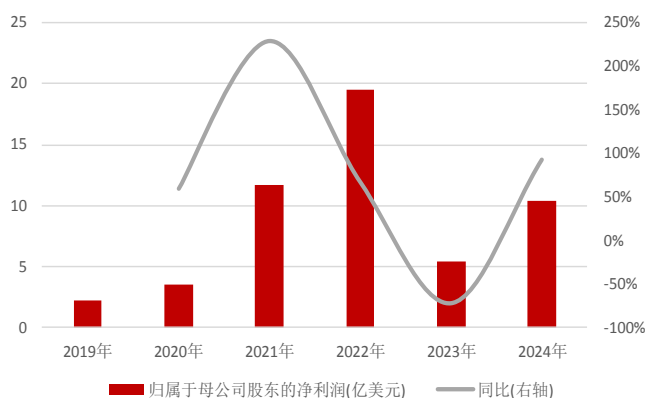
公司毛利率和净利率企稳，费用管控较好。近五年，公司毛利率维持 25% 以上，净利率维持 20% 以上，期间费用率平均值为 5.7%。

图 5：2020-2024 年营收 CAGR=14.5%



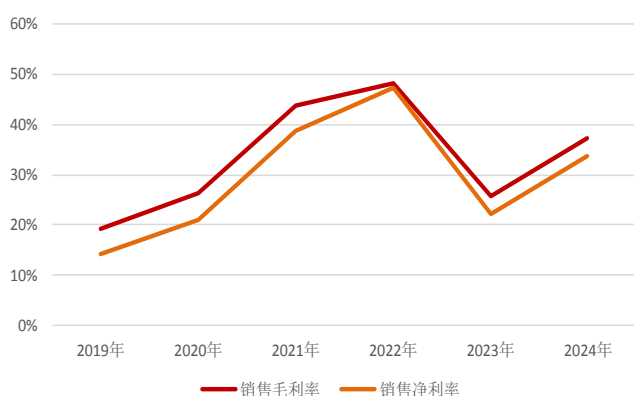
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2020-2024 年归母净利润 CAGR=36%



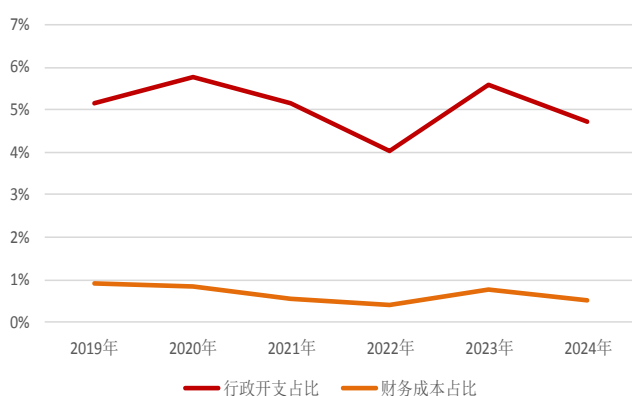
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：近五年公司毛利率维持 25% 以上，净利率维持 20% 以上



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：近五年公司期间费用率平均值为 5.7%

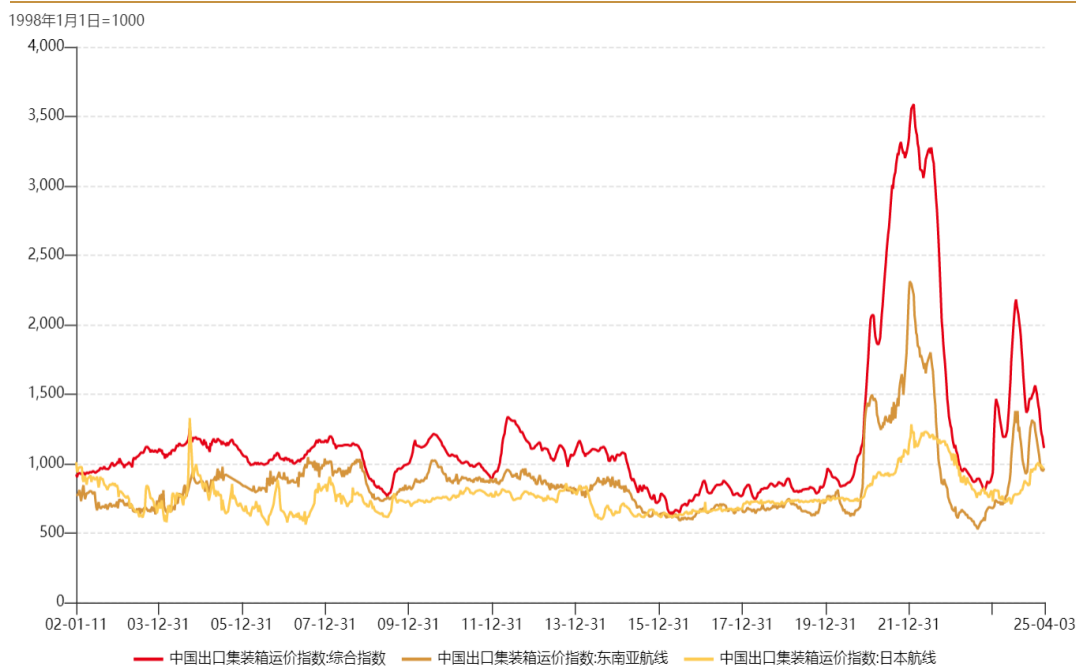


数据来源：Wind，西南证券整理

亚洲集装箱海运市场呈现回暖态势。根据 Clarksons 数据显示，2024 年亚洲区域内集装箱海运贸易量同比增长 4.6%，亚洲仍然是国际集装箱航运行业中最具活力的细分区域。东北亚集装箱航运市场供需关系相对稳定，2024 年中国与日本贸易总值达 2.19 万亿元，贸易总值虽有所下滑但仍维持较大的总量规模。东南亚区域受“‘一带一路’倡议”、“《区

域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)”等利好影响,贸易活跃度持续提升,2024年中国与东盟贸易总值达 6.99 万亿元,同比增长 9.0%,贸易活跃叠加红海危机对东南亚区域运力的递延效应,东南亚航线运价水平同比上涨,中国出口至东南亚集装箱运价指数 (CCFI) 2024 年均值同比上涨 58.65%。展望未来,产业链转移叠加区域间关税政策的利好因素,亚洲区域贸易联动不断加强,有效拉动区域间运输需求,公司有望持续受益。

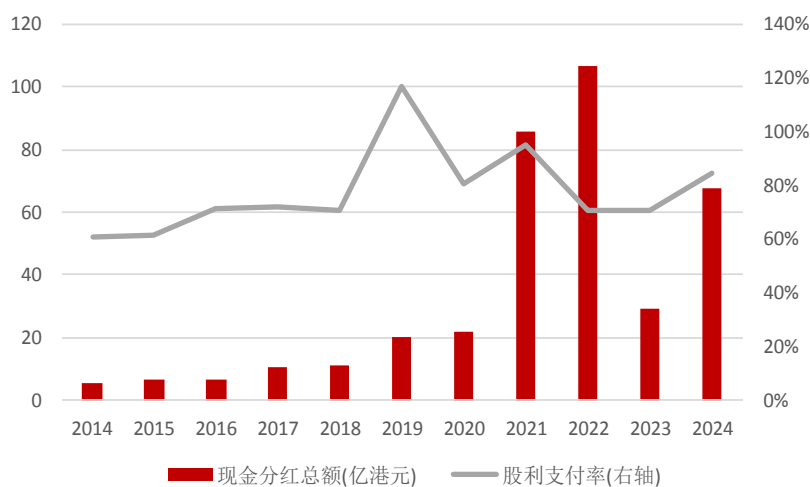
图 9: 中国出口集装箱运价指数走势



数据来源: wind, 西南证券整理

分红比例维持较高水平。公司自上市以来,通常会拿出净利润的 70%向股东分红。2024 年 6 月,公布中期息为每股 0.72 港元;2024 年 10 月,宣布派付特别股息,每股 0.4 港元。较高的分红比例和特别股息的派发,显示出公司对经营业绩的信心以及对股东利益的重视。

图 10: 公司历年分红情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

2 盈利预测及估值

关键假设：

- 1) 亚洲区域市场回暖, 预计公司 2025/26/27 年的班轮货运量分别增长 3.5%/3%/2.5%, 单价同比增长 0%/3%/3%;
- 2) 干散货及其他业务较为稳定, 预计 2025/26/27 年收入同比分别为+0%/+0%/+0%;
- 3) 公司运营管理经验丰富, 相关成本稳中有降, 预计公司 2025/26/27 年班轮运输业务毛利率分别为 37.7%/37.8%/38%。

表 1：公司分业务收入

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
集装箱航运物流				
收入	3055.86	3134.28	3281.32	3452.97
yoy	26.16%	2.57%	4.69%	5.23%
干散货及其他				
收入	2.2	2.2	2.2	2.2
yoy	-67.60%	0.00%	0.00%	0.00%
营业总收入	3058.06	3136.48	3283.52	3455.17
yoy	25.90%	2.56%	4.69%	5.23%
营业成本	1915.24	1953.54	2041.45	2143.53
毛利率	37.37%	37.72%	37.83%	37.96%

数据来源: ifnd, 西南证券

我们预计公司 2025-2027 年营收为 31.4、32.8、34.6 亿美元, 归母净利润为 10.5、11、11.6 亿美元, EPS 为 0.39、0.41、0.43 美元。

表 2：可比公司估值

公司	代码	股价 (元/美元)	每股净收益 (元/美元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
锦江航运	603535.SH	8.06	0.79	0.68	0.71	0.75	10	12	11	11
中远海控	601919.SH	13.49	3.08	1.61	1.21	1.21	4	8	11	11
可比公司估值							7	10	11	11
海丰国际	1308.HK	2.25	0.38	0.39	0.41	0.43	6	6	5	5

数据来源: wind, 西南证券整理。注: 股价截至 2025-04-09, 汇率为 1 美元=7.7665 港币, 海丰国际数据对应单位为美元, 其余对应单位为元

考虑到公司主营业务涉及到集装箱运输, 我们选取和公司业务较为相近的两家公司, 锦江航运以及中远海控, 可比公司 2025 年平均 PE 为 10 倍。公司作为亚洲区域领先的航运物流集团公司, 主要航线在日本以及东南亚等区域内, 未来亚洲区域经济发展带来的货运量增加, 我们认为公司业绩中长期向好, 给予公司 2025 年 8 倍 PE, 对应目标价 24.23 港元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

3 风险提示

宏观经济波动风险、市场竞争风险、集运行业周期性风险、运力供给过剩风险等。

附：财务报表

资产负债表 (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	128.14	156.82	164.18	172.76	营业额	3058.06	3136.48	3283.52	3455.16
应收账款	174.67	143.84	150.59	158.46	销售成本	1915.24	1953.54	2041.45	2143.53
预付款项、按金及其他应收款项	54.40	43.44	45.47	47.85	其他费用	0.95	3.45	3.61	3.80
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	46.98	47.83	49.98	52.48	管理费用	144.00	149.90	156.92	165.13
其他流动资产	619.33	548.88	574.58	604.58	财务费用	15.68	15.79	16.17	14.52
流动资产总计	1023.52	940.82	984.80	1036.13	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	74.56	100.56	126.56	152.56	投资收益	26.38	26.00	26.00	26.00
固定资产	1827.73	1813.30	1842.99	1842.99	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	75.00	50.00	50.00	营业利润	1008.57	1039.79	1091.36	1154.19
无形资产	237.42	260.35	312.45	322.88	其他非经营损益	45.00	45.00	45.00	45.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	1053.57	1084.80	1136.36	1199.19
其他非流动资产	34.85	109.85	84.85	84.85	所得税	19.23	26.16	27.43	28.98
非流动资产合计	2174.55	2359.06	2416.85	2453.28	税后利润	1034.34	1058.64	1108.93	1170.21
资产总计	3198.07	3299.87	3401.65	3489.41	归属于非控制股东利润	6.02	6.17	6.47	6.82
短期借款	114.98	131.69	124.80	95.75	归属于母公司股东利润	1028.33	1052.47	1102.47	1163.38
应付账款	233.68	216.64	226.39	237.71	EBITDA	1233.16	1242.08	1320.74	1403.28
其他流动负债	196.10	213.29	223.24	234.86	NOPLAT	1005.55	1030.15	1080.81	1140.48
流动负债合计	544.76	561.63	574.44	568.32	EPS(美元)	0.38	0.39	0.41	0.43
长期借款	51.88	51.88	51.88	51.88					
其他非流动负债	179.94	179.94	179.94	179.94	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
非流动负债合计	231.81	231.81	231.81	231.81	成长能力				
负债合计	776.57	793.44	806.26	800.13	营收额增长率	25.9%	2.6%	4.7%	5.2%
股本	34.64	34.64	34.64	34.64	EBIT 增长率	86.9%	2.9%	4.7%	5.3%
储备	2369.60	2369.60	2369.60	2369.60	EBITDA 增长率	68.7%	0.7%	6.3%	6.2%
留存收益	0.00	78.76	161.25	248.31	税后利润增长率	92.9%	2.3%	4.8%	5.5%
归属于母公司股东权益	2404.24	2482.99	2565.49	2652.55	盈利能力				
归属于非控制股东权益	17.27	23.44	29.91	36.73	毛利率	37.4%	37.7%	37.8%	38.0%
权益合计	2421.50	2506.43	2595.40	2689.28	净利率	33.8%	33.8%	33.8%	33.9%
负债和权益合计	3198.07	3299.87	3401.65	3489.41	ROE	42.8%	42.4%	43.0%	43.9%
					ROA	32.2%	31.9%	32.4%	33.3%
现金流量表 (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E	ROIC	48.2%	39.8%	40.2%	41.2%
税后经营利润	964.26	988.75	1039.04	1100.32	估值倍数				
折旧与摊销	163.91	141.50	168.21	189.57	P/E	5.89	5.75	5.49	5.20
财务费用	15.68	15.79	16.17	14.52	P/S	1.98	1.93	1.84	1.75
其他经营资金	14.48	111.54	-16.93	-19.81	P/B	2.52	2.44	2.36	2.28
经营性现金净流量	1158.33	1257.58	1206.49	1284.60	股息率	9.3%	16.1%	16.8%	17.8%
投资性现金净流量	-509.55	-256.11	-156.11	-156.11	EV/EBIT	0.24	0.26	0.25	0.22
筹资性现金净流量	-633.54	-972.79	-1043.03	-1119.91	EV/EBITDA	0.21	0.23	0.21	0.19
现金流量净额	15.25	28.68	7.35	8.58	EV/NOPLAT	0.26	0.28	0.26	0.23

数据来源：公司公告，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“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。

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn