

交通运输

2025 年 04 月 29 日

海丰国际

(01308)

——专精稳健经营打造小型集装箱船市场龙头，再乘产业转移东风

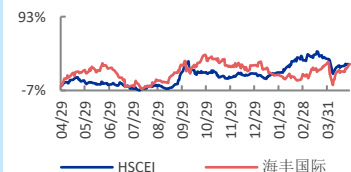
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 04 月 28 日

收盘价（港币）	20.90
恒生中国企业指数	8080.19
52 周最高/最低（港币）	23.55/15.70
H 股市值（亿港元）	561.64
流通 H 股（百万股）	2,687.26
汇率（人民币/港币）	1.0767

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

研究支持

张慧 A0230524100001
zhanghui@swsresearch.com

联系人

张慧
(8621)23297818x
zhanghui@swsresearch.com

- **逆境中成长，专精亚洲区域市场，稳健经营构筑公司护城河。**公司发展定位专注于亚洲区域内市场，以稳健专精的经营风格，打造了公司在竞争激烈的东南亚市场领先的地位。公司控制运力全球排名第 14 位，亚洲区域内市场排名第 4 位。通过在亚洲区域市场的深耕，以及逆周期运力扩张，公司一方面创造了优于同行的成本优势，同时以充足的运力享受了周期上行时的红利。近些年公司努力提升自有船比例，创造更强的抗周期性。
- **产业转移进一步加速，东南亚地区长期需求坚挺。**美国关税政策扰动下，有望进一步加速中国产业转移，中国产业物流园区的集群效益随着生产环节转移海外而打破，贸易碎片化增加国际间贸易运输。从经济发展水平和地理战略位置，东南亚地区可能仍是主要的产业转移对象。亚洲区域内贸易需求长期仍有望受到产业转移和东南亚经济发展带来的支撑。
- **联盟新模式叠加多重事件扰动，小船灵活性优势受益。**双子星联盟的诞生将航线从钟摆式航线向轴辐射式航线转变，用小船运输需求增加替换大船干线运输效率，一条周班欧线干线理论上将增加 40 艘 2 千 TEU 的小型集装箱船。美国 301 调查的最新方案豁免非中国船东的 4 千 TEU 以下以及附近港口转运的中国建造的船舶，一定程度上凸显了小船的灵活性可能受益于各项事件的扰动。
- **供给端新船运力有限，未来可能出现负运力增速。**3 千 TEU 以下小型集装箱船手持订单占比 4%，同时老龄化严重，20 年以上老龄船占比 24%，过去 4 年拆船中 3 千 TEU 以下小船占比接近 75%。根据克拉克森预测，2025 年 3 千 TEU 以下集装箱船供给增速仅 0.6%，2026 年预计下滑 3%。供给端是全集装箱市场细分船型中格局最优。
- **盈利预测：**预计公司 2025 年-2027 年营业收入可达到 30.86 亿美元、29.62 亿美元、29.42 亿美元，同比分别增长 0.9%、-4.0%、-0.7%。2025-2027 年毛利分别为 11.23、9.63、8.81 亿美元，毛利率分别为 36.4%、32.5%和 29.9%。**2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.42、8.59 和 7.90 亿美元，分别同比增长 1.3%、下滑 17.6%和下滑 8.0%。**
- **公司历史估值 10-20 倍区间，2025 年以来处于低估值的 5-7 倍 PE 区间。**估值修复向上 40%-110%空间，首次覆盖，给予“买入”评级。考虑到红海迟迟不复航，叠加关税变化带来的东南亚抢运、双子星联盟和 301 调查的行动方案均增加小型集装箱船需求，我们预期亚洲区域内市场的运价表现或超市场预期。大家对于业绩下滑的担忧被修复，估值有望重新回到 10-15 倍区间，当前市值向上约 40%-110%空间。
- **风险关注：**全球宏观经济衰退；关税政策升级；红海复航；新造船订单大量释放

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	2,429	3,058	3,086	2,962	2,942
同比增长率（%）	-40.94	25.90	0.93	-4.04	-0.68
归母净利润（百万美元）	531	1028	1042	859	790
同比增长率（%）	-72.67	93.51	1.28	-17.55	-8.00
每股收益（美元/股）	0.20	0.38	0.39	0.32	0.29
净资产收益率（%）	27.76	42.77	39.13	29.88	25.74
市盈率	13.07	6.75	6.95	8.43	9.17
市净率	3.63	2.89	2.72	2.52	2.36

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

盈利预测：我们预测公司 2025-2027 年毛利分别为 11.23、9.63、8.81 亿美元，毛利率分别为 36.4%、32.5%和 29.9%。2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.42、8.59 和 7.90 亿美元，分别同比增长 1.3%、下滑 17.6%和下滑 8.0%。

估值：公司历史估值 10-20 倍区间，2025 年以来处于低估值的 5-7 倍 PE 区间。估值修复向上 40%-110%空间，首次覆盖，给予“买入”评级。考虑到红海迟迟不复航，叠加关税变化带来的东南亚抢运、双子星联盟和 301 调查的行动方案均增加小型集装箱船需求，我们预期亚洲区域内市场的运价表现或超市场预期。大家对于业绩下滑的担忧被修复，估值有望重新回到 10-15 倍区间，当前市值向上约 40%-110%空间。

关键假设点

货运量：公司 2025-2027 年控制的有效运力增速分别为 6%、0.6%和 4.1%。参考东南亚的经济增速，假设 2025-2027 年亚洲区域内货运量增速均为 3%左右。结合运力增速和市场需求增速，假设 2025-2027 年货运量增速分别为 4.5%、3.3%和 5.1%。

运价：假设 2025-2027 年 CCFI 中国-东南亚航线分别为 970、900 和 850 点，对应 2025-2027 年公司单箱运费分别为 708、657、621 美元/TEU。

有别于大众的认识

市场认为，美国关税风险提升，可能导致亚洲区域内集装箱贸易量下滑。

我们认为，美国去全球化背景下，中国可能进一步加速产业转移出海，干线运输减少，支线运输增加。中国产业物流园区的集群效益随着生产环节转移海外而打破，被省略的运输环节，尤其是国际间贸易运输增加。从经济发展水平和地理战略位置，东南亚地区可能仍是主要的产业转移对象。亚洲区域内贸易需求受到产业转移和东南亚经济发展支撑的长期逻辑仍在，甚至可能进一步加强。

市场认为：下半年红海复航，亚洲区域内市场受大型船供给转移的压力，运价下行。

我们认为：下半年红海复航未必复航，今年诸多事件变化下，对小型集装箱船偏利好，上下半年运价可能超预期。东南亚市场适配船型为 3 千 TEU 以下船型，中大型集装箱船在在亚洲区域内面临港口挂靠条件限制和装载率压力而不适配。3 千 TEU 集装箱船手持订单占比不足 4%，老龄化严重，克拉克森预测 2025-2026 运力增长分别+0.6%和-3%。整体供给端偏紧，对运价形成支撑。

股价表现的催化剂

(1) 关税豁免期东南亚抢运潮推涨运价；(2) 同行公司 1-2 季度业绩超预期得到验证；(3) 3 季度淡季不淡，运价持续走强推动市场上修对下半年预期；(4) 关税政策扰动、301 调查导致集装箱运输紊乱，港口拥堵加剧；(5) 下半年红海无法复航。

核心假设风险

全球宏观经济衰退；关税政策升级；红海复航；新造船订单大量释放。

目录

1. 公司深耕亚洲集运市场，历史业绩表现优异	7
1.1 摸索前进，公司定位逐渐清晰	7
1.2 创始人设立家族信托控股公司	8
1.3 专注亚洲市场，配合运力扩张逐步成为该市场标杆	8
2. 相对充分竞争的市场格局，公司如何脱颖而出.....	10
2.1 充分市场竞争无价格战，公司规模效应凸显优势.....	10
2.2 历史财务表现优异，近年业绩与运价关系紧密	13
3. 产业转移继续加速，市场变化加剧反而彰显小船灵活性优势	15
3.1 2018-2023 年上一轮中美贸易摩擦后产业转移的红利	15
3.2 去全球化和关税壁垒高筑背景下，未来生产链碎片化，生产环节间运输增加.....	17
3.3 联盟变化催生航线模式切换，小船上量换大船效率提升	18
3.4 事件扰动下小船灵活性优势更为明显	20
4. 运力供给格局好，明年净运力或出现负增速	22
5. 盈利预测与估值.....	24
5.1 主营业务介绍	24
5.2 盈利预测	26
5.3 公司估值	28
6. 风险提示	31

图表目录

图 1：海丰国际发展历程.....	7
图 2：海丰国际股权结构.....	8
图 3 海丰航运网络热点地图	8
图 4：海丰国际航运及物流网络	8
图 5：公司控制运力与年度货运量（干 TEU）	9
图 6：公司自有运力增速（%）vs 市场运价及造价.....	9
图 7：海丰国际提高自有运力比重，降低船队成本.....	10
图 8：海丰国际单船平均大小（TEU）	10
图 9：亚洲区域内市场集中度最低，市场相对充分竞争.....	11
图 10：亚洲区域间运力部署持续抬升，主要是东南亚市场增长，日韩运力反而收缩（百万 TEU）	11
图 11：亚洲区域内市场分散且充分竞争，SITC 在亚洲区域贸易市场是最大的非全球布局的航司	12
图 12：亚洲区域贸易市场中 SITC 是鲜有的专注于该市场且自有船比例较高的航司.....	12
图 13 海丰国际营业收入及增速.....	13
图 14：海丰国际归母净利润及增速.....	13
图 15 海丰国际历史营业收入分地区结构（亿美元）	13
图 16：2024 年营业收入分地区结构	13
图 17：2011-2020 归母净利率呈上行态势与运价关联性弱，2020 年后归母净利率变化与东南亚航线运价相近	14
图 18：公司历史 ROE 优于同行业公司（%）	14
图 19：公司历史分红情况.....	14
图 20： 2016-2023 中国绿地海外制造业直接投资	15
图 21：越南、墨西哥投资增加.....	15
图 22：中国和美国直接贸易减少，东盟从中受益，双向贸易增长.....	16
图 23：太平洋联盟贸易增速明显快于全球商品贸易增速.....	16
图 24：产业转移增加运输需求，2024 年 vs2018 年各地区集运贸易（百万 TEU）	17
图 25：物流外包程度会随着经济发展提高，东南亚地区较低的物流外包水平表明仍有较大的投资和发展空间.....	18
图： M 联盟时钟摆式航线从青岛-鹿特丹航线	

图 27: Gemini 轴辐射式航线青岛-鹿特丹航线.....	18
图 28: Gemini 轴辐射航线减少干线运输港口挂靠	19
图 29: 马士基 2024 年增加租入小型船.....	19
图 30: 大型 vs 小型集装箱船期租同环比增速	20
图 31: 大型 vs 小型集装箱船二手船价同环比增速	20
图 32: 301 调查行动方案前后对比	21
图 33: 单位 TEU 的 OPEX (美元/天/TEU)	21
图 34: 单位 TEU 新造船价格 (美元/TEU)	21
图 35: 区域间及亚洲区域间航线上船型分布	22
图 36: 3k TEU 以下及总集装箱船手持订单占比 (%)	22
图 37: 2025 年 4 月初各船型手持订单占比 (%)	22
图 38: 集装箱船手持订单交付增速 (%)	23
图 39: 各船型 20 及 25 年以上船龄占比 (%)	23
图 40: 集装箱船拆船船型分布(千 TEU).....	23
图 41: 现役船队及手持订单的建造年份分布 (截至 2025 年 4 月初)	24
图 42: 克拉克森对各细分船型供给增速预测 (截至 2025 年 4 月初)	24
图 43 海丰国际营业收入构成 (百万美元)	25
图 44: 海丰国际营业成本构成 (百万美元)	25
图 45 海丰国际 2024 年营业收入分布 (%)	25
图 46: 海丰国际 2024 年营业成本分布 (%)	25
图 47 海丰国际单箱运费 vs CCFI 东南亚运费指数.....	26
图 48: 海丰国际单箱运费 vs 单箱成本	26
图 49: 集运市场可比公司 PE 表现.....	28
图 50: 海丰国际历史 PE 估值复盘.....	29
图 51: 集运历史供需复盘.....	29
图 52 CCFI 运价暴涨, 行业弹性市场拔估值.....	30
图 53: 供需双杀叠加远期供给担忧, 新一轮杀估值	30
表 1: 各区域集装箱贸易占比分布 (2024 年数据, 按 TEU 计算)	16
表 2: 2018 年亚洲区域内及欧美贸易占比分布	17
表 3: 2024 年亚洲区域内及欧美贸易占比分布	17

表 4: 运输模式变化后支线船增加测算	19
表 5: Gemini 航线网络东西向航线运力部署	20
表 6: Gemini 航线网络穿梭快线运力部署	20
表 7: 海丰国际营业收入预测	27
表 8: 海丰国际营业成本预测 (百万美元)	27
表 9: 海丰国际净利润预测 (百万美元)	28
表 10: 重要可比公司对比	30

1. 公司深耕亚洲集运市场，历史业绩表现优异

1.1 摸索前进，公司定位逐渐清晰

海丰国际控股有限公司是一家总部位于中国香港的航运物流企业，业务核心为集装箱航运及衍生物流，逐步发展壮大为亚洲区域内集装箱运输企业龙头。海丰国际于 1991 年成立，初期探索阶段曾经营过干散货市场以及日韩集运航线；2000 年由国有企业山东国际货运集团私有化为民营控股公司，逐步形成了航运、物流等六大业务体系；2004 年开辟东南亚航线；2006 年为上市准备成立离岸控股公司，加速国际化；2010 年在中国香港联交所上市，开始通过融资扩建船队，加速运力规模扩张；2022-2023 年公司逐步退出亏损的散货运输业务，形成专注于亚洲区域集装箱业务的主业；2024 年持续拓展新航线并强化海陆物流网络。随着持续扩张物流网络，公司已逐步发展成为以亚洲为核心、“航运+物流”双轮驱动的全球化综合物流服务商。

图 1：海丰国际发展历程

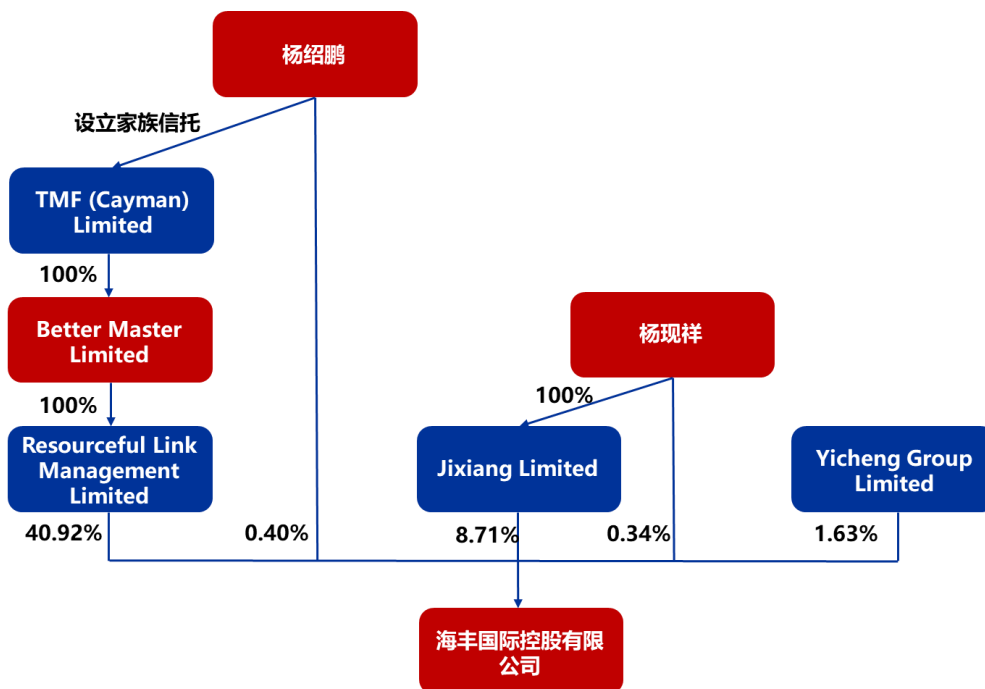


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 创始人设立家族信托控股公司

创始人相关集体设立家族信托控股公司。截至 2024 年半年报，海丰国际最新股权结构显示，Resourceful Link Management Limited 为公司最大持股股东（持股 40.92%），Resourceful Link Management Limited 由 Better Master Limited 控股，而 Better Master Limited 由杨绍鹏先生设立的家族信托受托人 TMF (Cayman) Ltd. 控股。

图 2：海丰国际股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 专注亚洲市场，配合运力扩张逐步成为该市场标杆

公司深耕亚洲市场，区域内网络布局全面。公司截至 2024 年 12 月 31 日，本集团经营 78 条贸易航线，网络覆盖中国大陆、日本、韩国、中国台湾、中国香港、越南、泰国、菲律宾、柬埔寨、印度尼西亚、新加坡、文莱、马来西亚、孟加拉、缅甸和印度等 81 个主要港口。

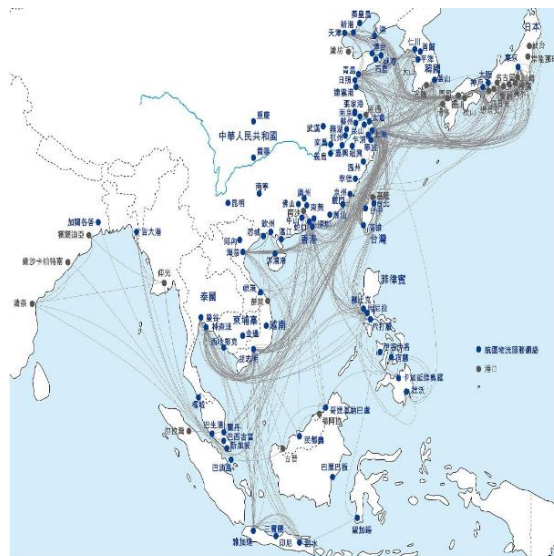
不同于其他全球或者多点发散的航线布局，海丰国际亚洲区域内航线布局占公司总运力比重达到 98%，成为亚洲区域内市场的龙头企业。2024 年公司完成集装箱运输 357.02 万 TEU，占亚洲区域内集装箱贸易的 5.5%。

图 3 海丰航运网络热点地图

图 4：海丰国际航运及物流网络



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

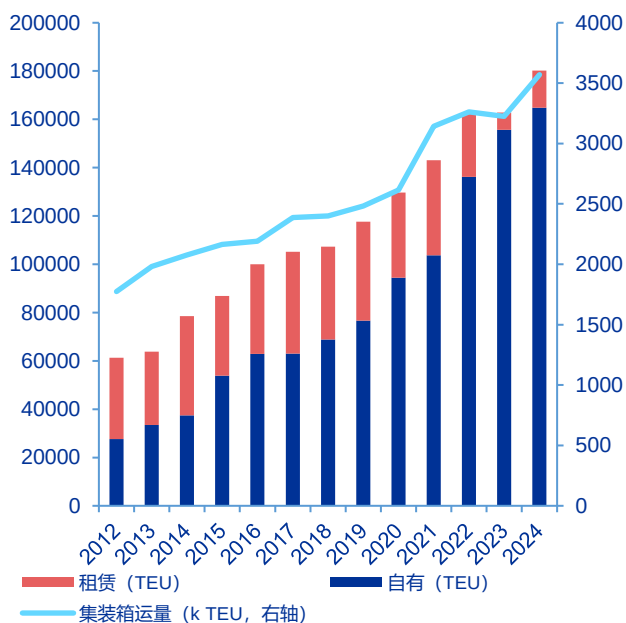


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

全球排名第 14 位，亚洲区域内市场排名第 4 位。公司截至 2024 年 12 月 31 日，公司共运营 114 艘集装箱船舶。其中自有集装箱船舶 100 艘（16.5 万 TEU）和租入船舶 14 艘（1.5 万 TEU）。根据 Alphaliner 的统计，截至 2024 年底，海丰国际在全球集装箱航运企业中排名第 14 位，据 Clarksons 最新 3 月统计，在亚洲区域内市场船舶数量排名第 1 位，TEU 运力排名第 4 位。

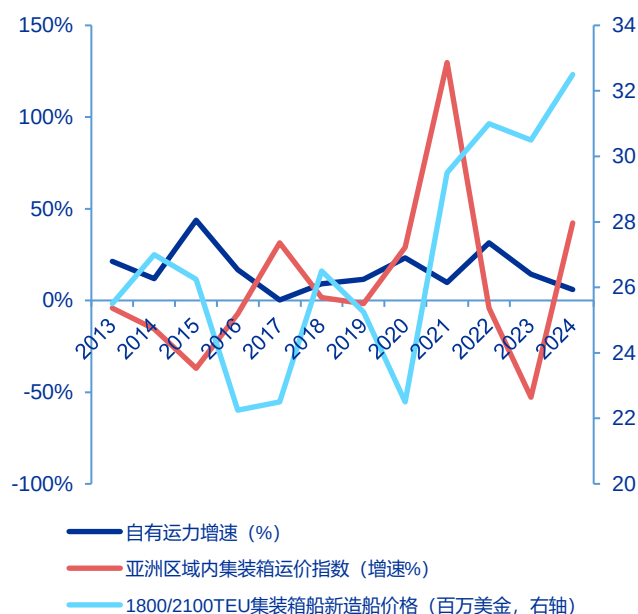
公司在 2010 年上市后开始积极扩张运力，2012-2016 年期间运力高速增长。由于 2015-2016 年市场表现低迷，公司运力扩张有所放缓。直至 2019 年开始新一轮扩张，且利用了 2017 年航运低谷时造价低位的周期错位，即保证了周期上行时运力充足，又降低了折旧摊销成本。

图 5：公司控制运力与年度货运量（千 TEU）



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 6：公司自有运力增速（%）vs 市场运价及造价

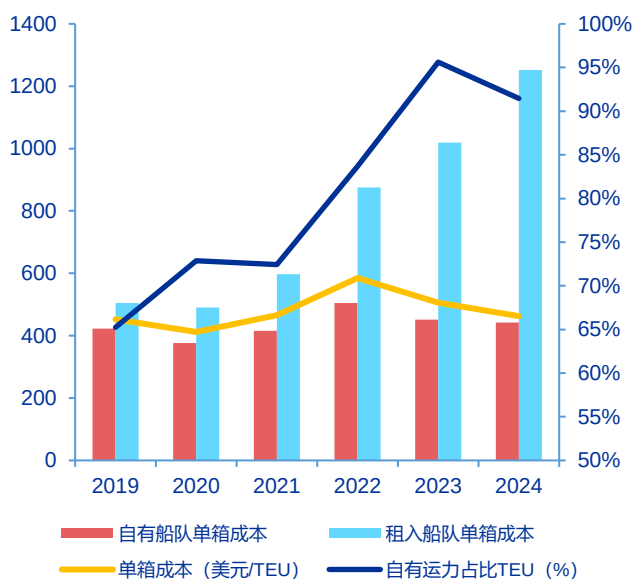


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

自有船比例提高到 90%以上。由于租入船单箱成本远高于自有船成本，且存在船舶租赁与即期市场周期错位导致公司业绩波动放大的风险，公司近些年增加自有船队运力同时，减少租入船舶比例，一方面降低单箱成本，另一方面增强公司抗周期能力。2024 年公司自有船比例达到 91%。

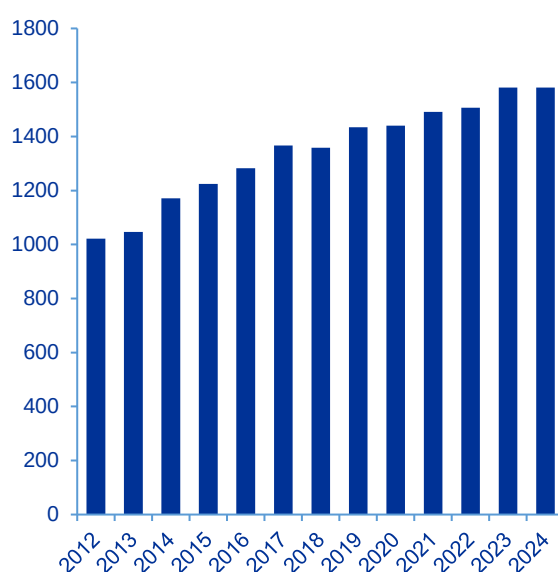
船型适配航线需求，主要为 1000-3000TEU 大小。公司因长期聚焦于亚洲区域内集装箱运输市场，公司的船队运力大小一直集中于适合亚洲区域内贸易的 1000-2000TEU 的小型船舶，2024 年平均大小船型为 1581TEU。

图 7：海丰国际提高自有运力比重，降低船队成本



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 8：海丰国际单船平均大小 (TEU)



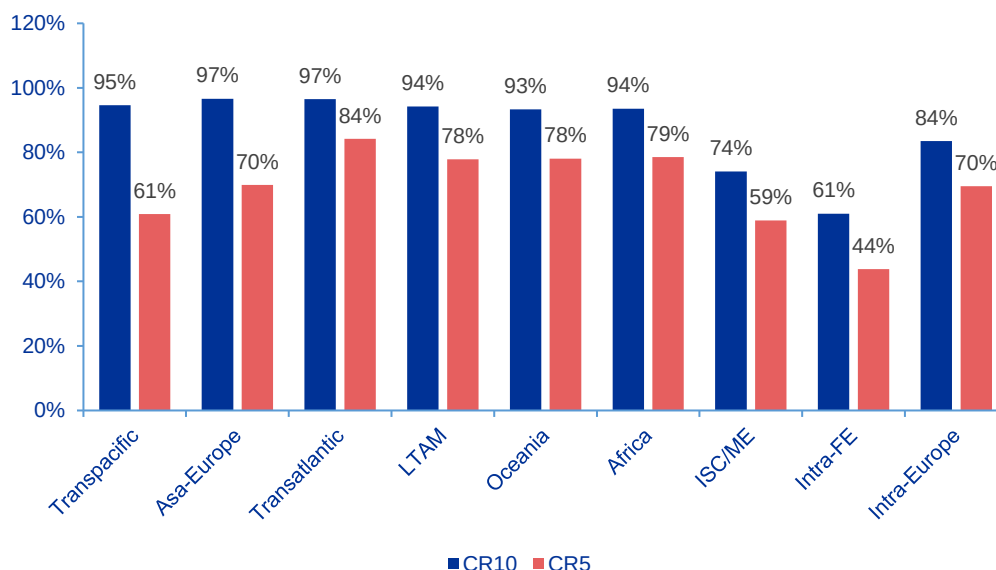
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

2. 相对充分竞争的市场格局，公司如何脱颖而出

2.1 充分市场竞争无价格战，公司规模效应凸显优势

亚洲区域内市场集中度相对较低，一直以来市场竞争激烈，无价格战风险。集运班轮业务的开展因对船队规模、港口资源、海外网点布局以及客户资源等均要求较高，因此整体集中度均处于高水平。但不同航线的集中度来看，跨大西洋航线（欧美之间）、拉丁美洲、大洋洲和非洲的 CR10 和 CR5 均位于较高水平，分别在 95%和 80%附近。跨太平洋（亚洲-美国）和亚欧航线的 CR10 已经分别达到 95%和 97%，虽然 CR5 略低分别为 61%和 70%，主要原因是跨太平洋和亚欧航线作为东西向主干航线，主要参与者为 MSC 和全球四大联盟的成员。中东/印度次大陆以及欧洲区域内集中度次之，亚洲区域内的集中度在所有市场中最低，CR10 为 61%，主要为前五大贡献，CR5 为 44%，十名以后的市场参与者小而散，呈现明显的长尾特点。

图 9：亚洲区域内市场集中度最低，市场相对充分竞争

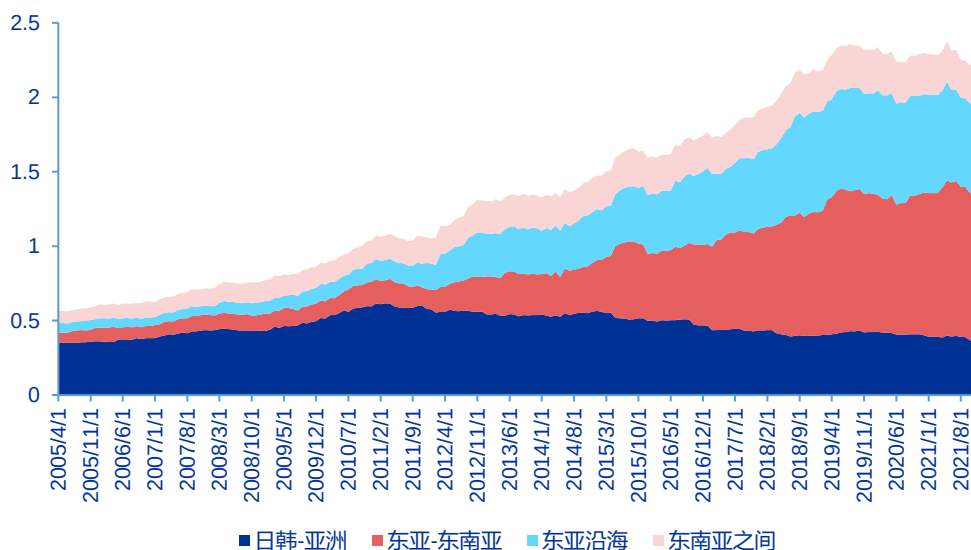


资料来源：Linerlytica，申万宏源研究

市场的格局呈现头部集中与长尾共存。前五大公司主要为全球布局的大型班轮公司，除了目前独立运营的 MSC 外，其余均为四大联盟成员。作为全球布局的一部分，亚洲区域内的运力部署只占公司的一小部分，其中仅中远海运集团（包括东方海外国际）和长荣海运在亚洲区域内布局的运力，占公司总控制运力的 10% 以上。

亚洲区域市场以东南亚市场竞争最为激烈，船东和运力的投入壁垒较低，该市场运力持续增长。而日韩因较高的客户壁垒，反而运力布局出现收缩态势。

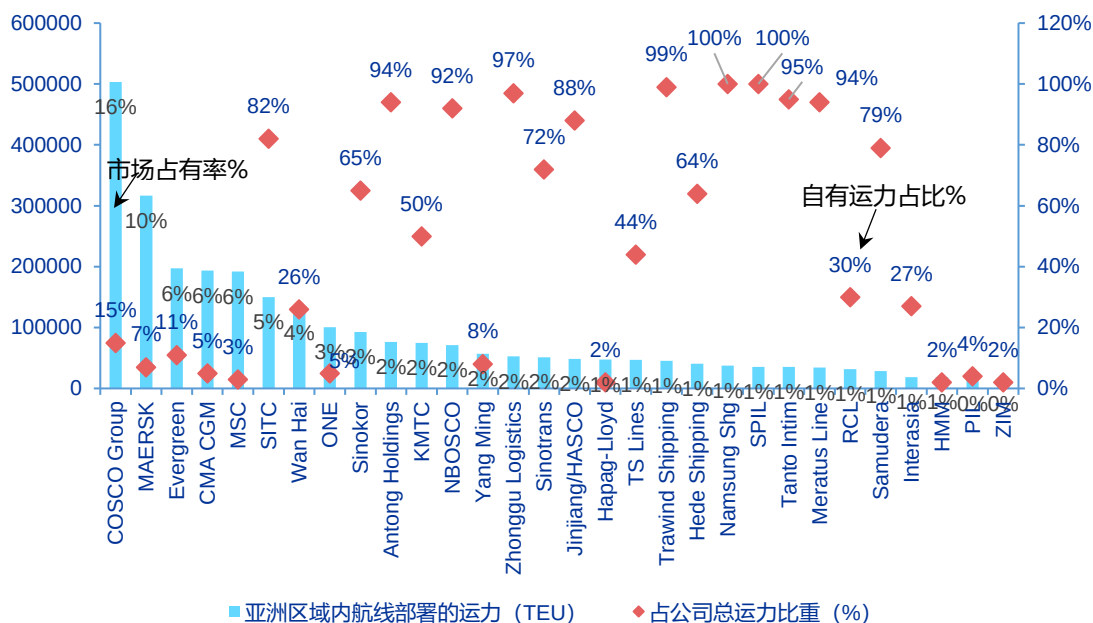
图 10：亚洲区域间运力部署持续抬升，主要是东南亚市场增长，日韩运力反而收缩（百万 TEU）



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

海丰国际是市场排名中首家主业聚焦于亚洲区域内市场的班轮公司，在该市场的运力部署占公司总运力的比重达到 82%。且公司的亚洲区域运输更侧重于国际运输，不涉及内贸沿海运输。

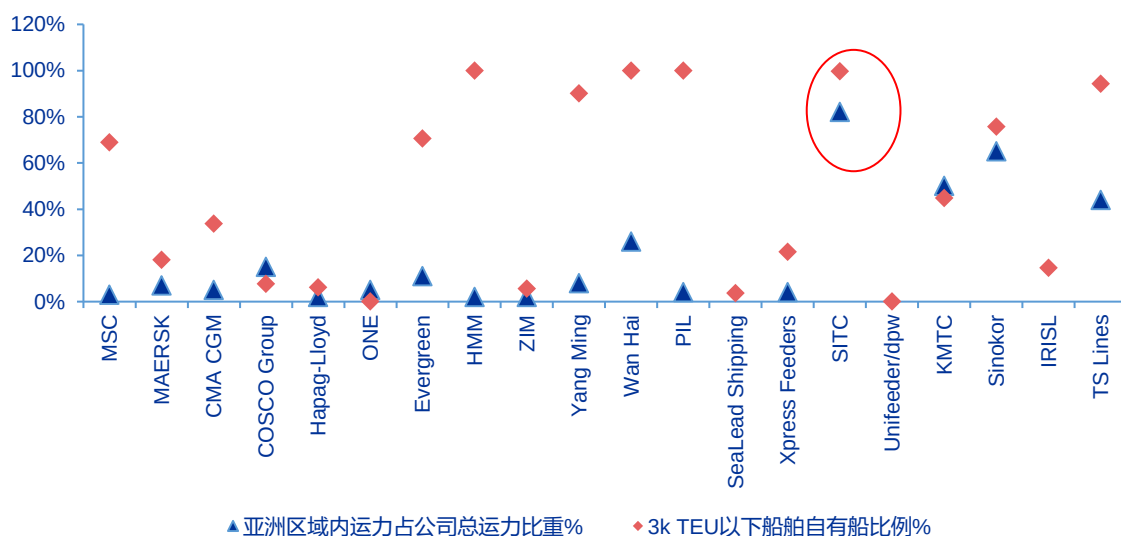
图 11：亚洲区域内市场分散且充分竞争，SITC 在亚洲区域贸易市场是最大的非全球布局的航司



资料来源：Linerlytica, Clarksons, 申万宏源研究

海丰国际是鲜有的主业聚焦亚洲市场，且在该市场自有运力比例高位的公司。细究公司在亚洲区域内市场的运力成分，海丰国际 3 千 TEU 以下集装箱船（亚洲区域内市场的主要船型，平均大小 1581TEU）自有运力占比接近 100%。相较于前文提到的头部大型班轮公司，则主要以租入运力部署亚洲区域内市场。

图 12：亚洲区域贸易市场中 SITC 是鲜有的专注于该市场且自有船比例较高的航司



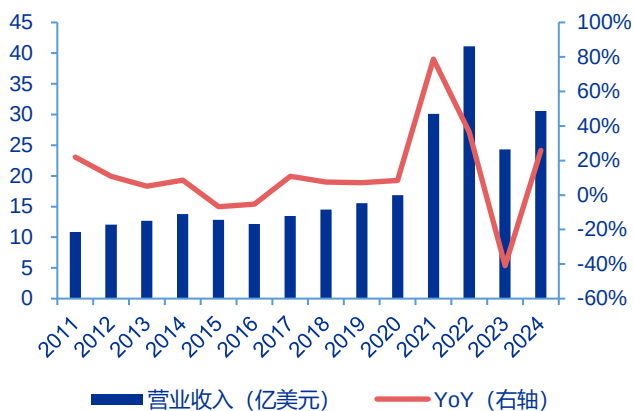
资料来源：Linerlytica, Clarksons, 申万宏源研究

在市场竞争激烈背景下，价格同质化程度高，成本优势的重要性被放大。海丰国际一方面扩大运力规模，以实现高密度网络布局后产生的规模效益；同时还抓住市场周期错位造船，降低船舶折旧成本；另一方面，公司提高自有运力比重，降低租船成本并加强自身抗周期能力。

2.2 历史财务表现优异，近年业绩与运价关系紧密

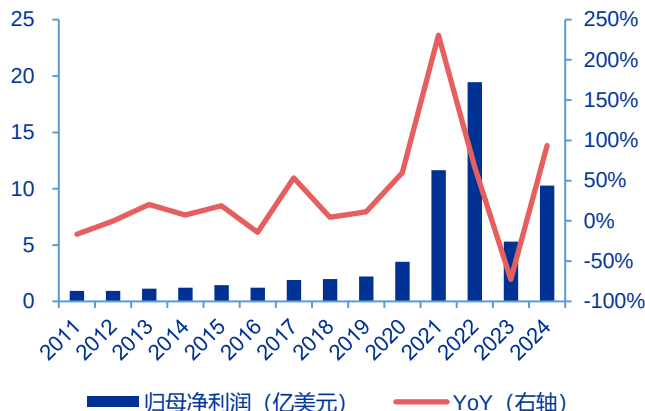
公司在历史业绩整体呈上升态势，近年因行业运价波动出现较大业绩震荡。公司历史业绩整体呈上升态势，2010 年港交所上市以来仅 3 年出现营收下滑。2023 年公司业绩出现较大调整，主因 2021-2022 年航运市场高运价导致的历史基数较高，航运市场进入调整期。2024 年公司营收和归母净利润再回上行态势，分别同比增长 26%、94%。

图 13 海丰国际营业收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

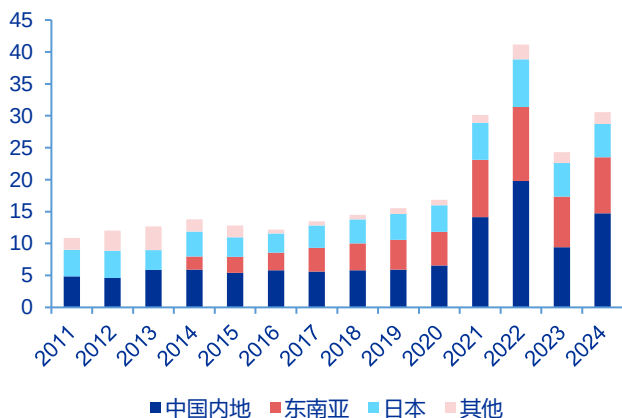
图 14：海丰国际归母净利润及增速



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

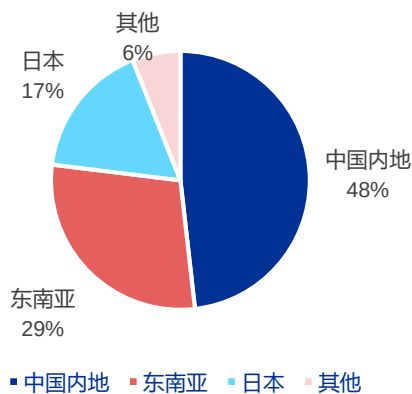
东南亚占收入比例持续提升，成为除中国内地外第一大营收来源。公司业务集中在亚洲区域内部，根据 2024 年经营业绩公告，公司在中国内地、东南亚、日本三大区域分别实现收入 15、9、5 亿美元，收入占比分别为 48%/29%/17%，东南亚占营收比例自 2014 年的 15% 提升至 2024 年的 29%。

图 15 海丰国际历史营业收入分地区结构（亿美元）



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

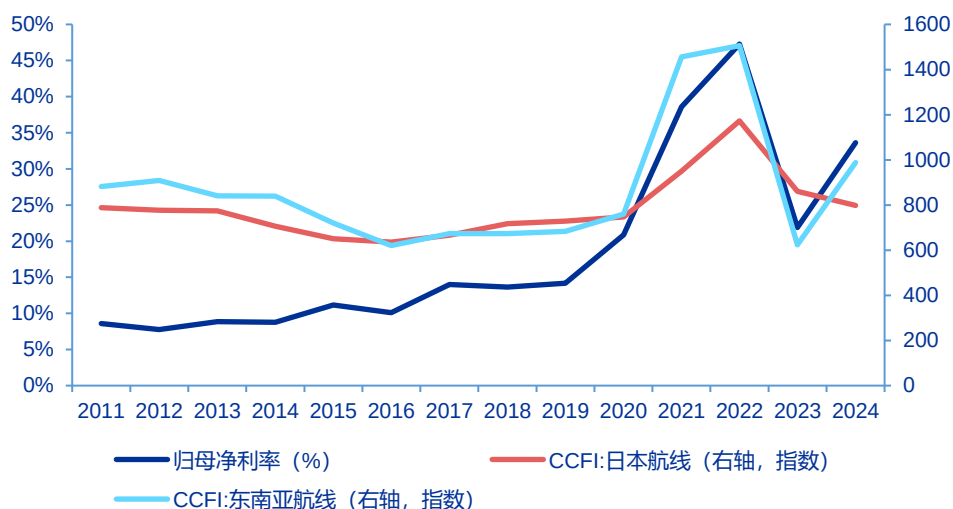
图 16：2024 年营业收入分地区结构



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

公司归母净利率整体呈上涨态势，也不乏周期弹性。集运行业属于周期性行业，亚洲区域运价波动弱于集运市场整体，东南亚航线运价波动性高于日本航线。2011-2016 行业运价指数呈下行态势，CCFI 日本航线和 CCFI 东南亚航线运价分别下跌 19%、30%，而公司此时处于不断布局区域网络阶段，运输效率提升，归母净利率稳中有升，自 2011 年的 9% 提升至 2016 年的 10%。2017-2020，亚洲区域运价指数呈弱回升态势，公司归母净利润自 2017 的 14% 提升至 2020 的 21%。2021 年起集运市场开启牛市行情，公司业绩随之提升，伴随着东南亚市场的结构性繁荣，2021-2024 年公司净利率波动态势与 CCFI 东南亚航线运价指数高度相近。

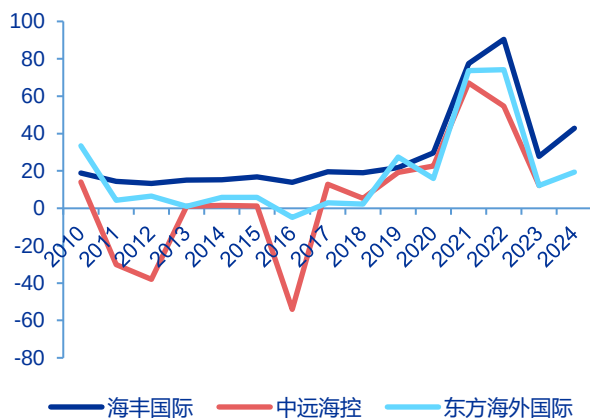
图 17：2011-2020 归母净利率呈上行态势与运价关联性弱，2020 年后归母净利率变化与东南亚航线运价相近



资料来源：公司公告，上海航交所，申万宏源研究

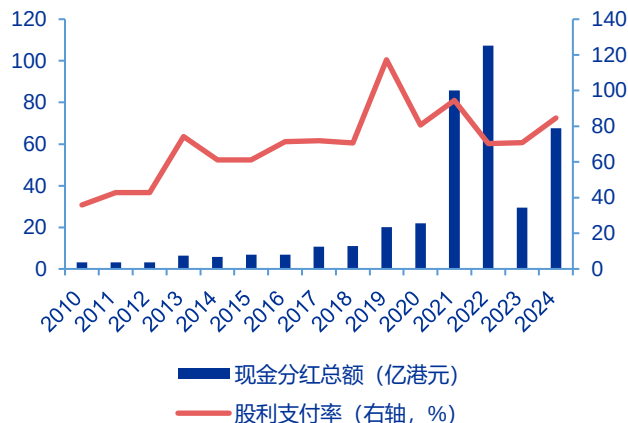
公司 ROE 表现优异，近年分红率维持在 70% 以上。公司自港交所上市以来 ROE 历史均值达 29%，除去 2021-2022 的周期高点后的均值仍有 21%，历史 ROE 长期高于同业公司。公司积极分红回馈股东，自 2016 年开始，每年分红率维持在 70% 以上，2024 年公司累计分红 68 亿港元，分红率达 85%。

图 18：公司历史 ROE 优于同行业公司（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：公司历史分红情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 产业转移继续加速，市场变化加剧反而彰显小船灵活性优势

3.1 2018-2023 年上一轮中美贸易摩擦后产业转移的红利

在上一轮中美贸易摩擦以及海外对中国反倾销抵制后，明显加速了中国产业转移海外的进程。据标普统计，2016 年-2023 年中国绿地海外投资达 6090 亿美元，涉及 4900 个项目，其中制造业投资 3260 亿美元，涉及 1384 个项目，创造了超过 150 万个就业岗位。产业转移背后的原因：1) 中国劳动力优势下降后，低附加值、劳动密集产业开始向海外转移；2) 中国需求饱和后，多余的产能通过出口缓解国内的压力，其他国家对中国廉价商品的抵制，导致中国产能向外转移；3) 向资源品靠近，减少运输和关税等多余环节的成本，以创造更多价格优势；4) 中美贸易摩擦，关税壁垒等贸易战手段迫使企业向外布局以提前规避。

在中美关系紧张下加速的产业转移中，以越南为典型的东南亚国家投资和出口均出现显著增长。以越南为例，2023 年越南的制造业增加值从 2016 年的 550 亿美元增长 87% 至 1030 亿美元，同时越南商品出口远超国内制造业增加值，从 2016 年的 1770 亿美元增长至 2023 年的 3540 亿美元，反映了该国出口一定程度上依赖于中间商品的进口，是典型的转出口贸易。从贸易数据看，美国进口商品中越南占比从 2016 年的 2.0% 提升到 3.7%，金额增加约 680 亿美元。中国商品出口中越南占比从 2016 年的 3.4% 提升至 4.1%，金额增加约 540 亿美元。

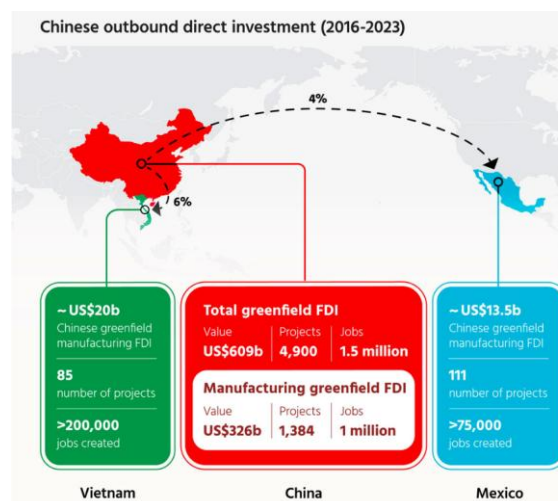
图 20：2016-2023 中国绿地海外制造业直接投资

Table 1 – Chinese greenfield foreign direct investment in manufacturing by destination country (2016-2023)

COUNTRY	PROJECTS	VALUE (US\$Bn)	JOBS CREATED	PROJECT SHARE	VALUE SHARE	JOBS SHARE	INVESTMENT PER JOB	AVG SIZE OF PROJECT (US\$ M)
TOP 15	820	203.2	723,600	59%	62%	68%	280,818	248
USA	126	17.7	35,400	9%	5%	3%	500,000	140
MEXICO	111	13.5	75,000	8%	4%	7%	180,000	122
INDIA	95	15.3	135,500	7%	5%	13%	112,915	161
VIETNAM	85	19.5	202,000	6%	6%	19%	96,535	229
RUSSIA	63	18.2	27,700	5%	6%	3%	657,040	289
GERMANY	53	8.1	9,150	4%	2%	1%	885,246	153
EGYPT	44	12.5	27,100	3%	4%	3%	461,255	284
THAILAND	39	4.4	34,800	3%	1%	3%	126,437	113
INDONESIA	38	23.6	35,900	3%	7%	3%	657,382	621
BRAZIL	37	4.6	18,880	3%	1%	2%	243,644	124
MALAYSIA	35	16	24,250	3%	5%	2%	659,794	457
CAMBODIA	31	2	41,220	2%	1%	4%	48,520	65
KAZAKHSTAN	26	18.5	24,000	2%	6%	2%	770,833	712
HUNGARY	21	12.7	14,500	2%	4%	1%	875,862	605
SAUDI ARABIA	16	16.6	18,200	1%	5%	2%	912,088	1,038
TOTAL	1384	326	1,062,000	100%	100%	100%	306,968	236

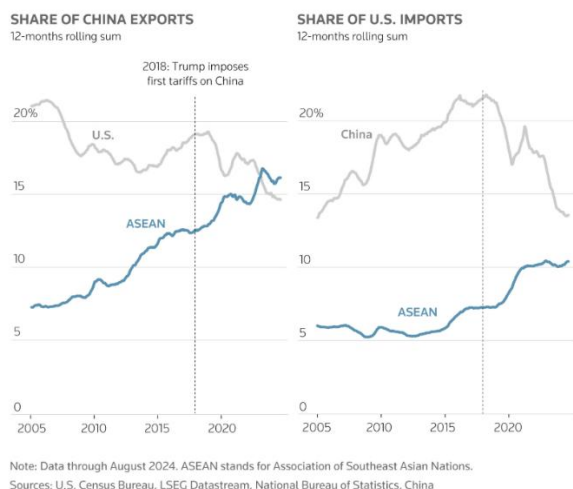
资料来源：Hinrich Foundation，申万宏源研究

图 21：越南、墨西哥投资增加



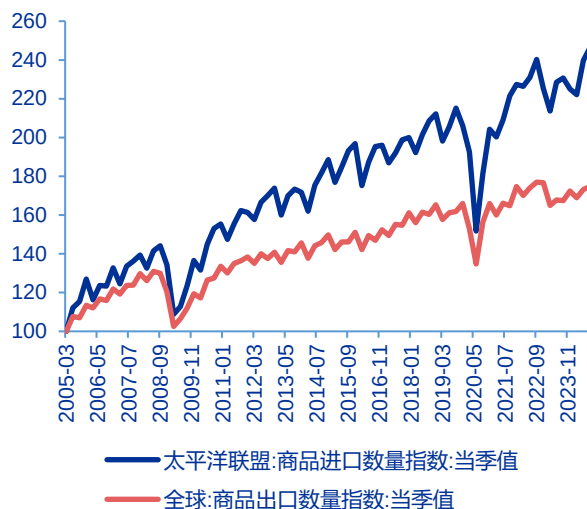
资料来源：Hinrich Foundation，申万宏源研究

图 22：中国和美国直接贸易减少，东盟从中受益，双向贸易增长



资料来源：Reuters，申万宏源研究

图 23：太平洋联盟贸易增速明显快于全球商品贸易增速



资料来源：Iifind，申万宏源研究

2018-2024 年，东盟国家转出口集装箱贸易估算约 320 万 TEU 左右，占亚洲区域内贸易的 5%左右，全球集装箱贸易的 1.5%。占东盟-美国集装箱贸易量的比重接近 50%，占美国进口集装箱量的 10%左右。

根据全球集装箱贸易网络分布分析，亚洲相关（出口和进口）贸易的集装箱运输量占全球集装箱贸易量比重达到 71%，其中以亚洲-欧洲（占比 8%）、亚洲-北美（占比 11%）和亚洲区域内（占比 31%）为主要航线。

表 1：各区域集装箱贸易占比分布（2024 年数据，按 TEU 计算）

进口\出口	欧洲	北美	亚洲	中东/ISC	拉美	非洲	大洋洲
欧洲	12%	1%	8%	2%	1%	1%	0%
北美	2%	0%	11%	1%	1%	0%	0%
亚洲	3%	3%	31%	1%	1%	1%	1%
中东/ISC	2%	1%	5%	0%	0%	0%	0%
拉美	1%	1%	3%	0%	0%	0%	0%
非洲	1%	0%	2%	0%	0%	1%	0%
大洋洲	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%

资料来源：Clarksons，申万宏源研究

将 2024 年亚洲的集装箱贸易进一步拆分中国、日韩和东盟的贸易流向，上述提到的占比 31%的亚洲区域内航线，则主要以中国-中国（占全球集装箱贸易量比重 6.6%）、中国-东盟（占比 5.2%）、东盟-中国（占比 3.4%）和东盟-东盟（占比 7.5%）为主。

对比 2024 年与 2018 年的贸易占比分布，中国-东盟的贸易占比由 2018 年的 3.8%提升到 5.2%，增加 1.4pct；东盟-美国贸易占比由 2018 年的 1.7%提升到 2024 年的 3.3%，增加了 1.6pct。一定程度上折射了东盟作为商品组装升级的“中转”地，间接实现了近些年中国-美国的贸易增量，估算约 320 万 TEU。

虽然估算的东盟中转货量占全球集装箱贸易比重仅 1.5%左右，占亚洲区域内集装箱运输量的 5%左右，但该货量占东盟出口至美国货量的比重接近 50%，占北美集装箱进口总量的比重约 9.4%。

表 2：2018 年亚洲区域内及欧美贸易占比分布

进口\出口	中国	日韩	东盟
中国	6.5%	2.0%	3.1%
日韩	3.0%	1.4%	1.1%
东盟	3.8%	1.5%	7.5%
欧洲	4.8%	1.4%	1.5%
美国	5.5%	2.0%	1.7%

资料来源：Clarksons，申万宏源研究

表 3：2024 年亚洲区域内及欧美贸易占比分布

进口\出口	中国	日韩	东盟
中国	6.6%	1.3%	3.4%
日韩	3.0%	1.3%	0.9%
东盟	5.2%	1.6%	7.5%
欧洲	5.6%	1.2%	1.6%
美国	5.4%	2.6%	3.3%

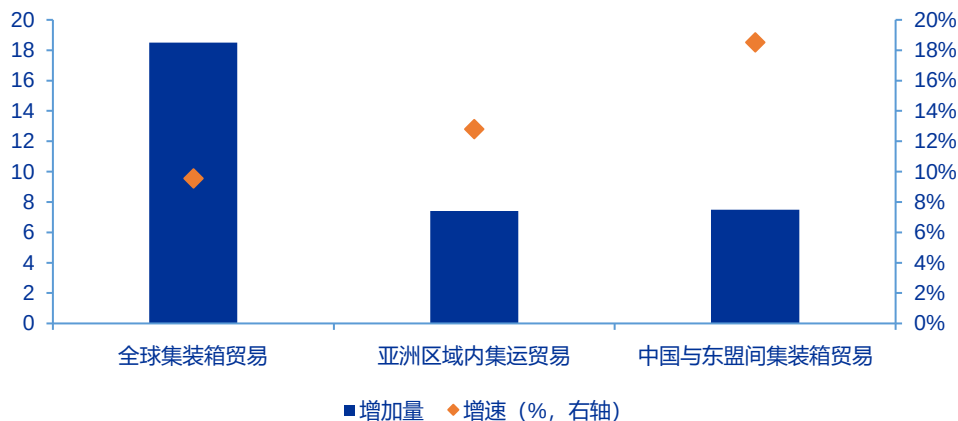
资料来源：Clarksons，申万宏源研究

3.2 去全球化和关税壁垒高筑背景下，未来生产链碎片化，生产环节间运输增加

2025 年新一轮的中美贸易摩擦可能继续加速中国产业转移，且考虑到对原产地成分的提高，有可能会有更多中间环节需要走出去。则原先产业物流园区带来的产业集群效应将下降，被省略的中间运输环节将随着生产环节的走出去而增加，即生产环节碎片化带来的物流运输增量。

2018 年-2024 年集装箱运输中约 40%增量来自于亚洲区域内运输，或中国与东盟国家之间的集装箱运输。

图 24：产业转移增加运输需求，2024 年 vs2018 年各地区集运贸易（百万 TEU）

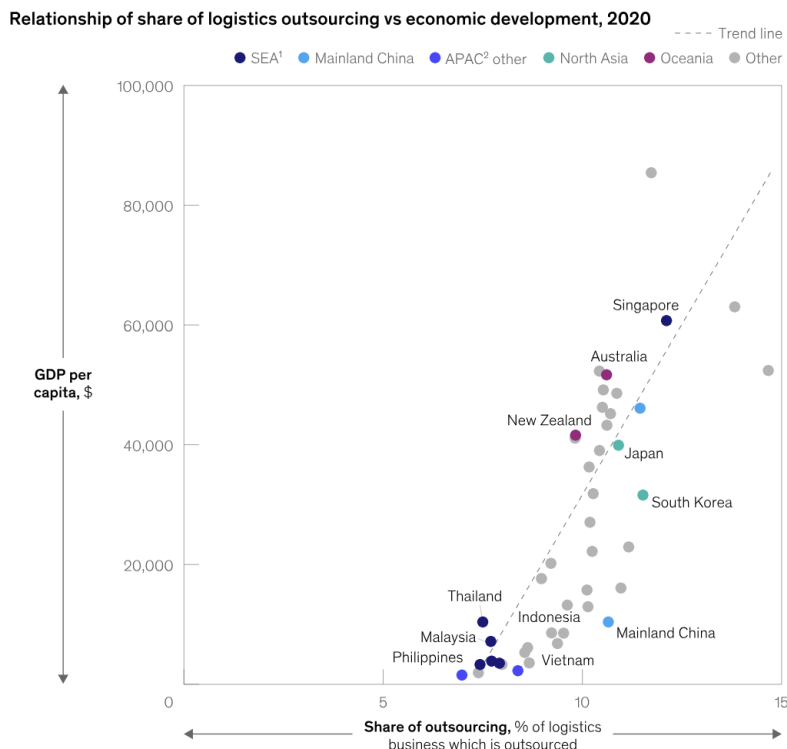


资料来源：Clarksons，申万宏源研究

从全球发展格局上看，第五轮的中国-东南亚的产业转移并未结束，考虑经济发展较为发达的地区物流外包水平低，中方企业继续去投资的空间有限。因此从人力及基础设施成本、地域风险以及投资空间看，未来东南亚仍是中国产业转移的主要方向。

因此亚洲区域内集装箱运输的需求，结合东南亚地区的经济发展，仍有望对需求端形成扎实的底部支撑。

图 25：物流外包程度会随着经济发展提高，东南亚地区较低的物流外包水平表明仍有较大的投资和发展空间

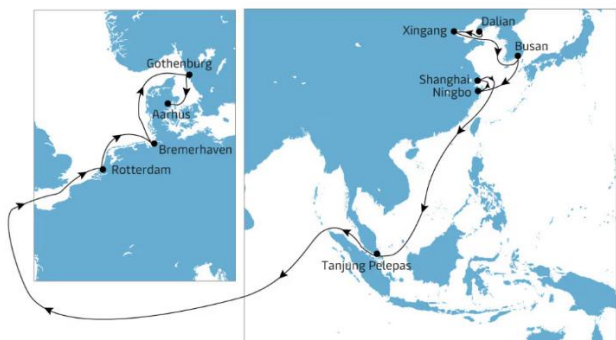


资料来源：Mckinsey, 申万宏源研究

3.3 联盟变化催生航线模式切换，小船上量换大船效率提升

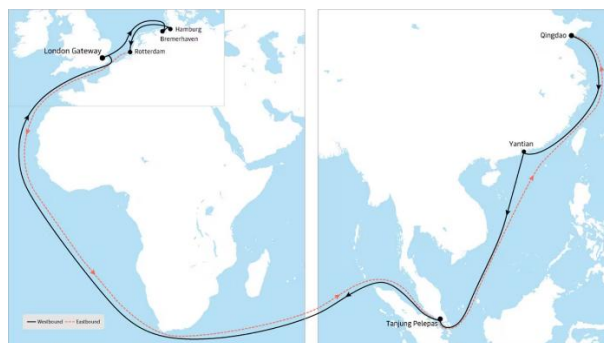
马士基（Maersk）与地中海航运（MSC）的 2M 联盟解散后，与德国赫伯罗特（Hapag-Lloyd）合作形成新的“双子星”联盟（Gemini），共同运营“双子星”海运服务网络的首航于 2 月 1 日开始，覆盖东西向贸易通道，由 29/27 条高效的干线以及 28/30 条灵活的穿梭快线组成（绕行好望角/通行苏伊士运河），计划投入 342/300 条船舶，或者 370/340 万 TEU。在“双子星”轴辐射式的网络模式下，公司挑选 12 个左右核心枢纽港，其他港口通过穿梭快线与枢纽港连接。核心枢纽港均为精心挑选的优质港口，或者由马士基/赫伯罗特自有或者控股码头，以此提高航班准班率至 90% 以上。

图 26：2M 联盟时钟摆式航线从青岛-鹿特丹航线



资料来源：马士基公司官网，申万宏源研究

图 27：Gemini 轴辐射式航线青岛-鹿特丹航线



资料来源：马士基公司官网，申万宏源研究

2M 联盟时钟摆式航线从青岛-鹿特丹航线单程航行 55 天，Gemini 轴辐射式航线青岛-鹿特丹单程需 41 天，缩短 13 天，提高大船周转效率约 25%。假设变化需求守恒，减少的大船需求转化为对穿梭快线小船需求，测算预计青岛-鹿特丹航线单程将增加 3.4 艘 2000TEU 大小的船舶，假设干线以周班频率发船，则增加约 40 艘 2000TEU 大小的船舶（没有考虑港口效率提高带来的时间减少）。

表 4：运输模式变化后支线船增加测算

青岛-鹿特丹	
2M 联盟时单程时间（天）	55
2M 联盟时周班需船舶数量（艘）	15.71
Gemini 时单程时间（天）	41
2M 联盟时周班需船舶数量（艘）	11.71
效率提升	25%
单程需额外支线船（艘）	3.41
周班需额外支线船（艘）	40

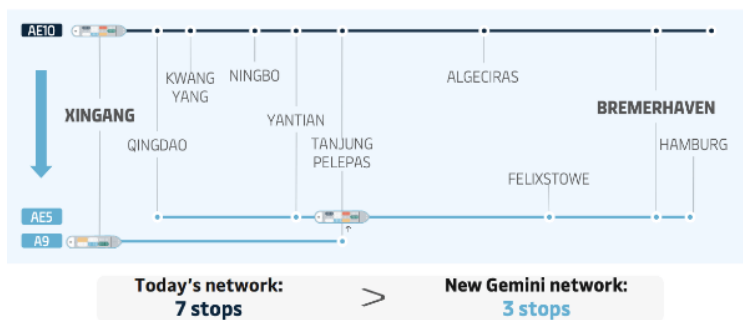
资料来源：申万宏源研究

注：未考虑港口效率提高带来的时间减少

以增加中小船支线运输的方式降低的干线大型船舶效率提高，意味着对中小型支线集装箱船需求增加，从马士基 2024 年年报可以看出，2024 年底相较于 2023 年，公司租入的 0-4699TEU 的中小型集装箱船增加了 30 艘，约 8.7 万 TEU，占据公司新增租入运力的主要部分。

图 28： Gemini 轴辐射航线减少干线运输港口挂靠

Example of a typical route in current and new network



资料来源：马士基官网，申万宏源研究

图 29：马士基 2024 年增加租入小型船

Fleet capacity, year-end				
	2024	2023	2024	2023
	TEU '000	TEU '000	Vessels	Vessels
Own container vessels				
0-4,699	458	476	135	141
4,700-7,999	277	277	45	45
8,000-14,999	678	707	71	74
> 15,000	1,027	903	57	50
Total	2,440	2,363	308	310
Chartered container vessels				
0-4,699	731	644	267	237
4,700-7,999	365	332	61	55
8,000-14,999	666	654	62	62
> 15,000	139	124	9	8
Total	1,901	1,754	399	362

资料来源：马士基公司公告，申万宏源研究

根据马士基与赫伯罗特发布的双子星运输网络规划，东西向航线将布局 343 艘船舶，合计 374.6 万 TEU。此外，穿梭快线航线上共部署运力 92 艘，合计 33.8 万 TEU，平均大小 3670TEU。

表 5: Gemini 航线网络东西向航线运力部署

航线	船舶数量 (艘)	平均大小 (K TEU)	运力 (K TEU)
Asia-Europe	97	17.1	1658.7
Atlantic	92	5.4	496.8
Transpacific	111	10.3	1143.3
Middle East	43	10.4	447.2

资料来源: Hapag-Lloyd 官网, 申万宏源研究

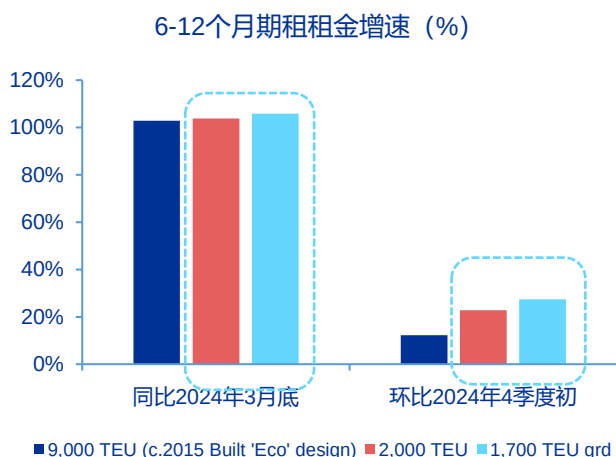
表 6: Gemini 航线网络穿梭快线运力部署

区域	船舶数量 (艘)	平均大小 (K TEU)	运力 (K TEU)
Europe	35	2.8	98
Middle East	14	3.9	54.6
Asia	41	4.4	180.4
North America	2	2.5	5

资料来源: Hapag-Lloyd 官网, 申万宏源研究

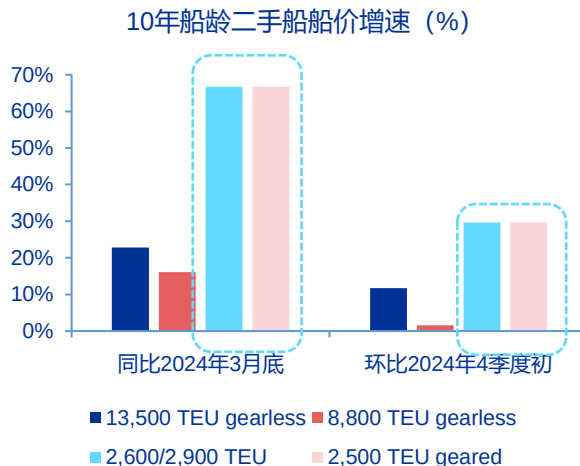
联盟切换后的大小船运价和船价表现看, 小型集装箱船的运价和二手船价, 在同环比上均比大型集装箱船更为坚挺。

图 30: 大型 vs 小型集装箱船期租同环比增速



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

图 31: 大型 vs 小型集装箱船二手船价同环比增速



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

3.4 事件扰动下小船灵活性优势更为明显

301 调查行动方案豁免小型集装箱船和中转运输。2025 年 4 月 17 日, 美国贸易代表办公室 (USTR) 根据《贸易法》第 301 条款对中国在海事、物流和造船领域的主导地位进行调查后发布的行动通知。对非中国船东的中国建造的运力给予一定豁免条款, 包括: 小于 4000TEU、5.5 万载重吨, 或 8 万载重吨干散货船舶; 从距离美国大陆港口 2000 海里以内的其他国家港口或地区驶入的船舶。

此次变化相对利好小型集装箱船。大型集装箱船一定程度是可以通过小型船或者中转降低影响, 但可能需比较三者的性价比。结合近期市场变化, 4 千 TEU 以下的小型集装箱船正因关税带来的转口贸易增加而运力偏紧。后续可能有更多干线美国货物运输需要通过小船实现, 小型集装箱船供给更加紧张, 对运价形成进一步支撑。

图 32：301 调查行动方案前后对比

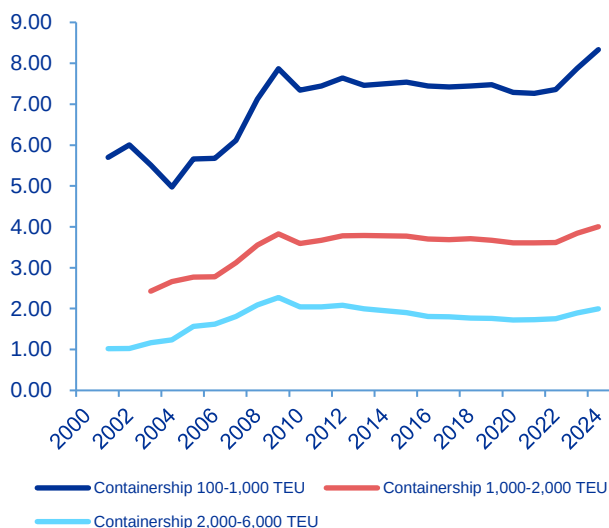
原方案收费细则				
	中国船东/中国运营商	拥有中国船厂建造船舶的船东船队	持有中国船厂手持订单的船东船队	
方案A	最高100万美元	最高150万美元	未来2年手持订单，中国造比例>50%，则最高100万美元； 未来2年手持订单，25%>中国造比例≥50%，则最高75万美元； 未来2年手持订单，0%>中国造比例≥25%，则最高50万美元	
方案B	1000美元/净吨	中国造比例>50%，则最高100万美元； 25%>中国造比例≥50%，则最高75万美元； 0%>中国造比例≥25%，则最高50万美元	未来2年手持订单，中国造比例≥25%，则最高100万美元；	
方案C		中国造≥25%，则最高100万美元；		

新方案收费细则				
	中国船东/中国运营商	中国建造的船舶	非美国建造的汽车运输船	
	每净吨	每净吨	每TEU	每CEU
2025/04/17-	0	0	0	0
2025/10/14-	50	18	120	150
2026/04/14-	80	23	153	150
2027/04/14-	110	28	195	150
2028/04/14-	140	33	250	150
上限	单船每年最多收费5次	单船每年最多收费5次		
豁免条件	无	(1) 不适用于运输美国政府商品的船舶； (2) 不适用于以下情况： - 美国船东或美国国籍的船舶； - 空载抵达美国港口的船舶； - 小于4000TEU、5.5万载重吨，或8万载重吨干散货船舶； - 从距离美国大陆港口2000海里以内的其他国家港口或地区驶入的船舶； - 特种化学品船； - “太湖船”（为北美大湖区航行而特别设计的船舶）。 豁免费用，不超过3年	无	无
暂停		订购一艘同等/更大净吨的美国建造船舶，则可豁免费用，不超过3年	订购一艘同等/更大净吨的美国建造船舶，则可豁免费用，不超过3年	

资料来源：USTR，申万宏源研究

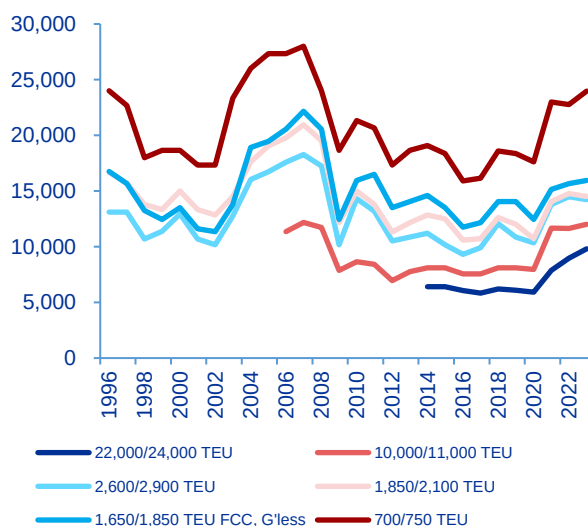
小型集装箱船对各种事件的变化最具灵活性，不仅对港口没有挂靠要求，全球各种航线也均可部署，劣势是在于单箱成本会高于大型集装箱船。因此，各种事件变化的最终结果就是比较运价和单箱成本之前是否可产生利润，若有则可灵活布局。该特点也让在黑天鹅和突然事件频发的背景下，放大小船的需求并平滑周期波动。

图 33：单位 TEU 的 OPEX (美元/天/TEU)



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

图 34：单位 TEU 新造船价格 (美元/TEU)

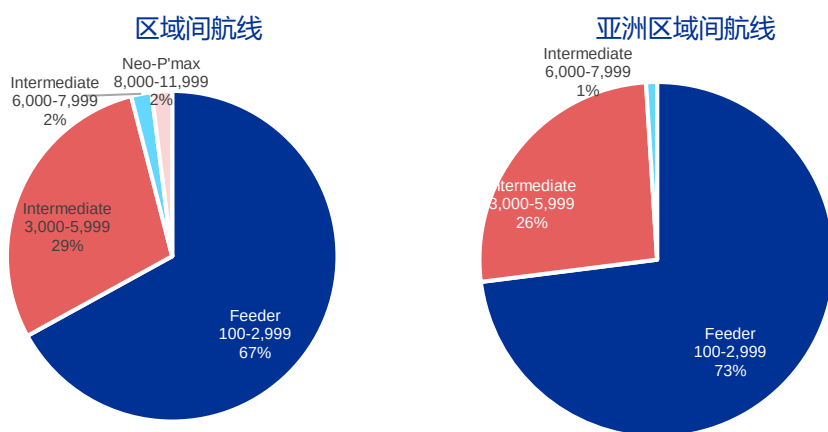


资料来源：Clarksons，申万宏源研究

4. 运力供给格局好，明年净运力或出现负增速

亚洲区域间的集装箱运输主要用小型集装箱船，从船型分布上看，3 千 TEU 以下的支线型集装箱船占比达到 73%，略大一些的中型集装箱船：3-6 千 TEU 集装箱船和 6-8 千集装箱船占比分别为 26%和 1%，平均大小为 1880TEU。

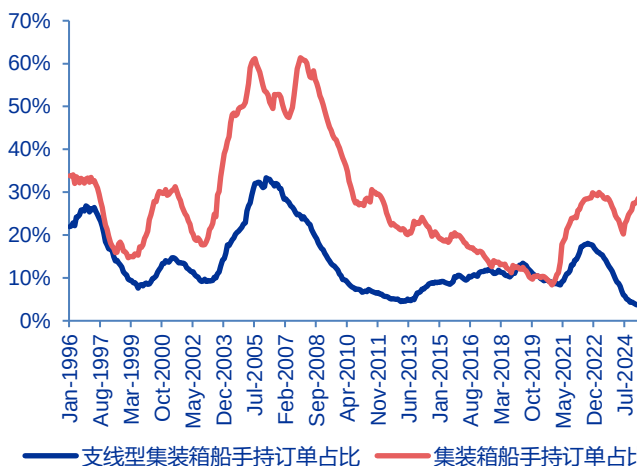
图 35：区域间及亚洲区域间航线上船型分布



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

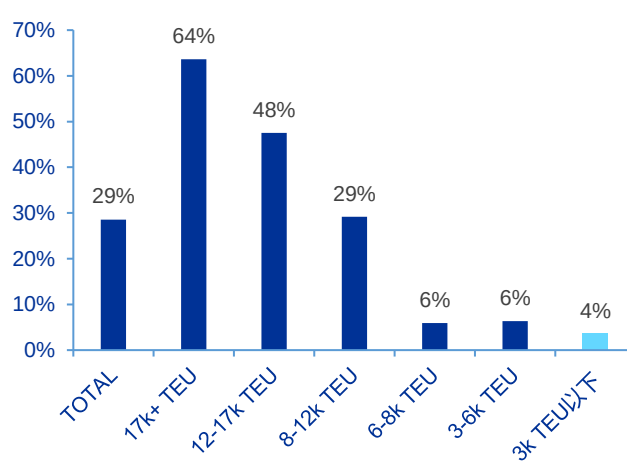
3 千 TEU 以下的支线型集装箱船供给端受到新船订单有限而老龄化严重的约束。虽然市场一直担忧集装箱船市场新增供给压力大，但大量的新造船订单均为大中型集装箱船。克拉克森研究 4 月初手持订单数据显示，目前集装箱整体的手持订单占比约为 29%，为 2011 年以来的最高水平。从细分船型看，1.7 万 TEU 的大型集装箱船手持订单比最高，达到 64%，而适用于亚洲区域内集运市场的船型（6-8 千、3-6 千以及 3 千 TEU 以下）的手持订单占比分别为 6%、6%和 4%。3 千 TEU 以下的支线型集装箱船手持订单占比最低。

图 36：3k TEU 以下及总集装箱船手持订单占比 (%)



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

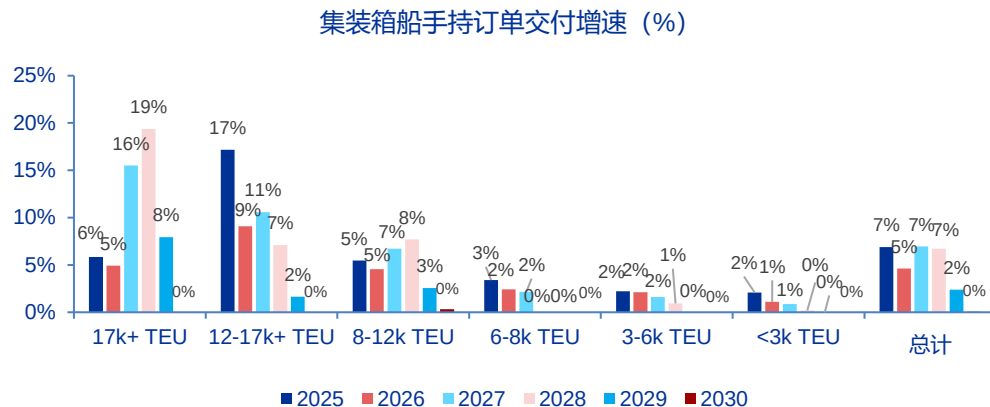
图 37：2025 年 4 月初各船型手持订单占比 (%)



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

从具体的交付节奏看,2025 年预计交付量占船队比重为 2.1%,2026 年为 1.1%,2027 年为 0.9%,2028 年为 0.2%。逐年的交付了有限,新增供给压力远小于大型集装箱船。

图 38: 集装箱船手持订单交付增速 (%)

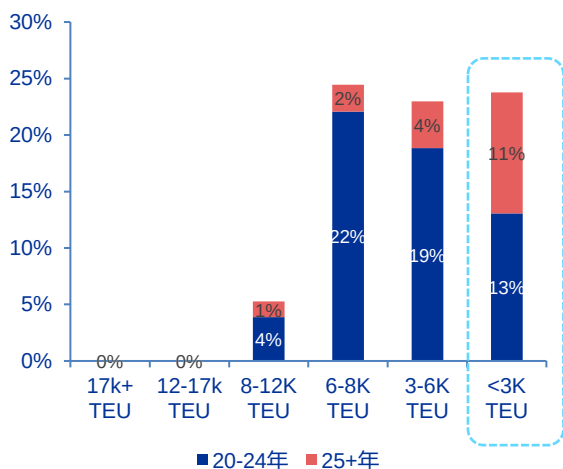


资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

然而,小型集装箱船的老龄化问题尤为严重。3 千 TEU 以下集装箱船 20 年以上船龄的运力分布达到 24%,其中 25 年以上的比重达到 11%。同样适用亚洲区域内的 6-8 千和 3-6 千 TEU 集装箱船 20 年船龄以上占比也分别达到了 24%和 23%。

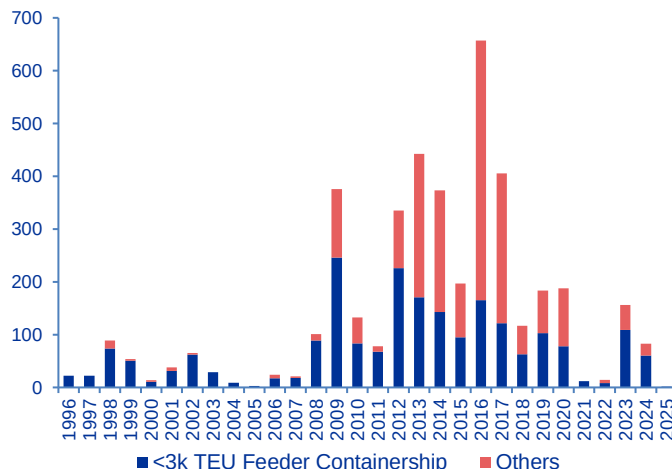
由于老龄化严重,集装箱近些年陆续有老船拆解,最近 4 年的 3 千 TEU 以下集装箱船的拆解占比接近 75%。即使是 2024 年因红海扰动导致全市场运价上涨的背景下,依然有 58 艘,8.3 万 TEU 的集装箱运力被拆解,其中 52 艘,合计 6.1 万 TEU 的运力为 3 千 TEU 以下的支线型集装箱船,占比达到 73%;2025 年初至今拆解的 3 艘集装箱船均为 3 千 TEU 以下的支线型船舶。最近 4 年拆解的集装箱船舶中,3 千 TEU 以下支线型集装箱船平均占比达到 75%左右。

图 39: 各船型 20 及 25 年以上船龄占比 (%)



资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

图 40: 集装箱船拆船船型分布(千 TEU)

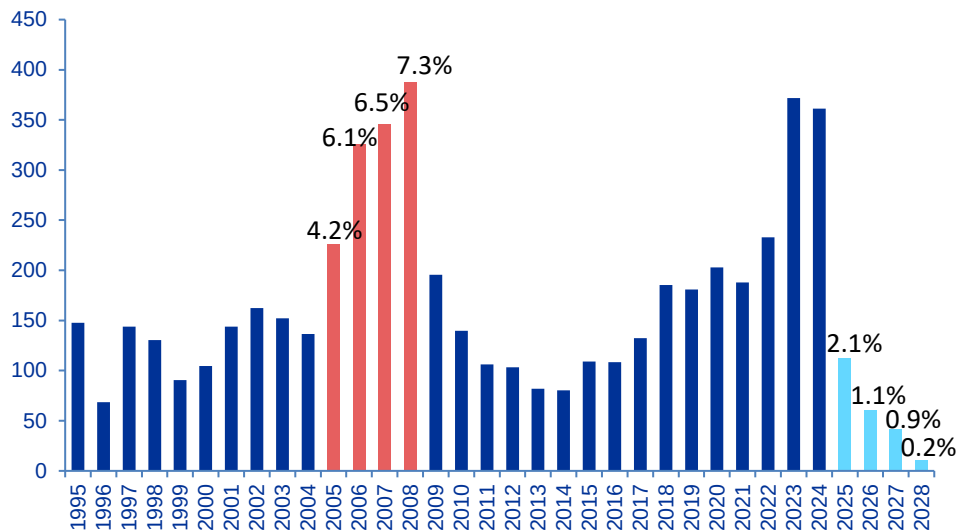


资料来源: Clarksons, 申万宏源研究

新增运力赶不上老龄化速度,未来运力或出现负增速。从现有船队和手持订单的建造年份分布看, - 年达到 年船龄的运力 (- 年建造) 大幅攀升,单年

占总运力比重分别为 4.2%、6.1%、6.5%和 7.3%;而 2025-2028 年的交付占比分别为 2.1%、1.1%、0.9%和 0.2%。

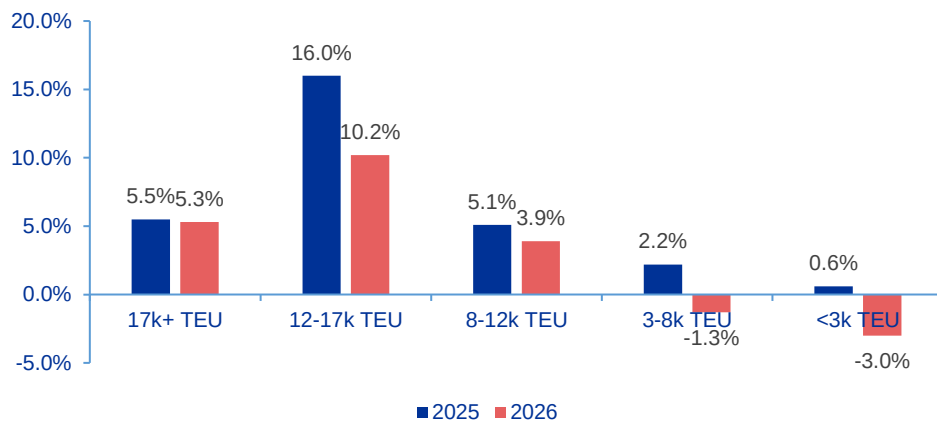
图 41：现役船队及手持订单的建造年份分布（截至 2025 年 4 月初）



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

根据克拉克森研究预测，2025 年 3 千 TEU 以下集装箱船供给增速仅 0.6%，2026 年预计下滑 3%。

图 42：克拉克森对各细分船型供给增速预测（截至 2025 年 4 月初）



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

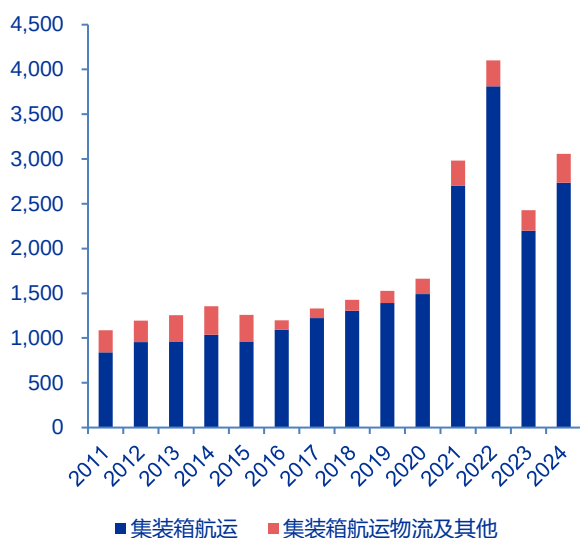
5. 盈利预测与估值

5.1 主营业务介绍

公司的业务主要聚焦于集装箱运输，也是历年来公司业绩弹性的主要贡献来源，2024 年公司集装箱航运的营收占比接近 90%。

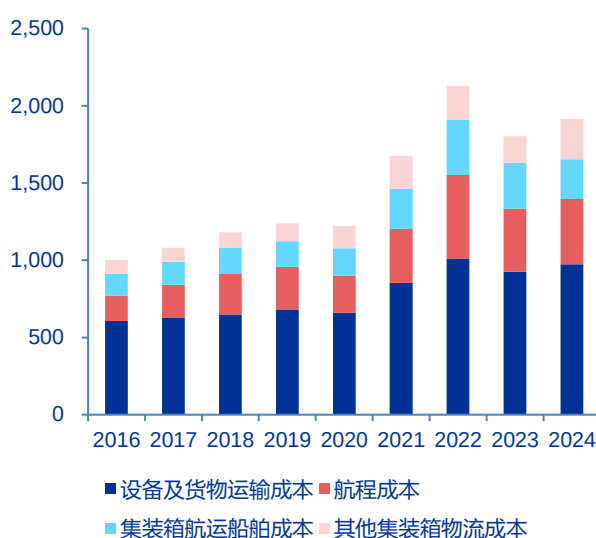
成本端, 主要包括设备及货物运输成本 (2024 年占比 51%)、航程成本 (占比 22%)、集装箱航运船舶成本 (占比 13%)、其他集装箱物流成本 (占比 14%)。(1) 设备及货物运输成本主要涉及集装箱港口装卸费用、集装箱租赁和自有箱折旧等, 一定程度上会随着公司总货运量变化。(2) 航程成本主要包括燃油成本、港口使费等。港口使费往往较为稳定, 因此航程成本主要受到油价波动影响。(3) 集装箱航运船舶成本主要涉及船员薪资、外租船舶的期租租金费用以及自有船舶的折旧和维修等。船员薪资一般随着经济发展有小幅稳步抬升; 外租船的期租租金费用与公司外租船比例与市场租金水平有关; 船舶折旧与维修与公司自由船队数量有关, 会随着船舶数量增加而增长。(4) 其他物流成本主要涉及第三方物流和仓储等。

图 43 海丰国际营业收入构成 (百万美元)



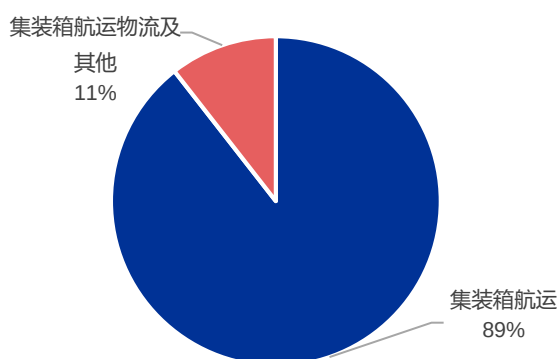
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 44：海丰国际营业成本构成 (百万美元)



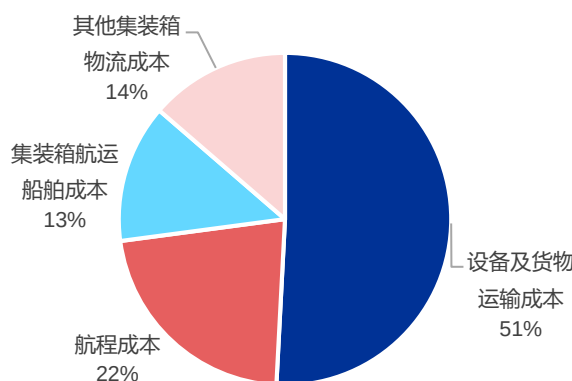
资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 45 海丰国际 2024 年营业收入分布 (%)



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 46：海丰国际 2024 年营业成本分布 (%)

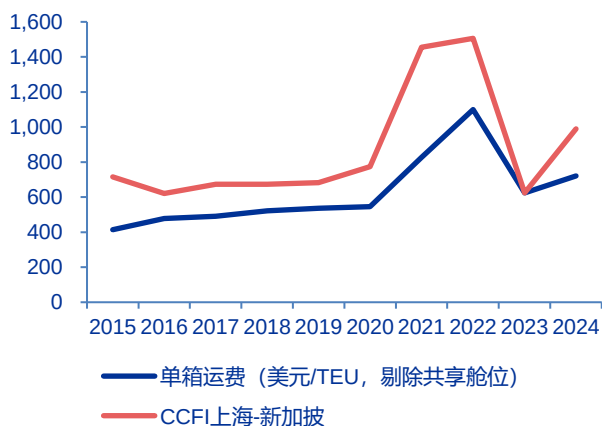


资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

公司的营收和成本拆分开，主要取决于货运量、单箱收入、单箱成本这个核心因素。货运量往往和市场货运需求与公司运力扩张节奏有关，单箱收入取决于市场景气度，单箱成本取决于公司经营能力。海丰国际通过多年在亚洲市场深耕，已经将单箱成本维持相对

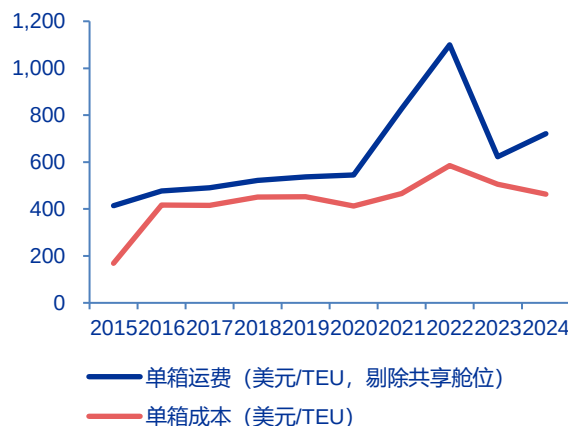
稳定，且同时考虑到东南亚经济稳步增长以及公司相对有限的新船交付，预计未来呈现小幅稳步抬升趋势。因此市场景气带来的运价波动对公司利润测算是最关键因素。

图 47 海丰国际单箱运费 vs CCFI 东南亚运费指数



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 48：海丰国际单箱运费 vs 单箱成本



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

5.2 盈利预测

核心假设-营收

货运量：

- ① 公司目前拥有 8 艘均为 1800TEU 的手持订单，预计将于 2026 年 4 季度和 2027 年逐步交付。此外，公司于 2024 年交付 9 艘运力，合计 1.5 万 TEU 左右，部分产能将在 2025 年市场，2025 年 2-3 月又分别各交付一艘 1023TEU 运力。根据 2025-2027 年交付运力节奏，假设租入运力维持 2024 年水平，公司 2025-2027 年控制的有效运力增速分别为 6%、0.6%和 4.1%。
- ② 克拉克森研究对 2025-2026 年亚洲区域内集装箱贸易增速预测分别为 3.2%和 3.0%。参考东南亚的经济增速，假设 2025-2027 年亚洲区域内货运量增速均为 3%左右。
- ③ 结合运力增速和市场需求增速，**假设 2025-2027 年货运量增速分别为 4.5%、3.3%和 5.1%。**

运价：

- ① 参考 CCFI 中国-东南亚运价，2024 年指数均值为 988.7 点，2024 年红海扰动带来的运价上行主要在下半年，下半年均值为 1178.4 点。2025 年初至今均值为 1054.5 点，考虑到美国对东盟国家的关税给予 90 天豁免期，预计上半年东南亚市场整体运价维持高位，下半年关税变化以及红海扰动的变化仍存在不确定性，假设运价逐步下滑。假设 2025 年 CCFI 中国-东南亚航线平均 970 点，较 2024 年略有下滑。
- ② 2026-2027 年考虑到红海复航可能性提升，以及大型船舶交付可能导致供给压力向下传导给小型集装箱船市场，但小型集运市场可能受到需求端的东南亚产业转移

加速、双子星航线模式变化以及其他突然事件导致的需求增加，运价跌幅可能较干线市场跌幅温和。分别假设 2026-2027 年 CCFI 中国-东南亚航线下滑 8%和 6%至 900 点和 850 点。

③ 结合公司历史单箱运费和 CCFI 东南亚航线的关系，得到 **2025-2027 年公司单箱运费分别为 708、657、621 美元/TEU。**

预计公司 2025 年-2027 年营业收入可达到 30.86 亿美元、29.62 亿美元、29.42 亿美元，同比分别增长 0.9%、-4.0%、-0.7%。

表 7：海丰国际营业收入预测

百万美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
控制运力 (K TEU)	118	130	143	163	163	180	185	189	201
y-o-y (%)	9.6%	10.3%	10.4%	13.7%	0.1%	10.7%	2.9%	2.2%	6.3%
有效控制运力 (K TEU)						173	183	184	192
y-o-y (%)							6.0%	0.6%	4.1%
集装箱运量 (K TEU)	2,483	2,614	3,142	3,262	3,224	3,570	3,731	3,854	4,049
y-o-y (%)	3.5%	5.3%	20.2%	3.8%	-1.1%	10.7%	4.5%	3.3%	5.1%
CCFI 上海-新加坡	683	773	1,456	1,506	623	989	970	900	850
单箱运费 (美元/TEU)	537	545	827	1,100	623	721	708	657	621
y-o-y (%)	2.8%	1.6%	51.7%	33.0%	-43.3%	15.7%	-1.8%	-7.2%	-5.6%
航运收入 (百万美元)	1,333	1,425	2,598	3,587	2,010	2,574	2,642	2,532	2,512
舱位共享收入 (百万美元)	58	65	106	224	188	161	165	158	157
物流及其他收入 (百万美元)	137	173	279	291	232	323	279	271	273
营业收入 (百万美元)	1,527	1,663	2,983	4,102	2,429	3,058	3,086	2,962	2,942
y-o-y (%)	7.2%	8.9%	79.4%	37.5%	-40.8%	25.9%	0.9%	-4.0%	-0.7%

资料来源：Wind，上海航交所，申万宏源研究

核心假设-成本

- ① 设备及货物运输成本、集装箱航运船舶成本以及其他集装箱物流成本主要跟随货运量波动，2025-2027 年成本根据波动幅度挂钩货运量增速。
- ② 航程成本，港口使费相对稳定，主要为燃油价格波动。假设 2025-2027 年燃油价格每年下滑 2%。

预计公司 2024 年-2026 年营业成本可达到 19.63 亿美元、19.99 亿美元、20.61 亿美元，同比分别增长 2.5%、1.8%、3.1%。

表 8：海丰国际营业成本预测 (百万美元)

百万美元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
设备及货物运输成本	648	681	660	853.83	1,010	926	973	995	1,011	1,037
y-o-y (%)		5.0%	-3.0%	29.3%	18.3%	-8.4%	5.1%	2.3%	1.7%	2.5%
航程成本	263	276	242	350.51	542	408	422	414	406	398
y-o-y (%)		4.6%	-12.3%	45.0%	54.7%	-24.7%	3.4%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
集装箱航运船舶成本										

y-o-y (%)	-1.3%	5.5%	47.6%	37.6%	-16.6%	-13.2%	4.5%	3.3%	5.1%	
其他集装箱物流成本	100	116	145	212.26	219	172	261	285	304	334
y-o-y (%)	15.2%	25.0%	46.8%	3.4%	-21.4%	51.6%	9.0%	6.6%	10.1%	
营业成本	1,181	1,238	1,222	1,675.28	2,128	1,806	1,915	1,963	1,999	2,061
y-o-y (%)	4.9%	-1.3%	37.1%	27.0%	-15.1%	6.1%	2.5%	1.8%	3.1%	
单箱成本 (美元/TEU)	450	452	412	465.62	585	506	463	450	440	426
y-o-y (%)	0.4%	-8.8%	13.0%	25.6%	-13.6%	-8.4%	-2.9%	-2.2%	-3.0%	

资料来源：Wind, 申万宏源研究

我们预测公司 2025-2027 年毛利分别为 11.23、9.63、8.81 亿美元，毛利率分别为 36.4%、32.5%和 29.9%。2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.42、8.59 和 7.90 亿美元，分别同比增长 1.3%、下滑 17.6%和下滑 8.0%。

表 9：海丰国际净利润预测 (百万美元)

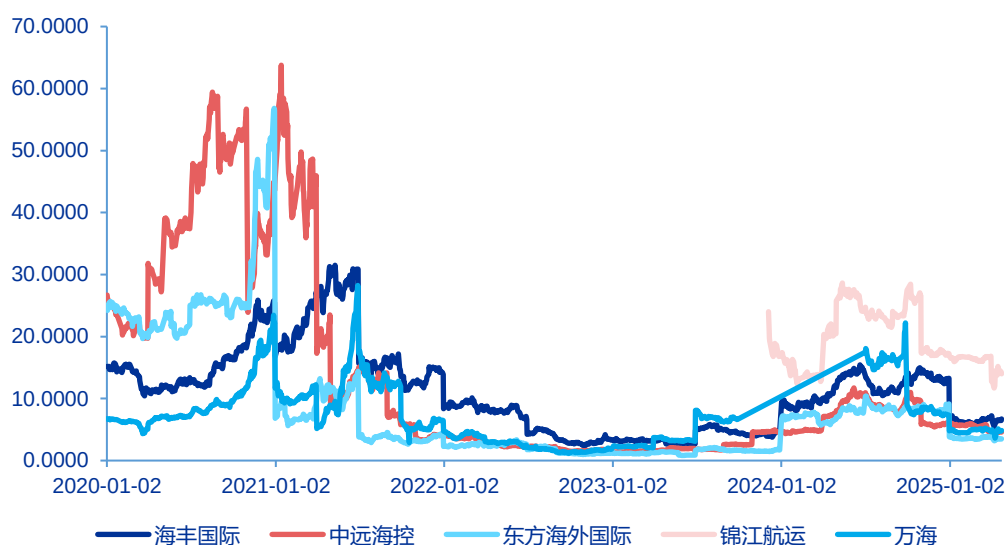
百万美元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利	245	289	441	1308	1975	623	1143	1123	963	881
毛利率 (%)	17.2%	18.9%	26.5%	43.8%	48.1%	25.7%	37.4%	36.4%	32.5%	29.9%
归母净利润	198	220	352	1163	1944	531	1028	1042	859	790
y-o-y (%)		11.4%	59.8%	230.7%	67.2%	-72.7%	93.5%	1.3%	-17.6%	-8.0%

资料来源：Wind, 申万宏源研究

5.3 公司估值

由于近些年行业波动较大，导致同行其他航司的业绩和市值均出现大幅波动。而海丰国际因稳健经营和相对稳定的业绩表现，PE 表现反而相对稳定。尤其是在市场下行阶段，会因为其稳定性而给到更高溢价。因此我们觉得以海丰国际自身历史估值水平更具参考性。

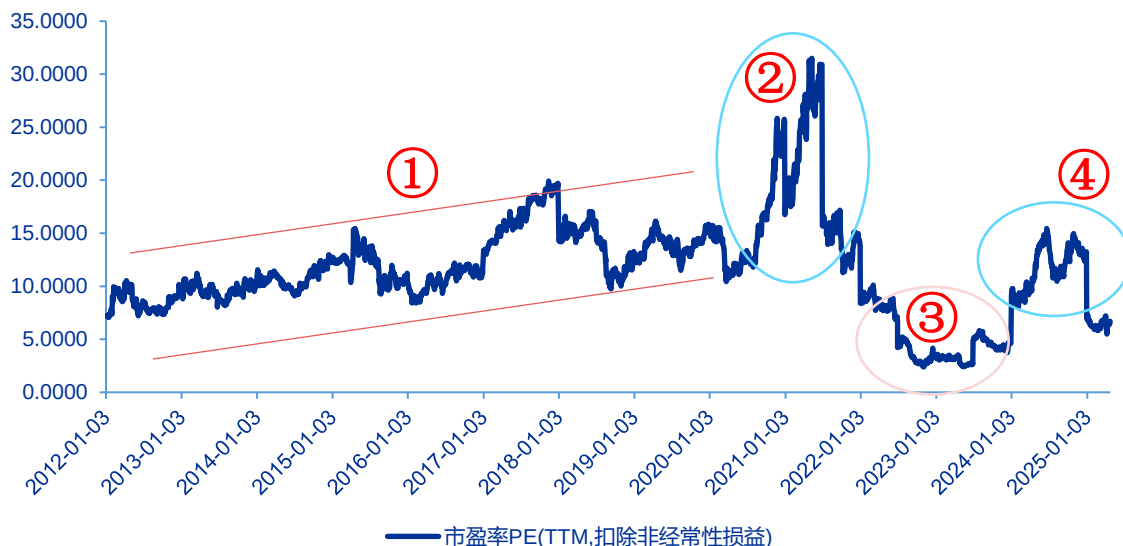
图 49：集运市场可比公司 PE 表现



资料来源：Wind, 申万宏源研究

复盘 2012 年以来的公司 PE 水平，可以分为四个阶段。①2012-2020，市场承压，公司逆周期成长，得到市场认可；②2020-2022，疫情期间运价暴涨，行业弹性放大，行业拔估值；③疫情结束，运价遭遇供需双杀，叠加新船订单高位对行业长期预期悲观，导致行业杀估值；④红海扰动，预期反转，估值修复。

图 50：海丰国际历史 PE 估值复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

- ① 2000-2009 年集运市场刚刚经历过需求快速发展推动市场上行的周期，最终以金融危机结束了这一场繁荣。2012-2020 年，集运市场持续受到供给端过剩的压力，导致运价持续承压，而这一阶段，海丰国际正处于运力的快速扩张期，业务也越来越聚焦于亚洲区域内集运市场，业绩逆周期的成长获得市场的认可，这一阶段公司的 PE 一直稳步抬升，且 2016 年后便持续维持在 10-20 倍 PE 区间，平均 13.7 倍。

图 51：集运历史供需复盘



资料来源：Clarksons，申万宏源研究

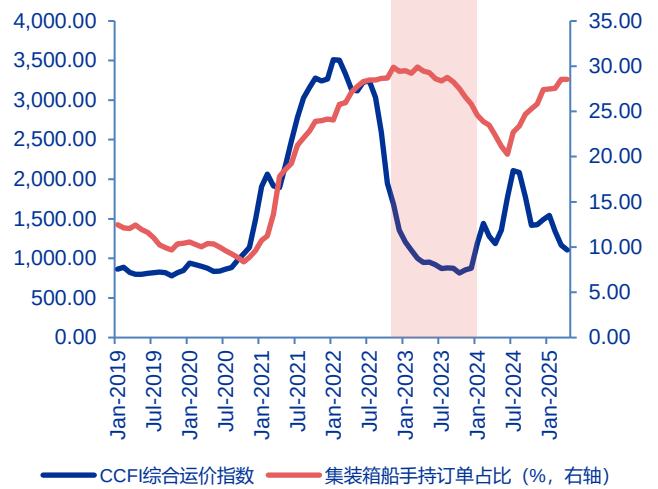
- ② 2020-2022 年疫情带来了集运史无前例的高潮期，前期运价大幅上涨且持续超市场预期，周期属性的弹性加倍释放，集运标的整体抬估值。海丰国际这一阶段最高曾超过 30 倍 PE。
- ③ 疫情逐步恢复后，市场受到需求放缓&堵港运力释放的双重压力，运价快速回落。同时市场远期因航司大量造船导致预期非常悲观。在持续走弱的运价现实和预期下，所有集运公司又同时经历了一波杀估值潮。该期间海丰国际曾跌破 3 倍 PE，为公司上市以来最低 PE 水平。

图 52 CCFI 运价暴涨，行业弹性市场拔估值



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

图 53：供需双杀叠加远期供给担忧，又一轮杀估值



资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

- ④ 2024 年红海扰动，导致集运市场在不到两年的时间内再迎一轮小高峰，不仅超预期且修正了之前市场对长期悲观的情绪。伴随着行业业绩的释放，公司迎来一轮估值修复，PE 重新回到 15 倍 PE 附近。

2025 年，在市场对红海复航的担忧下，公司估值再次回落，目前仅 5-7 倍左右。考虑到红海扰动迟迟不复航，叠加今年关税变化带来的东南亚抢运、双子座联盟和美国 301 调查的行动方案均增加小型集装箱船需求，我们预期亚洲区域内集运市场的运价表现或出现超市场预期的表现。大家对于业绩下滑和分红减少的担忧将被修复，估值有望重新回到 10-15 倍区间，公司当前市场向上接近 40%-110% 区间。**首次覆盖，当前给予“买入”评级。**

表 10：重要可比公司对比

公司	代码	2024 年营收 (百万美元)	归母净利润 (百万美元)					PE				PB
		2024	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2024
海丰国际	1308.HK	3508	1028	1042	859	790	7.0	7.0	8.4	9.2	3.0	
锦江航运	601083.SH	821	142	132	128		13.8	14.8	15.2		1.6	
德翔海运	2510.HK	1340	366				4.0				0.7	
中远海控	601919.SH	32533	6841	3549	2667		4.4	8.5	11.3		0.9	
远海控	.HK						.	.	.		.	

东方海外	0316.HK	10702	2577	3.6	0.7
万海	2615.TW	5260	1470	4.9	0.9

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：海丰国际盈利预测为本报告预测，其他标的盈利预测为 Wind 一致预期，数据截至 2025 年 4 月 28 日

6. 风险提示

全球宏观经济衰退：全球经济衰退拖累外贸运输需求，导致运价下行。

关税政策升级：美国对东盟等地区关税反复，导致亚洲区域内集运需求减少

红海复航：2024 年红海绕行带来的集运供给缺口一直是支撑运价的重要因素，若红海复航，则供给释放，导致运价承压。

新造船订单大量释放：小型集装箱船供给端偏紧有利于支撑运价，若新船订单大量释放，则也可能拖累运价。

合并损益表

报告日期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,428.96	3,058.06	3,086.36	2,961.75	2,941.76
营业成本	1,805.93	1,915.24	1,963.09	1,998.92	2,061.06
营业税金及附加	4.09	0.95	3.40	3.05	2.40
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	136.05	144.00	147.50	148.97	142.36
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	18.75	15.68	17.31	17.25	16.74
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.80	26.38	22.78	22.99	24.05
营业利润	483.95	1,008.57	977.85	816.56	743.25
其他非经营损益	69.47	45.00	91.60	68.69	68.43
利润总额	553.41	1,053.57	1,069.44	885.24	811.68
所得税	17.24	19.23	21.81	20.60	16.75
净利润	536.17	1,034.34	1,047.63	864.65	794.93
少数股东损益	4.78	6.02	6.11	5.93	4.90
归属母公司净利润	531.39	1,028.33	1,041.52	858.72	790.02
EBITDA	730.93	1,233.16	1,177.24	996.65	926.25
EPS (元)	0.20	0.38	0.39	0.32	0.29

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	626.59	1,023.52	1,193.19	1,511.87	1,802.95
现金	86.65	128.14	420.71	761.52	1,018.01
应收票据及应收账款合计	113.33	174.67	141.55	147.73	149.89
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	37.34	54.40	42.74	46.41	46.39
存货	43.32	46.98	48.07	48.64	50.39
其他流动资产	345.94	619.33	540.12	507.56	538.26
非流动资产	2,025.88	2,174.55	2,151.56	2,063.59	1,972.47
长期投资	70.57	74.56	74.56	74.56	74.56
固定资产	1,661.85	1,827.73	1,814.52	1,797.64	1,777.09
无形资产	217.04	237.42	235.05	232.67	230.30
其他非流动资产	76.42	34.85	27.44	-41.28	-109.48
资产总计	2,652.46	3,198.07	3,344.75	3,575.46	3,775.42
流动负债	503.00	544.76	428.08	440.77	440.70
短期借款	104.22	114.98	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	203.51	233.68	217.70	230.28	239.16
其他流动负债	195.27	196.10	210.38	210.50	201.55
非流动负债	218.41	231.81	231.81	231.81	231.81
长期借款	64.82	51.88	51.88	51.88	51.88
其他非流动负债	153.59	179.94	179.94	179.94	179.94
负债合计	721.41	776.57	659.89	672.58	672.52
少数股东权益	16.52	17.27	23.38	29.30	34.21
股本	34.58	34.64	34.64	34.64	34.64
资本公积	1,879.95	2,369.60	2,369.60	2,369.60	2,369.60
留存收益	0.00	0.00	257.24	469.33	664.45
归属母公司股东权益	1,914.54	2,404.24	2,661.48	2,873.57	3,068.69
负债和股东权益	2,652.46	3,198.07	3,344.75	3,575.46	3,775.42

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	672.21	1158.33	1164.58	921.33	784.27
净利润	536.17	1,034.34	1,047.63	864.65	794.93
折旧摊销	158.76	163.91	90.49	94.16	97.83
财务费用	18.75	15.68	17.31	17.25	16.74
其他经营现金流	-41.47	-55.60	9.16	-54.72	-125.23
投资活动现金流	-149.19	-509.55	31.30	66.55	66.52
资本支出	-31.44	-124.33	-9.03	-179.29	-132.57
其他投资现金流	-117.75	-385.22	40.33	245.84	199.09
筹资活动现金流	-944.61	-633.54	-903.32	-647.08	-594.30
短期借款	53.70	-39.69	-22.30	20.34	7.46
长期借款	-47.84	-62.07	-9.35	126.54	-109.08
其他筹资现金流	-950.46	-531.78	-871.67	-793.96	-492.68
现金净增加额	-421.58	15.25	292.57	340.81	256.49

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。