

2025 年 06 月 05 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 04 日

收盘价（港元） 25.25
一年内最高/最低（港元） 25.80/15.70
总市值（百万港元） 68,174.70
流通市值（百万港元） 68,174.70
资产负债率（%） 24.28

资料来源：聚源数据

海丰国际 (01308. HK)

——亚洲内集运龙头，α 鲜明可攻可守

投资要点：

- **亚洲集运支线龙头，高频网络+海陆物流特点鲜明。**海丰国际作为亚洲区域综合性航运物流服务商，通过海上物流与陆上物流，以亚洲区域为核心，衔接内陆与港口物流。其运营模式以点对点直航服务为核心，通过配置标准化中小型船舶，实现 78 条贸易航线的灵活运力调配，形成覆盖 17 个国家和地区、81 个主要港口的物流网络，2024 年周靠港频次提升至 483 次。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已运营船舶 114 艘，其中自有船舶 100 艘，运力达 180,255 TEU，位列全球集装箱航运企业第 15 位，位列亚洲内集运公司排名榜第 9 位。
- **公司盈利能力稳健，红利属性明显。**海丰国际自 2010 年上市以来，实现连续 14 年盈利与稳定分红。在 2011 年到 2017 年集运市场低迷期间，公司依旧可以保持稳健的经营盈利能力，以及较为稳定的毛利率和资本回报率。相比于同类公司，海丰国际的红利属性明显，公司近八年分红率保持 70% 以上，2024 年公司分红率达到 84.91%，现金分红总额 62.5 亿元。
- **供应链去中心化叠加运力结构性短缺，亚洲支线市场前景乐观。**集运行业整体自 2023 年以来持续复苏，贸易量稳定增长。红海航线绕行导致有效运力下降，部分对冲了 2024 年新船集中交付压力，支撑集运运价。亚洲区域市场呈现韧性：RCEP 协定深化成员国贸易协同，叠加国内企业为应对中美贸易的政策不确定性，继续将产业链向东南亚、拉美等第三国/地区转移，成为区域航线需求的核心驱动因素。供给端结构性矛盾突出：据克拉克森预测，3k TEU 以下小型船舶 2025/26 年运力增速预计为 +1.2%/-2.0%，主要受新船交付量缩减及船龄老化影响。
- **盈利预测与评级：**海丰国际作为亚洲集运支线龙头企业，上市以来公司盈利能力稳健，高频次密物流的运营模式构建差异化优势，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.25、10.31、10.72 亿美元，同比增速分别为 -0.29%、0.54%、3.95%，当前股价对应的 PE 分别为 8.57、8.52、8.20 倍；首次覆盖，鉴于公司业绩稳定度高和股息率可观，给予“买入”评级。
- **风险提示。**美国关税政策变化；经济增长不及预期；红海复航；美国对航运港口相关政策的变化；地缘政治风险

盈利预测与估值（美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	2,429	3,058	3,264	3,429	3,656
同比增长率（%）	-40.94%	25.90%	6.72%	5.06%	6.63%
归母净利润（百万美元）	531	1,028	1,025	1,031	1,072
同比增长率（%）	-72.50%	93.51%	-0.29%	0.54%	3.95%
每股收益（美元/股）	0.20	0.39	0.38	0.38	0.40
ROE（%）	27.76%	42.77%	39.31%	36.65%	35.41%
市盈率（P/E）	8.69	6.84	8.57	8.52	8.20

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

海丰国际作为亚洲集运支线龙头企业，上市以来公司盈利能力稳健，高频次密物流的运营模式构建差异化优势，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.25、10.31、10.72 亿美元，同比增速分别为–0.29%、0.54%、3.95%，当前股价对应的 PE 分别为 8.57、8.52、8.20 倍；首次覆盖，鉴于公司业绩稳定度高和股息率可观，给予“买入”评级。

关键假设

1. 集装箱航运及物流业务：我们预计 2025 ~ 2027 年集装箱航运及物流业务收入分别同比+7.92%/+4.41%/+5.76%，为 31.24/32.62/34.50 亿美元；

2. 其他业务：我们预计 2025 ~ 2027 年公司其他业务收入分别同比+21.14%/–6.32%/–1.71%，为 1.98/1.85/1.82 亿美元。

投资逻辑要点

海丰国际作为亚洲集运支线龙头企业，上市以来公司盈利能力持续稳健，高频次密物流的运营模式在亚洲区域内存在差异化优势；且在亚洲支线市场去中心化贸易利好叠加运力结构性短缺的基本面下，公司的运营模式和区域性布局可推动业务稳健发展。公司高分红比例凸显红利属性，预计未来三年股息率约 10%。

核心风险提示

美国关税政策变化；经济增长不及预期；红海复航；美国对航运港口相关政策的变化；地缘政治风险。

内容目录

1. 亚洲集运支线龙头，盈利能力跨越周期	5
1.1. 亚洲集运支线龙头	5
1.2. 高频网络凸显差异化优势，海陆物流综合发展	8
1.3. 盈利能力跨越周期，红利属性明显	14
2. 亚州支线市场前景乐观	15
2.1. 集运干线市场供给压力仍存	15
2.2. 亚洲支线市场结构性供需错配，前景乐观	16
3. 盈利预测与评级	18
3.1. 核心假设	18
3.2. 盈利预测与投资	18
4. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司不断扩充船队, 提升运力规模.....	6
图表 3: 海丰国际在全球集运公司排名第 15.....	6
图表 4: 截至 2024 年底, 海丰国际在亚洲内集运公司排名第 9.....	7
图表 5: 公司收入稳步增长.....	8
图表 6: 公司毛利率与 ROE 在集运行业低迷时期表现稳健.....	8
图表 7: 公司股息率.....	8
图表 8: 公司历史分红表现稳健.....	8
图表 9: 公司航线数量稳步增长 (单位: 航线数量).....	9
图表 10: 公司通过点对点模式服务亚洲地区内贸易, 受远洋干线影响较小.....	10
图表 11: 公司小船化、标准化的船队模式.....	10
图表 12: 公司高密度、高频次航班布局.....	10
图表 13: 公司以亚洲区域为核心, 海陆结合, 形成内陆与港口物流无缝链接.....	11
图表 14: 公司扩张基础设施, 扩展地面物流网络布局.....	12
图表 15: 公司船队自有化、年轻化.....	13
图表 16: 公司低点买船, 把握成长机会.....	14
图表 17: 海丰国际抵抗下行周期的同时, 也能把握盈利.....	14
图表 18: 海丰国际下行周期仍保持盈利.....	15
图表 19: 海丰国际连续 14 年分红.....	15
图表 20: 中美关税摩擦影响 2025 年集运需求.....	15
图表 21: 2025 年集运供给端新交付运力有结构性差异.....	16
图表 22: 供应链多元化趋势下, 亚洲内贸易将成为集运贸易量增长的核心驱动之一 ...	17
图表 23: 小型船舶老化, 新船增长有限.....	17
图表 24: 海丰国际估值模型核心假设.....	18

1. 亚洲集运支线龙头，盈利能力跨越周期

1.1. 亚洲集运支线龙头

海丰国际控股有限公司（简称“海丰国际”）是一家总部位于香港的亚洲区域航运物流领先企业，专注于提供综合运输及物流解决方案。公司实际控制人为杨绍鹏，其直接及间接持股比例为 41.25%。公司业务通过两个分部进行运营：海上物流分部和陆上物流分部。海上物流分部主要提供海运服务及相关业务，而陆上物流分部则在亚洲范围内提供包括综合货运代理、船舶代理、堆场及仓储、卡车运输、船舶经纪服务等业务。此外，公司还通过子公司开展投资控股、船舶持有及租赁等业务。

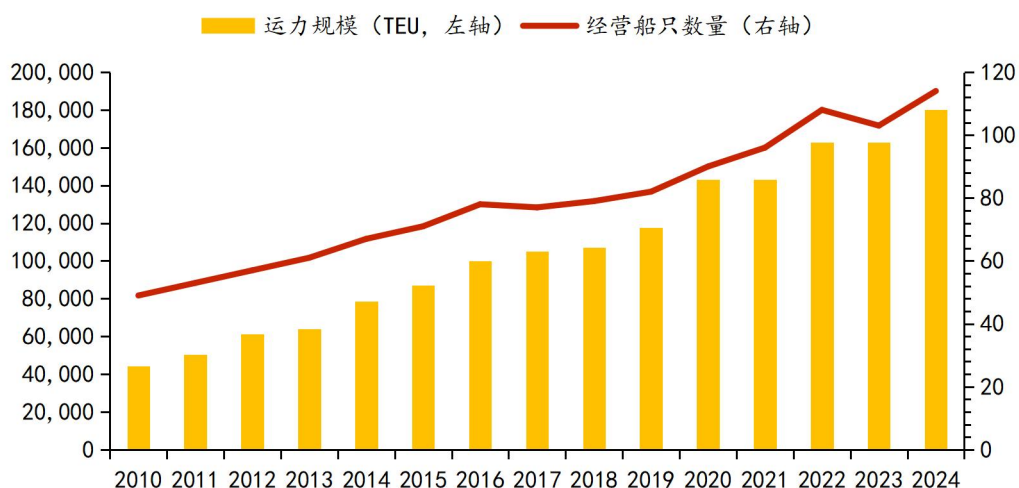
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

截至 2024 年 12 月，公司已运营船舶 114 艘，其中自有船舶 100 艘，运力达 180,255 TEU，位列全球集装箱航运企业第 15 位，位列亚洲内集运公司排名榜第 9 位。在全球排名中，海丰国际相较于行业龙头公司（如地中海航运、马士基等）规模较小，但在亚洲范围内仍占有一定市场地位，尤其在区域性短途运输中表现突出。

图表 2：公司不断扩充船队，提升运力规模



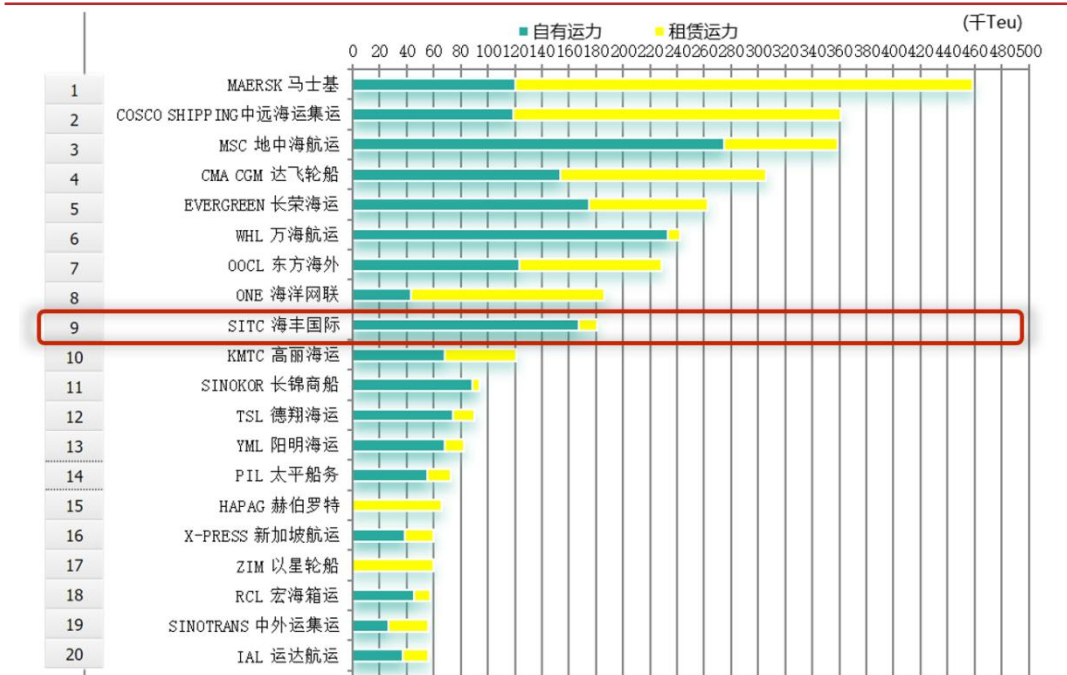
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：海丰国际在全球集运公司排名第 15

Rank	Operator	Teu	Share	Existing fleet	Orderbook
1	Mediterranean Shg Co	6,302,214	20.2%		
2	Maersk	4,434,137	14.2%		
3	CMA CGM Group	3,819,732	12.3%		
4	COSCO Group	3,319,474	10.6%		
5	Hapag-Lloyd	2,329,187	7.5%		
6	ONE (Ocean Network Express)	1,960,059	6.3%		
7	Evergreen Line	1,739,948	5.6%		
8	HMM Co Ltd	891,233	2.9%		
9	Zim	780,172	2.5%		
10	Yang Ming Marine Transport Corp.	703,945	2.3%		
11	Wan Hai Lines	521,052	1.7%		
12	PIL (Pacific Int. Line)	383,016	1.2%		
13	Sea Lead Shipping	197,103	0.6%		
14	X-Press Feeders Group	185,146	0.6%		
15	SITC	181,161	0.6%		
16	KMTC	152,306	0.5%		
17	UniFeeder	150,353	0.5%		
18	IRISL Group	144,470	0.5%		
19	Sinokor Merchant Marine	136,993	0.4%		
20	TS Lines	111,845	0.4%		

资料来源：港口圈公众号，华源证券研究所

图表 4：截至 2024 年底，海丰国际在亚洲内集运公司排名第 9



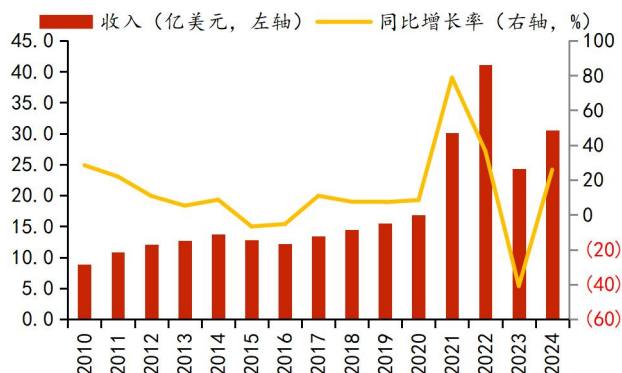
资料来源：海丰经纪公众号，华源证券研究所

海丰国际前身自 1991 年成立以来，其布局战略始终以亚洲为核心，以区域内航运网络的优化和扩展为主要目标。早期通过开辟中日航线、韩国至华南航线等关键航线，奠定了其在东亚市场的基础地位。随后，逐步拓展至东南亚和南亚市场，覆盖越南、泰国、菲律宾、印度及孟加拉等国家，形成贯穿东亚至南亚的航运网络。2010 年后，公司加速布局，通过进入中东、西北亚和西南亚等区域，进一步完善跨区域的物流网络。近年来，海丰国际致力于航线优化和服务扩展，实现对亚洲主要港口的全面覆盖，并新增连接非洲的航线，为区域间贸易提供更多支持。其战略重点始终围绕强化亚洲内陆与港口间的物流能力，同时注重网络全球化与业务多元化，巩固其在亚洲航运物流市场的领先地位。截至 2024 年 12 月 31 日，公司经营 78 条航线，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。

在 2011 到 2017 年的集运下行周期，尽管行业整体运力供给过剩，运价低迷，市场竞争激烈，即使在行业低谷，海丰国际依然保持了稳定的资本回报率（ROE）。在 2023 年收入下滑时，公司毛利率的降幅相对较小，海丰国际通过有效的成本控制和运营管理，体现了其作为航运企业在市场波动中的稳健经营及抗风险能力。这对于周期性行业来说尤为重要，这种能力使其在航运市场中具备长期竞争优势。

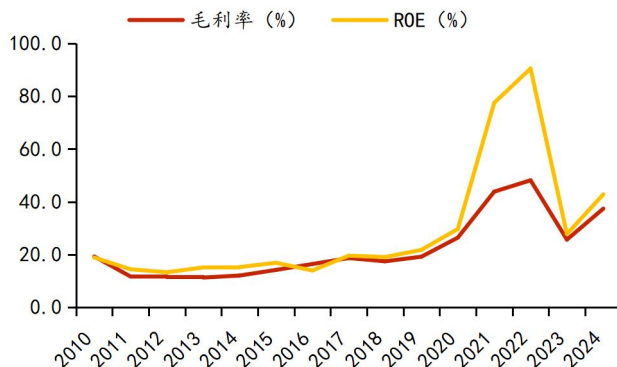
进入疫情期间，集运行业因供需错配而迎来运费暴涨，海丰国际凭借其强大的市场适应性，实现了更高的资本回报率。这一表现，印证了公司在不同经济周期下的稳健盈利能力，为股东带来了相对其他同行更加稳定的回报。

图表 5：公司收入稳步增长



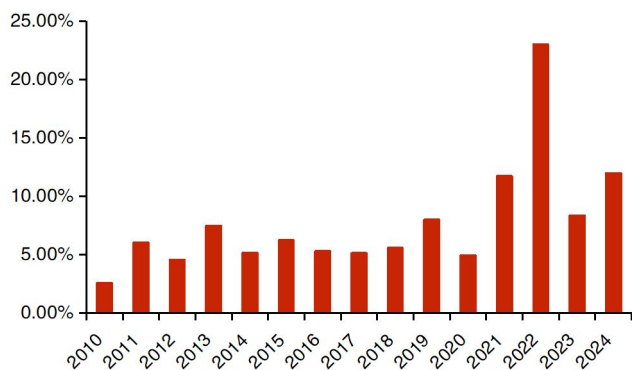
资料来源：公司官网，ifind，华源证券研究所

图表 6：公司毛利率与 ROE 在集运行业低迷时期表现稳健



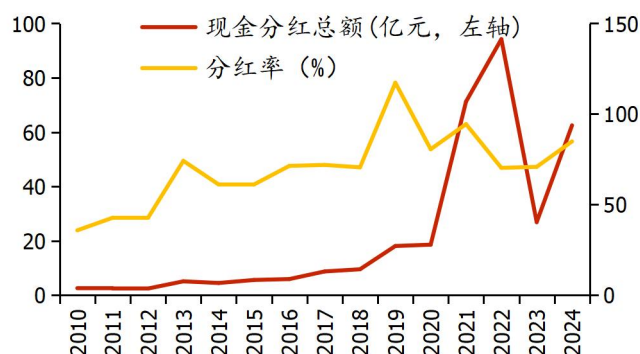
资料来源：公司官网，wind，华源证券研究所

图表 7：公司股息率



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 8：公司历史分红表现稳健



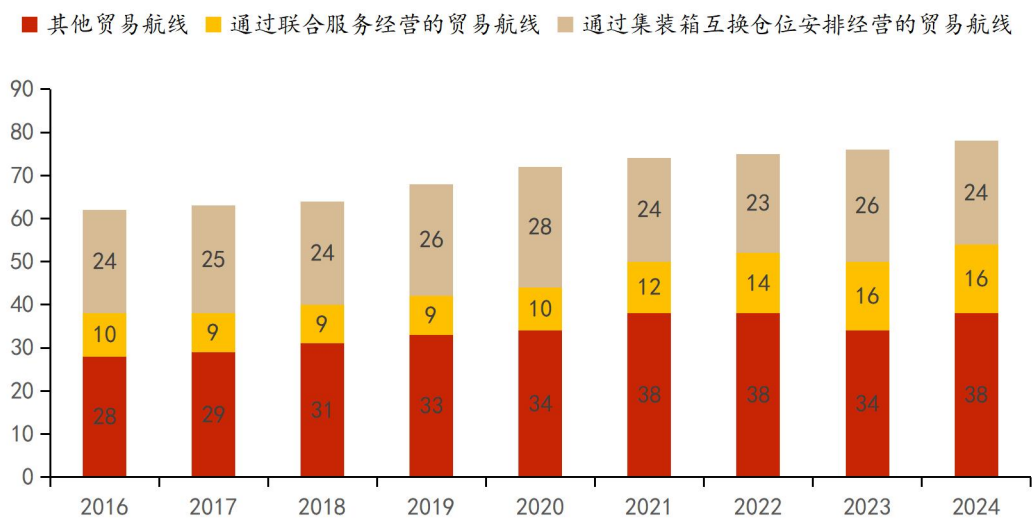
资料来源：wind，华源证券研究所

1.2. 高频网络凸显差异化优势，海陆物流综合发展

公司目前经营的业务分为海上物流和陆上物流，海上物流主要为集装箱航运服务，陆上物流包括货运代理、船舶代理、堆场及仓储、报关、卡车运输及船舶经纪服务。

公司提供亚洲内支线运输的集装箱航运服务。经营船队数量的增加与贸易航线的增加同步。截至 2024 年 12 月，公司已经拥有 78 条贸易航线，包括 16 条通过联合服务经营的航线与 24 条通过集装箱互换仓位安排经营的航线。

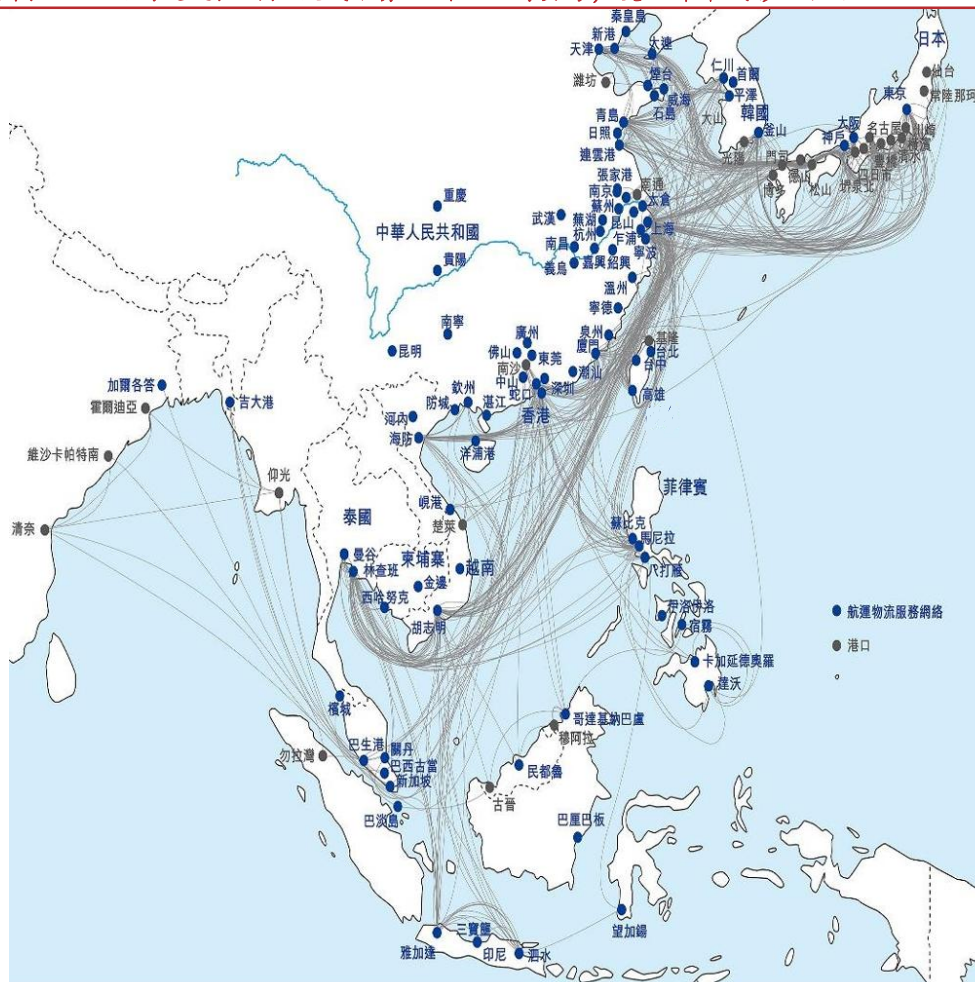
图表 9：公司航线数量稳步增长（单位：航线数量）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

凭借稳步增长的贸易航线，公司建立起辐射更广阔的物流的同时，能聚焦于干线甚至其它同类公司所不能到达的非基本港口，为客户提供点对点的服务模式，进而更加契合客户的运输需求。

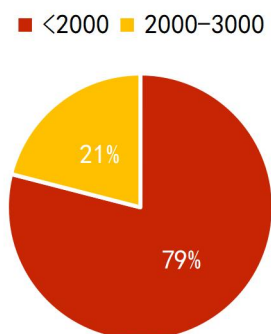
图表 10：公司通过点对点模式服务亚洲地区内贸易，受远洋干线影响较小



资料来源：公司官网，华源证券研究所

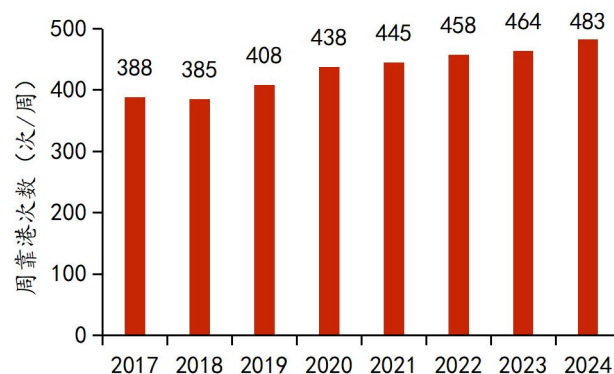
公司船队各区域内船型统一，并且都采用小型船舶，2024 年公司营运的 114 艘船舶中有 79% 是 2,000TEU 以下型。小型船只意味着运力配置更为灵活，船舶运营成本较低，是高密度、高频次航班布局的基础。公司的周靠港次数稳步提升，2024 年达到 483 次。高密度、高频次航班布局让公司能随时满足客户的物流需求，提高了公司的客户粘性与服务价值。

图表 11：公司小船化、标准化的船队模式



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 12：公司高密度、高频次航班布局



资料来源：公司官网，华源证券研究所

做好海上支线集运的同时，公司不断发展经营陆地物流业务，不断增加堆场面积与仓库面积，为客户提供海陆衔接的一站式物流服务组合。与普遍仅提供海上运输的传统班轮公司不同，公司通过将海上航线网络与陆上物流网络合并，在原有海运服务的基础上还可以提供包括货运代理、船舶代理、报关、卡车服务、仓储船舶经济服务等陆上物流支持。公司还能配合特定客户的特殊需求来打造定制化的物流解决方案。海陆结合的方式提高了服务的附加值，不单节省了客户的仓储调度成本，更使得公司与客户的业务关系得到加深稳固。

海丰国际以亚洲区域为核心，稳步向全球扩展的物流网络布局。其覆盖区域的选择区域专注性强、港口与内陆连接紧密，充分考虑了经济活跃度、贸易需求和区域内航运的重要性。通过这样的战略布局，海丰国际在全球航运与物流行业内展现了高效的区域化与全球化结合的模式。

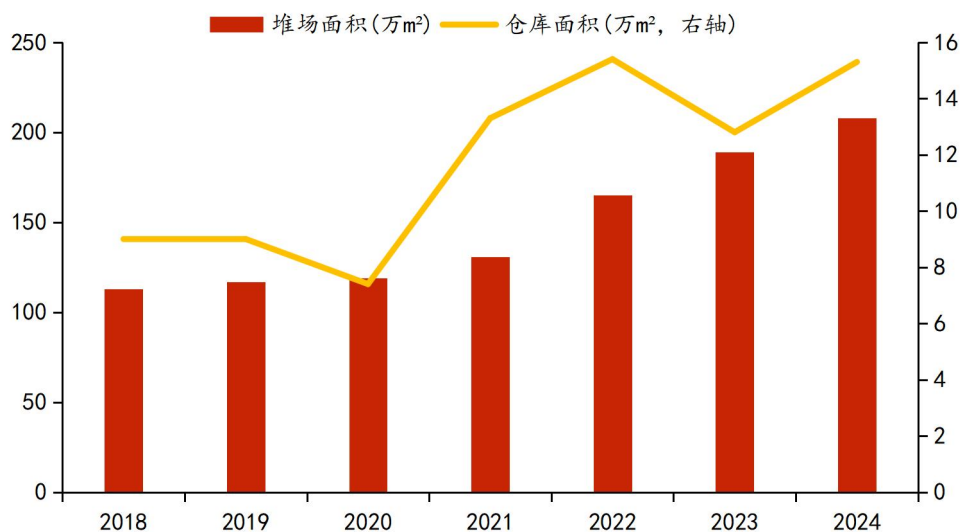
图表 13：公司以亚洲区域为核心，海陆结合，形成内陆与港口物流无缝链接



资料来源：公司官网，华源证券研究所

海丰国际通过对基础设施的扩张，持续扩展其地面物流网络和存储能力，以适应业务量的增长需求、增强其区域物流服务能力，这进一步强化了海丰的供应链管理能力和这种布局可以提供更加一体化的物流服务，通过更广泛的设施布局来提升货物中转效率，降低客户运输成本，2024 年经营（包括合营）堆场面积约 208 万平方米，仓库约 15.3 万平方米，为客户提供更广泛的物流网络。

图表 14：公司扩张基础设施，扩展地面物流网络布局

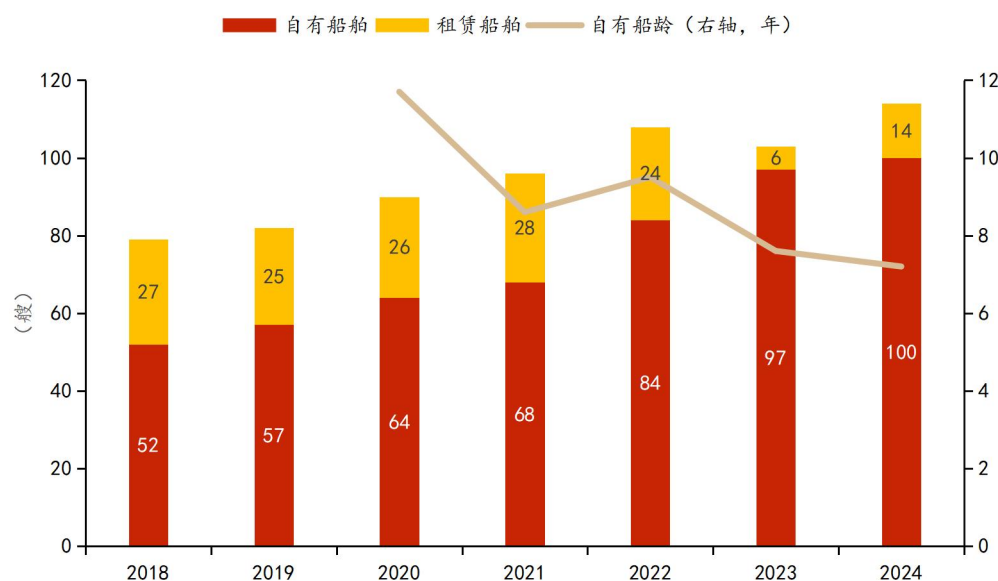


资料来源：公司公告，华源证券研究所

出色的航运服务与物流服务为公司带来了可观的盈利的同时，成本控制与有效投资是公司保持稳定的现金流，不断抓取成长机会，逆势扩张的秘诀。

经营船队由自有船舶和租赁船舶构成。船队比例灵活，大部分外租船的租期较短，可以根据行业的变化灵活调整船队规模。而公司在下行周期也手握充裕的现金流，保证了自有船舶的购买价格相对较低，提供了长期的成本优势。近年来，公司的自有船舶比例不断提高，从 2018 年的 65.8% 提升至 2024 年的 87.7%。不断交付的新船使得公司船队年轻，2024 年公司自有船龄为 7.2 年。而新船运营效率更高，技术设备先进，维修成本较低。多重因素下，公司的成本得到有效控制，提升了公司的盈利能力。

图表 15：公司船队自有化、年轻化

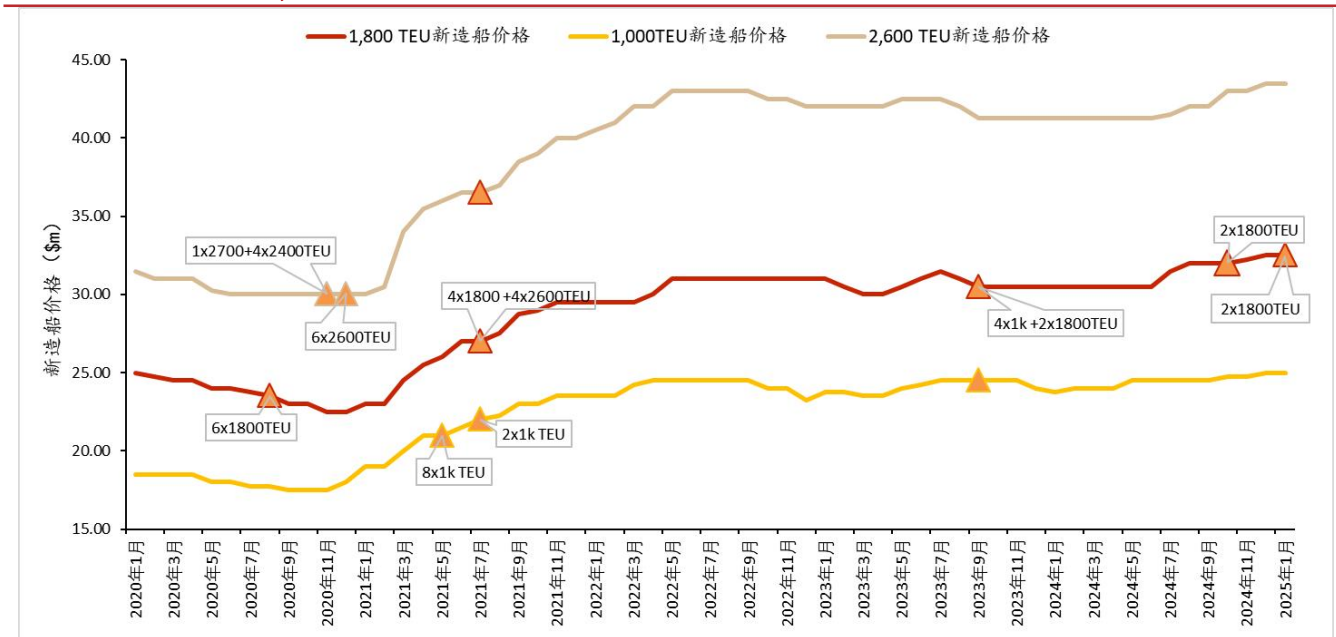


资料来源：公司官网，华源证券研究所

海丰国际通过在船舶市场低点大量购入新造集装箱船，成功把握了行业复苏的成长机会。集装箱船的新造船价格在 2020 至 2022 年间经历了明显的价格波动，尤其在 2022 年之前价格较为平稳且低迷。海丰国际通过多次订单操作，在价格低点期间锁定了有竞争力的价格，为未来的成长机会奠定了基础。

这一策略使海丰国际能够在市场价格尚处于低位时，大规模扩展其船队，为随后的市场回升和航运需求增长做好充分准备。2023 年后船价逐步攀升，海丰国际通过“低点买船”的操作，成功规避了高价市场，并在行业复苏时获得了增长的红利。这不仅为公司带来了稳固的资产基础，也体现了其在航运市场中的前瞻性与战略眼光。

图表 16：公司低点买船，把握成长机会



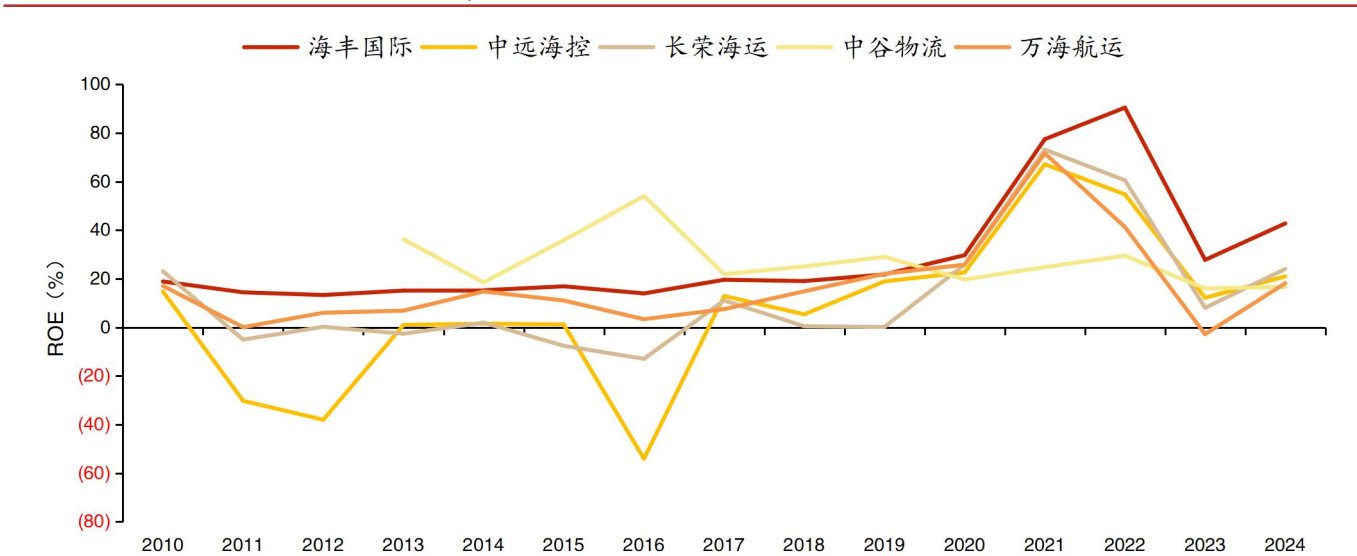
资料来源：ifind，克拉克森，华源证券研究所

1.3. 盈利能力跨越周期，红利属性明显

公司自上市以来，在 2010–2024 年的 14 年间实现连续盈利。2012 年到 2017 年间，集运行业整体运价低迷，海丰国际仍能保持稳定的资本回报率。疫情期间，集运行业由于供需错配而运费暴涨，公司也能实现更高的资本回报率。

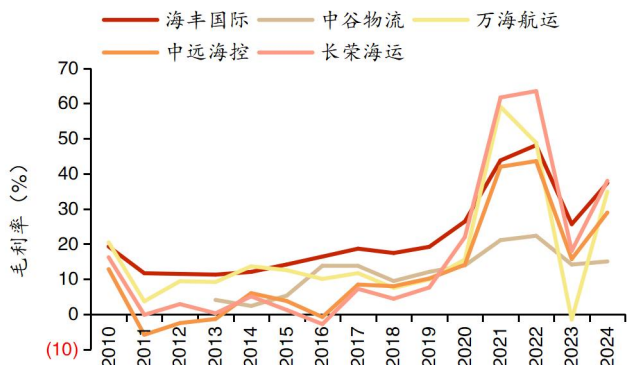
公司自 2010 年上市以来，实现 14 年来稳定分红。相比于同类公司，海丰国际的红利属性明显，公司近八年分红率保持 70% 以上，2024 年公司分红率达到 84.91%，现金分红总额 62.5 亿元。

图表 17：海丰国际抵抗下行周期的同时，也能把握盈利



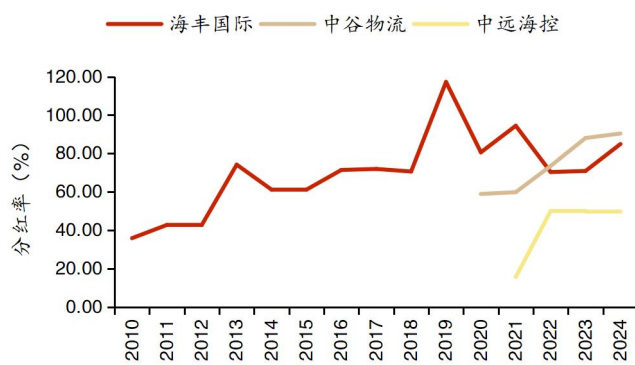
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 18：海丰国际下行周期仍保持盈利



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 19：海丰国际连续 14 年分红



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 亚州支线市场前景乐观

2.1. 集运干线市场供给压力仍存

集运行业整体自 2023 年以来持续复苏，集装箱贸易量稳定增长。后续供给方面，大量新造运力已于 2022-2024 年交付，集运基本面面临挑战。2024 年新船交付量预计达到 290 万 TEU，新船交付持续冲击市场供需关系，集运市场整体供给过剩压力较大。然而，从 2023 年 11 月中旬胡赛武装开始袭击商船以来，红海地区局势持续升级。班轮公司在经过多次尝试后，选择绕行好望角，红海绕行消耗了大量闲置运力，对冲了 2024 年大量新船交付带来的运力过剩；需求方面，2025 年初关税摩擦一定程度上影响了集运需求。根据克拉克森数据，2025 年全球集装箱海运需求量预计为 2.13 亿 TEU，同比增长 0.3%，2026 年集运需求增量大约在 3%。

图表 20：中美关税摩擦影响 2025 年集运需求

运量需求	百万 TEU			需求预测			
	2022	2023	2024	'25 (f)	'26 (f)	'25 %	'26 %
美线-东向	22	21	24.1	21.8	23.2	-9.6%	6.5%
欧地线-西向	15.4	16.6	18	18.2	18.3	0.7%	0.9%
欧美线-回程	12.7	12.7	12.6	11.8	12	-6.5%	2.0%
大西洋线-往返	8.1	7.5	7.8	7.7	7.8	-2.2%	1.4%
远洋干线	58.3	57.8	62.6	59.4	61.3	-5.1%	3.2%
东西向支线	20.9	22.6	23.2	24	24.8	3.1%	3.5%
南北线	32.7	34	36.2	37	38.2	2.2%	3.1%
亚洲线	63.0	62.4	65.4	67.0	69.0	2.5%	3.0%
其他	24.4	24	25.3	25.9	26.5	2.2%	2.2%
总运量(百万 TEU)	199.3	200.8	212.7	213.3	219.7	0.3%	3.0%
yoy	-3.7%	0.7%	6.0%	0.3%	3.0%		

总运量（十亿 TEU 海里）	975	995	1179	1174	1145	-0.4%	-2.5%
yoy	-5.3%	2.1%	18.4%	-0.4%	-2.5%		

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 21：2025 年集运供给端新交付运力有结构性差异

集运运力	百万 TEU			供给预测			
	2022	2023	2024	'25 (f)	'26 (f)	'25 %	'26 %
<3k TEU	4.8	5.1	5.4	5.4	5.3	1.2%	-2.0%
3-8k TEU	6.6	6.9	7.6	7.7	7.8	2.2%	0.6%
8-12k TEU	6.1	6.1	6.3	6.6	6.9	5.0%	4.3%
12-17k TEU	4.8	5.7	7	8.2	9	16.2%	9.8%
17k+ TEU	3.6	4.3	4.6	4.8	5.1	5.5%	5.2%
船队总运力	25.9	28	30.9	32.8	34.1	6.3%	3.9%
yoy	4.0%	8.3%	10.1%	6.3%	3.9%		

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

2.2. 亚洲支线市场结构性供需错配，前景乐观

亚洲区域内集运市场整体保持平稳向好，2025 年市场展望乐观。需求方面，2025 年 4 月 2 日特朗普签署的“对等关税”等一系列关税政策对中美航线产生了显著冲击。短期内，中国对美商品综合税率飙升，客户纷纷取消订单、推迟发货。需求减少下集运航司同时大幅度缩减了美线运力部署，运价承压。2025 年 5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈联合声明，宣布在初始 90 天将对美商品关税从 125%降至 10%，同时美方将对华商品关税降至 30%，其中包括以芬太尼为由对华加征 20%的关税，市场情绪反转，集运“红海时刻”再度来临。

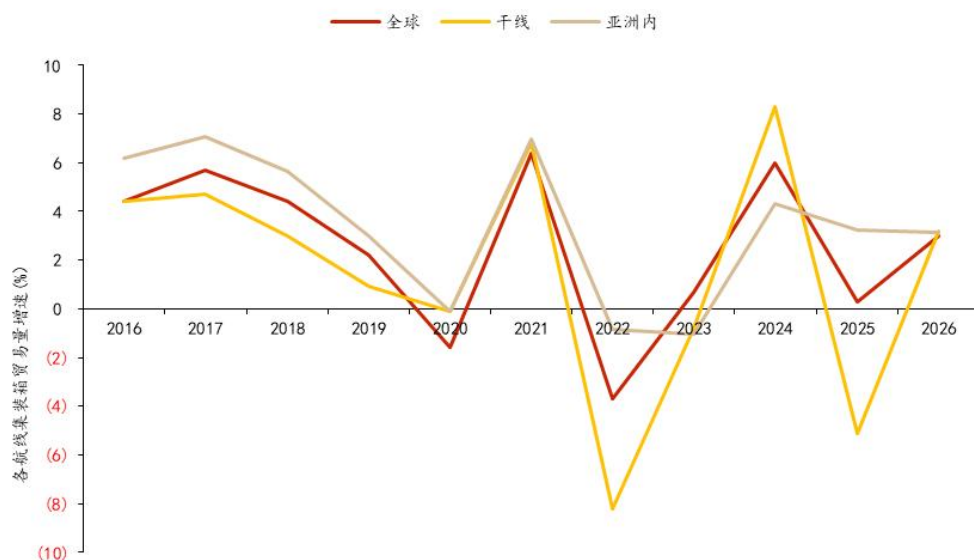
随着中美关税暂缓 90 天，且此轮政策调整的“窗口期”与北美传统夏季补货高峰叠加，或将触发跨太平洋航线的运价上涨与运力紧张，甚至出现“抢舱潮”。而此时运力供给侧面面临调配不足，供需错配格局下美线运价大涨，集运美线运价抬升吸引亚洲内运力前往美线，亚洲区域内运力抽调导致可用运力减少，短期内或将推高亚洲内运价。据 Linerlytica 数据，5 月后三周美线运力较低，但在 6 月较快出现反弹。

从长远来看，尽管货主对未来关税不确定性的担忧有望开启短期的抢运和补库。但参考 2018 年中美贸易冲突的谈判进程，后续不排除关税加征出现反复情况。且在 90 天窗口期过后，中美间贸易政策仍旧处于不确定风险下，而在中美航线受到冲击的同时，会利好亚洲内和南美航线。特朗普的“美国优先”战略强化其原产地保护原则，促使中国企业贸易为应对政策不确定性，继续采取去中心化战略向“第三国/地区”转移，如东南亚、墨西哥、南美，这将深刻影响全球供应链结构。

据克拉克森预测，2025 年亚洲区域内航线运输需求约为 0.67 亿 TEU，较 2024 年增长 2.5%。在供给方面，3k TEU 以下船型新船交付量在 2025 年运力供给增速预计为+1.2%，2026

年预计为-2.0%，两年累计增速预计为-0.8%。支线船新船增长有限叠加船舶老化，供给紧缩或将持续利好亚洲支线市场。

图表 22：供应链多元化趋势下，亚洲内贸易将成为集运贸易量增长的核心驱动之一



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 23：小型船舶老化，新船增长有限

各船型	平均船龄(年)	在手订单船队比	2025 年预计增速	2026 年预计增速
<3k TEU	15.0	4%	1.2%	-2.0%
3-6k TEU	15.4	6%	1.9%	0.3%
6-8k TEU	13.9	6%	3.0%	1.1%
8-12k TEU	13.0	29%	5.0%	4.3%
12-17k TEU	6.5	48%	16.2%	9.8%
17k+ TEU	6.5	64%	5.5%	5.2%
船队总计	13.9	29%	6.3%	3.9%

资料来源：克拉克森，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设

1. 集装箱航运及物流业务：我们预计 2025 ~ 2027 年集装箱航运及物流业务收入分别同比 +7.92%/+4.41%/+5.76%，为 31.24/32.62/34.50 亿美元；

2. 其他业务：我们预计 2025 ~ 2027 年公司其他业务收入分别同比 +21.14%/-6.32%/-1.71%，为 1.98/1.85/1.82 亿美元。

图表 24：海丰国际估值模型核心假设

百万美元	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,264	3,429	3,656
yoy	6.72%	5.06%	6.63%
集装箱航运及物流	3,124	3,262	3,450
yoy	7.92%	4.41%	5.76%
其他	198	185	182
yoy	21.14%	-6.32%	-1.71%
归母净利润	1,025	1,031	1,072
yoy	-0.29%	0.54%	3.95%

资料来源：ifind，华源证券研究所

3.2. 盈利预测与投资

海丰国际作为亚洲集运支线龙头企业，上市以来公司盈利能力稳健，高频次密物流的运营模式构建差异化优势，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.25、10.31、10.72 亿美元，同比增速分别为 -0.29%、0.54%、3.95%，当前股价对应的 PE 分别为 8.57、8.52、8.20 倍；首次覆盖，鉴于公司业绩稳定度高和股息率可观，给予“买入”评级。

4. 风险提示

美国关税政策变化：美国关税政策对全球宏观经济和集运贸易有着重要影响，若关税长期高企或将对全球宏观和集运贸易需求产生较大的负面影响。

经济增长不及预期：宏观经济是航运需求的重要影响因素。若经济增长不及预期，可能导致需求疲软等问题。

红海复航：红海航线是连接亚洲与欧洲的关键航道，若红海复航，船舶绕行好望角的需求将大幅减少，可能导致运价回调、公司短期业绩波动。

美国对航运港口相关政策的变化：美国对中国船舶收取港口准入费与关税，这将导致美线市场份额挤压、业务转向中转港口增加物流复杂度，推高供应链成本。

地缘政治风险：美国可能继续扩大对中国航运企业的制裁范围，海丰作为民营龙头或成针对性目标；因巴以冲突、胡塞武装等事件导致的关键通道中断。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：美元(百万)					单位：美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,058	3,264	3,429	3,656	货币资金	136	397	551	720
增长率	25.9%	6.7%	5.1%	6.6%	应收款项	229	208	246	282
营业成本	1,915	2,082	2,249	2,428	存货	47	51	55	60
%销售收入	62.6%	63.8%	65.6%	66.4%	其他流动资产	611	662	763	864
毛利	1,143	1,182	1,180	1,228	流动资产	1,024	1,319	1,615	1,926
%销售收入	37.4%	36.2%	34.4%	33.6%	权益性投资	75	79	83	87
其他收入	0	0	0	0	固定资产	1,818	1,758	1,698	1,638
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	186	191	191	191
销售费用	0	0	0	0	非流动资产	2,175	2,131	2,081	2,032
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	资产总计	3,198	3,450	3,696	3,957
管理费用	144	147	147	157	应付款项	234	254	274	296
%销售收入	4.7%	4.5%	4.3%	4.3%	短期借款	115	100	100	100
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	196	240	253	271
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	545	594	628	667
财务费用	16	10	2	-2	长期债务	52	42	42	42
%销售收入	0.5%	0.3%	0.1%	0.0%	其他长期负债	180	180	180	180
息税前利润 (EBIT)	1,069	1,063	1,061	1,099	非流动负债	232	222	222	222
%销售收入	35.0%	32.6%	30.9%	30.1%	负债总计	777	816	849	889
投资收益	26	26	26	26	归属母公司股东权益	2,404	2,608	2,813	3,026
%税前利润	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	少数股东权益	17	26	34	42
除税前利润	1,054	1,053	1,058	1,100	负债股东权益合计	3,198	3,450	3,696	3,957
利润率	34.5%	32.3%	30.9%	30.1%	比率分析				
所得税	19	19	19	20		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	1,034	1,034	1,039	1,080	每股收益	0.39	0.38	0.38	0.40
少数股东损益	6	8	8	9	每股净资产	0.89	0.97	1.04	1.12
归属于母公司的净利润	1,028	1,025	1,031	1,072	每股经营现金净流	0.43	0.47	0.44	0.45
增长率	93.5%	-0.3%	0.5%	3.9%	每股股利	0.27	0.30	0.31	0.32
净利率	33.6%	31.4%	30.1%	29.3%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	42.77%	39.31%	36.65%	35.41%
单位：美元(百万)					总资产收益率	32.15%	29.72%	27.89%	27.08%
	2024A	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	40.55%	37.59%	34.84%	33.60%
净利润	1,028	1,025	1,031	1,072	增长率				
少数股东损益	6	8	8	9	营业收入增长率	25.90%	6.72%	5.06%	6.63%
营运资金变动	-41	80	-9	-2	EBIT增长率	97.48%	-0.60%	-0.19%	3.58%
其他变动	165	149	147	147	净利润增长率	93.51%	-0.29%	0.54%	3.95%
经营活动现金流量净额	1,158	1,262	1,177	1,225	总资产增长率	20.57%	7.86%	7.14%	7.07%
资本开支	-243	-110	-105	-105	资产管理能力				
投资	-299	-61	-111	-111	应收账款周转天数	17.0	17.9	17.2	19.0
其他	32	30	30	30	存货周转天数	8.5	8.5	8.4	8.5
投资活动现金流量净额	-510	-141	-186	-185	应付账款周转天数	41.1	42.2	42.3	42.3
股权募资	-5	0	0	0	固定资产周转天数	204.2	197.2	181.4	164.2
债权募资	-63	-25	0	0	偿债能力				
其他	-566	-834	-837	-869	流动比率	1.88	2.22	2.57	2.89
筹资活动现金流量净额	-634	-859	-837	-869	速动比率	1.79	2.13	2.49	2.80
现金净变动	14	261	153	169	净负债/股东权益	1.27%	-9.70%	-14.36%	-18.83%
					EBIT利息保障倍数	68.7	80.0	87.0	90.2
					资产负债率	24.28%	23.66%	22.98%	22.47%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。