

2025 年 06 月 06 日

投资评级：买入（首次）

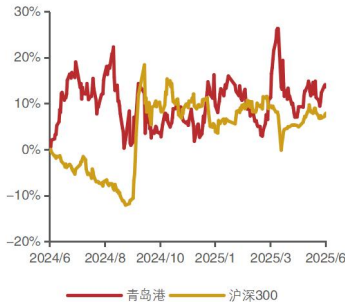
证券分析师

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 05 日

收盘价（元）	9.02
一年内最高/最低（元）	10.61/7.91
总市值（百万元）	58,549.72
流通市值（百万元）	58,549.72
总股本（百万股）	6,491.10
资产负债率（%）	26.03
每股净资产（元/股）	6.76

资料来源：聚源数据

青岛港(601298.SH)

——北方沿海枢纽港口，成长与红利兼具

投资要点：

- 北中国集油枢纽港，整合红利赋能成长性。**青岛港是中国北方第一大港，依托东北亚航运中心的区位优势，背靠广阔经济腹地，货物和集装箱吞吐量分别稳居全球第四、第五。公司提供集装箱、干散货、液体散货的装卸和配套服务、物流及港口增值服务、港口配套服务等。其中，液体散货和集装箱业务板块贡献主要利润。自 2018 年山东省港口整合进程开启后，港口发展一体化效应逐步释放。青岛港作为龙头港享受整合红利，枢纽地位进一步突出。公司财务表现持续优化，ROE 常年领跑行业，分红率可观，成长性、红利性兼具。
- 集装箱板块：北方枢纽港，成长态势强劲。**2024 年，公司实现集装箱吞吐量 3217 万 TEU（同比增长 7.2%），实现营收 16.78 亿元（同比增长 39.89%），对利润总额贡献率超 30%。作为北方集装箱枢纽港，用高密度航线覆盖广阔腹地，成长动能多点发力。费率方面：市场化定价有望释放费率增长空间；产能方面：自动化集装箱码头建设提升 30%作业效率。目前，码头装卸效率达 60.9 自然箱/小时，持续拓宽产能上限；吞吐量方面：山东外贸进出口差距不断扩大，以机电产品为主的外贸结构与集装箱运输高度契合，货源基础稳定。此外，公司不断扩航线，拓中转，建陆港，通过密集布局航线网络套牢腹地货源，强化区域枢纽地位。
- 液体散货板块：短期承压，长期韧性犹存。**2024 年，腹地炼厂炼油效益持续亏损，叠加国际博弈推高原油价格，腹地炼油厂开工负荷持续处于低位，公司液体散货吞吐量短期承压，但长期来看韧性仍在。公司通过收购日照港油品码头等优质油质资产进一步扩大业务规模，整合红利犹存。同时，依托山东作为全国重要石化产业基地的集群优势，公司逐渐形成“前港后厂”运营模式以降本增效。青岛石化异地搬迁项目加速落地，有望为液散业务提供稳定的长期需求支撑。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 54.92/57.95/60.89 亿元，同比增速分别为 4.90%/5.52%/5.08%，当前股价对应的 PE 分别为 10.66/10.10/9.62 倍。首次覆盖，鉴于公司业绩成长性和分红率可观，给予“买入”评级。
- 风险提示。**宏观经济波动风险；港口整合或不及预期；国际宏观贸易形势不及预期；现金分红或不及预期

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18,173	18,941	19,304	19,916	20,639
同比增长率（%）	-5.66%	4.23%	1.92%	3.17%	3.63%
归母净利润（百万元）	4,923	5,235	5,492	5,795	6,089
同比增长率（%）	8.80%	6.33%	4.90%	5.52%	5.08%
每股收益（元/股）	0.76	0.81	0.85	0.89	0.94
ROE（%）	12.22%	12.32%	11.99%	11.76%	11.51%
市盈率（P/E）	11.89	11.18	10.66	10.10	9.62

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

青岛港作为北方第一大港，中国第二大外贸口岸，货物和集装箱吞吐量稳居全球第四、第五，“集装箱+液散”双轮驱动的经营模式成效显著。在山东省港口一体化整合红利持续释放的背景下，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 54.92/57.95/60.89 亿元，同比增速分别为 4.90%/5.52%/5.08%，当前股价对应的 PE 分别为 10.66/10.10/9.62 倍。首次覆盖，鉴于公司业绩成长性和分红率可观，给予“买入”评级。

关键假设

1) 集装箱业务：我们预计 2025–2027 年集装箱业务营收分别同比 +5.50%/+4.05%/+6.60%，为 17.70/18.42/19.63 亿元。

2) 液体散货业务：我们预计 2025–2027 年液体散货业务营收分别同比 +8.02%/+8.95%/+7.73%，为 39.64/43.19/46.52 亿元。

3) 干散货业务：我们预计 2025–2027 年干散货业务营收分别同比 +0.80%/+2.30%/+3.92%，为 45.18/46.22/48.03 亿元。

4) 物流及港口增值业务：我们预计 2025–2027 年物流及港口增值业务营收分别同比 -2.00%/0.00%/0.00%，为 74.20/74.20/74.20 亿元。

5) 港口配套服务与其他业务：我们预计 2025–2027 年港口配套服务与其他业务营收分别同比 +6.00%/+5.00%/+5.00%，为 16.32/17.14/18.00 亿元。

投资逻辑要点

青岛港作为北方第一大港，中国第二大外贸口岸，货物和集装箱吞吐量稳居全球第四、第五，“集装箱+液散”双轮驱动的经营模式成效显著。公司成长性与红利性兼具。我们预计公司将继续享受山东省港口一体化整合红利，成长可期。同时，预计公司未来三年股息率约 4%，具有较高的红利属性。

核心风险提示

宏观经济波动风险；港口整合或不及预期；国际宏观贸易形势不及预期；现金分红或不及预期

内容目录

1. 北中国集油枢纽港	6
1.1. 发展历程：北中国重要港口到上市港口集团	6
1.2. 北方天然深水良港，港口枢纽地位突出	8
1.3. 腹地经济支撑吞吐量，财务表现持续优化	9
2. 多支柱发展筑牢区域航运中心	15
2.1. 集装箱板块：北方枢纽港，成长态势强劲	15
2.2. 液体散货板块：短期承压，长期韧性犹存	20
2.3. 干散货板块：稳中有进，产能升级	24
3. 盈利预测与评级	25
3.1. 核心假设	25
3.2. 盈利预测和投资	25
4. 风险提示	26

图表目录

图表 1： 公司重要历史事件	6
图表 2： 山东省港口整合持续进行	7
图表 3： 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）	7
图表 4： 山东各港口定位	8
图表 5： 青岛港港区分布	8
图表 6： 公司主要港区基本资料	9
图表 7： 近六年公司货物和集装箱吞吐量稳定增长	9
图表 8： 近两年公司营业收入小幅回落，营业利润持续增长	10
图表 9： 2024 年公司 ROE 位居行业前列	10
图表 10： 近六年公司三大盈利指标变化平稳	10
图表 11： 近六年公司归母净利润持续增长，2023 年之后增速放缓	10
图表 12： 2019-2024 年公司净利润总额逐年增长	11
图表 13： 2024 年公司装卸业务营收占比超 50%	12
图表 14： 2024 年公司集装箱板块业务量占总业务量比重最高	12
图表 15： 2024 年物流及港口业务板块贡献最大营收	12
图表 16： 2024 年液体散货板块贡献最大毛利	12
图表 17： 2019-2024 年公司五大业务板块营收结构基本稳定	13
图表 18： 2019-2024 年集装箱业务板块对毛利总额贡献提高明显，液散对毛利总额贡献 稳定	13
图表 19： 2019-2024 年公司股利支付率稳定在 40% 上下	14
图表 20： 2019-2024 年公司现金流增速始终为正	14
图表 21： 2019-2024 年公司平均分红率位于行业前列	14
图表 22： 2019-2024 年，公司管理费用总量及增速均远超其他费用	15
图表 23： 2024 年公司资产负债率小于行业内中位值	15
图表 24： 2019-2024 年集装箱板块控股公司利润对集装箱板块分部业绩的贡献增长明显	16
图表 25： 2019-2024 年集装箱板块分部业绩对公司利润总额贡献不断提高	16
图表 26： 青岛港自动化集装箱码头	17
图表 27： 2024 年青岛港主要腹地及延伸腹地 GDP 占全国近 1/3	18

图表 28: 近年山东进出口总额总体上涨, 进出口差额逐渐扩大	18
图表 29: 2018-2024 年公司海铁联运箱量不断提高	19
图表 30: 2021-2024 年公司一带一路航线迅速增加	19
图表 31: 2020-2024 年公司集装箱吞吐量比重持续上升	20
图表 32: 2022-2024 年公司集装箱靠港数量不断增加	20
图表 33: 2024 年液体散货板块分部业绩出现负增长	21
图表 34: 2024 年公司液体散货板块分部业绩对公司利润总额的贡献下降	21
图表 35: 近年液体散货吞吐量逐年下降	21
图表 36: 近年山东原油进口数量稳定, 维持在 9000 万吨上下	22
图表 37: 公司三次调整资产收购方案	22
图表 38: 山东半岛输油管道布局	23
图表 39: 山东化工产业园区布局	23
图表 40: 2019-2024 年公司干散杂货吞吐量持续增长	24
图表 41: 干散货历年营收总体稳定, 盈利能力稍弱	24
图表 42: 青岛港估值模型核心假设	25

1. 北中国集油枢纽港

青岛港目前运营管理大港港区、前湾港区、黄岛油港区、董家口港区和威海港区五大港区，主要提供集装箱、金属矿石、煤炭、原油等各类货物的装卸和配套服务、物流及港口增值服务、港口配套服务等。其中，液体散货板块和集装箱板块贡献主要利润。青岛港受益于山东省港口一体化改革，营业利润稳步增长，ROE 保持行业领先，现金流充足，分红率可观，兼具成长性与红利性。

1.1. 发展历程：北中国重要港口到上市港口集团

青岛港口开埠于 1892 年，是西太平洋重要的国际贸易枢纽，分别于 1974 年、1987 年和 2008 年，建设黄岛油港区、前湾港区和董家口港区。青岛港国际股份有限公司成立于 2013 年 11 月 15 日，随后于 2014 年 6 月 6 日、2019 年 1 月 21 日，分别在香港联交所和上海证券交易所主板挂牌上市。公司目前运营管理大港港区、前湾港区、黄岛油港区、董家口港区和威海港区五大港区，主要提供集装箱、金属矿石、煤炭、原油等各类货物的装卸和配套服务、物流及港口增值服务、港口配套服务等。

图表 1：公司重要历史事件

时间	事件
1892	青岛港开埠
1974	建设黄岛油港区，提供液体散货处理服务
1987	建设前湾港区，提供散杂货及集装箱处理服务
2003	青岛港务局改制为青岛港集团
2008	建设董家口港区，提供金属矿石、煤炭及液体散货处理服务
2013	青岛港国际股份有限公司成立
2014	公司在香港联交所主板挂牌上市
2017	青岛港全自动化集装箱码头投入商业运营
2019	公司在上海证券交易所主板挂牌上市
2022	青岛市国资委将青岛港集团 51% 股权划转至山东省港口集团 公司收购威海港集团所持有的山东威海港发展有限公司 51% 股权
2025	公司拟现金收购日照港下属两家公司股权

资料来源：公司公告、公司官网等、华源证券研究所

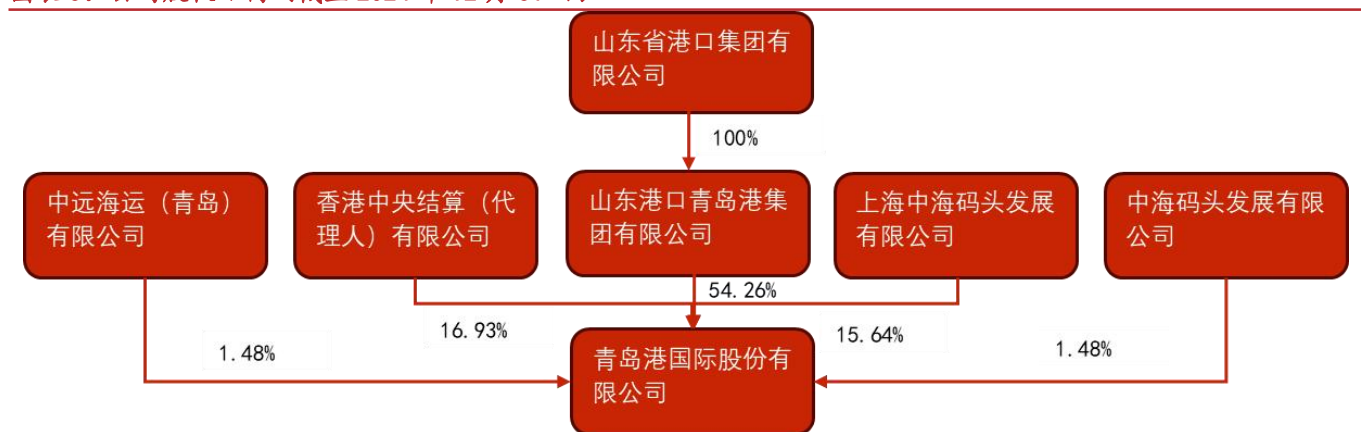
图表 2：山东省港口整合持续进行

时间	事件
2019.7	威海港集团 100%股权无偿划转给青岛港集团
2019.8	由青岛港、日照港、烟台港和渤海湾港组成的山东省港口集团在青岛正式挂牌成立
2022.1	青岛市国资委将青岛港集团 51%股权无偿划转至山东省港口集团
2022.5	青岛港收购威海港所持有的山东省威海发展有限公司 51%股权
2023.6	青岛港披露资产重组方案，拟以发行股份及现金支付的方式收购日照港集团和烟台港集团旗下总计 8 家公司股权
2024.7	青岛港对 2023 年 6 月披露方案中的重组标的资产范围进行调整，并将重组标的资产数量缩减至 4 家
2025.2	青岛港再对 2023 年 6 月的披露方案进行调整，重组标的资产数量缩减至 2 家，收购方式调整为仅现金支付

资料来源：威海市发展和改革委员会、山东省港口集团有限公司官网、公司公告、华源证券研究所

重构港口间业务关系。在股权整合基础上，山东省着力打破原有利益格局，重构业务关系。“以青岛港为龙头、日照港、烟台港为两翼，渤海湾港为延展，各板块集团为支撑，众多内陆港为依托”的一体化协同发展格局逐步完善。以青岛港为枢纽港，其他港为补给港，各港口之间开通支线航线，强调各港口业务互联互通，省内各港口特色化、差异化发展方向得到明确，从根本上缓解了各港口无序竞争、重复建设的问题，使山东港口运输效率提升 20%。除此之外，集团还将各港口独立运营的物流、贸易等 100 多个业务单元进行再整合，发展供应链服务等新兴业务。

图表 3：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

集团名称		定位
青岛港	龙头	集装箱枢纽港、主营集装箱、油品、干散货、件杂货业务
日照港	两翼	能源原材料和沿海集装箱枢纽、大宗散货枢纽港
烟台港	两翼	商品车物流枢纽港、化肥枢纽港、矿石、散粮中转港，发展件杂货、矿石混配、中非双向物流特色业务
渤海湾港	延展	内贸集装箱中转港、环渤海液化品集疏港、重要物资储备分拨中心

资料来源：山东港口集团官网、山东港口公众号、华源证券研究所

青岛港地处北纬 36 度黄金纬度线，港阔水深，不冻不淤，是我国北方地区天然的深水良港。青岛港位于东北亚港口沿线中心位置，占据环渤海地区港口群、长江三角洲港口群、日韩港口群的中心地带，是“一带一路”交汇点上的重要桥头堡，是我国北方距离国际主航线最近的港口之一，枢纽地位突出。

青岛港港口设施齐全、先进。目前公司拥有生产性泊位 126 个，已建成世界最大的 40 万吨级矿石码头、45 万吨级原油码头、亚洲首个全自动化无人码头和邮轮客运中心，码头可停靠世界最大的 2.4 万标箱集装箱船。集装箱航线 200 余条，已与全球 180 多个国家和地区的 700 多个港口建立航线网络，航线密度位居中国北方港口第一位。

资料来源：公司官网、华源证券研究所

图表 6：公司主要港区基本资料

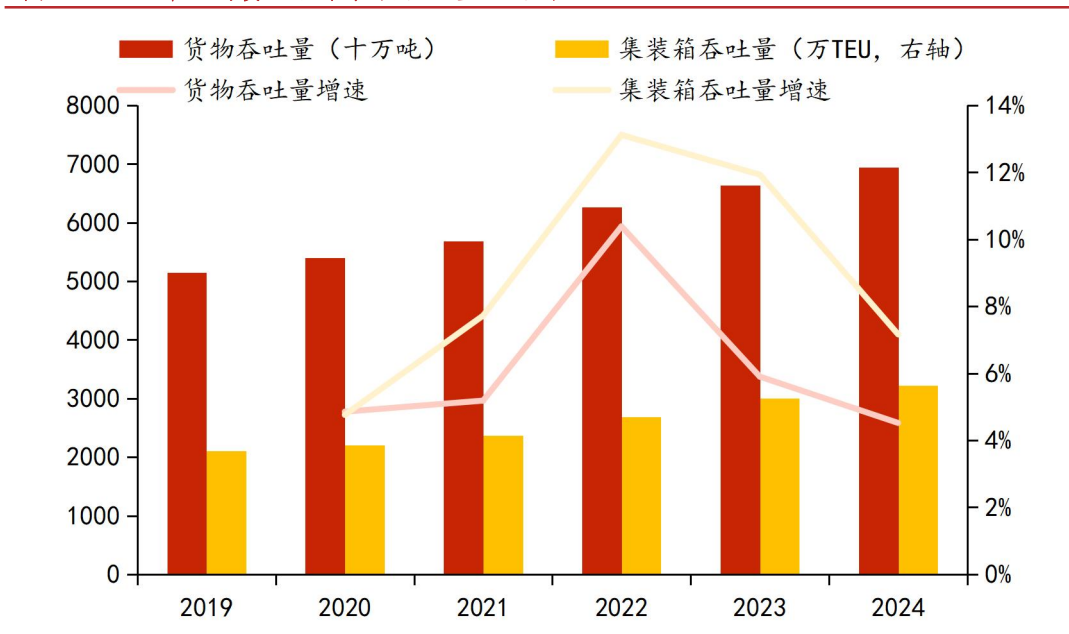
港区名称	泊位数量	港区功能
大港港区	18 个	主要处理集装箱、件杂货及液体散货
前湾港区	42 个	主要处理集装箱、干散货及件杂货
黄岛油港区	13 个	主要处理液体散货
董家口港区	25 个	主要处理干散货、液体散货及件杂货
威海港区	14 个	主要处理集装箱、干散货及件杂货

资料来源：公司官网、华源证券研究所

1.3. 腹地经济支撑吞吐量，财务表现持续优化

港口吞吐量位居世界前列，腹地经济优势明显。2024 年，青岛港货物年吞吐能力达到 6.94 亿吨（同比增长 4.5%），集装箱年吞吐能力达到 3217 万标准箱（同比增长 7.2%），分别稳居全球第四位、第五位。腹地城市的经济发展水平、产业结构、对外贸易的活跃程度会通过影响货源需求进而影响到港口吞吐量。从最主要腹地省份——山东省的经济体量来看，2024 年山东省国内生产总值超过 9.8 万亿元，稳居全国第三。从产业结构来看，山东省三次产业结构为 6.7：40.2：53.1。从对外贸易活跃度来看，山东省全年货物进出口总值 3.38 万亿元（同比增长 3.5%）。东盟、美国、欧盟是山东省前三大贸易市场，对共建“一带一路”国家进出口总值达 2.09 万亿元，占全省进出口总值的 61.9%，外向型经济活跃。

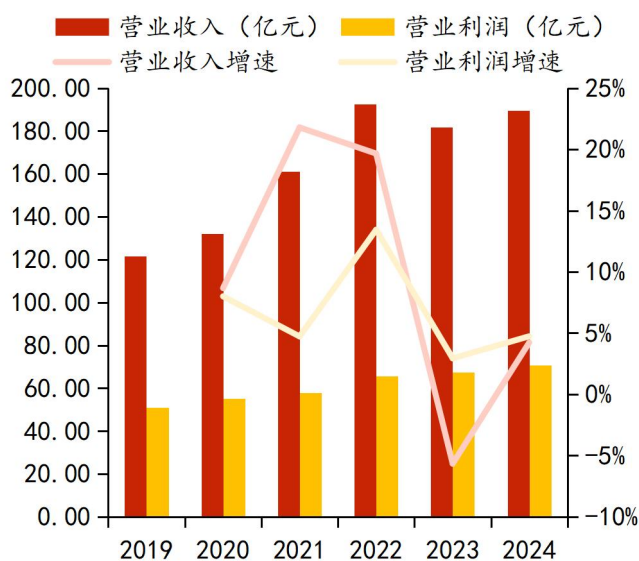
图表 7：近六年公司货物和集装箱吞吐量稳定增长



资料来源：公司公告、公司官网、华源证券研究所

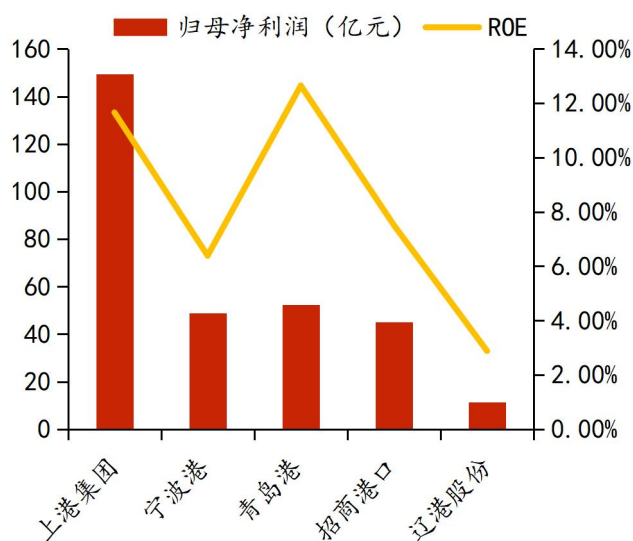
营收小幅回落，ROE 继续领先。2024 年，公司实现营业收入 189.41 亿元（同比增加 4.23%），实现营业成本 122.27 亿元（同比增长 4.5%）。营业利润由 2019 年的 51.13 亿元增长到 2024 年的 70.73 亿元，复合增长率 6.71%。归母净利润由 2019 年的 37.9 亿元增长到 2024 年的 52.35 亿元（同比增长 6.34%），复合增长率 7%，盈利能力稳健。2024 年，公司平均净资产收益率达 12.65%，近五年基本保持稳定，在 A 股港口行业中继续保持领先地位。

图表 8：近两年公司营业收入小幅回落，营业利润持续增长



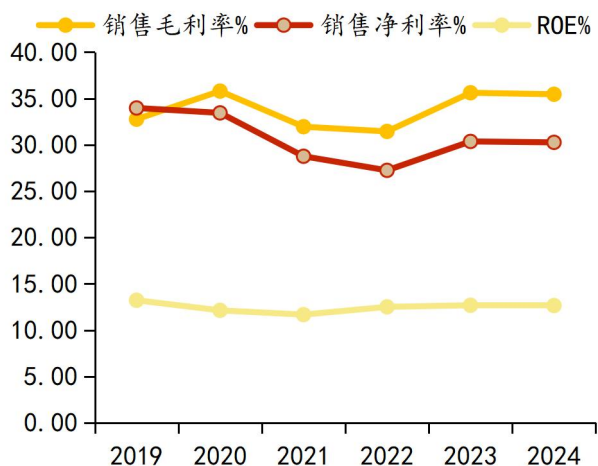
资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 9：2024 年公司 ROE 位居行业前列



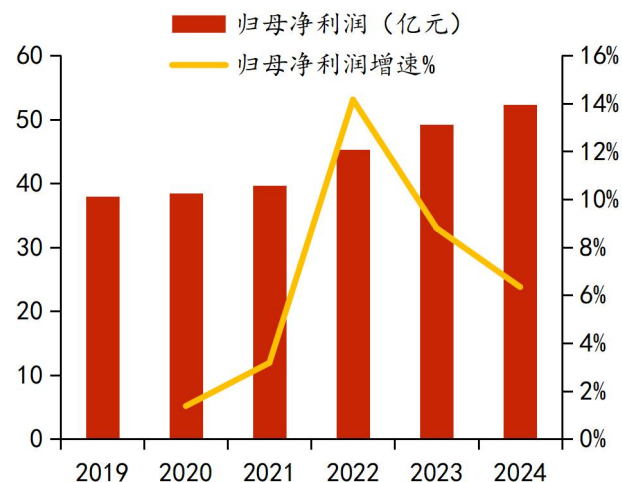
资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 10：近六年公司三大盈利指标变化平稳



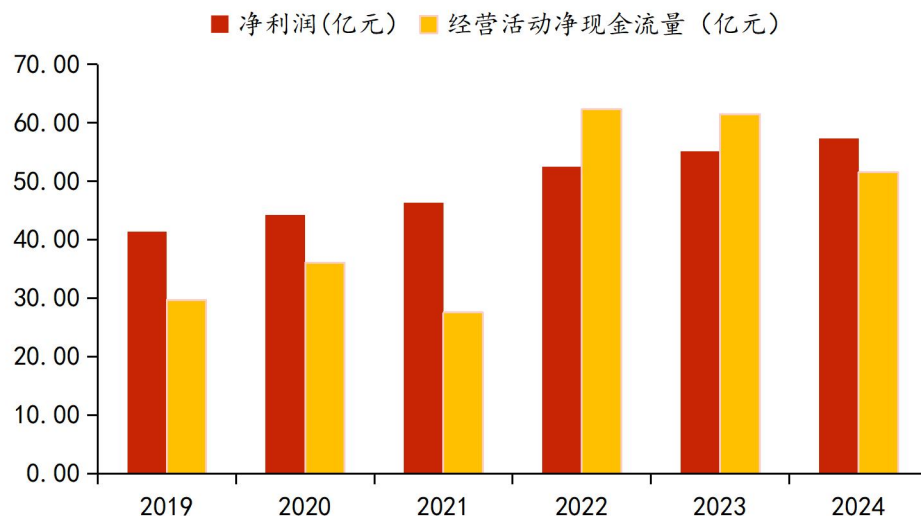
资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 11：近六年公司归母净利润持续增长，2023 年之后增速放缓



资料来源：ifind、华源证券研究所

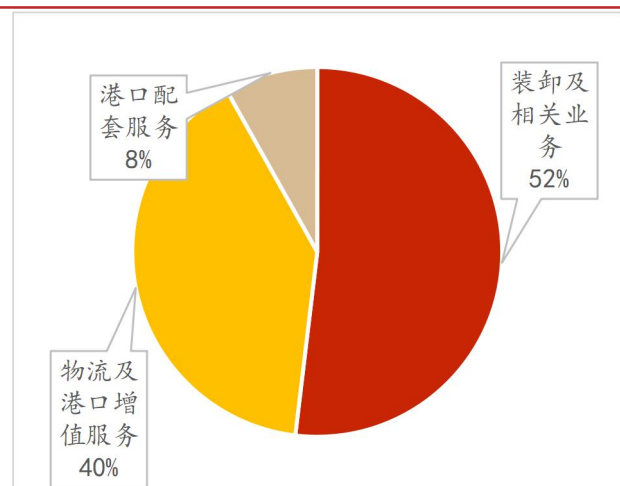
图表 12：2019-2024 公司净利润总额逐年增长



资料来源：ifind、华源证券研究所

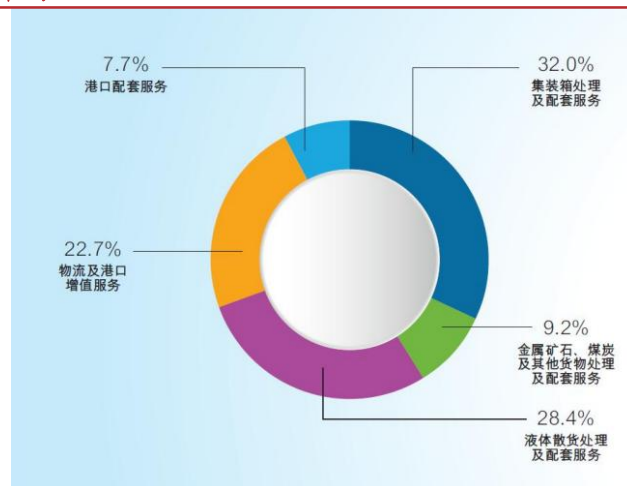
集装箱板块贡献最大业务量，液体散货板块继续贡献最大利润。公司主要从事集装箱、金属矿石、煤炭、原油等各类货物的装卸及配套服务、物流及港口增值服务、港口配套服务等。2024 年，装卸及相关业务、物流及港口增值服务营收占比分别达 52%和 40%，是利润核心来源。三大业务又可进一步细分为集装箱、金属矿石、煤炭及其他货物、液体散货、物流及港口增值配套服务、港口配套服务等五大业务板块。截至 2024 年 12 月 31 日，集装箱板块在总业务量中占比最高，达 32.0%，液体散货处理及配套服务业务占 28.4%，物流及港口增值服务占 22.7%。从营收结构角度，2024 年物流及港口配套服务贡献最大，营业收入达 75.71 亿元，占总营收 40%。从利润结构角度，液体散货处理配套服务贡献最大，占总毛利额 32%。

图表 13：2024 年公司装卸业务营收占比超 50%



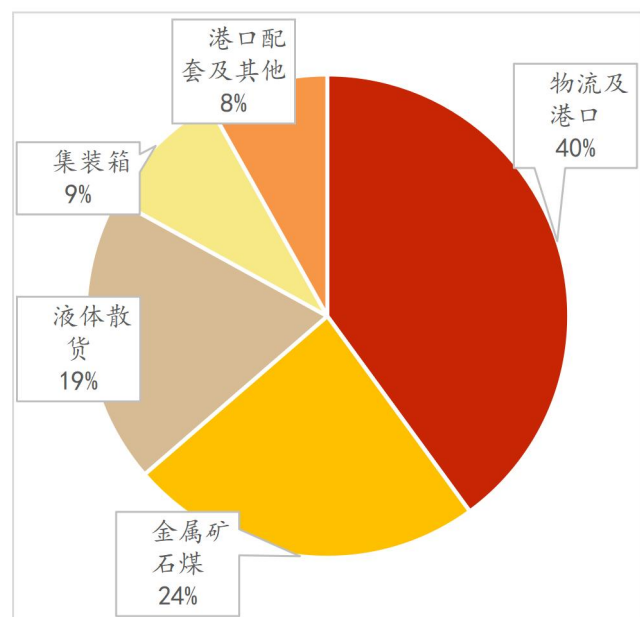
资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 14：2024 年公司集装箱板块业务量占总业务量比重最高



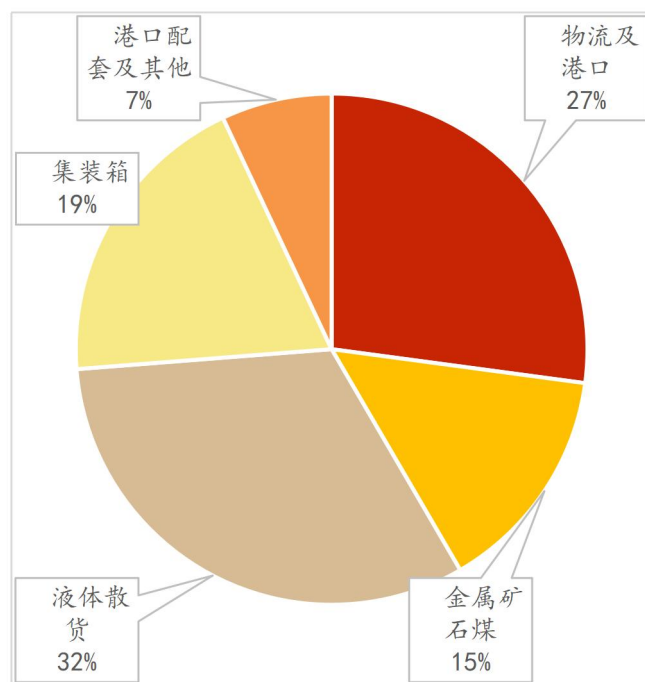
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 15：2024 年物流及港口业务板块贡献最大营收



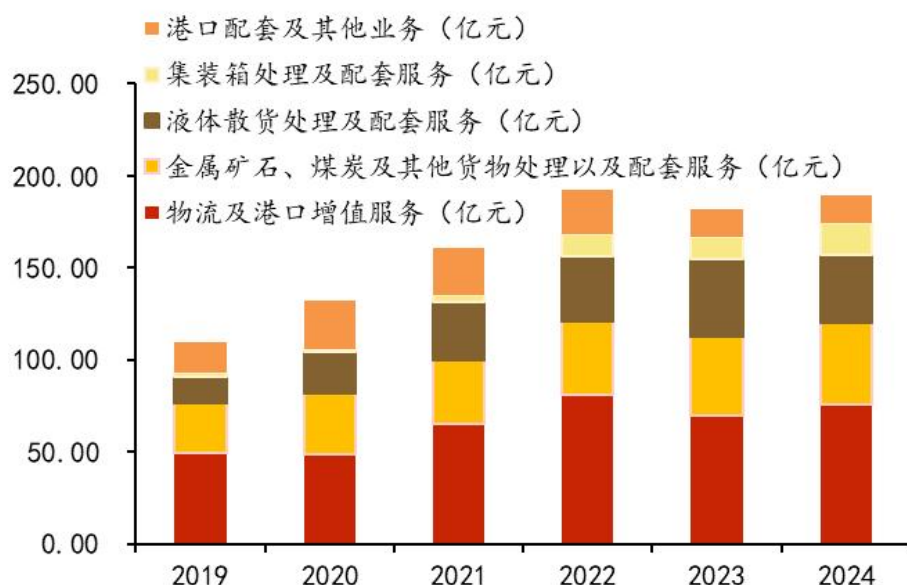
资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 16：2024 年液体散货板块贡献最大毛利润



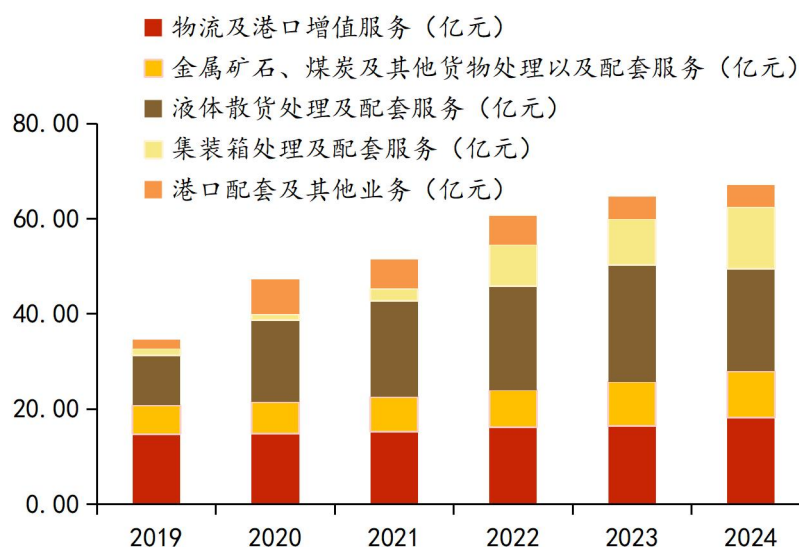
资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 17：2019-2024 年公司五大业务板块营收结构基本稳定



资料来源：ifind、华源证券研究所

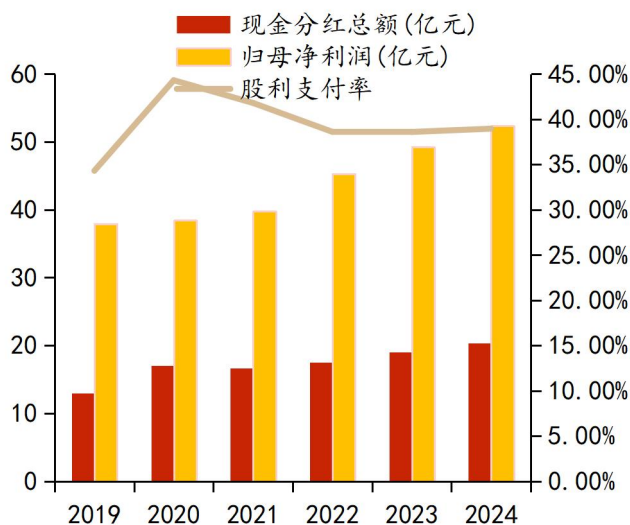
图表 18：2019-2024 年集装箱业务板块对毛利总额贡献提高明显，液散对毛利总额贡献稳定



资料来源：ifind、华源证券研究所

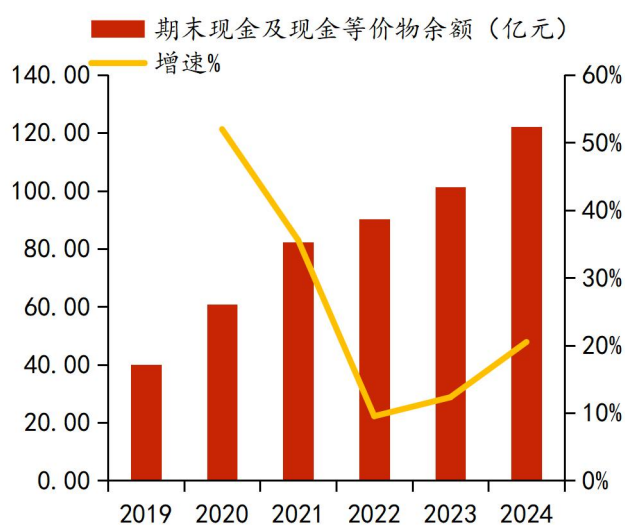
现金流充足，分红率稳居行业前列。公司在《2025-2027 年三年股东分红回报规划》中承诺：在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，公司每年现金分红不低于当年可用于分配利润的 40%。2024 年，公司分红两次，分红总金额 20.39 亿元，股利分配率达 39%。2019 至 2024 年间，公司分红率均值达 39.42%，在行业中排名前列。公司现金流充足，尽管 2022 年后增速放缓，但始终保持正值，对稳定分红起到支撑作用。

图表 19：2019-2024 年公司股利支付率稳定在 40% 上下



资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 20：2019-2024 年公司现金流增速始终为正



资料来源：ifind、华源证券研究所

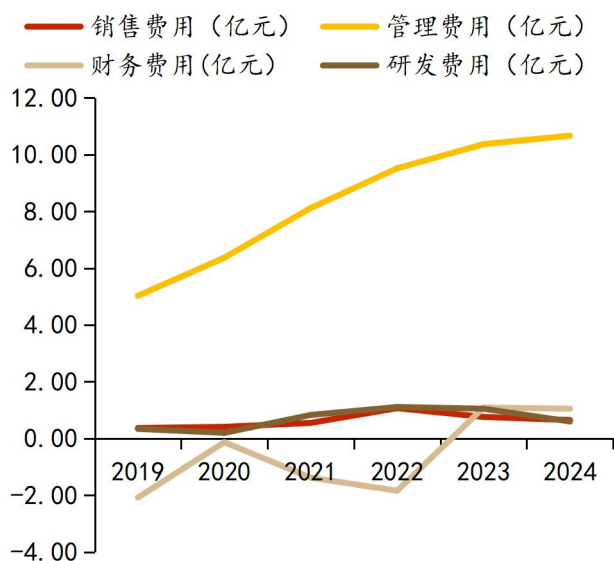
图表 21：2019-2024 年公司平均分红率位于行业前列

公司	2019	2020	2021	2022	2023	2024	平均
唐山港	30.00%	64.32%	99.30%	70.14%	61.57%	59.89%	64.20%
青岛港	34.30%	44.30%	41.79%	38.60%	38.59%	38.95%	39.42%
宁波港	39.06%	37.06%	32.84%	40.04%	37.92%	42.90%	38.30%
辽港股份	37.70%	33.06%	33.80%	31.68%	34.11%	49.39%	36.62%
招商港口	30.51%	35.22%	30.78%	33.68%	40.60%	40.80%	35.27%
秦港股份	54.00%	35.93%	30.13%	30.32%	30.29%	30.35%	35.17%
北部湾港	29.23%	28.10%	31.96%	29.99%	39.47%	37.55%	32.72%
广州港	30.35%	30.51%	31.10%	30.06%	30.06%	30.51%	30.43%
上港集团	37.08%	35.71%	30.13%	18.93%	30.33%	30.36%	30.42%
天津港	30.05%	30.20%	30.05%	30.10%	30.07%	30.29%	30.13%

资料来源：ifind、华源证券研究所

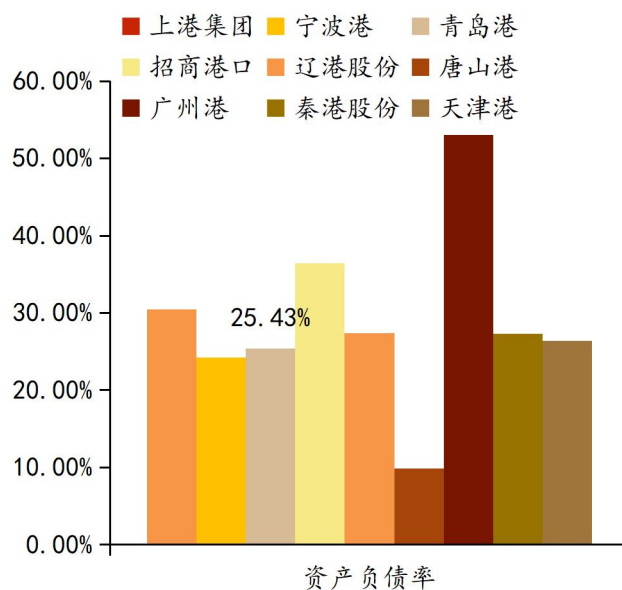
成本管控严格，资产负债率位于行业低位。公司成本费用始终被控制在低位。2024 年，公司销售费用同比下降 14.59%，主要是来源于集装箱处理及配套服务板块销售费用的减少。财务费用同比下降 44.67%，主要是因为压降借款利率、压缩有息负债规模导致的利息减少。相较之下，管理费用总量较大，增速较快，但仍被控制在 10 亿元上下。公司 2024 年资产负债率 25.43%，小于行业中位值 27.29%，净资产规模良好，财务结构稳健。

图表 22：2019-2024 年，公司管理费用总量及增速均远超其他费用



资料来源：ifind、华源证券研究所

图表 23：2024 年公司资产负债率小于行业内中位值



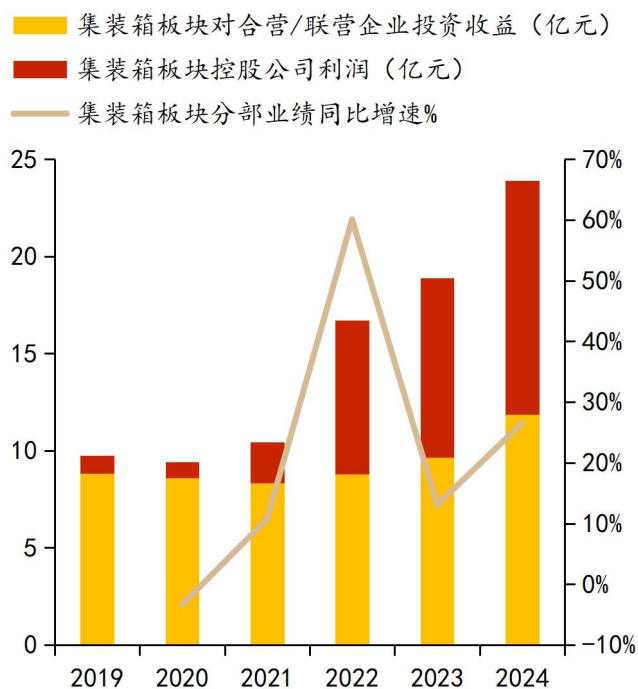
资料来源：ifind、华源证券研究所

2. 多支柱发展筑牢区域航运中心

2.1. 集装箱板块：北方枢纽港，成长态势强劲

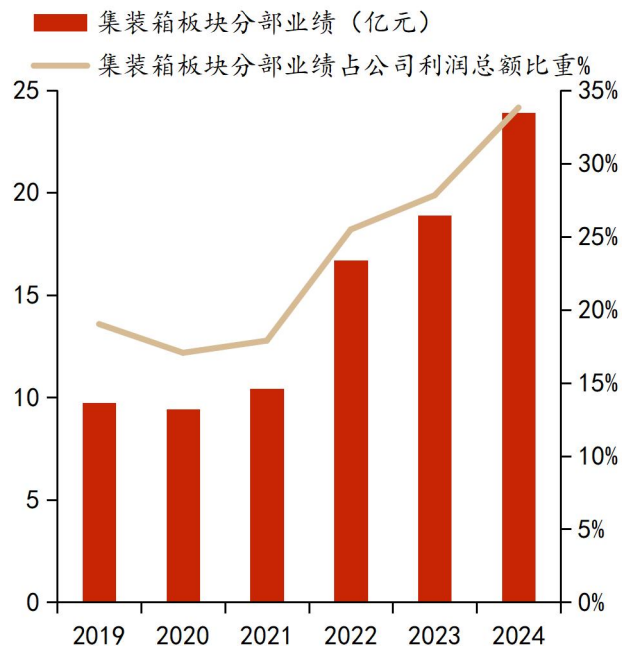
集装箱板块对利润总额贡献提高，有望成为新增长引擎。2024 年，公司集装箱吞吐量实现 3217 万 TEU（同比增长 7.2%），对利润总额贡献率超 30%。集装箱处理及配套服务实现营业收入 16.78 亿元（同比增长 39.89%）。但由于人工、代理及运输成本增加，营业成本同比上升 61.46%，导致毛利率同比下降 3.07pct，至 77.07%。公司集装箱板块主要由 QQCT 等合营企业经营，利润总额中 49.61%来自对合营公司及联营公司的投资收益，投资收益同比增长 22.91%。自 2022 年公司收购威海发展有限公司后，并表利润规模扩张，集装箱业务利润增速加快。

图表 24：2019-2024 年集装箱板块控股公司利润对集装箱板块分部业绩的贡献增长明显



资料来源：公司公告、ifind、华源证券研究所

图表 25：2019-2024 年集装箱板块分部业绩对公司利润总额贡献不断提高



资料来源：公司公告、ifind、华源证券研究所

市场化定价有望助长费率增长空间。2014-2015 年，交通部、发改委联合集中出台了一系列港口价格改革政策，包括压缩收费项目、推动港口装卸费率市场化等举措。尽管公司在 21 年上调了部分外贸集装箱费率，青岛港收费水平依旧低于欧美及周边国家和地区，未来仍存在上调空间。自山东省港口一体化改革后，各地港口间恶性竞争问题明显缓解，费率向好。

自动化智能化赋能作业效率持续提升。公司拥有亚洲首个真正意义上的全自动化集装箱码头，全面应用全自动化集装箱码头智能管控系统（A-TOS），创新双吊具自动装船等七大技术，实现从软件到硬件、装置到核心系统的全国产化。自动化码头较传统码头，作业效率提升 30%，人力成本节省 80%。目前集装箱码头最高装卸效率达到 60.9 自然箱/小时，第 12 次刷新自动化集装箱码头装卸效率世界纪录，产能优势明显，有望带动公司集装箱吞吐量持续增长。

图表 26：青岛港自动化集装箱码头



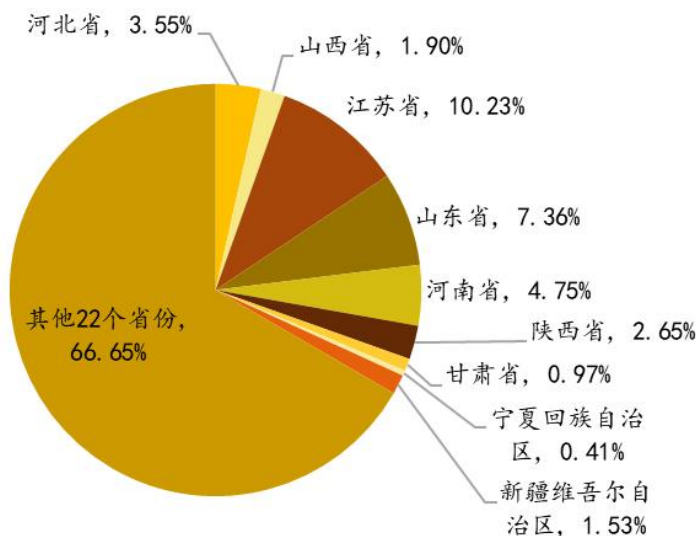
资料来源：半岛都市报、华源证券研究所

腹地经济提供货源基础。①腹地经济体量奠定货源基础。2024 年，山东省 GDP 实现 9.8 万亿，稳居全国第三，构成青岛港坚实的腹地支撑。其他主要腹地如江苏、河南，陕西等延伸腹地均拥有不小的经济体量，共同组成多方位、多层次的货源腹地。

②外贸向好扩展需求空间。2024 年，山东省实现外贸进出口总额 3.38 万亿元（同比增长 3.5%），有进出口实绩的企业数量首次超过 7 万家（同比增加 7.9%），外向型经济特征明显。从贸易产品来看，出口商品超过 40%是机电产品（主要用集装箱船运输）。作为山东省传统产业，机电产业产业链完整，产业集聚，规模效应明显，持续为山东外贸发展注入活力。2025 前 2 个月，出口机电产品增幅达到 9.5%，对出口整体增长贡献率超过 6 成，发展态势良好，有望成为集装箱吞吐量的核心驱动力。

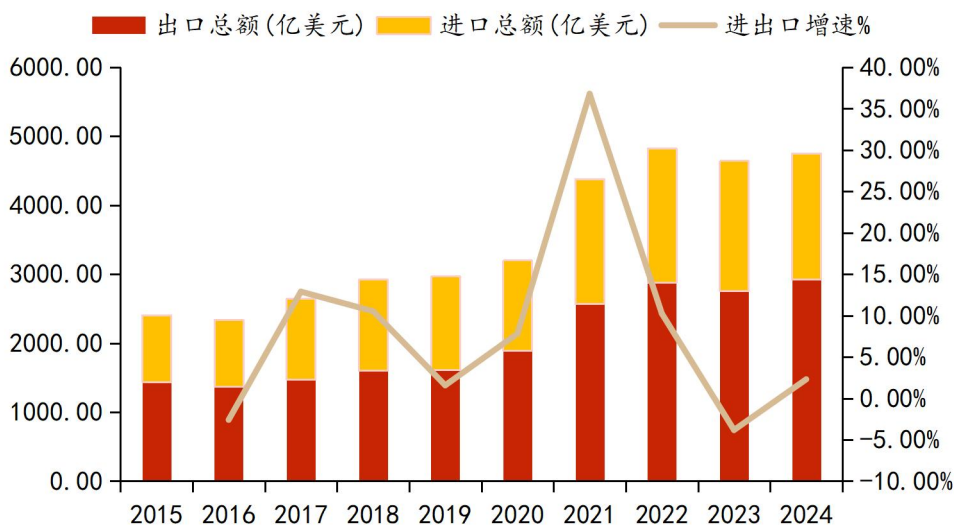
③完善交通网络提供物流保障。山东是中国首个部省共建交通强国省域示范区，交通物流网络完善。2024 年，山东省完成综合交通投资 3252 亿元，高速铁路里程达到 3047 公里，高速公路达到 8755 公里，民用机场数量 10 个，通用机场总数达 22 个。2025 全年，山东省综合交通投资确保完成 2500 亿元，预计推进重点项目 141 个，这将强化沿黄流域交通基础设施“硬联通”，提升运输服务、通关便利等“软联通”水平，进一步完善“海路空铁”联运网络，支持青岛建设国际航运中心地位，为港口资源集散提供更高效物流保障。

图表 27：2024 年青岛港主要腹地及延伸腹地 GDP 占全国近 1/3



资料来源：ifind、国家统计局、华源证券研究所

图表 28：近年山东进出口总额总体上涨，进出口差额逐渐扩大



资料来源：国家统计局、对外经济贸易大学数字经济实验室、华源证券研究所

密集航线套牢腹地货源。①增航线、拓中转、扩市场。2022–2024 年，公司新增集装箱航线 66 条，年均增量达 22 条。公司积极推进中远海运、马士基等重点船公司拓展欧美航线，对接东南亚、中东及日韩航线的国际中转通道。截至 2024 年 6 月 30 日，公司中转箱量同比增长 14.2%。作为东北亚地区的国际枢纽，公司抓住山东自贸区、上合示范区和 RCEP 先行示范区等政策机遇，截至 2024 年底，4 年时间共新增一带一路及 RCEP 航线 57 条。2024 年，山东对新兴市场（东盟、拉美、非洲）进出口额增长分别达 5.9%、7.4%、6.3%，对“一带一路”共建国家进出口总量占山东省进出口总量的 61.9%，均远超对传统市场（美国、欧

盟）进出口额的 1.2%、3.5% 的涨幅。出口倾向叠加政策引导，2025 年新兴市场有望继续贡献山东省大部分贸易量，集装箱吞吐量仍有明显成长空间。

②开班列、建支线、拓货源。2024 年，公司新开海铁联运班列 6 条，使总数达到 83 条，新增内陆港 10 个，海铁联运箱量实现 255 万 TEU，同比增长 15.3%，运量与 2018 年比翻了一番，连续 10 年稳居全国第一。自港口整合后，青岛港区域枢纽地位凸显，逐渐形成以青岛港为中心，以日照、烟台、潍坊、宁波、大连、秦皇岛为支线的内支线网络，将半岛区域货源归集至青岛中心港，构建沿黄流域腹地市场“端到端”物流服务体系，促进多元货源在青岛港集聚。

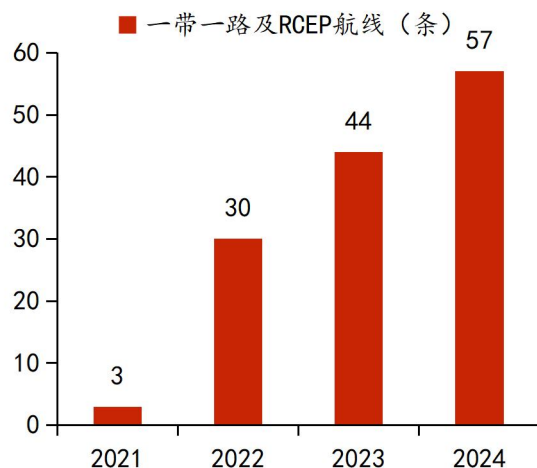
③集装箱靠港数量稳步提升。2024 年，青岛港接待 9009 艘船舶靠港，总吨位达 4.71 亿吨，在全球前 30 大港口中排名第 6 位，在中国北方港口中排名第一；分船型来看，3k TEU 以上船型（17k+、8-17k、3-8k TEU）靠港数量均位列世界第六。2025 年以来，青岛港集装箱靠港数量保持稳定，增速约为 2%，在国际航运网络中重要地位不断稳固。

图表 29：2018-2024 年公司海铁联运箱量不断提高



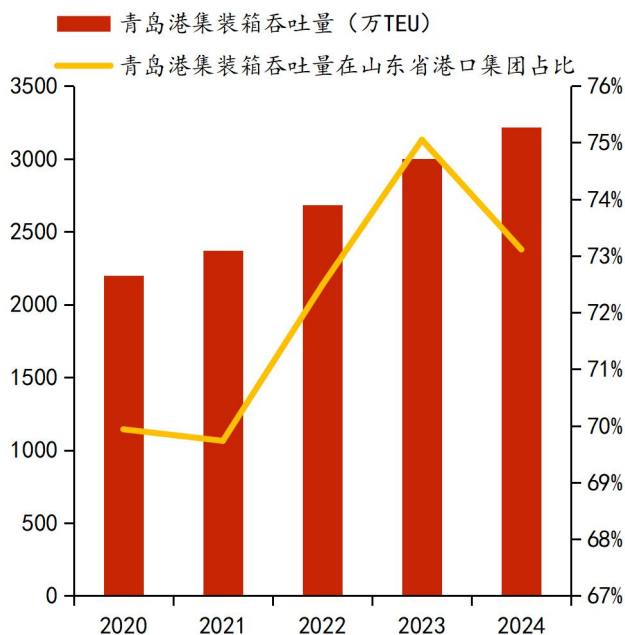
资料来源：青岛港公众号、中国航务周刊公众号等、华源证券研究所

图表 30：2021-2024 年公司一带一路航线迅速增加



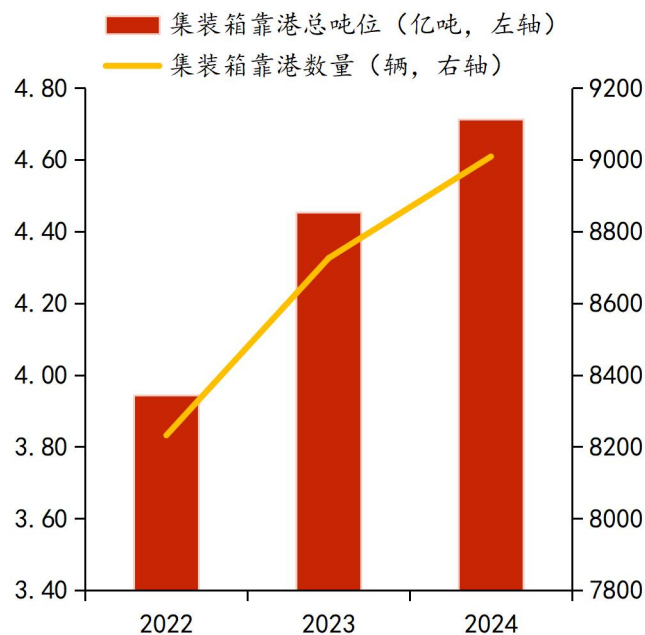
资料来源：青岛港公众号、上合示范区公众号、华源证券研究所

图表 31：2020-2024 年公司集装箱吞吐量比重持续上升



资料来源：中华人民共和国商务部、新浪财经、中国新闻网等、华源证券研究所

图表 32：2022-2024 年公司集装箱靠港数量不断增加

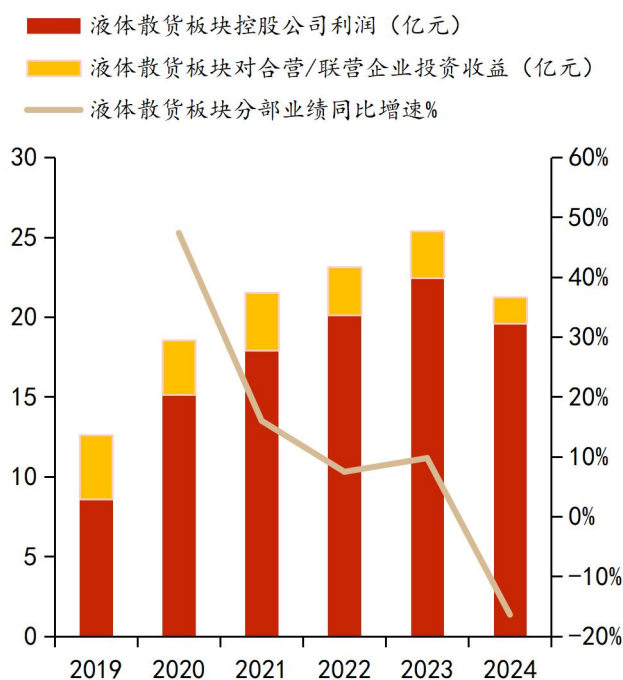


资料来源：克拉克森、华源证券研究所

2.2. 液体散货板块：短期承压，长期韧性犹存

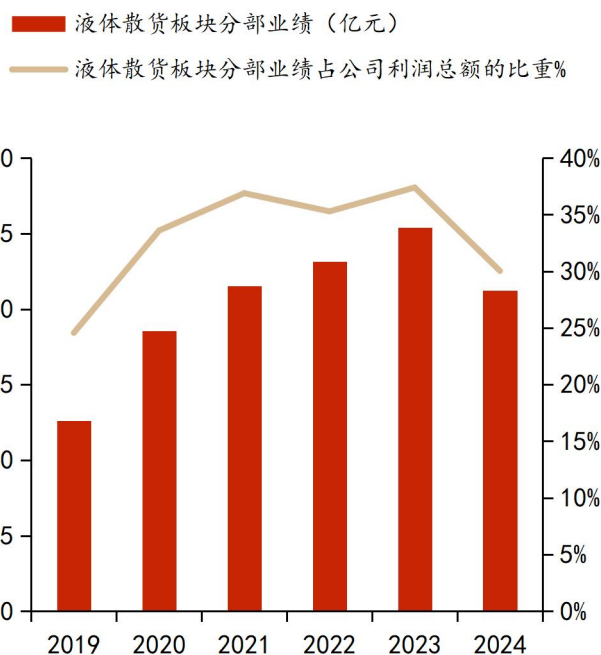
液体散货业务承压，市场地位稳定。①近年来，液体散货吞吐量和营收承压，增速趋缓乃至负增长。截至 2024，液体散货处理及配套服务实现营业收入 36.70 亿元（同比减少 13.5%）；实现板块分部业绩 21.23 亿元（同比减少 16.4%），主要为受国际形势和市场竞争影响，叠加腹地炼厂开工率较低，导致相关货物业务量减少。②但在全球油轮港口格局中，青岛港仍旧保持稳定的市场地位。2024 年，青岛港共接待 2503 次油轮停靠，总吨位达 0.93 亿吨，全球排名 13。

图表 33：2024 年液体散货板块分部业绩出现负增长



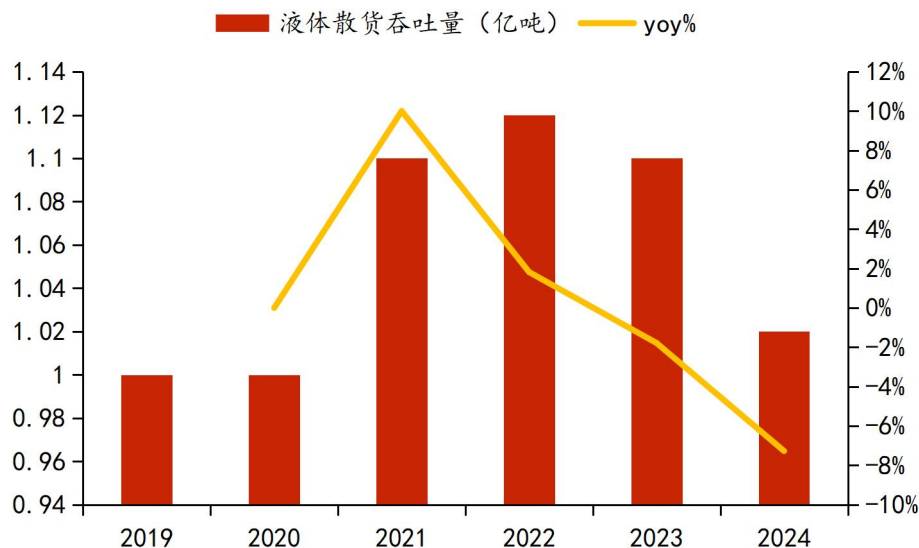
资料来源：公司公告、ifind、华源证券研究所

图表 34：2024 年公司液体散货板块分部业绩对公司利润总额的贡献下降



资料来源：公司公告、ifind、华源证券研究所

图表 35：近年液体散货吞吐量逐年下降



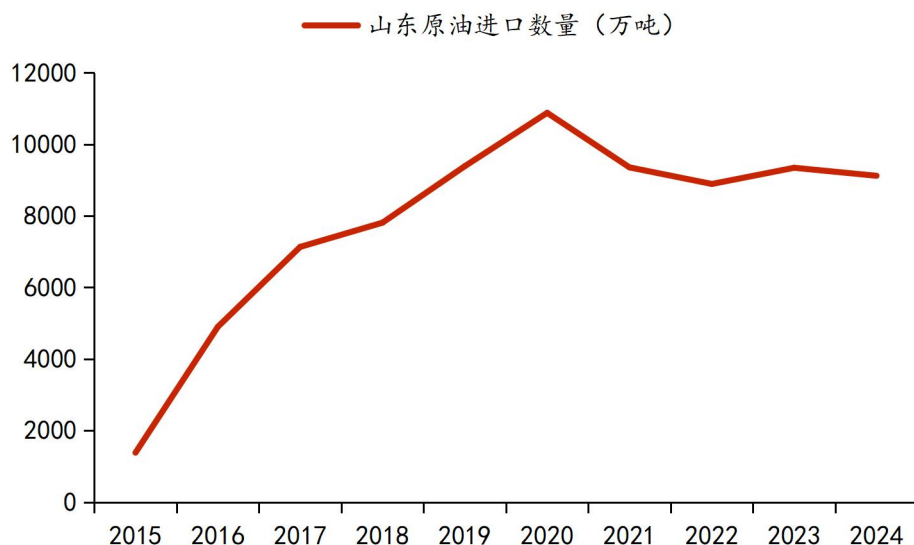
资料来源：公司公告、ifind、证券市场周刊公众号、华源证券研究所

供需双侧驱紧致使短期承压

- ① 山东炼油厂开工负荷持续位于低位。炼厂停工天数同比增加，叠加炼油效益持续亏损，导致 2024 年山东独立炼厂年均开工负荷为 60.15% (同比下降 6.72pct)，处于 2017 年以来的最低点。腹地炼厂开工负荷下降，原油采购需求减少，直接引起原油进口需求萎缩。

- ② 原油进口受阻进一步压缩利润空间。中国原油进口高度依赖俄罗斯和伊朗等国（占原油进口总额的 30%）。自美国财政部 1 月 10 日加大对俄罗斯制裁后，山东港口集团禁止被美制裁的 100 多艘油轮船只靠港，不仅使国际原油价格上涨，也促使山东地方炼油厂寻找新的采购渠道，短期推高原料成本，进一步压缩炼厂利润，降低炼厂负荷预期。

图表 36：近年山东原油进口数量稳定，维持在 9000 万吨上下



资料来源：ifind、华源证券研究所

优质资产与腹地产业生态共筑长期韧性

优质资产整合扩大业务规模。经历三次对收购方案调整，公司于 2025 年 2 月 21 日拟现金收购日照港集团下属日照港油品码头有限公司 100% 股权和日照实华原油码头有限公司 50% 股权。本次重组聚焦油质资产整合，油品公司主要从事液体散货港口装卸及罐区仓储等业务，日照实华主业为日照港岚山中港区 30 万吨级原油码头经营。优质油质资产整合或发挥协同优势，有望进一步扩大公司液体散货业务规模。

图表 37：公司三次调整资产收购方案

时间	事件
2023 年 6 月 30 日	公司拟以发行股份及现金支付的方式购买日照港集团持有的油品公司、日照实华、日照港融，以及烟台港集团持有的烟台港股份、莱州港、联合管道、港航投资、运营保障公司总计 8 家公司股权。
2024 年 7 月 12 日	公司调整重组标的资产范围，新收购范围保留日照港集团持有的油品公司、日照实华，烟台港持有的联合管道，新增山东港源管道物流有限公司。重组标的资产数量缩减至 4 家。
2025 年 2 月 21 日	公司第三次调整重组方案，重组标的资产数量缩减至 2 家，仅保留日照港集团持有的油品公司、日照实华。此外，收购方式调整为仅现金支付。

资料来源：公司公告、华源证券研究所

发挥罐容优势，完善输油管道。2024，公司持续释放码头、储罐、输油管道等资源效能，充分利用原油期货交割仓库，新增核定库容 80 万立方米，完成约 40 万吨期货原油入库交割，实现期货仓储业务增量增效。公司输油管道完善，东黄复线、黄青管线、黄岛－中石化大炼油管线、黄岛－国家储备库管线、黄潍管线及董家口港—潍坊—鲁中、鲁北输油管道打通从黄海之滨延伸到渤海之畔的原油产业链“黄金通道”。

腹地炼化产能集中助长需求空间。山东是国内重要的原油进口和加工地。2024 年，山东省原油进口达 9118.2 万吨（占同期山东进口总值的 28.3%），原油加工量达 12567.2 万吨，原油进口总量与加工总量均位于全国首位。山东也是国内重要的炼油产地，炼油产能占全国炼油产能 17%。山东作为石化产业聚集地，集群效应突出。2024 年中国石油和化工 500 强企业中，山东上榜 93 家企业，居全国首位。

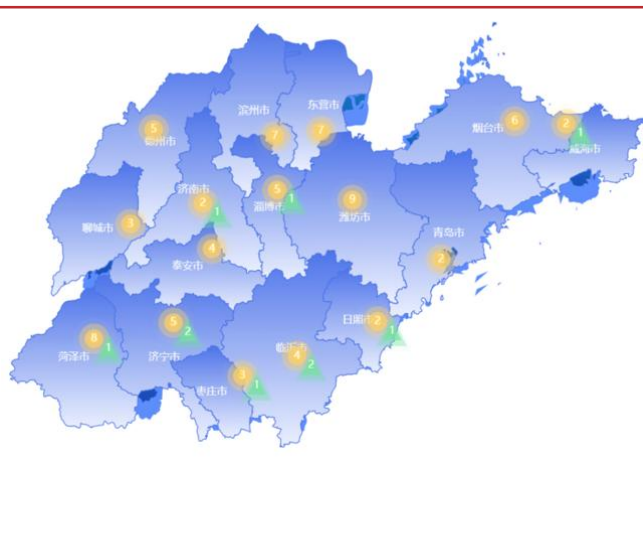
“前港后厂”模式提供长期需求支撑。近年来，山东致力打造世界级高端化工产业基地，形成以烟台裕龙岛、青岛董家口、东营等产业园区为主体的山东石化产业集群。目前山东省共 84 家化工园区，青岛港的直系腹地产业园区——董家口化工产业园与平度新河化工产业园在省内形成“双核”布局，逐渐形成与青岛港相互支撑、协同发展的产业生态。以董家口园区为例，其依托世界深水港董家口港，充分发挥大罐区、大码头、长输管线组合优势，形成“前港后厂”模式，原油可通过管道直输厂区，物流成本可降低 30%以上。2023 年园区工业产值就已突破 280 亿元。青岛石化异地搬迁至董家口产业园项目已于 2023 年写入山东省政府工作报告，董家口大炼化项目落地加速，如果能顺利推进落地，有望进一步扩大董家口产业园区炼化规模，为青岛港液体散货吞吐量提供稳定的需求支持。

图表 38：山东半岛输油管道布局



资料来源：晶财产业园招商部公众号，华源证券研究所

图表 39：山东化工产业园区布局

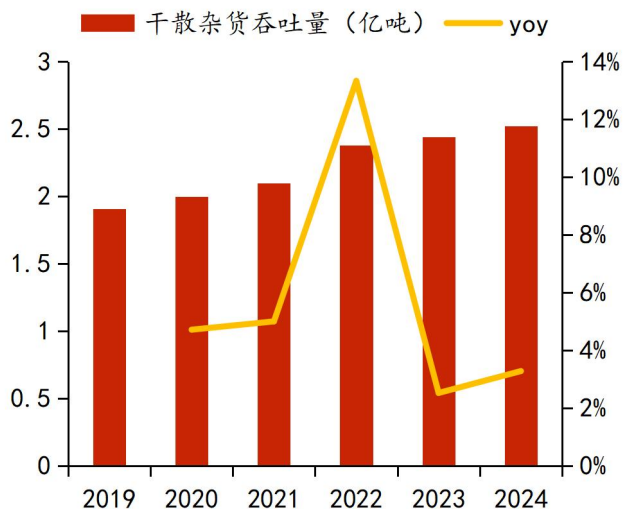


资料来源：化学界公众号，华源证券研究所

2.3. 干散货板块：稳中有进，产能升级

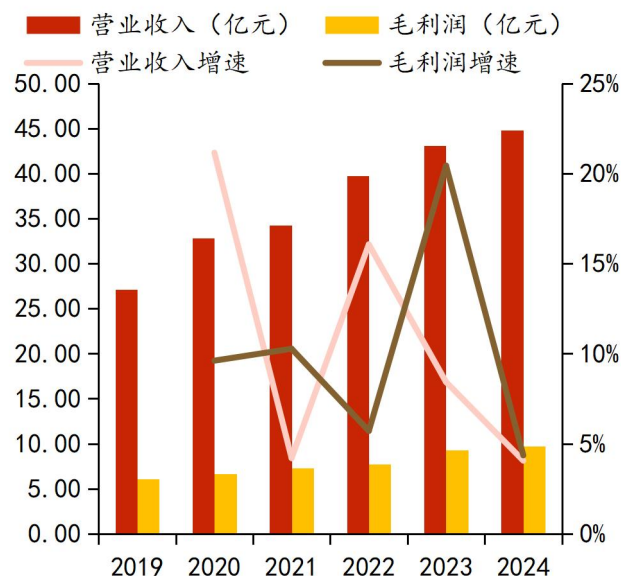
干散杂货吞吐量缓慢增长，业务量驱动利润。2024 年，公司干散杂货吞吐量达 2.52 亿吨（同比增长 3.5%）。2019 年-2024 年，吞吐量复合增速 5.7%，增速平缓。2024 年，散货船靠港数量达 3044 辆，总吨位达 1.68 亿吨，排名全球第十。公司散货板块主要由控股子公司及附属公司经营，业绩主要来自并表业务。并表业务营收总体稳定，利润主要由业务量驱动。2024，公司干散货板块实现营收 44.82 亿元（同比增长 4.06%），实现毛利润 9.73 亿元（同比增长 4.35%）。

图表 40：2019-2024 公司干散杂货吞吐量持续增长



资料来源：公司公告，证券市场周刊公众号，华源证券研究所

图表 41：干散货历年营收总体稳定，盈利能力稍弱



资料来源：ifind，华源证券研究所

码头建设推高产能水平，联合营销拓展腹地市场。青岛港董家口港区自 2022 年开始建设的第二座 40 万吨级矿石码头是全球在建的最大的矿石码头，码头建成后，将与第一座 40 万吨级矿石码头产生联动效应，大大提升矿石装卸效率。此外，前湾港区北岸铁路扩能改造工程已获批立项，如果此次扩能改造工程能顺利落地，港区大宗干散货装卸能力将提升至约 2400 万吨/年，高产能将进一步支持港区矿石吞吐量。需求方面，公司通过与铁路部门联合营销，深化与重点客户战略合作，积极拓展腹地新市场，延伸物流服务链条。据公司统计，2024 年累计开发新客户 21 家，实现货源增量 300 万吨，散货腹地市场持续扩充。同时，公司大力发挥大码头、大堆场等硬件优势，大力发展混矿、筛分等增值服务，增强客户粘性，拓展业务空间。

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设

1) 集装箱业务：我们预计 2025–2027 年集装箱业务营收分别同比 +5.50%/+4.05%/+6.60%，为 17.70/18.42/19.63 亿元。

2) 液体散货业务：我们预计 2025–2027 年液体散货业务营收分别同比 +8.02%/+8.95%/+7.73%，为 39.64/43.19/46.52 亿元。

3) 干散货业务：我们预计 2025–2027 年干散货业务营收分别同比 +0.80%/+2.30%/+3.92%，为 45.18/46.22/48.03 亿元。

4) 物流及港口增值业务：我们预计 2025–2027 年物流及港口增值业务营收分别同比 -2.00%/0.00%/0.00%，为 74.20/74.20/74.20 亿元。

5) 港口配套服务与其他业务：我们预计 2025–2027 年港口配套服务与其他业务营收分别同比 +6.00%/+5.00%/+5.00%，为 16.32/17.14/18.00 亿元。

图表 42：青岛港估值模型核心假设

亿元	2025E	2026E	2027E
营业收入	193.04	199.16	206.39
yoy	1.92%	3.17%	3.63%
集装箱业务	17.70	18.42	19.63
yoy	5.50%	4.05%	6.60%
液体散货业务	39.64	43.19	46.52
yoy	8.02%	8.95%	7.73%
干散货业务	45.18	46.22	48.03
yoy	0.80%	2.30%	3.92%
物流及港口增值	74.20	74.20	74.20
yoy	-2.00%	0.00%	0.00%
港口配套与其他业务	16.32	17.14	18.00
yoy	6.00%	5.00%	5.00%

资料来源：ifind，华源证券研究所

3.2. 盈利预测和投资

青岛港作为北方第一大港，中国第二大外贸口岸，货物和集装箱吞吐量稳居全球第四、第五，“集装箱+液散”双轮驱动的经营模式成效显著。在山东省港口一体化整合红利持续释放的背景下，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 54.92/57.95/60.89 亿元，同比增速分别为 4.90%/5.52%/5.08%，当前股价对应的 PE 分别为 10.66/10.10/9.62 倍。首次覆盖，鉴于公司业绩成长性和分红可观，给予“买入”评级。

4. 风险提示

1) 宏观经济波动风险：国内宏观经济下行压力加大，导致腹地经济增速放缓，可能直接削弱港口吞吐量。

2) 港口整合或不及预期：公司受益于港口整合，若山东省港口整合推进不及预期，公司业绩或不及预期。

3) 国际宏观贸易形势不及预期：港口是对外贸易的重要渠道，国际宏观贸易形势变化将直接影响到公司业绩。

4) 现金分红或不及预期：公司盈利下滑、分红率调整以及资本开支计划可能影响股东回报。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,673	13,739	16,021	18,321
应收票据及账款	2,547	2,594	2,677	2,773
预付账款	139	134	139	144
其他应收款	836	852	879	910
存货	41	41	42	43
其他流动资产	398	405	418	433
流动资产总计	16,633	17,765	20,174	22,625
长期股权投资	14,511	16,701	18,541	20,434
固定资产	25,154	25,459	25,231	25,695
在建工程	1,248	1,226	1,694	1,402
无形资产	2,955	2,916	2,932	2,916
长期待摊费用	51	56	61	61
其他非流动资产	2,197	2,188	2,125	2,096
非流动资产合计	46,116	48,546	50,584	52,604
资产总计	62,750	66,311	70,758	75,229
短期借款	95	95	95	95
应付票据及账款	2,099	2,109	2,256	2,245
其他流动负债	6,209	6,127	6,300	6,450
流动负债合计	8,403	8,331	8,652	8,790
长期借款	2,317	2,417	2,517	2,617
其他非流动负债	5,238	4,954	4,954	4,954
非流动负债合计	7,555	7,371	7,471	7,571
负债合计	15,958	15,702	16,122	16,361
股本	6,491	6,491	6,491	6,491
资本公积	11,726	11,726	11,726	11,726
留存收益	24,271	27,566	31,043	34,696
归属母公司权益	42,488	45,783	49,260	52,913
少数股东权益	4,304	4,826	5,376	5,955
股东权益合计	46,792	50,609	54,636	58,868
负债和股东权益合计	62,750	66,311	70,758	75,229

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5,732	4,491	4,779	5,054
折旧与摊销	1,465	1,492	1,595	1,665
财务费用	60	73	72	69
投资损失	-1,693	-1,726	-1,777	-1,829
营运资金变动	-528	-137	193	-11
其他经营现金流	116	1,857	1,911	1,969
经营性现金净流量	5,153	6,049	6,772	6,917
投资性现金净流量	-39	-2,529	-2,201	-2,212
筹资性现金净流量	-3,033	-2,454	-2,290	-2,404
现金流量净额	2,076	1,066	2,282	2,301

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,941	19,304	19,916	20,639
营业成本	12,227	12,292	12,511	12,866
税金及附加	172	160	165	171
销售费用	65	66	68	71
管理费用	1,067	1,048	1,075	1,094
研发费用	105	109	112	116
财务费用	60	73	72	69
资产减值损失	-4	-4	-4	-4
信用减值损失	-15	-15	-16	-17
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1,693	1,726	1,777	1,829
公允价值变动损益	5	0	0	0
资产处置收益	30	20	20	20
其他收益	120	122	125	131
营业利润	7,073	7,406	7,815	8,212
营业外收入	12	20	20	20
营业外支出	17	12	12	12
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	7,068	7,414	7,823	8,221
所得税	1,336	1,401	1,478	1,553
净利润	5,732	6,013	6,345	6,667
少数股东损益	497	522	551	578
归属母公司股东净利润	5,235	5,492	5,795	6,089
EPS(元)	0.81	0.85	0.89	0.94

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	4.23%	1.92%	3.17%	3.63%
营业利润增长率	4.74%	4.70%	5.52%	5.08%
归母净利润增长率	6.33%	4.90%	5.52%	5.08%
经营现金流增长率	-16.23%	17.39%	11.96%	2.13%
盈利能力				
毛利率	35.45%	36.33%	37.18%	37.66%
净利率	30.26%	31.15%	31.86%	32.30%
ROE	12.32%	11.99%	11.76%	11.51%
ROA	8.34%	8.28%	8.19%	8.09%
ROIC	15.30%	15.89%	15.58%	15.63%
估值倍数				
P/E	11.18	10.66	10.10	9.62
P/S	3.09	3.03	2.94	2.84
P/B	1.38	1.28	1.19	1.11
股息率	1.04%	3.75%	3.96%	4.16%
EV/EBITDA	6	6	5	5

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）。