

2025 年 06 月 08 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 06 日

收盘价 (元) 20.48
一年内最高/最低 (元) 24.94/17.93
总市值 (百万元) 51,228.36
流通市值 (百万元) 39,417.35
总股本 (百万股) 2,501.38
资产负债率 (%) 36.08
每股净资产 (元/股) 25.03

资料来源：聚源数据

招商港口 (001872.SZ)

——全球化港口投资平台，持续海外扩张增利添红

投资要点：

- **百年央企股东背景，收购+持股扩大港口资产管理规模。**招商港口的实际控制人为招商局集团。2017 年，公司收购招商局港口（0144.HK）并建设成招商局集团有限公司的港口业务板块总部，成为全球领先的港口开发、投资和营运商。公司核心业务包括港口装卸、保税物流及智慧科技，其中港口装卸业务 2024 年营收占比超 95%，是绝对的主营业务。除依靠传统经营外，公司通过收购股权和持股获取投资收益。2019–2024 年投资收益平均占利润总额的 67.23%。其中，对上港集团的投资是其重要收益来源。
- **以国内港口为主，全球港口网络持续拓展。**截至 2024 年底，公司已在全球 26 个国家和地区的 51 个港口建立投资网络，港口资产布局全球。国内港口资产遍布沿海五大港口群。国内港口业务贡献公司主要营收（2019–2024 年国内业务营收占总营收比重平均达 71.84%），奠定了稳固的业绩基础。公司海外业务体量相对较小，但提供重要业务增量。2019–2024 年，海外业务营收 CAGR 达 11.12%，高于公司整体水平（CAGR 为 5.88%）。公司海外资产布局主要集中于亚非拉新兴市场 and “一带一路”沿线，并通过收购 Terminal Link 实现全球多个国家地区的港口资产布局。2025 年，公司或将完成对巴西 Vast 石油码头的收购，进一步拓展南美业务，有望带来新的业绩增长点。
- **服务管理精益求精，国内外港口费率稳中有增。**公司通过聚焦商务管理、深化市场研究和创新服务产品，力促费率稳定并合理提升。大环境层面，国内港口收费改革持续推进，费率市场化进程有望加速，费率弹性有望增强。海外部分地区面临通胀压力，或根据当地 CPI 情况适度调高费率。展望未来，预计短期内国内外港口费率将稳中有增。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 48.13/51.75/56.04 亿元，同比增速分别为 6.57%/7.53%/8.27%，当前股价对应的 PE 分别为 10.64/9.90/9.14 倍。鉴于公司业务增量潜力较大，兼具约 4% 的股息率，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动风险；资产收购或不及预期；国际宏观贸易形势不及预期；地缘政治风险

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15,750	16,131	17,142	18,295	19,499
同比增长率 (%)	-2.96%	2.41%	6.27%	6.72%	6.58%
归母净利润（百万元）	3,572	4,516	4,813	5,175	5,604
同比增长率 (%)	7.02%	26.44%	6.57%	7.53%	8.27%
每股收益（元/股）	1.43	1.81	1.92	2.07	2.24
ROE (%)	6.07%	7.34%	7.47%	7.67%	7.91%
市盈率 (P/E)	14.34	11.34	10.64	9.90	9.14

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

招商港口背靠央企，作为全球领先的港口运营商，股权收购与资产全球化布局的经营模式成效显著。在公司全球资产布局持续扩张的背景下，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 48.13/51.75/56.04 亿元，同比增速分别为 6.57%/7.53%/8.27%，当前股价对应的 PE 分别为 10.64/9.90/9.14 倍。鉴于公司业务增量潜力较大，兼具不错的股息率，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 装卸业务：我们预计 2025–2027 年装卸业务营收分别同比 +6.35%/+6.82%/+6.67%，为 163.38/174.52/186.16 亿元。
- 2) 保税物流业务：我们预计 2025–2027 年保税物流业务营收同比 +5.00%/+5.00%/+5.00%，为 6.12/6.44/6.79 亿元。
- 3) 其他业务：我们预计 2025–2027 年其他业务营收同比 +3.00%/+3.00%/+3.00%，为 1.93/1.98/2.04 亿元。

投资逻辑要点

招商港口背靠央企，作为全球领先的港口运营商，股权收购与资产全球化布局的经营模式成效显著。在公司全球资产布局持续扩张的背景下，我们预计公司未来业绩增量可观，同时具有约 4% 的股息率。

核心风险提示

宏观经济波动风险；资产收购或不及预期；国际宏观贸易形势不及预期；地缘政治风险

内容目录

1. 百年央企股东背景助力打造国际化港口投资运营平台	6
1.1. 百年央企股东背景，收购+持股扩大投资规模	6
1.2. 全球港口业务与投资收益驱动的经营模式	7
2. 以国内港口为主，全球港口网络持续拓展	10
2.1. 公司港口资产布局全球	10
2.2. 国内港口资产遍布沿海五大港口群，奠定业绩基础	13
2.3. 海外港口持续布局，聚焦亚非拉新兴市场和一带一路	16
3. 服务管理精益求精，国内外港口费率稳中有增	18
4. 盈利预测与评级	19
4.1. 核心假设	19
4.2. 盈利预测和投资	20
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 招商港口股权结构与主要参控股公司情况 (截至 2025 年 1 月 24 日)	6
图表 2: 招商港口及相关公司发展历程	7
图表 3: 招商港口核心业务内容	8
图表 4: 2020 年以来, 公司归母净利润 (亿元) 持续增长	8
图表 5: 2019-2024 年, 投资收益占利润总额比例平均达 67.23%	8
图表 6: 2024 年公司营收增速由负转正, 装卸业务营收始终占绝对比重	9
图表 7: 公司毛利润整体呈现上升趋势, 装卸业务毛利始终占绝对比重	9
图表 8: 2018-2023 年招商港口平均资产负债率低于行业平均	9
图表 9: 2018-2023 年招商港口平均资本支出比率低于行业平均	9
图表 10: 2019 年以来, 公司三费总额较为稳定	10
图表 11: 招商港口全球港口资产明细	11
图表 12: 招商港口全球港口资产分布情况	12
图表 13: 2019-2024 年国内业务贡献公司主要营收	12
图表 14: 2021 年以来, 海外业务对毛利总额的贡献不断提高	12
图表 15: 集装箱吞吐量增量主要来源于内地码头	13
图表 16: 散杂货业务几乎全由内地码头包揽	13
图表 17: 招商港口国内港口资产分布情况	14
图表 18: 2019-2024 年上港集团贡献主要集装箱吞吐量	15
图表 19: 2022-2024 年宁波港贡献主要散杂货吞吐量	15
图表 20: 2019-2024 年深圳西部港区集装箱吞吐量占总吞吐量比重不断提升	15
图表 21: 招商港口海外港口资产收购历程	16
图表 22: 招商港口于 2019 年收购达飞旗下 10 个码头的分布情况	17
图表 23: 2019-2024 年招商港口海外集装箱吞吐量 (百万 TEU)	17
图表 24: 2019-2024 年招商港口海外散杂货吞吐量 (百万吨)	17
图表 25: 2020 年后, 招商港口斯里兰卡地区集装箱吞吐量 (万 TEU) 增长趋势稳定	18
图表 26: 2019-2024 年招商港口斯里兰卡地区散杂货吞吐量 (万吨) 整体呈现上升趋势	18
图表 27: 2018-2023 年招商港口部分海外港口资产所在国 CPI 变动情况 (2010 年 CPI=100)	19

图表 28: 招商港口估值模型核心假设	19
---------------------------	----

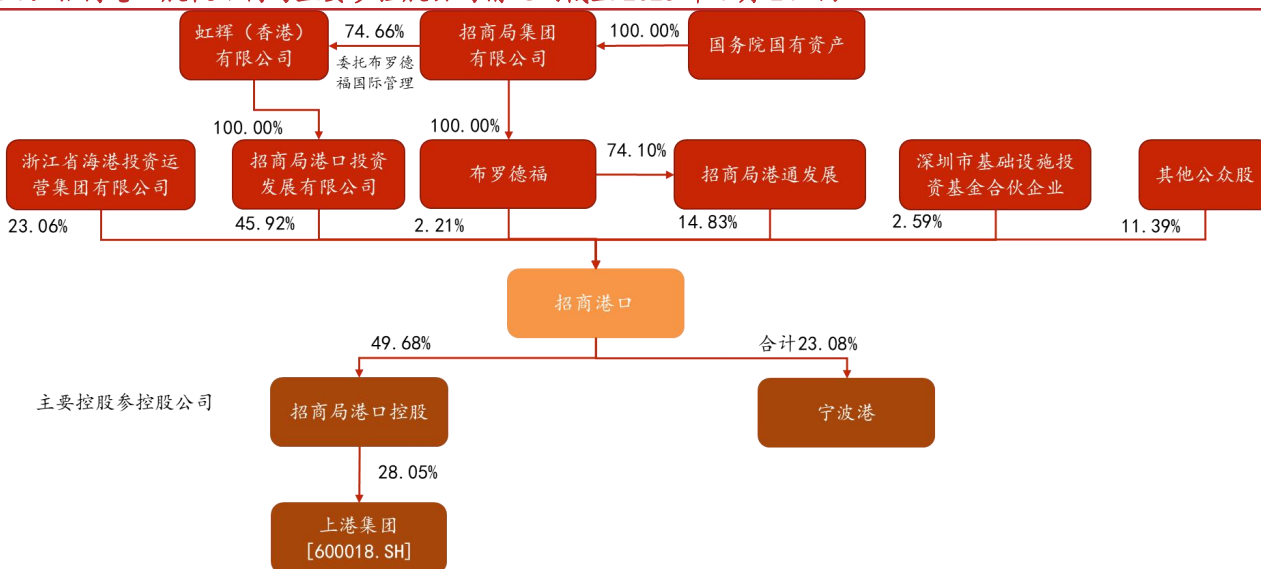
1. 百年央企股东背景助力打造国际化港口投资运营平台

1.1. 百年央企股东背景，收购+持股扩大投资管理规模

股权结构方面，招商港口的实际控制人为招商局集团。截至 2024 年 11 月 18 日，招商局集团的股份 100%被国务院国家资产监督管理委员会持有，招商港口的控股股东为布罗德福国际有限公司，而截至 2025 年 1 月 24 日，招商局集团通过 100%持股布罗德福国际，共计控制招商港口 62.96%的股权。

参控股情况方面，据公司 2024 年年报，公司的主要子公司为招商局港口控股有限公司（0144.HK），对公司净利润影响达 10%以上的参股公司包括上港集团和宁波舟山港。招商局港口的前身为招商局国际有限公司，是一家主要从事港口相关业务的香港投资控股公司，主要从事港口业务、保税物流业务及物业投资，实际控制人同为招商局集团。

图表 1：招商港口股权结构与主要参控股公司情况（截至 2025 年 1 月 24 日）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：若无特别说明，公司公告/官网指招商港口公司公告/官网，后同

公司通过子公司和自身不断收购和持股扩大投资管理规模。从 1993 年由深圳赤湾港务公司改组设立的股份有限公司，到 2017 年 11 月启动资产重组，收购招商局港口(0144.HK)，将其建设成为招商局集团有限公司的港口业务板块总部，公司从原来的深圳西部港区赤湾港运营商一跃成为全球领先的港口开发、投资和营运商。

图表 2：招商港口及相关公司发展历程

1993年	深圳赤湾港务公司改组设立股份有限公司，并于深圳证券交易所上市。
1999年	招商局国际收购蛇口集装箱码头有限公司32.5%的股权，成为其最大股东。
2000年	招商局国际通过系列收购间接持有凯丰码头20%的股权，收购并持有漳州招商局码头有限公司49%的股权。
2002年	招商局国际完成收购招商局货柜服务有限公司100%股权和招商港务（深圳）有限公司100%股权。签署开发蛇口集装箱码头二期股东协议，持有51%股权。
2005年	上海国际港务（集团）股份有限公司揭牌成立，招商局国际持股30%。
持续收购扩大投资管理规模	
2016年 8月	招商局国际有限公司正式更名为招商局港口控股有限公司。
2017年	吉布提码头开港运行，招商局港口成功收购汉班托塔港，控股汕头港，宣布收购巴西巴拉那瓜港90%的股权，实现全球五大洲的业务全覆盖。
2018年 12月	原深圳赤湾港航股份有限公司更名为招商局港口集团股份有限公司，证券简称由“深赤湾A”变更为“招商港口”。
2021年 7月	招商港口收购宁波舟山港股份有限公司23.08%股权。
2023年 9月	招商港口拟收购集发物流、大港集箱和营口港集团持有的招商局国际科技有限公司的合计43.08%股权。
2024年 6月	招商港口的控股子公司招商局港口完成印尼NPH项目51%股权交割，首度进入印尼市场。

资料来源：招商港口公司公告，招商港口公司官网，招商局港口公司公告，华源证券研究所

1.2. 全球港口业务与投资收益驱动的经营模式

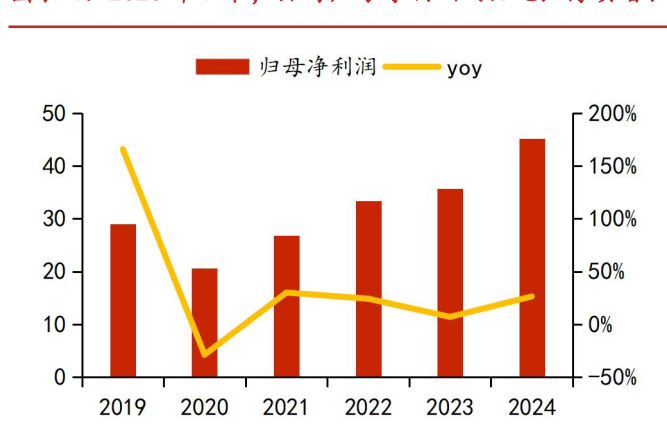
作为全球领先的港口投资、开发和运营商，公司聚焦港口主业和港口投资。公司的核心业务为港口投资、港口运营、港口物流和智慧科技。港口装卸收入是公司主要的营业收入和毛利来源：公司 2019 到 2024 年平均 95.58%的营业收入和平均 97.45%的毛利润来源于装卸业务。投资收益方面，2019–2024 年间，公司投资收益占利润总额比例平均达 67.23%，是公司利润的重要组成部分。投资收益主要形成于公司对联营企业和合营企业的投资，尤其是对上海港的投资。

图表 3：招商港口核心业务内容

业务	2024 年占营业收入比重	业务内容
港口装卸业务	95.24%	集装箱：为船公司提供靠泊及装卸船服务、为船公司及货主提供集装箱堆存服务、为拖车公司提供吊箱服务等；同时提供集装箱拆拼箱、租箱、修箱等业务。 散杂货：在港区内进行散杂货的装卸搬运以及堆场堆存作业。主要装卸货种为矿石、粮饲、油品、煤炭等。
保税物流业务	3.60%	为客户提供仓库/堆场租赁和装卸操作、报关、场站拆拼箱、多式联运、物流运输、仓储增值等服务。综合开发临港土地资源，提升土地价值。提高商业物业价值，为客户提供优质的物业租赁等相关服务。提供港口拖轮服务、理货业务、工程监理和管理业务，通过整合港口生态服务资源，推动港口物流价值链上下游的协同与合作，助力客户降本增效。
其他业务	1.16%	智慧科技：聚焦大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术的应用，推动“数智化”和“绿色化”升级，持续赋能港口的生产、管理、服务、生态等核心业务，智慧科技为港口企业发展注入新动能。

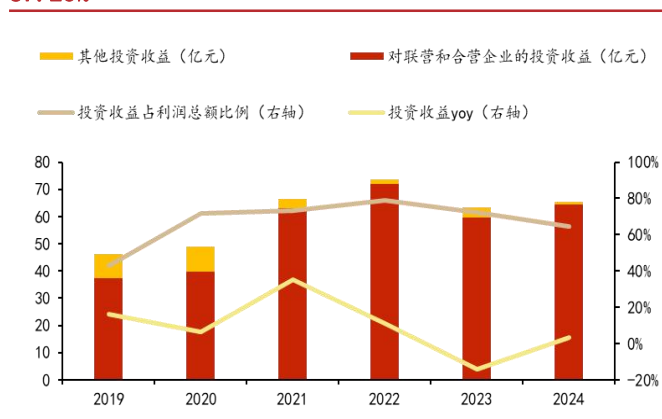
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：2020 年以来，公司归母净利润（亿元）持续增长



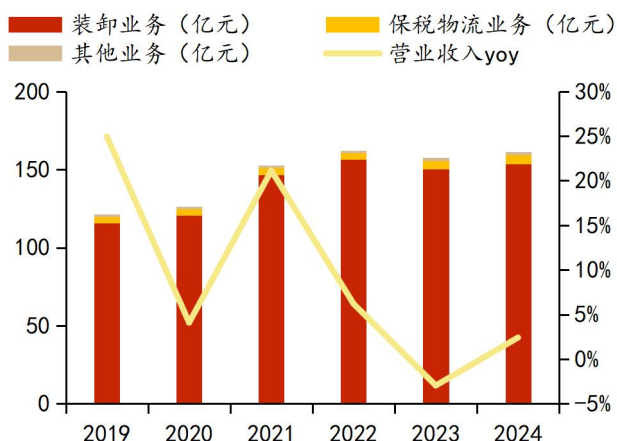
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：2019-2024 年，投资收益占利润总额比例平均达 67.23%



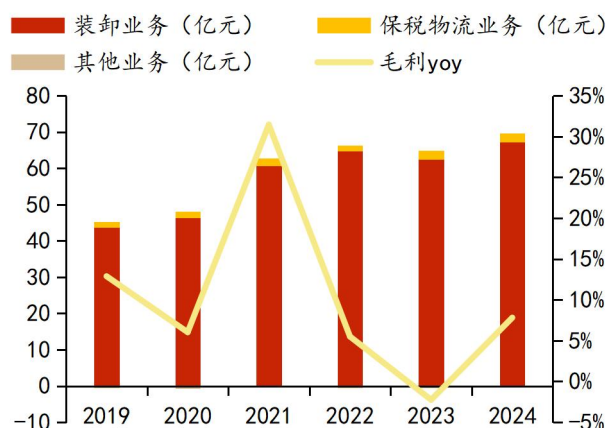
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：2024 年公司营收增速由负转正，装卸业务营收始终占绝对比重



资料来源：公司公告，华源证券研究所

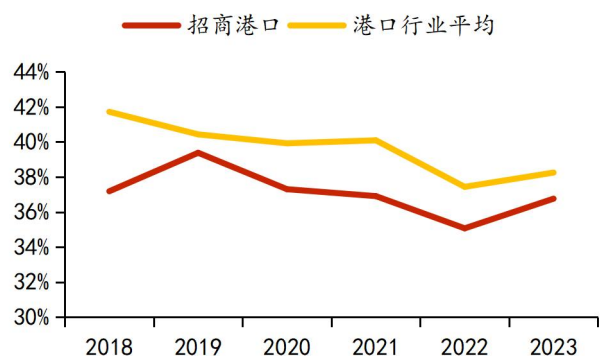
图表 7：公司毛利润整体呈现上升趋势，装卸业务毛利始终占绝对比重



资料来源：公司公告，华源证券研究所

不同于传统港口坐商固定资产的经营模式，公司的资本支出比率小于港口行业平均。传统港口通过前期大量资本支出以构建固定资产，换取后期吞吐量带来的流量变现。而对招商港口来说，除了依靠传统港口经营模式，还依赖于收购股权和持股换取的投资收益，或因此近年其资产负债率和以购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支出的现金与企业的经营性现金净流相比计算得出的资本支出比例均低于港口行业平均。从三费结构上看，招商港口资产布局广，管理规模大，其三费以财务费用和管理费用为主，2018 年到 2024 年分别平均占比为 48.93%和 45.82%。

图表 8：2018-2023 年招商港口平均资产负债率低于行业平均

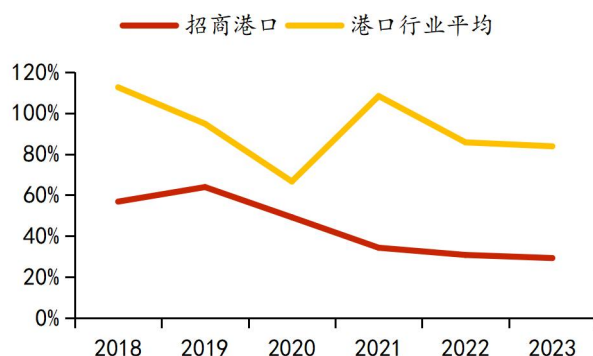


注：基于申万港口行业标的（不包括 B 股）数据。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：基于申万三级分类港口行业标的（不包括 B 股）数据

图表 9：2018-2023 年招商港口平均资本支出比率低于行业平均

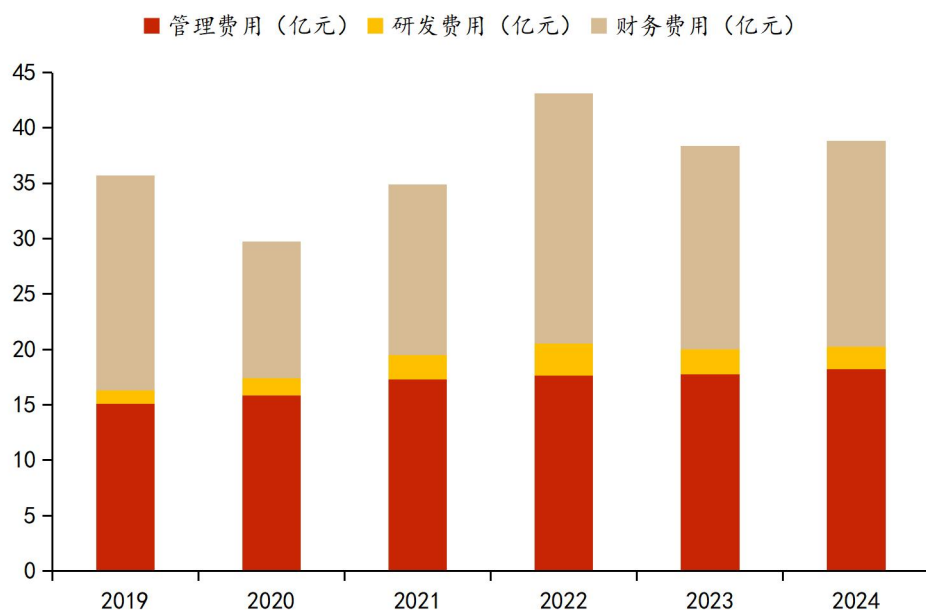


注：基于申万港口行业标的（不包括 B 股）数据。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：基于申万三级分类港口行业标的（不包括 B 股）数据

图表 10：2019 年以来，公司三费总额较为稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 以国内港口为主，全球港口网络持续拓展

2.1. 公司港口资产布局全球

公司港口资产布局全球。截至 2024 年 12 月 31 日，公司已于中国沿海主要枢纽港建立较为完善的港口网络群，并成功布局亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南美洲及北美洲的 26 个国家和地区的 51 个港口。

图表 11：招商港口全球港口资产明细

区域	参控股情况	公司
国内	控股	深圳西部港区
		顺德新港
		东莞麻涌
		珠江内河码头
	参股	上港集团
		宁波港
	参股	辽港集团
		QQCTU
		天津港集装箱码头
		莱州港务
		QQTU
		青岛董家口
	控股	汕头港
		漳州码头
		厦门湾港务
	控股	湛江港
	控股	招商货柜
	参股	MTL
	参股	高明码头
海外	控股	CICT
		HIPG
		TCP
		LCT
		NPH
		TICT
	参股	PDSA
		Kumport
		Terminal Link

资料来源：招商港口公司公告，华源证券研究所

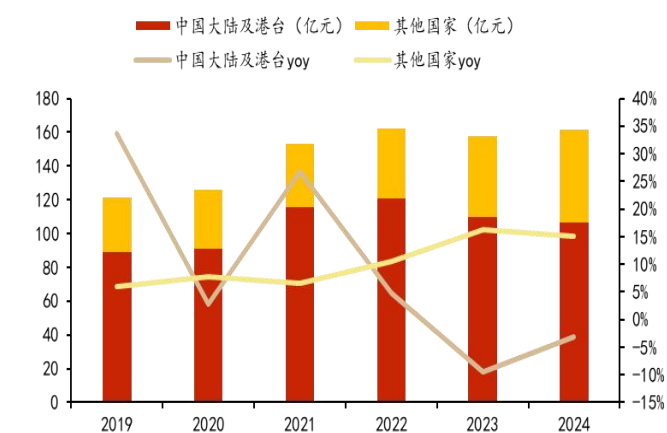
图表 12：招商港口全球港口资产分布情况



资料来源：公司公告，MapChart，华源证券研究所

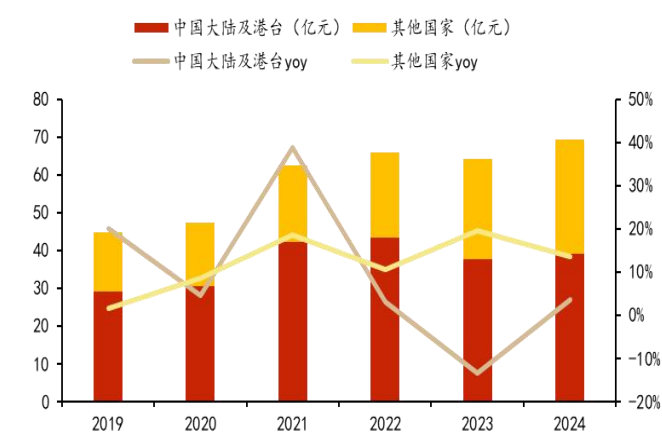
国内港口提供主要收入来源，奠定港口业务基础。2019 到 2024 年，公司营业收入平均 71.84% 来自于中国大陆及港台港口，毛利平均 62.84% 来自于中国大陆及港台，国内港口业务为公司奠定了重要的业绩基础。业务量上看，集装箱方面，内地码头吞吐量 2019 年到 2024 年平均占总吞吐量的 73.92%，CAGR 为 12.40%，吞吐量增长较为稳定；散杂货方面，内地码头 2019 年到 2024 年占总吞吐量的 99.06%，几乎可以代表公司整体散杂货港口业务情况，期间其 CAGR 为 21.00%，增速较高。

图表 13：2019-2024 年国内业务贡献公司主要营收



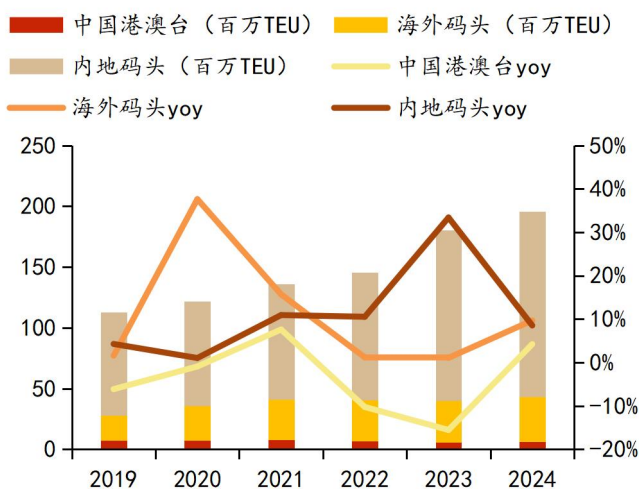
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 14：2021 年以来，海外业务对毛利总额的贡献不断提高



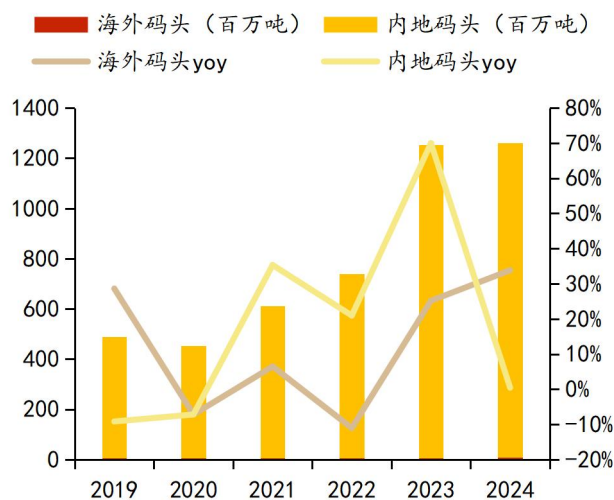
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 15：集装箱吞吐量增量主要来源于内地码头



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 16：散杂货业务几乎全由内地码头包揽



资料来源：公司公告，华源证券研究所

海外业务体量较国内业务较小，却是关键增量。2019 年到 2024 年，公司营业收入 CAGR 为 5.88%，毛利 CAGR 为 9.16%，而其中其他国家营业收入 CAGR 达 11.12%，毛利 CAGR 达 14.10%，均高于公司整体增速。吞吐量上看，2019 年到 2024 年，海外码头的集装箱吞吐量 CAGR 达 12.31%，为公司业绩增长提供重要支撑。

2.2. 国内港口资产遍布沿海五大港口群，奠定业绩基础

公司的国内港口资产遍布五大沿海港口群。其中，控股港口公司主要分布在珠三角港口群、东南沿海港口群和西南沿海港口群；参股港口公司主要分布在长三角港口群和环渤海港口群。广泛的港口资产分布有利于分散区域性风险带来的吞吐量波动，从而保证作为重要业绩来源的国内港口业务的稳定性。

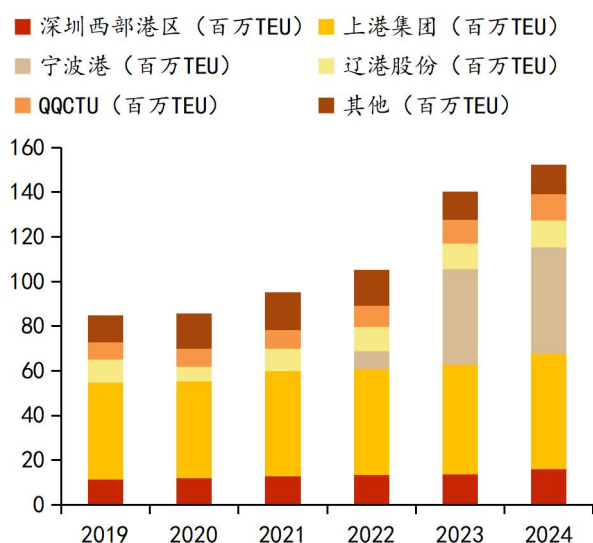
图表 17：招商港口国内港口资产分布情况



资料来源：中国政府网，公司公告，华源证券研究所

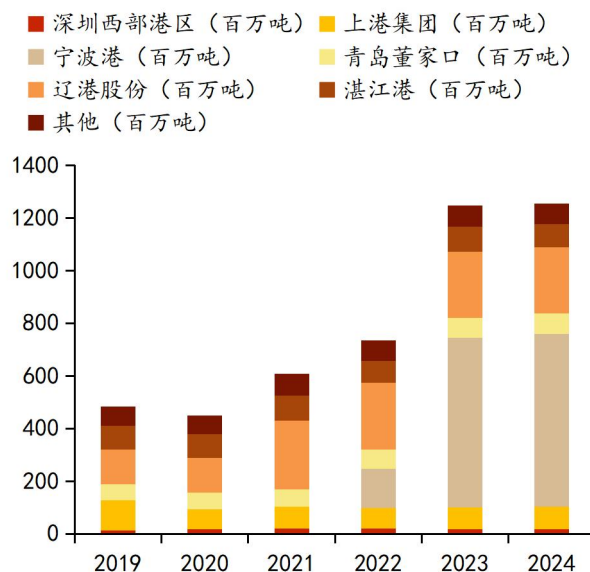
国内港口业务中，上港集团和宁波港提供集装箱和散杂货主要业务量。截至 2024 年 12 月 31 日，招商港口通过子公司招商局港口间接持有上港集团 28.05% 股权，并间接和直接持有宁波港 23.08% 股权（其业务量自 2022 年 10 月起纳入公司统计）。2024 年，上港集团和宁波港的集装箱吞吐量总和和散杂货吞吐量总和分别占公司集装箱吞吐总量的 65.10% 和散杂货吞吐总量的 59.29%。

图表 18：2019-2024 年上港集团贡献主要集装箱吞吐量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

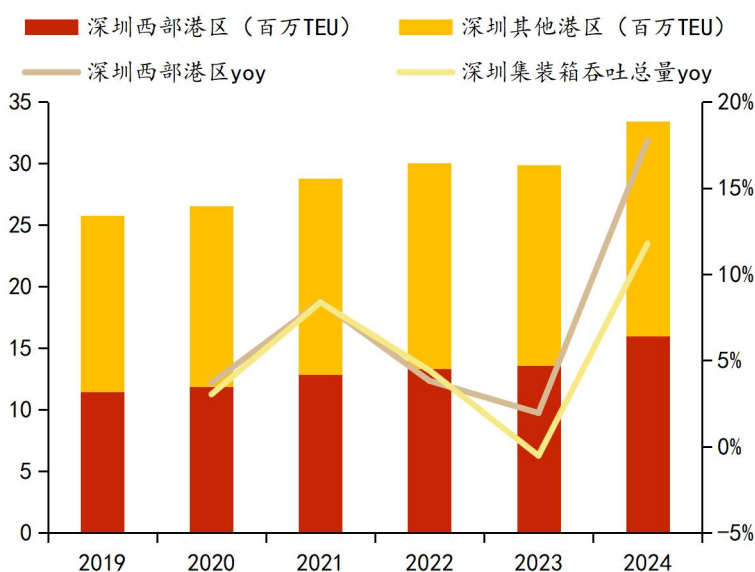
图表 19：2022-2024 年宁波港贡献主要散杂货吞吐量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

深圳西部港区母港地位不断提升。在母港建设方面，公司不断夯实母港基本盘，提高母港竞争力。根据中国港口网数据，2019 年到 2024 年，深圳西部港区集装箱吞吐量占深圳集装箱总吞吐量的比例平均为 45.20%，并且呈上升趋势。2024 年，深圳西部港区集装箱吞吐量超 1500 万 TEU，同比增速达 17.74%，远超深圳整体增速。外贸集装箱在深圳港外贸市场占有率突破 50%。

图表 20：2019-2024 年深圳西部港区集装箱吞吐量占总吞吐量比重不断提升



资料来源：公司公告，中国港口网，华源证券研究所

2.3. 海外港口持续布局，聚焦亚非拉新兴市场和一带一路

海外港口资产布局聚焦亚非拉新兴市场和一带一路沿线并不断扩展。2013 年，习近平总书记提出共建“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”。招商港口是践行国家“一带一路”倡议的重要实施主体，其此前收购的斯里兰卡科伦坡港地处 21 世纪海上丝绸之路关键节点，此后又于吉布提、斯里兰卡、印度尼西亚雅加达等海上丝绸之路沿线和对处于“中国—中亚—西亚经济走廊”重要节点的土耳其进行布局。分大洲来看，招商港口的港口资产主要处于亚洲和非洲，2025 年将在拉美洲进一步扩展业务。公司资产布局聚焦新兴市场，有助于公司抓住发展中国家经济高速发展带来的业务增长机会。

图表 21：招商港口海外港口资产收购历程

时间	港口资产	地区	事件
2011 年 8 月 -2012 年 1 月	CICT	亚洲-斯里兰卡	2011 年 8 月，以招商局国际牵头的财团就科伦坡港南码头项目签订为期 35 年的特许经营协议，经过收购于 2012 年 1 月持有 CICT85%的股权。
2012 年 8 月	LCT	非洲-多哥	招商局国际向 Terminal Investment Limited SA 集团收购多哥洛美港集装箱码头 50%股权。
2013 年 2 月	PDSA	非洲-吉布提	招商局国际向吉布提港口和自由贸易区管理局收购 Port de Djibouti S.A.23.5%股权。
2013 年 6 月	Terminal Link	欧洲-法国	招商局国际向达飞航运收购于全球 4 个洲、8 个国家经营、开发及投资的由 15 个集装箱及散杂货码头组成的港口网络的 Terminal Link SAS 49%股权。
2015 年 9 月	Kumport	欧洲-土耳其	招商局国际、中远太平洋有限公司、中投海外直接投资有限责任公司组成联合体完成收购土耳其 Kumport 码头 65%股权。
2017 年 7 月	HIPG	亚洲-斯里兰卡	招商局港口向 SLPA 收购相当于 HIPG85%股权，并签订为其 99 年的特许经营协议。
2018 年 2 月	TCP	南美洲-巴西	招商港口收购巴西巴拉那瓜港口项目（TCP）完成交割，标志着招商港口在海外的港口布局覆盖了全球五大洲。
2019 年 12 月	Terminal Link	欧洲-法国	由招商局港口出资，Terminal Link 收购达飞旗下 10 个码头股权，拓展了招商局港口在亚洲、欧洲、中东及加勒比等地区的投资机会。
2023 年 11 月 -2024 年 6 月	NPH	亚洲-印度尼西亚	招商局港口完成印尼 NPH 项目 51%股权交割，首度进入印尼市场。该公司运营了印度尼西亚雅加达港的两个码头以及泰国曼谷的一个集装箱码头。
2025 年 2 月	Vast	南美洲-巴西	招商局港口向 Prumo 及 API 收购 Vast 的 70%权益，购买价 4.48 亿美元，交割后，Vast 将成为招商局港口的间接附属公司。Vast 于巴西里约热内卢阿苏港经营陆上原油转运码头，是巴西唯一能接待 VLCC 的非巴西国家石油公司所营运的私人石油码头，该码头目前的平均日处理量为每天 56 万桶，许可容量为每天 120 万桶。

资料来源：招商港口公司公告，招商港口公司官网，招商局港口公司公告等，华源证券研究所

图表 22：招商港口于 2019 年收购达飞旗下 10 个码头的分布情况

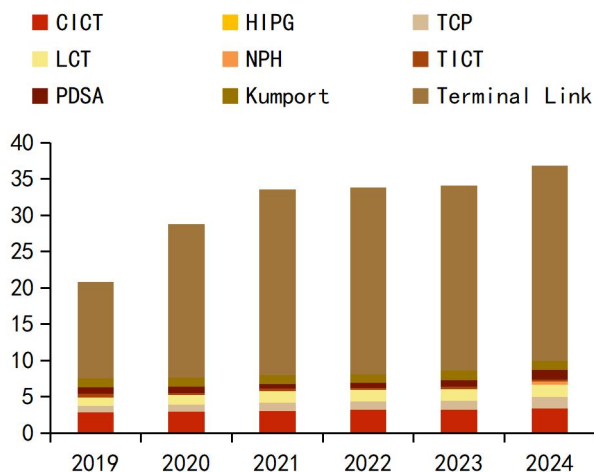


资料来源：深圳港口协会，华源证券研究所

PDSA 贡献主要海外散杂货吞吐量，Vast 有望带来新的业绩增长。吉布提港地处红海南部入口处，是埃塞俄比亚货物转运的重要港口。2021 和 2022 年，受区域政治经济形势影响，PDSA 吞吐量有所下降，但近两年受益于国际中转业务拓展和区域航线调整期，吞吐量出现大幅增长。2024 年散杂货吞吐量同比增长 14.11%，达 457.7 万吨，占公司海外散杂货吞吐总量的 49.46%；集装箱吞吐量同比增长 47.91%。此外，2025 年 2 月，公司公布将收购 Vast 70% 的权益。Vast 作为巴西唯一能接待 VLCC 的非巴西国家石油公司所营运的私人石油码头，或为公司带来重要散杂货吞吐量增量。

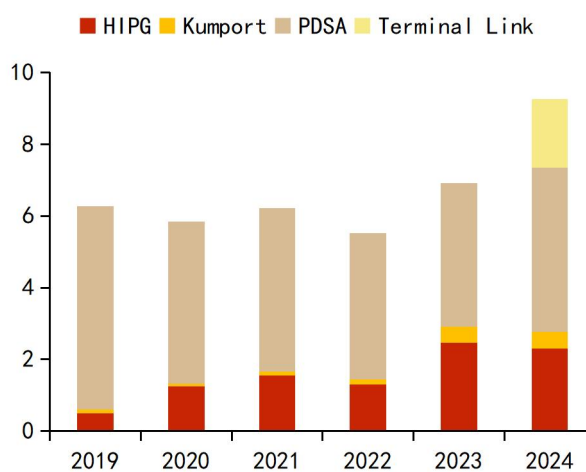
Terminal Link 支撑海外集装箱吞吐量，NPH 带来新的业绩增量。公司通过收购 Terminal Link 实现全球多个国家地区的港口资产布局，并成功抓住全球业务增长机遇实现业务量的提升。2024 年，Terminal Link 集装箱吞吐量为 2689.30 万 TEU，占公司海外码头集装箱吞吐量的 71.98%。此外，2024 年 7 月，公司将 NPH 业务量纳入统计，其于 2024 年为公司带来 41.7 万 TEU 的集装箱吞吐量增量。

图表 23：2019-2024 年招商港口海外集装箱吞吐量（百万 TEU）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

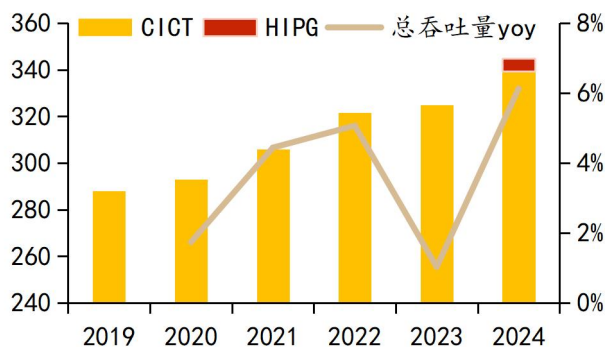
图表 24：2019-2024 年招商港口海外散杂货吞吐量（百万吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

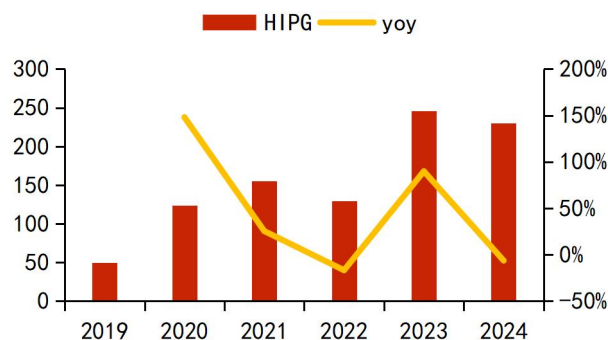
公司积极推动海外斯里兰卡母港建设。公司致力于将 CICT 打造成国际集装箱枢纽港、HIPG 打造成区域综合性大港，不断深化两港与船公司的合作，发挥港区联动优势。目前，CICT 实现箱量与利润双增长，HIPG 散杂货吞吐量整体呈现上涨趋势，并于 2024 年开启了集装箱业务，经营指标稳步向好。

图表 25：2020 年后，招商港口斯里兰卡地区集装箱吞吐量（万 TEU）增长趋势稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 26：2019-2024 年招商港口斯里兰卡地区散杂货吞吐量（万吨）整体呈现上升趋势



资料来源：公司公告，华源证券研究所

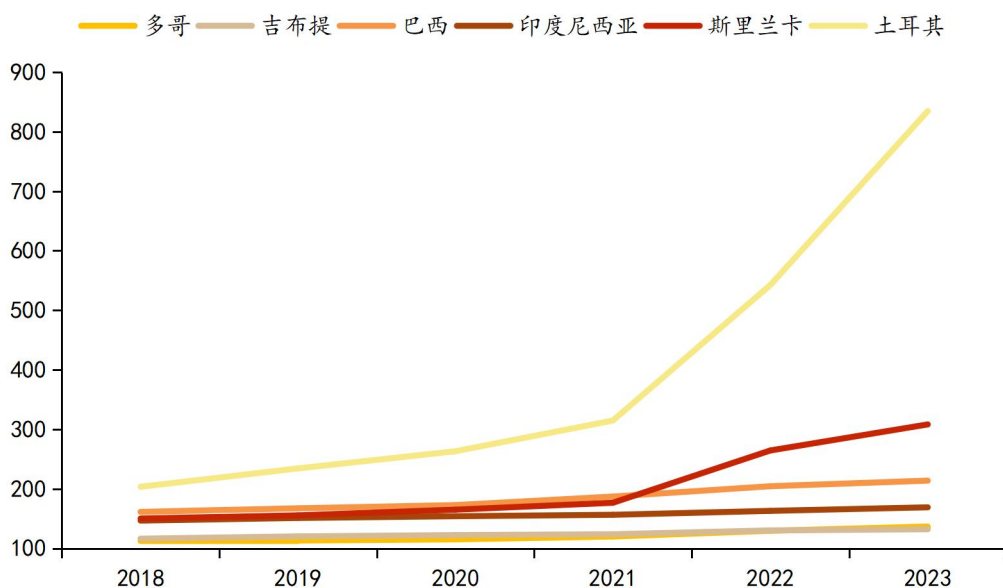
3. 服务管理精益求精，国内外港口费率稳中有增

服务管理精益求精，国内外港口费率稳中有增。相比国际海运价格频繁波动，招商港口聚焦商务管理、夯实市场研究、创新服务产品，力促费率稳定并合理调增。2022 年，公司旗下国内港口经历了较高幅度的费率提升。2023 年，海外港口受本地通胀等因素影响，费率稳中有升。受益于国内主控码头和海外码头的有力拉动，招商港口顶住海运价格回落压力，巩固先前费率提升成果，港口费率进一步提升。

2025 年，根据公司 2025 年 4 月披露的投资者调研公告，预计国内港口费率提升约 3%。我国港口各项收费计费办法多采取政府定价或政府指导的办法，同时政府在对《港口收费计费办法》的修订中，持续合并减少收费项目，加快港口费率市场化进程，费率弹性有望提升。

2025 年，根据公司 2025 年 4 月披露的投资者调研公告，预计海外港口费率维持 3-4% 增长，部分港口按当地 CPI 提升费率。当前国际经济贸易形势复杂多变，市场具有较大不确定性，但招商港口秉持“客户为尊”的商务理念，为客户打造互利互惠的定制化方案。考虑招商港口部分海外港口资产所在国家的 CPI 变动情况，大部分国家 2018 到 2023 年 CPI 的复合增长率在 2.5% 到 6.0% 之间，其中，巴西受到本国南部 2024 年 4 月 29 日开始的暴雨灾害导致食品、能源价格上涨的影响，2024 年 CPI 有所回升，同比上涨 4.37%。由于通胀会加大港口运营的成本压力，预计部分港口运营商会根据当地 CPI 适当调高费率水平以保证利润空间。

图表 27：2018-2023 年招商港口部分海外港口资产所在国 CPI 变动情况（2010 年 CPI=100）



资料来源：世界银行，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 核心假设

1) 装卸业务：我们预计 2025-2027 年装卸业务营收分别同比+6.35%/+6.82%/+6.67%，为 163.38/174.52/186.16 亿元。

2) 保税物流业务：我们预计 2025-2027 年保税物流业务营收同比+5%/+5%/+5%，为 6.12/6.44/6.79 亿元。

3) 其他业务：我们预计 2025-2027 年其他业务营收同比+3.00%/+3.00%/+3.00%，为 1.93/1.98/2.04 亿元。

图表 28：招商港口估值模型核心假设

亿元	2025E	2026E	2027E
营业收入	171.42	182.95	194.99
Yoy	6.27%	6.72%	6.58%
装卸业务	163.38	174.52	186.16
Yoy	6.35%	6.82%	6.67%
保税物流业务	6.12	6.44	6.79
Yoy	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	1.93	1.98	2.04
Yoy	3.00%	3.00%	3.00%
归母净利润	48.13	51.75	56.04
Yoy	6.57%	7.53%	8.27%

资料来源：ifind，华源证券研究所

4.2. 盈利预测和投资

招商港口背靠央企，作为全球领先的港口运营商，股权收购与资产全球化布局的经营模式成效显著。在公司全球资产布局持续扩张的背景下，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 48.13/51.75/56.04 亿元，同比增速分别为 6.57%/7.53%/8.27%，当前股价对应的 PE 分别为 10.64/9.90/9.14 倍。鉴于公司业务增量潜力较大，兼具不错的股息率，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1) 宏观经济波动风险：全球宏观经济增速预期下调，或导致腹地经济增速放缓，可能直接削弱港口吞吐量。

2) 资产收购或不及预期：公司海外资产收购仍在推进，若资产收购推进不及预期，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) 地缘政治风险：海外港口资产涉及土地交易和特许经营权等，可能因地缘政治而影响海外港口资产交易和运营。

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	16,630	17,035	18,003	19,337
应收票据及账款	1,464	1,555	1,660	1,769
预付账款	59	63	67	72
其他应收款	1,166	1,240	1,323	1,410
存货	270	282	295	306
其他流动资产	5,972	5,990	6,010	6,032
流动资产总计	25,561	26,165	27,359	28,926
长期股权投资	100,018	107,345	115,083	123,037
固定资产	39,647	39,053	38,980	39,407
在建工程	3,311	3,407	2,904	1,800
无形资产	17,335	16,682	16,122	15,524
长期待摊费用	940	864	786	706
其他非流动资产	14,705	14,774	14,742	14,742
非流动资产合计	175,956	182,126	188,617	195,216
资产总计	201,518	208,291	215,976	224,142
短期借款	12,791	12,491	12,191	11,891
应付票据及账款	787	783	819	849
其他流动负债	18,668	18,809	19,254	19,516
流动负债合计	32,247	32,083	32,264	32,256
长期借款	30,845	30,245	29,645	29,045
其他非流动负债	10,267	10,267	10,267	10,267
非流动负债合计	41,113	40,513	39,913	39,313
负债合计	73,359	72,596	72,177	71,568
股本	2,501	2,501	2,501	2,501
资本公积	37,363	37,363	37,363	37,363
留存收益	21,638	24,526	27,632	30,994
归属母公司权益	61,503	64,391	67,496	70,858
少数股东权益	66,656	71,305	76,303	81,716
股东权益合计	128,158	135,695	143,799	152,574
负债和股东权益合计	201,518	208,291	215,976	224,142

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	8,879	2,858	3,345	3,998
折旧与摊销	3,086	3,178	3,266	3,375
财务费用	1,857	1,779	1,726	1,667
投资损失	-6,547	-7,050	-7,460	-7,677
营运资金变动	581	-63	256	59
其他经营现金流	-24	7,258	7,668	7,885
经营性现金净流量	7,832	7,960	8,801	9,306
投资性现金净流量	478	-2,951	-3,135	-3,163
筹资性现金净流量	-7,906	-4,604	-4,697	-4,808
现金流量净额	315	404	969	1,334

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,131	17,142	18,295	19,499
营业成本	9,196	9,618	10,064	10,423
税金及附加	332	330	364	388
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,822	1,911	2,056	2,189
研发费用	202	214	229	244
财务费用	1,857	1,779	1,726	1,667
资产减值损失	-9	-36	-44	-27
信用减值损失	273	32	34	36
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	6,547	7,050	7,460	7,677
公允价值变动损益	390	300	150	150
资产处置收益	34	35	35	35
其他收益	185	205	205	205
营业利润	10,143	10,877	11,696	12,664
营业外收入	59	73	73	73
营业外支出	70	70	70	70
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	10,131	10,880	11,699	12,667
所得税	1,253	1,418	1,524	1,651
净利润	8,879	9,462	10,174	11,016
少数股东损益	4,362	4,649	4,999	5,412
归属母公司股东净利润	4,516	4,813	5,175	5,604
EPS(元)	1.81	1.92	2.07	2.24

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	2.41%	6.27%	6.72%	6.58%
营业利润增长率	15.14%	7.24%	7.53%	8.28%
归母净利润增长率	26.44%	6.57%	7.53%	8.27%
经营现金流增长率	22.43%	1.63%	10.57%	5.74%
盈利能力				
毛利率	42.99%	43.89%	44.99%	46.55%
净利率	55.04%	55.20%	55.61%	56.50%
ROE	7.34%	7.47%	7.67%	7.91%
ROA	2.24%	2.31%	2.40%	2.50%
估值倍数				
P/E	11.34	10.64	9.90	9.14
P/S	3.18	2.99	2.80	2.63
P/B	0.83	0.80	0.76	0.72
股息率	0.00%	3.76%	4.04%	4.38%
EV/EBITDA	9	9	9	9

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）。