



港股研究 | 公司深度 | 海丰国际 (1308.HK)

海陆一体，时和岁丰

报告要点

海丰国际是专注于亚洲区域内集运市场的龙头。亚洲内集运需求过去几年增速高于行业。其中，日韩航线成熟稳定；东南亚市场是增量，有望持续受益于产业转移和区域内贸易增长。亚洲内市场主流船型为 3,000TEU 的支线船，这个市场的玩家以服务差异化主导而不是拼规模，因此在手订单较低，2025-2026 年运力增速预计为 0.6%和-3.0%。此外，联盟重组及后续 301 调查若落地，将进一步提振支线船需求。长期看，公司业绩穿越周期，核心竞争力为：1) 高频高密度的海陆一体运营模式；2) 低成本策略，且公司注重股东回报。首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468

海陆一体，时和岁丰

引言：掘金东南亚

2025 年，在关税不确定下，我们注意到市场不断上调海丰国际今年的预期。因此我们在本篇报告着重回答 2 个问题：1) 亚洲区域内集运是否是个好市场？2) 海丰国际是否是家好公司？

海丰国际：专注于亚洲区域内集运市场

海丰国际是一家专注于亚洲区域内集运市场的龙头。区别于其他公司，海丰国际提供的是一站式综合航运物流服务。公司实控人为杨绍鹏，通过一项家族信托拥有公司 41.25% 股权。公司高管团队航运业经验丰富，是一支专业的管理团队，主要体现在：1) 核心成员均伴随公司成长超过 20 年；2) 从业年限基本都在 30 年以上，意味着至少经历了 2-3 轮完整的集运周期。

亚洲区域内市场需求：长期受益于产业转移

亚洲区域内集运市场指的是，中国、日韩和东南亚三个国家/地区间的集装箱海运市场。从集装箱海运量规模看，这个市场过去几年一直保持超过行业的增速，而且是全球需求最大的单一市场（2024 年占全球运量约 31%）。其中，中国-东北亚市场相对成熟，主要体现在：1) 运量相对稳定；2) 运价波动小。中国-东南亚市场是体量最大、增速最快的细分市场（占亚洲区域间运量接近 44%）。2018 年中美贸易摩擦后，中国与东南亚间贸易份额从 2018 年 13% 提升至 16%。在中美经贸加速脱钩背景下，产业链的延伸将持续利好亚洲区域内集运运量。

亚洲区域内市场供给：以服务差异化主导，多重催化收紧运力

亚洲区域内的集装箱船主要以 3,000TEU 以下的支线船为主（占比约 72%），主要在于：1) 亚洲内航程较短，特点是“短平快”；2) 港口设施参差不齐，小船的适用性更强。亚洲内市场形成了远洋和近洋船公司同时参与的两类竞争特征：1) 远洋船公司部署运力规模较大，但主要服务远洋航线的支线段运输；海丰国际等近洋船公司则主要服务于区域内的本土需求。展望未来，集装箱船队现有运力和在手订单存在结构性差异，支线船供给压力较小，2025-2026 年增速预计为 0.6% 和 -3.0%。此外，联盟重组及后续 301 法案若落地，将进一步提振支线船需求。

α 的根源：海陆一体，低成本策略

海丰国际上市以来表现出较强韧性，尤其是在 2016 年行业承压期。我们认为公司核心竞争力为：1) 高频率高密度的海陆一体运营模式；2) 低成本策略。区别于使用中枢+辐射模式的远洋集运公司和依赖于远洋的支线集运公司，海丰国际在亚洲区域内提供多班次的短途服务；并且整合了陆上物流服务，海陆一体的差异化服务，增加客户粘性的同时也能提高溢价。另一方面，公司运营船队 118 艘，其中自有船队 104 艘，平均船型为 1,500-1,600TEU，统一船型的优势在于：1) 方便维护管理；2) 灵活调配互换；3) 适用性强。更重要的是，公司择时能力强，通常在低迷的行业形势下逆势扩张，为公司奠定长期成本优势。此外，公司长期注重股东回报，近年来股利支付率维持在 70% 以上，是海运行业为数不多的价值典范。

投资建议

预计 2025-2027 年公司净利润为 10.94、8.76 和 8.24 亿美元，对应 PE 为 8.9、11.1、11.8 倍。按 70% 分红比例计算，对应股息率为 7.9%、6.3%、6.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、红海事件解除；
- 2、支线船新造船订单大幅增加；
- 3、贸易摩擦加剧；
- 4、远洋航线景气度大幅回落；
- 5、盈利假设不成立或不及预期。

公司基础数据

当前股价 (HKD)	25.80
------------	-------

注：股价为 2025 年 6 月 10 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：掘金东南亚	6
海丰国际：专注于亚洲区域内集运市场	7
亚洲区内集运市场：长期受益于产业转移	8
日韩航线为基石，东南亚是增量市场	9
以服务竞争为主导，多重催化收紧运力需求	11
α 的根源：海陆一体，低成本策略	16
高频高密度网络+海陆一体	16
低成本策略，强择时能力	18
价值典范	20
投资建议	21
风险提示	22

图表目录

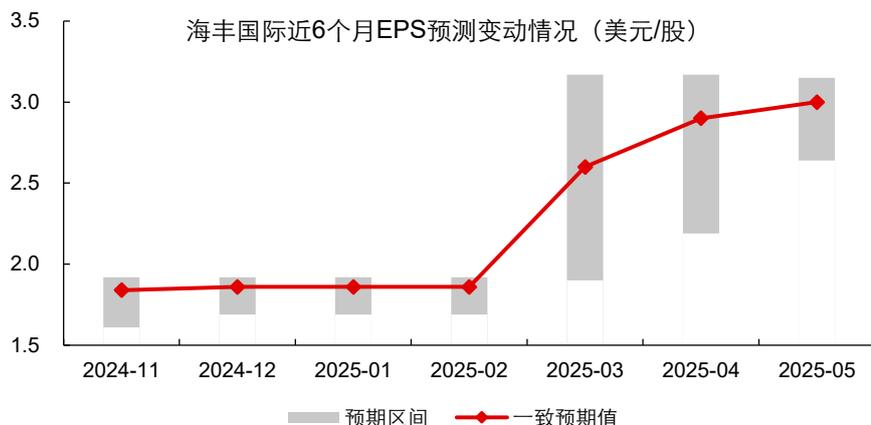
图 1：海丰国际近 6 个月市场一致预期变化情况	6
图 2：报告逻辑框架图	6
图 3：海丰国际营业收入及增速	7
图 4：海丰国际归属净利润及增速	7
图 5：海丰国际营业收入分地区结构	7
图 6：海丰国际集装箱航线网络	7
图 7：海丰国际股权结构图（截止 2024 年报）	8
图 8：集装箱海运市场结构（2024 年）	9
图 9：亚洲区域内需求增速较快	9
图 10：亚洲区内集装箱海运市场规模和增速	9
图 11：亚洲区内集装箱海运市场规模	9
图 12：中日航线集装箱海运量规模趋于稳定	10
图 13：中日航线运价波动较小	10
图 14：中国-东南亚是亚洲区域内需求规模最大的细分市场	10
图 15：东南亚航线的运价具有一定波动性	10
图 16：美国通过东南亚/北美进口的中国产成品增加	11
图 17：中国与东南亚贸易份额持续提升	11
图 18：东南亚部分产业对美集装箱出口量已具备一定规模	11
图 19：2018 年后东南亚主要货物对美集装箱出口量增速较快	11
图 20：2010 年后远洋船东通过船舶大型化竞争	12
图 21：当前远洋船东的竞争更多基于环保和低碳	12
图 22：亚洲区内集运市场运力配置结构（单位：千 TEU）	12
图 23：亚洲区内集运市场运力配置结构	12
图 24：亚洲区内市场参与者总运力规模（TEU）	13
图 25：亚洲区内市场参与者单船运力规模（TEU）	13

图 26: 全球集装箱船运力结构.....	13
图 27: 集装箱船队船龄结构.....	13
图 28: 3000TEU 以下集装箱船在手订单占比较低.....	14
图 29: 3000TEU 以下集装箱船的运力增速低于全行业.....	14
图 30: “双子座” 联盟枢纽+辐射的中转模式将提振支线船需求.....	14
图 31: 马士基今年年初租船需求显著增加.....	14
图 32: 赫伯罗特今年年初租船需求显著增加.....	14
图 33: 301 法案对于中资船东美线额外成本测算.....	15
图 34: 301 法案对海外船东美线额外成本测算.....	15
图 35: 2015-2017 年集运上市公司盈利 (单位: 亿人民币).....	16
图 36: 海丰国际净利结构 (单位: 百万美元).....	16
图 37: 海丰国际贸易航线结构 (条).....	17
图 38: 海丰国际覆盖港口情况 (个).....	17
图 39: 海丰国际每周靠港次数.....	17
图 40: 海丰国际每个港口每周平均挂靠次数.....	17
图 41: 海丰国际单位运力周转次数较高.....	17
图 42: 海丰国际单箱毛利更具韧性.....	17
图 43: 海丰国际分业务净利率.....	18
图 44: 海丰国际堆场和仓库面积.....	18
图 45: 马士基不断扩大物流业务规模.....	18
图 46: 物流业务盈利能力相对稳定.....	18
图 47: 海丰国际总运力 (TEU).....	19
图 48: 海丰国际船舶数量.....	19
图 49: 海丰国际船舶平均船龄 (年).....	19
图 50: 海丰国际资产负债率持续下降.....	19
图 51: 海丰国际造船时间点选择.....	20
图 52: 海丰国际节能环保型运力占比高于行业 (按 TEU).....	20
图 53: 海丰国际市值波动归因.....	20
图 54: 海丰国际历史分红和股利支付率.....	20
表 1: 海丰国际高管团队从业经验丰富.....	8
表 2: 美国针对中国造船、海事及物流行业 301 调查港口费拟议措施.....	15
表 3: 海丰国际自有船队结构.....	19
表 4: 海丰国际盈利预测.....	21
表 5: 公司收入和利润敏感性分析.....	22

引言：掘金东南亚

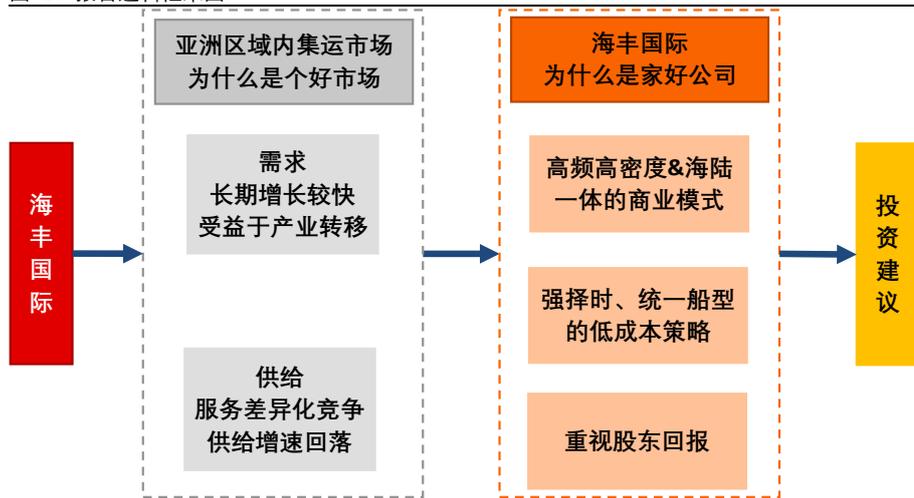
2025 年，对于海运板块，特别是集装箱海运板块，以特朗普关税 2.0 为主的外部不确定性是影响板块业绩的最核心变量之一。但在这样的外部环境下，我们注意到市场不断上调海丰国际今年的预期。除了东南亚集运市场目前的景气度外，我们同时也想了解海丰国际自身是否有区别于市场的 α 。因此我们在本篇报告着重回答 2 个问题：1) 亚洲区域内集运市场是否是个好市场？ 2) 海丰国际是否是家好公司？

图 1：海丰国际近 6 个月市场一致预期变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：报告逻辑框架图



资料来源：长江证券研究所

海丰国际：专注于亚洲区域内集运市场

亚洲区域内集运市场指的是，中国、日韩和东南亚三个国家/地区间的集装箱海运市场。海丰国际成立于 1991 年，其前身山东国际货运代理公司成立之初主要从事货运代理业务。1992 年，公司将其业务拓展至东北亚市场提供集装箱航运服务。2004 年开始将集运航线网络扩大至东南亚。目前，公司成为专注于亚洲区域内集运市场的龙头公司。

图 3：海丰国际营业收入及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

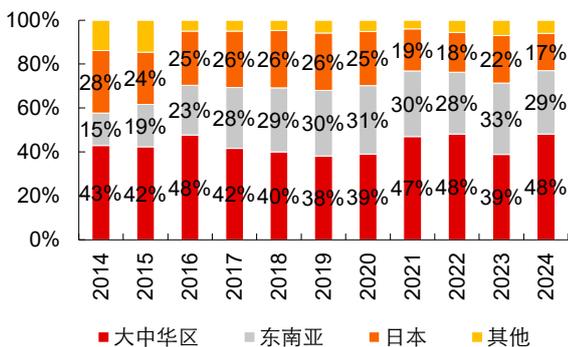
图 4：海丰国际归属净利润及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

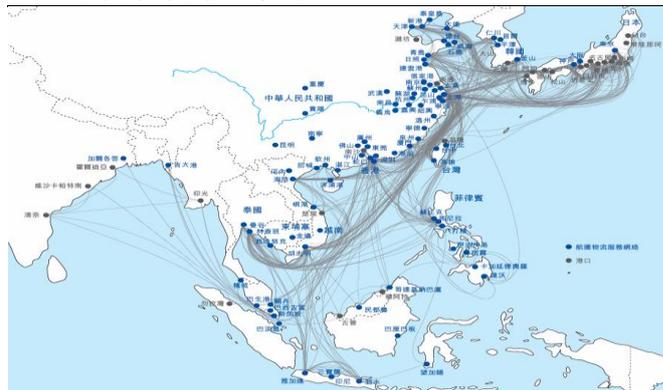
海丰国际提供的服务涵盖综合航运物流服务，包括集装箱海运服务，以及货运代理、堆场、仓储服务和船舶代理等航运物流服务。截止 2024 年，公司经营航线服务 78 条（包括 16 条联营航线服务和 24 条舱位互换航线服务），航线服务覆盖中国、日本、韩国和东南亚等国家和地区共计 81 个港口。此外，公司也经营（含合资经营）约 208 万平方米堆场和 15.3 万平方米仓库。

图 5：海丰国际营业收入分地区结构



资料来源：公司公告，长江证券研究所

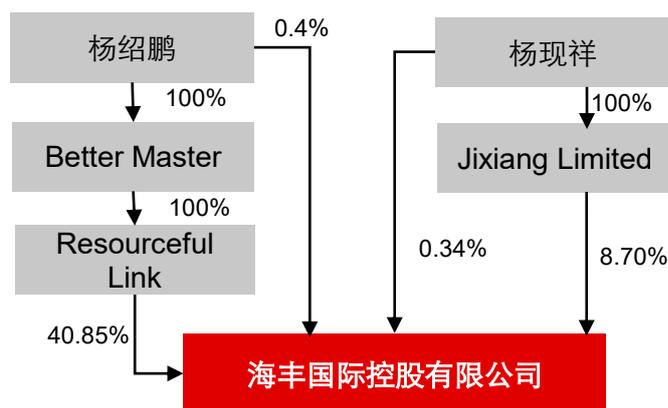
图 6：海丰国际集装箱航线网络



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司前董事（现为名誉董事）杨绍鹏通过一项家族信托控制并持有 Better Master 及 Resourceful Link 的 100% 股权，拥有公司 41.25% 的股权，为本公司实控人。公司的高管团队航运业经验丰富，是一支专业的管理团队，主要体现在：1) 核心成员基本都是从上世纪 90 年代便加入公司，伴随着公司成长超过 20 年；2) 核心成员航运业从业年限基本都在近 30 年以上，意味着至少经历了 2-3 轮完整的集运周期。

图 7：海丰国际股权结构图（截止 2024 年报）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 1：海丰国际高管团队从业经验丰富

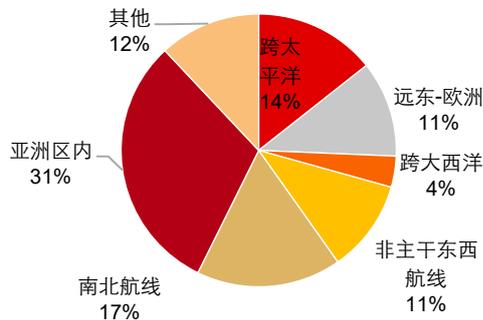
姓名	职务	入职时间	航运业从业年限
杨绍鹏	名誉主席	2024-03-07	44
杨现祥	董事会主席	2024-03-07	39
薛明元	首席执行官	2024-03-07	30+
刘克诚	财务总监，部门总经理	2013-05-03	29
薛鹏	公司秘书、部门总经理	2019-10-18	29

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

亚洲区内集运市场：长期受益于产业转移

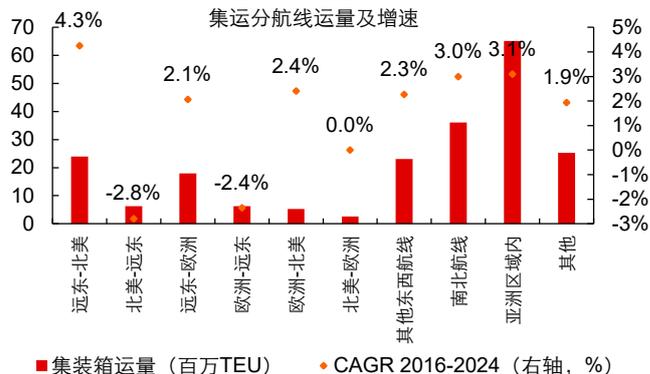
亚洲区域内集运市场指的是，中国、日韩和东南亚三个国家/地区间的集装箱海运市场。得益于区域间贸易活跃，从集装箱海运量看，亚洲区域内集运过去 10 年的需求增速高于行业平均水平，并且是全球需求最大的单一市场。2024 年，亚洲区域内集装箱海运量达到 6,520 万 TEU，占全球份额约 31%。

图 8：集装箱海运市场结构（2024 年）



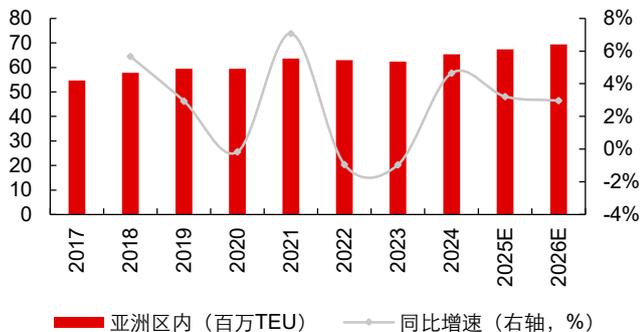
资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 9：亚洲区域内需求增速较快



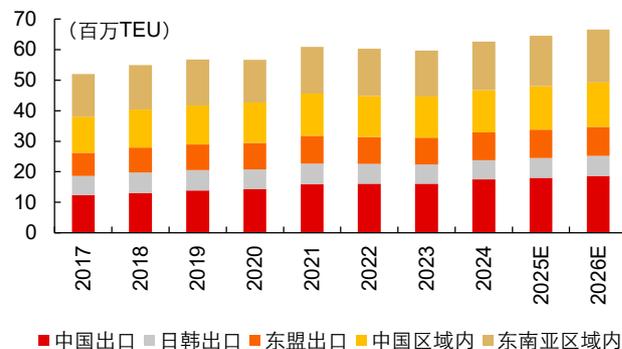
资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 10：亚洲区内集装箱海运市场规模和增速



资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

图 11：亚洲区内集装箱海运市场规模

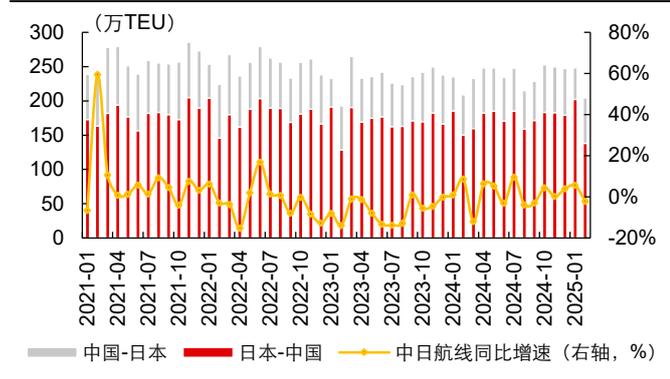


资料来源：Clarksons, 长江证券研究所

日韩航线为基石，东南亚是增量市场

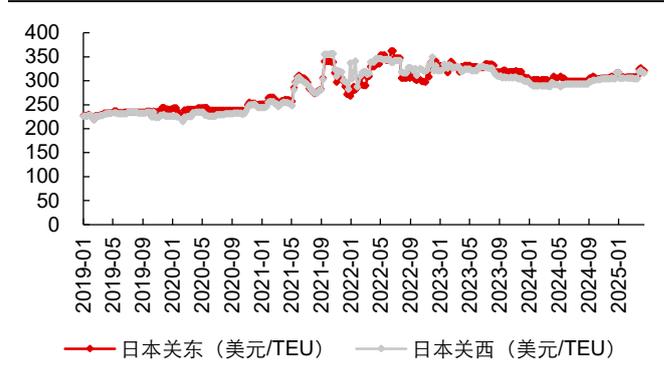
东北亚是相对成熟的市场。以中日航线为例，过去五年集装箱运量整体保持稳定。同时，东北亚航线竞争格局较好，体现为集运运价波动性小。以中韩集运市场为例，公司为黄海协议（包括中国及韩国承运人）成员，该协会不定期对中韩集运市场发展举行会议商讨。尽管讨论结果对成员不具备约束力，但成员一般遵守协会指引。海丰国际的集装箱海运业务发轫于日韩航线，并于 2008 年成为中日航线市占率第一的公司。

图 12: 中日航线集装箱海运量规模趋于稳定



资料来源: 日本海事, 长江证券研究所

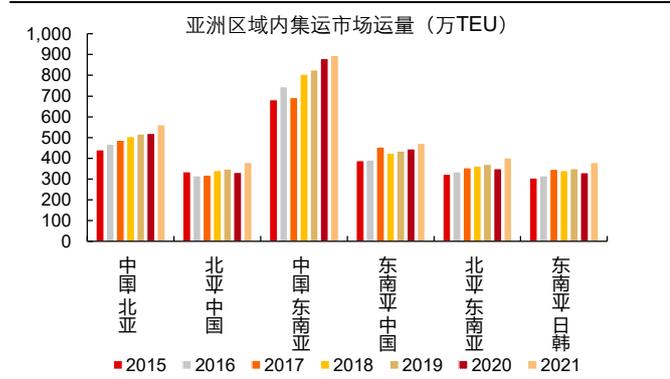
图 13: 中日航线运价波动较小



资料来源: Wind, 长江证券研究所

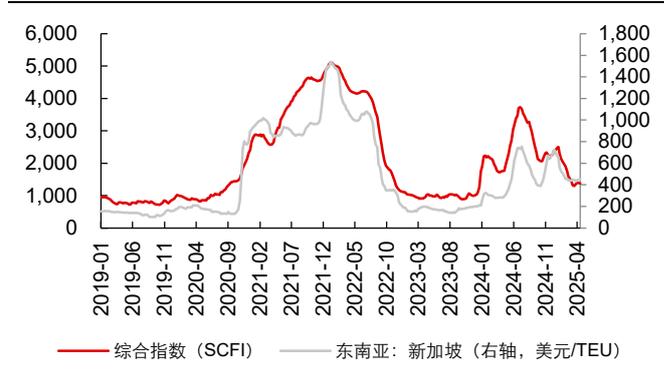
东南亚集运市场是体量最大、增速最快的市场。东南亚集运包括中国-东南亚和东北亚-东南亚两个市场。其中，中国-东南亚是增速最快，运量规模最大的细分市场，这也是公司目前业务的重心。根据 2021 年数据，中国-东南亚间集装箱运量占亚洲区域间运量的 44%。同时，区别于日韩航线，东南亚航线运价具有一定波动性。

图 14: 中国-东南亚是亚洲区域内需求规模最大的细分市场



资料来源: CTS, 长江证券研究所

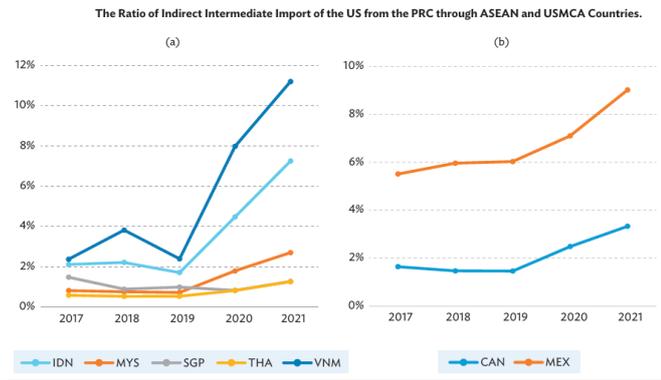
图 15: 东南亚航线的运价具有一定波动性



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

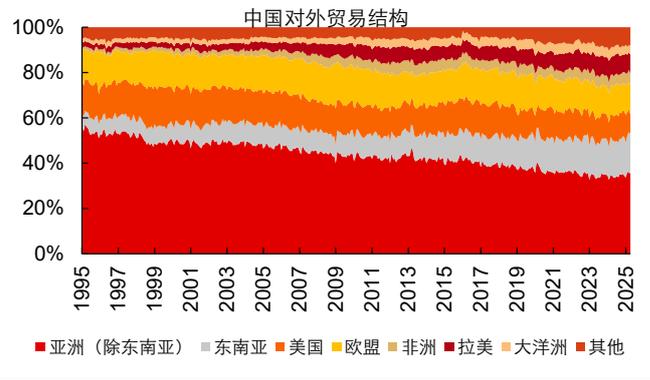
产业转移是亚洲区域内运量增长的动力之一。复盘 2018 年，我们注意到在上一次中美贸易摩擦中，中国企业通过产业转移（加大了对越南、墨西哥等第三国的中间品投入）进行对美出口贸易。这一过程引起全球贸易格局的重构，体现为中国对外贸易结构中，与东南亚之间的贸易份额持续提升（从 2018 年的 13% 提升至 2024 年的 16%）。因此，在中美经贸加速脱钩背景下，对美直接贸易不确定性加大，预计中国企业将继续加快在海外的产业转移，产业链的延伸将持续利好亚洲区域内集运运量。

图 16: 美国通过东南亚/北美进口的中国产成品增加



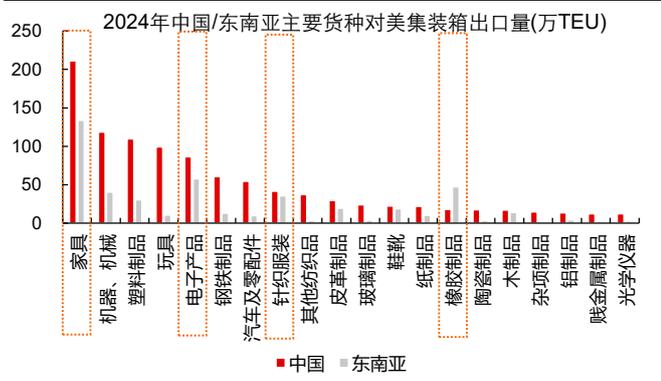
资料来源: WTO, 长江证券研究所

图 17: 中国与东南亚贸易份额持续提升



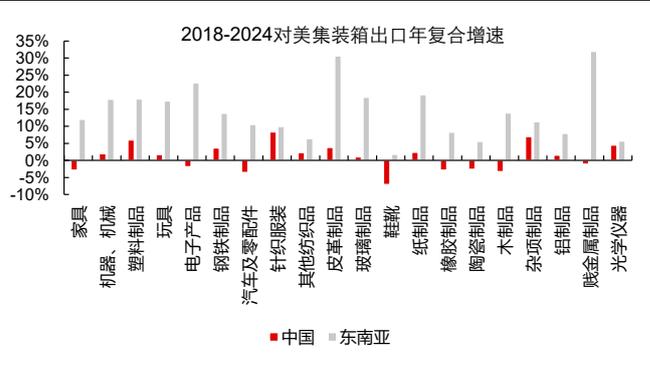
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 18: 东南亚部分产业对美集装箱出口量已具备一定规模



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 19: 2018年后东南亚主要货物对美集装箱出口量增速较快

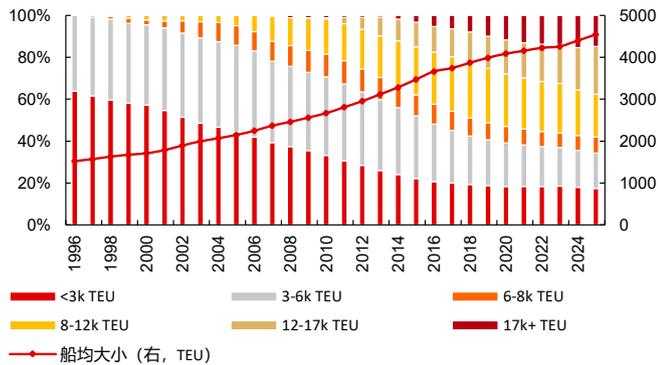


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

以服务竞争为主导，多重催化收紧运力需求

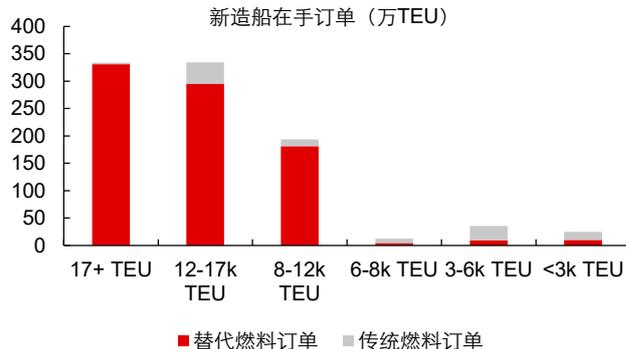
对于远洋集运市场以及头部船东，过去的竞争一直围绕着船队运力进行。例如，马士基于 2011 年率先订造 18,000 TEU 大船，其他头部船东也紧随其后开始了船舶大型化的“军备竞赛”。当前，在碳中和的大背景下，我们注意到目前的在手订单主要是以双燃料动力等绿色环保型大船为主，其背后则是头部船东基于环保和低碳方面的又一次竞争。

图 20: 2010 年后远洋船东通过船舶大型化竞争



资料来源: Wind, 长江证券研究所

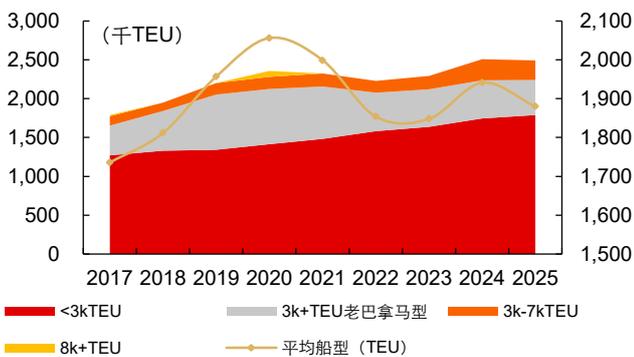
图 21: 当前远洋船东的竞争更多基于环保和低碳



资料来源: Wind, 长江证券研究所

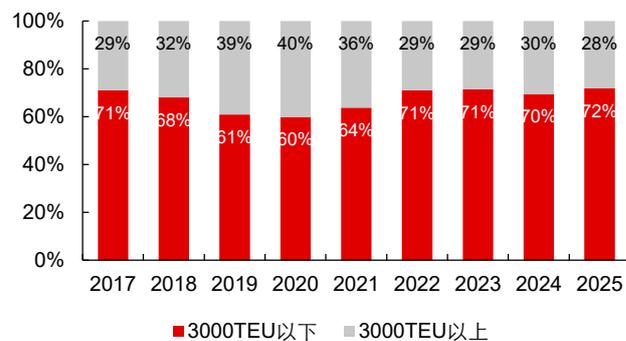
相反，对于亚洲区域内市场，一方面区域内的玩家更多基于服务进行错位竞争；另一方面大船订单导致的船台紧张以及小船东下单意愿的不强烈，未来名义供给并未明显增加。具体来看，亚洲区域内市场的集装箱船队运力主要以 3,000TEU 以下的支线船为主。截止 2025 年 4 月，亚洲区域内运力共计 249.3 万 TEU，平均船型为 1,880TEU。其中，3,000TEU 以下的支线船运力占比约 72%。区域内市场形成了以小型支线船为主流船型的原因在于：1) 亚洲区域内航程较短，因此相较于远洋航线通过船舶大型化提高单航次货量实现规模效应，亚洲区域的特点则是“短平快”；2) 亚洲区域内，特别是东南亚区域内的港口等基础设施水平参差不齐，小船的适用性更强。

图 22: 亚洲区内集运市场运力配置结构 (单位: 千 TEU)



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (2025 年数据截止 4 月份)

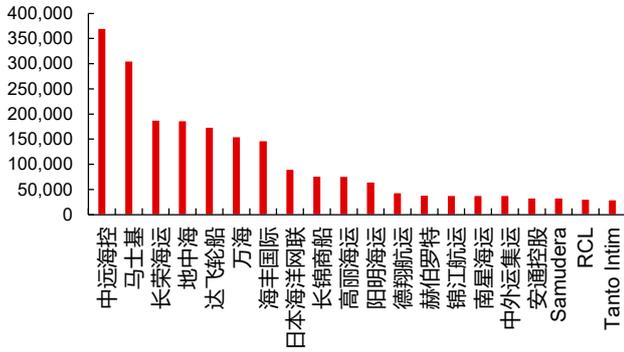
图 23: 亚洲区内集运市场运力配置结构



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (2025 年数据截止 4 月份)

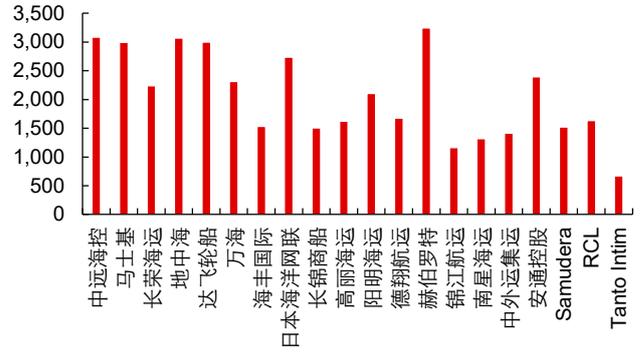
亚洲区域内集运市场形成了远洋船公司和近洋船公司同时参与的两类竞争特征，其服务存在一定差异性。其中，远洋船公司在亚洲区域内运力部署规模较大，但主要是用作远洋航线的支线段运输。因此，其部署于亚洲内的运力本质上也是服务于欧美等远洋贸易。这一点，在马士基和赫伯罗特“双子星”联盟的中枢+辐射模式表现得更明显。而与之相反，海丰国际等近洋船公司则主要服务于区域内的内生需求，或者可以理解为其运输的货物多为本地生产，本地消费。

图 24：亚洲区内市场参与者总运力规模（TEU）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

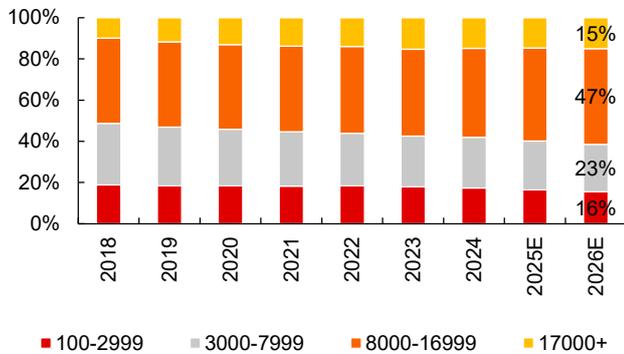
图 25：亚洲区内市场参与者单船运力规模（TEU）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

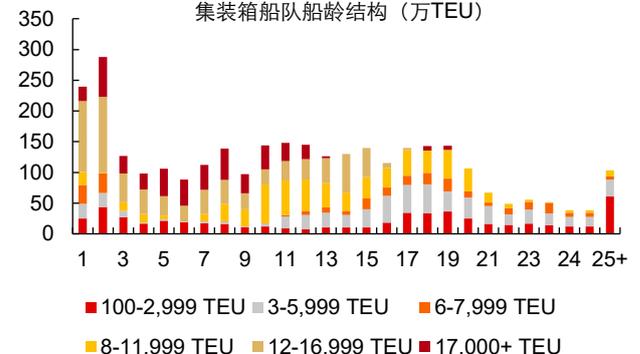
中期看，集装箱船队现有运力和在手订单存在结构性差异，支线船供给压力较小。当前，集装箱船队在手订单占比为 28.3%，但 3,000 TEU 以下的支线船型在手订单占比仅为 3.5%。同时，集装箱船队 25 年+船东运力占比为 2.6%，但 3,000 TEU 以下支线船占比为 9.5%。因此，支线船老龄化显著，存在明显的超期服役，支线船供给增速预计最先回落（2025-26 年分别为 0.6%和-3.0%）。

图 26：全球集装箱船运力结构



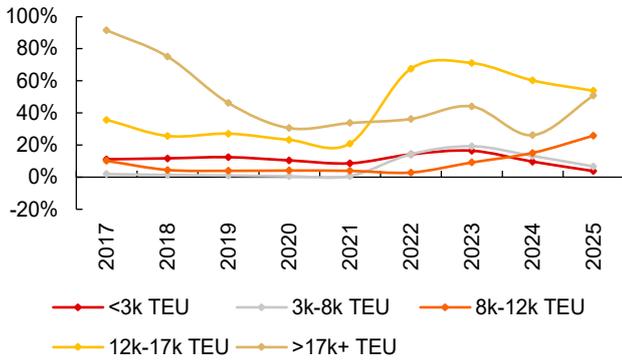
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 27：集装箱船队船龄结构



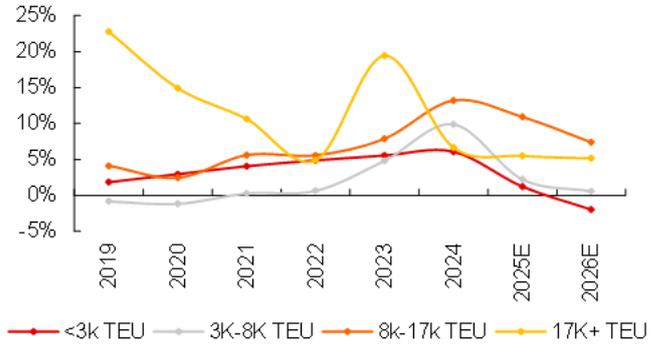
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 28: 3000TEU 以下集装箱船在手订单占比较低



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

图 29: 3000TEU 以下集装箱船的运力增速低于全行业



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

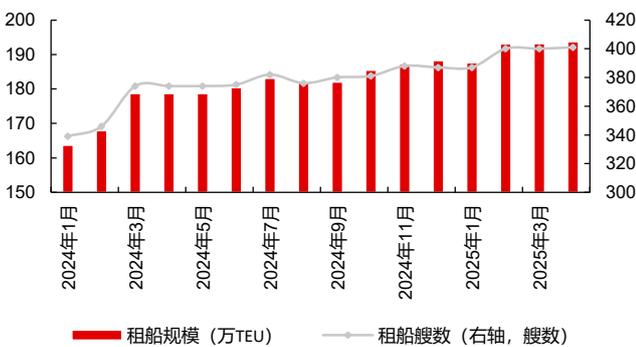
联盟重组后提振支线船需求。双子星联盟（马士基+赫伯罗特）采用中枢+辐射的航线模式，意味着在亚洲非核心港口与枢纽港（例如上海港、深圳港）之间将主要由支线船集货，提振支线船需求。Alphaliner 数据显示，2025 年 4 月，马士基和赫伯罗特租船运力规模较去年同期分别增长了 8%和 18%。

图 30: “双子星” 联盟枢纽+辐射的中转模式将提振支线船需求



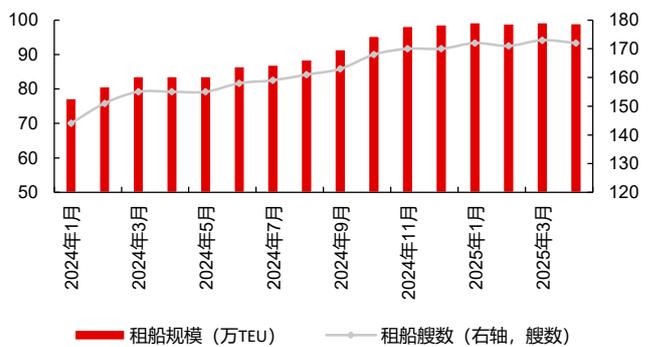
资料来源: Maersk, 长江证券研究所

图 31: 马士基今年年初租船需求显著增加



资料来源: Alphaliner, 长江证券研究所

图 32: 赫伯罗特今年年初租船需求显著增加



资料来源: Alphaliner, 长江证券研究所

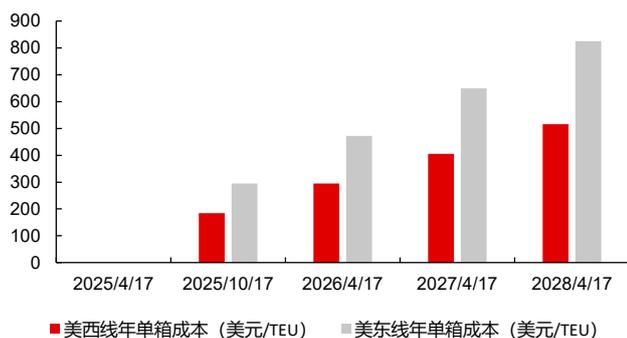
301 法案若落地，将进一步提振支线船需求。美国时间 4 月 17 日，美国贸易代表办公室 (USTR) 正式公布了针对中国在海运、物流和造船领域的 301 调查结果，并公布了详细的收费标准。**海运视角看，301 调查拟议收费措施将显著增加船东成本，特别是中资船东。**以集装箱船为例，一艘 1 万 TEU 美线平均船型，10 月 17 日法案落地后，将分别增加中资船东美西和美东航线成本 184 美元和 295 美元/TEU；海外船东成本分别增加 66 美元和 106 美元/TEU，2028 年后该成本将进一步提升。因此，若法案落地，1) 中资船东或采取枢纽+中转的服务模式重构对美航线网络；2) 海外船东使用 4,000TEU 以下中国建造船舶则豁免，因此支线船需求将进一步增加。

表 2：美国针对中国造船、海事及物流行业 301 调查港口费拟议措施

	中国船东/运营商	中国建造船舶
收费标准	基于净吨征收费用，单船最高征收 5 次/年。	基于净吨/集装箱卸载量征收费用，二者取其高，单船最高征收 5 次/年。
征收时间	2025/4/17: 180 天暂缓期； 2025/10/17: 50 美元/净吨； 2026/4/17: 80 美元/净吨； 2027/4/17: 110 美元/净吨； 2028/4/17: 40 美元/净吨。	2025/4/17: 180 天暂缓期； 2025/10/17: 18 美元/净吨或 120 美元/集装箱； 2026/4/17: 23 美元/净吨或 153 美元/集装箱； 2027/4/17: 28 美元/净吨或 195 美元/集装箱； 2028/4/17: 33 美元/净吨或 250 美元/集装箱。
豁免船型	-	空载；航程小于 2000 海里； 4000TEU 以下集装箱船 或 8 万吨以下散货船；美国实体（持股>75%）拥有船舶；用于运输化学品的特种船。
费用减免	-	如果运营商订购并接收了一艘同等或更大船型的美国建造船舶，则可以获得一艘船舶长达三年的费用减免。

资料来源：USTR，长江证券研究所

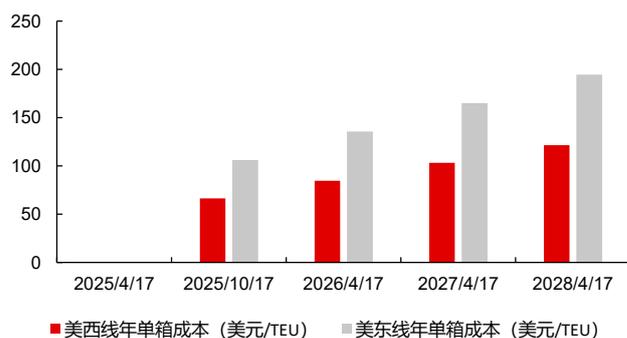
图 33：301 法案对于中资船东美线额外成本测算



资料来源：Clarksons，USTR，长江证券研究所

注：按照上海-美西 2200 美元/FEU，1 万 TEU 船型，净吨 5.9 万吨进行测算。美西航线按照 8 航次/年/船计算；美东航线按照 5 航次/年/船计算。

图 34：301 法案对海外船东美线额外成本测算



资料来源：Clarksons，USTR，长江证券研究所

注：按照上海-美西 2200 美元/FEU，1 万 TEU 船型，净吨 5.9 万吨进行测算。美西航线按照 8 航次/年/船计算；美东航线按照 5 航次/年/船计算。

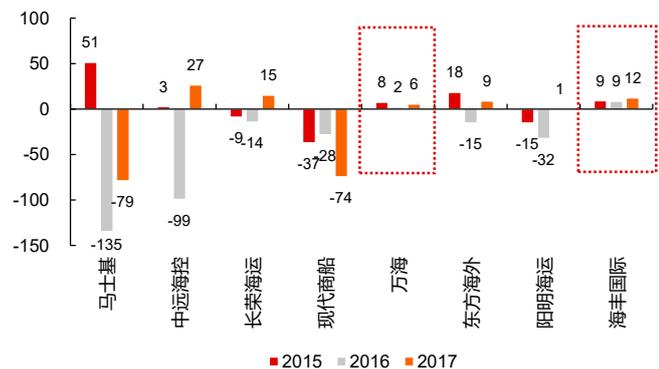
α 的根源：海陆一体，低成本策略

对于周期性行业，在景气上行期赚钱并不难，海丰国际难能可贵的是其业绩能够穿越周期。我们认为公司核心竞争力为：**1) 高频率高密度的海陆一体运营模式**，公司提供多班次的短途服务，并且整合了陆上物流服务，**增加客户粘性且提高溢价，重要的是能够对冲集运行业的周期波动。****2) 低成本策略**，一方面公司运营船队 118 艘船，船型统一、自有比例高；另一方面公司择时能力强，**为公司奠定长期成本优势。**此外，**公司长期注重股东回报，近年来股利支付率维持在 70% 以上**，是海运行业为数不多的价值典范。

高频高密度网络+海陆一体

纵观海丰国际上市以来的业绩表现，公司从未亏损，尤其是 2016 年集运行业承压期，公司依然盈利。我们认为，保障公司业绩的核心主要来源于：**1) 高频率高密度的海陆一体运营模式；2) 低成本策略。**

图 35：2015-2017 年集运上市公司盈利（单位：亿人民币）



资料来源：Wind，长江证券研究所

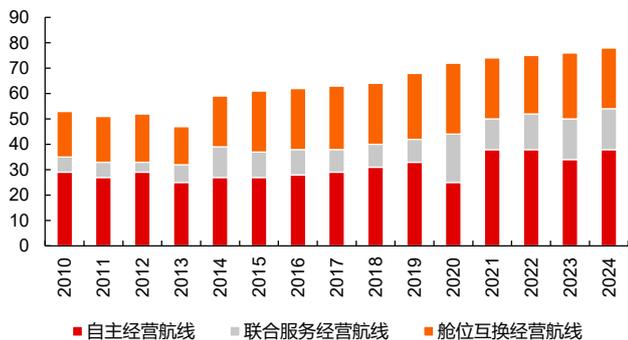
图 36：海丰国际净利结构（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

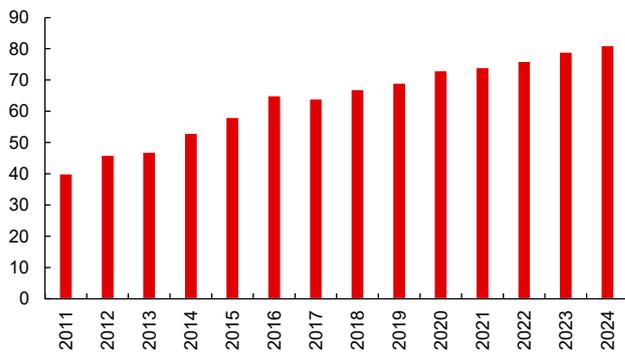
高频率、高密度的海陆一体运营模式能够提升经营效率和盈利。区别于使用中枢+辐射模式的远洋集运公司和依赖于远洋的支线集运公司，海丰国际在亚洲区域内提供多班次的短途服务。其特点是：**1) 高密度**，2024 年公司目前共运营航线 78 条、覆盖亚洲区域内 81 个港口；**2) 高频次**，高密度的航线网络带来的结果是公司在区域内提供班次相当频密的服务，2024 年公司每周挂靠港口的次数达到 483 次。如果我们通过总挂靠次数和覆盖港口数量简单计算，意味着**平均每个港口每周挂靠次数为 6 次**。这种高频率、高密度的航线网络可为客户提供快速而灵活的服务满足其库存管理的需要。

图 37: 海丰国际贸易航线结构 (条)



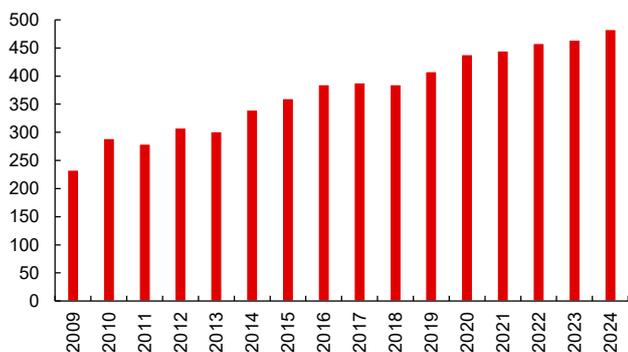
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 38: 海丰国际覆盖港口情况 (个)



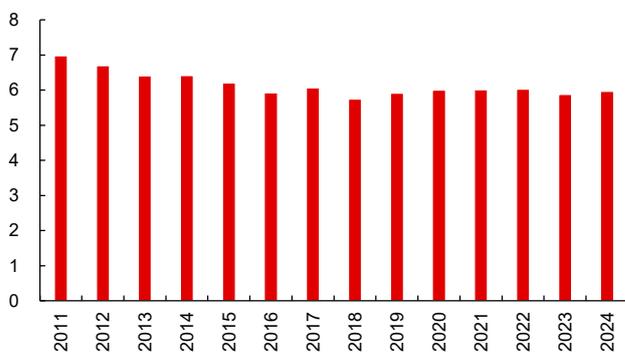
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 39: 海丰国际每周靠港次数



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 40: 海丰国际每个港口每周平均挂靠次数



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

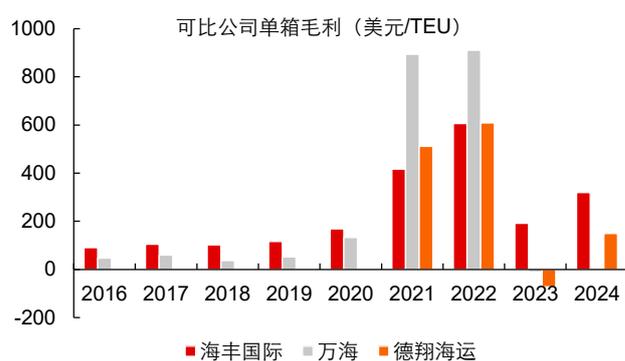
图 41: 海丰国际单位运力周转次数较高



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

注: 货运周转率为集装箱运量与集装箱运力的比值

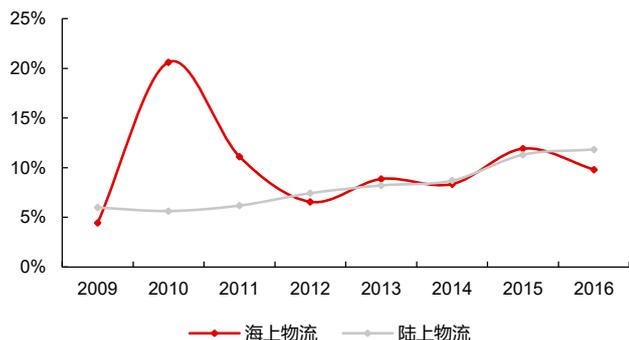
图 42: 海丰国际单箱毛利更具韧性



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

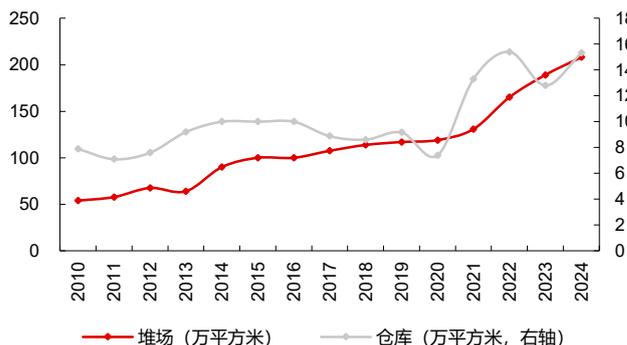
此外，公司也整合了陆上物流服务，形成了海陆一体的综合物流服务，例如货运代理、堆场和仓储、船舶代理等，以满足客户的额外需求，**增加客户粘性的同时也能提高溢价。**从更长远的维度看，**陆上物流业务的利润率相对稳定，能一定程度上对冲集运业务的周期性。**以马士基为例，其在 2016 年后重建公司战略聚焦端到端物流，通过整合海陆运输业务、收购物流公司等资本开支重建业务，也从侧面印证了公司海陆一体的竞争优势。

图 43：海丰国际分业务净利率



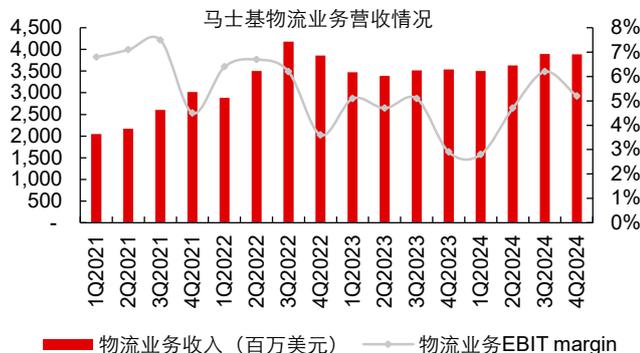
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 44：海丰国际堆场和仓库面积



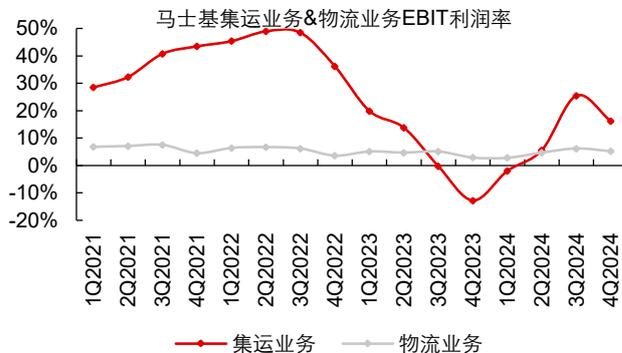
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 45：马士基不断扩大物流业务规模



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 46：物流业务盈利能力相对稳定



资料来源：公司公告，长江证券研究所

低成本策略，强择时能力

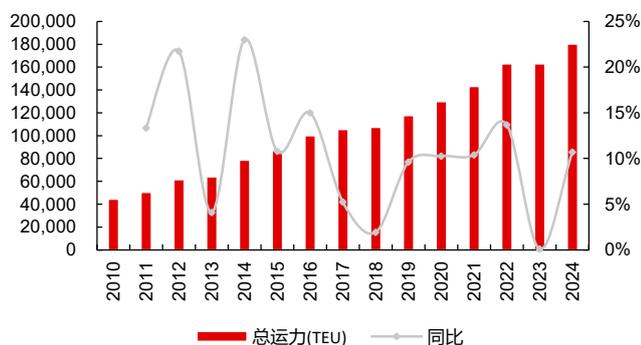
截止 2025Q1，公司自有船队共 104 艘，由 1,000TEU、1,800TEU 和 2,600TEU 型支线船组建而成，此外公司外租船 14 艘。公司共合计运营船舶 118 艘，平均船型为 1,500-1,600TEU。统一船型的优势在于：1) 方便维护管理，可降低经营成本；2) 可灵活地在不同航线间调配、互换；3) 适用于亚洲区域内港口设施水平，提高船舶的运营效率。

表 3: 海丰国际自有船队结构

船型	艘数 (艘)	运力 (TEU)	平均船龄 (年)	订单 (艘)
1000TEU	47	47,366	12	
1800TEU	33	59,322	5	10
2600TEU	24	61,390	4	
总计	104	168,078	-	10

资料来源: Clarksons, 长江证券研究所 (仅统计自有运力, 截止 2025 年 3 月数据)

图 47: 海丰国际总运力 (TEU)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (截止 2024 年年报数据)

图 48: 海丰国际船舶数量



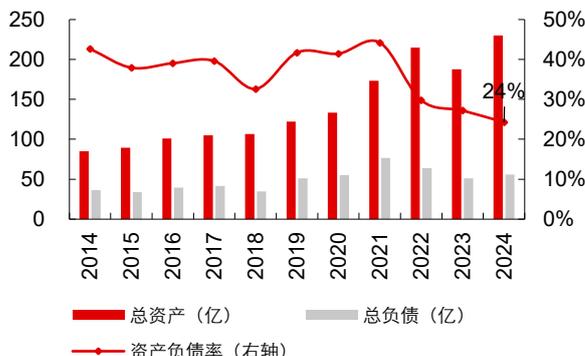
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (截止 2024 年年报数据)

图 49: 海丰国际船舶平均船龄 (年)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (截止 2024 年年报数据)

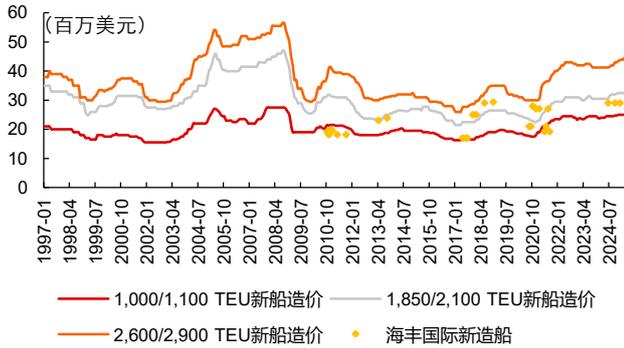
图 50: 海丰国际资产负债率持续下降



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

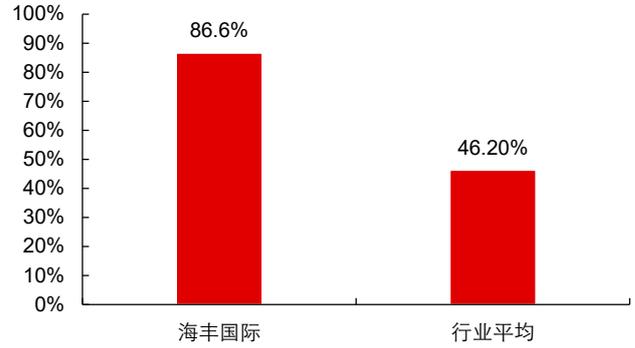
航运业是重资产行业, 其中船舶是最核心的资产, 通常折旧期在 15 至 25 年。因此, 船价对于船公司的经营业绩有较大影响。海丰国际的船队除了船龄低、自有比例高的特点外, 更重要的是公司择时能力强, 公司通常在低迷的行业形势下逆势扩张, **低价订船有助于公司扩张自有船队规模, 也为公司奠定长期成本优势**。而背后也反映了民营企业的决策优势以及团队的专业能力。而随着公司过去几年对船队进行更新迭代, 目前公司船队节能环保型运力比例远高于行业水平, 也带来了燃油成本方面的优势。

图 51: 海丰国际造船时间点选择



资料来源: Clarksons, 公司公告, 长江证券研究所

图 52: 海丰国际节能环保型运力占比高于行业 (按 TEU)



资料来源: Clarksons, 公司公告, 长江证券研究所

价值典范

公司长期注重股东回报。海丰国际上市以来坚持每年分红派息,近年来股利支付率维持在70%以上。截止2024年,累计派息融资比已达到1263%。穿越行业周期的业绩以及持续的股东回报,是海运行业为数不多的价值典范。究其原因,我们认为主要有三点: 1) 高频高密度+海陆一体的运营模式; 2) 专业的团队拥有的择时能力,带来长期成本优势; 3) 专注的公司,持续深耕亚洲区域内的客户并受益于区域内长期发展。

图 53: 海丰国际市值波动归因



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 54: 海丰国际历史分红和股利支付率



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资建议

我们预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 10.94 亿、8.76 亿和 8.24 亿美元，对应 PE 为 8.9、11.1、11.8 倍。按照 70% 分红比例计算，对应股息率为 7.9%、6.3%、6.0%。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：海丰国际盈利预测

单位/百万美元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,429.1	3,058.1	3,207.9	2,949.1	2,913.8
归母净利润	531.39	1,028.3	1,093.6	876.4	823.8
每股收益 EPS	0.20	0.39	0.41	0.32	0.31
市盈率 (P/E)	9.37	7.38	8.85	11.05	11.75
分红比例 (%)	70.87%	84.91%	70%	70%	70%
股息率 (%)	7.6%	11.5%	7.9%	6.3%	6.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：2025-2027 年分红比例假设为 70%）

风险提示

- 1、红海事件解除：**红海事件导致部分船队绕行好望角，使得运力收紧。若后续红海事件解除，红海及苏伊士恢复通航，绕行吸收的运力释放将对市场供给造成影响。
- 2、支线船新造船订单大幅增加：**当前供给受限逻辑之一是新造船价格高企、船台紧张以及替代燃料技术路线不明确导致的订单较少，如果后续订单加快，将导致未来支线船供给压力增加。
- 3、贸易摩擦加剧：**当前美国对全球关税政策反复，若美国亚洲国家关税摩擦加剧，影响亚洲区域内贸易，集装箱运输需求将受不利影响。
- 4、远洋航线景气度大幅回落：**集装箱行业景气具有传导性，若远洋航线市场景气度大幅回落，将会通过运力涌入等途径影响区域内市场景气度。
- 5、盈利假设不成立或不及预期：**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为：1) 亚洲区域内集运市场供需格局占优，将持续受益于中国企业产业转移带来的区域内产业链延长和贸易增长；2) 公司高频率高密度+海陆一体的商业模式，一方面能够增加客户粘性提高自身溢价能力；另一方面也能够通过陆上物流对冲集运业务的周期波动；3) 公司专业的团队和较强的择时能力，构建低成本自有支线船队，奠定长期成本优势。基于上述假设，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 32.08 亿、29.49 亿和 29.14 亿美元，增速分别为 4.9%、-8.1% 和 -1.2%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 10.94 亿、8.76 亿和 8.24 亿美元，同比增速分别为 6.4%、-19.9% 和 -6.0%。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若红海事件解除导致供给压力增加、贸易摩擦加剧导致全球贸易受损等，则公司未来收入/业绩增速或受影响。假设极端悲观情况下，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 30.93 亿、29.28 亿和 28.93 亿美元，增速分别为 1.2%、-5.4% 和 -1.2%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 9.81 亿、8.14 亿和 7.18 亿美元，同比增速分别为 -4.6%、-17.0% 和 -11.8%。

表 5：公司收入和利润敏感性分析

单位：百万 美元	基准情形				悲观情形			
	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3058	3208	2949	2914	3058	3093	2928	2893
——YOY	25.9%	4.9%	-8.1%	-1.2%	25.9%	1.2%	-5.4%	-1.2%
归母净利润	1028	1094	876	824	1028	981	814	718
——YOY	93.5%	6.4%	-19.9%	-6.0%	93.5%	-4.6%	-17.0%	-11.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。