

招商港口 (001872)

证券研究报告
2025年07月17日

布局新兴市场，量价有望上行

投资并购驱动增长

2018-2024年，招商港口的营业收入、归母净利润及扣非净利润高增长，CAGR达9%、27%及41%，主要是投资并购驱动。2010年前，招商港口重点建设国内港口网络，区位优势及政策红利驱动归母净利润增长；2010-2018年聚焦全球化扩张，净资产增长；2018年后进一步完善全球港口网络，归母净利润增长、ROE上升。我们认为招商港口未来在国内有望推进区域港口整合，并关注核心枢纽港的投资机会；在海外有望增加新兴市场控股码头，推进“一带一路”布局，并作为战略投资者参与关联项目。

深西港区有望高增长

招商港口国内集装箱业务稳健增长，2024年深西母港集装箱吞吐量增速18%，大陆控股码头集装箱吞吐量增速15%，珠三角港口业务净利润增速24%，主要受益于外贸回暖。2024年深西港区集装箱吞吐量占大陆控股码头集装箱吞吐量的81%，深西港区航线重点连接东南亚地区。未来东南亚经济高增长及集装箱码头升级改造，有望驱动深西港区集装箱吞吐量增长。港口费率市场化定价及出口增长有望带动港口费率上行。深西港区量价向好，有望带动国内业务营业收入和利润增长。

新兴市场量价向好

2018-2024年招商港口海外营业收入及利润CAGR达10%、12%，主要来自新兴市场增长。未来新兴市场增长及新增项目产能释放，有望带动海外业务量价齐升：印度经济高增长、石油需求及炼油产能上升有望推动斯里兰卡母港业务增长；巴西农产品出口向好、中巴贸易深化及码头设施升级有望驱动TCP量价上行；巴西原油产量及出口向好有望推动VAST业务增长。

盈利预测与目标价

国内集装箱业务有望增长，参股公司盈利有望上行，海外业务量价向好。预计2025-2027年招商港口归母净利润分别为46.9、51.3、55.7亿元。可比公司2025年Wind一致预期平均PE为12.1倍，给予目标PE为12.5倍，对应目标价为23.44元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：全球经济增速下行风险，全球贸易政策变化风险，地缘冲突升级风险，大宗商品行业下行风险，港口收费政策调整风险，海外港口业务扩张带来的运营管理风险，专业人才引进和流失的风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,750.48	16,130.78	16,935.01	17,586.96	18,191.57
增长率(%)	(2.96)	2.41	4.99	3.85	3.44
EBITDA(百万元)	13,809.24	14,550.21	14,340.16	14,792.72	15,282.22
归属母公司净利润(百万元)	3,571.80	4,516.30	4,691.21	5,127.14	5,570.90
增长率(%)	7.02	26.44	3.87	9.29	8.66
EPS(元/股)	1.43	1.81	1.88	2.05	2.23
市盈率(P/E)	14.13	11.19	10.77	9.86	9.07
市净率(P/B)	0.86	0.82	0.78	0.75	0.71
市销率(P/S)	3.21	3.13	2.98	2.87	2.78
EV/EBITDA	8.62	8.91	8.59	7.95	7.32

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航运港口
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	20.2元
目标价格	23.44元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,321.61
流通A股股本(百万股)	1,744.90
A股总市值(百万元)	46,896.58
流通A股市值(百万元)	35,247.05
每股净资产(元)	25.03
资产负债率(%)	36.08
一年内最高/最低(元)	24.94/17.93

作者

陈金海	分析师
SAC执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《招商港口-首次覆盖报告:专注提供港口及配套服务的港口综合服务商》2020-09-30
- 《深赤湾 A-公司点评:蛇吞象回归 A股!评深赤湾收购招商局港口》2018-06-21
- 《深赤湾 A-半年报点评:业绩稳步增长,或成深圳港口整合平台!》2017-08-25

内容目录

1. 全球领先的港口运营商	5
1.1. 百年央企，行业龙头	5
1.2. 全球化布局成效显著	7
1.3. 投资并购，驱动增长	10
2. 国内：深西高增长，投资潜力大	12
2.1. 集装箱：深西吞吐量高增长	13
2.2. 干散货：吞吐量和费率趋稳	14
2.3. 参股港口：投资收益有望增加	16
3. 海外：新兴市场量价向好	17
3.1. 控股港口：新兴市场增长潜力大	17
3.2. 参股港口：一带一路战略支点	20
4. 盈利预测与目标价	21
4.1. 盈利有望增长	21
4.2. 目标价 23.44 元，“增持”评级	23
5. 风险分析	23

图表目录

图 1：招商港口的股权结构（截至 2025 年 4 月 30 日）	5
图 2：2024 年招商港口营业收入位居同行上市公司前列	5
图 3：2024 年招商港口归母净利润位居同行上市公司前列	5
图 4：2018-2024 年归母净利润及扣非净利润 CAGR 领跑同行	6
图 5：招商港口 2024 年股息率位居行业前列	6
图 6：2018-2024 年招商港口营业收入呈现稳健发展态势	6
图 7：2018-2024 年归母净利润及扣非净利润呈现持续增长趋势	6
图 8：2018-2024 年招商港口集装箱吞吐量持续增长	6
图 9：招商港口散杂货吞吐量总体呈现稳健发展态势	6
图 10：招商港口的控股及参股港口遍及六大洲	7
图 11：2024 年招商港口的营业收入主要来自港口业务	7
图 12：2024 年招商港口的港口业务净利润主要来自长三角地区	7
图 13：2024 年招商港口的净利润主要来自投资收益	8
图 14：2024 年上港集团在长期股权投资企业投资收益中占比最高	8
图 15：珠三角及中国其他地区港口业务营业收入稳健增长	8
图 16：2018-2024 年长三角地区港口业务净利润呈现上升趋势	8
图 17：2024 年招商港口国内控股集装箱吞吐量大幅上升	8
图 18：2018-2024 年公司国内控股散杂货吞吐量呈现波动特征	8
图 19：2018-2024 年长三角地区投资收益呈现上升趋势	9
图 20：国内重要长期股权投资企业的投资收益由上港集团主要贡献	9
图 21：2018-2024 年海外地区港口业务营业收入持续上升	9

图 22: 2018-2024 年海外地区港口业务营业利润持续上升	9
图 23: 2018-2024 年海外控股集装箱吞吐量持续增长	9
图 24: 2018-2024 年海外控股散杂货吞吐量呈现波动特征	9
图 25: 2015-2024 年中国对东盟、拉美进出口 CAGR 水平较高	10
图 26: 海上丝路贸易指数呈现上升趋势	10
图 27: 2018-2024 年招商港口海外投资收益呈现波动	10
图 28: 海外重要长期股权投资企业的投资收益由 TL 公司主要贡献	10
图 29: “一带一路”路线图	11
图 30: 2024 年深西港区对大陆控股集装箱吞吐量占比 81%	13
图 31: 2018-2024 年深圳西部港区集装箱吞吐量持续上升	13
图 32: 2015-2024 年中国对东盟进出口贸易额呈持续增长趋势	13
图 33: 2024 年中国对东盟、中东及拉美地区出口贸易额增速回升	13
图 34: IMF 预计 2025-2026 年东南亚经济增速相对较高	14
图 35: 珠三角港口业务营收增速与控股集装箱吞吐量增速正相关	14
图 36: 2018-2024 年国内控股散杂货吞吐量呈现波动特征	15
图 37: 2021-2024 年湛江港散杂货吞吐量呈现波动特征	15
图 38: 自 2010 年起中国主要大宗商品进口增速呈放缓趋势	15
图 39: 自 2021 起中国粗钢产量总体呈现小幅下降态势	15
图 40: 2016-2024 年中国煤炭消费量呈上升趋势	15
图 41: 2016-2024 年煤炭消费量占能源消费总量比重呈下降趋势	15
图 42: 2020-2024 年珠三角控股散杂货吞吐量稳健发展	16
图 43: 2024 年中国粮食进口量及进口金额下降	16
图 44: 2024 年招商港口长期股权投资中, 上港集团占比 40%	16
图 45: 2021-2024 年上港集团及宁波港投资收益呈稳健发展态势	16
图 46: 2018-2024 年海外控股集装箱吞吐量持续增长	17
图 47: 2024 年海外控股集装箱吞吐量中母港 CICT 贡献占比较高	17
图 48: 斯里兰卡 CICT 及 HIPG 集装箱总吞吐量持续上升	17
图 49: 印度进出口贸易额呈现上升趋势	17
图 50: 2020-2024 年招商局港口巴西营业收入持续增长	18
图 51: 2018-2024 年巴西 TCP 集装箱吞吐量持续增长	18
图 52: 2016-2024 年巴西农产品出口额总体呈现上升趋势	18
图 53: 2016-2024 年中国与巴西进出口贸易额持续上升	18
图 54: 2020-2024 年 TCP 的单箱收入总体呈现上升趋势	19
图 55: TCP 单箱收入增速与巴西农产品出口额增速正相关	19
图 56: 2018-2024 年 HIPG 散杂货吞吐量呈现波动特征	19
图 57: 2004-2023 年印度原油进口量呈现上升趋势	19
图 58: IEA 预计 2025-2030 年印度石油需求量持续上升	20
图 59: PPAC 及 IEA 预计 2025-2030 年印度炼油能力呈上升趋势	20
图 60: 2012-2023 年巴西原油出口量呈现上升趋势	20
图 61: IEA 预计 2022-2030 年巴西石油产量总体呈上升趋势	20
图 62: Terminal Link 港口分布欧、亚、非、北美四大洲	21

图 63: 2021–2024 年 Terminal Link 集装箱吞吐量保持在高位	21
图 64: 2024 年 Terminal Link 投资收益回升	21
表 1: 2010 年之前招商港口的投资并购重点建设国内港口网络	10
表 2: 2010–2018 年招商港口的投资并购聚焦全球化扩张	11
表 3: 2018 年至今招商港口进一步完善全球港口网络	12
表 4: 2018–2024 年招商港口的投资金额高于 10 亿元的国内工程项目 (截至 2024 年 12 月 31 日)	14
表 5: 招商港口的主要参股公司 Wind 一致预期净利润 (亿元)(截至 2025 年 7 月 16 日)	16
表 6: 招商港口的核心财务指标预测	22
表 7: 招商港口的可比公司 2025 年 Wind 一致预期和估值	23

1. 全球领先的港口运营商

招商港口是招商局集团控股的世界一流港口综合服务商，以港口投资、港口运营、港口物流及智慧科技为核心业务。2018-2024 年营业收入、利润总额、归母净利润及扣非净利润稳健增长，CAGR 达 9%、19%、27% 及 41%，2024 年股息率 3.8%，业绩位居行业前列。公司持续拓展全球化布局，投资并购驱动国内外经营业绩稳健增长。我们认为未来公司有望推进国内区域港口整合，扩张新兴市场控股码头网络，并推进“一带一路”沿线布局。

1.1. 百年央企，行业龙头

招商港口的前身深圳赤湾港航股份有限公司于 1982 年由南山集团投资设立，于 1993 年在深交所上市。2012 年，南山集团将其持有的 57.52% 的 A 股股权全部委托给股东招商局国际有限公司代为管理及行使股东权利。2018 年，实际控制人招商局集团筹划与公司有关的重大事项，公司于当年在深交所完成资产重组更名暨上市。

招商港口的实际控制人招商局集团为百年央企，其交通物流板块涵盖港口、公路、能源运输、物流、修船与海洋工程，具有广泛的产业链服务协同空间；随着国际化发展步伐加快与大物流网络布局的完善，有效助力招商港口打造具有国际视野和全球拓展能力的港口投资运营平台和互联互通的国际化港口综合服务体系。

图 1：招商港口的股权结构（截至 2025 年 4 月 30 日）



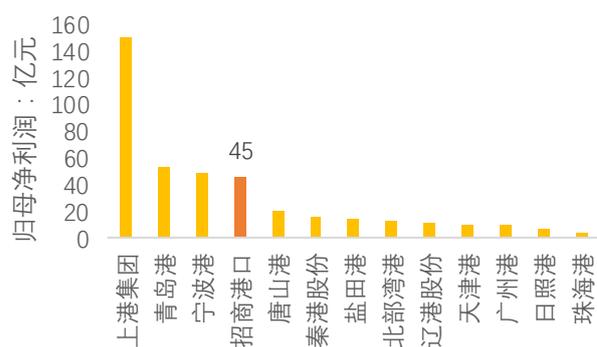
资料来源：公司公告，天风证券研究所

招商港口 2024 年营业收入 161 亿元，归母净利润 45 亿元，位居同行上市公司前列。公司以港口投资、港口运营、港口物流及智慧科技为核心业务，具备专业高效的全球港口投资能力及行业领先的港口运营管理体系；依托全球港口网络，协同招商局集团海运、陆运、仓储、物流、贸易资源，在以港口为中心的区域链和以港口为节点的物流链上创造价值。

图 2：2024 年招商港口营业收入位居同行上市公司前列



图 3：2024 年招商港口归母净利润位居同行上市公司前列



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

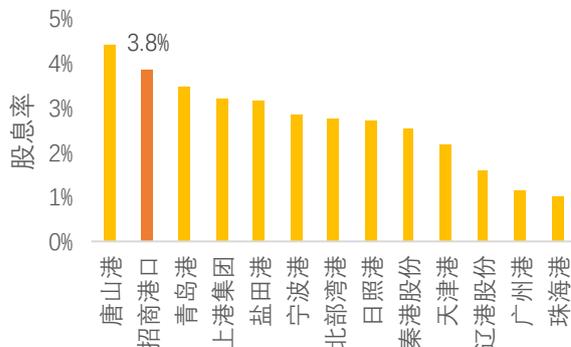
招商港口凭借稳健盈利与高股息的双重优势，持续为股东创造价值回报。公司 2018-2024 年归母净利润及扣非净利润 CAGR 达 27% 及 41%，位居同行上市公司前列。自 2020 年起，干散货港口逐渐按照股息率估值，隐含对其留存收益回报的审慎预期。招商港口 2024 年股息率达 3.8%，位居同行上市公司前列，投资回报前景向好。

图 4：2018-2024 年归母净利润及扣非净利润 CAGR 领跑同行



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

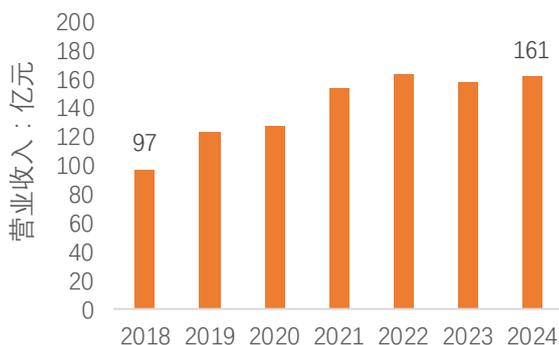
图 5：招商港口 2024 年股息率位居行业前列



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

招商港口的经营业绩呈现持续增长趋势。2018-2024 年公司营业收入呈现稳健发展态势，CAGR 达 9%，归母净利润及扣非净利润呈现持续增长趋势，CAGR 达 27% 及 41%。

图 6：2018-2024 年招商港口营业收入呈现稳健发展态势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

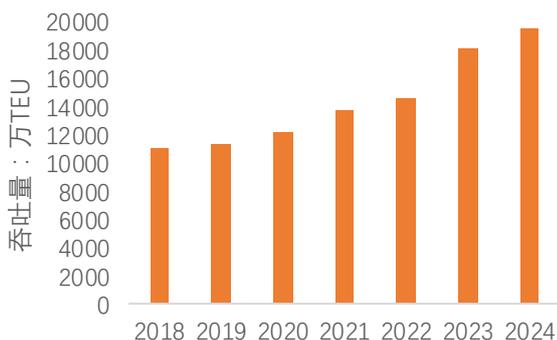
图 7：2018-2024 年归母净利润及扣非净利润呈现持续增长趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

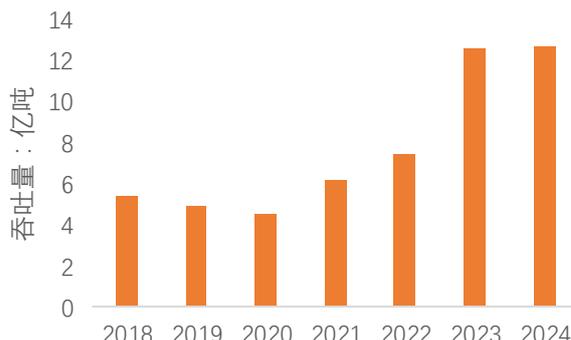
招商港口 2018-2024 年集装箱吞吐量持续增长，CAGR 达 10%，散杂货吞吐量总体呈现稳健发展态势。2023 年公司散杂货吞吐量显著增长主因其成为宁波港第二大股东后自 2022 年 10 月起将宁波港业务量纳入统计，2023 年宁波港散杂货吞吐量 64533 万吨，支撑招商港口散杂货吞吐量整体规模提升。

图 8：2018-2024 年招商港口集装箱吞吐量持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：招商港口散杂货吞吐量总体呈现稳健发展态势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司致力于成为世界一流的港口综合服务商，将持续完善全球港口网络，重点在全球主枢纽港、门户港及市场潜力大、经济成长快、发展前景好的地区布局；增强深西母港对珠江流域的集聚与辐射能力，围绕斯里兰卡母港建设，集聚港航生态服务产业集群，辐射南亚次大陆及周边地区；优化运营管理模式，提升码头运营效率，赋能生产经营与资本运作。

1.2. 全球化布局成效显著

招商港口业绩稳健增长，全球化布局成效显著。国内业务稳步发展，2024 年受益于外贸回暖，大陆控股集装箱吞吐量高增长。海外新兴市场增长驱动集装箱业务高增长。净利润主要来自投资收益，核心参股公司盈利向好，投资收益稳健发展。公司持股港口遍及六大洲，根据 Drewry 最新统计，公司 2023 年权益集装箱吞吐量位列全球港口运营商第二名。

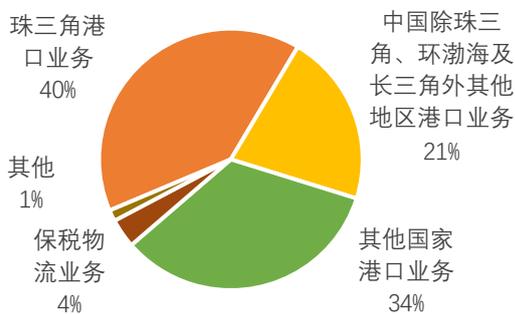
图 10：招商港口的控股及参股港口遍及六大洲



资料来源：公司公告，公司官网，Terminal Link 官网，Busan Port Authority 官网，CCTI 官网，EUROGATE 官网，高德地图，烟台市交通运输局，Google Maps，天风证券研究所

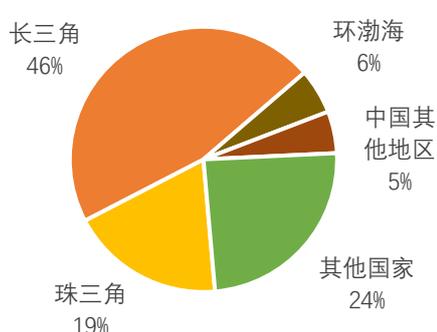
招商港口营业收入主要来自港口业务，港口业务净利润主要来自长三角地区。2024 年营业收入中，珠三角港口业务占比 40%，中国除珠三角、长三角、环渤海之外其他地区港口业务占比 21%，其他国家港口业务占比 34%。长三角对港口业务净利润贡献占比 46%。

图 11：2024 年招商港口的营业收入主要来自港口业务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

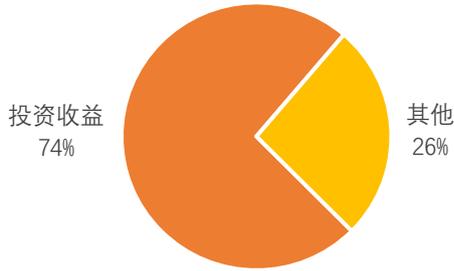
图 12：2024 年招商港口的港口业务净利润主要来自长三角地区



资料来源：公司公告，天风证券研究所

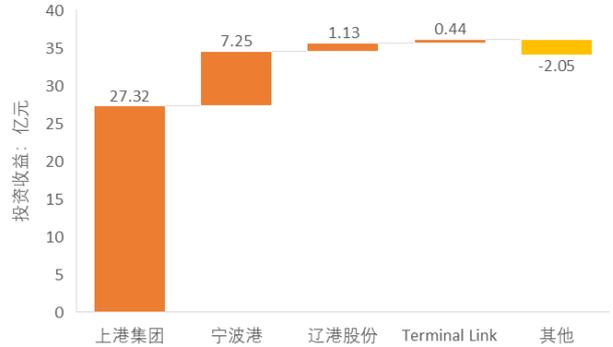
招商港口净利润主要来自投资收益。营收与净利润的区域贡献差异主因控股与参股港口的区位分部差异：控股港口多集中于珠三角、东南、西南地区及其他国家，支撑核心营收；投资收益主要来自长三角，上港集团与宁波港在长期股权投资企业投资收益中贡献高占比。

图 13：2024 年招商港口的净利润主要来自投资收益



资料来源：公司公告，天风证券研究所

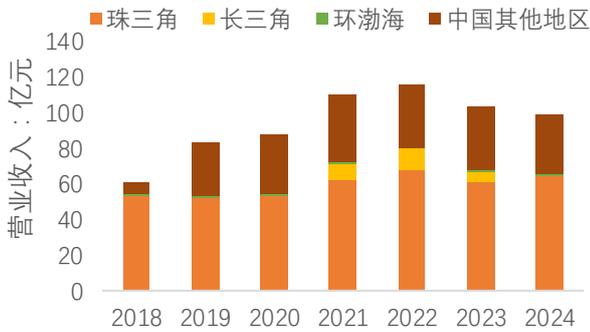
图 14：2024 年上港集团在长期股权投资企业投资收益中占比最高



资料来源：公司公告，天风证券研究所

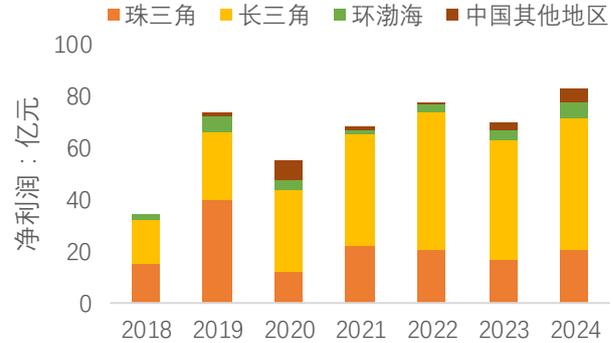
招商港口国内经营业绩稳健发展。2018-2024 年国内控股港口所在的珠三角及中国其他地区港口业务营业收入稳健增长，长三角地区港口业务净利润呈现上升趋势。

图 15：珠三角及中国其他地区港口业务营业收入稳健增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

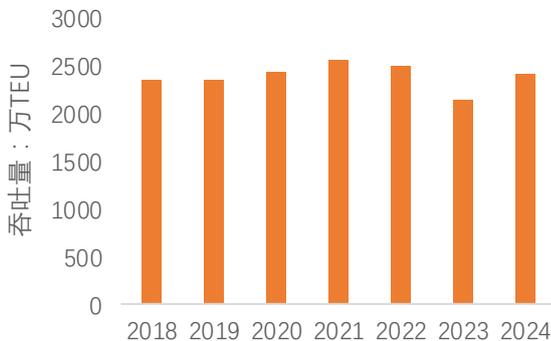
图 16：2018-2024 年长三角地区港口业务净利润呈现上升趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

招商港口国内业务稳步发展。国内控股集装箱吞吐量主要来自深西母港。2024 年受益于外贸回暖，深西港区集装箱吞吐量增速达 18%，大陆控股集装箱吞吐量增速达 15%。国内控股散杂货吞吐量主要来自湛江港，深西港区与东莞麻涌亦为吞吐量提供支撑。

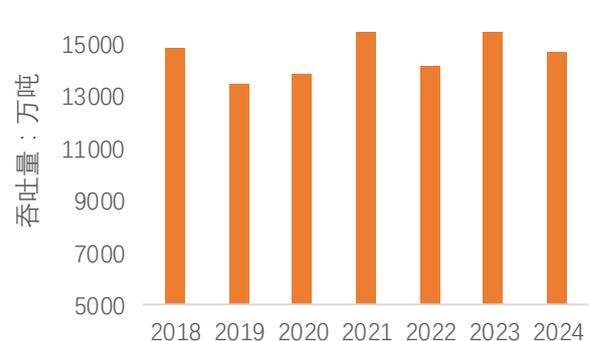
图 17：2024 年招商港口国内控股集装箱吞吐量大幅上升



注：招商货柜（控股）与 MTL（参股）吞吐量合并统计

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：2018-2024 年公司国内控股散杂货吞吐量呈现波动特征



资料来源：公司公告，天风证券研究所

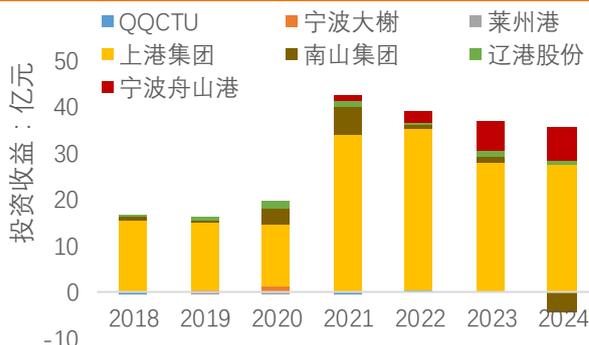
公司国内投资收益主要来自对长三角核心枢纽港口企业上港集团及宁波港的长期股权投资。上港集团是内地最大港口企业，其投资收益占据国内投资收益主导。宁波港自然条件优越，发展前景广阔，业绩亦稳居行业前列。二者盈利水平较高，国内投资收益前景向好。

图 19：2018–2024 年长三角地区投资收益呈现上升趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

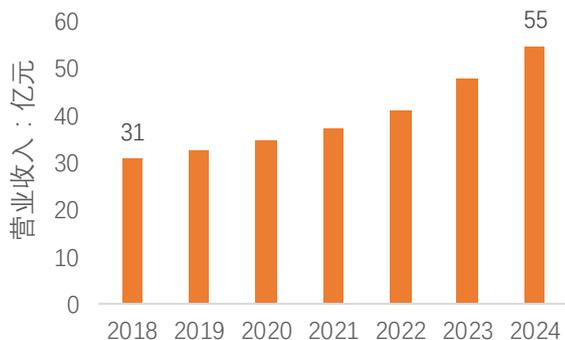
图 20：国内重要长期股权投资企业的投资收益由上港集团主要贡献



资料来源：公司公告，天风证券研究所

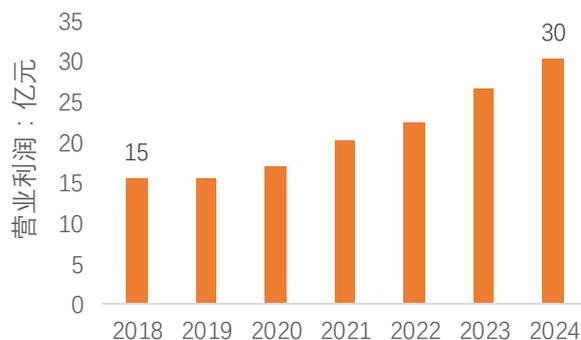
招商港口海外地区经营业绩持续增长。2018–2024 年海外港口业务营业收入及营业利润持续上升，CAGR 达 10%及 12%，主要受益于新兴市场增长动力。

图 21：2018–2024 年海外地区港口业务营业收入持续上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

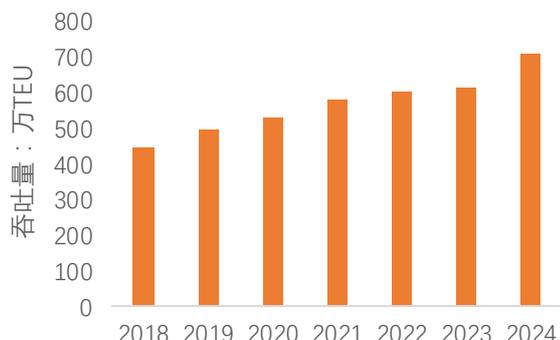
图 22：2018–2024 年海外地区港口业务营业利润持续上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

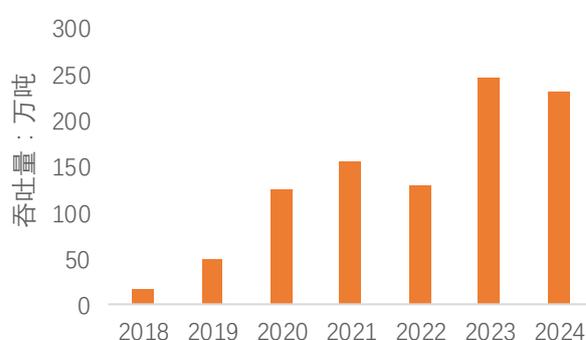
招商港口海外控股集装箱业务前景向好。海外控股集装箱吞吐量主要来自母港斯里兰卡 CICT、巴西 TCP 及多哥 LCT。2018–2024 年，总吞吐量持续增长，CAGR 达 8%。2024 年，公司控股印尼 NPH，拓宽东南亚地区港口网络；母港斯里兰卡 HIPG 启动集装箱业务，增强港口功能；存量项目 CICT、TCP 和 LCT 的业务量、收入和净利润均创历史新高。

图 23：2018–2024 年海外控股集装箱吞吐量持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：2018–2024 年海外控股散杂货吞吐量呈现波动特征

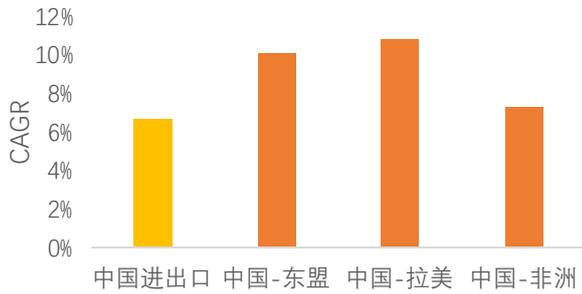


资料来源：公司公告，天风证券研究所

对外贸易持续深化助力公司海外业务稳步发展。2015–2024 年中国对拉美进出口贸易 CAGR 显著高于整体外贸水平，中巴经贸合作深化有望带动 TCP 业务增长。RCEP 与海上丝绸之路建设共同推动中国与东盟贸易高水平增长。前者推动区域经济一体化、结构性

深化，促进产业链及供应链韧性增强，后者以基础设施互联互通为支点构建多层次合作网络。区域贸易增长推动沿线港口节点业务向好。

图 25: 2015-2024 年中国对东盟、拉美进出口 CAGR 水平较高



资料来源：中国海关总署，天风证券研究所

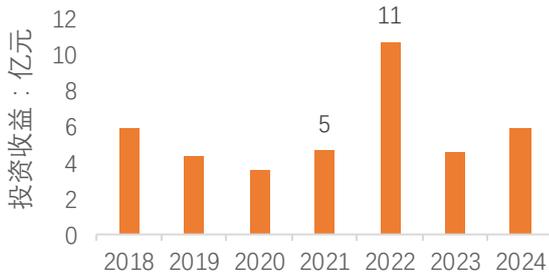
图 26: 海上丝路贸易指数呈现上升趋势



资料来源：宁波航运交易所，天风证券研究所

公司海外投资收益具有韧性。2022 年显著增长主因当年人民币汇率贬值导致部分联营企业外币报表折算影响数增加；2024 年增速 30%，展现韧性及增长潜力。海外长期股权投资企业投资收益由 Terminal Link (TL) 主要贡献，其助力公司与达飞航运全球港航资源战略合作，为公司持续创造协同价值。

图 27: 2018-2024 年招商港口海外投资收益呈现波动



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 28: 海外重要长期股权投资企业的投资收益由 TL 公司主要贡献



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 投资并购，驱动增长

招商港口持续扩张控股港口网络并拓展全球化布局，投资并购驱动业绩增长。我们认为公司未来在国内有望推进区域港口整合，并关注核心枢纽港口的投资机会，在海外有望增加新兴市场控股码头，推进“一带一路”布局，以及作为战略投资者参与关联项目。全球化资产配置有望推动业绩高增长。

招商港口 2010 年之前的投资并购奠定了其全国港口网络的基础架构。公司通过对妈湾港、海星港及蛇口港的整合扩大在深圳港区的竞争优势；招商局国际持股湛江港，将业务扩展至大宗散杂货领域；公司及招商局国际关注沿海主要经济带及枢纽区位的港口的投资运营。我们认为这一阶段公司既实现了业务规模的快速扩张，又为后续资本运作预留了空间。

表 1: 2010 年之前招商港口的投资并购重点建设国内港口网络

年份	事件
2003	持有宁波大树招商国际码头 45% 的股权并拥有经营管理权。 增持漳州招商局码头股权达 60%。
2005	上港集团成立，招商局国际持股 30%。
2006	购入并增持妈湾港股权至 70%，购入并增持海星港股权至 67%。 招商局国际对 SCT 股权进一步重组，与现代货箱有限公司合组 Mega SCT。 招商局国际青岛集装箱码头正式开港。

2007 原湛江港集团变更为湛江港（集团）股份有限公司，招商局国际持股 45%。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

招商港口 2010–2018 年进入全球化扩张阶段。国内投资方面，公司及招商局国际（后者 2016 年更名为“招商局港口控股有限公司”）通过投资汕头港及珠江内河码头完善存量项目的协同体系；通过参股山东等地重点港口增强对国内核心枢纽港的控制力；通过深度参与区域港口整合，推动港口资源优化配置，实现区域内港口规模效应，提升资产投资回报。

表 2：2010–2018 年招商港口的投资并购聚焦全球化扩张

年份	事件
	招商局国际持有 Mega SCT 80% 的股权。
2010	QQTU 成立，招商局国际的全资附属公司持股 49%。 招商局国际的合资公司收购尼日利亚 TICT 47.5% 的股权。
2011	招商局国际收购珠江内河货运码头有限公司 20% 的股权。
2012	招商局国际持有斯里兰卡 CICT 85% 的股权。 招商局国际收购多哥 LCT 50% 的股权。
2013	招商局国际收购吉布提 PDSA 23.5% 的股权。 招商局国际参与成立一家由其持股 25% 的合营企业以收购山东董家口码头。 招商局国际向达飞航运收购 Terminal Link SAS 49% 的股权。
2015	招商局国际、中远太平洋及中投海外收购土耳其 Kumport 65% 的股权。
2016	招商局港口持股大连港 21.05%，成为其第二大股东。
2017	招商局港口收购斯里兰卡 HIPG 85% 的股权。 招商局港口控制汕头港 60% 的股权。
2018	招商局港口收购巴西 TCP 90% 股权的项目完成交割。 招商局港口收购澳大利亚 Port of Newcastle 50% 的股权。 招商局集团将其所持的辽宁港口集团股权委托给招商港口管理。

资料来源：公司官网，公司公告，观察者网，中国航贸网，招商局港口官网，界面新闻，天风证券研究所

海外投资方面，公司及招商局国际通过投资巴西、澳大利亚等地的资源型港口紧握贸易红利；投资斯里兰卡、吉布提、土耳其等地核心港口以布局“一带一路”沿线港口网络；通过 Terminal Link 等国际平台实施资本运作。2018 年完成重组更名后，公司战略定位升级成为全球领先的港口开发、投资和营运商；公司成为招商局集团践行国家“一带一路”倡议和建设“粤港澳大湾区”战略的重要实施主体，既是招商局集团港口板块总部，又是集团港口资产一级资本运作和管理平台，发挥集团旗下港口资产整合及协同发展的重要作用。

图 29：“一带一路”路线图



资料来源：国家地球科学系统数据中心，天风证券研究所

我们认为招商港口 2018 年后的投资并购注重深度整合及价值提升。公司进一步参与国内港口整合，以福建港口资源整合为例，公司新增运营项目以扩张业务规模，并通过为海外存量项目引入国内战略投资者实现国内外投资合作联动发展。国内参股方面，公司通过增持盈利向好的核心枢纽港的股权提升投资收益。海外业务方面，公司持续控股新兴市场重点港口以紧抓新兴市场贸易增长带动的营收及利润提升，并为存量控股港口引入海外战略投资者以实现投资结构优化及为各方未来在相关地区的基础设施投资合作奠定基础。该阶段公司的投资并购逐步从规模驱动转向质量优先，构建了更具竞争力及韧性的全球港口运营体系。

表 3：2018 年至今招商港口进一步完善全球港口网络

年份	事件
2019	控制湛江港 58.3549% 的股权。 漳州招商局厦门湾港务有限公司正式运营。 招商局港口与达飞航运签定收购及融资协议，TL 收购后者旗下 10 个码头股权。
2020	招商局港口向中葡、中拉基金转让巴西 TCP 22.55% 的股权。 为斯里兰卡 HIPG 引入战略投资者福建省交通海丝投资管理有限公司。
2022	招商局港口对上港集团的持股比例增至 28.05%。 招商局港口持股亚洲空运中心 34.6%，成为其第二大股东。 持股宁波港 23.08%，成为其第二大股东。 宁波港的控股股东浙江省海港集团持股招商港口 23.08%，成为公司第二大股东。
2023	招商局港口转让宁波大榭 45% 的股权至宁波港，后者成为宁波大榭控股股东。
2024	招商局港口收购印尼 NPH 51% 的股权。
2025	招商局港口签订巴西 VAST 原油码头项目购股协议。

资料来源：公司公告，公司官网，招商局港口官网，信德海事网，航运交易公报，天风证券研究所

我们认为招商港口的三阶段投资并购分别侧重于归母净利润增长、全球化布局以及兼顾归母净利润增长与 ROE 提升。2010 年前的投资并购构建了国内核心控股港口群，区位优势叠加政策红利驱动归母净利润增长。2010-2018 年的投资并购聚焦全球化扩张，净资产增速较归母净利润增速总体更高，拉低整体 ROE。2018 年后的投资并购兼顾归母净利润增长与 ROE 提升。并购标的盈利增长可带动归母净利润增加，高持股比例的参股港口以权益法核算，其盈利向好推动投资收益增长。净资产增速较归母净利润增速总体趋缓，ROE 稳健增长。

我们认为公司未来国内投资有望重点布局两大方向：一是加速推进区域港口整合发展，有望围绕广东、福建、辽宁、山东展开。公司有望加强广东省内外港务协同，增强与福建港口集团的港航资源战略合作，并持续参与辽宁、山东港口资源整合发展。二是重点关注核心枢纽港口的投资机会以巩固市场话语权及行业地位。未来国内港口有望进一步从分散经营向集约化、协同化运营升级，公司在国内的港口投资布局有望巩固其运营效率及市场竞争力。

我们认为公司未来海外投资有望重点布局三大方向：一是强化新兴市场控股码头网络建设，重点拓展东南亚、拉美等高增长地区，把握区域发展机遇实现收益增长；二是增强“一带一路”沿线战略布局，优先选择与中国经贸关系紧密的国家的核心港口，将其打造成为区域贸易枢纽；三是以战略投资者身份参与关联方的海外港口项目，实现国内外投资合作联动发展。我们认为在未来全球贸易保护主义行为或将增多的背景下，公司与“一带一路”战略紧密关联的全球布局有望为其业务拓展提供政策支撑和发展突破点。

2. 国内：深西高增长，投资潜力大

招商港口国内业绩有望增长。深西母港集装箱吞吐量受益于航线增加及新兴市场货量增长，2018-2024 年 CAGR 达 6%，未来主因东南亚经济增长及集装箱码头升级改造有望高增

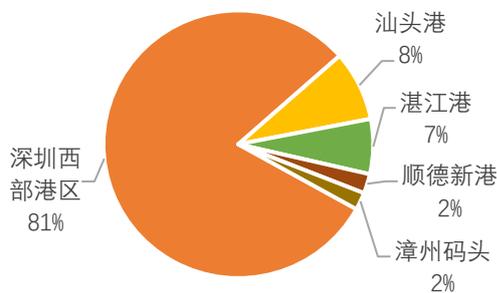
长。国内散杂货业务受大宗商品贸易趋缓影响增速或将趋稳。国内港口板块兼具高股息与低估值优势，叠加宽松货币环境及新兴市场增长潜力，国内参股港口投资收益有望增长。

2.1. 集装箱：深西吞吐量高增长

招商港口国内集装箱业务稳健增长。2024 年深西港区集装箱吞吐量增速 18%，大陆控股集装箱吞吐量增速 15%，珠三角港口业务净利润增速 24%，主要受益于外贸回暖。未来东南亚经济高增长及公司对集装箱码头升级改造有望推动深西港区集装箱业务持续增长。

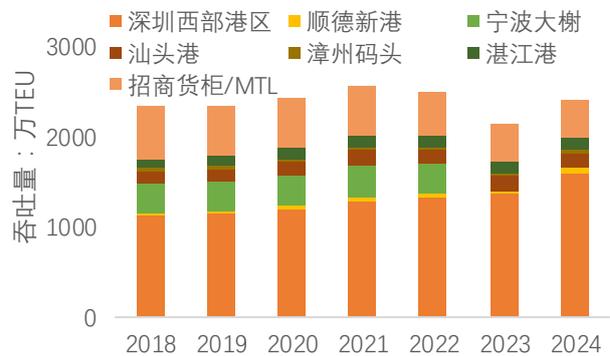
深西港区的高增长是招商港口国内控股集装箱吞吐量增长的核心动力。2024 年深西港区对大陆控股集装箱吞吐量贡献占比高达 81%。2018-2024 年深西港区吞吐量持续上升：2021 年增速 8%，主因妈湾智慧港投产和航线增加；2022 年增速 4%，主因航线增加及在华南三港市场占有率增至 19%；2024 年增速激增至 18%，主因东南亚等新兴市场货量增长。凭借高贡献占比和持续增长态势，深西港区持续驱动公司国内集装箱业务量提升。

图 30：2024 年深西港区对大陆控股集装箱吞吐量占比 81%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

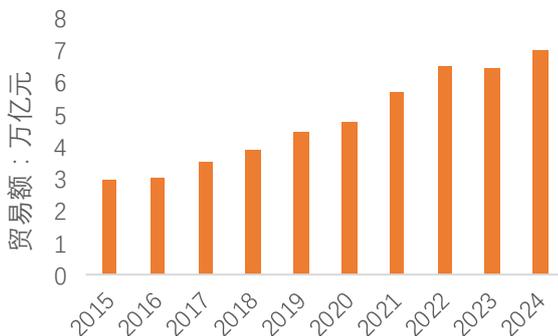
图 31：2018-2024 年深圳西部港区集装箱吞吐量持续上升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

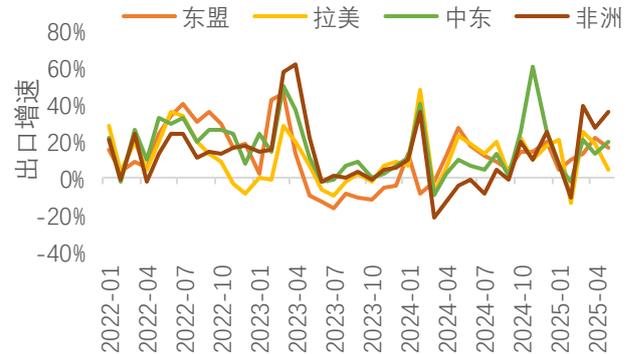
深西港区集装箱吞吐量与外贸形势高度相关。该港区拥有密集的近洋航线网络，截至 2024 年共运营航线 189 条，其中亚洲航线达 152 条，东南亚航线优势显著。RCEP 等区域贸易协定的实施显著增强亚洲贸易网络规模和实力，为港航业发展带来新机遇。2018-2024 年中国与东盟贸易额呈持续增长趋势，带动深西港区集装箱吞吐量持续增长；2024 年中国对东盟、中东及拉美出口额增速回升，外贸回暖带动深西港区集装箱吞吐量大幅增长。

图 32：2015-2024 年中国对东盟进出口贸易额呈持续增长趋势



资料来源：中国海关总署，天风证券研究所

图 33：2024 年中国对东盟、中东及拉美地区出口贸易额增速回升



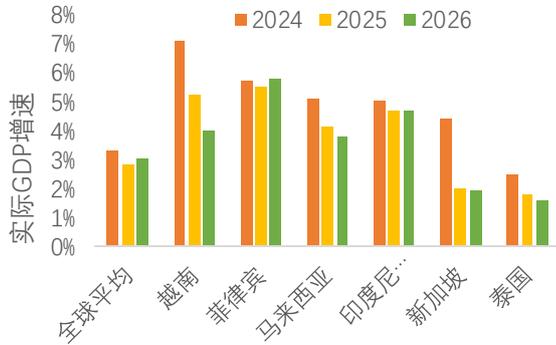
注：中东地区的界定以世界银行的中东与北非地区分类为基础，删去约旦河西岸和加沙，增加巴勒斯坦、塞浦路斯和土耳其

资料来源：中国海关总署，世界银行，天风证券研究所

美国加关税影响全球贸易，但深西港区集装箱吞吐量有韧性。世贸组织基于 4 月 14 日关税政策预测全年全球货物贸易量增速或降至-0.2%，若贸易环境恶化则为-1.5%。具体而言，4-5 月新关税暂停引发多国对美出口增速波动；4 月主要发达经济体进口增速下降，若关税政策引发库存周期下行，集运需求将承压。美线占比低的深西港区短期内受关税直接影响有限，长期集装箱吞吐量表现更多取决于其重点布局的东南亚地区的经济发展态势。

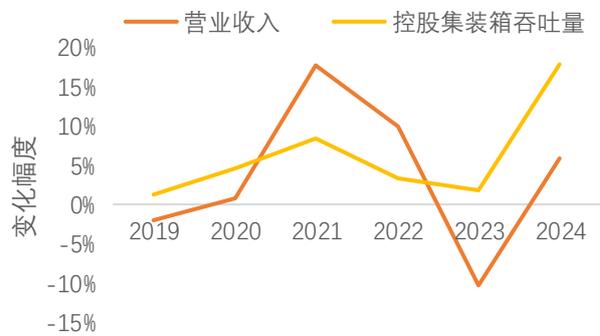
东南亚经济增速保持相对较高水平，推动深西港区集装箱吞吐量高增长。IMF 预计东南亚地区 2025-2026 年实际 GDP 增速相对于全球平均水平较高。全球贸易保护主义抬头背景下，东南亚持续推进出口多元化，中国-东盟自贸区 3.0 版的实施有望加速区域供应链整合。作为中国-东盟经贸核心支点，广东 2017-2024 年进出口呈持续增长趋势，2025Q1 对东盟增速 6.9%，延续增长态势。这些积极因素将持续推动深西吞吐量高增长。

图 34：IMF 预计 2025-2026 年东南亚经济增速相对较高



资料来源：IMF，天风证券研究所

图 35：珠三角港口业务营收增速与控股集装箱吞吐量增速正相关



资料来源：公司公告，天风证券研究所

深西港区集装箱装卸费率有望上升。一是 2015 年以来港口费率基本实现市场化定价；二是港口收费普遍相比海运费较低，港口装卸费率存在上升空间；三是珠三角地区港口业务营业收入增速较其主营集装箱业务吞吐量增速正相关且振幅扩大，港口吞吐量提升有望为费率带来提升空间。深西港区量价向好，有望带动国内业务营业收入和利润增长。

公司致力于集装箱码头升级改造以优化港口业务资源与功能布局，聚焦深西港区集装箱业务升级以巩固其枢纽作用。公司将妈湾海星码头散杂货泊位改造为全自动化及智能化集装箱码头以适应前海蛇口自贸区发展需求并释放业务潜能。大铲湾工程助力前海合作区打造粤港澳大湾区对外开放门户枢纽，推动母港扩张并优化集装箱业务资源。公司亦对多个集装箱码头升级改造，汕头港项目建成了粤东首个十万吨级专业集装箱码头，有效提升粤东集装箱港口吞吐能力；湛江港项目将有力缓解区域航运压力，提升其西南传统出海口功能。

表 4：2018-2024 年招商港口的投资金额高于 10 亿元的国内工程项目（截至 2024 年 12 月 31 日）

港口	工程项目	投资金额：亿元	竣工年份
深圳西部港区	海星码头 1#-4#泊位改造工程	24.67	2021
	大铲湾二期工程	62.02	在建
顺德新港	顺控临港了哥山港区本港作业区码头二期工程	12.60	在建
东莞麻涌	麻涌港区 2#、3#泊位散粮仓库三期及扩建工程	16.90	在建
湛江港	湛江港宝满港区集装箱码头一期扩建工程	23.43	在建
汕头港	汕头港广澳二期工程	22.00	2021

资料来源：公司公告，三一海洋重工，港航院，汕头市人民政府官网，天风证券研究所

未来工程建设有望进一步提升深西港区的业务竞争力。深圳规划推进大铲湾三期围填海及驳船泊位项目并探索建设立体化集装箱码头，加快妈湾跨海通道等建设以完善疏港货运体系，并推动开通深圳至伦敦等国际班列以发挥深西港区东南亚航线优势并扩大中欧班列辐射范围至东盟。这些工程建设有望强化深圳国际交通枢纽作用，有望推动深西港区集装箱业务增长。

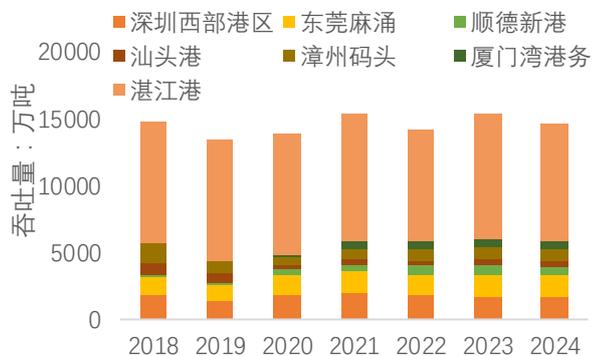
2.2. 干散货：吞吐量和费率趋稳

招商港口国内控股散杂货吞吐量主要来自湛江港及珠三角港口，以铁矿石、煤炭及粮食等为主要货种，其吞吐量与大宗商品贸易形势密切相关。铁矿石及煤炭需求趋缓、粮食进口趋缓，我们预计散杂货吞吐量和费率趋稳。

湛江港作为华南地区重要散杂货枢纽，其吞吐量表现与大宗商品贸易形势密切相关。湛江

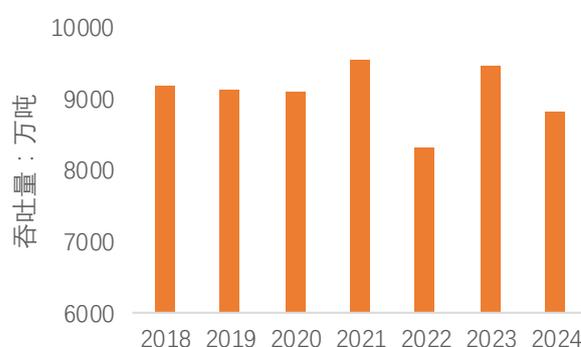
港为华南铁矿石贸易分销中心及煤炭集散中心，铁矿石年吞吐量超 3000 万吨，是华南沿海最大铁矿石接卸港口，煤炭年通过能力超 4000 万吨，超 60%为外贸进口，主要来自东南亚等地。2022-2024 年，主因大宗散货货量影响，湛江港吞吐量呈现波动特征，增速分别为-13%、14%及-7%。这一走势充分反映大宗商品贸易形势对该港口业务的关键影响。

图 36：2018-2024 年国内控股散杂货吞吐量呈现波动特征



资料来源：公司公告，天风证券研究所

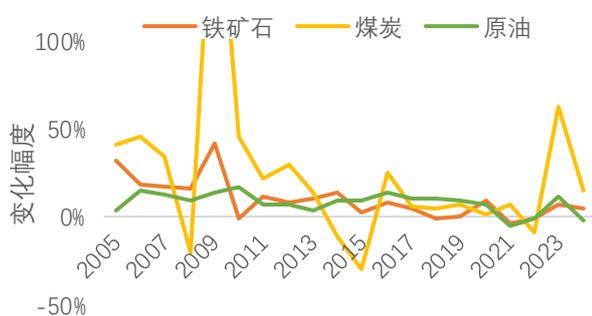
图 37：2021-2024 年湛江港散杂货吞吐量呈现波动特征



资料来源：公司公告，天风证券研究所

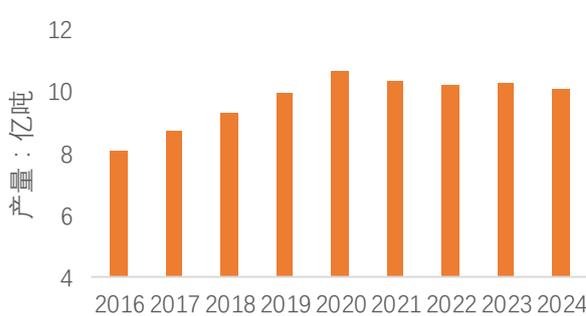
大宗商品贸易增速趋缓，湛江港散杂货吞吐量或将趋稳。中国粗钢产量自 2021 年起呈现小幅下降态势，传统用钢需求趋缓，制造业需求支撑产量规模。展望后市，我们认为中国钢铁产量或将延续总量增速趋缓特征，湛江港作为华南重要铁矿石接卸港，其业务量或将平稳运行。

图 38：自 2010 年起中国主要大宗商品进口增速呈放缓趋势



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

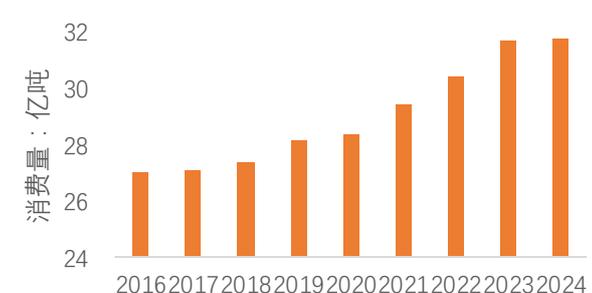
图 39：自 2021 起中国粗钢产量总体呈现小幅下降态势



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

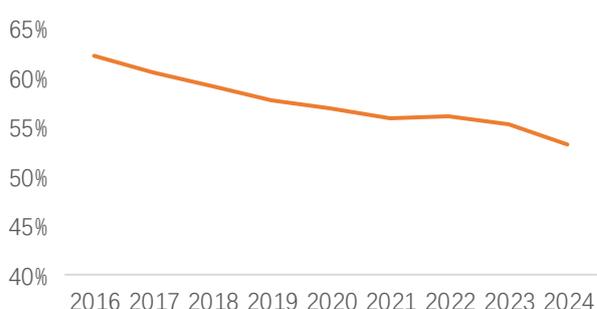
中国煤炭消费量呈上升趋势，但能源结构调整导致其占比持续下降。随着非化石能源占比不断提升，中国煤炭需求或将趋缓。湛江港作为华南重要煤炭枢纽，其业务量或将企稳。

图 40：2016-2024 年中国煤炭消费量呈上升趋势



资料来源：国家统计局，中能传媒能源安全新战略研究院，天风证券研究所

图 41：2016-2024 年煤炭消费量占能源消费总量比重呈下降趋势

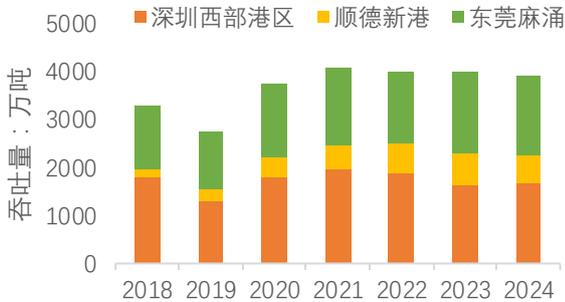


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

湛江港散杂货费率增速趋缓。2024 年其铁矿装卸费率增速 3.5%，较中国铁矿石进口增速 4.9%保持正相关但增幅收窄。中国大宗商品进口需求整体趋缓，预计该港费率增速放缓。

粮食进口增速趋缓，珠三角散杂货业务或将趋稳。深西港区是全国最大外贸小麦接卸港，进口小麦华南第一，东莞麻涌主营粮食等货种。2024 年珠三角控股散杂货吞吐量中两港占比 86%，粮食货量对其表现有重要影响。近年来中国粮食进口趋缓，主因粮食产量增长及人口下降等因素导致市场呈供大于求态势。我国持续提升粮食自给能力及实施粮食安全战略，未来粮食进口增速或将趋缓，带动珠三角散杂货业务量及费率趋稳。

图 42：2020-2024 年珠三角控股散杂货吞吐量稳健发展



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 43：2024 年中国粮食进口量及进口金额下降

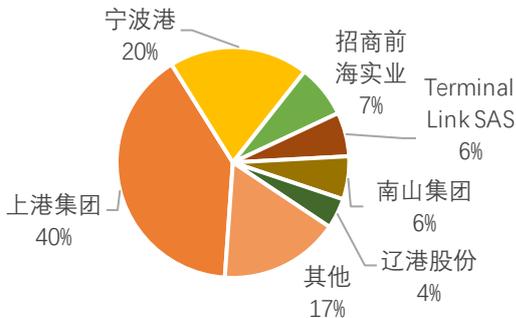


资料来源：中国海关总署，天风证券研究所

2.3. 参股港口：投资收益有望增加

招商港口国内投资收益有望增加。其主要来自对长三角核心枢纽港口企业上港集团及宁波港的长期股权投资，2018-2024 年二者 ROE 及 ROA 位居行业前列，投资收益稳健发展。在国内经济稳步发展、长江经济带发展建设、“一带一路”及 RCEP 经贸合作深化的推动下，二者盈利前景稳步向好。国内港口板块兼具高股息与低估值优势，叠加货币宽松环境降低融资成本，新兴市场需求增长带动吞吐量提升，公司国内参股港口投资回报有望增长。

图 44：2024 年招商港口长期股权投资中，上港集团占比 40%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 45：2021-2024 年上港集团及宁波港投资收益呈稳健发展态势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

上港集团与宁波港区区位优势显著。上海港位于中国海岸线与长江黄金水道交汇处，毗邻太平洋主航道，上港集团母港集装箱吞吐量连续 15 年世界第一。宁波舟山港是中国超大型巨轮进出最多的港口，货物吞吐量连续 16 年世界第一，集装箱吞吐量稳居世界第三。

上港集团与宁波港具备长期向好的盈利前景。尽管我国外部环境面临逆全球化与贸易保护主义抬头及地缘政治冲突等挑战，但国内经济基础稳固、韧性较高，潜能较大，具有长期向好的趋势。长三角一体化和长江经济带发展战略持续推进，为区域核心枢纽港的发展提供有力支撑。“一带一路”建设和 RCEP 经贸合作持续深化，带动区域贸易增长及供应链、产业链合作发展。预计这些因素将共同促进上港集团与宁波港长期业绩向好。

表 5：招商港口的主要参股公司 Wind 一致预期净利润 (亿元) (截至 2025 年 7 月 17 日)

公司	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
上港集团	172.2	132.0	149.5	142.9	145.3	151.6

宁波港	42.2	46.7	49.0	--	--	--
辽港股份	12.8	13.4	11.4	--	--	--

资料来源: Wind, 天风证券研究所

国内港口公司投资潜力较大。A 股港口板块核心标的如上港集团、青岛港和招商港口股息率 3%–5%，PE (TTM) 8–12 倍，兼具高股息与低估值优势。港股港口板块核心标的如招商局港口和中远海运港口股息率 5%–7%，PE (TTM) 7–9 倍，较 A 股同类公司股息率高、PE 低，更具防御性与成长性。虽然地缘政治和贸易波动带来不确定性，但新兴市场增长有望驱动核心枢纽港集装箱吞吐量高增长，预期回报率有望维持相对较高水平。国内货币环境趋于宽松，融资成本下行，进一步提升高股息港口公司的投资价值。

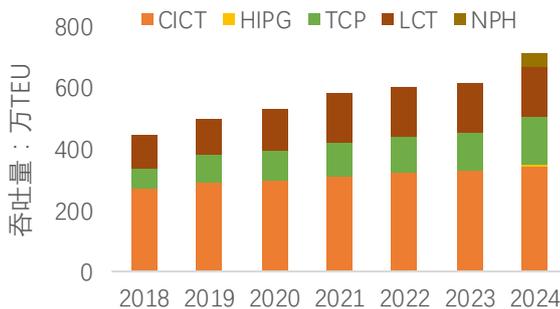
3. 海外：新兴市场量价向好

招商港口海外业务及投资收益向好。2018–2024 年海外港口业务营业收入及利润 CAGR 达 10%及 12%，主因新兴市场增长。未来新兴市场增长及新增项目产能释放有望带动海外业务量价齐升。公司紧握国内外发展机遇，在全球战略投资枢纽门户港，投资收益具有韧性。

3.1. 控股港口：新兴市场增长潜力大

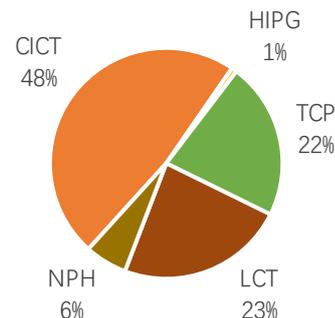
2018–2024 年海外集装箱业务高增长，母港斯里兰卡 CICT 及巴西 TCP 高增长，主要受益于新兴市场增长。未来新兴市场增长动力及新增项目产能释放有望带动海外业务量价齐升。

图 46：2018–2024 年海外控股集装箱吞吐量持续增长



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 47：2024 年海外控股集装箱吞吐量中母港 CICT 贡献占比较高



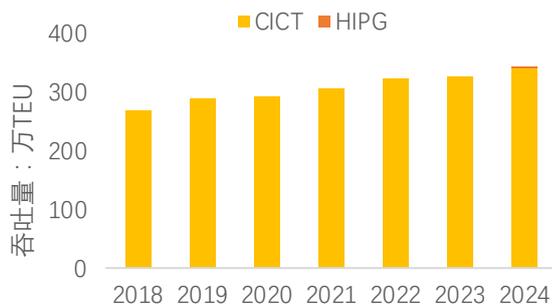
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

斯里兰卡 CICT 及 HIPG 集装箱吞吐量与国际中转形势高度相关。CICT 是欧亚、太平洋及印度洋国际航线重要枢纽及海上丝绸之路关键节点，可深度辐射印度次大陆及印度尼西亚、新加坡、马来西亚等东南亚国家，其吞吐量受腹地国家外贸形势深度影响。HIPG 于 2024 年紧抓红海局势窗口期启动集装箱业务，向中转货运市场扩张。受益于印度进出口贸易额上行趋势及东南亚地区经济活力，2018–2024 年斯里兰卡两港吞吐量持续上升。

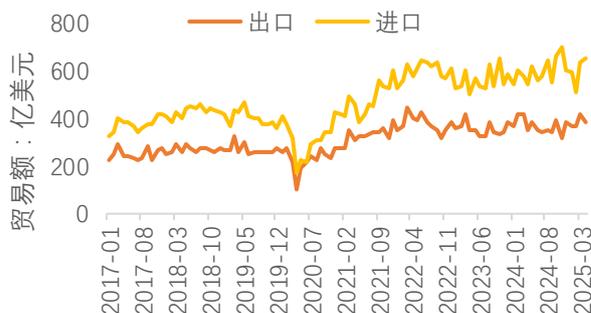
印度经济持续高增长，有望带动斯里兰卡集装箱业务增长。IMF 预测印度 2025 年将成为世界第四大经济体，联合国预计其同年经济增速 6.3%，位居增长最快的大型经济体之列；过去十年印度出口增长 67%，全球贸易地位不断提升，将带动周边枢纽港口货量增长。虽然印度在红海局势下布局中转业务并设立海运发展基金，但斯里兰卡港口区位优势显著及设施条件成熟，印度的经济和外贸增长态势或仍将直接利好斯里兰卡集装箱业务发展。

图 48：斯里兰卡 CICT 及 HIPG 集装箱总吞吐量持续上升

图 49：印度进出口贸易额呈现上升趋势



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

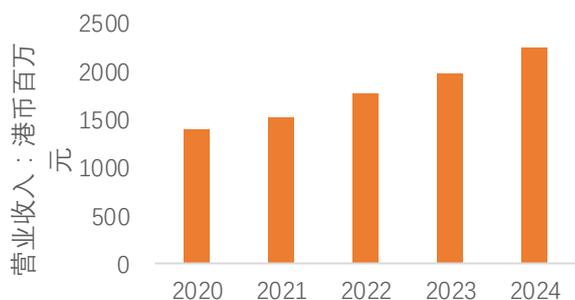


资料来源: TRADING ECONOMICS, 印度商工部, 天风证券研究所

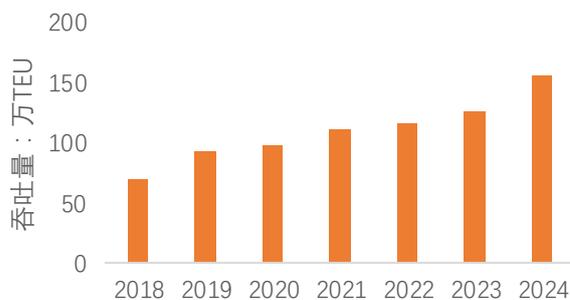
TCP 集装箱吞吐量与巴西农产品外贸及中巴贸易形势高度相关。TCP 是巴西第二大集装箱码头及最大冷藏箱码头, 出口货品主要为肉类、农产品等, 其经济腹地涵盖集中该国 45% 人口及贡献 48% GDP 的重要沿海地带, 具备成为南美洲大西洋沿岸重要枢纽的潜力。TCP 商品主要进口来源、出口目的地均为中国, 中国连续 15 年为巴西最大贸易伙伴, 2023 年两国达成协议以本币进行贸易结算。受益于巴西农产品出口增长及中巴经贸合作持续深化, 2020-2024 年招商局港口巴西营业收入持续增长, 2018-2024 年 TCP 吞吐量持续增长。

图 50: 2020-2024 年招商局港口巴西营业收入持续增长

图 51: 2018-2024 年巴西 TCP 集装箱吞吐量持续增长



资料来源: 招商局港口公告, 天风证券研究所

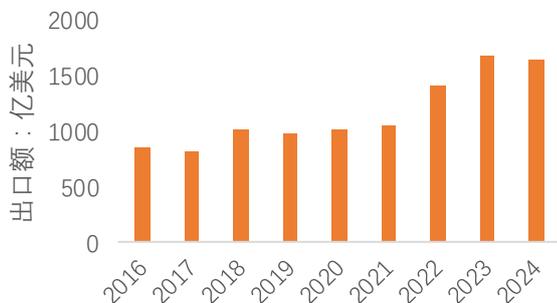


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

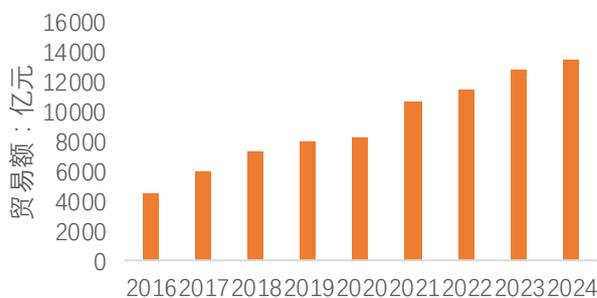
TCP 集装箱吞吐量有望持续增长。一是巴西农产品出口向好。2025 年美国加征高关税使其农产品出口受阻, 巴西作为全球最大农产品净出口国正积极承接市场空缺。二是中巴将拓展贸易往来, 提高产业链及供应链合作水平, 有决心在当前国际形势下保持两国贸易水平。三是 TCP 设施升级, 2024 年新增 6 个长途泊位和 2 个沿海泊位, 且运营吃水增加 50 厘米, 将使船只每次航行多运载约 400 个标准箱, 2025 年预计将有新的吃水深度升级。基于巴西农产品出口向好、中巴贸易深化及 TCP 设施升级, 其吞吐量有望持续上升。

图 52: 2016-2024 年巴西农产品出口额总体呈现上升趋势

图 53: 2016-2024 年中国与巴西进出口贸易额持续上升



资料来源: 巴西农业部, 巴西经济部, 农业贸易促进中心, 中国食品土畜进出口商会, 天风证券研究所

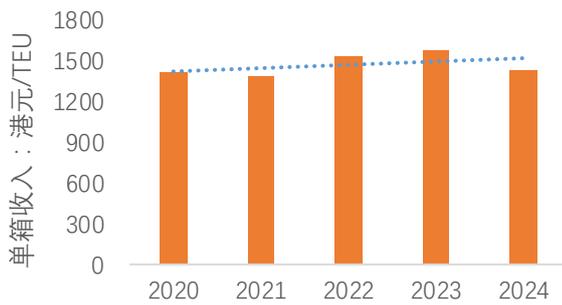


资料来源: 中国海关总署, 天风证券研究所

TCP 费率有望上升。2020-2024 年, TCP 的单箱收入总体呈现上升趋势; TCP 的单箱收入与巴西农产品出口额增速正相关, 未来巴西农产品出口向好, 有望助推 TCP 费率延

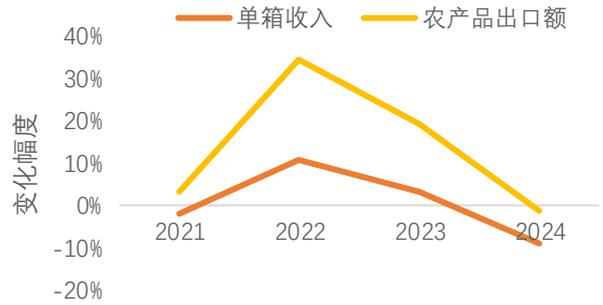
续上升趋势。费率上升及吞吐量增长趋势有望推动 TCP 盈利上行。

图 54：2020-2024 年 TCP 的单箱收入总体呈现上升趋势



资料来源：公司公告，招商局港口公告，天风证券研究所

图 55：TCP 单箱收入增速与巴西农产品出口额增速正相关



资料来源：公司公告，招商局港口公告，巴西农业部，巴西经济部，农业贸易促进中心，中国食品土畜进出口商会，天风证券研究所

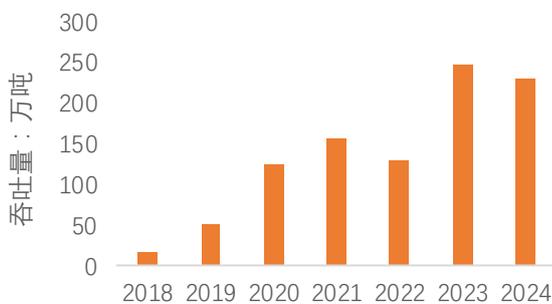
公司持续推进集装箱码头投资布局。2024 年控股印尼 NPH，在该国最大集装箱港口雅加达港主导运营两个集装箱码头，首次实现东南亚主控集装箱码头。印尼是海上重要枢纽，兼具资源、市场、劳动力及地缘优势，发展势头强劲，有望为 NPH 吞吐量提供增长动力。

中国在海外集装箱港口投资兼具商业利益与地缘战略考量。在盈利方面，随着东南亚、拉美等新兴市场区域贸易增长及其与中国贸易增长，投资其核心枢纽港可带来丰厚收益。在地缘战略层面，重点布局国际航运干线关键节点，一是考虑节点港口的中转价值带来的投资收益，二是保障物资运输安全，三是增强中国在全球贸易中的影响力。这一模式有望为企业带来经济回报，并为国家强化战略安全保障。

我们认为未来公司有望扩大海外控股集装箱码头运营规模，其新增项目有望重点布局东南亚和拉美两大区域。近年中国与东盟贸易投资持续增长，为港口运营创造高需求。预计越南、马来西亚及印度尼西亚将成为关键投资目的地：越南具备经济高速增长和中越贸易紧密优势，马来西亚坐拥核心枢纽区位，印尼则兼具经济高速增长潜力及区位优势。在拉美地区，巴西和阿根廷为中国重要农产品进口国，二者农产品出口增长潜力大，投资收益前景向好。该地区亦具备显著地缘战略价值。在中美博弈背景下，港口投资有助于保障中国物资运输安全。这些布局既可延续公司既有发展战略，又能有效提升其区域市场竞争力及整体盈利水平。

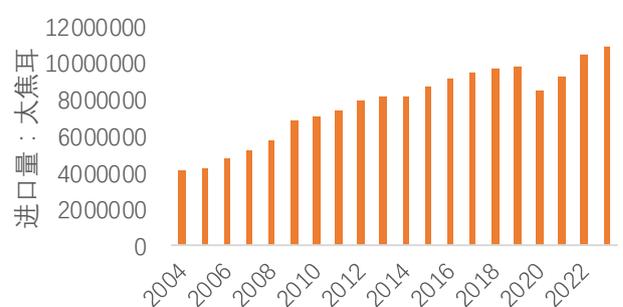
招商港口海外控股散杂货吞吐量来自母港斯里兰卡 HIPG，其吞吐量与大宗商品行业形势高度相关。HIPG 是连接南亚、东南亚及中东、东非地区的重要枢纽，全球 1/3 散货海运及 2/3 石油运输取道于此。HIPG 与中石化、锡兰石油等公司合作，致力于打造南亚燃油供给中心及国际能源枢纽。2018-2024 年，HIPG 散杂货吞吐量呈现波动特征，2023 年增速 90%，主因油气业务拓展，2024 年吞吐量有所下降。

图 56：2018-2024 年 HIPG 散杂货吞吐量呈现波动特征



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 57：2004-2023 年印度原油进口量呈现上升趋势

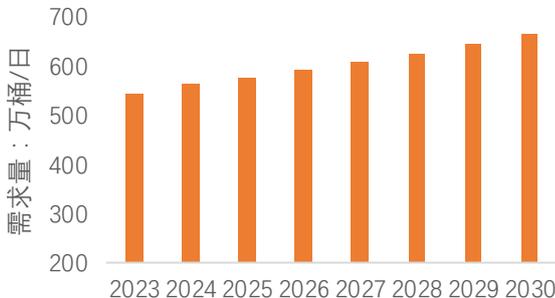


资料来源：IEA，天风证券研究所

HIPG 散杂货业务有望增长。一是印度石油需求持续上升。IEA 预计 2025-2030 年其原油进口量将保持增长，作为南亚重要石油节点的 HIPG 将直接受益。二是印度炼油能力稳步提升。PPAC 及 IEA 预计其炼油产能将呈上升趋势，政府正重点发展石化产业以提升

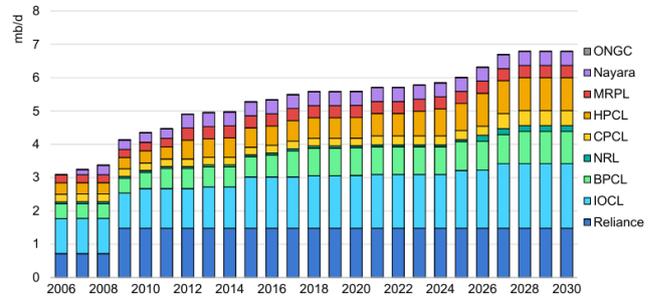
竞争力。三是未来化石燃料仍将是印度能源结构的重要组成部分，印度经济高增长有望带动其消费更多精炼油制品。四是 IEA 预计至 2030 年全球炼油行业将呈现分化趋势，印度产能持续扩张，而欧美等地面临挑战，将进一步提振印度精炼油出口。五是 HIPG 油码头及罐装改造工程的推进将带动其产能提升。这些因素将共同促进 HIPG 油气及散杂货业务增长。

图 58: IEA 预计 2025-2030 年印度石油需求量持续上升



资料来源: IEA, 天风证券研究所

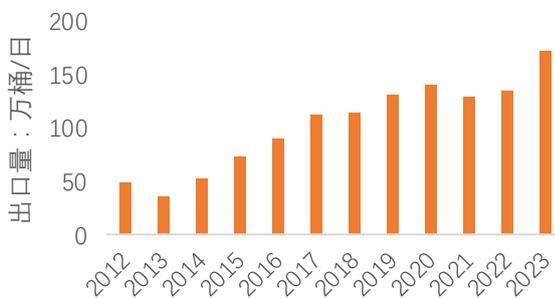
图 59: PPAC 及 IEA 预计 2025-2030 年印度炼油能力呈上升趋势



资料来源: PPAC, IEA, 天风证券研究所

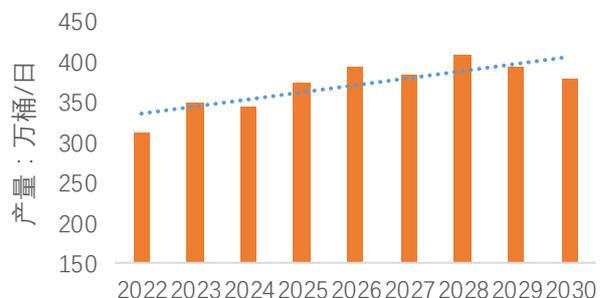
公司 2025 年收购巴西 VAST 原油码头 70% 股份，其为巴西唯一可接卸 VLCC 开展原油过驳作业的私营石油码头，承载该国约 30% 原油出口，发展前景广阔。其一，巴西石油产量有望增长。近年巴西原油出口量呈上升趋势，IEA 预计未来该国石油产量将进一步提升，且巴西国油计划 2025-2029 年投资 770 亿美元用于油气勘探及生产，将带来 320 万桶/日的新增产量，巩固巴西作为南美最大油气生产国地位。其二，中国是巴西石油出口的主要目的地，中国石油需求规模为巴西石油出口提供支撑。其三，欧洲低碳转型带来机遇。巴西石油开采的碳排放量相对较低，其产品对欧洲出口竞争力较大。这些因素有望推动 VAST 业务增长。

图 60: 2012-2023 年巴西原油出口量呈现上升趋势



资料来源: CEIC, OPEC, 天风证券研究所

图 61: IEA 预计 2022-2030 年巴西石油产量总体呈上升趋势



资料来源: IEA, 天风证券研究所

中国的海外散杂货港口投资聚焦能源安全、矿产保障及粮食供应三大核心领域。在能源方面，中国正积极多元化布局原油码头节点及关键运输通道；这或将有效应对中东地缘风险及美国对多国的原油制裁对全球能源供应链的潜在冲击。矿产领域重点关注非洲及拉美地区，非洲拥有全球 95% 的铬、90% 的铂族金属等关键矿产储备，南美“锂三角”则集中了新能源汽车、储能系统、移动通信等产业必需的锂资源。粮食领域重点关注拉美地区，其产量及出口量前景广阔。

未来公司有望扩大海外控股散杂货港口网络，有望重点关注拉美和非洲两大区域。许多非洲国家已成为全球关键矿产生产中心，刚果（金）钴产量占全球 70% 以上，南非、加蓬和加纳锰产量合计占全球 60% 以上。伴随全球能源转型推进，各国关键矿产需求大幅增加。对非洲关键矿产生产国及重要运输通道的港口投资具备良好收益前景。拉美地区巴西及阿根廷的原油及粮食产量具备增长潜力，对其相应港口投资有望带来良好收益。

3.2. 参股港口：一带一路战略支点

招商港口紧握国内外发展机遇，在全球战略投资枢纽门户港。公司有望拓展“一带一路”

沿线港口网络，资产配置区位分布多元化以提升抗风险能力，投资收益有望稳健发展。

Terminal Link (TL) 对公司海外投资收益具有重要贡献。TL 的业务覆盖欧、亚、非、北美四大洲，是公司与达飞航运的全球港航资源合作核心平台，为公司持续创造协同价值。

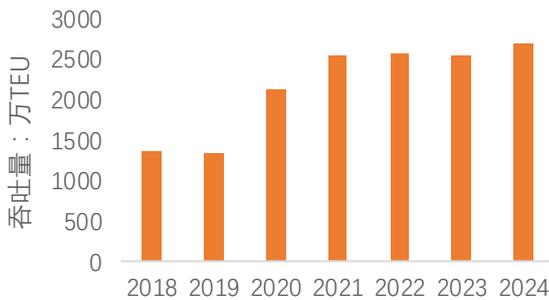
图 62：Terminal Link 港口分布欧、亚、非、北美四大洲



资料来源：Terminal Link 官网，天风证券研究所

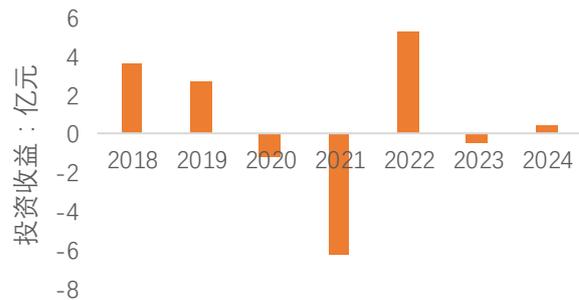
TL 的投资收益具有韧性。TL 的全球布局涵盖鹿特丹、安特卫普、青岛、新加坡、釜山及休斯顿等贸易核心枢纽港，2021-2024 年集装箱吞吐量持续高位运行，2024 年投资收益回升，展现韧性及增长潜力。港口区位多元化可增强其在复杂国际形势下的经营稳健性。

图 63：2021-2024 年 Terminal Link 集装箱吞吐量保持在高位



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 64：2024 年 Terminal Link 投资收益回升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司持续推进“一带一路”沿线港口投资布局，通过多元化投资分散风险并提升整体回报。土耳其 Kumport 区位优势显著，有望受益于伊斯坦布尔运河项目及该国对海运等方面的投资计划，投资收益向好。吉布提 PDSA 是国际航运主航道必经之地，可辐射东非、中东、红海及印度西岸地区，具备成为东非航运中心的潜力。公司未来有望重点投资“一带一路”沿线与中国经贸关系密切的关键港口并打造区域贸易枢纽网络，通过多元化布局形成区位互补优势，在国际航运格局波动时形成替代效应，分散地缘政治风险，提升投资收益。

4. 盈利预测与目标价

2025 年盈利有望增长。招商港口国内集装箱业务有望增长，参股公司盈利有望上行，海外业务量价向好。我们预计 2025-2027 年招商港口归母净利润分别为 46.9、51.3、55.7 亿元。可比公司 2025 年 Wind 一致预期平均 PE 为 12.1 倍，给予目标 PE 为 12.5 倍，对应目标价为 23.44 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

4.1. 盈利有望增长

假设 2025-2027 年珠三角港口业务营业收入增速为 5.5%、4.5%、4.5%。2025 年全球贸易趋缓，但东南亚经济增速有望保持相对较高水平，带动深西港区集装箱业务量价向好，假设珠三角集装箱吞吐量增速为 6%。2026-2027 年，鉴于全球贸易政策的不确定性，假设珠三角集装箱吞吐量增速为 5%。2025-2027 年粮食进口增速趋缓，假设珠三角散杂货吞吐量增速为 1%、1%、0%。考虑集装箱业务费率有望上升，假设 2025-2027 年该地区港口业务毛利率较 2024 年微增。

假设 2025-2027 年中国除珠三角、长三角、环渤海之外其他地区港口业务营业收入增速为 1.5%、0.5%、0%。该地区以湛江港散杂货业务为核心。假设 2025-2027 年受铁矿石及煤炭等进口需求趋缓影响，地区散杂货吞吐量增速为-1%、-1%、0%。地区集装箱吞吐量或将受益于内贸韧性，假设 2025-2027 年增速为 3%、2%、2%。考虑到费率趋稳，假设 2025-2027 年该地区港口业务毛利率相比 2024 年水平较为平稳。

假设 2025-2027 年其他国家港口业务营业收入增速为 6%、5%、4%。2025 年预测主因集装箱吞吐量及费率有望上升，尤其是巴西 TCP 业务有望高增长。2026-2027 年考虑到全球经济及贸易形势的不确定性，假设其他国家港口业务营业收入增速为 5%、4%。基于海外业务总体量价向好，假设 2025-2027 年其他国家港口业务毛利率增至 56%。

假设 2025-2027 年投资收益增速为 0%、3%、4%。投资收益主要由上港集团及宁波港贡献。考虑 2025-2027 年上港集团 Wind 一致预期净利润增速为-4.4%、1.7%、4.3%，2025Q1 上港集团营业收入及归母净利润增速分别为 6.3%、5.7%，以及未来全球贸易形势具有不确定性，审慎假设 2025-2027 年上港集团投资收益增速为-2%、2%、4%。考虑宁波港投资收益 2024 年增速 10.0%，以及全球贸易形势具有不确定性，假设 2025-2027 年宁波港投资收益增速为 6%、4%、4%。考虑 Terminal Link 投资收益具有韧性及其余参股公司投资收益受全球经济、贸易及汇率形势不确定性影响，给出总投资收益预测。

表 6：招商港口的核心财务指标预测

指标	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入：亿元	162.3	157.5	161.3	169.4	175.9	181.9
yoy	6.2%	-3.0%	2.4%	5.0%	3.8%	3.4%
港口业务收入：亿元	156.3	150.4	153.6	161.3	167.4	173.0
yoy	6.8%	-3.8%	2.2%	5.0%	3.8%	3.4%
毛利率	41.4%	41.5%	43.7%	44.1%	44.3%	44.4%
珠三角收入：亿元	67.7	60.8	64.3	67.9	70.9	74.1
yoy	9.8%	-10.3%	5.9%	5.5%	4.5%	4.5%
毛利率	43.2%	40.1%	43.3%	43.5%	43.5%	43.5%
其他地区收入：亿元	35.5	35.7	34.4	35.0	35.1	35.1
yoy	-5.2%	0.6%	-3.6%	1.5%	0.5%	0.0%
毛利率	24.2%	25.9%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
其他国家收入：亿元	40.9	47.5	54.5	57.8	60.7	63.1
yoy	10.6%	16.3%	14.7%	6.0%	5.0%	4.0%
毛利率	54.7%	56.2%	55.5%	56.0%	56.0%	56.0%
毛利润：亿元	65.8	64.3	69.3	73.5	76.7	79.6
yoy	5.5%	-2.2%	7.8%	6.0%	4.3%	3.8%
毛利率	40.5%	40.8%	43.0%	43.4%	43.6%	43.8%
投资收益：亿元	73.8	63.5	65.5	65.5	67.4	70.1
yoy	11.2%	-13.9%	3.1%	0.0%	3.0%	4.0%
归母净利润：亿元	33.4	35.7	45.2	46.9	51.3	55.7
yoy	24%	7%	26%	4%	9%	9%
ROE	6.2%	6.1%	7.3%	7.2%	7.6%	7.8%

注：其他地区指中国除珠三角、长三角、环渤海之外其他地区

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

投资并购驱动增长。公司 2010 年前重点建设国内港口网络，归母净利润增长；2010-2018 年全球扩张，净资产增长；2018 年后完善全球港口网络，归母净利润增长、ROE 上升。未来深西港区因东南亚经济增长及码头升级有望高增长；斯里兰卡母港因印度经济增长及石油需求上升有望增长；TCP 因巴西农产品出口向好、中巴贸易深化及码头升级有望增长；

VAST 因巴西原油产量及出口向好有望增长。我们认为公司未来在国内有望推进港口整合，港口板块高股息及低估值、宽松货币环境及新兴市场增长有望带动投资收益增长；在海外有望增加新兴市场控股码头，推进“一带一路”布局，并作为战略投资者参与关联项目。

4.2. 目标价 23.44 元，“增持”评级

可比公司 2025 年 Wind 一致预期平均 PE 为 12.1 倍。基于盈利向好的预期，给予招商港口的目标 PE 为 12.5 倍，对应目标价为 23.44 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：招商港口的可比公司 2025 年 Wind 一致预期和估值

代码	名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
		2025/7/17	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
601298.SH	青岛港	8.81	0.81	0.84	0.89	10.9	10.4	9.9
600018.SH	上港集团	5.59	0.64	0.61	0.62	8.7	9.1	9.0
601000.SH	唐山港	4.07	0.33	0.33	0.34	12.2	12.2	11.9
000582.SZ	北部湾港	8.16	0.58	0.49	0.52	14.1	16.7	15.6
	平均						12.1	11.6
001872.SZ	招商港口	20.20	1.81	1.88	2.05	11.2	10.8	9.9

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

5. 风险分析

全球经济增速下行风险。全球经济增速放缓或将抑制贸易需求。作为全球贸易的重要节点，港口吞吐量或将受此波及。港口业务量的波动将影响公司的营业收入及整体业绩表现。

全球贸易政策变化风险。全球贸易保护主义抬头及主要经济体间贸易政策不确定性的上升，可能引发全球供应链、产业链布局及贸易流向的调整，或将致使相关航线货量下降，进而影响公司营业收入及参股港口投资收益。公司为应对变化调整运营，可能导致成本上升。

地缘冲突升级风险。地缘冲突升级短期内或将引发战略物资关键运输通道的航行受限，将直接影响区域枢纽港口吞吐量及周转效率，中长期或将推动供应链重构及贸易政策调整。

大宗商品行业下行风险。散杂货吞吐量与大宗商品市场需求及价格紧密相关。大宗商品行业下行将导致相应货物贸易趋缓并影响以散杂货为核心业务的港口的吞吐量及营业收入。

港口收费政策调整风险。公司营业收入主要来源于港口货物装卸等服务，其收费标准遵循当地政府政策。港口收费政策调整及相关部门构建费率指导意见对公司经营可能产生影响。

海外港口业务扩张带来的运营管理风险。在拓展海外港口业务过程中，国内外港口监管政策和技术标准的差异或将为公司带来运营管理难度增加及合规风险提升等挑战。

专业人才引进和流失的风险。专业人才的流动与团队结构变化可能影响关键岗位的稳定性，进而对公司主营业务发展及科技创新进程带来潜在影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,079.65	16,630.40	21,673.25	30,081.88	38,697.97
应收票据及应收账款	1,429.05	1,463.54	1,573.27	1,580.44	1,681.69
预付账款	37.66	59.18	41.73	62.70	45.00
存货	218.90	269.96	239.42	287.76	255.95
其他	5,717.95	7,138.33	7,016.87	7,223.47	7,095.83
流动资产合计	23,483.21	25,561.40	30,544.54	39,236.26	47,776.43
长期股权投资	96,666.12	100,018.03	102,518.03	105,018.03	107,518.03
固定资产	28,986.54	30,689.22	28,979.16	27,254.82	25,516.19
在建工程	2,909.82	3,311.11	3,511.11	3,711.11	3,911.11
无形资产	18,124.05	17,398.48	16,344.18	15,269.88	14,195.59
其他	28,387.56	24,539.61	21,915.29	19,277.62	16,639.96
非流动资产合计	175,074.09	175,956.45	173,267.77	170,531.47	167,780.88
资产总计	198,557.30	201,517.85	203,812.31	209,767.72	215,557.31
短期借款	15,714.05	12,791.24	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付票据及应付账款	765.23	787.37	830.41	843.90	882.89
其他	12,616.35	18,668.09	18,448.02	18,816.25	18,585.53
流动负债合计	29,095.63	32,246.70	29,278.44	29,660.15	29,468.41
长期借款	18,227.54	15,582.59	15,000.00	15,000.00	15,000.00
应付债券	14,287.51	13,875.56	13,875.56	13,875.56	13,875.56
其他	11,376.68	11,654.56	11,654.56	11,654.56	11,654.56
非流动负债合计	43,891.74	41,112.72	40,530.12	40,530.12	40,530.12
负债合计	72,987.36	73,359.41	69,808.56	70,190.28	69,998.54
少数股东权益	66,722.34	66,655.70	69,151.78	71,772.31	74,507.12
股本	2,499.07	2,501.31	2,501.51	2,501.51	2,501.51
资本公积	37,076.85	37,362.98	37,362.98	37,362.98	37,362.98
留存收益	20,141.29	23,207.32	26,022.04	29,098.32	32,440.87
其他	(869.62)	(1,568.87)	(1,034.56)	(1,157.68)	(1,253.70)
股东权益合计	125,569.93	128,158.44	134,003.75	139,577.45	145,558.78
负债和股东权益总计	198,557.30	201,517.85	203,812.31	209,767.72	215,557.31

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	7,495.61	8,878.51	4,691.21	5,127.14	5,570.90
折旧摊销	2,946.23	2,923.65	2,864.35	2,898.64	2,912.92
财务费用	2,185.35	2,311.92	1,485.47	1,169.59	921.10
投资损失	(6,348.68)	(6,547.00)	(6,546.00)	(6,742.38)	(7,012.08)
营运资金变动	1,500.50	4,334.13	7.02	236.30	21.83
其它	(1,199.41)	(3,887.99)	4,160.13	4,367.56	4,558.01
经营活动现金流	6,579.61	8,013.21	6,662.17	7,056.85	6,972.70
资本支出	3,383.79	6,715.95	300.00	300.00	300.00
长期投资	4,301.82	3,351.91	2,500.00	2,500.00	2,500.00
其他	(3,918.43)	(9,589.54)	3,446.00	3,642.38	3,912.08
投资活动现金流	3,767.18	478.33	6,246.00	6,442.38	6,712.08
债权融资	2,923.43	(4,147.79)	(4,859.30)	(1,169.59)	(921.10)
股权融资	670.48	(2,250.71)	(3,006.02)	(3,921.01)	(4,147.59)
其他	(11,578.61)	(1,507.64)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(7,984.69)	(7,906.14)	(7,865.32)	(5,090.60)	(5,068.69)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,362.10	585.40	5,042.85	8,408.63	8,616.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,750.48	16,130.78	16,935.01	17,586.96	18,191.57
营业成本	9,318.19	9,196.02	9,582.13	9,916.98	10,227.77
营业税金及附加	313.00	332.33	348.90	362.33	374.79
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1,776.64	1,821.54	1,912.36	1,985.98	2,054.26
研发费用	223.74	201.76	211.81	219.97	227.53
财务费用	1,839.11	1,857.37	1,485.47	1,169.59	921.10
资产/信用减值损失	(154.01)	264.11	(50.00)	(50.00)	(50.00)
公允价值变动收益	73.35	390.23	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6,348.68	6,547.00	6,546.00	6,742.38	7,012.08
其他	261.15	219.47	220.00	220.00	220.00
营业利润	8,808.96	10,142.58	10,110.34	10,844.49	11,568.20
营业外收入	87.30	59.02	70.00	70.00	70.00
营业外支出	97.07	70.25	80.00	80.00	80.00
利润总额	8,799.19	10,131.34	10,100.34	10,834.49	11,558.20
所得税	1,303.58	1,252.84	1,249.00	1,339.79	1,429.28
净利润	7,495.61	8,878.51	8,851.33	9,494.70	10,128.92
少数股东损益	3,923.81	4,362.20	4,160.13	4,367.56	4,558.01
归属于母公司净利润	3,571.80	4,516.30	4,691.21	5,127.14	5,570.90
每股收益(元)	1.43	1.81	1.88	2.05	2.23

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-2.96%	2.41%	4.99%	3.85%	3.44%
营业利润	-5.14%	15.14%	-0.32%	7.26%	6.67%
归属于母公司净利润	7.02%	26.44%	3.87%	9.29%	8.66%
获利能力					
毛利率	40.84%	42.99%	43.42%	43.61%	43.78%
净利率	22.68%	28.00%	27.70%	29.15%	30.62%
ROE	6.07%	7.34%	7.23%	7.56%	7.84%
ROIC	6.65%	7.62%	7.26%	7.66%	8.12%
偿债能力					
资产负债率	36.76%	36.40%	34.25%	33.46%	32.47%
净负债率	31.03%	28.19%	20.68%	13.83%	7.34%
流动比率	0.81	0.79	1.04	1.32	1.62
速动比率	0.80	0.78	1.04	1.31	1.61
营运能力					
应收账款周转率	11.49	11.15	11.15	11.15	11.15
存货周转率	70.94	65.99	66.49	66.72	66.92
总资产周转率	0.08	0.08	0.08	0.09	0.09
每股指标(元)					
每股收益	1.43	1.81	1.88	2.05	2.23
每股经营现金流	2.63	3.20	2.66	2.82	2.79
每股净资产	23.55	24.59	25.93	27.11	28.40
估值比率					
市盈率	14.13	11.19	10.77	9.86	9.07
市净率	0.86	0.82	0.78	0.75	0.71
EV/EBITDA	8.62	8.91	8.59	7.95	7.32
EV/EBIT	10.87	11.06	10.73	9.88	9.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com