

★ 投资评级:增持（首次）

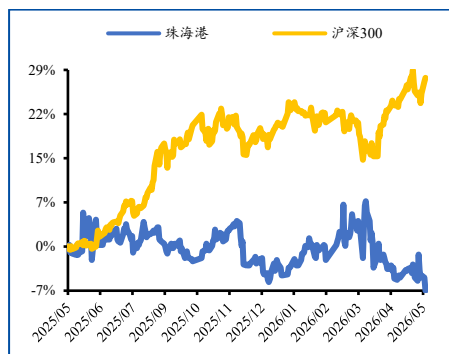
核心观点

基本数据

2026-05-26

收盘价（元）	5.07
流通股本（亿股）	9.02
每股净资产（元）	6.50
总股本（亿股）	9.20

最近 12 月市场表现



分析师 祝玉波

SAC 证书编号: S0160525100001

zhuyb01@ctsec.com

联系人 史亚州

shiyz01@ctsec.com

相关报告

- ❖ **江海联运枢纽，综合港航服务商：**珠海港于 1993 年在深交所上市，是珠海市港口航运物流和新能源发展的重要平台。公司以位于珠海高栏母港的海港码头港弘码头及位于西江流域、长江流域的四个控股内河码头为依托，形成“江-海-铁”多式联运格局。此外公司还布局了新能源板块，主要涉及风力发电、光伏发电等新能源、清洁能源的投资、运营及服务。
- ❖ **港航物流：板块联动提效赋能，货运吞吐稳步上行：**公司港航物流业务分为港口航运、物流、港口服务三大板块。2025 年，港航物流业务整体毛利规模创下近五年新高，盈利结构进一步优化。受益于我国外贸结构持续优化与内需市场稳健扩容，港口经济韧性凸显，公司港口吞吐量实现了稳健增长，2025 年港口货物总吞吐量达 5940.2 万吨，同比增长 2.7%。三大板块协同联动，持续提升港口作业效率和综合服务能力。
- ❖ **新能源：盈利韧性持续显现，风光协同赋能长期增长：**公司持续加强风电、光伏发电、BIPV 等新能源项目拓展，在全国已投资控股八个陆上风电场，二十八个分布式光伏项目，并参股海上风电项目，同时将业务向光伏产业链上游布局和延伸。随着公司积极延伸新能源业务链条，创新业务模式，预计公司新能源业务市场竞争力将持续增强。
- ❖ **投资建议：**公司港航协同提质增效，新能源业务持续拓展增量空间。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 44.7/45.4/46.1 亿元，归母净利润 2.6/2.8/3.0 亿元，对应 PE 分别为 17.8/16.5/15.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**国际贸易摩擦风险；部分项目回收期较长风险；航运运价波动风险；技术替代及产品创新风险；参股企业分红不及预期风险

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,125	4,387	4,466	4,542	4,613
收入增长率（%）	-6.1	-14.4	1.8	1.7	1.6
归母净利润（百万元）	292	241	262	283	303
净利润增长率（%）	5.4	-17.4	8.5	8.1	7.1
EPS（元）	0.25	0.24	0.28	0.31	0.33
PE	20.1	22.2	17.8	16.5	15.4
ROE（%）	4.4	3.8	3.8	3.9	4.0
PB	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 05 月 26 日收盘价计算）

内容目录

1 公司简介：江海联运枢纽，综合港航服务商.....	4
1.1 深耕湾区，跨流域港口与新能源协同发展.....	4
1.2 主营业务：港航物流+新能源业务双轮驱动	5
2 港航物流：板块联动提效赋能，货运吞吐稳步上行.....	7
2.1 三大业务协同联动，港航物流盈利结构持续优化.....	7
2.2 江海联动赋能，港口业务稳健增长.....	8
3 新能源：盈利韧性持续显现，风光协同赋能长期增长.....	9
3.1 风光装机扩容与用电需求双增，打开新能源成长空间.....	9
3.2 风电业务：存量提质增效，运营表现稳健.....	10
3.3 光伏业务：拓局扩能蓄力，打造新增长点.....	11
4 投资建议.....	12
5 风险提示.....	14

图表目录

图 1：“一港四区”跨流域协同格局	4
图 2：公司陆上风电场分布图	4
图 3：珠海港控股集团为公司控股股东，实控人为珠海市国资委	5
图 4：2021-2025 年港口板块收入 CAGR 8%，新能源板块收入 CAGR 达 6%.....	6
图 5：新能源及港口板块为公司主要毛利来源	6
图 6：2021-2025 年公司总体毛利率稳步提升	7
图 7：公司港航物流涉及 3 大业务	7
图 8：2025 年公司港口业务毛利占港航物流总毛利的 62%	8
图 9：2023-2025 年公司货物总吞吐量年 CAGR 达 8.9%	8
图 10：公司散杂货总吞吐量稳步提升	9
图 11：2025 年公司集装箱吞吐量同比增长 5.7%.....	9
图 12：传统能源托底，新能源发电量显著提升	10
图 13：全国各类装机在 2014-2025 年变化情况	10
图 14：公司风电上网量稳健增长	11
表 1：公司现有风电场 2025 年运营情况	11
表 2：公司主要光伏项目梳理	12
表 3：公司盈利预测表	13

表 4: 可比公司估值表	14
表 5: 可比公司财务对比	14

1 公司简介：江海联运枢纽，综合港航服务商

1.1 深耕湾区，跨流域港口与新能源协同发展

珠海港于 1993 年在深交所上市，是珠海市港口航运物流和新能源发展的重要平台。公司在高栏母港布局深海码头港弘码头（华南地区大型干散货专业化深水码头），沿西江黄金水道战略性布局云浮、梧州、桂平三大控股内河码头，并深入长江经济圈控股运营常熟兴华港口（华东地区最大纸浆物流集散中心），形成“一港四区”跨流域协同格局。

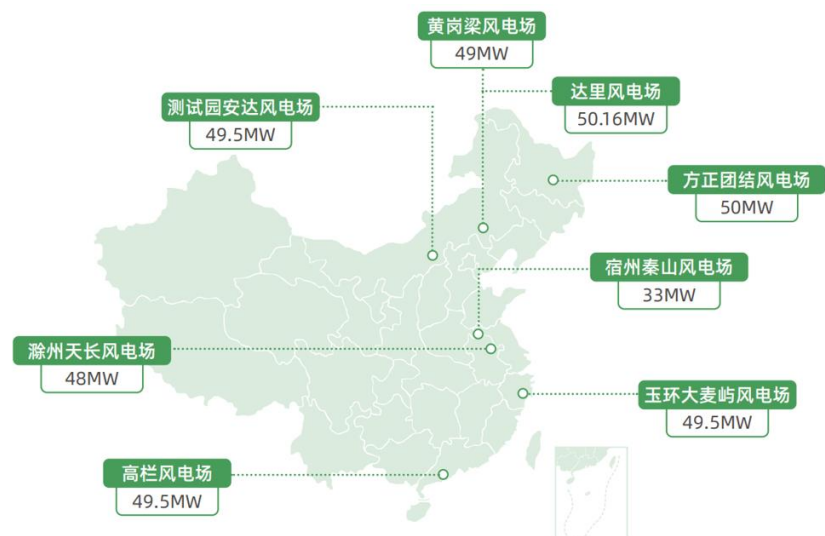
图1：“一港四区”跨流域协同格局



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司持续加强风电、光伏发电等新能源项目拓展，在全国已投资控股八个陆上风电场，二十八个分布式光伏项目，并参股海上风电项目，同时将业务向光伏产业链上游布局和延伸。

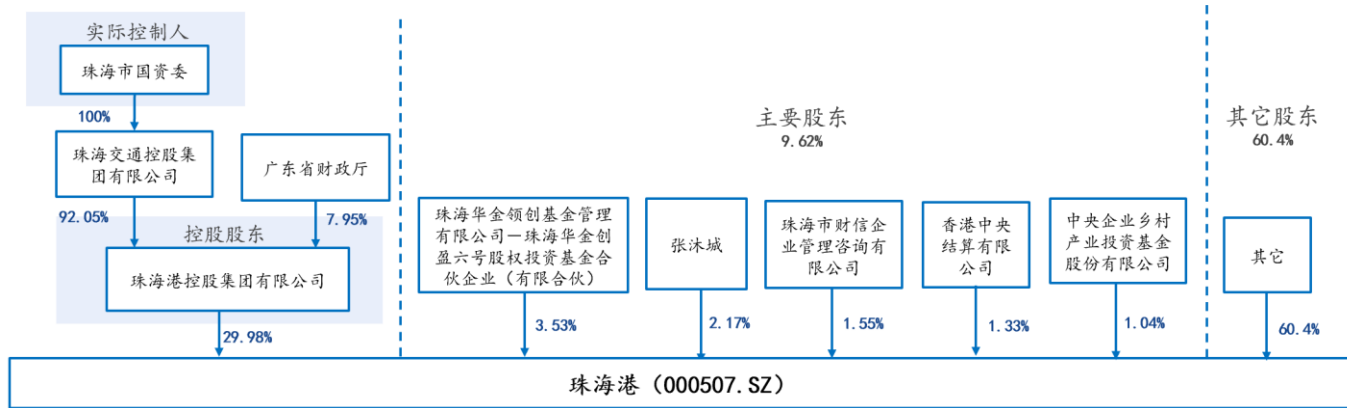
图2：公司陆上风电场分布图



数据来源：公司公告，财通证券研究所

股权结构方面,截至 2026 年 3 月 31 日,珠海港控股集团有限公司持有公司 29.98% 的股权,为公司控股股东,实际控制人为珠海市国资委。

图3: 珠海港控股集团有限公司为公司控股股东, 实控人为珠海市国资委



注：持股比例截至2026.3.31

数据来源：iFinD，公司公告，公司官网，财通证券研究所

1.2 主营业务：港航物流+新能源业务双轮驱动

公司主要从事港航物流和新能源两大核心业务。

港航物流板块：包括港口的投资运营、船舶运输、物流及港航配套服务等业务。

1) 港口及航运业务：公司以位于珠海高栏母港的海港码头港弘码头及位于西江流域、长江流域的四个控股内河码头为依托，发挥广珠铁路直达高栏港区及江海联运、海铁联运、水水中转等多式联运优势，西江驳运及国内沿海运输业务，旗下港弘码头为粤港澳大湾区稀缺的 20 万吨级大型干散货码头之一。2025 年港口总吞吐量 5,940.2 万吨，同比增长 2.7%，其中散杂货吞吐量 4,985.2 万吨，同比增长 2.9%，集装箱吞吐量 65.4 万标箱，同比增长 5.7%。

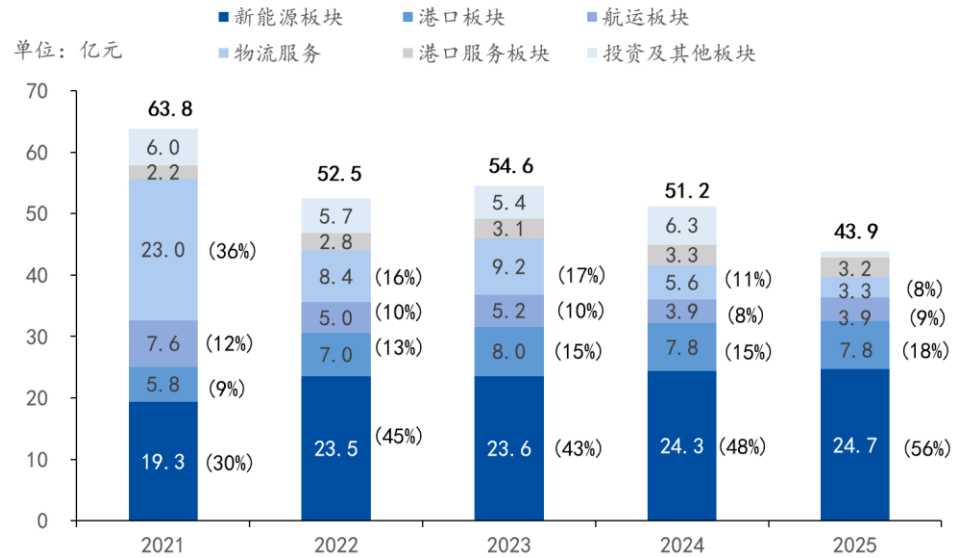
2) 物流业务：提供包括传统货运、仓储、保税 VMI 等业务，围绕煤炭、粮食、钢材等主力货种，不断延伸物流服务链。

3) 港口服务业务：提供包括船代、货代、理货、拖轮、报关等港航配套全程服务，以珠海高栏母港为中心，深耕粤港澳大湾区及西江、长江经济带。

新能源板块：主要从事风力发电、光伏发电、管道燃气、天然气发电等新能源、清洁能源的投资、运营及服务，在全国已投资控股八个陆上风电场，形成了华北、华东、华南三大风力发电基地。2025 年公司电力板块自主经营的 8 个风电场实现上网电量 7.79 亿千瓦时，同比增长 12.9%，实现运营利润 6,837.94 万元，同比增长 0.2%；公司积极拓展分布式光伏及地面光伏电站项目，全年实现发电量 0.98 亿千瓦时，同比增长 39.5%；港兴燃气聚焦安全生产、能源保障，截至 2025 年末累计已完成约 485 公里市政燃气管道建设，实现销气量约 1.19 亿标方。

2025 年公司实现收入 43.9 亿元，同比下降 14.4%，主要系物流板块逐步退出贸易业务以及珠海可口可乐 2025 年已不再纳入合并范围。

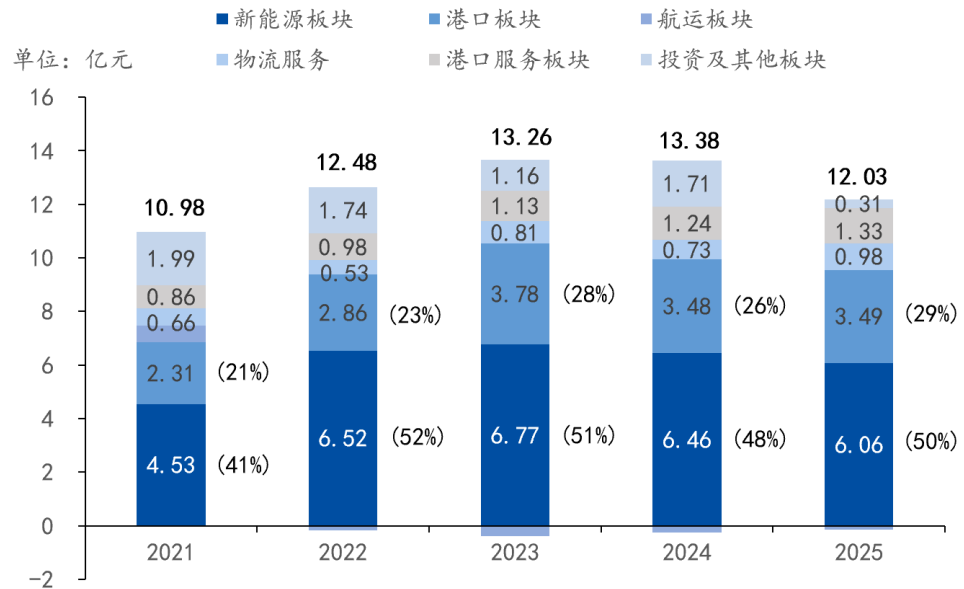
图4: 2021-2025 年港口板块收入 CAGR 8%，新能源板块收入 CAGR 达 6%



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

2025 年，公司实现整体毛利 12.03 亿元，其中港口板块毛利总额达 3.49 亿元，占总毛利的 29%，较 2021 年增长 8pct；新能源板块毛利从 2021 年的 4.53 亿元稳步提升至 2025 年的 6.06 亿元，占公司总毛利为 50%，较 2021 年增长 9pct。2025 年公司总毛利有所下滑，主要系珠海可口可乐不再纳入合并范围，导致投资及其他业务板块毛利有所下降。

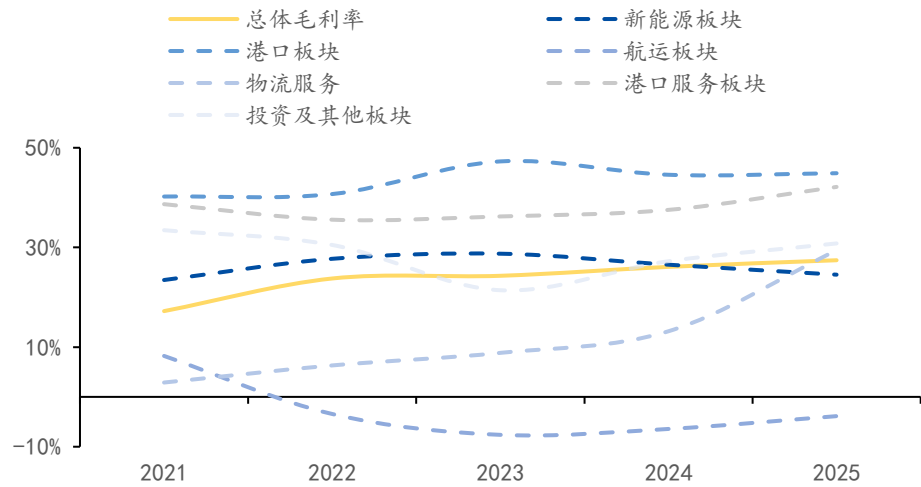
图5: 新能源及港口板块为公司主要毛利来源



数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

2025 年公司总体毛利率 27.4%，较 2021 年提升 10.2pct，主要系物流服务及港口服务板块毛利率提升，以及公司逐步优化业务结构，改善盈利质量。2025 年公司物流服务以及港口服务板块毛利率分别为 29.4%、42.1%，同比上升 16.2pct、4.6pct。同时航运业务亏损幅度持续收窄，共同推动公司整体毛利率实现稳步上行。

图6: 2021-2025 年公司总体毛利率稳步提升



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

2 港航物流：板块联动提效赋能，货运吞吐稳步上行

2.1 三大业务协同联动，港航物流盈利结构持续优化

公司港航物流业务主要分为三大板块：1) 港口航运业务以珠海高栏母港港弘码头及西江、长江流域四个控股内河码头为依托，开展西江驳运及国内沿海运输业务；2) 物流业务提供传统货运、仓储、保税 VMI、商贸物流等服务，围绕优势货种打造综合物流与全程供应链一体化服务，构建区域物流网络；3) 港口服务业务提供船代、货代、理货、拖轮、报关等港航配套全程服务，向产业链上下游延伸，形成完善集疏运体系。三大板块协同联动，共同构建了覆盖港口航运、综合物流与配套服务的完整港口物流服务链条。

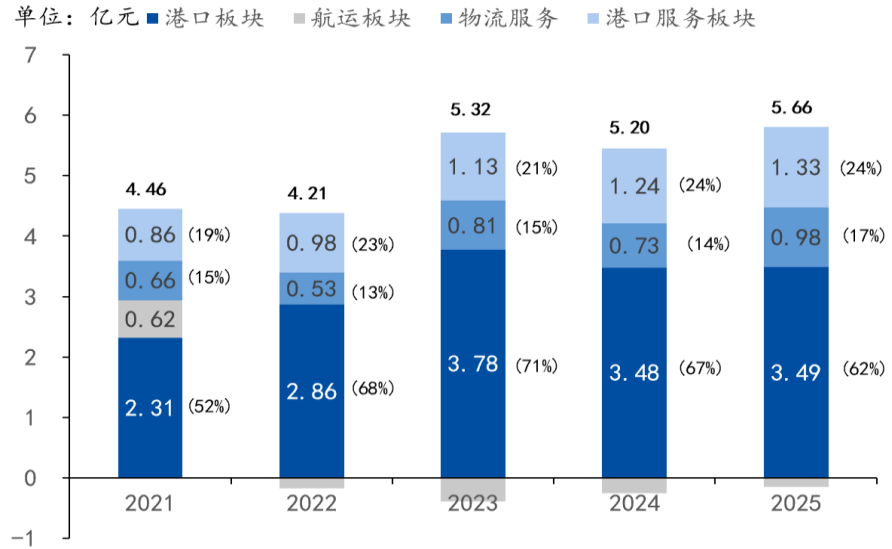
图7: 公司港航物流涉及 3 大业务



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

2025 年，公司港航物流业务整体毛利达 5.66 亿元，同比增长 9%，规模创下近五年新高，盈利结构进一步优化，其中港口板块贡献毛利 3.49 亿元，占比 62%，物流服务板块实现毛利 0.98 亿元，占比 17%，港口服务板块毛利 1.33 亿元，占比 24%，两大增值服务板块合计贡献毛利超 40%，较往年占比持续提升，盈利结构的稳定性与质量均得到进一步增强。

图8: 2025 年公司港口业务毛利占港航物流总毛利的 62%

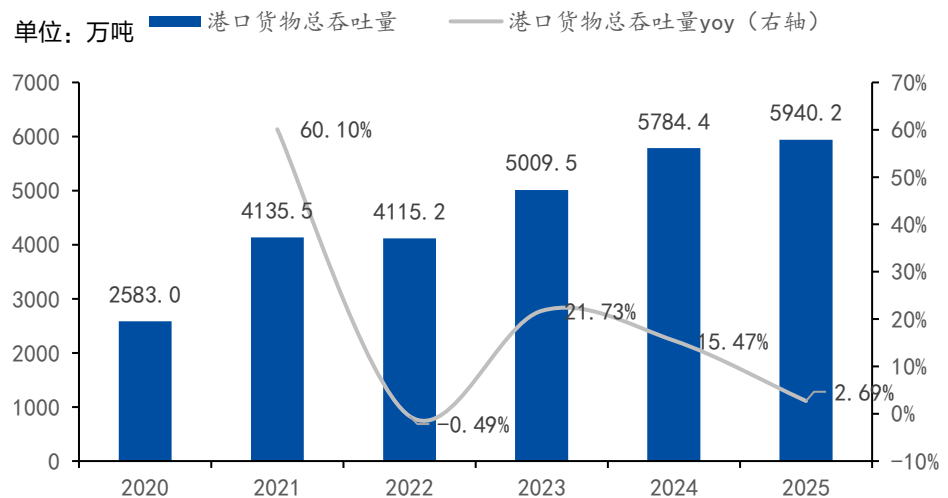


数据来源：iFinD，财通证券研究所

2.2 江海联动赋能，港口业务稳健增长

受益于我国外贸结构持续优化与内需市场稳健扩容，港口经济韧性凸显，公司港口吞吐量实现了稳健增长，2025 年公司港口货物总吞吐量达 5940.2 万吨，同比增长 2.7%，2023-2025 年 CAGR 达 8.9%，业务规模持续扩张。

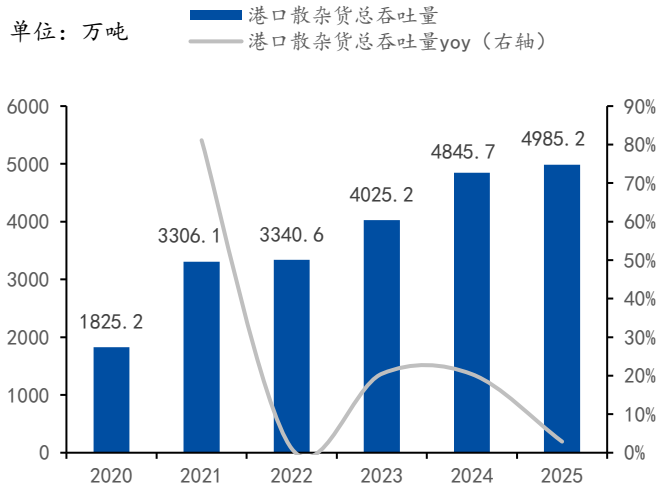
图9: 2023-2025 年公司货物总吞吐量年 CAGR 达 8.9%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

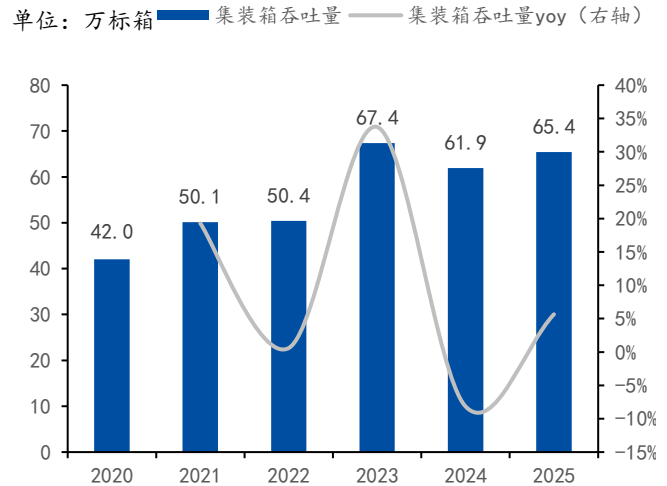
2025 年公司散杂货与集装箱吞吐量均实现稳健增长，散杂货总吞吐量达 4985.2 万吨，同比增长 2.9%，集装箱吞吐量达 65.4 万标箱，同比增长 5.7%。

图10: 公司散杂货总吞吐量稳步提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图11: 2025 年公司集装箱吞吐量同比增长 5.7%



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司充分发挥江海联运枢纽功能，全面提升港口航运物流主业能级，持续提升港口作业效率和综合服务能力，积极开拓新航线及外拓市场，开拓多元化新货种，延伸业务辐射范围，有效保障了企业经营态势稳定。

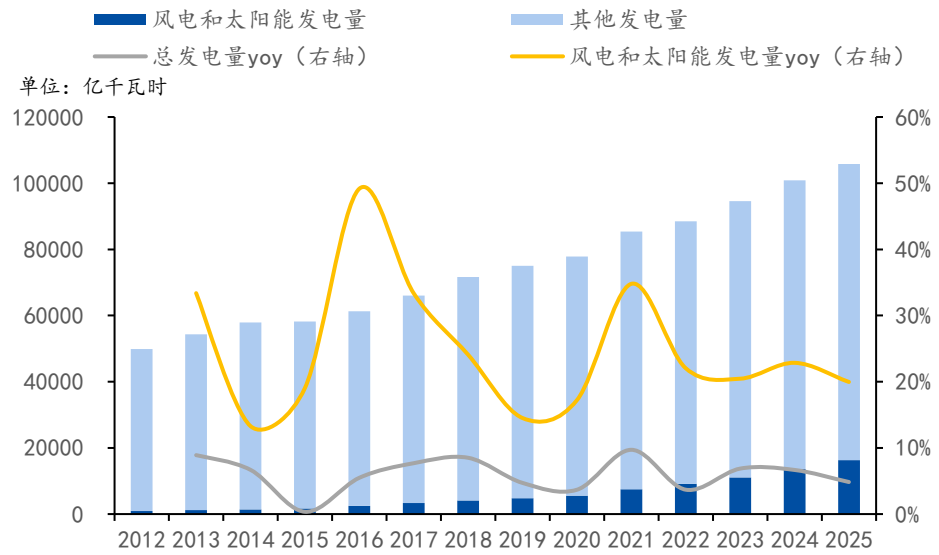
3 新能源：盈利韧性持续显现，风光协同赋能长期增长

3.1 风光装机扩容与用电需求双增，打开新能源成长空间

当前我国电力结构正加速向清洁低碳方向转型，发电端绿色化进程持续深化。风光发电量从 2012 年的 934 亿千瓦时飙升至 2025 年的 1.63 万亿千瓦时，13 年间规模扩张超 17 倍，年复合增速达 24.6%，风光发电在总发电量中的占比由不足 2% 提升至 15%+，成为电力供给增长的核心增量来源。

清洁电力供给能力不断增强，预计将逐步优化传统火电主导的能源格局，为我国构建新型电力系统、实现“双碳”目标筑牢坚实基础。

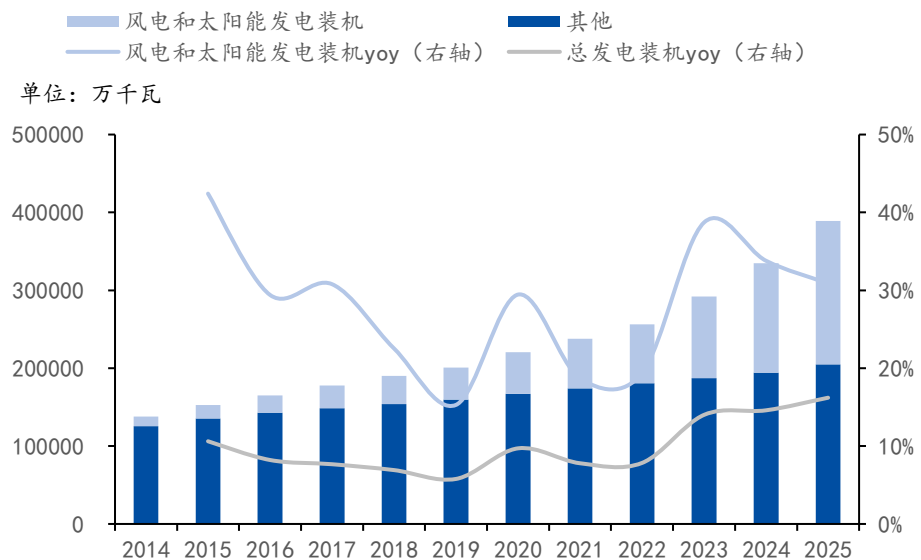
图12: 传统能源托底，新能源发电量显著提升



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

近年来，风电和太阳能发电装机规模再创新高，规模占比稳步提升。截至2025年底，全国风能和太阳能发电装机总量达18.42亿千瓦，同比增长31%，占全国电力总装机的47%，占比同比增长5pct。

图13: 全国各类装机在2014-2025年变化情况



数据来源: iFinD, 财通证券研究所

电力供给侧清洁化转型与需求侧用电规模持续扩张的双重驱动下，风光发电已成为电力系统增量的核心来源。在此背景下，公司以分布式光伏、风电运营为代表的新能源业务迎来新的发展机遇。

3.2 风电业务：存量提质增效，运营表现稳健

风电业务作为公司新能源板块的核心组成部分，2025年实现了稳健增长，公司旗下8座风电场均已投入商业运营，全年合计发电量达8.01亿千瓦时，同比增长

13.1%；对应上网电量 7.79 亿千瓦时，同比增长 12.9%。发电量与上网电量的双位数提升。

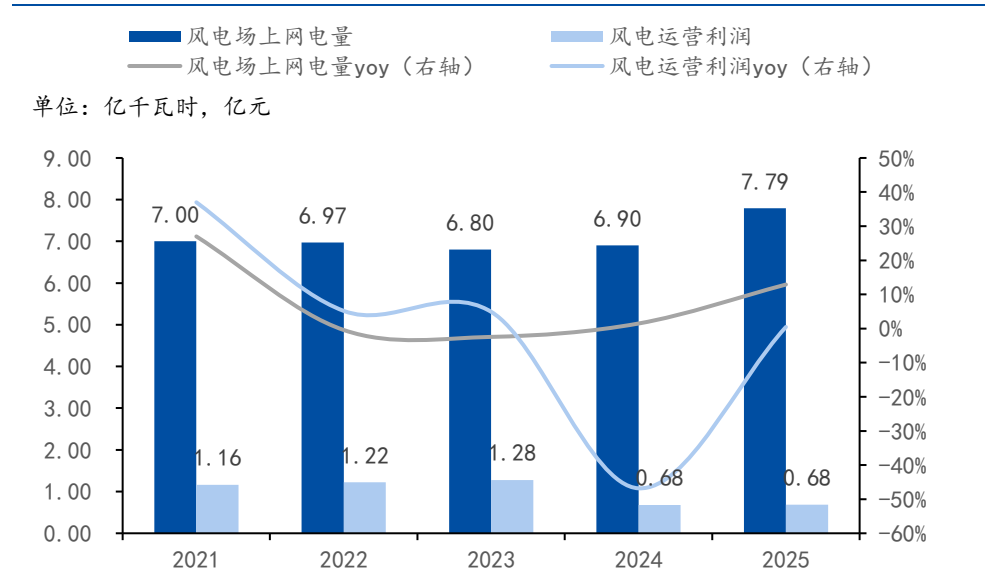
表1: 公司现有风电场 2025 年运营情况

2025 年	发电量 (万千瓦时)	本报告期比上年同期增减	上网电量 (万千瓦时)	本报告期比上年同期增减
高栏风电场	6,032.4	-20.2%	5,852.0	-20.9%
达里风电场	10,098.3	2.0%	9,925.7	1.3%
黄岗梁风电场	11,167.8	-9.7%	11,069.0	-9.8%
安达风电场	12,925.8	9.3%	12,160.1	9.7%
秦山风电场	7,020.8	14.0%	6,908.8	13.9%
杨村风电场	13,234.4	12.1%	12,761.3	12.2%
大麦屿风电场	7,288.2	-7.2%	7,200.2	-7.2%
团结风电场	12,377.6	265.7%	12,018.3	265.7%
合计	80,145.3	13.1%	77,895.4	12.9%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司旗下风电企业生产运营保持稳定，2024 年和 2025 年，风电场实现上网电量分别为 6.90、7.79 亿千瓦时，同比分别增长 1.47%、12.90%；受部分地区风资源状况不佳和极端天气影响，以及达里风电场延寿后综合电价下降，2024 年实现运营利润 0.68 亿元，同比下降 46.82%，2025 年风电运营利润 0.68 亿元，同比增长 0.45%。后续随着风况向好及存量项目提质增效，盈利有望稳健增长。

图14: 公司风电上网量稳健增长



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.3 光伏业务：拓局扩能蓄力，打造新增长点

公司光伏业务从技术探索到规模化运营实现快速成长，业务布局持续扩张、装机规模与发电能力稳步提升，2025 年进一步完成南通、德州地区多个分布式光伏项目收购，运营项目达 28 个，控股装机容量提升至 135.5MW，较 2024 年增长 83.9%，全年发电量达 9,844.5 万千瓦时，同比增长 39.5%。

表2: 公司主要光伏项目梳理

年份	当年新增光伏项目	分布式光伏电站数量 (个)	光伏控股装机总容量	光伏电站发电量
2025	完成南通地区 3 个、德州地区 4 个分布式光伏项目收购，运营 28 个分布式光伏项目。	28	135.5MW	9,844.5 万千瓦时
2024	秀强股份南厂区光伏车棚改造项目总装机容量 689.97KW，6 月 23 日并网发电，2024 年度发电量 323,510KWH。公司已经建设并拥有十五个工商业光伏屋顶电站，完成了德州 17.9MW 分布式光伏的收购、肇庆唯品会 10MW 分布式光伏的收购。	15	73.7MW	7,058.5 万千瓦时
2023	秀强股份成功完成了湖南耒阳自来水公司 5.16MW 分布式光伏项目的建设与投资；是湖南省首个，同时也是国内最大规模的“光伏+水务”项目。	12	45.8MW	3,965.2 万千瓦时
2022	成功收购衢州物流园项目 3MW 分布式光伏项目、德州 17.23MW 屋顶分布式光伏项目和沧州 5.67MW 屋顶分布式光伏。	10	33.5MW	717.8 万千瓦时

数据来源：公司公告，财通证券研究所

4 投资建议

我们预测，2026-2028 年公司整体收入增速分别为 1.8%/1.7%/1.6%，随着公司业务企稳回升，公司整体毛利率预计将维持稳中有升态势，2026-2028 年整体毛利率预计分别为 27.8%/28.1%/28.3%。其中，

1) 港口板块业务：公司核心港口业务保持稳健运营，预计该业务 2026-2028 年收入增速分别为 2.0%/1.9%/1.8%，毛利率分别为 45.0%/45.2%/45.3%；

2) 航运板块业务：该业务运营逐步企稳，预计该板块 2026-2028 年收入增速分别为-0.5%/0.0%/0.5%，毛利率分别为 0.0%/2.0%/3.0%；

3) 物流板块业务：前期高基数影响消退，业务逐步企稳回升，预计该业务 2026-2028 年收入增速分别为 3.0%/2.5%/2.0%，毛利率分别为 29.0%/29.3%/29.5%；

4) 港口服务板块业务：预计该业务 2026-2028 年收入增速分别为 2.0%/2.0%/2.0%，毛利率分别为 42.0%/42.5%/43.0%；

5) 新能源板块业务：预计该业务 2026-2028 年收入增速分别为 2.0%/1.8%/1.6%，毛利率分别为 24.5%/24.5%/24.5%；

6) 投资及其他板块业务：业务规模趋于稳定，预计该业务 2026-2028 年收入增速分别为 0.0%/0.0%/0.0%，毛利率分别为 30.0%/30.0%/30.0%。

费用：公司持续推进费用精细化管理，预计整体费用率整体平稳，2026-2028 年公司费用率分别为 10.9%/11.0%/11.1%。

所得税：预计 2026-2028 年公司所得税税率分别为 25.0%/25.0%/25.0%。



归母净利润：通过持续的成本管控及费用优化，预计公司归母净利润率将稳步提升，预计 2026-2028 年归母净利率分别为 5.9%/6.2%/6.6%，公司归母净利润增速分别为 8.5%/8.1%/7.1%。

表3: 公司盈利预测表

亿元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
一、总收入	54.6	51.2	43.9	44.7	45.4	46.1
yoy		-6.1%	-14.4%	1.8%	1.7%	1.6%
1.港口板块收入	8.0	7.8	7.8	7.9	8.1	8.2
yoy		-2.4%	-0.2%	2.0%	1.9%	1.8%
2.航运板块收入	5.2	3.9	3.9	3.8	3.8	3.9
yoy		-25.0%	-1.7%	-0.5%	0.0%	0.5%
3.物流板块收入	9.2	5.6	3.3	3.4	3.5	3.6
yoy		-39.5%	-39.9%	3.0%	2.5%	2.0%
4.港口服务板块收入	3.1	3.3	3.2	3.2	3.3	3.4
yoy		5.8%	-4.6%	2.0%	2.0%	2.0%
5.新能源板块收入	23.6	24.3	24.7	25.2	25.7	26.1
yoy		3.3%	1.5%	2.0%	1.8%	1.6%
6.投资及其他板块收入	5.4	6.3	1.0	1.0	1.0	1.0
yoy		15.9%	-84.0%	0.0%	0.0%	0.0%
二、总毛利	13.3	13.4	12.0	12.4	12.8	13.0
yoy		0.9%	-10.0%	3.1%	2.8%	2.2%
整体毛利率	24.3%	26.1%	27.4%	27.8%	28.1%	28.3%
1.港口板块毛利率	47.3%	44.6%	44.9%	45.0%	45.2%	45.3%
2.航运板块毛利率	-7.6%	-6.4%	-3.9%	0.0%	2.0%	3.0%
3.物流板块毛利率	8.8%	13.2%	29.4%	29.0%	29.3%	29.5%
4.港口服务板块毛利率	36.2%	37.5%	42.1%	42.0%	42.5%	43.0%
5.新能源板块毛利率	28.7%	26.5%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
6.投资及其他板块毛利率	21.4%	27.2%	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%
三、费用率	10.8%	11.8%	10.6%	10.9%	11.0%	11.1%
1.销售费用率	2.8%	2.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
2.管理费用率	7.0%	7.8%	7.6%	7.8%	7.9%	8.0%
3.研发费用率	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
四、所得税税率	20.7%	23.6%	29.1%	25.0%	25.0%	25.0%
五、归母净利润	2.8	2.9	2.4	2.6	2.8	3.0
yoy		5.4%	-17.4%	8.5%	8.1%	7.1%
归母净利率	5.1%	5.7%	5.5%	5.9%	6.2%	6.6%

数据来源：iFinD，公司公告，财通证券研究所

我们选取从事港口物流等类似业务的厦门港务、北部湾港，以及从事风电业务相关的节能风电作为可比公司，2026-2028 年可比公司 PE 均值分别为 37.9、30.9、27.0，公司 PE 为 17.8、16.5、15.4，相较可比公司具备一定估值优势。

表4: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
000905.SZ	厦门港务	148.5	2.0	2.1	3.5	4.2	4.4	26.6	47.1	42.6	35.5	33.7
000582.SZ	北部湾港	333.5	12.2	10.4	13.3	17.1	21.0	13.6	21.1	25.1	19.5	15.9
601016.SH	节能风电	303.0	13.3	6.9	6.6	8.0	9.6	15.4	27.7	46.0	37.8	31.5
可比公司 PE 均值								18.5	32.0	37.9	30.9	27.0
000507.SZ	珠海港	46.6	2.9	2.4	2.6	2.8	3.0	20.1	22.2	17.8	16.5	15.4

数据来源: iFinD, 财通证券研究所 注: 数据截至 2026 年 5 月 26 日, 北部湾港预测数据来自财通预测, 厦门港务及节能风电预测数据采用 iFinD 一致预期

公司通过构建港航物流+新能源双主业, 业绩稳健性相对较优。

表5: 可比公司财务对比

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
厦门港务	235.8	220.0	229.3	221.5	221.3	2.4	2.5	2.3	2.0	2.1
yoy		-6.7%	4.2%	-3.4%	-0.1%		2.8%	-5.9%	-13.8%	3.0%
北部湾港	59.0	63.8	69.5	70.0	76.1	10.3	10.4	11.3	12.2	10.4
yoy		8.1%	9.0%	0.8%	8.7%		1.1%	8.4%	8.2%	-14.9%
节能风电	35.4	52.4	51.2	50.3	45.0	7.7	16.3	15.1	13.3	6.9
yoy		48.1%	-2.4%	-1.7%	-10.6%		112.4%	-7.3%	-12.0%	-48.4%
珠海港	63.8	52.5	54.6	51.2	43.9	4.5	3.1	2.8	2.9	2.4
yoy		-17.7%	3.9%	-6.1%	-14.4%		-31.2%	-9.6%	5.4%	-17.4%

数据来源: iFinD, 财通证券研究所

公司港航协同提质增效, 新能源业务持续拓展增量空间。我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 44.7/45.4/46.1 亿元, 归母净利润 2.6/2.8/3.0 亿元, 对应 PE 分别为 17.8/16.5/15.4 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5 风险提示

国际贸易摩擦风险: 国际贸易摩擦可能导致公司腹地外贸需求收缩、港口吞吐量下滑, 对港航物流主业营收与盈利造成不利影响。

部分项目回收期较长风险: 公司港口、新能源等重资产项目投资规模大、建设周期长, 若产能利用率不及预期, 将延长投资回收期, 对短期盈利与资金周转构成挑战。

航运运价波动风险: 航运市场运价受全球经济、供需格局影响呈周期性波动, 运价下行或剧烈波动将直接压缩业务毛利, 导致公司经营业绩波动。

技术替代及产品创新风险: 光伏玻璃等业务技术迭代加速, 公司现有技术及产品易被替代, 削弱市场竞争力与盈利持续性。

参股企业分红不及预期风险: 参股企业盈利与分红受宏观经济、行业政策及自身经营影响, 若其分红能力减弱, 将直接影响公司投资收益与整体利润水平。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5124.97	4386.84	4466.26	4541.77	4612.95	成长性					
减:营业成本	3787.45	3183.72	3225.99	3266.39	3308.95	营业收入增长率	-6.1%	-14.4%	1.8%	1.7%	1.6%
营业税费	47.03	43.04	44.66	45.42	46.13	营业利润增长率	0.4%	-0.2%	3.9%	4.8%	3.5%
销售费用	146.13	79.20	80.39	82.66	84.42	净利润增长率	5.4%	-17.4%	8.5%	8.1%	7.1%
管理费用	400.64	332.95	348.37	358.80	369.04	EBITDA 增长率	-2.2%	0.8%	17.5%	5.4%	3.9%
研发费用	58.38	53.93	55.83	56.77	57.66	EBIT 增长率	-5.2%	3.8%	20.7%	2.4%	2.2%
财务费用	284.26	254.97	246.62	242.78	239.62	NOPLAT 增长率	-8.6%	-3.7%	27.7%	2.4%	2.2%
资产减值损失	-22.21	-31.60	-30.00	-30.00	-30.00	投资资本增长率	0.5%	-2.0%	5.0%	2.6%	2.6%
加:公允价值变动收益	4.26	10.57	5.76	6.86	7.73	净资产增长率	0.4%	-2.1%	8.3%	4.5%	4.4%
投资和汇兑收益	235.08	165.80	156.32	158.96	161.45	利润率					
营业利润	584.76	583.40	605.95	634.75	656.76	毛利率	26.1%	27.4%	27.8%	28.1%	28.3%
加:营业外净收支	40.73	-15.65	-19.00	-24.00	-24.00	营业利润率	11.4%	13.3%	13.6%	14.0%	14.2%
利润总额	625.49	567.75	586.95	610.75	632.76	净利率	9.3%	9.2%	9.9%	10.1%	10.3%
减:所得税	147.56	165.18	146.74	152.69	158.19	EBITDA/营业收入	23.1%	27.2%	31.3%	32.5%	33.2%
净利润	292.10	241.20	261.75	282.84	302.88	EBIT/营业收入	13.0%	15.7%	18.7%	18.8%	18.9%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	运营效率					
货币资金	2844.42	2661.87	3319.03	3634.44	4005.82	固定资产周转天数	508	576	568	565	557
交易性金融资产	3.01	5.86	11.62	18.48	26.21	流动营业资本周转天数	-27	-72	-140	-157	-158
应收账款	1384.17	1364.83	1401.91	1438.23	1473.58	流动资产周转天数	426	491	509	549	575
应收票据	306.06	340.57	372.19	384.79	397.23	应收账款周转天数	93	113	112	113	114
预付账款	45.94	20.89	22.58	24.50	26.47	存货周转天数	31	31	32	34	35
存货	280.41	275.16	304.68	313.03	321.70	总资产周转天数	1441	1677	1697	1733	1754
其他流动资产	1068.43	1086.58	1106.58	1126.58	1146.58	投资资本周转天数	1194	1384	1379	1407	1421
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	4.4%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
长期股权投资	2306.33	2407.92	2507.92	2607.92	2707.92	ROA	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
投资性房地产	148.87	140.50	140.50	140.50	140.50	ROIC	3.0%	2.9%	3.6%	3.6%	3.5%
固定资产	7046.11	6983.01	7099.56	7147.01	7130.99	费用率					
在建工程	210.85	240.49	189.35	153.54	128.48	销售费用率	2.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
无形资产	1421.65	1377.87	1372.39	1364.41	1353.93	管理费用率	7.8%	7.6%	7.8%	7.9%	8.0%
其他非流动资产	39.70	43.43	30.96	30.96	30.96	财务费用率	5.5%	5.8%	5.5%	5.3%	5.2%
资产总额	20346.61	20535.38	21561.47	22161.95	22777.42	三费/营业收入	16.2%	15.2%	15.1%	15.1%	15.0%
短期债务	717.84	927.96	907.96	867.96	867.96	偿债能力					
应付账款	509.23	487.19	510.78	521.72	533.11	资产负债率	53.1%	54.5%	53.0%	52.3%	51.5%
应付票据	163.46	188.90	206.10	217.76	229.79	负债权益比	113.0%	119.7%	113.0%	109.6%	106.4%
其他流动负债	1020.34	1720.00	1820.00	1920.00	2020.00	流动比率	1.46	1.04	1.07	1.12	1.17
长期借款	4001.97	2407.31	2368.85	2368.85	2368.85	速动比率	1.11	0.78	0.83	0.88	0.93
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	2.14	2.72	3.29	3.33	3.41
负债总额	10795.15	11187.91	11437.85	11587.61	11739.92	分红指标					
少数股东权益	2927.55	2983.74	3162.21	3337.43	3509.12	DPS(元)	0.07	0.05	0.06	0.06	0.07
股本	919.73	919.73	919.73	919.73	919.73	分红比率	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
留存收益	2593.99	2715.72	2970.08	3245.58	3537.05	股息收益率	1.3%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%
股东权益	9551.46	9347.47	10123.62	10574.34	11037.50	业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金流量表 (百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	EPS(元)	0.25	0.24	0.28	0.31	0.33
净利润	292.10	241.20	261.75	282.84	302.88	BVPS(元)	7.20	6.92	7.57	7.87	8.19
加:折旧和摊销	516.12	500.87	565.77	622.02	661.06	PE(X)	20.1	22.2	17.8	16.5	15.4
资产减值准备	60.46	53.14	50.00	50.00	50.00	PB(X)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
公允价值变动损失	-4.26	-10.57	-5.76	-6.86	-7.73	P/FCF					
财务费用	305.77	253.43	253.24	255.97	255.97	P/S	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
投资收益	-235.08	-165.80	-156.32	-158.96	-161.45	EV/EBITDA	7.9	7.9	6.2	5.7	5.3
少数股东损益	185.83	161.37	178.47	175.22	171.69	CAGR(%)					
营运资金的变动	53.61	-90.62	40.40	54.54	59.89	PEG	3.7	—	2.1	2.0	2.2
经营活动产生现金流量	1182.75	957.92	1309.23	1298.31	1355.84	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	541.47	-219.72	-654.76	-669.58	-667.09	REP					
融资活动产生现金流量	-78.01	-1139.79	27.01	-293.31	-297.38						

资料来源: Wind, 财通证券研究所 (以 2026 年 05 月 26 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。