

恒通股份（603223）深度研究报告

乘裕龙之势，启盈利新篇

- ❖ **公司发展历程：**南山集团入主后开启战略重组，裕龙港务为当前核心利润来源。1、恒通股份成立于 2007 年，初期以传统公路物流业务为主，2011 年切入 LNG 运贸业务，2020 年南山集团入主后开启战略重组，标志性投资为 2021 年 8 月恒通股份发布公告拟收购南山集团持有的裕龙港务有限公司 100% 股权，此次收购改变了公司的资产属性与盈利模式。2、2024 年 9 月裕龙石化一期炼油二系列试车投产，2025 年公司港口业务收入 5.76 亿，占比 42%，毛利 2.49 亿，占比 60%，子公司裕龙港务净利润 2 亿，占比高达 75%，港口业务已经成为公司最主要的利润来源。LNG 与公路货运毛利占比分别为约 6% 与 27%。
- ❖ **裕龙港务：深度配套裕龙石化，壁垒深、盈利强。**1、裕龙石化：山东省单体投资最大的工业项目，推动高质量发展的标志性工程。裕龙石化一期炼油设计产能约占山东全省炼油能力 11.4%，占全国比重约 2%，项目一期全部投产后，年销售收入预计可达千亿。2、裕龙港务：深度配套裕龙石化，专业港口运营，壁垒深、盈利强。1) 壁垒深：裕龙港务是围绕山东裕龙石化产业园打造的园区独家配套港口枢纽。公司依托烟台港龙口港区南作业区（裕龙岛港区）已建成的 7 个生产性泊位，为园区企业提供船舶停泊、货物装卸、仓储等服务，通过与裕龙石化“前港后厂”深度绑定，具备较强排他性和确定性。2) 盈利强：随着裕龙石化投产，收入重心转向原油、煤炭等原料进港及成品油、化工品出港的持续装卸和仓储服务。盈利能力在公司 24 年报、25 年报中已清晰体现。公司在年报中明确表示，随着山东裕龙石化产业园区内更多上下游企业入驻，经营团队将积极对接入驻企业的港口运输需求。
- ❖ **新一轮增长曲线：裕龙港务稳健基本盘+南山集团体系赋能，拟投资印尼数字智慧产业园谋发展。**1、公司 7 月公告，拟在印度尼西亚宾坦岛卡朗巴塘经济特区规划建设恒通印尼数字智慧产业园，计划投资不超过 20 亿元人民币，首次投资不超过 6 亿元。该项目拟建设数字智慧园区，同时配套建设 50-100MW 储能、70-140MW 柴发电机组，为后续引入数据中心运行提供安全稳定基础设施。2、我们认为裕龙港务为公司带来了稳健可预期的盈利基本盘，是投资海外项目的基础。3、我们认为集团体系赋能，实现战略协同，是投资海外项目的重要助力。公司大股东南山集团当前已在印尼宾坦岛完成了一定的产业筑底，包括南山铝业在当地氧化铝项目的布局。
- ❖ **投资建议：1、盈利预测：**公司公告预计 26H1 实现归母净利润 1.66-2.03 亿元，同比+66.9%-104%，我们预计 2026-28 年归母净利润预测为 3.9、4.6、5.1 亿，对应 EPS 为 0.56、0.66、0.73 元，对应 PE 分别为 19/16/14 倍。2、我们认为公司港口业务可以贡献稳定的利润来源，未来增长空间包括裕龙石化产业链能力提升以及公司未来配套扩建等；公司积极布局海外数字智慧园区业务，通过集团产业赋能谋求打造新一轮增长曲线。我们看好公司基本盘稳健+锐意进取，首次覆盖给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**裕龙石化项目低于预期，化工品需求低于预期、安全经营风险等。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	1,361	1,487	1,594	1,705
同比增速(%)	-32.0%	9.3%	7.1%	6.9%
归母净利润(百万)	266	393	465	514
同比增速(%)	71.7%	47.5%	18.3%	10.7%
每股盈利(元)	0.38	0.56	0.66	0.73
市盈率(倍)	28	19	16	14
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2026 年 7 月 23 日收盘价

推荐（首次）

当前价：10.42 元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

邮箱：wuyifan@hcyjs.com
执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com
执业编号：S0360523070001

证券分析师：张梦婷

邮箱：zhangmengting@hcyjs.com
执业编号：S0360526030003

证券分析师：梁婉怡

邮箱：liangwany@hcyjs.com
执业编号：S0360523080001

证券分析师：卢浩敏

邮箱：luhaomin@hcyjs.com
执业编号：S0360524090001

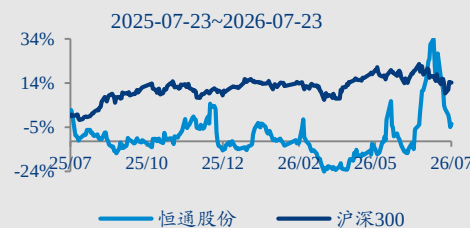
联系人：刘邢雨

邮箱：liuxingyu@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	70,582.22
已上市流通股(万股)	70,582.22
总市值(亿元)	73.55
流通市值(亿元)	73.55
资产负债率(%)	22.38
每股净资产(元)	5.79
12 个月内最高/最低价	14.40/8.25

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

我们在百页深度《能源转型到物流保障——全球能源安全体系下的投资机会全景解析》报告中，建议关注恒通股份，系能源港口与物流保障是能源体系的重要组成部分之一。本篇报告我们具体展开，公司裕龙港务业务具备壁垒深、盈利强的特征；同时公司拟投资印尼数字智慧产业园项目谋求新一轮增长曲线。

投资逻辑

- ❖ **裕龙港务：深度配套裕龙石化，壁垒深、盈利强。**1、**裕龙石化：**山东省单体投资最大的工业项目，推动高质量发展的标志性工程。裕龙石化一期炼油设计产能约占山东全省炼油能力 11.4%，占全国比重约 2%，项目一期全部投产后，年销售收入预计可达千亿元。2、**裕龙港务：深度配套裕龙石化，专业港口运营，壁垒深、盈利强。**1) **壁垒深：**裕龙港务是围绕山东裕龙石化产业园打造的园区独家配套港口枢纽。公司依托烟台港龙口港区南作业区（裕龙岛港区）已建成的 7 个生产性泊位，为园区企业提供船舶停泊、货物装卸、货物仓储等服务，通过与裕龙石化“前港后厂”深度绑定，具备较强排他性和确定性。2) **盈利强：**随着裕龙石化投产，收入重心转向原油、煤炭等原料进港及成品油、化工品出港的持续装卸和仓储服务。**盈利能力在公司 2024 年报、2025 年报中已经清晰体现。**恒通股份在年报中明确表示，随着山东裕龙石化产业园区内更多上下游企业入驻，经营团队将积极对接入驻企业的港口运输需求。
- ❖ **新一轮增长曲线：依托港务稳健基本盘与集团体系赋能，投资印尼数字智慧产业园。**1、**公司 7 月公告，拟在印度尼西亚宾坦岛卡朗巴塘经济特区规划建设恒通印尼数字智慧产业园，计划投资不超过 20 亿元人民币，首次投资不超过 6 亿元。该项目拟建设数字智慧园区，同时配套建设 50-100MW 储能、70-140MW 柴电机组，为后续引入数据中心运行提供安全稳定基础设施。**2、**我们认为裕龙港务为公司带来了稳健可预期的盈利基本盘，是投资海外项目的基础。**3、**我们认为集团体系赋能，实现战略协同，是投资海外项目的重要助力。**公司大股东南山集团当前已在印尼宾坦岛完成了一定的产业筑底，包括南山铝业在当地氧化铝项目的布局。
- ❖ **投资建议：1、盈利预测：**公司公告预计 26H1 实现归母净利润 1.66-2.03 亿元，同比+66.9%-104%，我们预计 2026-28 年归母净利润预测为 3.9、4.6、5.1 亿，对应 EPS 为 0.56、0.66、0.73 元，对应 PE 分别为 19/16/14 倍。2、**我们认为公司港口业务可以贡献稳定的利润来源，未来增长空间包括裕龙石化产业链能力提升以及公司未来配套扩建等；公司积极布局海外数字智慧园区业务，通过集团产业赋能谋求打造新一轮增长曲线。我们看好公司基本盘稳健+锐意进取，首次覆盖给予“推荐”评级。**

目 录

一、公司发展历程：南山集团入主后开启战略重组，裕龙港务为当前核心利润来源	5
（一）南山集团入主后，开启战略重组	5
（二）裕龙港务成为核心利润贡献来源	6
二、裕龙港务：深度配套裕龙石化，壁垒深、盈利强	10
（一）山东沿海港口：北方核心能源枢纽	10
（二）裕龙港务：深入配套裕龙石化，全面运营港区业务，壁垒深、盈利强	12
1、裕龙石化：山东省单体投资最大的工业项目，推动高质量发展的标志性工程	12
2、裕龙港务：深度配套裕龙石化，专业港口运营，壁垒深、盈利强	13
三、裕龙港务稳健基本盘+南山集团体系赋能，拟投资印尼数字智慧产业园谋求新一轮增长曲线	17
四、货物运输与 LNG 业务盈利能力保持稳健	18
（一）货物运输业务：盈利能力继续抬升，战略定位向园区综合物流节点升级	18
（二）LNG 业务：收入端显著收缩，转向轻资产+贸易模式经营	19
五、投资建议与风险提示	21
（一）投资建议	21
（二）风险提示	22

图表目录

图表 1 恒通股份股权结构（截至 2026.7.19）	5
图表 2 恒通股份发展历程	6
图表 3 恒通股份主要业务内容	6
图表 4 公司收入及增速变化	8
图表 5 公司收入结构变化	8
图表 6 公司归母净利润及增速变化	8
图表 7 公司毛利结构变化	8
图表 8 2024 年各业务收入占比	9
图表 9 2025 年各业务收入占比	9
图表 10 2024 年各业务毛利占比	9
图表 11 2025 年各业务毛利占比	9
图表 12 公司整体净利率	9
图表 13 公司主要业务毛利率	9
图表 14 青岛港液体散货板块分部业绩对公司利润总额的贡献变化	11
图表 15 裕龙石化主要产品	12
图表 16 港区概览图	13
图表 17 港口区位	13
图表 18 恒通股份收入明细分类（亿元）	14
图表 19 港口行业商业模式	15
图表 20 主要销售客户及主要供应商情况	15
图表 21 公司部分招标信息	16
图表 22 公司货物运输业务下属公司	18
图表 23 货物运输业务收入（左轴）、毛利（左轴）及毛利率	18
图表 24 LNG 价格（左轴）与公司 LNG 贸易收入（右轴）对比	19
图表 25 LNG 业务毛利及毛利率	20
图表 26 恒通股份主营业务拆分	21

一、公司发展历程：南山集团入主后开启战略重组，裕龙港务为当前核心利润来源

（一）南山集团入主后，开启战略重组

恒通股份成立于 2007 年，立足山东烟台龙口区域，初期以传统公路物流业务为主。公司 2009 年一次性购置 200 辆重卡，正式进入普货运输行业，完成了早期运力积累。随后在 2011 年通过购置 100 辆 LNG 运输槽车切入 LNG 贸易与运输，从单一普货运输向能源物流延伸。公司依托自有车队和龙口地区港口货源，逐步建立了“货源组织+车辆运营+区域配送”的基础能力，并借助 LNG 行业扩容形成第二增长曲线。

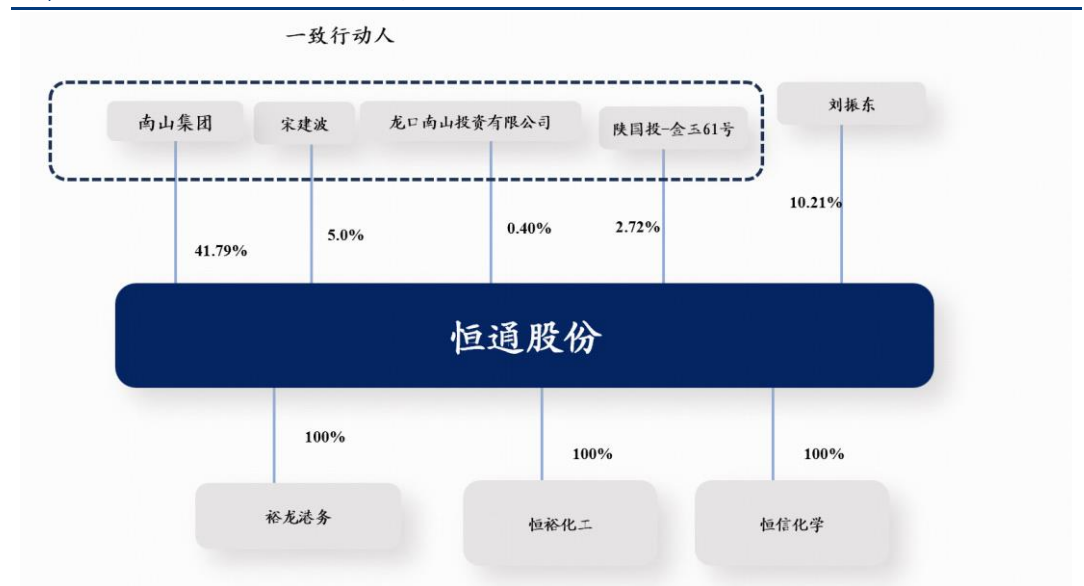
2015 年公司在上交所主板上市，上市后较长时期内公司主营以 LNG 贸易及实体物流为主。2021 年公司营业收入达到 70.82 亿元，其中 LNG 气体销售收入 60.19 亿元，占比约 85%，货物运输收入约 10.02 亿元，占比 14%；公司当时仍是典型的 LNG 贸易驱动型企业。

2020 年南山集团入主恒通股份后开启战略重组。南山集团自 2020 年开始持续通过协议转让、大宗交易等方式提升持股比例；截至 2026 年 7 月，南山集团及一致行动人合计持股已超过 49%，其中南山集团持股 41.79%，是公司第一大股东。

2026 年 7 月 17 日恒通股份公告，南山集团董事长宋建波增持恒通股份 371.5 万股，增持金额 4165.5 万元，增持后，宋建波持股比例由 4.47% 提升至 5%，彰显南山集团对公司未来持续稳定发展的信心和长期投资价值的认可。

注：南山集团作为公司第一大股东，由龙口市东江街道南山村村民委员会持股 51%、宋建波持股 49%。集团业务覆盖铝产业链、新材料、石化、物流、地产、金融、教育、科研、旅游、健康等多个领域，旗下拥有南山铝业（南山铝业国际 H 股）、南山智尚、恒通股份等上市平台。

图表 1 恒通股份股权结构（截至 2026.7.19）



资料来源：Wind，华创证券

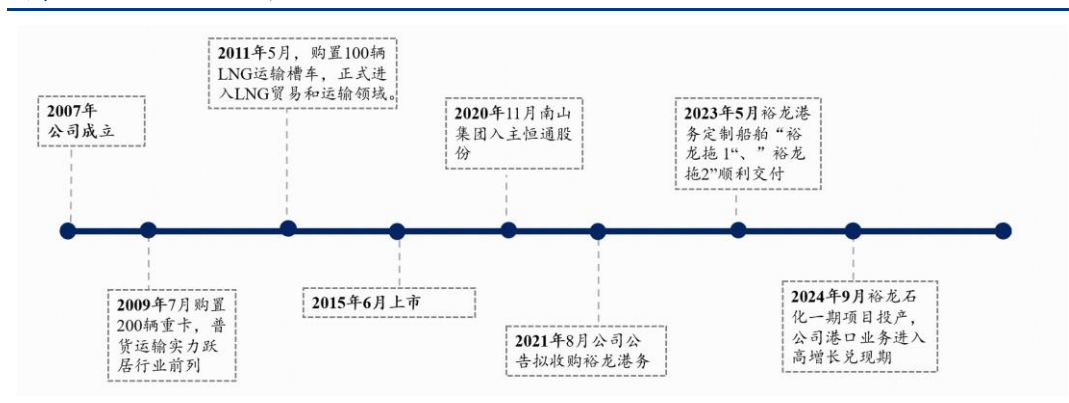
2021 年 8 月恒通股份发布公告拟收购南山集团持有的裕龙港务有限公司 100% 股权，自此公司正式切入港口业务。

裕龙港务定位是为裕龙石化产业园提供专业港口建设与运营服务。此次收购完成后，恒通股份的业务由“LNG 贸易+公路运输”扩展为“港口+公路”联运体系，开始打造深度嵌入区域大型产业项目的物流基础设施体系。

同时，此次收购亦重塑了公司的资产属性和成长逻辑，即拥有**港口经营权、码头资产和园区配套入口，业务壁垒和盈利能力明显提升。**

注：南山集团不仅是恒通股份控股股东，也是裕龙石化第一大股东。2019 年，南山集团联合多方成立山东裕龙石化有限公司，推动裕龙岛炼化一体化项目建设；该项目规划总产能 4000 万吨/年，是山东省重点打造的重大石化工程。

图表 2 恒通股份发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

（二）裕龙港务成为核心利润贡献来源

根据公司 2025 年报，恒通股份主营业务包括港口业务、实体物流业务、清洁能源业务。

图表 3 恒通股份主要业务内容

业务分类	业务内容
港口业务	公司港口业务是依托在烟台港龙口港区南作业区（裕龙岛港区）新建的 7 个生产性泊位，为山东裕龙石化产业园区内企业提供船舶停泊、货物装卸、货物仓储等港口业务服务。公司可经营的货种包括干散货、液化品、液化气体等约 30 个货种，其中干散货类货物主要为煤炭，液化品类货物有混合二甲苯、石油苯、甲醇、乙二醇、液氨等，液化气体货物有混合碳四、乙烯、丙烯等，油品类货物有原油、汽油、柴油、航煤等，集装箱货物有 PP、PE、ABS、橡胶产品等。 公司已建成 1#-3#（10 万吨级和 4 万吨级通用泊位）、6#、7#（5 万吨级液体化工泊位）和 10#、11#泊位（5 万吨级液化品及 10 万吨级油品泊位）设计年通过能力合计达 2,406 万吨，可满足大型油轮和化工船的靠泊需求。
实体物流业务	公司主要从事货物道路运输业务， 目前拥有普货运输车辆 150 余辆。普货车队主要进行港口搬倒业务，并承接周边区域普货运输业务；罐箱车队主要在省内沿海地区进行拉运集装箱业务。 经营模式主要以自有车辆短途运输和外包车辆短途、长途运输为主。危化品车队主要从事危化品运输业务，液碱运输车辆 70 余辆，是胶东地区较大的危化品运输车队，客户以山东地区规模以上工业企业为主，并长期保持密切合作，运输线路辐射全省。公司凭借自身运力优势，业务不断拓展，货源日渐丰富，货运量稳步增长；借助龙口港、砣母岛港，稳步发展港口货源。
清洁能源业务	前期公司开展 LNG 贸易的液源包括接收站（海气）、贸易商、内地液厂。2024 年开始公司在公告中表示公司 LNG 业务进行战略调整，从重资产运贸一体转向轻资产+贸易模式经营，大幅收缩自营贸易模式，处置部分 LNG 运输车辆，将大部分运力转向第三方承运服务，剩余的 LNG 贸易以

销定采，轻量周转，规避价格波动风险。2025 年整体运贸一体业务大幅收窄，营收有所降低，但费用降低，毛利率提升，轻资产减少资金占用，降低资金风险，使得业务更加稳健。2025 年度恒通股份 LNG 业务完成战略转型，营业收入收缩，同时利润结构优化。

资料来源：公司公告，华创证券

2025 年公司三大业务的情况如下：

- **港口业务：**收入 5.76 亿元，毛利约 2.49 亿元，毛利率约 43.2%；港口业务收入占公司营业收入 42.36%，为收入、毛利占比第一大板块，体现“园区配套唯一性”的盈利优势与高确定性。
- **货物运输：**收入 4.16 亿元，毛利约 1.13 亿元，毛利率约 27.3%；相较历史阶段，货运板块受益于业务结构优化（弱盈利网络运输退出、疏港协同提升），毛利水平稳健，成为公司第二大毛利来源。
- **LNG 贸易等：**收入 2.79 亿元，毛利约 0.26 亿元，毛利率约 9.3%；LNG 业务在战略性收缩、由“运贸一体”向“承运为主、贸易为辅”的轻资产模式转型后，收入规模收缩但毛利率显著优于历史低位，盈利质量改善，更多承担协同与保障功能。

自 2024 年裕龙港务投产后，公司各业务板块变化明显：

1、港口业务：当前核心利润贡献来源。

2024 年 9 月裕龙石化一期炼油二系列试车投产，恒通股份经营的港口设施正式开始为园区内核心企业提供港口服务。财务数据显示：港口业务的盈利能力明显高出传统主业。2024 年公司港口业务收入 2.18 亿元，毛利 1.28 亿元，毛利占比达到 45.7%，2025 年港口业务收入进一步提升至 5.76 亿元，同比+165%，毛利提升至 2.49 亿，占比进一步提升至 60%，已经成为公司最主要的利润来源。

从净利润贡献看，2025 年裕龙港务实现净利润 2 亿元，占公司当期归母净利润的 75%。

港口业务从建设期收益转向运营期兑现。2023 年以前，裕龙港务更多贡献码头租赁和建设期大件设备装卸收益；2024 年 9 月裕龙石化一期炼油二系列试车投产后，港口业务开始转入装卸、仓储、租赁、船舶服务等更标准化的运营阶段。这意味着公司业务结构已从“传统物流公司附带港口资产”切换为“以港口为利润中枢的综合物流平台”。

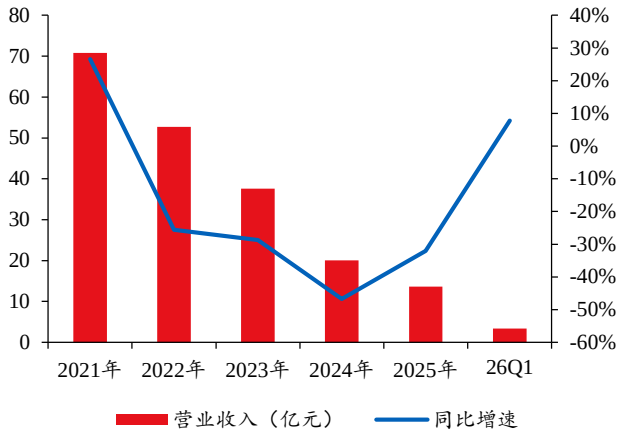
2、LNG 业务：2024 年之前公司的主要收入来源于 LNG 业务，2023 年 LNG 贸易板块占收入比重仍有 81%，但在 2024 年年报中公司明确表示公司大幅减少运贸一体业务，向承运业务转变，并处置约三分之一 LNG 车辆，因此收入下降明显。LNG 业务的特点是规模大，但毛利较低且受 LNG 价格波动影响显著。2019 年公司净利润仅 256.60 万元，处于低谷，主要原因是“煤改气”背景下天然气供给增加，但下游需求提升不足，LNG 贸易上下游价差收窄，公司经营承压。到 2020 年下半年国内天然气市场供需改善，LNG 价格与运输费用同步上升；2020 年公司净利润回升至 1.23 亿元，同比大增 4680.5%。2025 年年报中，公司进一步明确表明 LNG 业务从规模导向转向质量导向。公司保留 LNG 业务作为传统流量入口和客户触点，但通过轻资产化、减少运贸一体、提升承运占比，降低对价格波动的暴露程度。2025 年 LNG 收入占比降至 20%，毛利占比降至 6.3%。

3、公路普货运输业务：营收规模虽然较小，但毛利率显著高于 LNG，更具稳定性。2023 年货物运输收入仅 5.02 亿元，占收入比约 13%，但毛利率已升至 18.0%，毛利占比 43.8%；2024 年货物运输业务毛利率进一步升至 24.1%，主要因为 2023 年 6 月公司出让一点科技

股权，退出低毛利无车承运业务后，运输板块盈利质量显著提升。2025 年该板块实现收入 4.16 亿元，毛利约 1.13 亿元，毛利率约 27.3%，盈利水平稳健提升。

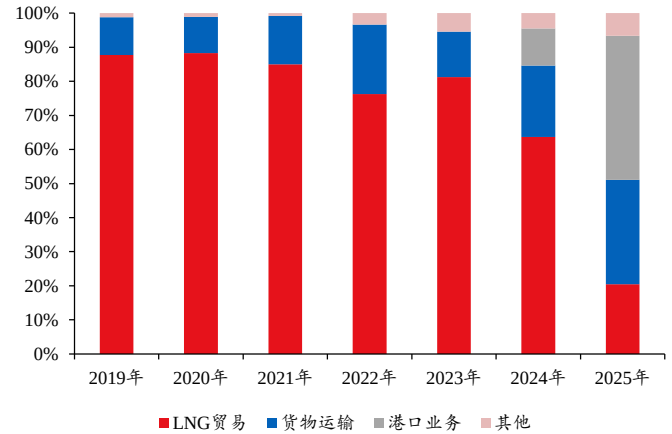
综上，恒通股份正逐步演化为依托产业园货源、同时具备港口入口和陆路履约能力的综合物流资产平台。

图表 4 公司收入及增速变化



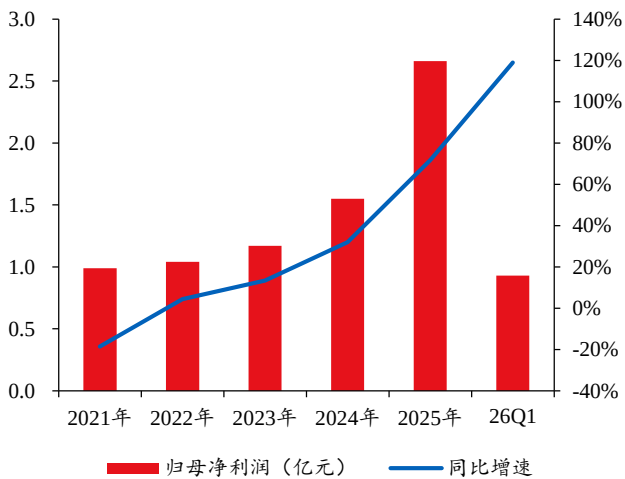
资料来源：Wind，华创证券

图表 5 公司收入结构变化



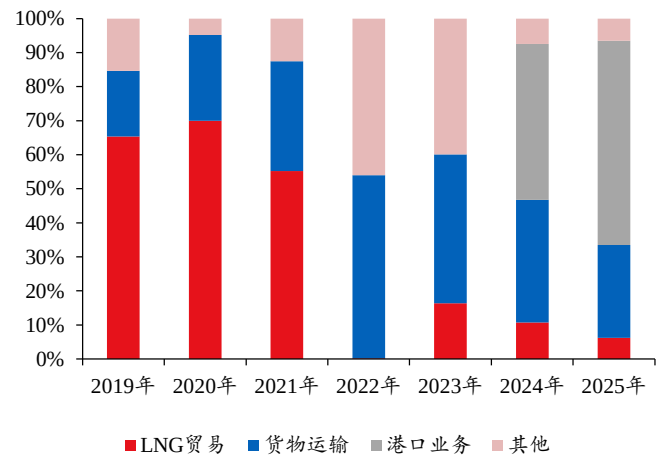
资料来源：Wind，华创证券

图表 6 公司归母净利润及增速变化



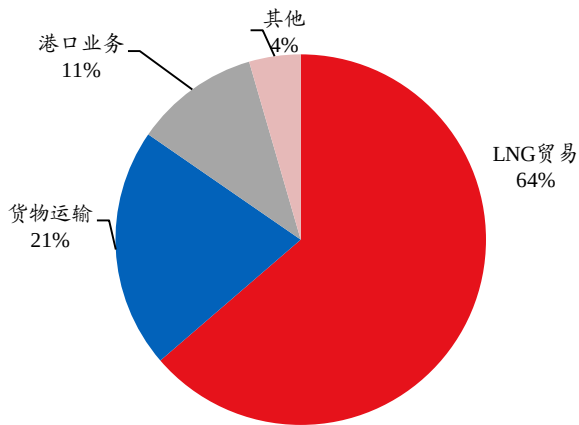
资料来源：Wind，华创证券

图表 7 公司毛利结构变化



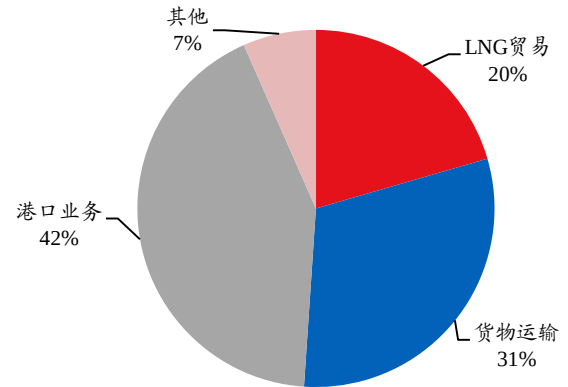
资料来源：Wind，华创证券

图表 8 2024 年各业务收入占比



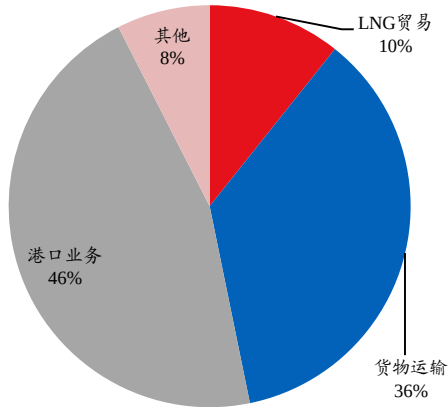
资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 2025 年各业务收入占比



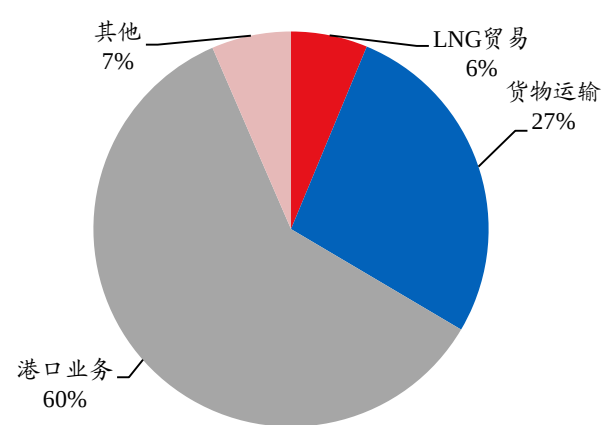
资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 2024 年各业务毛利占比



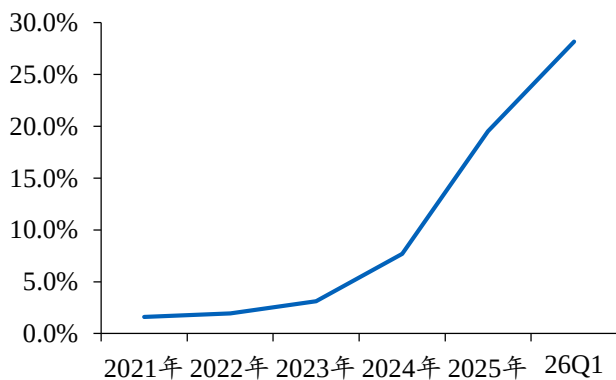
资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 2025 年各业务毛利占比



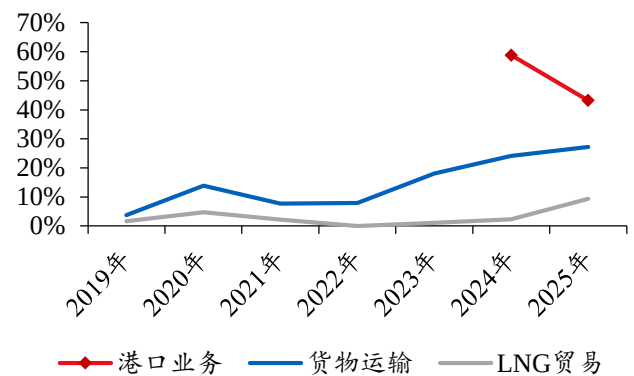
资料来源：公司公告，华创证券

图表 12 公司整体净利率



资料来源：公司公告，华创证券

图表 13 公司主要业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

二、裕龙港务：深度配套裕龙石化，壁垒深、盈利强

（一）山东沿海港口：北方核心能源枢纽

我们在百页深度《能源转型到物流保障——全球能源安全体系下的投资机会全景解析》中提到，2026年2月28日美国/以色列与伊朗之间在中东地区爆发冲突，霍尔木兹海峡通行的中断，使得全球能源市场受到显著影响。能源已不再是单纯的经济供需问题，而是关乎国家发展的安全问题。如何在极端外部冲击下（如突发战争、航道封锁等），保障能源供应不中断、民生用能有保障、工业生产不停摆，成为了全球重要议题。而从能源转型到物流保障，对能源安全体系提出了新的要求。报告中我们建议关注恒通股份，系港口是能源体系的重要组成部分之一。

1、山东港口区是全国油品业务核心参与者，各港口分工明确

2018年3月8日，习近平总书记在参加十三届全国人大一次会议山东代表团审议时强调，“加快建设世界一流的海洋港口”，为山东港口一体化改革指明了方向。山东省委、省人民政府迅速建立全省港口一体化发展工作推进机制，启动了港口一体化改革。2019年8月6日，山东省港口集团正式揭牌。（由原青岛港集团、日照港集团、烟台港集团、渤海湾港集团四大港口集团合并组建而成，实现了山东省沿海港口资源的一体化运营管理）

山东港口体系在油品业务中的参与程度高，已从传统的“单一装卸”向“全链条、全产业”的供应链综合服务深度转型，全面参与了油品的“卸、储、运、贸、金”等各个环节，并深度嵌入全球原油产业链。

➤ 装卸与储运：占据全国核心枢纽地位

装卸规模领先：根据山东省交通运输厅数据，2024年山东港口集团原油进口量占全国进口总量的1/3以上，是全国最大的原油进口上岸港和油品接卸大港。

集疏运体系完善：构建了“码头+罐区+管道”的立体化集疏运网络，实现原油“卸、储、运”无缝衔接，为腹地炼化企业提供“门到门”的物流服务。

➤ 油品贸易与混兑：打造“原油超市”与贸易枢纽

保税混兑调和：依托山东自贸区政策，山东港口（如青岛港）首创全国自贸区保税原油混兑调和模式，为地炼企业提供多批次、小批量、定制化的混兑调和和服务，深度参与原油贸易环节。

现货与期现结合：开展原油现货“超市”交易，提供期货指定交割仓库服务，并发布“山东港口原油到岸指数和估价”，参与原油价格形成机制，提升在原油贸易市场中的话语权。

➤ 船供油业务：打造北方船供油中心

低硫船燃加注：抢抓国际海事组织限硫令机遇，山东港口（如青岛港）建设低硫船供油专用码头和库区，开展外锚地大型船舶供油业务，深度参与国际航运服务环节。

➤ 产业协同与生态构建：引领区域能源发展

服务腹地炼化：山东港口与山东地炼企业深度协同，通过“两港一航+管输”等模式，为地炼企业提供低成本、高效率的全程物流和保供服务，成为山东地炼产业发展的核心支撑。

从体系规模看，山东港口集团2025年完成货物吞吐量突破19亿吨、集装箱吞吐量突破

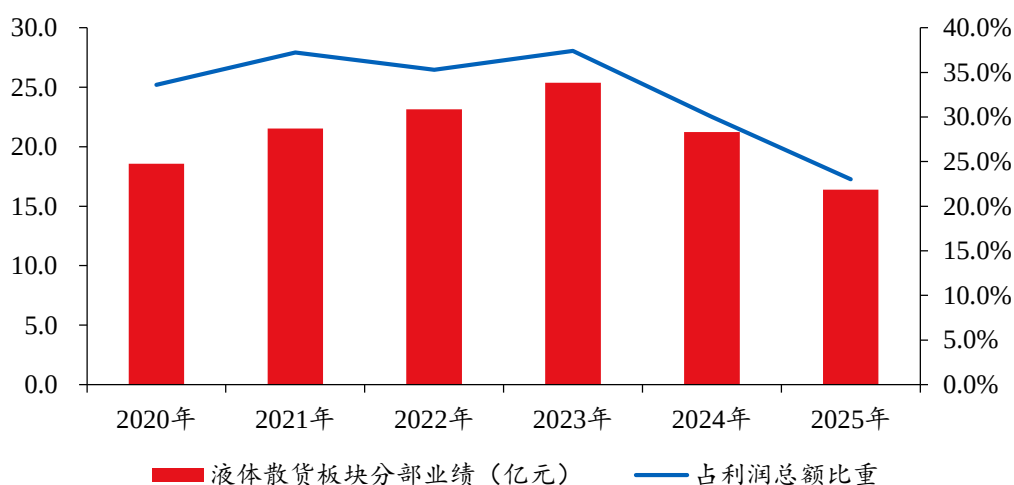
4700 万标箱，居全球第一、第二位；在大宗商品维度，原油、铁矿石、铝矾土、粮食等均占全国较高份额，其中原油进出口量达到全国总量的 1/3。

山东港口在一体化改革后逐步形成“青岛为龙头、日照烟台为两翼”的格局。在这个格局下，油品业务已经成为最优先整合的主业之一。

2、青岛港：山东港口油品业务成熟的核心主体

2025 年，青岛港液体散货吞吐量 0.98 亿吨、液体散货业务实现营业收入 30.6 亿元、控股公司利润 15.4 亿元、分部业绩 16.40 亿元。**油品板块是公司重要利润来源。**2024 年其液体散货分部业绩占利润总额比重约 30.0%，利润占比仅次于集装箱服务业务板块；到 2025 年仍占比 23.0%，虽然有所下滑，但仍是青岛港高利润板块。

图表 14 青岛港液体散货板块分部业绩对公司利润总额的贡献变化



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

从经营机制看，青岛港 2025 年依托转水、管道、铁路三条物流通道打造原油中转枢纽，山东省外货源突破 900 万吨，新增客户 10 家、增加货源超 600 万吨；董家口液体化工码头仓储二期投产后新增仓储能力 13.2 万立方米，2025 年带动 LPG 吞吐量 240 万吨，并完成 26 万吨期货原油交割。青岛港的油品业务，已经从单纯靠本地炼厂，演变为“码头+罐容+中转+期货+腹地拓展”的多层盈利模式。

同时，青岛港明确提出要“持续巩固中国北方第一大油品外贸口岸地位”。根据港口圈数据，青岛港承担全国约 1/6 的进口原油接卸量，黄岛港区与董家口港区均有 30 万吨级及以上原油码头，可停靠 45 万吨级以下船舶，同时，青岛港还是“原油超市”，是国内首个具有保税原油混兑调和功能的沿海港口。

3、日照港：山东港口油品“上岸能力”的重要战略节点

日照港在山东港口油品版图中的重要性，更多体现在上岸能力、码头资源和临港工业支撑。根据港口圈数据，岚山港区是全国首个拥有 4 座 30 万吨级原油码头的单一港区，4 座码头年通过能力合计达到 7400 万吨，是中国沿海重要的原油大型化码头集群之一。

2025 年日照市政府披露，“十四五”期间建成第 4 座 30 万吨级原油码头，使岚山港区成为全国唯一拥有 4 座 30 万吨级原油码头的单一港区。青岛海关数据显示，日照港作为全国第一大原油上岸港，年均原油进口量超 4500 万吨，占全国总量近十分之一。

4、烟台港：山东港口油品储运与管道枢纽

烟台港作为中国北方重要能源进出口基地和最大的原油混兑基地，已形成西港区、龙口港区、莱州港区液化油品一体化运营网络；依托 2 座 30 万吨级原油码头、5 座 10 万吨级原油码头、873 万立方米配套罐区、1200 公里长输管道以及铁路、公路、水路多式联运要素，构建“卸、储、运”一体化储运体系，管道年输送能力达 6000 万吨。

2025 年初，烟台港西港区 300 万立方米原油库区正式投产，总投资约 35.88 亿元，新建 32 个原油外浮顶储罐，接收已建 2 座 30 万吨码头和 1 座 10 万吨码头来油，外输至烟淄长输管道、烟台港管道复线、裕龙管线，同时兼顾码头装船和铁路装车功能。这表明烟台港已经不是“普通港口”，而是直接通过裕龙管线服务裕龙石化的前端能源物流枢纽。

随着烟台港 30 万吨原油码头二期项目正式投产运营，新增年接卸能力 1600 万吨，烟台港原油码头年接卸能力达到 4000 万吨以上，进入了“能源强港”的行列。

（二）裕龙港务：深入配套裕龙石化，全面运营港区业务，壁垒深、盈利强

1、裕龙石化：山东省单体投资最大的工业项目，推动高质量发展的标志性工程

裕龙岛炼化一体化项目是山东省单体投资规模最大的工业项目，推进高质量发展的标志性工程。为保证裕龙岛炼化一体化项目顺利推进，山东裕龙石化产业园发展有限公司于 2020 年 2 月应运而生，主要负责裕龙石化产业园 15 个配套工程项目开发建设和运营管理。

裕龙石化产业园于 2019 年 6 月经省政府批准设立，位于龙口市填海人工岛——裕龙岛。裕龙石化由南山集团持股 51%，为实际控制人，山东能源集团持股比例为 46%，万华实业集团和华鲁控股集团分别持股占比 1.6%和 1.3%。裕龙岛炼化一体化项目，是国家重大生产力布局项目，也是山东近年来投资体量最大的工业项目。2020 年 6 月 1 日，国家发改委、工信部、国家能源局将裕龙岛项目列为《石化产业规划布局方案（修订版）》实施项目。同年 10 月 24 日，项目正式开工建设。

图表 15 裕龙石化主要产品

主要产品	具体内容
成品油	涵盖汽油、柴油、航空煤油、船用燃料油等多种类型。采用“加氢+脱碳”组合工艺技术路线，可灵活应对市场及原油品质变化，并生产出符合国标的高品质燃油产品。
有机化工产品	裕龙岛炼化一体化项目（一期）规划 300 万吨/年乙烯。丙烯产量 230 万吨/年，丁二烯产量 40 万吨/年。乙烯下游配套建设裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯抽提、MTBE、丁烯-1、EO/EG、苯乙烯、丙烯腈等装置。主要产品涵盖烯烃、芳烃、合纤原料以及基础化学品等。采用世界先进的 UOP 和 LUMMUS 工艺技术，产品精细化程度高、纯度高、收率高，产能约 750 万吨/年，为下游深加工装置提供优质的、低成本的、丰富多彩的基础化工原料
合成树脂产品	裕龙岛炼化一体化项目是国内唯一 2000 万吨炼油配 300 万吨乙烯项目，下游配套 505 万吨/年合成树脂，种类多样，牌号齐全，走差异化、高端化产品发展之道，引领消费趋势，替代进口、稳定供应、优化成本。
合成橡胶产品	对标国际一流合成橡胶生产企业，以生产稀土顺丁橡胶和官能化改性溶聚丁苯橡胶等高端合成橡胶为目标，为高性能绿色轮胎提供优质合成橡胶原材料，改善轮胎耐磨性、高抗湿滑性，降低滚动阻力，提高轮胎综合性能。

资料来源：裕龙石化官网，华创证券

一期项目核准总投资 1168.5 亿元，按照“少油多化、最大化生产乙烯料、适度生产芳烃料”的原则进行设计，通过上大压小、减量置换，建设 2000 万吨/年炼油、300 万吨/年乙烯、300 万吨/年混二甲苯，以及聚乙烯、聚丙烯等下游深加工装置，同步建设公共管廊、

海水淡化、污水处理等配套公用工程。项目一期全部投产后，年销售收入可达 1166 亿元，利税 296 亿元。一期项目于 2021 年 11 月启动建设、2023 年 6 月开始中交，2024 年 9 月一期炼油二系列试车投产。

根据山东省工信厅等数据，当前山东省原油一次加工能力约为 1.76 亿吨/年，裕龙石化一期炼油产能约占山东全省炼油能力 11.4%，占全国比重约 2%；若二期 4000 万吨/年全部落地，当前山东口径静态测算，权重将进一步升至约 22.8%。

裕龙石化作为山东“由地炼大省转向高端炼化基地”的核心载体，把原本碎片化的地炼产能，搬运成大型一体化、少油多化的先进产能。山东此前明确提出，到 2025 年将 500 万吨及以下地炼产能分批整合转移，全省地炼原油加工能力压减到 9000 万吨/年左右。

裕龙岛炼化一体化项目作为山东省重点部署炼化项目，通过整合 11 家地炼企业产能，实现从传统炼油向高端化工产品的转变。打造一条“从原油炼制到基础化工原料，再到高端化工新材料和专用化学品”的特色产业链，推动山东省化工行业从“大”到“强”的转变。

2、裕龙港务：深度配套裕龙石化，专业港口运营，壁垒深、盈利强

山东裕龙港务有限公司成立于 2020 年 4 月 3 日。2021 年 8 月恒通股份发布公告，为进一步拓宽业务布局，公司与南山集团于山东省龙口市签署了《关于山东裕龙港务有限公司之股权转让协议》，恒通股份公司以人民币 8000 万元的交易对价收购南山集团持有的裕龙港务 100% 股权。

图表 16 港区概览图



资料来源：裕龙港务官网，华创证券

图表 17 港口区位



资料来源：裕龙港务官网，华创证券

裕龙港务定位配套服务山东裕龙石化产业园区，规划建设各类生产泊位 13 个，总岸线长度 4620 米。裕龙港务一期工程建设 1 个 5000 吨级重大件码头，1 个 10 万吨级、2 个 4 万吨级通用泊位，2 个 5 万吨级液体化工品泊位，1 个 5 万吨级、1 个 10 万吨级液体产品及油品泊位。码头可以满足煤炭、原油、成品油、精细化工品等大宗货物的装卸、存储需求，同时延伸发展航运、贸易、金融等供应链服务，成为裕龙石化园区原材料和产成品的转运枢纽。

恒通股份港口业务具有壁垒深、盈利强的特征：

1) 壁垒深：港务是围绕山东裕龙石化产业园打造的园区独家配套港口枢纽。公司依托烟台港龙口港区南作业区（裕龙岛港区）已建成的 7 个生产性泊位，为园区企业提供船舶停泊、货物装卸、货物仓储等服务，可覆盖干散货、液化品、液化气体、油品和集装箱等约 30 个货种。通过与裕龙石化“前港后厂”深度绑定，具备较强排他性和确定性。

公司已建成 1#-3#（10 万吨级和 4 万吨级通用泊位）、6#、7#（5 万吨级液体化工泊位）和 10#、11#泊位（5 万吨级液化品及 10 万吨级油品泊位）设计年通过能力合计达 2406 万吨，可满足大型油轮和化工船的靠泊需求。

2) 盈利强：在前期裕龙石化项目建设阶段，恒通股份港口部分收入以码头租赁、设备材料卸船、代理及吊装为主；进入投产阶段后，收入重心转向原油、煤炭等原料进港及成品油、化工品出港的持续装卸和仓储服务。盈利能力在 2024 年报、2025 年报中清晰体现。

2024 年的细分收入中，公司租赁、代理及吊装/装卸仓储/码头收入分别为 0.86 亿元、0.38 亿元和 1.03 亿元，2024 年码头收入及毛利基本由裕龙岛港区运营新增贡献，也表明港口业务自 2024 年四季度起已开始进入“炼化投产—货量放大—利润兑现”的新周期。2025 年租赁、代理及吊装/装卸仓储/码头收入分别为 0.19 亿元、0.32 亿元、5.40 亿元，裕龙岛港区持续为公司贡献营收。随着 2026 年吞吐量与周转效率同步上行，预计港口业务持续高增长。

图表 18 恒通股份收入明细分类（亿元）

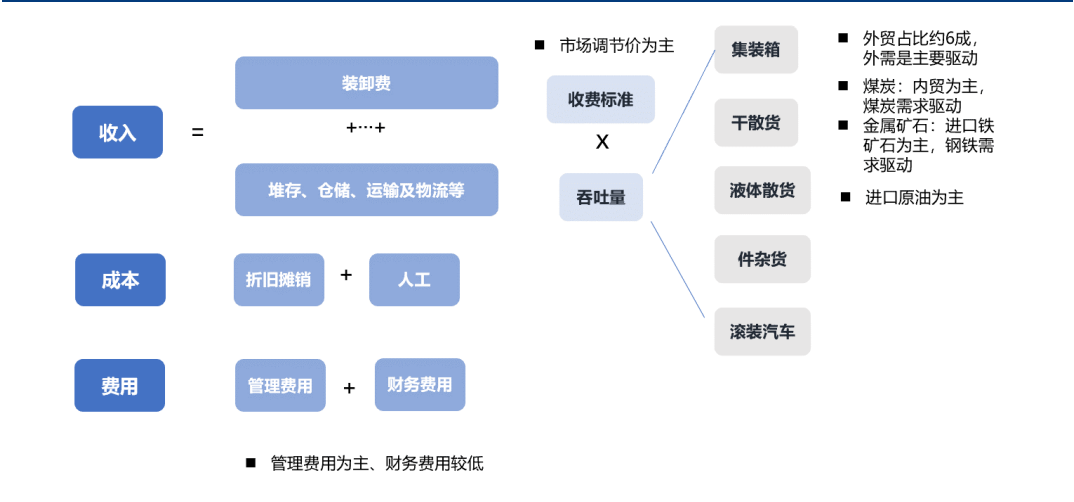
收入分类	2024 年	2025 年
货物运输	4.19	4.16
租赁、代理及吊装	0.86	0.19
LNG 等贸易	12.75	2.79
装卸仓储	0.38	0.32
驾驶员培训	0.14	0.10
维修	0.60	0.57
其他	0.07	0.08
码头收入	1.03	5.40
合计	20.02	13.61

资料来源：公司公告，华创证券

附：我们在 2024 年发布的深度报告《风起大国央企——中国特色估值体系视角看交运（红利资产篇之港口）》中总结了港口的商业模式：

港口企业主业是为客户提供装卸、堆存、仓储、运输及物流等港口综合服务，其中装卸费是港口企业的核心收入来源。

图表 19 港口行业商业模式



资料来源：华创证券

收入端核心驱动因素在于港口吞吐量的增长、装卸费率的提升以及货物结构调整。成本端：折旧及人工等相对固定成本占总成本比例较高，因而港口产能利用率极大影响利润情况。

恒通股份在年报中明确表示，随着山东裕龙石化产业园区内更多上下游企业入驻，经营团队将积极对接入驻企业的港口运输需求，把“大客户”变成“生态圈”。

2025-2026 年是公司港口业务从“产能爬坡期”迈向“满产兑现期”的关键阶段，公司将充分利用战略核心地位，做深“护城河”，从码头运营商升级为供应链管家。同时，向价值链延伸，依托港口枢纽地位，逐步向航运、贸易、供应链金融等上下游延伸，成为石化产业园区内的“物流总包商”和供应链管家。这意味着 2026 年的边际增量，不仅来自裕龙石化一期炼油二系列产能利用率继续提升，也来自围绕炼化一体化项目布局的配套和深加工企业陆续投产。

图表 20 主要销售客户及主要供应商情况

	2024 年	2025 年
前五名客户销售额（亿元）	6.45	10.23
占比	32.2%	75.2%
前五名客户销售额中关联方销售额（亿元）	5.32	9.26
占比	26.5%	68.1%
前五名供应商销售额（亿元）	5.48	3.75
占比	31.8%	39.7%
前五名供应商销售额中关联方销售额（亿元）	0.86	1.27
占比	5.0%	13.5%

资料来源：公司公告，华创证券

通过公司主要销售客户及主要供应商情况可以看出，随着裕龙石化一期炼油二系列试车投产，公司港口及货物运输等业务主要为股东南山集团及其相关子公司服务，利用裕龙石化产业园区内企业原材料和产品进出港口的排他性优势，持续巩固业绩基本盘。港口业务的费用基本按照山东省内其他港口（如青岛港、日照港）及港口计费管理办法收费；货物运输则通过招投标形式与关联方合作。

图表 21 公司部分招标信息

 恒通股份 HENG TONG LOGISTICS			
恒通股份招标信息			
搜索			
招标单位	项目名称	发布时间	详细信息
龙口市恒通机动车维修有限公司	推土机配件采购	2026-06-15 08:40:03	查看详情
龙口市恒通机动车维修有限公司	大宇挖掘机配件采购	2026-06-12 07:38:08	查看详情
山东裕龙港务有限公司	防爆执法记录仪采购项目	2026-06-06 07:38:54	查看详情
烟台恒裕化工有限公司	恒裕化工高端再生/改性塑料项目环保设备采购	2026-06-02 09:07:23	查看详情
山东裕龙港务有限公司	安全帽头灯采购项目	2026-05-30 10:59:03	查看详情
山东裕龙港务有限公司	2号泊位#1门机增加接卸煤炭功能技改项目	2026-04-07 10:56:39	查看详情
山东裕龙港务有限公司	轨道式集装箱门式起重机采购	2026-03-03 08:05:11	查看详情
烟台恒塑智能制造有限公司	一次性托盘原料采购	2026-01-28 15:01:33	查看详情
恒通物流股份有限公司	关于铝箔运输业务立项招标申请	2025-12-30 07:46:57	查看详情
山东裕龙港务有限公司	关于租赁4800-5200马力拖轮的请示	2025-12-20 08:08:32	查看详情
山东优化物流有限公司	新南山化学一甲胺、二甲胺运输业务招标立项	2025-12-11 10:09:21	查看详情

资料来源：公司官网，华创证券

三、裕龙港务稳健基本盘+南山集团体系赋能，拟投资印尼数字智慧产业园谋求新一轮增长曲线

1、公司拟投资印尼数据智慧产业园，谋求新一轮增长曲线

2026年7月公司公告，拟在印度尼西亚宾坦岛卡朗巴塘经济特区规划建设恒通印尼数字智慧产业园，计划投资不超过20亿元人民币，公司首次投资不超过6亿元人民币。

主要投资内容：该项目涵盖拟建设数字智慧园区，通过互联网云计算数据处理，构建云计算平台，运用大数据技术，实现信息的集中存储和处理，同步提升园区智能化物流管理、运输水平；同时配套建设50-100MW储能、70-140MW柴发电机组，为后续引入数据中心运行提供安全稳定基础设施，是公司“国际化+数字转型”的突破性尝试，项目计划建设周期12个月。

可行性分析：海外数字化、产业协同切入印度尼西亚。

印尼作为千岛之国，政府持续推进国家物流体系向数字化、智能化及供应链现代化建设。宾坦岛位于印尼廖内群岛省，距离新加坡约40公里，具有毗邻国际互联网枢纽、土地资源充足、能源成本较低、建设成本优势明显等特点。

2、我们认为裕龙港务为公司带来了稳健可预期的盈利基本盘，是投资海外项目的基础。

公司港口业务形成规模后，整体盈利结构正在从“交易型利润”切换到“资产运营型利润”；正如我们前文分析，2025年恒通股份实现归母净利润2.66亿元，同比增长71.67%；经营活动现金流净额同比增加1.94亿元；投资活动现金流净额同比增加3.72亿元，港口业务从“产能爬坡期”迈向“满产兑现期”。这为公司投资数字智慧产业园奠定了资金基础，同时深度配套大型工业园区的能力也为公司本次出海提供业务经验。

3、我们认为集团体系赋能，实现战略协同，是投资海外项目的重要助力。

公司大股东南山集团当前已在印尼宾坦岛完成了一定的产业筑底。根据南山铝业国际公告，2017年启动印尼宾坦氧化铝海外项目布局。通过依托宾坦岛毗邻马六甲海峡关键航运节点的区位优势，导入产业资源，逐步建成集氧化铝、电力、港口、配套服务于一体的现代化产业基地。当前南山铝业国际在宾坦岛已建成400万吨氧化铝设计年产能；园区配套160MW火力发电厂、年吞吐量2000万吨专用码头、7万吨级深水泊位、水库、煤制气和渣场等设施。此外，南山铝业国际公司已启动25万吨电解铝产能建设，电解铝远期规划合计75万吨电解铝产能。

这意味着宾坦岛逐渐建设为一个具备“制造+能源+港口+原料+物流+化工”协同特征的复合工业园区和产业集群，且该产业集群正在吸引多领域企业考察入驻。

公司本次投资充分运用恒通大型炼化产业园配套服务经验，依托宾坦岛产业集群的电力成本及土地成本优势，投资数字智慧产业园、储能、柴电等配套设施，同步配套一体化智慧物流解决方案，服务园区产业集群企业，从而实现战略协同，启动国际化多元化产业布局。

四、货物运输与 LNG 业务盈利能力保持稳健

（一）货物运输业务：盈利能力继续抬升，战略定位向园区综合物流节点升级

公司主要从事货物道路运输业务，目前拥有普货运输车辆 150 余辆。普货车队主要进行港口搬倒业务，并承接周边区域普货运输业务；罐箱车队主要在省内沿海地区进行拉运集装箱业务。经营模式主要以自有车辆短途运输和外包车辆短途、长途运输为主。危化品车队主要从事危化品运输业务，液碱运输车辆 70 余辆，是胶东地区较大的危化品运输车队，客户以山东地区规模以上工业企业为主，并长期保持密切合作，运输线路辐射全省。公司凭借自身运力优势，业务不断拓展，货源日渐丰富，货运量稳步增长；借助龙口港、砣母岛港，稳步发展港口货源。

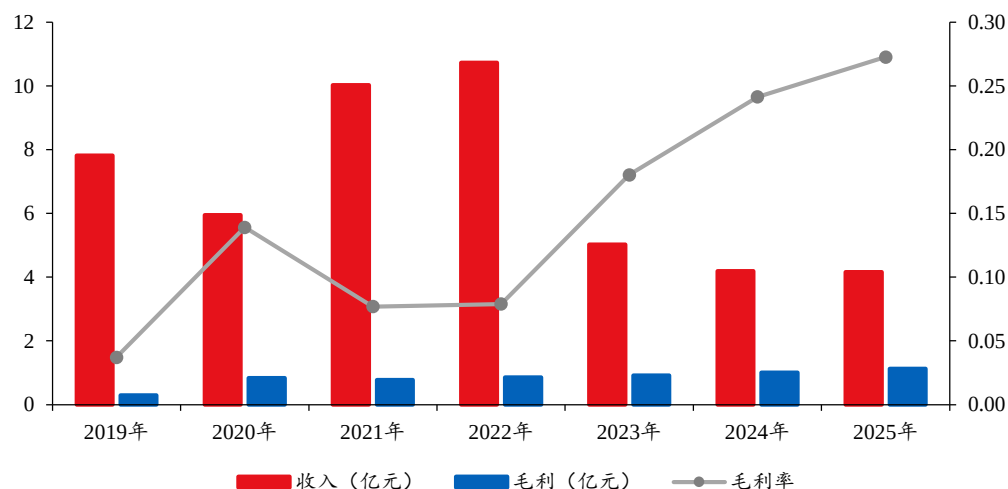
图表 22 公司货物运输业务下属公司



资料来源：公司官网，华创证券

随着裕龙石化投产，公司货物运输业务呈现出“收入基本稳定、盈利能力继续抬升、战略定位由独立运输环节向园区综合物流节点升级”的鲜明特征。2025 年货物运输业务实现营业收入 4.16 亿元，同比仅下降 0.72%，但营业成本下降至 3.02 亿元，毛利率提升至 27.3%，较 2024 年的 24.1% 继续提升约 3.1 个百分点，在运力组织、业务结构和客户质量优化后，盈利韧性显著增强。

图表 23 货物运输业务收入（左轴）、毛利（左轴）及毛利率



资料来源：Wind，公司公告，华创证券

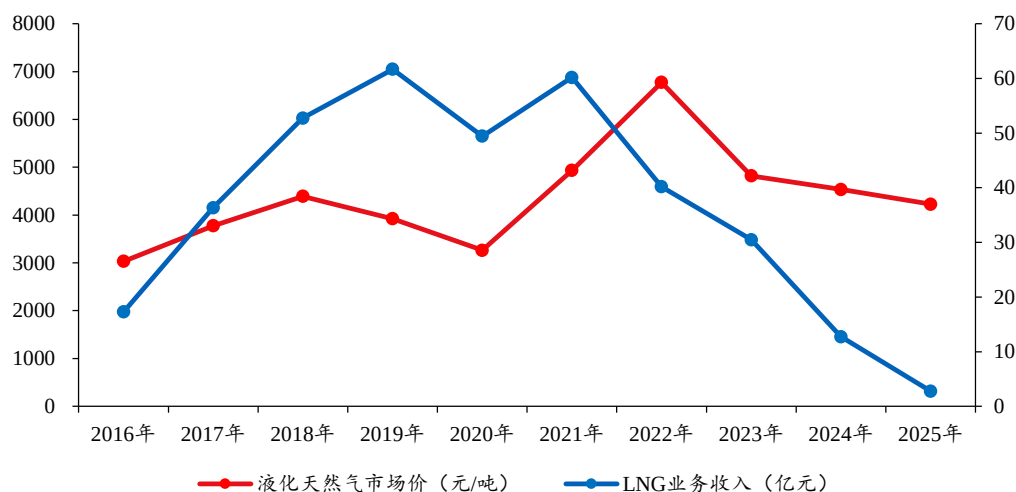
同时恒通的运输板块正在嵌入“港口—仓储—疏运—危化配送”的一体化链条中，承担园区集疏运和短倒配送的关键角色。中长期看，我们认为该板块最大的成长来源主要依托裕龙石化产业园扩产和入园企业增加，持续提升危化品配送渗透率、提高车辆周转效率、强化与港口业务的协同黏性，由“运输队”向区域石化物流咽喉演进。

（二）LNG 业务：收入端显著收缩，转向轻资产+贸易模式经营

根据公司年报 2025 年 LNG 业务经营模式为从重资产运贸一体转向轻资产+贸易模式经营，大幅收缩自营贸易模式，处置部分 LNG 运输车辆，将大部分运力转向第三方承运服务，剩余的 LNG 贸易以销定采，轻量周转，规避价格波动风险。2025 年整体运贸一体业务大幅收窄，营收有所降低，但费用降低，毛利率提升，轻资产减少资金占用，降低资金风险，使得业务更加稳健。2025 年公司 LNG 业务完成战略转型，营业收入收缩，同时利润结构优化。在保留运输与终端服务能力的基础上，主动削弱对价格与库存的暴露。

根据公司年报 2025 年国内 LNG 均价 4260-4300 元/吨，同比降低 5%-6%，全年价格平稳，淡季约 3800-4000 元/吨，旺季 4500-4800 元/吨，2025 年国内 LNG 消费量 4106 万吨，同比增加 3%，增速大幅放缓，交通（重卡/船舶）2000 万吨，城燃/工业 2160 万吨。2025 年中国 LNG 进口量 6843 万吨同比减少 10.7%，实现 2021 年以来首次负增长。

图表 24 LNG 价格（左轴）与公司 LNG 贸易收入（右轴）对比

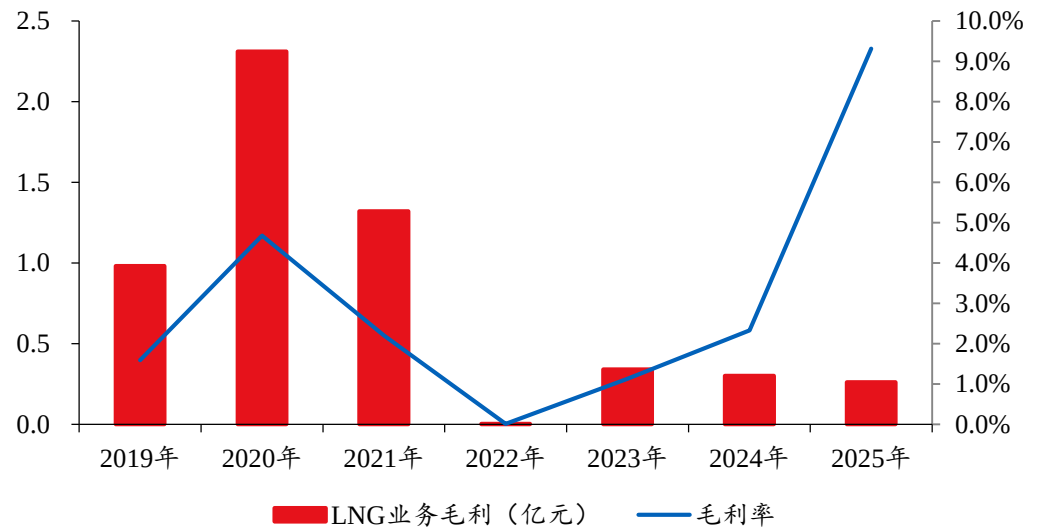


资料来源：Wind，公司公告，华创证券

上图可以看出公司 LNG 业务营收与国内 LNG 价格存在较强周期联动，尤其在 2022 年后，价格中枢回落与公司营收下滑同时出现，LNG 业务对价格周期较为敏感。

2025 年 LNG 整体供强需弱，宽松运行，国产增产，进口收缩。行业贸易利润空间持续压缩。公司主动压降运贸一体业务、提升承运占比，顺应行业盈利模式变化。2025 年公司 LNG 等贸易业务收入降至 2.79 亿元，同比下降 78%，但毛利率较 2024 年进一步提升 6.98 个百分点，利润结构明显优化。公司已经在 LNG 价格下行周期中，初步完成了“以收入换利润稳定性”的经营切换。

图表 25 LNG 业务毛利及毛利率



资料来源：Wind，华创证券

五、投资建议与风险提示

（一）投资建议

1、盈利预测：

收入：公司主营业务收入由港口业务、货物运输及 LNG 业务三部分构成。公司当前油品业务等码头已基本实现满产状态，集装箱等码头产能利用率仍较低，未来两年集装箱等产能利用率有望进一步提升。

（1）根据公司 2026H1 业绩公告，26H1 裕龙港务建设的生产性泊位投入使用，随着山东裕龙石化产业园区核心企业的开工率及产能逐步爬升，码头吞吐量和港口利用率大幅增加。

我们预计 2026-2028 年港口业务整体产能利用率有望进一步提升，收入分别为 6.7、7.6、8.6 亿元，26 年港口业务毛利率有望明显提升，27-28 年维持相对稳健水平。

（2）公路货运：收入基本稳定，在运力组织、业务结构优化后，盈利稳健提升。

（3）LNG 业务：根据公司年报 2025 年整体运贸一体业务大幅收窄，营收有所降低，我们预计 2026-28 年 LNG 业务收入在此基础上维持稳定，随着 LNG 业务完成战略转型，盈利质量改善，26 年毛利率有望持续提升，27-28 年预计表现稳健。

由此综合预计公司 2026-2028 年整体收入分别为 14.9、15.9、17.0 亿元，同比分别增长 9.3%、7.1%、6.9%。（注：暂不考虑公司港口业务扩建潜力。）

图表 26 恒通股份主营业务拆分

	2025 年	2026E	2027E	2028E
港口业务	5.76	6.69	7.59	8.57
yoy	165%	16%	13%	13%
毛利率	43%	55%	56%	56%
货物运输	4.16	4.33	4.41	4.50
yoy	-0.7%	4.0%	2.0%	2.0%
毛利率	27.4%	29.4%	30.4%	31.4%
LNG 业务	2.79	2.93	2.99	3.02
yoy	-78.1%	5.0%	2.0%	1.0%
毛利率	9.3%	14.3%	15.3%	16.3%

资料来源：公司公告，华创证券

归母净利润：公司发布 26H1 业绩预告：26H1 预计实现归母净利润 1.66-2.03 亿元，同比+66.9%-104%；扣非归母净利润 1.64-2.01 亿元，同比+72.85%-111.24%。基于此，我们预计 2026-28 年归母净利预测为 3.9、4.6、5.1 亿，同比分别增长 47.5%、18.3%、10.7%。对应 EPS 为 0.56、0.66、0.73 元，对应 PE 分别为 19/16/14 倍。

2、投资建议：

我们认为公司港口业务可以贡献稳定的利润来源，2025 年裕龙港务实现净利润 2 亿元，

占公司当期归母净利润的 75%，未来增长空间包括裕龙石化产业链能力的潜在提升，以及公司未来配套扩建等；LNG 与公路业务保持稳健；目前公司积极布局海外数字智慧园区业务，通过集团产业赋能谋求打造新一轮增长曲线。

我们看好公司基本盘稳健+锐意进取，首次覆盖给予“推荐”评级。

（二）风险提示

裕龙石化项目进度低于预期：公司港口业务作为裕龙石化配套项目，若裕龙石化进度低于预期，将影响公司港口业务盈利；

化工品需求低于预期：化工类液体、气体作为公司重要品种，若需求不足，将影响公司盈利情况；

安全经营风险：公司经营品种涉及危化品，若发生安全事故，将面临人员伤亡、资产损失等多重负面影响。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,485	1,605	1,917	2,124
应收票据	0	0	0	0
应收账款	128	139	116	137
预付账款	8	8	12	10
存货	43	40	26	33
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	295	304	239	293
流动资产合计	1,959	2,097	2,310	2,596
其他长期投资	83	84	85	85
长期股权投资	135	135	135	135
固定资产	2,508	2,627	2,718	2,803
在建工程	28	64	100	125
无形资产	318	332	346	355
其他非流动资产	212	210	211	212
非流动资产合计	3,283	3,452	3,595	3,716
资产合计	5,242	5,549	5,905	6,312
短期借款	60	60	60	60
应付票据	23	26	32	25
应付账款	218	213	213	247
预收款项	1	1	1	1
合同负债	6	7	8	8
其他应付款	15	15	15	15
一年内到期的非流动负债	185	185	185	185
其他流动负债	36	45	51	56
流动负债合计	546	553	565	597
长期借款	635	635	635	635
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	20	20	20	20
非流动负债合计	655	655	655	655
负债合计	1,201	1,208	1,220	1,252
归属母公司所有者权益	3,993	4,296	4,641	5,014
少数股东权益	49	45	44	46
所有者权益合计	4,041	4,341	4,685	5,060
负债和股东权益	5,242	5,549	5,905	6,312

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	456	609	814	715
现金收益	434	629	706	767
存货影响	-16	3	14	-7
经营性应收影响	4	-9	23	-17
经营性应付影响	-296	-2	6	27
其他影响	330	-12	65	-55
投资活动现金流	-539	-381	-365	-351
资本支出	-77	-383	-365	-351
股权投资	21	0	0	0
其他长期资产变化	-484	2	0	0
融资活动现金流	-194	-107	-137	-158
借款增加	-117	0	0	0
股利及利息支付	-115	-154	-173	-189
股东融资	3	3	3	3
其他影响	34	44	32	27

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	1,361	1,487	1,594	1,705
营业成本	946	923	961	1,006
税金及附加	9	9	8	9
销售费用	3	4	5	5
管理费用	80	82	88	94
研发费用	0	0	0	0
财务费用	18	17	13	13
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-8	-7	5	6
其他收益	3	3	3	3
营业利润	297	446	525	584
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	297	446	525	584
所得税	32	47	56	62
净利润	266	399	469	522
少数股东损益	0	6	5	8
归属母公司净利润	266	393	465	514
NOPLAT	282	413	481	534
EPS(摊薄) (元)	0.38	0.56	0.66	0.73

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-32.0%	9.3%	7.1%	6.9%
EBIT 增长率	82.3%	46.8%	16.4%	11.0%
归母净利润增长率	71.7%	47.5%	18.3%	10.7%
获利能力				
毛利率	30.5%	38.0%	39.7%	41.0%
净利率	19.5%	26.8%	29.4%	30.6%
ROE	6.7%	9.1%	10.0%	10.3%
ROIC	7.0%	9.6%	10.5%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	22.9%	21.8%	20.7%	19.8%
债务权益比	22.3%	20.7%	19.2%	17.8%
流动比率	3.6	3.8	4.1	4.3
速动比率	3.5	3.7	4.0	4.3
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	33	32	29	27
应付账款周转天数	139	84	80	82
存货周转天数	13	16	12	11
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.56	0.66	0.73
每股经营现金流	0.65	0.86	1.15	1.01
每股净资产	5.66	6.09	6.58	7.10
估值比率				
P/E	28	19	16	14
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	18	12	11	10

交通运输组团队介绍

研究所联席所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2025 年获： 证券时报 新财富杂志最佳分析师交通运输仓储行业第三名； 第七届新浪财经金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名； 第十九届卖方分析师水晶球奖交通运输行业第三名； 上证报最佳分析师交运仓储行业第三名； 21 世纪金牌分析师交通物流行业第三名； 第十三届 Wind 金牌分析师交通运输行业第二名； 第十三届 Choice 最佳分析师交通运输行业第一名。 2019-24 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名。

联席首席分析师：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021 年加入华创证券研究所。

资深分析师：梁婉怡

浙江大学金融硕士。曾任职于国联证券研究所，2023 年加入华创证券研究所。

分析师：卢浩敏

南京大学工学硕士。曾任职于光大证券研究所，2024 年加入华创证券研究所。

研究员：张梦婷

华东师范大学金融硕士，曾任职于浙商证券研究所，2026 年加入华创证券研究所。

助理研究员：刘邢雨

天津大学金融硕士，2025 年加入华创证券研究所。

助理研究员：郑旭雯

上海财经大学金融硕士，2026 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiyi@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

私募销售组	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；

中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；

回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；

回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522