

上港集团（600018.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息

所属行业	公用事业及金融
当前股价	5.59
总市值	1301.43 亿
PE-TTM	8.93
PB-MRQ	0.95

估值结果

	价值	1809 亿
DDM 估值	上行空间	39%
	状态	偏低估
	价值	1837 亿
动态估值	上行空间	41%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★★
护城河	★★★★☆

核心评级结论

上港集团是全球第一大集装箱港口运营商，中国最大的港口上市公司。

公司成长空间一般，主要系公司核心业务为港口业务，整体来说公司港口吞吐量与我国进出口贸易量存在正相关，未来公司收入增速大约在0%-5%之间。公司盈利趋势稳健，主要系上港集团核心港口业务盈利相对稳健，叠加公司投资收益主要投向银行，银行贡献的投资收益波动性不大。公司产业格局极好，主要系我国港口行业大部分为地方政府垄断，且部分港口服务价格受政府管控，不属于完全市场化竞争行业，因此竞争格局稳定。公司护城河极深，主要系上海港位于长江入海口，连接长江和中国南、北沿海，外通全球各大洋，优越的地理位置和发达的经济腹地赋予公司极强的区位垄断优势护城河。

我们基于对公司未来港口吞吐量保持小幅增长，港口盈利能力波动不大，且银行等投资收益保持稳健的模型假设下，公司现在估值处于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

市场普遍对港口资产存在估值偏见，主要系过去几年港口反垄断导致行业存在普遍降费现象，因此市场对港口未来业绩存在隐忧，但我们认为港口作为永续经营资产，整体竞争格局和护城河极深，此外上港集团战略布局银行、航运等业务，虽然航运业务存在一定的周期性，但公司整体盈利偏稳健，且公司分红率偏低，未来存在提升分红率的可能。

风险提示

美国发起的关税战或导致全球贸易保护主义盛行，国际贸易量出现下滑风险；国家或对港口收费政策调整，导致公司装卸费率下滑风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 人力资源密集度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

上港集团是上海港公共码头运营商，上海港位于中国大陆东海岸的中部、“黄金水道”长江与沿海运输通道构成的“T”字型水运网络的交汇点，前通中国南、北沿海和世界各大洋，后贯长江流域、江浙皖内河及太湖水系。公路、铁路网纵横交错，集疏运渠道畅通，地理位置重要，自然条件优越，腹地经济发达。

2. 业务介绍

对于上港集团公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

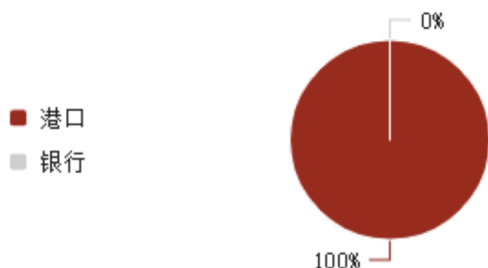
港口：

上港集团的主营业务分为四大板块：集装箱（装卸）板块、散杂货（装卸）板块、港口物流板块和港口服务板块，主要经营模式：为客户提供港口及相关服务，收取港口作业包干费、堆存保管费和港口其他收费。我们对公司业务的市场界定为长三角地位的港口行业，上海港在长三角地区具有明显领先优势，

银行：

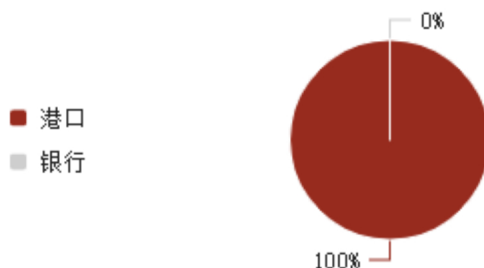
公司在稳健发展港口核心主业之外，也通过长期股权投资布局多元化，主要集中在银行、地产、航运保险、能源、股权投资等领域，投资收益是公司重要的利润增长来源，2024年投资收益中63%来自银行，主要为上海银行（持股8.32%）和邮政储蓄银行（持股4.13%）。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

港口商业模式属于典型的B0（投资-运营）模式。港口前期一般需要大规模投资建设航道、码头、泊位、装卸设备等固定资产，建设周期长，资金依赖银行贷款或债券融资，初始负债率高；资产投入运营后，通过货物吞吐量收取装卸费、堆存费等实现收入回报。收入规模直接取决于吞吐量和装卸费率，成本则以固定资产折旧、维护费用及人力成本为主。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

港口属于典型的重资产行业，截至2024年底，上港集团总资产2120亿元，总资产周转率仅为0.18次，处于市场偏低水平，主要系公司港口业务需要前期大额资本投入。

3.2 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

截至2024年底，公司职工总数13,016人，相对来说员工薪酬占收入比例较高，属于人力资源较密集行业，主要系港口服务需要大量工作人员进行操作服务，但随着自动化码头推进，职工人数存在下降趋势。

3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司下游客户主要为集运、物流服务等公司，客户集中度较低，2024年前五名客户占年度主营业务收入的比例为5.80%，整体处于较低水平，下游客户分散且对公司话语权不强。

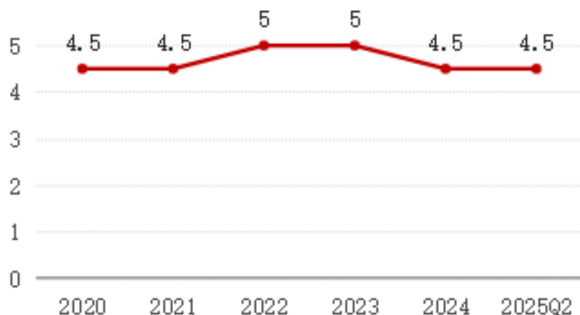
4. 历史经营绩效

公司整体盈利能力较强，成长能力一般，但公司业务控制力、股东回报率尚可。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



公司整体盈利能力较高，特别是2022年和2023年，公司盈利能力高达5颗星，主要系2022年为集运大年，集团控股子公司锦江航运和参股子公司东方海外国际均实现较高利润，贡献大额投资收益，提升公司盈利能力。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



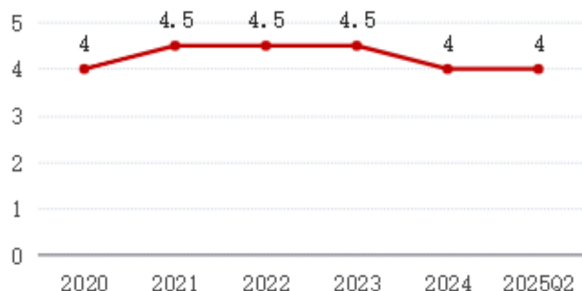
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体成长能力一般，主要系我国港口行业属于成熟性行业，公司集装箱业务吞吐量增速不高，大约为3%-5%，此外由于集运周期回落和房地产业务拖累，2023年公司业绩存在下滑，拖累了公司成长能力。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



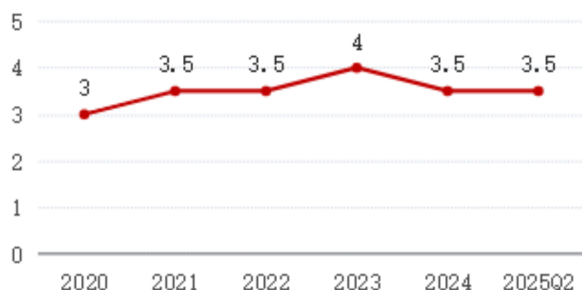
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力尚可，虽然公司经营性现金流净额小于净利润，主要系公司存在大额投资收益所致，但公司上下游相对比较分散，因此公司在产业链中话语权较强，不存在被占款情况。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

过去几年公司分红率维持在30%上下，分红率角度整体一般，主要系公司现在依旧存在新建产能，2024年公司资本开支约为62.5亿元，但由于公司估值偏低，股息率依旧能够超过3%，具有一定的吸引力。

5. 四维评级

公司整体成长空间一般，盈利趋势向好，产业格局极好，护城河极深，主要系公司在长三角存在一定的区位优势属性。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司核心业务为集装箱吞吐业务，投资业务主要为银行，均属于成熟行业，成长能力一般。

港口(2.5星)：

公司港口核心业务为集装箱吞吐业务，整体来说公司集装箱吞吐量与我国进出口贸易量存在正相关，考虑到我国未来对外贸易增速情况，未来公司收入增速大约在0%-5%，整体成长空间一般。

银行(2.5星)：

公司长期股权投资主要为上海银行和邮储银行，考虑到我国GDP增速放缓导致信贷需求萎缩，银行面临收入增长困境，主要体现在制造业PMI长期处于荣枯线下方，房地产投资同比增速持续下滑等，信贷需求不足直接反映在贷款增速上，因此银行成长空间一般。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

过去几年房地产下行和集运周期回落对公司业绩有所拖累，随着负面因素消化，公司未来盈利趋势逐步向好。

港口(3星)：

上港集团存在部分房地产和集运业务，过去几年房地产行业周期下行和集运周期回落一定程度拖累了公司业绩，但随着房地产业务触底，资产减值逐步计提结束，公司未来盈利趋势逐步向好。

银行(2.5星)：

银行业盈利趋势相对一般，主要系净息差收窄与中收盈利空间压缩的双重挤压，净息差持续下降主要系贷款利率持续下行，中收盈利压缩主要系财富管理转型面临费率下行压力等。

5.3 产业格局

★★★★★

我国港口行业大部分为地方政府垄断，产业格局较好。

港口(5星)：

我国港口行业大部分为地方政府垄断，且部分港口服务价格受政府管控，并不属于完全市场化竞争行业，其次上港集团港口业务在长三角地区存在区位优势，对上下游均具有较高话语权，因此产业格局极好；

银行(3星):

近年来,我国银行业产业格局相对稳定。银行当前的竞争格局呈现“头部高度集中(规模效应)、尾部高度分散(熟人经济)”的特征,公司持有的上海银行和邮政储蓄银行市占率波动性不大。

5.4 护城河

★★★★☆

上海港位于长江入海口,优越的地理位置和发达的经济腹地赋予公司极强的区位垄断优势护城河。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
港口	(4.5星) 经壹评级公司调整,公司净资产收益率高于20%,具有明显的超额收益,且公司业务控制力较强,公司港口业务在长三角地区具有一定的垄断属性,因此护城河宽度星级较高。	(4.5星) 公司护城河为区位优势,上海港位于长江入海口,优越的地理位置和发达的经济腹地构建公司独特的区位优势护城河,且公司护城河未来持续性较高,未来被侵蚀的可能性较低,因此护城河持续性较强。
银行	(2.5星) 公司银行业务主要来自上海银行和邮政储蓄银行投资收益,这两家银行盈利能力在银行业中处于中游水平,且公司市占率排名不属于头部,导致公司护城河宽度星级中等。	(3.5星) 公司投资银行业务护城河主要为渠道和规模优势,由于大型银行,特别是邮政储蓄银行的多网点、深渠道属性较难被其他对手复制,上海银行在上海地区也存在一定区位优势,因此护城河持续性相对较高。

数据来源: 壹评级

6. 公司估值

我们对公司采用分部估值方法,对于港口业务采用DDM和动态估值方法,对于公司长期股权投资业务(主要系银行)采用PE估值法,整体来看公司估值处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为港口业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 集装箱吞吐量：考虑到我国进出口贸易依旧保持稳健增长，2025年-2030年我们假设公司母港集装箱吞吐量保持2%左右的增速，2030年之后回落至1.5%左右；
- 2) 集装箱吞吐单价：过去几年公司单位集装箱吞吐量收益维持在310元左右，我们假设未来随着通货膨胀，公司单位集装箱吞吐收入每年维持极低个位数增长；
- 3) 干散货业务：公司干散货业务经过几年业务调整，现在经营相对稳健，未来假设干散货吞吐量保持每年2%左右的增速；假设未来干散货单吨收费维持2024年水平；
- 4) 港口物流业务：我们把港口物流业务拆分为锦江航运和其他港口物流业务：对于锦江航运，考虑到公司过去几年发展较快，给予收入端5%左右增速；对于其他港口物流业务，与集装箱吞吐存在较强相关性，增速参考集装箱吞吐增速；

盈利能力假设：

- 1) 考虑到公司成本端相对稳定，每年波动性不大，我们假设公司各项业务毛利率变化不大，具体各业务毛利率参考2025年中报给予小幅调整；
- 2) 考虑到公司港口物流板块存在一部分集运业务，未来集运业务周期回落，公司港口服务板块毛利率小幅回落至22%左右水平；

表2：公司整体业绩预测

上港集团	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	372.8	375.5	381.2	391.5	380.3	391.2	402.4	413.9
归母净利润(亿)	172.3	132.0	149.6	141.8	126.6	129.5	132.5	135.6
归母净利润增速(%)	17.4	-23.4	13.3	-5.2	-10.7	2.3	2.3	2.3
经营性净利润(亿)	55.3	65.0	74.8	67.5	56.4	58.0	59.8	61.6
经营性净利润增速(%)	6.1	17.5	15.0	-9.7	-16.5	2.9	3.0	3.0
经营性归母净利润(亿)	53.2	61.3	69.6	62.8	52.4	54.0	55.6	57.3
经营性归母净利润增速(%)	7.6	15.2	13.5	-9.8	-16.5	2.9	3.0	3.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

港口	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	372.8	375.5	381.2	391.5	380.3	391.2	402.4	413.9
收入增速(%)	8.7	0.7	1.5	2.7	-2.9	2.8	2.9	2.9
经营性净利润(亿)	55.3	65.0	74.8	67.5	56.4	58.0	59.8	61.6
经营性净利率(%)	14.8	17.3	19.6	17.2	14.8	14.8	14.9	14.9
经营性净利润增速(%)	6.1	17.5	15.0	-9.7	-16.5	2.9	3.0	3.0
银行	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
港口	2.3%	中低	非常好	强	7.0%	16.64	61.0
银行	-	中低	较好	较强	7.5%	15	-
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
港口(亿)	227.4	774.1	1001.5	354.3	93.0	-	1262.8
银行(亿)	-	-	-	-	-	574.0	574.0
公司整体测算(亿)	227.4	774.1	1001.5	354.3	93.0	574.0	1836.8

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
港口(亿)	533.4	440.5	973.8	354.3	93.0	-	1235.1
银行(亿)	-	-	-	-	-	574.0	574.0
公司整体测算(亿)	533.4	440.5	973.8	354.3	93.0	574.0	1809.1

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体业绩的可预测性较高，主要系港口行业属于稳健性行业，公司经营数据跟随我国对外贸易交易量增长而增长，公司港口收费相对来说政府管控，波动性不大，整体来说公司收入和业绩可见度较高，估值确定性较强。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。