

中远海控（601919.SH）

公司报告 | 首次评级报告



任明霞
公用、交运、煤炭
行业研究员

2026年1月19日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	14.46
总市值	2232.04亿
PE-TTM	5.87
PB-MRQ	0.96

估值结果

价值	2374亿
DDM估值 上行空间	6.4%
状态	合理估值
价值	2562亿
动态估值 上行空间	15%
状态	合理估值

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

中远海控作为中远海运集团下上市公司之一，专注于集装箱航运与码头运营，目前公司集运业务全球市占率排名第四，运力份额稳居世界第一梯队。

公司成长空间较低，主要系集运行业货运量与全球GDP、国际贸易量具有强相关性，我们预计未来全球集装箱运输量增速大概率2%-3%。公司盈利趋势承压，主要系2023年底红海危机导致集运供给受限、运价上涨，但随着新船陆续交付，以及长期来看红海危机大概率能够得以解决，集运运价存在周期下行压力。公司产业格局较好，主要系全球集装箱航运业呈现高度集中的寡头竞争格局，前十大集运企业市占率超过80%，行业资源高度集中于头部企业。公司护城河较深，主要系公司船队规模继续稳居行业第一梯队，具备显著的规模优势，且公司集装箱航运及码头运营管理两大板块具备显著的协同效应潜力，可实现相互融合、相互促进、协同发展。

基于我们对公司集装箱货运量保持稳健增长，集运运价合理回落，且港口等业务保持稳健的合理假设下，公司现在处于估值合理状态。

我们区别于市场的观点

中远海控过去五年内遇到一次百年大周期（新冠疫情）和一次十年大周期（红海危机），集运运价大幅上涨，公司盈利能力大幅提升，使得市场对于公司未来业绩预测相对比较乐观，但我们认为随着新船交付和红海问题解决，集运运价大概率周期回落，因此我们对公司未来的盈利预测相比市场一期预期更为谨慎。在我们保守假设下公司估值依旧处于合理状态，并未出现明显高估。

风险提示

全球经济增速大幅放缓，导致集运需求不及预期；集运行业产能大幅扩充，导致运价超预期下跌；红海绕行提前结束，导致运价短期大幅下跌；公司分红不及预期风险。

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	4
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 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	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

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	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

中远海控是中远海运集团航运及码头经营主业上市旗舰企业和资本平台。公司主要通过全资子公司中远海运集运和间接控股子公司东方海外国际，经营国际、国内集装箱运输服务及相关业务，此外公司通过中远海运港口从事集装箱和散杂货码头的装卸和堆存业务，中远海运港口的码头组合遍布中国沿海五大港口群及长江中下游、欧洲、地中海、中东、东南亚、南美洲及非洲等。

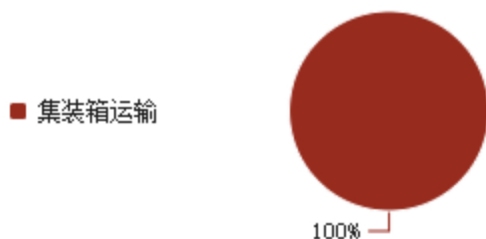
2. 业务介绍

对于中远海控公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

集装箱运输：

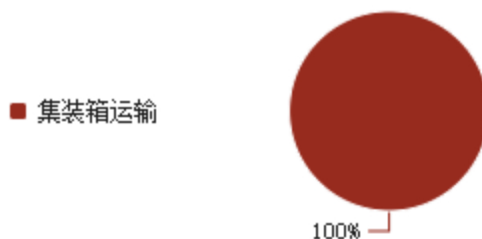
公司主要经营国际、国内集装箱运输服务及相关业务。公司凭借全球化经营、一体化服务的集装箱运输网络，积极打造全球数字化供应链服务，为全球客户和上下游合作伙伴创造更高价值。此外公司还拥有港口相关业务，但由于港口业务占比较低，对公司利润贡献较低，因此我们不再对公司进行业务拆分，统一按照集装箱运输业务处理。我们对该业务的市场界定为全球集装箱运输行业。

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

集装箱运输行业是典型的重资产、强周期网络型业态，其核心商业模式为：航运公司以船舶和集装箱为资产，通过枢纽辐射式航线网络提供标准化海运服务。收入主要来自海运运费及附加费；成本则高度集中于燃油、船舶折旧/租金、港口作业费。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

集运行业属于典型的重资产行业，截止到2024年底，中远海控固定资产1,246亿元，在建工程260亿元，使用权资产412亿元，整体资产周转率较低，说明公司资产程度较高。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

集运采用定期班轮的运输模式，2024年公司销售费用率仅为0.42%，说明公司在集运业务中无需支出大额销售费用，营销强度低。

3.3 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

集装箱运输行业主要员工包括海员、管理人员等，截止到2024年公司员工数量为32,415人，人均创收721.45万元，说明公司人力资源密集度较低。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司下游客户极为广泛，从大型跨国企业（签订长期合约）到中小型货主/货运代理，2024年公司前五名客户销售额87亿元，占年度销售总额3.74%，说明公司客户集中度低。

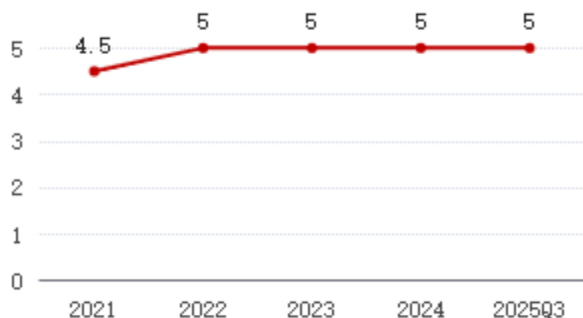
4. 历史经营绩效

公司盈利能力极好，且业务控制力和股东回报评级非常高，但2023年以来集运价格回落，成长能力有所走低。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



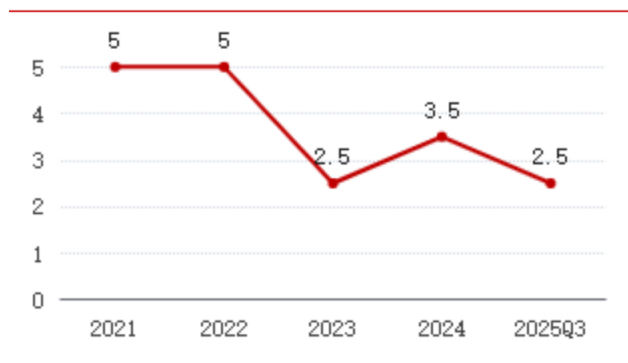
2020年下半年开始，新冠疫情导致欧美进口贸易需求旺盛，但港口拥堵叠加工人罢工导致集运供给偏紧，集运价格大幅上涨，公司盈利能力大幅提升，虽然2023年运价回落，但公司整体盈利能力依旧处于市场较高水平。

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



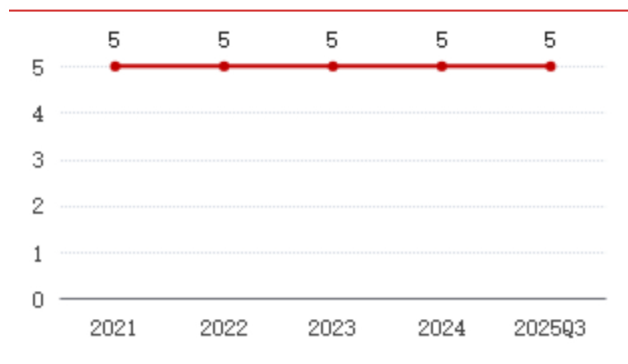
数据来源：公司财报，壹评级

2021年集运价格飙升，导致公司业绩大幅增长，因此公司成长能力5颗星。2023年集运价格回落，公司业绩下滑，导致公司成长星级走低，但2023年底红海危机导致运价上涨，公司业绩再次增长，2025年运价逐步回落，公司成长星级再次走低。

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



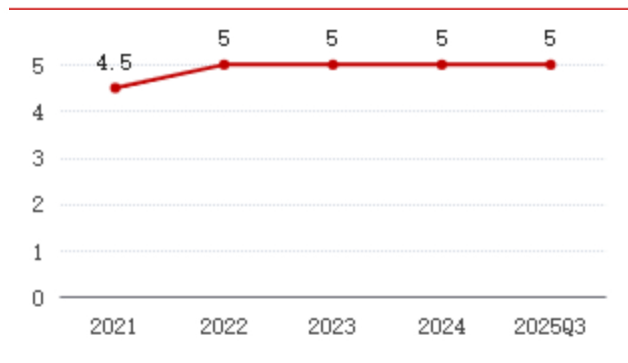
数据来源：公司财报，壹评级

集运行业下游客户相对分散，因此公司在产业链中话语权较强，不存在被上下游占款现象，且公司经营现金流较好，因此公司业务控制力星级非常高。

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

2020年下半年开始的百年集运大周期导致公司业绩大幅提升，2021年公司开始实施积极的分红政策，分红率为15.59%，2022年提升至50%左右，按照2024年底股价计算，公司股息率约为10%，整体来看公司股东回报星级非常高。

5. 四维评级

公司成长空间较低，盈利趋势承压，但公司产业格局较好，护城河较深。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

公司成长空间较低，主要系集运行业货运量与全球GDP、国际贸易具有强相关，我们预计未来全球集装箱运输量增速大概率2%-3%左右。

集装箱运输(1星):

集装箱运输作为全球商品贸易的关键载体，其需求与全球贸易总量及宏观经济表现呈强正相关，是公认的全球贸易与经济活动的“晴雨表”。随着全球产业分工持续深化，资源、生产、消费的全球联动性进一步增强，集装箱运输需求将持续受益于GDP增长与贸易扩容，叠加行业绿色转型带来的运力优化，集运行业长期仍具备稳定且广阔的成长空间，我们预计集运行业增速在2%-3%。

5.2 盈利趋势

☆☆☆☆☆

公司盈利趋势承压，主要系2023年底红海危机导致集运船只绕行好望角导致阶段性运价上涨，但随着新船陆续交付，以及长期来看红海危机大概率能够得以解决，集运运价存在周期下行压力。

集装箱运输(1星):

2023年底红海危机导致全球集运公司放弃苏伊士运河，改道绕行好望角，绕行直接拉长运距导致供给偏紧、运价上涨，但我们预测未来随着集装箱新船陆续交付，供给端持续改善，其次长期来看红海危机终会解决，集运行业或面临阶段性的运力过剩，因此我们认为未来公司盈利能力存在承压趋势。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好，主要系全球集装箱航运业呈现高度集中的寡头竞争格局，前十大集运企业市占率超过80%，行业资源高度集中于头部企业。

集装箱运输(3星):

全球集装箱航运业呈现高度集中的寡头竞争格局。根据Alphaliner最新数据，全球前十大班轮公司运力占比已高达84%以上，行业资源高度集中于头部企业，且联盟化是巩固这一格局的核心机制。2025年行业完成大规模联盟重组，形成了四大联盟：海洋联盟（中远海运、达飞、长荣等）、“双子星”（马士基与赫伯罗特）、由地中海航运主导的独立网络，以及Premier Alliance（海洋网联船务、韩新海运、阳明海运）。这些联盟通过共享船舶、协调航线，极大地优化了运营网络与成本结构。总体而言，高集中度与紧密的联盟化，使头部企业拥有强大的市场控制力，因此集运行业整体竞争格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司船队规模继续稳居行业第一梯队，具备显著的规模优势，且公司集装箱航运及码头运营管理两大板块具备显著的协同效应潜力，可实现相互融合、相互促进、协同发展。

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
集装箱运输	(3.5星) 经壹评级调整后，平滑周期波动的影响，公司净资产收益率约为12%，具有明显的超额收益，且公司市占率排名全球第四，在产业链中话语权较强，整体来看，公司护城河宽度星级较高。	(4星) 中远海控核心护城河为规模优势，公司船队运力位居全球第四，且公司背靠中国——全球制造业强国，考虑到中国旺盛的贸易需求，公司规模优势护城河未来衰减的可能性较低，因此公司护城河持续性星级较高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对公司集装箱货运量保持稳健增长，集运运价合理回落，且港口等业务保持稳健的合理假设下，公司现在处于估值合理状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为集装箱运输业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 集装箱货运量：

公司整体集装箱货运量每年有所波动，但从长期角度每年复合增长率在2%左右，因此我们假设2025年后公司集装箱货运量每年维持2%的增速；

2) 运价假设：

运价我们能主要参考CCFI指数，考虑到未来集运价格周期性回落，2025年CCFI平均价格在1198点，假设2026年周期回落至1100点，假设中远海控2025年运价为0.75万/TEU，2026年继续回落至0.66万/TEU；假设2029年集运行业迎来新一轮的周期底部，公司运价大幅下滑至0.5万/TEU，2030年后逐步回升至0.66万/TEU；

盈利能力假设：

1) 毛利率假设：

公司成本端相对比较固定，因此我们假设2025年公司毛利率下降至19.8%，2026年后继续下降至14.2%的中枢水平附近，但由于我们假设2029年集运行业或迎来一波周期底部，假设2029年公司毛利率下滑至-1.5%，后逐步提升至中枢毛利率14.2%；

2) 费用端假设：

公司费用端主要为管理费用和财务费用，假设随着公司收入增长，管理费用率保持不变，考虑到我国大概率保持长期低利率环境，公司有息负债成本保持不变；

3) 投资收益假设：

考虑到中远海控长期股权投资主要投向港口等稳健资产，我们假设公司投资收益保持稳健，每年保持2%左右的增速；

资产负债假设：

集运行业属于典型的强周期性行业，对于强周期性行业，基于公司为了实现资产负债稳健，假设公司未来负债率逐步下降到40%的健康水平。

表2：公司整体业绩预测

中远海控	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3910.6	1754.5	2338.6	2064.6	1863.0	1900.3	1938.3	1977.1
归母净利润(亿)	1095.9	238.6	491.0	292.1	187.6	192.2	196.8	201.6
归母净利润增速(%)	22.7	-78.2	105.8	-40.5	-35.8	2.4	2.4	2.4
经营性净利润(亿)	1255.3	186.8	462.7	238.0	118.3	122.4	126.7	131.2
经营性净利润增速(%)	24.4	-85.1	147.7	-48.6	-50.3	3.5	3.5	3.5
经营性归母净利润(亿)	1047.4	157.0	410.1	209.4	104.1	107.8	111.5	115.4
经营性归母净利润增速(%)	20.7	-85.0	161.3	-48.9	-50.3	3.5	3.5	3.5

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

集装箱运输	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3910.6	1754.5	2338.6	2064.6	1863.0	1900.3	1938.3	1977.1
收入增速(%)	17.2	-55.1	33.3	-11.7	-9.8	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	1255.3	186.8	462.7	238.0	118.3	122.4	126.7	131.2
经营性净利率(%)	32.1	10.6	19.8	11.5	6.3	6.4	6.5	6.6
经营性净利润增速(%)	24.4	-85.1	147.7	-48.6	-50.3	3.5	3.5	3.5

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)
集装箱运输	2.0%	中低	较好	较强	9.0%	11.79	151.8
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
集装箱运输(亿)	359.1	824.1	1183.2	1182.8	284.0	480.0	2562.0
公司整体测算(亿)	359.1	824.1	1183.2	1182.8	284.0	480.0	2562.0

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第9页

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
集装箱运输(亿)	445.0	524.1	969.2	1182.8	258.0	480.0	2374.0
公司整体测算(亿)	445.0	524.1	969.2	1182.8	258.0	480.0	2374.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

中远海控的集运业务属于强周期行业，运价主要受供需决定，虽然公司作为集运行业龙头企业，但集运运价的短期走势很难判断，因此公司业绩可预测较低，估值确定性中等。

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。