

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

招商轮船(601872)

投资评级 增持

上次评级 增持

匡培钦 交运行业首席分析师

执业编号 S1500524070004

邮箱 kuangpeiqin@cindasc.com

黄安 交运行业分析师

执业编号 S1500524110001

邮箱 huangan@cindasc.com

相关研究

招商轮船(601872.SH)深度报告:全球油散龙头,静待各板块共振

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编:100031

招商轮船(601872.SH) 2024 年年报点评:扣非归母净利润+8.07%,散运、集运分部净利润高增

2025年3月30日

事件:招商轮船(601872.SH)发布2024年年报。

- **营业收入:**2024年实现257.99亿元,同比下滑0.32%,其中2024年第四季度实现65.03亿元,同比下滑5.18%。
- **归母净利润:**2024年实现51.07亿元,同比增长5.59%,其中2024年第四季度实现17.38亿元,同比增长61.14%。
- **扣非归母净利润:**2024年实现50.15亿元,同比增长8.07%,其中2024年第四季度实现17.27亿元,同比增长68.87%。
- **经营:**2024年货运量1.99亿吨,同比下降0.17%;实现周转量1.12万亿吨海里,同比增长11.01%,主要受益于散货船对长航线比例上升,船舶重载率提高。

点评:

➢ **油轮运输:船队结构与成本结构维持行业领先。**

- **油轮船队:**截至2024年末,自有VLCC船队规模维持世界第一,油轮船队包括52艘VLCC(1611.07万载重吨)、8艘Aframax(53.58万载重吨)。
- **经营情况:**2024年,公司VLCC船队TCE显著跑赢指数,但同比下滑约10%,主要系受到加装脱硫塔等装置导致有效运营天数略减1%、船舶升级增加摊销折旧等因素影响,VLCC平均保本点同比下滑约6%。
- **2024年财务表现:**营收实现92.06亿元,同比下滑4.82%;毛利实现32.19亿元,同比下滑16.09%;分部净利润实现26.35亿元,同比下滑14.52%。
- **2024年四季度财务表现:**营收实现22.24亿元,同比下滑8.49%;分部净利润实现5.75亿元,同比下滑21.84%。

➢ **干散货运输:各船型TCE跑赢指数,全年净利润同比高增72.24%。**

- **散货船船队:**截至2024年末,自有VLOC船队规模维持世界第一,散货船船队包括93艘船(1855.95万载重吨),其中包括VLOC34艘(1313.16万载重吨)。
- **经营情况:**2024年,公司灵活运营,稳固VLOC“基石”项目利润;好望角型船队通过船货分线套利;巴拿马型船队通过远期期货的

对冲和船货分线提升经营效果；超灵便型船队在市场相对低位租入船舶并在相对高位进行船货分线操作。

- **2024 年财务表现：** 营收实现 79.40 亿元，同比增长 11.70%；毛利润实现 18.66 亿元，同比增长 41.99%；**分部净利润实现 15.48 亿元，同比增长 72.24%。**
- **2024 年四季度财务表现：** 营收实现 18.70 亿元，同比下滑 4.50%；分部净利润实现 3.78 亿元，同比增长 13.60%。
- **集装箱运输：四季度旺季加大运力投放，全年净利润同比高增 50.58%。**
 - **集装箱船船队：** 截至 2024 年末，包括 19 艘船（42.4 万载重吨，3.05 万 TEU 箱位）。
 - **经营情况：** 截至 2024 年末，公司租赁船舶 21 艘，下半年新增运力大部分投入高增长的东南亚、南亚航线，紧抓区域市场的四季度旺季机会。
 - **2024 年财务表现：** 营收实现 54.34 亿元，同比下滑 1.88%；毛利润实现 16.27 亿元，同比增长 66.56%；**分部净利润实现 13.14 亿元，同比增长 50.58%。**
 - **2024 年四季度财务表现：** 营收实现 13.81 亿元，同比下滑 7.44%；分部净利润实现 8.40 亿元，同比增长 129.69%。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2025~2027 年实现营业收入 276.50、287.35、294.46 亿元，同比增长 7.17%、3.93%、2.47%，实现归母净利润 60.55、65.28、67.23 亿元，同比增长 18.56%、7.81%、2.99%，对应 EPS 为 0.74、0.80、0.83 元，2025 年 3 月 28 日收盘价对应 PE 为 8.58、7.96、7.73 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：** OPEC+原油减产超预期；船队规模扩张超预期；环保监管执行力度不及预期；地缘政治风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	25,881	25,799	27,650	28,735	29,446
增长率 YoY %	-12.9%	-0.3%	7.2%	3.9%	2.5%
归属母公司净利润(百万元)	4,837	5,107	6,055	6,528	6,723
增长率 YoY%	-4.9%	5.6%	18.6%	7.8%	3.0%
毛利率%	25.9%	28.4%	29.6%	30.2%	30.6%
净资产收益率ROE%	13.1%	12.8%	13.9%	13.7%	13.0%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.63	0.74	0.80	0.83
市盈率 P/E(倍)	10.74	10.17	8.58	7.96	7.73
市净率 P/B(倍)	1.41	1.30	1.19	1.09	1.01

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,082	10,353	9,916	10,192	10,999	营业总收入	25,881	25,799	27,650	28,735	29,446
货币资金	4,953	4,589	3,775	3,830	4,491	营业成本	19,177	18,467	19,459	20,043	20,446
应收票据	0	3	3	3	3	营业税金及附加	17	127	136	141	145
应收账款	1,157	1,148	1,230	1,279	1,310	销售费用	94	108	115	120	123
预付账款	322	174	183	189	193	管理费用	963	819	878	912	935
存货	1,313	1,418	1,495	1,539	1,570	研发费用	4	19	20	21	21
其他	3,337	3,021	3,229	3,352	3,432	财务费用	1,049	1,057	679	692	689
非流动资产	51,312	60,266	64,352	67,977	71,135	减值损失合计	-53	-10	-109	-109	-109
长期股权投资	5,219	6,531	7,683	8,836	9,988	投资净收益	655	671	724	776	776
固定资产(合计)	40,447	40,409	41,558	42,396	42,913	其他	93	90	82	139	84
无形资产	1,130	1,135	1,386	1,622	1,843	营业利润	5,272	5,955	7,060	7,611	7,838
其他	4,516	12,191	13,725	15,124	16,392	营业外收支	142	-3	-3	-3	-3
资产总计	62,395	70,619	74,268	78,169	82,134	利润总额	5,415	5,952	7,057	7,608	7,835
流动负债	12,527	17,487	19,553	21,494	23,378	所得税	493	743	881	950	978
短期借款	4,990	8,805	10,567	12,330	14,092	净利润	4,922	5,209	6,176	6,658	6,857
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	85	102	121	130	134
应付账款	2,789	1,860	1,960	2,019	2,060	归属母公司净利润	4,837	5,107	6,055	6,528	6,723
其他	4,749	6,822	7,025	7,145	7,226	EBITDA	8,501	9,528	10,776	11,802	12,492
非流动负债	12,528	12,283	10,196	8,109	6,022	EPS(当年)(元)	0.60	0.63	0.74	0.80	0.83
长期借款	12,140	11,793	9,692	7,591	5,491						
其他	388	490	504	518	531						
负债合计	25,056	29,770	29,749	29,603	29,400						
少数股东权益	448	806	926	1,056	1,190						
归属母公司股东权益	36,891	40,044	43,593	47,510	51,544						
负债和股东权益	62,395	70,619	74,268	78,169	82,134						

重要财务指标						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25,881	25,799	27,650	28,735	29,446	经营活动现金流	8,917	8,476	9,299	10,164	10,902
同比(%)	-12.9%	-0.3%	7.2%	3.9%	2.5%	净利润	4,922	5,209	6,176	6,658	6,857
归属母公司净利润	4,837	5,107	6,055	6,528	6,723	折旧摊销	2,833	3,180	3,041	3,501	3,968
同比(%)	-4.9%	5.6%	18.6%	7.8%	3.0%	财务费用	1,269	1,232	770	768	765
毛利率(%)	25.9%	28.4%	29.6%	30.2%	30.6%	投资损失	-1,436	-655	-671	-724	-776
ROE%	13.1%	12.8%	13.9%	13.7%	13.0%	营运资金变动	594	-479	-73	-43	-25
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.63	0.74	0.80	0.83	其它	-44	5	109	56	112
P/E	10.74	10.17	8.58	7.96	7.73	投资活动现金流	-4,716	-7,863	-6,511	-6,406	-6,463
P/B	1.41	1.30	1.19	1.09	1.01	资本支出	-4,294	-7,387	-6,083	-6,030	-6,086
EV/EBITDA	7.43	7.53	6.68	6.07	5.66	长期投资	-759	-921	-1,152	-1,152	-1,152
						其他	336	446	724	776	776
						筹资活动现金流	-10,376	-1,047	-3,672	-3,704	-3,779
						吸收投资	47	0	0	0	0
						借款	-7,124	3,468	-338	-338	-338
						支付利息或股息	-2,832	-4,014	-3,193	-3,379	-3,454
						现金流净增加额	-6,138	-362	-814	55	661

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

黄安，现任信达证券交运分析师，香港中文大学金融学硕士，先后就职于长城证券研究所、浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责海运、港口、危化品运输等行业的研究。

陈依晗，现任信达证券交运研究员，对外经贸大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2023年加入信达，主要负责航空、机场等行业的研究。

秦梦鸽，现任信达证券交运分析师，上海财经大学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2024年加入信达，主要负责快递、物流、公路等行业的研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。