

# 招商轮船 (601872.SH)

优于大市

外贸油运需求疲软导致业绩承压，2025 油散有望共振向上

## 核心观点

**招商轮船发布 2024 年年报，全年业绩表现偏弱。**招商轮船全年实现营收 257.99 亿元，同比-0.32%，实现归母净利润 51.07 亿元，同比+5.59%。分板块来看，2024 年油轮/散货船/集装箱船/滚装船运输业务分别实现净利润 26.35/15.48/13.14/3.37 亿元，同比-14.52%/+72.24%/+50.55%/+26.58%。

**回顾 2024 年，油运供需双弱、散运筑底回升、集运受红海拉动明显，多元化业务布局带动公司利润提升。**全年来看，原油运输是招商轮船 2024 年业绩的主要拖累项，其背后的原因一方面是全球经济表现疲软导致 OPEC+减产，原油运输需求下降；另一方面是 2024H2 俄油、伊朗油等低成本黑市油更受青睐，挤压了合规油的运输需求，结构化问题显著；散运受到中国散货进口增长和好望角绕行运距拉长两大因素的拉动，大型散货船收益明显提升，全年 BDI 均值 1755 点，同比上升 27.30%；集运则受益于红海危机运价实现大涨。由于各个板块的周期节奏不同，招商轮船较其他业务单一的航运公司业绩波动更小，增长更为稳健。

**较高比例分红回购回馈股东。**据公司 2024 年报所述，公司拟向股东每 10 股派发末期现金红利 1.56 元人民币（含税），共计现金股利约 12.64 亿元；叠加 2024 年中期分红计算，2024 年度公司共计向股东分红 20.79 亿元，股利支付率达 40.7%。此外，公司 2024 年 11 月起至 3 月末，向股东回购股份约 5560.2 万股，支付约 3.62 亿元，回购股份占公司总股本约 0.68%，进一步加强了对股东的回馈力度。

**展望 2025 年，油运有望成为亮点。**需求侧，一方面 4 月起 OPEC+有望开始增产，全球原油海运需求有望随之回升，另一方面，年初以来，美国加强对伊朗油的制裁，此前的黑市需求有望回归至合规市场需求。供给侧来看，在不考虑拆解的情况下，2025 年原油轮供给增长率不足 1%，且随着全球对黑市油的制裁逐步推进，黑市船或逐步开始退出市场，有望带来供需结构改善。当前全球油运船东具备较强信心，且经过新增供给断层期后，供给侧相对紧张，我们继续看好运价的潜在向上弹性。

**风险提示：**全球经济超预期下滑、安全事故、油轮供给超预期释放。

## 投资建议：

由于需求侧的拉动情况目前尚不明朗，将 2025-2026 年盈利预测由 61.5/65.8 亿元下调至 59.7/65.4 亿元，并引入 2027 年盈利预测 68.3 亿元，对应 PE 估值为 8.9/8.1/7.8 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25,881	25,799	28,973	31,812	34,230
(+/-%)	-12.9%	-0.3%	12.3%	9.8%	7.6%
净利润(百万元)	4837	5107	5971	6541	6826
(+/-%)	-4.9%	5.6%	16.9%	9.5%	4.4%
每股收益(元)	0.59	0.63	0.73	0.80	0.84
EBIT Margin	21.7%	24.3%	24.9%	24.5%	23.5%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	12.8%	13.7%	13.8%	13.2%
市盈率 (PE)	11.0	10.4	8.9	8.1	7.8
EV/EBITDA	10.0	13.2	7.4	6.6	6.4
市净率 (PB)	1.44	1.33	1.22	1.12	1.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究 · 财报点评

### 交通运输 · 航运港口

证券分析师：高晟 021-60375436  
gaosheng2@guosen.com.cn S0980522070001  
证券分析师：罗丹 021-60933142  
luodan4@guosen.com.cn S0980520060003

## 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 6.52 元  
总市值/流通市值 53098/53098 百万元  
52 周最高价/最低价 9.95/6.15 元  
近 3 个月日均成交额 401.77 百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

- 《招商轮船 (601872.SH) - 外贸油运需求疲软导致 Q3 业绩承压，继续看好刚性供给下运价弹性》——2024-11-03
- 《招商轮船 (601872.SH) - 油散共振向上带动业绩提升，中期有望实现分红》——2024-04-30
- 《招商轮船 (601872.SH) - 提高分红比例至 40%，2024 油散运价中枢有望抬升》——2024-03-29
- 《招商轮船 (601872.SH) - Q3 集中装塔影响运营天，静待旺季弹性释放》——2023-10-31
- 《招商轮船 (601872.SH) - 综合航商弹性初显，业绩有望持续增长》——2023-08-30

招商轮船发布 2024 年年报，全年业绩表现偏弱。招商轮船全年实现营收 257.99 亿元，同比-0.32%；实现归母净利润 51.07 亿元，同比+5.59%。分板块来看，2024 年油轮 / 散货船 / 集装箱船 / 滚装船运输业务分别实现净利润 26.35/15.48/13.14/3.37 亿元，同比-14.52%/+72.24%/+50.55%/+26.58%。

图1: 招商轮船营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 招商轮船单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



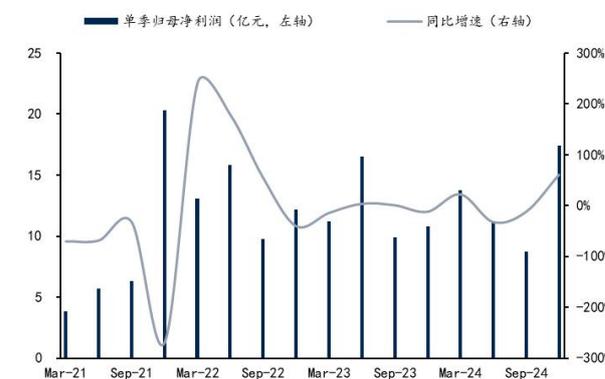
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 招商轮船归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 招商轮船单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

回顾 2024 年，油运供需双弱、散运筑底回升、集运受红海拉动明显，多元化业务布局带动公司利润提升。全年来看，原油运输是招商轮船 2024 年业绩的主要拖累项，其背后的原因一方面是全球经济表现疲软导致 OPEC+ 减产，原油运输需求下降；另一方面是 2024H2 俄油、伊朗油等低成本黑市油更受青睐，挤压了合规油的运输需求，结构化问题显著；散运受到中国散货进口增长和好望角绕行运距拉长两大因素的拉动，大型散货船收益明显提升，全年 BDI 均值 1755 点，同比上升 27.30%；集运则受益于红海危机运价实现大涨。由于各个板块的周期节奏不同，招商轮船较其他业务单一的航运公司业绩波动更小，增长更为稳健。

**较高比例分红回购回馈股东。**据公司 2024 年报所述，公司拟向股东每 10 股派发末期现金红利 1.56 元人民币（含税），共计现金股利约 12.64 亿元；叠加 2024 年中期分红计算，2024 年度公司共计向股东分红 20.79 亿元，股利支付率达 40.7%。此外，公司 2024 年 11 月起至 3 月末，向股东回购股份约 5560.2 万股，支付约 3.62 亿元，回购股份占公司总股本约 0.68%，进一步加强了对股东的回馈力度。

**展望 2025 年，油运有望成为亮点。**需求侧，一方面 4 月起 OPEC+ 有望开始增产，全球原油海运需求有望随之回升，另一方面，年初以来，美国加强对伊朗油的制裁，此前的黑市需求有望回归至合规市场需求。供给侧来看，在不考虑拆解的情况下，2025 年原油轮供给增长率不足 1%，且随着全球对黑市油的制裁逐步推进，黑市船或逐步开始退出市场，有望带来供需结构改善。当前全球油运船东具备较强信心，且经过新增供给断层期后，供给侧相对紧张，我们继续看好运价的潜在向上弹性。

**风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、油轮供给超预期释放。**

#### **投资建议：**

由于需求侧的拉动情况目前尚不明朗，将 2025-2026 年盈利预测由 61.5/65.8 亿元下调至 59.7/65.4 亿元，并引入 2027 年盈利预测 68.3 亿元，对应 PE 估值为 8.9/8.1/7.8 倍，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4953	4589	3000	3000	3000	营业收入	25881	25799	28973	31812	34230
应收款项	2889	2819	4763	6101	6565	营业成本	19177	18467	20715	22905	24988
存货净额	1313	1418	1415	1576	1732	营业税金及附加	17	127	29	32	34
其他流动资产	1925	1526	2028	2227	2396	销售费用	94	108	87	95	103
<b>流动资产合计</b>	<b>11082</b>	<b>10353</b>	<b>11207</b>	<b>12905</b>	<b>13694</b>	管理费用	963	819	938	1000	1038
固定资产	43876	46966	45952	45208	48260	研发费用	4	19	2	2	10
无形资产及其他	1130	1135	1091	1047	1002	财务费用	1049	1057	748	640	562
投资性房地产	1087	5633	5633	5633	5633	投资收益	655	671	700	700	700
长期股权投资	5219	6531	7031	7531	8031	资产减值及公允价值变动	(53)	(10)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>62395</b>	<b>70619</b>	<b>70914</b>	<b>72325</b>	<b>76621</b>	其他收入	89	72	(2)	(2)	(10)
短期借款及交易性金融负债	7907	12141	9581	6473	6096	营业利润	5272	5955	7169	7853	8196
应付款项	2789	1860	2358	2627	2887	营业外净收支	142	(3)	0	0	0
其他流动负债	1831	3486	2187	2431	2664	<b>利润总额</b>	<b>5415</b>	<b>5952</b>	<b>7169</b>	<b>7853</b>	<b>8196</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12527</b>	<b>17487</b>	<b>14126</b>	<b>11531</b>	<b>11647</b>	所得税费用	493	743	1075	1178	1229
长期借款及应付债券	12140	11793	11793	11793	11793	少数股东损益	85	102	123	134	140
其他长期负债	388	490	490	490	490	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4837</b>	<b>5107</b>	<b>5971</b>	<b>6541</b>	<b>6826</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>12528</b>	<b>12283</b>	<b>12283</b>	<b>12283</b>	<b>12283</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>25056</b>	<b>29770</b>	<b>26409</b>	<b>23814</b>	<b>23930</b>	净利润	4837	5107	5971	6541	6826
少数股东权益	448	806	879	960	1044	资产减值准备	27	(43)	1	(0)	0
股东权益	36891	40044	43626	47551	51647	折旧摊销	2202	18	3574	3804	3993
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>62395</b>	<b>70619</b>	<b>70914</b>	<b>72325</b>	<b>76621</b>	公允价值变动损失	53	10	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	1049	1057	748	640	562
每股收益	0.59	0.63	0.73	0.80	0.84	营运资本变动	803	(3397)	(3242)	(1185)	(295)
每股红利	0.35	0.49	0.29	0.32	0.34	其它	8	64	72	81	84
每股净资产	4.53	4.92	5.36	5.84	6.34	<b>经营活动现金流</b>	<b>7930</b>	<b>1760</b>	<b>6361</b>	<b>9225</b>	<b>10608</b>
ROIC	7.70%	8.28%	9%	10%	11%	资本开支	0	(3038)	(2501)	(3001)	(7001)
ROE	13.11%	12.75%	14%	14%	13%	其它投资现金流	(0)	2	(1)	0	0
毛利率	26%	28%	29%	28%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(761)</b>	<b>(4348)</b>	<b>(3002)</b>	<b>(3501)</b>	<b>(7501)</b>
EBIT Margin	22%	24%	25%	24%	24%	权益性融资	38	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	24%	37%	36%	35%	负债净变化	(10090)	(348)	0	0	0
收入增长	-13%	-0%	12%	10%	8%	支付股利、利息	(2832)	(4014)	(2388)	(2616)	(2731)
净利润增长率	-5%	6%	17%	10%	4%	其它融资现金流	12360	10948	(2560)	(3108)	(377)
资产负债率	41%	43%	38%	34%	33%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(13445)</b>	<b>2224</b>	<b>(4949)</b>	<b>(5724)</b>	<b>(3107)</b>
股息率	5.3%	7.6%	4.5%	4.9%	5.1%	现金净变动	(6276)	(364)	(1589)	0	0
P/E	11.0	10.4	8.9	8.1	7.8	货币资金的期初余额	11229	4953	4589	3000	3000
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	4953	4589	3000	3000	3000
EV/EBITDA	10.0	13.2	7.4	6.6	6.4	企业自由现金流	0	(939)	3952	6229	3546
						权益自由现金流	0	9662	756	2577	2692

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032