

601872.SH

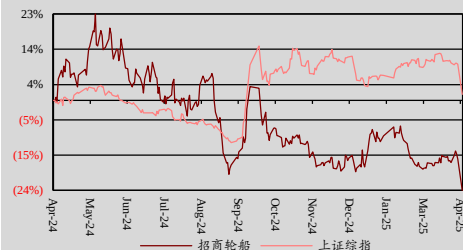
增持

原评级：增持

市场价格：人民币 5.81

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(6.1)	(8.8)	(7.6)	(29.3)
相对上证综指	(1.1)	(0.6)	(3.5)	(30.2)

发行股数(百万)	8,143.81
流通股(百万)	8,143.81
总市值(人民币 百万)	47,315.51
3 个月日均交易额(人民币 百万)	403.36
主要股东	
招商局轮船有限公司 (%)	54.02

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 4 月 7 日收市价为标准

相关研究报告

《招商轮船》20241120

《招商轮船》20240906

《招商轮船》20240423

中银国际证券股份有限公司

具备证券投资咨询业务资格

交通运输：航运港口

证券分析师：王靖添

jingtian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030004

证券分析师：刘国强

guoqiang.liu_01@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300524070002

招商轮船

油运收入承压但盈利韧性突出，干散量价齐升驱动利润高增，集运航线结构优化利润率提升

公司披露 2024 年年报业绩，公司 2024 年营业收入实现 257.99 亿元，同比微降 0.32%；归母净利润实现 51.07 亿元，同比增长 5.59%，分业务看，油运/散运/集运/滚装业务净利润分别实现 26.35/15.48/13.14/3.37 亿元，同比 -14.52%/+72.19%/+50.52%/+26.69%。我们认为油轮市场供需趋紧，VLCC 受益于老龄船拆解加速及贸易重构，有望重拾领涨地位，干散货吨海里需求有望稳步增长，维持公司增持评级。

支撑评级的要点

- 2024 年全年盈利稳健增长，集运四季度运量增加带动 Q4 业绩环比提升。2024 年，招商轮船实现营业收入 257.99 亿元，同比微降 0.32%；归母净利润达 51.07 亿元，同比增长 5.59%，盈利能力保持韧性。2024 年第四季度，招商轮船实现营业收入 65.03 亿元，环比增长 7.28%，虽受油运市场季节性波动拖累同比微降，但归母净利润达 17.38 亿元，环比大幅增长 99.31%，创年内单季新高。公司四季度业绩环比明显增长原因系集运 Q4 运量实现大幅增长，同比增 7%，环比增长 38%，日本航线、东南亚航线、澳洲航线实现双位数增长，印巴航线增长达三位数。公司集运板块成功抓住了区域市场四季度旺季机会，大力增加在高价值航线的运力投放。
- 油运收入承压但盈利韧性突出，干散量价齐升驱动利润高增，集运航线结构优化利润率提升。2024 年油运板块收入 92.06 亿元，同比下滑 4.82%，分部利润 26.35 亿元，同比下降 14.52%。油运收入承压主因 VLCC 2024 年 TCE 水平较 2023 年下降 10%。但通过脱硫塔船舶比例提升及节能、智能等装置的安装，叠加美元债务利息减少，综合影响下 2024 年 VLCC 平均保本点同比下降约 6%，因此盈利尚有韧性，继续担当盈利压舱石。干散货收入 79.40 亿元，同比增长 11.70%，受益于 2024 年好望角型船 TCE 同比大涨 58%至 25,082 美元/天，叠加 VLOC 长协锁定利润，散运分部毛利率提升 5.01pct 至 23.50%，分部利润 15.48 亿元，同比增长 72.19%。集运收入 54.34 亿元，同比微降 1.88%，但通过加大高价值航线的运力投放，毛利率增加 12.30pct 至 29.94%，分部利润 13.14 亿元，同比增长 50.52%。
- 展望未来，油轮有望重拾领涨地位，干散不同船型吨海里需求或有所分化。展望 2025 年，油轮市场供需趋紧，VLCC 受益于老龄船拆解加速及贸易重构，有望重拾领涨地位。干散货板块公司聚焦西非矿产运输项目，公司预计 2025 年世界海运量和吨海里增长约 1%左右，货种分化明显，与此同时，全球散货船船队名义运力增速预计 1.6%，2025 年散货船市场不同船型吨海里需求货进进一步分化。集运短期面临前几年订单交付后运力过剩的压力，但需求仍将保持一定增长，根据德鲁里预测，2025 年全球集装箱贸易量将保持年均 3%-4%的稳定增长，主要受益于新兴市场需求的上升和全球供应链的持续恢复。未来区域航线网络深化与跨境电商物流拓展或在一定程度对冲大量运力交付风险。

估值

- 由于 2024 年油运运价涨幅不及预期，我们调整此前公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 59.10/70.72/78.46 亿元，同比增长 15.7%/19.7%/10.9%，EPS 为 0.73/0.87/0.96 元/股，对应 PE 分别 8.0/6.7/6.0 倍，我们仍然看好油散双周期向上为公司带来的业绩弹性，维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

- 油运需求不及预期、燃油价格大幅上涨、散运和集运需求不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	25,881	25,799	27,581	29,167	30,628
增长率(%)	(12.9)	(0.3)	6.9	5.8	5.0
EBITDA(人民币 百万)	8,425	9,444	10,701	11,921	12,424
归母净利润(人民币 百万)	4,837	5,107	5,910	7,072	7,846
增长率(%)	(4.9)	5.6	15.7	19.7	10.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.59	0.63	0.73	0.87	0.96
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.76	0.92	
调整幅度 (%)			(3.9)	(5.4)	
市盈率(倍)	9.8	9.3	8.0	6.7	6.0
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(倍)	8.7	8.1	7.2	5.7	5.3
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
股息率(%)	4.0	4.0	5.1	6.1	6.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25,881	25,799	27,581	29,167	30,628
营业收入	25,881	25,799	27,581	29,167	30,628
营业成本	19,177	18,467	19,369	19,662	20,363
营业税金及附加	17	127	62	76	100
销售费用	94	108	103	106	116
管理费用	963	819	951	966	1,035
研发费用	4	19	8	11	14
财务费用	1,049	1,057	1,190	1,096	1,017
其他收益	23	74	49	61	55
资产减值损失	(53)	(10)	(10)	(10)	(10)
信用减值损失	19	14	(20)	(20)	(20)
资产处置收益	51	3	27	15	21
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	655	671	744	835	934
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	5,272	5,955	6,687	8,129	8,962
营业外收入	154	7	81	44	62
营业外支出	12	9	11	10	10
利润总额	5,415	5,952	6,757	8,163	9,013
所得税	493	743	729	950	1,011
净利润	4,922	5,209	6,027	7,213	8,002
少数股东损益	85	102	118	141	156
归母净利润	4,837	5,107	5,910	7,072	7,846
EBITDA	8,425	9,444	10,701	11,921	12,424
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.59	0.63	0.73	0.87	0.96

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,082	10,353	13,788	20,824	24,896
现金及等价物	4,953	4,589	6,893	14,477	17,540
应收账款	1,157	1,148	1,330	1,283	1,464
应收票据	0	3	5	1	6
存货	1,313	1,418	1,396	1,487	1,486
预付账款	322	174	364	173	388
合同资产	1,503	1,238	1,631	1,457	1,623
其他流动资产	1,834	1,782	2,168	1,947	2,388
非流动资产	51,312	60,266	56,998	56,879	55,356
长期投资	5,223	6,535	6,535	6,535	6,535
固定资产	40,447	40,409	41,672	42,106	41,891
无形资产	1,130	1,135	1,117	1,099	1,082
其他长期资产	4,512	12,186	7,674	7,139	5,848
资产合计	62,395	70,619	70,786	77,704	80,251
流动负债	12,527	17,487	7,882	10,449	8,209
短期借款	4,990	8,805	2,000	2,000	2,000
应付账款	2,789	1,860	615	1,570	692
其他流动负债	4,749	6,822	5,268	6,879	5,517
非流动负债	12,528	12,283	18,439	18,465	18,452
长期借款	12,140	11,793	18,000	18,000	18,000
其他长期负债	388	490	439	465	452
负债合计	25,056	29,770	26,321	28,913	26,661
股本	8,144	8,144	8,144	8,144	8,144
少数股东权益	448	806	923	1,064	1,220
归属母公司股东权益	36,891	40,044	43,541	47,726	52,369
负债和股东权益合计	62,395	70,619	70,786	77,704	80,251

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,922	5,209	6,027	7,213	8,002
折旧摊销	2,833	3,180	3,644	3,606	3,455
营运资金变动	1,066	1,089	(3,720)	3,009	(3,195)
其它	97	(1,003)	2,411	(749)	560
经营活动现金流	8,917	8,476	8,362	13,078	8,822
资本支出	(4,489)	(7,550)	(2,450)	(2,450)	(2,450)
投资变动	(761)	(1,312)	0	0	0
其他	533	1,000	771	850	955
投资活动产生的现金流	(4,716)	(7,863)	(1,679)	(1,600)	(1,495)
银行借款	(7,124)	3,468	(598)	0	0
股权融资	(2,196)	(3,816)	(2,412)	(2,887)	(3,203)
其他	(1,056)	(699)	(1,369)	(1,007)	(1,061)
筹资活动现金流	(10,376)	(1,047)	(4,379)	(3,893)	(4,264)
净现金流	(6,175)	(433)	2,304	7,584	3,063

资料来源：公司公告，中银证券预测

财务指标

年结日：12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(12.9)	(0.3)	6.9	5.8	5.0
营业利润增长率(%)	(11.9)	12.9	12.3	21.6	10.2
归属于母公司净利润增长率(%)	(4.9)	5.6	15.7	19.7	10.9
息税前利润增长(%)	2.8	12.0	12.7	17.8	7.9
息税折旧前利润增长(%)	1.8	12.1	13.3	11.4	4.2
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	(4.9)	5.6	15.7	19.7	10.9
获利能力					
息税前利润率(%)	21.6	24.3	25.6	28.5	29.3
营业利润率(%)	20.4	23.1	24.2	27.9	29.3
毛利率(%)	25.9	28.4	29.8	32.6	33.5
归母净利润率(%)	18.7	19.8	21.4	24.2	25.6
ROE(%)	13.1	12.8	13.6	14.8	15.0
ROIC(%)	8.1	0.0	8.5	10.5	11.1
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
净负债权益比	0.4	0.0	0.4	0.2	0.1
流动比率	0.9	0.6	1.7	2.0	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	22.1	22.4	22.3	22.3	22.3
应付账款周转率	10.1	11.1	22.3	26.7	27.1
费用率					
销售费用率(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
管理费用率(%)	3.7	3.2	3.4	3.3	3.4
研发费用率(%)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	4.1	4.1	4.3	3.8	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	1.0	1.0	1.6	1.1
每股净资产(最新摊薄)	4.5	4.9	5.3	5.9	6.4
每股股息	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.8	9.3	8.0	6.7	6.0
P/B(最新摊薄)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.7	8.1	7.2	5.7	5.3
价格/现金流(倍)	5.3	5.6	5.7	3.6	5.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371