

2025年08月28日

# 招商轮船 (601872)

## ——2 季度业绩超预期，油散双击开启，旺季预计强劲

报告原因：有业绩公布需要点评

**买入** (维持)

投资要点：

- **事件：**招商轮船公布 2025 年上半年业绩。2025 年上半年公司实现营收 125.85 亿元，同比-4.91%；归母净利润录得 21.24 亿元，同比-14.91%，主要系 1 季度业绩同比下滑明显，2 季度业绩已实现同环比增长。2 季度公司营业收入 69.89 亿元，同比持平，环比 1 季度+24.92%；归母净利润 12.59 亿元，同比+12.25%，环比+45.49%。**高于我们 2 季度前瞻中的 12 亿元的预测，略超预期。**
- **2025 年 2 季度分部业绩：油散环比明显改善，有望 3-4 季度继续走强**
  - 1) 油轮运输 2 季度贡献利润 8.06 亿元，与去年同期持平，环比+65.50%。考虑到收入确认滞后于运价约 1 个月，业绩期 2025 年 3 月-5 月克拉克森 VLCC 平均运价录得 43100 美元/天，同比-11.62%，环比+28.25%。按公司油轮净利润估算，公司 VLCC-TCE 接近 4.6-4.7 万美元/天。不论公司的实际 TCE 绝对值，还是同环比增速均优于市场表现。
  - 2) 干散运输 2 季度贡献利润 2.63 亿元，同比-40.63%，环比+65.41%。考虑到散货收入确认滞后于运价约半个月，业绩期克拉克森 Capesize 运价录得 19387 美元/天，同比-27.68%，环比+56.61%。7 月中旬后运价维持高位，预计将在 3 季度明显改善业绩。
  - 3) 集装箱运输 2 季度业绩贡献 2.93 亿元，同比+115.44%，环比-12.54%，主要因即期运价走弱，但租船价格上张导致成本端提升，2 季度 SCFI 东南亚航线环比-17%左右。
  - 4) 滚装船 2 季度净利润 0.53 亿元，同比-44.11%，环比持平。LNG 船贡献净利润 1.77 亿元，同比+7.93%，环比+23.78%，上半年合资公司 CLNG 接收 1 艘 LNG 船。
- **油散双击行情即将开启，旺季预计表现强劲。**8 月油轮运价淡季异常走强，反映需求端受到美国长运距出口增加、OPEC 增产放量、合规原油替代伊朗委内及俄油增加等因素的共同推动。供给端，按有效运力测算，2025-2027 年 VLCC 有效运力增速分别为-4.1%、-0.3%和+1.8%。假设 2028-2030 年每年交付 VLCC 30 艘，有效运力增速分别为-0.5%、-1.0%和-1.2%。至少到 2030 年前无需担心供给。散货航运价下半年也表现强劲，7-8 月波罗所 Capesize、Supramax 运价均值分别 23701、15416 美元/天，较上半年均值提升 50.07%和 44.05%。下半年预计铁矿石主流矿商及非主流矿商发货走强、年底西非西芒杜项目投产、宏观预期改善等多重利好叠加，预计散货运价有望高位并逐步抬升。招商轮船油轮船队 TCE 每涨 1 万美元/天增加 15.3 亿 (52 艘 VLCC，8 艘阿芙拉)；干散货每上涨 1 万美元/天，招商轮船税前利润增加 15.1 亿 (16 艘 Cape，6 艘巴拿马，37 艘大灵便及灵便型)。
- **维持盈利预测，估值低位，维持“买入”评级。**考虑到下半年油运市场改善，维持油运 VLCC 运价中枢 5.5/6.5/8 万美元/天假设，维持 2025-2027 年盈利预测 65.0/74.5/89.2 亿元。公司最新测算重置成本 603 亿元，当前 P/NAV 仅约 0.87，低于美股 FRO 的 1.13 倍和 DHT 的 1.04 倍，安全边际充足，维持“买入”评级。
- **风险提示：中国需求不及预期、产油国增产计划兑现不及预期、国际局势扰动等**

### 财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	25,799	12,585	28,610	30,288	32,704
同比增长率 (%)	-0.3	-4.9	10.9	5.9	8.0
归母净利润 (百万元)	5,107	2,125	6,501	7,446	8,915
同比增长率 (%)	5.6	-14.9	27.3	14.5	19.7
每股收益 (元/股)	0.63	0.26	0.81	0.92	1.10
毛利率 (%)	28.4	23.5	30.3	32.4	35.3
ROE (%)	12.8	5.3	14.5	14.8	15.7
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

### 市场数据：2025 年 08 月 27 日

收盘价 (元)	6.49
一年内最高/最低 (元)	8.83/5.74
市净率	1.3
股息率 (分红/股价)	3.94
流通 A 股市值 (百万元)	52,404
上证指数/深证成指	3,800.35/12,295.07

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

### 基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	5.01
资产负债率%	47.10
总股本/流通 A 股 (百万)	8,075/8,075
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

#### 证券分析师

张慧 A0230524100001  
zhanghui@swsresearch.com  
闫海 A0230519010004  
yanhai@swsresearch.com

#### 研究支持

张慧 A0230524100001  
zhanghui@swsresearch.com

#### 联系人

张慧  
(8621)23297818x  
zhanghui@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25,881	25,799	28,610	30,288	32,704
其中：营业收入	25,881	25,799	28,610	30,288	32,704
减：营业成本	19,177	18,467	19,945	20,489	21,170
减：税金及附加	17	127	60	68	85
主营业务利润	6,687	7,205	8,605	9,731	11,449
减：销售费用	94	108	119	126	136
减：管理费用	963	819	908	962	1,038
减：研发费用	4	19	21	22	24
减：财务费用	1,049	1,057	604	556	467
经营性利润	4,577	5,202	6,953	8,065	9,784
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	19	14	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-53	-10	0	0	0
加：投资收益及其他	678	745	698	698	707
营业利润	5,272	5,955	7,652	8,763	10,491
加：营业外净收入	142	-3	0	0	0
利润总额	5,415	5,952	7,652	8,763	10,491
减：所得税	493	743	1,050	1,217	1,476
净利润	4,922	5,209	6,601	7,546	9,015
少数股东损益	85	102	100	100	100
归属于母公司所有者的净利润	4,837	5,107	6,501	7,446	8,915

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。