

招商轮船(601872)

报告日期: 2025年08月28日

## 经营超额收益显著, 静待下半年市场回暖

### ——招商轮船 2025 中报点评报告

#### 投资要点

- 经营业绩表现:** 2025年上半年公司实现营收 125.85 亿元/-4.91%, 归母净利润 21.25 亿元/-14.91%。我们认为公司业绩同比下滑主要系受油轮市场、干散货市场下行影响。扣除非经常性损益后归母净利润为 19.06 亿元, 同比下降 22.03%, 非经常性损益主要来自处置一艘老龄 Aframax 油轮的收益。
- 油散市场承压, 集运业务贡献突出**  
 油轮运输: H1 实现营业收入 44.43 亿元, 净利润 12.93 亿元。上半年油轮市场整体承压, BDTI 指数同比下降 21.3%。分船型看, VLCC、苏伊士和阿芙拉型 TCE 分别为 36663 美元/天、42190 美元/天和 36041 美元/天, 同比分别下降 9.99%、18.32%和 31.00%。公司 VLCC 船队 TCE 水平虽同比下降, 但继续显著跑赢市场指数。
- 干散货运输: H1 实现营业收入 37.01 亿元, 净利润 4.22 亿元。上半年散货船即期市场运费收益平均值同比下跌 30%。公司发挥船队经营优势, 好望角型船队 TCE 跑赢市场指数 12.86%, 超灵便型船队 TCE 领先市场均值 26.86%。
- 集装箱运输: H1 实现营业收入 30.20 亿元, 净利润 6.28 亿元, 业绩贡献突出。公司积极拓展新兴市场, 新开辟墨西哥、泰国等航线, 带动货运量同比增长 12.7%, 有效对冲了市场运价下行压力。
- 滚装及 LNG 业务: 滚装船队实现净利润 1.06 亿元, 外贸运量同比增长 26%, 部分抵消了内贸下滑和市场租金回落的影响。LNG 船队贡献净利润 3.20 亿元, 公司已投资 LNG 船舶 64 艘, 其中 61 艘已锁定长期租约, 为公司提供稳定现金流和利润。
- 船队结构优化, 资本开支稳步推进, 高比例分红回购回报股东**  
 2025 年上半年, 公司出售 1 艘老旧阿芙拉油轮, 接收 1 艘多用途船和 1 艘合资 LNG 船。公司在建工程期末余额达 98.96 亿元, 较年初增长 50.92%, 新船投资稳步推进。2025 年上半年经营性现金流 35.26 亿元。公司拟中期每 10 股派发现金红利 0.7 元 (含税), 合计派发 5.65 亿元。叠加期内回购股份支付的 3.11 亿元, 上半年现金分红及回购金额合计 8.76 亿元, 占归母净利润的 41.22%, 持续高比例回报股东。
- 2025 年下半年展望: 油运市场有望回暖, 多板块业务协同发展**  
 油运市场: 展望下半年, 公司认为多重因素有望支撑市场。供给端, 2025 年全年仅有 5 艘 VLCC 新船交付, 运力增长处于历史低位; 同时, 对“影子船队”的制裁趋严有望加速老旧运力出清。需求端, OPEC+渐进式增产策略将直接带动中东至亚洲等主要航线的运输需求, 全球石油库存处于低位亦存在补库需求。公司认为 VLCC 有望重拾油运市场领头羊地位。干散货市场: 几内亚铝土矿出口的强劲增长有望持续支撑好望角型船市场。更长期看, 几内亚西芒杜铁矿项目被视为影响 2026 年市场的焦点, 有望拉长平均运距, 提升吨海里需求。
- 盈利预测与估值**  
 我们认为, 公司作为跨周期的综合性航运平台, 核心竞争力稳固。预计 2025-2027 公司 EPS 分别为 0.61、0.75、0.79 元, 对应 PE 分别为 11.0、8.9、8.5X。公司坚持高比例分红与回购, 股东回报丰厚。综合考虑, 我们看好公司各业务板块的协同发展和长期价值, 维持“增持”评级。
- 风险提示**  
 运价不及预期、国际关系变动、环保政策趋严等。

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 李丹  
 执业证书号: S1230520040003  
 lidan02@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 6.68
总市值(百万元)	53,937.92
总股本(百万股)	8,074.54

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《24Q4 净利润超预期, VLCC 有超额、集运贡献较大增量》 2025.04.01
- 2 《Q3 经营整体优于同期, 补助减少与汇率因素拖累业绩》 2024.10.29
- 3 《Q2 经营跑赢市场指数, 制定三年股东回报规划》 2024.08.28

## 财务摘要

(百万元)	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
营业收入	25799	25528	27738	28686
(+/-) (%)	-0.32%	-1.05%	8.66%	3.42%
归母净利润	5107	4960	6131	6435
(+/-) (%)	5.59%	-2.89%	23.61%	4.95%
每股收益(元)	0.63	0.61	0.75	0.79
P/E	10.65	10.97	8.87	8.45

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	10353	12813	16337	20050
现金	4589	6924	10161	13780
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1151	1089	1198	1220
其它应收款	1668	1647	1813	1860
预付账款	174	223	246	228
存货	1418	1277	1382	1447
其他	1352	1653	1537	1514
<b>非流动资产</b>	60266	56117	55407	54901
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	6531	7184	7903	8693
固定资产	40409	40935	40663	39861
无形资产	1135	1121	1106	1091
在建工程	6557	4371	2914	1943
其他	5633	2505	2820	3314
<b>资产总计</b>	70619	68930	71744	74951
<b>流动负债</b>	17487	14070	14435	15189
短期借款	8805	6601	6356	6811
应付款项	1860	2149	2335	2248
预收账款	41	13	19	27
其他	6781	5306	5724	6103
<b>非流动负债</b>	12283	12343	12269	12298
长期借款	11793	11793	11793	11793
其他	490	550	476	505
<b>负债合计</b>	29770	26412	26703	27487
少数股东权益	806	881	974	1072
归属母公司股东权益	40044	41636	44066	46391
<b>负债和股东权益</b>	70619	68930	71744	74951

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	8476	9453	8395	8526
净利润	5209	5035	6224	6533
折旧摊销	2790	1874	1943	1990
财务费用	1057	1087	1036	978
投资损失	(671)	(671)	(671)	(671)
营运资金变动	1361	(1198)	302	233
其它	(1270)	3326	(440)	(537)
<b>投资活动现金流</b>	(7863)	(178)	(249)	(320)
资本支出	(3091)	0	0	0
长期投资	(1312)	(653)	(718)	(790)
其他	(3460)	475	470	471
<b>筹资活动现金流</b>	(1047)	(6940)	(4909)	(4588)
短期借款	3815	(2204)	(246)	455
长期借款	(348)	0	0	0
其他	(4515)	(4736)	(4663)	(5043)
<b>现金净增加额</b>	(433)	2335	3237	3619

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	25799	25528	27738	28686
营业成本	18467	18544	19351	19994
营业税金及附加	127	57	72	93
营业费用	108	92	106	111
管理费用	819	841	942	944
研发费用	19	18	20	21
财务费用	1057	1087	1036	978
资产减值损失	(4)	13	14	14
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	671	671	671	671
其他经营收益	77	51	51	60
<b>营业利润</b>	5955	5598	6919	7261
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>利润总额</b>	5952	5595	6916	7258
所得税	743	559	692	726
<b>净利润</b>	5209	5035	6224	6533
少数股东损益	102	76	93	98
<b>归属母公司净利润</b>	5107	4960	6131	6435
EBITDA	9822	8675	9963	10306
EPS (最新摊薄)	0.63	0.61	0.75	0.79

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.32%	-1.05%	8.66%	3.42%
营业利润	12.95%	-6.01%	23.60%	4.95%
归属母公司净利润	5.59%	-2.89%	23.61%	4.95%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.42%	27.36%	30.24%	30.30%
净利率	20.19%	19.72%	22.44%	22.77%
ROE	13.06%	11.90%	14.00%	13.91%
ROIC	9.56%	9.66%	11.00%	10.93%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.16%	38.32%	37.22%	36.67%
净负债比率	80.40%	81.11%	79.55%	79.15%
流动比率	0.59	0.91	1.13	1.32
速动比率	0.51	0.82	1.04	1.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.39	0.37	0.39	0.39
应收账款周转率	22.39	22.74	23.92	23.13
应付账款周转率	7.94	9.25	8.63	8.72
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.63	0.61	0.75	0.79
每股经营现金	1.04	1.16	1.03	1.05
每股净资产	4.92	5.11	5.41	5.70
<b>估值比率</b>				
P/E	10.65	10.97	8.87	8.45
P/B	1.36	1.31	1.23	1.17
EV/EBITDA	7.41	8.08	6.70	6.19

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>