

2025年08月29日

招商轮船(601872.SH)

投资评级：买入(维持)

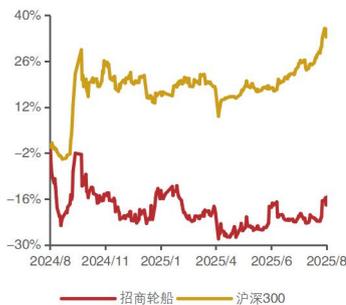
——2025年中报点评：Q2业绩修复，油散共振可期

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025年08月28日

收盘价(元)	6.68
一年内最高/最低(元)	8.83/5.74
总市值(百万元)	53,937.92
流通市值(百万元)	53,937.92
总股本(百万股)	8,074.54
资产负债率(%)	47.10
每股净资产(元/股)	5.01

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件**：2025年上半年公司实现营收125.85亿元，同比-4.91%，实现归母净利润21.25亿元，同比-14.91%；分板块看，油轮运输净利润12.93亿元，同比-22.81%；干散货运输净利润4.22亿元，同比-47.25%；集装箱运输净利润6.28亿元，同比+161.67%；滚装运输净利润1.06亿元，同比-37.65%；LNG运输净利润3.20亿元，同比持平。报告期内，完成出售一艘老龄非节能环保型阿芙拉油轮。分季度看，2025年二季度公司实现归母净利润12.59亿元，同比+12.25%，环比+45.49%。
- **油散市场偏弱，集运利润大增，凸显公司业绩韧性**：1) **油轮**：2025年上半年，受2024年红海绕行时期的高基数，VLCC油轮船队实现TCE水平同比有所下降，但继续明显高于市场指数；2) **干散货**：受船队老化和CII逐年趋严影响，船队有效运力持续出清。但由于原材料需求基本面疲软以及库存积压加剧，2025年上半年干散货市场整体较低迷，BDI均值1290点，同比下降29.74%；3) **集运**：2025年上半年公司继续扩大运力，开辟亚洲内和拉美地区等新航线布局；同时，持续深化客户服务价值，稳定长期协议客户比例。2025年上半年公司集运净利润同比大增161.67%。
- **OPEC+增产叠加西芒杜放量，油散有望共振，供应链多元化支撑集运利润**：1) **油运市场**：OPEC+增产落地或将增加海运货量，叠加受船队老化和环保管控导致的供给紧张，VLCC供需缺口扩大，运价有望持续走强。随着OPEC+后续增产计划逐步落地，2025年Q4旺季可期；2) **干散货市场**：2025年下半年国内“反内卷”与美联储降息周期有望持续支撑大宗商品价格。同时，西非几内亚西芒杜铁矿预计2025年底投产，叠加几内亚铝土矿出口增长，或将提振干散货海运需求，预计干散货航运市场或将持续复苏。3) **集运市场**：随着美国对外关税政策的落地，东南亚、南美等关税洼地地区的成本优势显著，或将为亚洲区内及中国-拉美航线创造结构性增长机遇，支撑公司集运业绩。
- **盈利预测与评级**：预计公司2025-2027年归母净利润分别为53.30/76.09/80.34亿元，同比增速分别4.35%/42.77%/5.58%，当前股价对应的PE分别为10.12/7.09/6.71倍。鉴于油散基本面向上，公司有望双主业共振，维持“买入”评级。
- **风险提示**。原油增产不及预期，散运市场恢复不及预期，全球经济复苏不及预期，地缘政治冲突，环保及节能减排不及预期

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	25,881	25,799	26,958	30,436	31,502
同比增长率(%)	-12.88%	-0.32%	4.49%	12.90%	3.50%
归母净利润(百万元)	4,837	5,107	5,330	7,609	8,034
同比增长率(%)	-4.89%	5.59%	4.35%	42.77%	5.58%
每股收益(元/股)	0.60	0.63	0.66	0.94	0.99
ROE(%)	13.11%	12.75%	12.33%	15.92%	15.27%
市盈率(P/E)	11.15	10.56	10.12	7.09	6.71

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,589	5,528	7,442	9,257
应收票据及账款	2,392	2,679	3,024	3,130
预付账款	174	242	273	282
其他应收款	1,668	1,743	1,968	2,037
存货	1,418	1,492	1,546	1,592
其他流动资产	111	117	132	137
流动资产总计	10,353	11,800	14,385	16,434
长期股权投资	6,531	7,189	7,846	8,503
固定资产	41,043	42,054	44,202	47,435
在建工程	6,557	7,705	6,519	4,000
无形资产	1,135	1,168	1,336	1,625
长期待摊费用	735	121	176	230
其他非流动资产	4,264	4,590	4,749	4,742
非流动资产合计	60,266	62,827	64,828	66,535
资产总计	70,619	74,627	79,213	82,969
短期借款	8,805	9,305	8,805	7,805
应付票据及账款	1,860	2,251	2,332	2,401
其他流动负债	6,822	6,635	6,923	7,130
流动负债合计	17,487	18,191	18,060	17,336
长期借款	12,018	12,018	12,018	11,518
其他非流动负债	265	265	265	265
非流动负债合计	12,283	12,283	12,283	11,783
负债合计	29,770	30,474	30,343	29,119
股本	8,144	8,075	8,075	8,075
资本公积	12,281	12,350	12,350	12,350
留存收益	19,619	22,817	27,382	32,202
归属母公司权益	40,044	43,241	47,807	52,627
少数股东权益	806	912	1,063	1,223
股东权益合计	40,849	44,153	48,870	53,850
负债和股东权益合计	70,619	74,627	79,213	82,969

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	5,209	4,824	7,148	7,574
折旧与摊销	3,180	4,197	3,756	4,050
财务费用	1,057	911	906	856
投资损失	-671	-657	-657	-657
营运资金变动	-373	-304	-302	42
其他经营现金流	74	696	696	705
经营性现金净流量	8,476	9,666	11,548	12,569
投资性现金净流量	-7,863	-6,184	-5,184	-5,185
筹资性现金净流量	-1,047	-2,543	-4,450	-5,569
现金流量净额	-362	939	1,914	1,815

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,799	26,958	30,436	31,502
营业成本	18,467	19,425	20,127	20,721
税金及附加	127	121	128	126
销售费用	108	98	110	114
管理费用	819	888	1,003	1,038
研发费用	19	19	22	23
财务费用	1,057	911	906	856
资产减值损失	-10	-10	-12	-12
信用减值损失	14	1	1	1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	671	657	657	657
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	3	0	0	0
其他收益	74	48	48	57
营业利润	5,955	6,191	8,835	9,328
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	9	9	9	9
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,952	6,182	8,825	9,318
所得税	743	746	1,065	1,124
净利润	5,209	5,436	7,760	8,194
少数股东损益	102	106	152	160
归属母公司股东净利润	5,107	5,330	7,609	8,034
EPS(元)	0.63	0.66	0.94	0.99

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-0.32%	4.49%	12.90%	3.50%
营业利润增长率	12.95%	3.96%	42.70%	5.58%
归母净利润增长率	5.59%	4.35%	42.77%	5.58%
经营现金流增长率	-4.95%	14.03%	19.47%	8.84%
盈利能力				
毛利率	28.42%	27.94%	33.87%	34.22%
净利率	20.19%	20.16%	25.50%	26.01%
ROE	12.75%	12.33%	15.92%	15.27%
ROA	7.23%	7.14%	9.61%	9.68%
估值倍数				
P/E	10.56	10.12	7.09	6.71
P/S	2.09	2.00	1.77	1.71
P/B	1.35	1.25	1.13	1.02
股息率	3.85%	3.95%	5.64%	5.96%
EV/EBITDA	7	6	5	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。