


公司评级 **增持（维持）**
报告日期 2025 年 10 月 30 日

基础数据

10 月 29 日收盘价（元）	8.58
总市值（亿元）	692.80
总股本（亿股）	80.75

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证交运】招商轮船：2025 半年报点评：集运业务逆势增长，持续分红回馈股东-2025.08.29

【兴证交运】招商轮船：2024 年报点评：业务多样支撑业绩，稳健分红回馈股东-2025.03.28

分析师：张晓云

S0190514070002
zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

分析师：王凯

S0190521090002
wangkai21@xyzq.com.cn

研究助理：林翰

linhan1@xyzq.com.cn

招商轮船(601872.SH)
2025 三季度报点评：

三季度干散、集运表现较好 未来有望受益油散共振周期

投资要点：

- **事件：招商轮船发布 2025 三季度报。** 据报告所述，公司 2025Q3 实现营业总收入 67.25 亿元人民币，环比下滑 3.78%，同比增长 10.95%；归母净利润 11.75 亿元，环比下滑 6.66%，同比增长 34.75%。2025 年前三季度，公司共实现总营收 193.1 亿元，同比增长 0.07%；归母净利润 33 亿元，同比下滑 2.06%。
- **油轮、散货利润下滑，集运利润同比增长显著。** 2025 年前三季度，公司油、散、集三个主要分部经营情况如下：
 - **油轮业务**为公司创造营收 67.34 亿元，同比减少 3.55%；净利润 18.90 亿元，同比减少 8.25%。2025 年 6-8 月，油轮运价处于今年以来的较低位置，VLCC-TCE 运价均值环比 3-5 月下降 17.67%，导致公司 Q3 单季度油轮板块利润环比下滑 25.9%；此外公司利用运价低点集中开展船舶坞修与节能减排改造，进一步压缩了油轮营运时长与收入。虽 9 月以来受 OPEC+增产影响，VLCC-TCE 运价显著增长，但由于 VLCC 下单到送达（确认收入）有平均一个月左右的时间差，故运价提涨并未反映在公司 Q3 营收中，而将延迟到 Q4 报表中再作展现。
 - **干散货运输业务**创造营收 60.84 亿元，同比增长 0.23%；净利润 7.14 亿元，同比减少 38.97%。2025Q3，随着澳大利亚铁矿发货节奏的加快，干散货运价回升至较高位置，6.16-9.15 BDI 指数均值环比 3.16-6.15 增长 31.15%（同样考虑下单到确认收入的时间差，前推半个月计算），带动公司 Q3 单季度干散货运输利润环比强势回升 11.0%。
 - **集装箱运输业务**创造营收 44.26 亿元，同比增长 9.20%；净利润 10.37 亿元，同比增长 119.70%。2025Q3，集装箱航运市场需求处于低位，SCFI 指数均值环比下跌 10.0%，其中招商轮船着重经营的区域航线跌幅更显著，东南亚线 NCFI 环比下跌 37.3%。在这一背景下，公司集运业务虽单季度营收环比减少 25.3%，但净利润逆势上扬 39.6%，主要得益于公司进一步拓展东南亚、印度等航线的同时，在成本管控、租船结构优化与提升自有箱比例等方面成效显著，有效实现降本增效。
- **后势展望：油散共振大周期来临，公司有望显著受益。** 从油轮市场来看，在 OPEC+持续增产、东亚原油补库需求提振与制裁活动加剧的三重刺激下，VLCC 运价正在持续回升中，目前已达到 80000 美元/天左右，未来还有上涨潜力；从干散货市场看，目前铁矿发货节奏稳定，BDI 稳定在 2000 点左右的较高位置，四季度传统旺季高度值得期待；同时，几内亚西芒杜铁矿已经投产，即将于 11 月装船发运，有望带来运距倍增的利好期权。招商轮船主营业务为超大型油轮（VLCC）与超大型矿砂船（VLOC），精准覆盖两大行情中心，有望成为油散共振大周期的最大受益者之一。
- **投资建议：** 预计公司 2025，2026，2027 年归母净利润分别为 55.05 亿元、68.97 亿元、73.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.68 元、0.85 元、0.91 元；以公司 2025 年 10 月 29 日收盘价计算，对应 PE 分别为 12.6 倍、10.0 倍、9.5 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：** 运输经营风险、行业竞争加剧、油价扰动利润。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	25799	26500	28825	29339
同比增长	-0.3%	2.7%	8.8%	1.8%
归母净利润（百万元）	5107	5505	6897	7331
同比增长	5.6%	7.8%	25.3%	6.3%
毛利率	28.4%	29.1%	32.3%	32.9%
ROE	12.8%	12.5%	13.7%	12.9%
每股收益（元）	0.63	0.68	0.85	0.91
市盈率	13.6	12.6	10.0	9.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10353	15562	21963	29758
货币资金	4589	9509	15545	23099
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1151	1194	1305	1389
预付款项	174	289	311	197
存货	1418	1461	1518	1531
其他	3021	3108	3284	3543
非流动资产	60266	60390	60661	59805
长期股权投资	6531	6710	6722	6686
固定资产	40409	40322	39976	38269
在建工程	6557	6477	7071	7937
无形资产	1135	1135	1135	1135
商誉	44	43	44	44
其他	5590	5703	5713	5734
资产总计	70619	75953	82625	89564
流动负债	17487	18316	18735	19020
短期借款	8805	8805	8805	8805
应付票据及应付账款	1860	2434	2573	2569
其他	6822	7077	7357	7646
非流动负债	12283	12778	12773	12779
长期借款	11793	11593	11593	11593
其他	490	1185	1180	1187
负债合计	29770	31094	31508	31799
股本	8144	8075	8075	8075
未分配利润	17311	21389	26543	32021
少数股东权益	806	856	925	995
股东权益合计	40849	44859	51117	57765
负债及权益合计	70619	75953	82625	89564

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	5107	5505	6897	7331
折旧和摊销	3180	3138	3257	3326
营运资金的变动	-479	-333	50	106
经营活动产生现金流量	8476	9239	10739	11187
资本支出	-7387	-2891	-3426	-2446
长期投资	-921	-179	-12	36
投资活动产生现金流量	-7863	-2564	-2785	-1738
债权融资	3478	991	-5	7
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1047	-1719	-1918	-1896
现金净变动	-362	4920	6036	7553

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25799	26500	28825	29339
营业成本	18467	18789	19518	19686
税金及附加	127	24	25	26
销售费用	108	92	101	103
管理费用	819	914	1004	1015
研发费用	19	13	14	15
财务费用	1057	1154	1110	995
投资收益	671	650	653	672
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	14	-4	-3	63
资产减值损失	-10	-18	17	-5
营业利润	5955	6215	7782	8297
营业外收支	-3	61	69	63
利润总额	5952	6276	7852	8359
所得税	743	721	885	959
净利润	5209	5555	6966	7400
少数股东损益	102	50	70	70
归属母公司净利润	5107	5505	6897	7331
EPS(元)	0.63	0.68	0.85	0.91

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-0.3%	2.7%	8.8%	1.8%
营业利润增长率	12.9%	4.4%	25.2%	6.6%
归母净利润增长率	5.6%	7.8%	25.3%	6.3%
盈利能力				
毛利率	28.4%	29.1%	32.3%	32.9%
归母净利率	19.8%	20.8%	23.9%	25.0%
ROE	12.8%	12.5%	13.7%	12.9%
偿债能力				
资产负债率	42.2%	40.9%	38.1%	35.5%
流动比率	0.59	0.85	1.17	1.56
速动比率	0.42	0.68	1.00	1.39
营运能力				
资产周转率	38.8%	36.2%	36.4%	34.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.63	0.68	0.85	0.91
每股经营现金	1.05	1.14	1.33	1.39
估值比率(倍)				
PE	13.6	12.6	10.0	9.5
PB	1.7	1.6	1.4	1.2

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn