

招商轮船(601872)

报告日期: 2025 年 10 月 31 日

2025Q3 油散回暖, 集运高增

——招商轮船 2025 三季度业绩点评

投资要点

- **经营业绩总体表现:** 2025 年 1-9 月, 公司实现营业收入 193.10 亿元, 同比增长 0.07%; 实现归母净利润 33.00 亿元, 同比下降 2.06%; 实现扣非归母净利润 29.01 亿元, 同比下降 11.78%; 实现毛利 45.12 亿元, 同比下降 11.69%; 毛利率 23.37%, 归母净利率 17.09%。单季度来看, 2025 年 Q3 实现营业收入 67.25 亿元, 同比增长 10.95%; 实现归母净利润 11.75 亿元, 同比增长 34.75%, Q3 业绩大幅增长。
- **油运市场回暖, VLCC 持续走强:** 三季度 VLCC 市场呈现先抑后扬走势, 7 月 VLCC 运价仍持续低迷, 但 8 月开始逐步回升, 9 月受大西洋货盘增加、OPEC+ 增产效果显现、VLCC 油轮供需结构变化等多重因素推动, VLCC 运价逐步走强, TD3C 部分航次 TCE 突破 9 万美元/天。三季度 Clarkson's VLCC 平均 TCE 为 4.7 万美元/天, 同比+49%, 环比+13%。公司 VLCC、Afamax 船队努力克服 USTR301 港口费导致涉美航线暂时受限等负面冲击, 发挥客户矩阵、船队规模与质量等优势, 灵活调整运力部署, 实现 VLCC 船队日均 TCE 超市场平均水平。2025 年前三季度公司邮轮运输实现营业收入 67.34 亿元, 同比下降 3.55%。实现净利润 18.90 亿元, 同比下降 8.25%; 单季度来看, Q3 公司邮轮运输实现营业收入 22.91 亿元, 同比增长 13.47%。实现净利润 5.97 亿元, 同比增长 55.06%, 油运市场复苏明显。
- **干散货景气度有望受益于西芒杜铁矿四季度投产:** 2025Q3, BDI 均值为 1978, 同比+6%, 环比+35%。公司灵活运用船货分线操作、阶段性期租与远期货锁定等策略, 前三季度实现 TCE 水平跑赢市场约 4%。2025 年前三季度公司干散货运输实现营业收入 60.84 亿元, 同比增长 0.23%。实现净利润 7.14 亿元, 同比下降 38.97%; 单季度来看, Q3 公司干散货运输实现营业收入 23.83 亿元, 同比增长 12.83%。实现净利润 2.92 亿元, 同比下降 21.08%。展望四季度及 2026 年, 几内亚西芒杜铁矿项目投产并产能释放, 有望拉长平均运距, 提升吨海里需求。
- **亚洲内集运市场持续高景气度:** 2025Q3 东南亚线 SCFI 均值 422.92 美元/TEU, 同比-26.01%, 环比-5.16%, 运价有所回落; 日本关西线 SCFI 均值 312.92 美元/TEU, 同比+6.08%, 环比-0.88%, 整体偏稳定。公司精准把握亚洲区域集运市场机遇, 积极拓展亚洲航线网络覆盖, 并通过优化租船结构及提升自有箱比例来应对供给约束带来的船舶租金上涨压力。2025 年前三季度公司集装箱运输实现营业收入 44.26 亿元, 同比增长 9.20%。实现净利润 10.37 亿元, 同比增长 119.70%; 单季度来看, Q3 公司集装箱运输实现营业收入 14.06 亿元, 同比增长 5.63%。实现净利润 4.09 亿元, 同比增长 76.29%。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 49.50、61.19、64.29 亿元, 对应 EPS 分别为 0.61、0.76、0.80 元, 对应 PE 分别为 15.10、12.22、11.63X。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:** OPEC 增产不及预期、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	¥ 9.26
总市值(百万元)	74,770.23
总股本(百万股)	8,074.54

股票走势图



相关报告

- 1 《经营超额收益显著, 静待下半年市场回暖》 2025.08.28
- 2 《24Q4 净利润超预期, VLCC 有超额、集运贡献较大增量》 2025.04.01
- 3 《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

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25799	25528	27738	28686
(+/-) (%)	-0.32%	-1.05%	8.66%	3.42%
归母净利润	5107	4950	6119	6429
(+/-) (%)	5.59%	-3.08%	23.60%	5.08%
每股收益(元)	0.63	0.61	0.76	0.80
P/E	14.64	15.10	12.22	11.63

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
流动资产	10353	12813	15934	19676
现金	4589	6924	9757	13406
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
非流动资产	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
资产总计	70619	68930	71340	74577
流动负债	17487	14493	14435	15189
短期借款	8805	7024	6356	6811
应付款项	1860	2149	2335	2248
预收账款	41	13	19	27
其他	6781	5306	5724	6103
非流动负债	12283	12343	12269	12298
长期借款	11793	11793	11793	11793
其他	490	550	476	505
负债合计	29770	26835	26703	27487
少数股东权益	806	881	974	1072
归属母公司股东权	40044	41213	43663	46018
负债和股东权益	70619	68930	71340	74577

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	8476	9454	8396	8527
净利润	5209	5026	6212	6527
折旧摊销	2790	1874	1943	1990
财务费用	1057	1097	1050	984
投资损失	(671)	(671)	(671)	(671)
营运资金变动	1361	(1198)	302	233
其它	(1270)	3326	(440)	(537)
投资活动现金流	(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
筹资活动现金流	(1047)	(6941)	(5314)	(4558)
短期借款	3815	(1781)	(669)	455
长期借款	(348)	0	0	0
其他	(4515)	(5160)	(4646)	(5014)
现金净增加额	(433)	2335	2834	3649

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	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	1097	1050	984
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
营业利润	5955	5587	6905	7255
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	5952	5584	6902	7253
所得税	743	558	690	725
净利润	5209	5026	6212	6527
少数股东损益	102	75	93	98
归属母公司净利润	5107	4950	6119	6429
EBITDA	9822	8675	9963	10306
EPS (最新摊薄)	0.63	0.61	0.76	0.80

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.32%	-1.05%	8.66%	3.42%
营业利润	12.95%	-6.18%	23.59%	5.07%
归属母公司净利润	5.59%	-3.08%	23.60%	5.08%
获利能力				
毛利率	28.42%	27.36%	30.24%	30.30%
净利率	20.19%	19.69%	22.40%	22.75%
ROE	13.06%	11.94%	14.11%	14.02%
ROIC	9.56%	9.66%	11.07%	10.99%
偿债能力				
资产负债率	42.16%	38.93%	37.43%	36.86%
净负债比率	80.40%	81.41%	79.55%	79.15%
流动比率	0.59	0.88	1.10	1.30
速动比率	0.51	0.80	1.01	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.39	0.37	0.40	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
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.61	0.76	0.80
每股经营现金	1.05	1.17	1.04	1.06
每股净资产	4.92	5.10	5.41	5.70
估值比率				
P/E	14.64	15.10	12.22	11.63
P/B	1.88	1.81	1.71	1.62
EV/EBITDA	7.41	10.48	8.79	8.20

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>