

公司研究 | 点评报告 | 招商轮船 (601872.SH)

业绩迎来拐点，有望油散共振

报告要点

三季度，公司实现营业收入 67.3 亿，同比+32.2%；归母净利润 11.8 亿，同比+34.8%；扣非归母净利润 9.9 亿元，同比+17.9%。油运、散运景气修复，经营符合预期；亚洲内集运景气回调，经营业绩仍有韧性。业绩迎来拐点，有望油散共振。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468

招商轮船 (601872.SH)

2025-11-12

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

业绩迎来拐点，有望油散共振

事件描述

2025 年前三季度，公司实现营业收入 193.1 亿，同比+0.1%；归母净利润 33.0 亿，同比-2.1%；扣非归母净利润 29.0 亿，同比-11.8%。单三季度，公司实现营业收入 67.3 亿，同比+11.7%；归母净利润 11.8 亿，同比+34.8%；扣非归母净利润 9.9 亿元，同比+17.9%。

事件评论

- **油运景气修复，经营符合预期。**三季度油轮行业景气度前低后高。7 月传统淡季运价表现低迷；8 月中旬受益于 OPEC+增产带动出口、大西洋货盘增加以及 VLCC 运力部署结构性错配，运价开始回升。不过考虑到收入错期，并未完全体现在三季度经营情况。三季度 VLCC 运价（前置一个月），中东-中国航线 TCE 为 3.5 万美元/天、克拉克森 VLCC 平均 TCE 为 3.6 万美元/天，分别同比+28.1%和+11.7%。三季度，公司油轮业务实现营业收入 22.9 亿，同比+13.4%；净利润 6.0 亿元，同比+54.8%。公司日均 TCE 跑赢市场平均水平，主要得益于 VLCC 船队资产优质，此外公司继续加装脱硫塔，尽管影响实际运营天数，但进一步增强后续持续盈利能力。
- **散运大船景气修复，经营稳健灵活并重。**三季度，海外矿商发运量较强，Cape 船在即期市场货盘成交量持续走强，BCI 指数上涨带动 BDI 综合指数上行；不过小船受去年高基数影响，同比仍承压。运价角度（前置一个月），Capesize、Panamax 和 Handymax 船期租租金分别为 23.9k、12.9k 和 14.9k 美元/天，分别同比-1.0%、-12.5%和-11.1%。公司层面，三季度散运业务营收 23.8 亿，同比+12.8%；净利润 2.9 亿，同比-21.1%。今年散运业务营收规模扩大，但利润受景气影响有所下滑，主要系公司外租船规模扩大，且以中小船型为主。中报数据显示，公司租入干散货船 42 艘，且主要是中小船型为主，而去年同期租入散货船为 28 艘。不过公司 VLOC 为主的长期 COA 项目保障经营韧性。
- **亚洲内集运景气回调，经营业绩仍有韧性。**集运方面，去年红海事件导致的高基数，以及上半年中美贸易摩擦引起的抢出口，三季度东南亚景气有所回落，2025Q3 南亚线 SCFI 同比-26.0%；而日本关西线同比+6.1%，整体偏稳定，主要受益于日本经济和旅游修复带动。公司三季度集运业务实现营收 14.1 亿，同比+5.7%；净利润 4.1 亿，同比+76.3%。若扣除外中运集运持有的股票公允价值上涨部分，净利润 2.4 亿，同比+2.1%，经营仍有韧性，或受益于墨西哥、泰国等新航线开辟以及租船结构优化降低成本。
- **景气迎来拐点，有望油散共振。**三季度末，受益于 OPEC+增产提振运量，VLCC 运价大幅反弹。当前运力供给紧张逻辑持续，油运景气有望持续。干散货方面，供给并未明显扩张，西芒杜投产及美联储降息等因素将驱动需求，散运景气修复上行。公司有望迎来油散共振行情，预计公司 2025-2027 年业绩分别为 55.5、73.5、79.3 亿，对应 PE 为 12.4、9.4、8.7 倍，维持买入评级。

风险提示

- 1、OPEC+增产不及预期；
- 2、行业新订单大幅度增加。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	8.52
总股本(万股)	807,454
流通A股/B股(万股)	807,454/0
每股净资产(元)	5.05
近12月最高/最低价(元)	9.46/5.74

注：股价为 2025 年 11 月 10 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《油散景气修复，Q4 旺季可期》2025-09-06
- 《悲观预期充分释放，油散景气修复上行》2025-05-07
- 《板块景气叠加灵活策略，多元船队延续业绩韧性》2025-04-03



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、**OPEC+增产不及预期**：原油产量的增加将直接利好原油运输需求，尤其是中东区域作为远距离航线的主要起点，将明显利好 VLCC 运量。若 OPEC 增产不及预期，油运需求将受影响。
- 2、**行业新订单大幅度增加**：行业新订单大幅度增加将影响行业远期盈利预期。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	25799	28109	31108	32353	货币资金	4589	9986	17995	26740
营业成本	18467	20489	21326	22003	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	7332	7620	9783	10350	应收账款	1148	1231	1374	1427
%营业收入	28%	27%	31%	32%	存货	1418	1464	1551	1606
营业税金及附加	127	81	99	109	预付账款	174	245	254	253
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	3023	3455	3781	3911
销售费用	108	107	121	127	流动资产合计	10353	16381	24956	33937
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	6531	6531	6531	6531
管理费用	819	935	1040	1071	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	40409	39515	38397	37078
研发费用	19	12	15	16	无形资产	1135	1135	1135	1135
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	44	44	44	44
财务费用	1057	841	982	960	递延所得税资产	28	31	31	31
%营业收入	4%	3%	3%	3%	其他非流动资产	12119	12624	12361	12170
加: 资产减值损失	-10	-109	-109	-109	资产总计	70619	76261	83456	90927
信用减值损失	14	0	0	0	短期贷款	8805	8805	8805	8805
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	1860	2372	2467	2491
投资收益	671	731	902	1035	预收账款	41	22	29	32
营业利润	5955	6385	8454	9137	应付职工薪酬	426	479	503	516
%营业收入	23%	23%	27%	28%	应交税费	559	488	562	596
营业外收支	-3	0	0	0	其他流动负债	5797	6055	6319	6460
利润总额	5952	6385	8454	9137	流动负债合计	17487	18221	18686	18901
%营业收入	23%	23%	27%	28%	长期借款	11793	11793	11793	11793
所得税费用	743	748	975	1074	应付债券	0	0	0	0
净利润	5209	5637	7479	8063	递延所得税负债	50	423	423	423
归属于母公司所有者的净利润	5107	5553	7353	7929	其他非流动负债	440	788	788	788
少数股东损益	102	84	126	134	负债合计	29770	31224	31689	31904
EPS (元)	0.63	0.69	0.91	0.98	归属于母公司所有者权益	40044	44147	50752	57874
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	806	889	1015	1149
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	40849	45037	51767	59023
经营活动现金流净额	8476	7069	9184	9866	负债及股东权益	70619	76261	83456	90927
取得投资收益收回现金	372	731	902	1035	基本指标				
长期股权投资	-1312	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-7387	-2025	-1328	-1350	每股收益	0.63	0.69	0.91	0.98
其他	464	-144	0	0	每股经营现金流	1.04	0.88	1.14	1.22
投资活动现金流净额	-7863	-1438	-426	-314	市盈率	10.17	12.39	9.36	8.68
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.30	1.56	1.36	1.19
股权融资	0	-69	0	0	EV/EBITDA	7.53	8.61	6.26	5.19
银行贷款增加 (减少)	14361	0	0	0	总资产收益率	7.8%	7.7%	9.4%	9.2%
筹资成本	-4014	-565	-748	-807	净资产收益率	12.8%	12.6%	14.5%	13.7%
其他	-11393	436	0	0	净利率	19.8%	19.8%	23.6%	24.5%
筹资活动现金流净额	-1047	-198	-748	-807	资产负债率	42.2%	40.9%	38.0%	35.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-433	5433	8009	8745	总资产周转率	0.39	0.38	0.39	0.37

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。