

## 亚太成品油运输龙头，未来有望开启分红

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司于2025年11月召开临时股东会，审议通过了《关于使用公积金弥补亏损的议案》。若该方案实施完成，母公司未分配利润将变为0元，则可满足分红条件；2) 公司作为亚太成品油运输的龙头，有望享受成品油运价上升带来的业绩弹性；3) 公司在2025年9月下单新建两艘LR2油船和巴拿马型油船，进一步扩大船队规模和优化船型组合，对公司未来业绩形成支撑。
- 深耕油运五十年，从“央企退市第一股”到“重新上市第一股”。**公司最早可以追溯至1975年长航油运事业创立，公司在2010年到2013年由于连续亏损，于2014年从A股退市。2019年1月，公司以ST长油的名称重返A股市场，2019年4月，公司更名为招商南油。划入招商局集团并重新上市后，公司市场定位为全球领先的中小船型液货运输服务商，截至2025年H1，公司运营船舶74艘（含外部入POOL船舶11艘），共284.61万载重吨。
- 油轮运输需求保持韧性，化工运输需求有望释放。**产量激增与需求乏力相结合，预计2026年国际原油价格预计持续承压；2025年原油运输表现强劲，成品油运输稳中向好，2026年虽然面临大量订单的交付，但受到净零框架表决推迟一年等影响，油轮船东在新造船中更多采取观望态度，同时，得益于OPEC+持续增产、对俄制裁导致更长的平均航程以及国内炼厂开工率回升等影响，原油及成品油轮市场需求预计将保持韧性；2026年以来，中国化工产品价格指数CCPI持续反弹，短期化工市场或延续向好态势，为化学品海运市场回暖提供支撑。
- 公司盈利能力持续改善，使用公积金弥补亏损后有望开启分红。**经过10余年来的持续盈利，公司未分配利润为负的情况大为改善。公司拟使用母公司盈余公积319万元和资本公积15.71亿元，用于弥补截至2024年12月31日的累计亏损。若该方案实施完成，母公司未分配利润将变为0元，则可满足分红条件。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2025/26/27年营收分别为61.3、63.6、68.6亿元，归母净利润分别为12.8、13.9、15.3亿元，EPS分别为0.27、0.30、0.33元，对应PE分别为12、11、10倍。我们选取申万行业中两家代表性企业招商轮船和中远海能作为可比公司，两家公司2026年平均PE为13倍，我们给予公司2026年13倍PE，对应目标价3.90元，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 经济增长或不及预期风险，运输价格波动风险，船队结构和升级转型风险等。

### 西南证券研究院

分析师: 胡光怿  
执业证号: S1250522070002  
电话: 021-58352190  
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

分析师: 杨蕊  
执业证号: S1250525070007  
电话: 021-58351985  
邮箱: yangrui@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	46.80
流通A股(亿股)	46.80
52周内股价区间(元)	2.67-3.39
总市值(亿元)	151.64
总资产(亿元)	131.89
每股净资产(元)	2.39

### 相关研究

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6475.27	6128.28	6356.09	6863.39
增长率	4.50%	-5.36%	3.72%	7.98%
归属母公司净利润(百万元)	1921.08	1281.45	1390.18	1531.87
增长率	23.38%	-33.30%	8.48%	10.19%
每股收益EPS(元)	0.41	0.27	0.30	0.33
净资产收益率ROE	17.63%	12.05%	11.54%	11.28%
PE	8	12	11	10
PB	1.40	1.45	1.28	1.13

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

1 深耕油运五十年，从“央企退市第一股”到“重新上市第一股” .....	1
2 油轮运输需求保持韧性，化工运输需求有望释放 .....	3
2.1 产量激增与需求乏力相结合，国际原油价格预计持续承压 .....	3
2.2 原油运输表现强劲，成品油运输稳中向好 .....	4
2.3 CCPI 持续反弹，为化工海运市场回暖提供支撑 .....	5
3 主营业务：油化气协同，内外贸兼营 .....	6
3.1 成品油运输竞争优势明显，内贸原油运输业务规模国内第二 .....	7
3.2 化工品运输规模位居国内第一梯队，乙烯运输保持先发优势 .....	8
3.3 拟用超 15 亿元公积金弥补亏损，公司未来有望分红 .....	9
4 费用管控能力不断提升，资产负债率持续优化 .....	10
5 盈利预测与估值 .....	11
6 风险提示 .....	12

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 Q3) .....	1
图 3: 公司 2024 年主营业务收入情况 .....	2
图 4: 公司 2024 年主营业务毛利情况 .....	2
图 5: 公司 2020 年以来营业收入及增速.....	2
图 6: 公司 2020 年以来归母净利润及增速 .....	2
图 7: 2025 年月均布伦特原油现货价格 (美元/桶) .....	3
图 8: 2020-2025 年布伦特原油年平均现货价格 (美元/桶) .....	3
图 9: 各地区 2023-2026 年石油供应的同比变化 (百万桶/日) .....	3
图 10: 部分年份的石油供应过剩量 (百万桶/日) .....	3
图 11: 原油运输指数 BDTI.....	4
图 12: 成品油运输指数 BCTI.....	4
图 13: 原油及成品油轮 2025-2026 年供给增速 .....	4
图 14: 2025 年下半年成品油主营炼厂产能利用率同比回升 (%) .....	4
图 15: 2024 年按地区划分的化学物流市场份额 .....	5
图 16: 亚太地区化工物流市场规模 (十亿美元) .....	5
图 17: 内贸沿海化学品船挂靠吨位 (万 DWT) .....	5
图 18: 中国化工产品价格指数 CCPI .....	5
图 19: 2024 年公司原油及成品油运输营收占比 .....	7
图 20: 2024 年公司原油及成品油运输毛利率 (%) .....	7
图 21: 公司石油运输营业收入及增速 .....	7
图 22: 公司石油运输业务毛利率 (%) .....	7
图 23: 公司化工品运输营业收入及增速 .....	8
图 24: 公司化工品运输业务毛利率 (%) .....	8
图 25: 公司乙烯运输营业收入及增速 .....	8
图 26: 公司乙烯运输业务毛利率 (%) .....	8
图 27: 截至 2025 年 Q3 公司合并报表未分配利润 (亿元) .....	9
图 28: 截至 2025 年 Q3 公司母公司未分配利润 (亿元) .....	9
图 29: 公司销售毛利率和销售净利率 .....	10
图 30: 公司期间费用率 .....	10
图 31: 公司净利润现金含量 (%) .....	10
图 32: 公司资产负债率 (%) .....	10

## 表 目 录

表 1：公司船队情况表（截至 2025年上半年） .....	6
表 2：公司经营模式.....	6
表 3：公司重新上市后历次回购 .....	9
表 4：分业务收入及毛利率.....	11
表 5：可比公司估值.....	12
附表：财务预测与估值 .....	13

## 1 深耕油运五十年，从“央企退市第一股”到“重新上市第一股”

公司最早可以追溯至 1975 年长航油运事业创立，1993 年，公司前身南京水运实业股份有限公司成立，并于 1997 年 6 月在上交所挂牌上市。2002 年，公司由长江油运向远洋油运转型。2007 年，长航集团将南京油运的全部海上运输资产注入南京水运，完成了江海重组，实现了海上资产整体上市，并将公司更名为长航油运。2008 年的国际金融危机使得全球的原油需求疲软，运力严重过剩，运价开始一路下滑，导致公司 2010 年到 2013 年连续四年亏损，并于 2014 年从 A 股退市，成为 2012 年退市制度改革以来上交所第一家因财务指标不达标而退市的上市公司。2014 年 11 月底，南京中院裁定批准公司的重整计划，通过转增股本和以股抵债，公司合计清偿了约 62 亿元债务。2015 年，国资委以无偿划转方式将中外运长航集团整体划入招商局集团。2019 年 1 月，在退市四年多之后，公司以 ST 长油的名称重返 A 股市场，2019 年 4 月，公司更名为招商局南京油运股份有限公司，简称招商南油。

划入招商局集团并重新上市后，公司市场定位为全球领先的中小船型液货运输服务商，立足于液货运输主业，秉承并聚焦于原油、成品油、化学品、气体运输等具有相对优势的市场领域，构建起“油化气协同、内外贸兼营、江海洋直达”的业务格局。截至 2025 年 H1，公司运营船舶 74 艘（含外部入 POOL 船舶 11 艘），共 284.61 万载重吨。

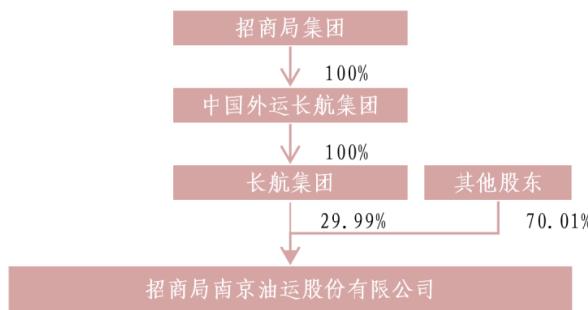
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网、21 世纪经济报道，西南证券整理

公司控股股东为长航集团，截至 2025 年 Q3 持有 29.99% 股份，实控人为招商局集团。招商局集团是中央直管的国有重要骨干企业，2024 年实现营业收入 9158 亿元，年末总资产达到 14.6 万亿元，背靠强大的实控人，公司能够在对外开展业务时迈出更大的步伐。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 Q3）

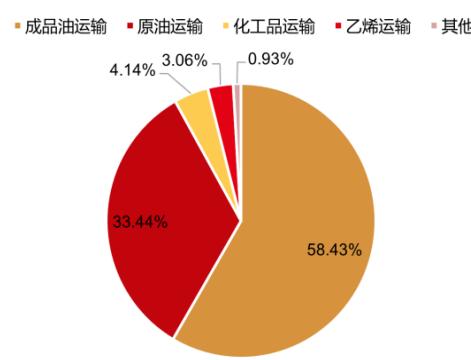


数据来源：公司官网，西南证券整理

**公司主营业务结构：**公司主要经营海上原油、成品油、化工品和气体等运输，其他业务包括船员劳务等，主要是利用自有船员和外聘船员开展船员外派劳务。原油运输方面，公司主要从事国内沿海原油、外贸原油和内外贸燃料油运输。其中，国内沿海原油和燃料油运输主要包括渤海湾地区、海进江以及长江口、宁波和舟山地区等区域；外贸原油和燃料油运输主要包括东南亚、东北亚和澳洲航线。成品油运输方面，公司主要从事国际和国内沿海成品油运输，国际成品油主要运营区域在苏伊士以东，包括东北亚、东南亚、澳洲以及印度中东和东非南非等区域，少量涉足美国、欧陆等区域；国内沿海成品油主要营运区域为国内沿海港口和长江下游干支线段。化学品及气体运输经营区域为国内沿海、远东和东南亚航线等。2024年，公司的收入主要来自成品油运输，占比约为 57.92%，其次是原油运输，占比约 28.82%；毛利贡献方面，成品油运输贡献毛利占比最高，达 58.43%，其次为原油运输，占比为 33.44%。

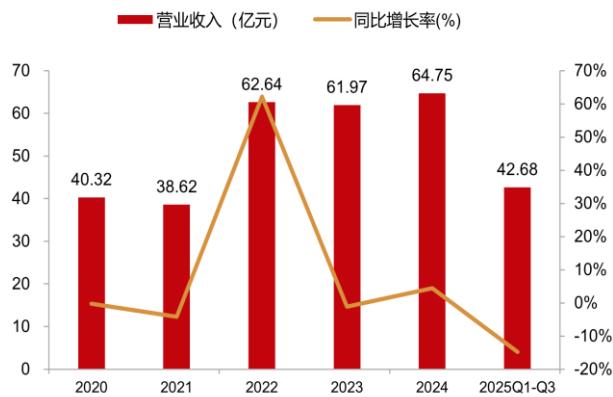
**图 3：公司 2024 年主营业务收入情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

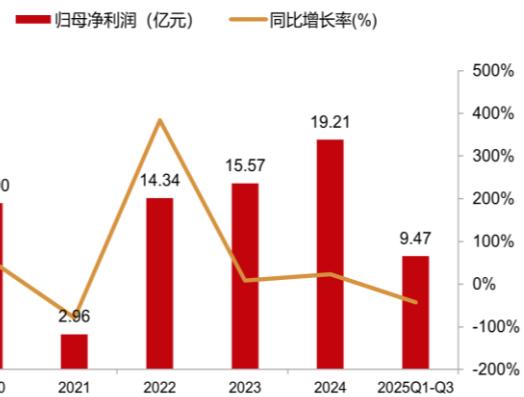
**图 4：公司 2024 年主营业务毛利情况**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**公司业绩状况：**公司 2020 年以来的业绩波动主要受市场运价影响，充分体现油运行业周期性特征。2022 年，自俄乌冲突爆发后，国际成品油运价大幅上涨，公司在 2022 年归母净利润爆增 383.67% 至 14.34 亿元，并在 2023-2024 年保持稳步增长，在 2024 年实现归母净利润 19.21 亿元，同比增长 23.38%，业绩创历史新高。2025 年，国际成品油运输市场的运价同比高位回落，前三季度平均 TCE 约为 20,027 美元/天，同比下降 37.18%。受此影响，公司前三季度实现归母净利润为 9.47 亿元，同比下降 42.81%。

**图 5：公司 2020 年以来营业收入及增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 6：公司 2020 年以来归母净利润及增速**


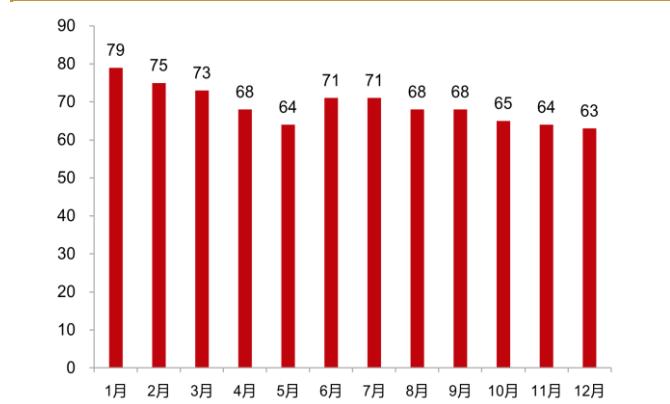
数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 油轮运输需求保持韧性，化工运输需求有望释放

### 2.1 产量激增与需求乏力相结合，国际原油价格预计持续承压

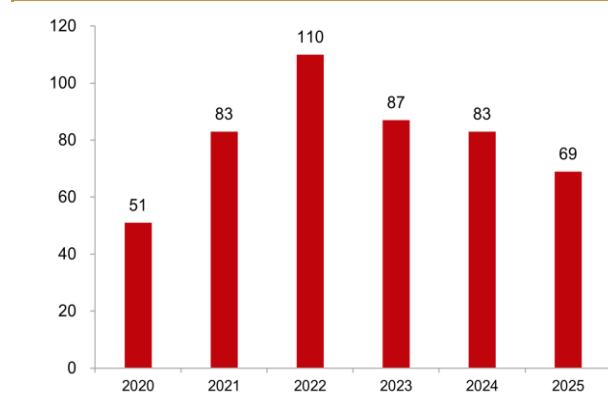
产量激增与需求增长乏力相结合导致 2025 年全球石油供过于求，原油价格普遍下跌，尤其是在原油供给层面，随着 OPEC+ 在 2025 年下半年持续解除减产安排，同时，拉丁美洲新增产量陆续释放，圭亚那、巴西和阿根廷产量持续增长，美国原油产量更是创下历史新高。根据《2025 年能源工作指导意见》，我国需持续增加油气储备规模，2025 年 1-11 月，我国原油进口量达到 5.22 亿吨，较去年同期增长 3.23%，虽然我国原油储备需求的增加减缓了原油价格下跌速度，但在供给大幅增长背景下，原油需求整体表现乏力。以布伦特原油为例，按月平均计算，布伦特原油价格从 2025 年 1 月每桶 79 美元的高点降至 2025 年 12 月每桶 63 美元的低点，2025 年全年平均价格约为每桶 69 美元，是自 2021 年以来最低的价格。

图 7：2025 年月均布伦特原油现货价格（美元/桶）



数据来源：EIA，西南证券整理

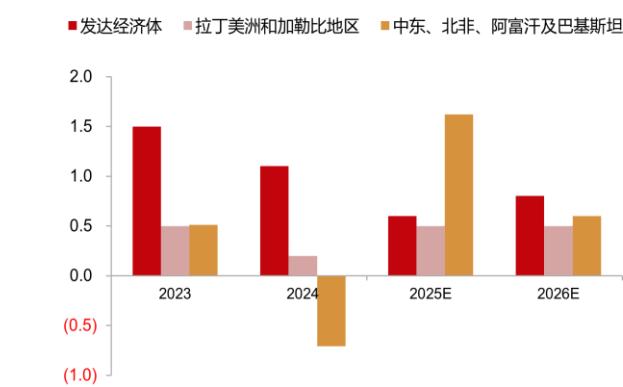
图 8：2020-2025 年布伦特原油年平均现货价格（美元/桶）



数据来源：EIA，西南证券整理

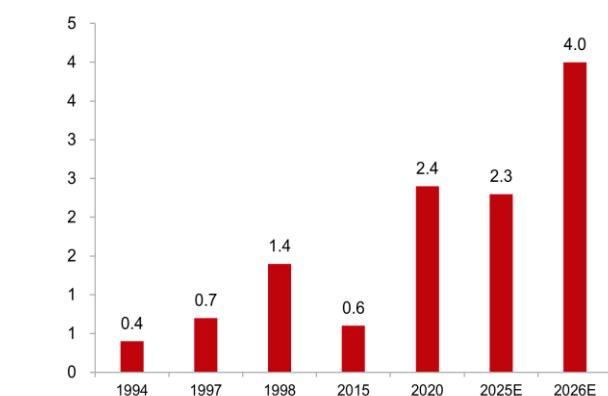
根据世界银行旗舰报告《大宗商品市场展望》，从供给端看，预计全球石油供应量将会从 2025 年的 1.061 亿桶/日增至 1.085 亿桶/日，而全球需求增速受到中国新能源汽车的加速普及影响将有所放缓，预计从 2025 年的 1.038 亿桶/日增至 1.045 亿桶/日。国际能源署预测全球石油供应过剩量将从 2025 年的 230 万桶/日增至 400 万桶/日，比 2020 年的过剩量高出 160 万桶/日，产量激增与需求乏力相结合使得 2026 年国际原油价格仍将面临下行风险。

图 9：各地区 2023-2026 年石油供应的同比变化（百万桶/日）



数据来源：IEA，西南证券整理

图 10：部分年份的石油供应过剩量（百万桶/日）



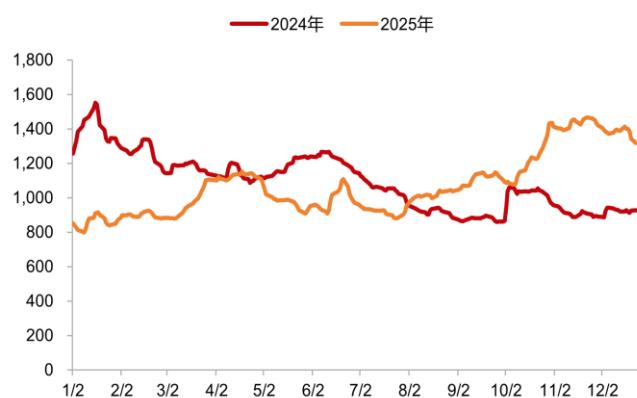
数据来源：IEA，西南证券整理

## 2.2 原油运输表现强劲，成品油运输稳中向好

在供给端，油轮新造船市场明显降温。根据船舶经纪商 Gibson 的 2025 年年度回顾，2025 年前 11 个月，25000 载重吨以上原油及成品油油轮新订单仅 231 艘，较 2024 年同期的 513 艘大幅减少。同时，船舶交付量显著上升，2025 年迄今已交付 190 艘，而去年同期仅 70 艘。在交付放量的情况下，全球油轮船队平均船龄仍在上升，反映老旧船舶退出节奏依然偏慢，主要原因是受制裁影响，2025 年老旧油轮流入“影子船队”的现象仍在持续。

虽然供给有所增加，但 2025 年油轮运输中原油运输需求更为火热。受到中东地区季节性需求回落以及炼厂检修周期叠加影响，大量原油在三季度末至四季度初集中释放，显著地推高原油出口规模，带动原油油轮利用率上升，运价快速走强，VLCC 运价达到疫情以来的最高水平。船舶经纪商 Gibson 预计，2025 年 VLCC 平均收益将创下近十年新高，但成品油运输受到大型炼厂运行受阻，全球备用炼能受到限制等影响，市场情况低于 2024 年水平。

图 11：原油运输指数 BDTI



数据来源：iFinD，西南证券整理

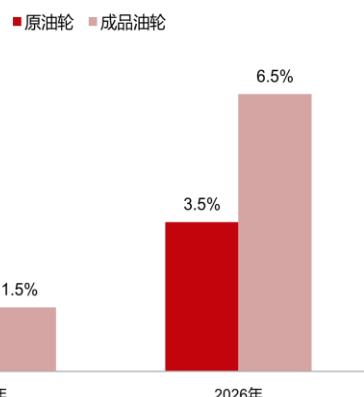
图 12：成品油运输指数 BCTI



数据来源：iFinD，西南证券整理

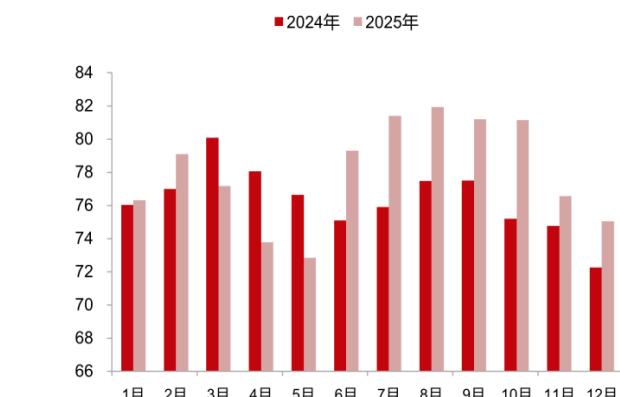
展望 2026 年，虽然面临大量订单的交付，但受到净零框架表决推迟一年等影响，船东在新造船中更多采取观望态度，根据 Vescon Nautical 的 2025 年航运市场报告，2025 年油轮接单较 2024 年的 511 艘同比下降约 43%。同时，得益于 OPEC+持续增产、对俄制裁导致更长的平均航程以及国内炼厂开工率回升等影响，原油及成品油轮市场需求预计将保持韧性。

图 13：原油及成品油轮 2025-2026 年供给增速



数据来源：BIMCO，西南证券整理

图 14：2025 年下半年成品油主营炼厂产能利用率同比上升(%)

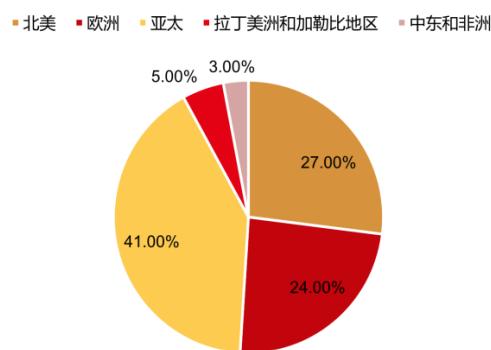


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2.3 CCPI 持续反弹，为化工海运市场回暖提供支撑

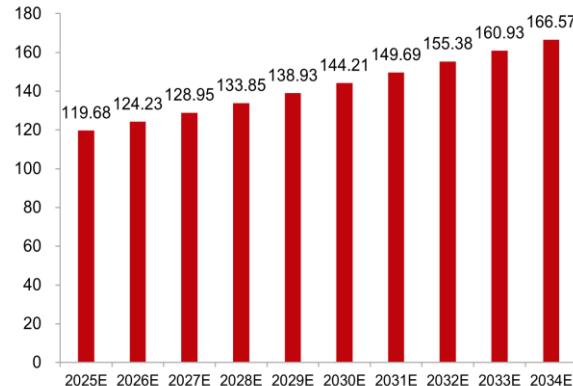
作为全球最大的化工生产国，中国占全球化工销售额的 40%以上，为了满足化学品产量和工业活动的日益增长，中国已发展出整合原材料采购、生产、储存和分销的庞大生态系统以支持无缝的国内外物流，中国的产业扩张使得亚太地区在全球化学物流市场中占据了主导地位，占有 41%的份额。根据 precedence research 的报告，亚太地区化学物流市场规模将从 2025 年的 1196.8 亿美元以 4%的复合年增长率增长到 2034 年的超过 1665.7 亿美元。

图 15：2024 年按地区划分的化学物流市场份额



数据来源：precedence research, 西南证券整理

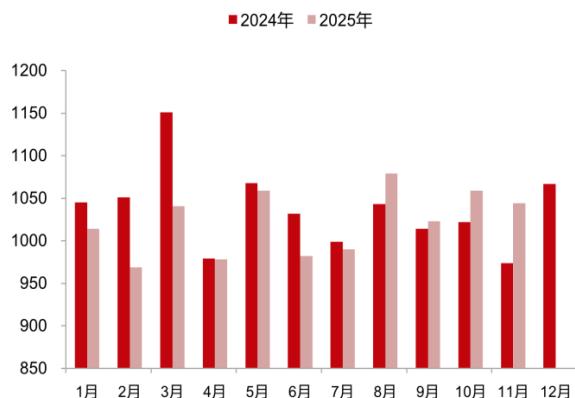
图 16：亚太地区化工物流市场规模（十亿美元）



数据来源：precedence research, 西南证券整理

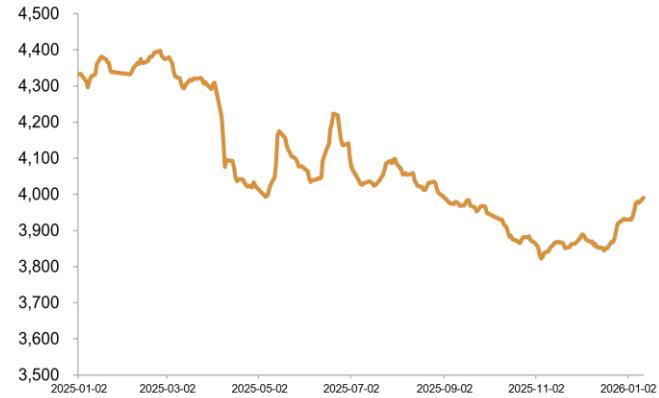
低成本和高运输能力使得水路运输尤其是海运在物流运输中占据主导地位，液体化学品海运物流可进一步细分为国内航线及国际航线，环洋市场咨询（Global Info Research）报告显示，2024 年国际航线运输占据约 54.9%份额。受益于中国在全球化学品生产和消费方面的庞大規模，我国在液体化学品海运外贸领域仍具备较强的结构性吸引力。内贸方面，根据油化 52HZ 数据统计，2025 年 11 月，内贸沿海省际液体化学品活跃船舶 244 艘，总计载重吨 142.1 万 DWT。船舶数量环比持平，总吨位环比上涨 3.64%。船东通过兼营运力投入外贸市场调节，保持内贸市场供需相对平衡 11 月挂靠次数 1834 次，同比增长 4.2%，增速高于全年均值（1-10 月平均同比-5.1%）；挂靠吨位 1044 万 DWT，同比增长 7.2%，增速全年最高，表明船舶单船运力利用效率改善。2026 年以来，中国化工产品价格指数 CCPI 持续反弹，预计短期化工市场或延续向好态势，为化学品海运市场回暖提供支撑。

图 17：内贸沿海化学品船挂靠吨位（万 DWT）



数据来源：52Hz, 西南证券整理

图 18：中国化工产品价格指数 CCPI



数据来源：Wind, 西南证券整理

### 3 主营业务：油化气协同，内外贸兼营

公司是国内领先的水运企业，拥有国际、国内沿海、长江中下游及支流原油、成品油、化工品、气体等全产品运输服务资质，能够为石化客户提供原料进厂、产成品出厂的油化气综合运输服务解决方案。公司坚持内外贸兼营，不断增强公司的核心竞争力、抵御风险以及越周期的能力，内外贸兼营一方面可利用自身优势更好地调节船队运营，平衡内外贸货源的不均衡，减少船舶等待时间，提高船舶运行效率，从而提高船舶收益；另一方面通过内外贸兼营，有效防范单边市场运作风险，提高自身市场竞争力。

表 1：公司船队情况表（截至 2025 年上半年）

现有船舶		在建船舶		
分类	船舶数量(艘)	总载重吨(万吨)	船舶数量(艘)	总载重吨(万吨)
原油	Panamax	2	13.00	4
	MR	16	77.06	
	Handy size	6	15.78	
	小计	24	105.84	4
成品油	MR (自有)	24	114.84	4
	MR (POOL)	11	52.02	
	小计	35	166.86	4
化工		12	9.70	2
气体		3	2.21	
总计		74	284.61	10
				48.85

数据来源：公司中报，西南证券整理

公司拥有国内领先的优质规模化和专业化的船员队伍，具备良好的开展油船、化学品船、乙烯船等国内、国际船舶代管业务的条件。公司主要采取航次租船、定期租船、COA 以及参与市场联营体运作（POOL）的经营模式。其中，公司重视大客户战略的执行，与大石油公司建立了良好的合作关系，公司已经与美孚、中石油、中石化等公司签订了长期优质 COA 合同，有优质货源保障，并与其他国际大油公司和贸易商等优质客户建立长期稳定合作关系。

表 2：公司经营模式

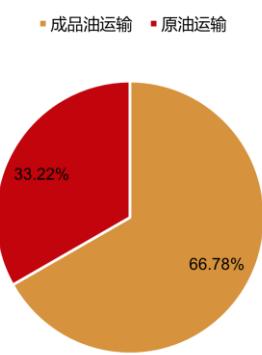
经营模式	模式简介
航次租船	航次租船（程租）是指根据船舶前一航次即将空放的时间和地点，综合考虑市场形势，选择最恰当的时机，与租家直接协商或通过经纪人以洽谈形式，在现货市场上按照效益最大化的原则，以签订航次租船合同形式进行经营。
定期租船	定期租船（期租）是指船东把船舶租予承租人在一定期限（如一年）内使用。在租约期内，承租人根据租约规定的允许航行区域自行营运，如安排揽货、订立租约、挂港、货载及调度等。在此期间船长在经营方面服从承租人的命令，租金则以每天或每载重吨为单位按固定期限支付。在期租方式下，船东将船舶出租给承租人并不涉及对船舶占有权的丧失，只是向承租人提供一种租船服务。
COA	COA 合同即包运合同，是承运人在约定期间内分批将约定数量货物从约定装货港运至约定目的港的海上货物运输合同。该模式有利于保证船东货源的稳定，也有利于保证货主长期运输需求的稳定，同时在市场价格波动剧烈的情况下可以避免经营收益的大幅波动。与单航次租船相比可以获取稳定的货源和相对固定的收益；与定期租船相比，参照现货市场定价，保留双方获取市场化收益的机会。
POOL	POOL 是一种船东的联合组织，由数家船东将同类型船舶组建在一起，进行统一管理。POOL 在市场上作为一个整体，进行洽谈承租、期租、包运合同等业务，按照事先约定的协议统一收取运费，分配经营利润。

数据来源：公司中报，西南证券整理

### 3.1 成品油运输竞争优势明显，内贸原油运输业务规模国内第二

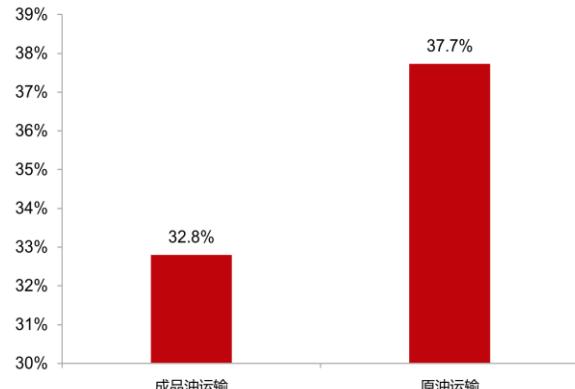
公司在石油运输细分市场的市场地位和竞争优势明显。作为远东地区最大的MR成品油船队，公司具备江海洋直达、台海直航资质和全球化运营能力，在国内以及苏伊士运河以东区域具备良好的品牌声誉；公司原油运输（含燃料油）业务在国内和近洋区域占据重要位置，以内贸运输为主、外贸运输为辅，截至2025年上半年内贸原油运输业务规模位居国内第二。

图 19：2024 年公司原油及成品油运输营收占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2024 年公司原油及成品油运输毛利率

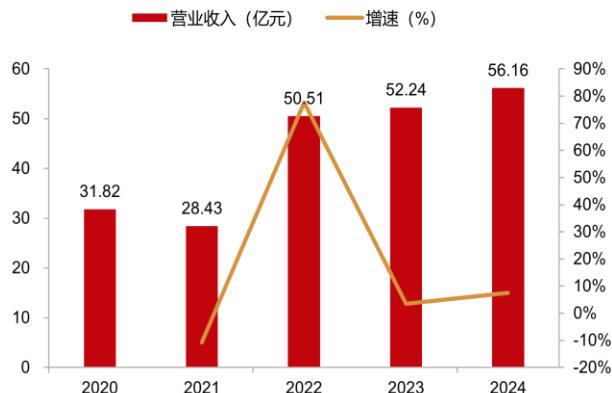


数据来源：Wind，西南证券整理

2021 年受到全球减排和疫情发展等影响，油运市场持续低迷，公司石油运输营收同比有所下滑，2022 年俄乌冲突引发全球成品油贸易格局重构，公司抢抓油运景气周期机遇，2022 年以来业务营收整体稳中有进，从 2021 年的 28.43 亿元上升至 2024 年的 56.16 亿元。

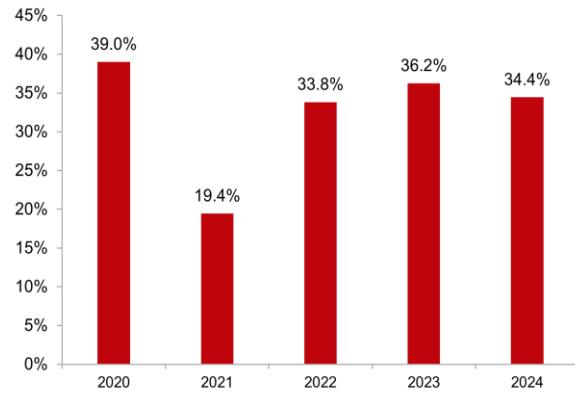
2025 年 9 月，公司宣布拟投资不超过 10.9 亿元，新建两艘 11.5 万载重吨 LR2 油轮，预计 2028 年下半年交付。该型船采用甲醇双燃料预留设计，符合绿色航运趋势。公司预计每艘船年净利润约 2491 万元，投资回收期约 13.9 年。根据 Vessels Value 的数据，公司在 2006 年初便退出了阿芙拉型油轮市场，公司重返这一细分市场充分体现了战略性布局考量。几周后，公司董事会审议通过拟投资不超过 9.76 亿元，新建两艘 6.5 万吨级巴拿马型油船，预计在 2028 年下半年交付。新船建成后，公司船型组合将实现优化和突破，不仅可以拓展全球跨区域成品油干线运输，还能兼顾国内大型原油运输需求，进一步增强穿越周期的能力。

图 21：公司石油运输营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：公司石油运输业务毛利率

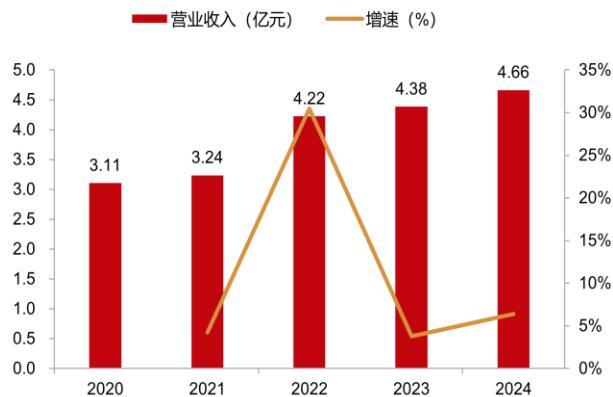


数据来源：Wind，西南证券整理

### 3.2 化工品运输规模位居国内第一梯队，乙烯运输保持先发优势

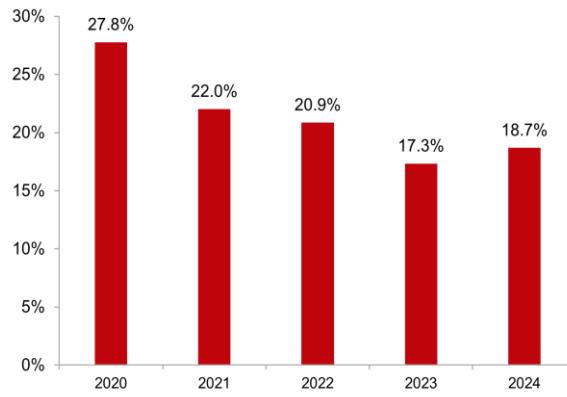
公司在化工品运输主要从事国内沿海、日韩到国内以及台海直航运输航线，承担 PX、冰醋酸等高端化工品运输，化工品船队运力规模位居国内前三。2024 年，公司化工品运输实现营业收入 4.66 亿元，同比增长 6.4%，毛利率 18.7%，同比提升约 1.4 个百分点。

图 23：公司化工品运输营业收入及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 24：公司化工品运输业务毛利率

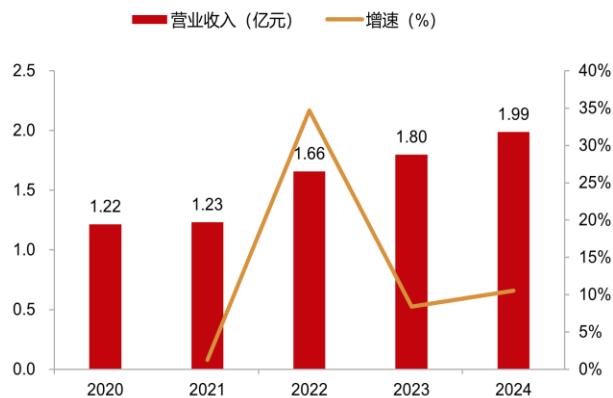


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司运营 3 艘国内独有的乙烯船，主要航线为国内沿海、台海以及中日韩之间的运输。乙烯是最重要的石油化工原料之一，由于其理化特性，必须在 -103°C 的条件下运输，乙烯船操作要求高、管理难度大，公司运营经验近二十年，具有明显的先发优势。2024 年，公司乙烯运输实现营收 1.99 亿元，同比增长 10.6%，毛利率 32.4%，同比提升 4.1 个百分点。

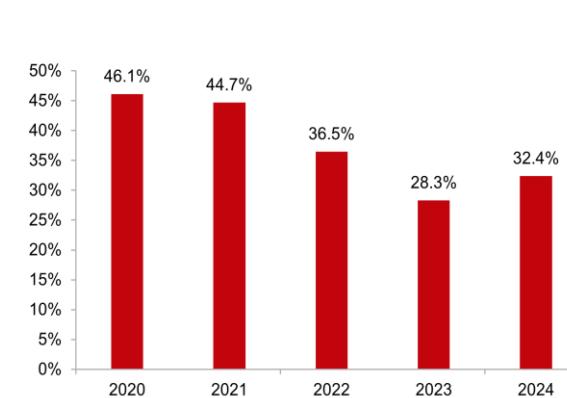
2025 年 9 月，公司宣布将订造一艘 9500 立方米乙烯运输船，合同金额约 3.65 亿元人民币，预计 2028 年上半年交付。这艘新船设计为半冷半压液化气运输船，配备单柴油机、单桨和高效舵，船舶最大亮点在于紧贴绿色与智能航运的发展趋势，按照中国船级社《智能船舶规范（2024）》设计，常规燃料主机预留了双燃料改装条件，能够满足国际海事组织 Tier III 排放标准。同时，船舶采用线性优化、轻量化和高效螺旋桨等技术方案，能效设计指数达到 EEDI 第三阶段标准。这一项目实施后，将有助于招商南油进一步优化乙烯船队运力结构，提升运营效率和客户服务能力，继续巩固其在国内乙烯运输市场的领先地位。

图 25：公司乙烯运输营业收入及增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 26：公司乙烯运输业务毛利率

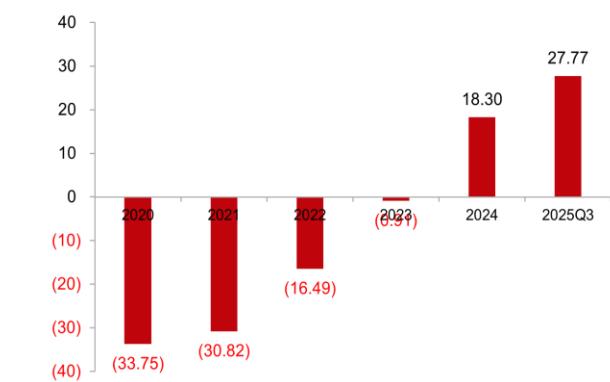


数据来源：Wind, 西南证券整理

### 3.3 拟用超 15 亿元公积金弥补亏损，公司未来有望分红

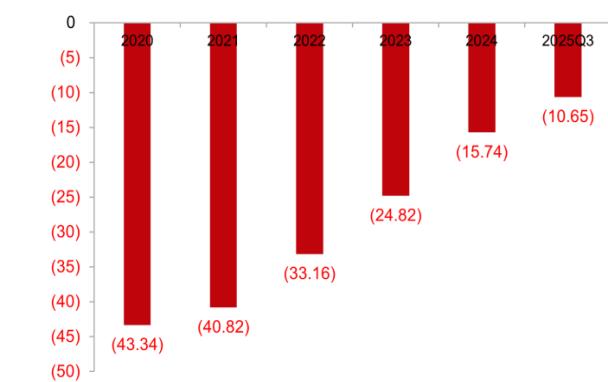
《中华人民共和国公司法》（2023 年修订）第二百一十条明确了公司利润分配的法定顺序：弥补以前年度亏损-提取法定公积金-提取任意公积金-可向股东分配利润，因此，公司（包括母公司）未分配利润为负，则不符合利润分配的实体条件，不得向股东分配现金股利。公司在 2014 年曾经退市并实施破产重整，当时由于累计巨额亏损、重整时计提了大额船舶资产减值，导致未分配利润为 -75 亿元。经过 10 余年来的持续盈利，未分配利润为负的情况大为改善。公司于 2025 年 10 月 24 日和 11 月 12 日分别召开了董事会和临时股东大会，审议通过了《关于使用公积金弥补亏损的议案》。截至 2024 年 12 月 31 日，公司母公司未分配利润为 -15.74 亿元，盈余公积为 319 万元，资本公积为 42.81 亿元。公司拟使用母公司盈余公积 319 万元和资本公积 15.71 亿元，用于弥补截至 2024 年 12 月 31 日的累计亏损。若该方案实施完成，母公司未分配利润将变为 0 元，则可满足分红条件。

图 27：截至 2025 年 Q3 公司合并报表未分配利润（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 28：截至 2025 年 Q3 公司母公司未分配利润（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

在不具备分红条件的情况下，公司在 2020 年、2021 年、2024 年三次采取股份回购并注销的方式替代分红。2025 年 8 月 22 日，公司召开第十一届董事会第十二次会议，并于 2025 年 9 月 9 日召开 2025 年第二次临时股东大会，分别审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购股份的议案》，同意公司自股东大会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内，使用自有资金，采用集中竞价交易方式，以不超过 4.32 元/股（含 4.32 元/股）的价格回购股份，拟动用资金总额不低于人民币 2.5 亿元，不超过人民币 4 亿元，本次拟回购的股份将予以注销减少注册资本。2025 年 12 月 26 日，公司完成回购，已实际回购公司股份约 1.2 亿股，占公司总股本的 2.53%，回购最高价格 3.38 元/股，回购最低价格 3.04 元/股，回购均价 3.29 元/股，使用资金总额近 4 亿元，公司已于 2025 年 12 月 30 日在中国证券登记结算有限责任公司注销本次所回购的股份并及时办理变更登记手续等相关事宜。

表 3：公司重新上市后历次回购

年份	回购数量（万股）	回购金额（亿元）	回购均价（元/股）
2020	8128.37	2	2.46
2021	8933	2	2.24
2024	5092.77	1.5	2.95
2025	12151.147	4	3.29

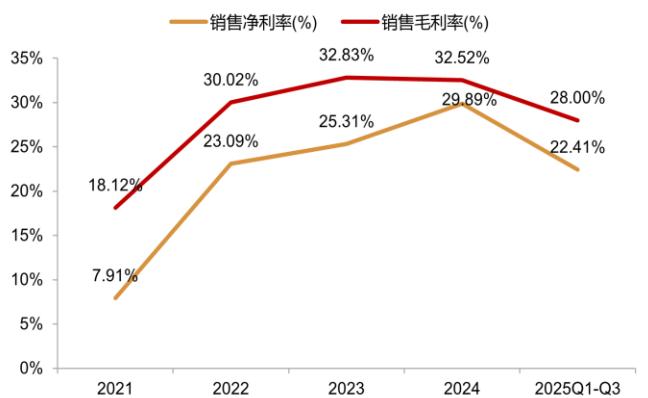
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 费用管控能力不断提升，资产负债率持续优化

公司主营业务中石油运输（原油及成品油运输）合计占比超过 80%，因此公司毛利率受运价影响有所波动。2021-2023 年，公司销售毛利率受益于国际成品油运市场景气上行，呈上升趋势，从 2021 年的 18.12% 提升至 2023 年的 32.83%；2024 年以来，公司受市场需求疲软及运价回落影响，销售毛利率有所下滑，2025 年前三季度销售毛利率为 28.00%，虽然低于 2024 年第 3 季度的 32.52%，但是相比于上半年已有所回升，显示市场逐步复苏。

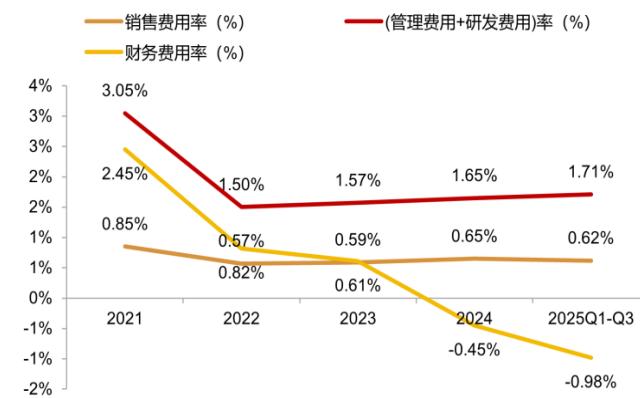
同时，公司的期间费用率大幅改善，从 2021 年底的 6.35% 下降至 2025 年前三季度的 1.35%。其受益于公司有息债务余额持续减少，加上利息收入增加，导致财务费用从 2020 年的正数转为 2024 年的负数，2025 年前三季度公司财务费用率为 -0.98%。整体而言，公司的费用管控能力在近几年不断提升，有利于公司实现可持续增长和股东价值最大化。

图 29：公司销售毛利率和销售净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

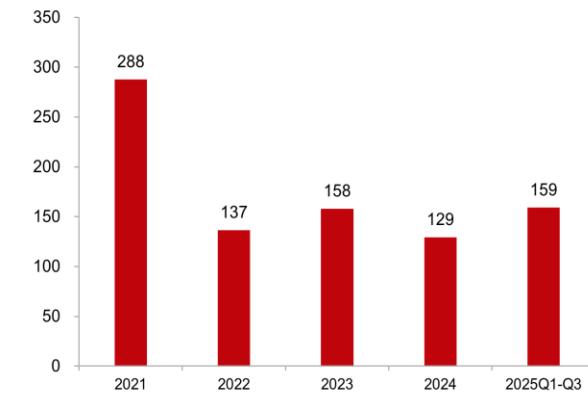
图 30：公司期间费用率



数据来源：Wind，西南证券整理

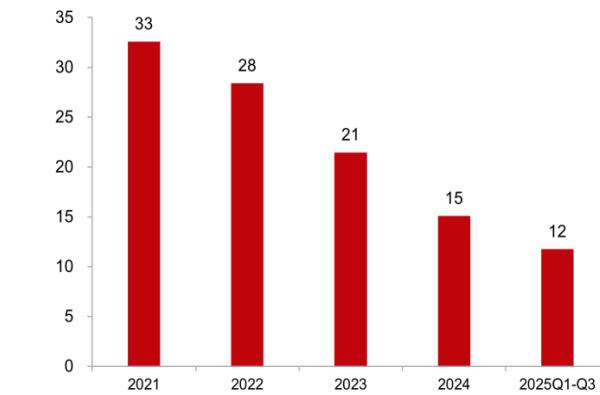
公司油 2021 年至今的净利润现金含量保持较高水平，2021 年公司净利润现金含量大幅增长主要是受当年净利润大幅下滑，但公司收到出售 5 艘油轮退税款及加强回款管理，现金回收加快影响，此后公司净利润现金含量均保持在 100% 以上水平，体现公司的主营业务现金流创造能力强，盈利质量高。同时，公司通过经营活动带来的持续的现金流积累以及公司通过偿还债务带来的长期借款余额持续减少使得公司资产负债率持续优化，降低了财务风险。

图 31：公司净利润现金含量 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 32：公司资产负债率 (%)



数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

关键假设：

1) 石油运输方面，根据公司中长期运力发展计划，公司将逐步淘汰老旧运力，并择机购建新型节能环保船舶，持续优化公司船队运力结构。原油运输方面，根据公司公告，公司新建4艘6.5万吨级PANAMAX油轮预计于2027年至2028年陆续交付。成品油运输方面，2024年9月，公司与广船国际签署了4艘50000载重吨MR船建造合同，新船预计于2027年内陆续交付，因此随着船队运力规模扩大，营收也会同比扩大，预计2025-2027年业务营收同比-5.9%、+3.7%、+7.0%；石油运输毛利率与运价高度相关，预计2025-2027年原油运价保持坚挺，成品油运价有望改善，因此业务毛利率分别为31.7%、33.6%、34.1%；

2) 化工品运输方面，2024年9月公司公告新建1艘18000吨级化学品船，预计于2027年内交付。公司化学品运输业务随着新运力投放以及运力管控，有望实现量价齐升，因此预计2025-2027年该业务营收同比-10%、0%、+20%；毛利率分别为18%、18.5%、19%；

3) 乙烯运输方面，公司乙烯船队整体经营稳定，在乙烯运输市场地位领先，预计2025-2027年该业务营收同比+10%、+10.5%、+11%；毛利率分别为33%、34%、35%。

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	6475.3	6128.3	6356.1	6863.4
	YoY	4.5%	-5.4%	3.7%	8.0%
	营业成本	4369.8	4283.2	4335.4	4653.6
	毛利率	32.5%	30.1%	31.8%	32.2%
石油运输	营业收入	5616.5	5286.6	5481.3	5867.4
	YoY	7.5%	-5.9%	3.7%	7.0%
	营业成本	3682.2	3609.5	3641.7	3869.5
	毛利率	34.4%	31.7%	33.6%	34.1%
化工品运输	营业收入	466.5	419.8	419.8	503.8
	YoY	6.4%	-10.0%	0.0%	20.0%
	营业成本	379.3	344.2	342.2	408.1
	毛利率	18.7%	18.0%	18.5%	19.0%
乙烯运输	营业收入	198.7	218.6	241.5	268.1
	YoY	10.6%	10.0%	10.5%	11.0%
	营业成本	134.4	146.4	159.4	174.2
	毛利率	32.4%	33.0%	34.0%	35.0%
其他业务	营业收入	193.6	203.3	213.5	224.1
	YoY	-45.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	营业成本	174.0	183.0	192.1	201.7
	毛利率	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2025/26/27 年营收分别为 61.3、63.6、68.6 亿元，归母净利润分别为 12.8、13.9、15.3 亿元，EPS 分别为 0.27、0.30、0.33 元，对应 PE 分别为 12、11、10 倍。我们选取申万行业中两家代表性企业招商轮船和中远海能作为可比公司，两家公司 2026 年平均 PE 为 13 倍。考虑到公司内外贸兼营，能够及时调整船队结构，享受不同航线运价上升带来的业绩弹性，同时公司持续签订新建船舶订单，未来运力规模将进一步扩大，我们给予公司 2026 年 13 倍 PE，对应目标价 3.90 元，给予“买入”评级。

**表 5：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
601872.SH	招商轮船	11.22	0.63	0.71	0.85	0.91	18	16	13	12
600026.SH	中远海能	14.03	0.85	0.93	1.14	1.23	17	15	12	11
平均值							17	15	13	12
601975.SH	招商南油	3.24	0.41	0.27	0.30	0.33	8	12	11	10

数据来源: iFinD, 西南证券整理

## 6 风险提示

经济增长或不及预期风险，运输价格波动风险，船队结构和升级转型风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6475.27	6128.28	6356.09	6863.39	净利润	1935.26	1281.45	1390.18	1531.87
营业成本	4369.83	4283.19	4335.41	4653.57	折旧与摊销	625.83	803.51	804.62	805.18
营业税金及附加	29.22	27.65	28.68	30.97	财务费用	-29.16	1.19	1.38	-10.76
销售费用	41.79	36.40	38.84	42.33	资产减值损失	18.40	-26.61	-4.10	-5.24
管理费用	105.07	97.85	102.32	110.04	经营营运资本变动	101.60	360.10	-22.01	-3.47
财务费用	-29.16	1.19	1.38	-10.76	其他	-167.47	26.38	4.48	6.06
资产减值损失	18.40	-26.61	-4.10	-5.24	经营活动现金流净额	2484.46	2446.02	2174.55	2323.63
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	19.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-732.05	-179.07	-262.82	-351.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-712.34	-179.07	-262.82	-351.58
<b>营业利润</b>	<b>2244.02</b>	<b>1708.60</b>	<b>1853.57</b>	<b>2042.49</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.41	0.00	0.00	0.00	长期借款	-336.39	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2247.43</b>	<b>1708.60</b>	<b>1853.57</b>	<b>2042.49</b>	股权融资	-50.93	-1570.91	0.00	0.00
所得税	312.17	427.15	463.39	510.62	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>1935.26</b>	<b>1281.45</b>	<b>1390.18</b>	<b>1531.87</b>	其他	-109.32	-52.06	13.98	16.17
少数股东损益	14.19	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-496.64	-1622.97	13.98	16.17
归属母公司股东净利润	1921.08	1281.45	1390.18	1531.87	<b>现金流量净额</b>	1313.05	643.98	1925.71	1988.22
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E					
货币资金	4390.71	5034.69	6960.40	8948.62	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
应收和预付款项	428.98	386.64	404.42	443.49	成长能力				
存货	326.74	335.70	337.83	358.43	销售收入增长率	4.50%	-5.36%	3.72%	7.98%
其他流动资产	418.10	45.25	46.94	50.68	营业利润增长率	21.31%	-23.86%	8.48%	10.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	23.39%	-33.78%	8.48%	10.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.96%	-11.53%	5.82%	6.67%
固定资产和在建工程	6494.98	5714.41	4932.73	4150.50	获利能力				
无形资产和开发支出	9.73	8.93	8.14	7.35	毛利率	32.52%	30.11%	31.79%	32.20%
其他非流动资产	857.74	1014.66	1255.34	1584.77	三费率	1.82%	2.21%	2.24%	2.06%
<b>资产总计</b>	<b>12926.99</b>	<b>12540.30</b>	<b>13945.79</b>	<b>15543.84</b>	净利率	29.89%	20.91%	21.87%	22.32%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	17.63%	12.05%	11.54%	11.28%
应付和预收款项	593.45	583.65	577.99	629.37	ROA	14.97%	10.22%	9.97%	9.86%
长期借款	912.28	912.28	912.28	912.28	ROIC	22.84%	16.23%	20.05%	24.41%
其他负债	444.02	406.92	411.59	420.48	EBITDA/销售收入	43.87%	41.01%	41.84%	41.33%
<b>负债合计</b>	<b>1949.75</b>	<b>1902.85</b>	<b>1901.86</b>	<b>1962.13</b>	营运能力				
股本	4801.86	4680.34	4680.34	4680.34	总资产周转率	0.53	0.48	0.48	0.47
资本公积	4052.79	2603.39	2603.39	2603.39	固定资产周转率	1.00	1.01	1.20	1.51
留存收益	1837.82	3119.28	4509.45	6041.32	应收账款周转率	30.33	27.84	31.16	30.78
归属母公司股东权益	10824.52	10484.73	11891.22	13428.99	存货周转率	13.20	12.93	12.87	13.37
少数股东权益	152.72	152.72	152.72	152.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.66%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>10977.24</b>	<b>10637.45</b>	<b>12043.94</b>	<b>13581.71</b>	资本结构				
负债和股东权益合计	12926.99	12540.30	13945.79	15543.84	资产负债率	15.08%	15.17%	13.64%	12.62%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	带息债务/总负债	46.79%	47.94%	47.97%	46.49%
EBITDA	2840.69	2513.30	2659.57	2836.91	流动比率	5.49	6.00	8.01	9.53
PE	7.89	11.83	10.91	9.90	速动比率	5.17	5.65	7.66	9.18
PB	1.40	1.45	1.28	1.13	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PS	2.34	2.47	2.39	2.21	每股指标				
EV/EBITDA	4.15	4.21	3.15	2.13	每股收益	0.41	0.27	0.30	0.33
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股净资产	2.31	2.24	2.54	2.87
					每股经营现金	0.53	0.52	0.46	0.50
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
公司评级	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
行业评级	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券，并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
北京	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	18456565475	liuyanj@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn