

招商轮船 (601872.SH)

优于大市

25Q4 归母净利同比+56%，多重利好催化油运运价上行

核心观点

招商轮船发布 2025 年年报，业绩同比实现较快增长。招商轮船 2025 年全年实现营收 281.8 亿元，同比+9.2%，归母净利润约 60.1 亿元，同比+17.7%；2025 年四季度单季实现营收 88.7 亿元，同比+36.4%，归母净利润约 27.1 亿元，同比+56.0%。

“增产+制裁趋紧”促使 2025 年四季度油运运价显著提升，从而带动油运利润大幅提升。公司全年油轮运输业务实现收入 102.9 亿元，同比+11.8%，实现净利 41.9 亿元，同比+59.1%。2025 年，国际油运市场前低后高，VLCC 船型运价不断突破高位，运价在四季度实现飙升，其中 VLCC 船型的代表航线 TD3C 全年平均 TCE 约 5.75 万美元/天，同比上升 65%，年内日收益高点破 14 万美元。油运运价表现亮眼，主要得益于，1) 2025 年 4 月 OPEC+ 启动增产，增产计划持续至当年 12 月，从而带动了旺季需求弹性；2) 美国对伊朗、俄罗斯等非合规原油贸易的制裁持续收紧，利好原油贸易合规市场需求的提升。展望 2026 年，考虑到地缘冲突事件将阶段性加剧运价的不确定性与波动性、非合规原油制裁持续收紧以及 VLCC 集中度显著提升，我们认为 2026 年 VLCC 运价中枢有望继续显著上行。

干散货业务盈利同比下滑。公司全年干散货运输业务实现收入 87.7 亿元，同比+10.5%，实现净利 11.4 亿元，同比-26.7%。由于澳洲飓风天气干扰发货、中国煤炭补库需求减少等影响，干散货运输需求偏弱，导致 BDI 全年均值 1681 点，同比下跌 4%。

集运业务盈利保持稳定。公司全年集装箱运输业务实现收入 61.5 亿元，同比+13.2%，实现净利 13.6 亿元，同比+3.5%。2025 年，上海出口集装箱运价指数 (SCFI) 同比下降 33%，公司集装箱船队实现出口单箱收入基本持平，船队克服成本上升压力，实现经营盈利基本保持稳定。

风险提示：地缘政治冲突变化、全球经济超预期下滑、安全事故。

投资建议：

考虑到未来地缘冲突带来的供应链效率波动以及风险溢价，我们预计行业运价中枢有望明显上移，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 96.7/95.4/90.3 亿元 (26-27 年调整幅度分别为+48%/+40%)，分别同比+60.9%/-1.4%/-5.3%，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	25,799	28,177	34,602	35,017	33,791
(+/-%)	-0.3%	9.2%	22.8%	1.2%	-3.5%
归母净利润(百万元)	5107	6012	9673	9536	9029
(+/-%)	5.6%	17.7%	60.9%	-1.4%	-5.3%
每股收益(元)	0.63	0.74	1.20	1.18	1.12
EBIT Margin	24.3%	22.4%	33.1%	32.0%	31.2%
净资产收益率 (ROE)	12.8%	14.0%	20.2%	18.1%	15.8%
市盈率 (PE)	27.3	23.0	14.3	14.5	15.3
EV/EBITDA	19.8	20.3	12.4	12.2	12.6
市净率 (PB)	3.48	3.21	2.89	2.62	2.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·航运港口

证券分析师：罗丹

021-60933142

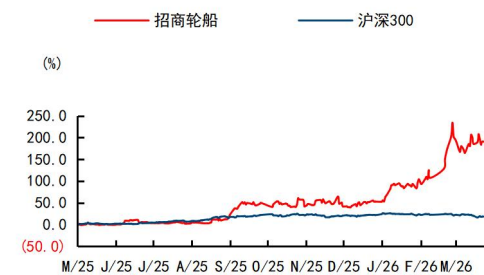
luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.03 元
总市值/流通市值	137509/137509 百万元
52 周最高价/最低价	19.65/5.74 元
近 3 个月日均成交额	2457.08 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《招商轮船 (601872.SH) - 外贸油运需求疲软导致业绩承压，2025 油散有望共振向上》——2025-04-01

《招商轮船 (601872.SH) - 外贸油运需求疲软导致 Q3 业绩承压，继续看好刚性供给下运价弹性》——2024-11-03

《招商轮船 (601872.SH) - 油散共振向上带动业绩提升，中期有望实现分红》——2024-04-30

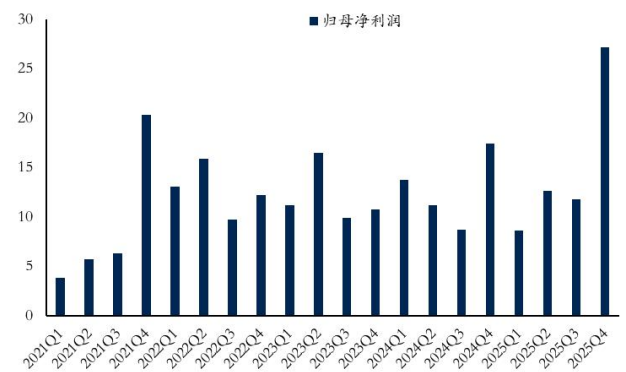
招商轮船发布 2025 年年报，业绩同比实现较快增长。招商轮船 2025 年全年实现营收 281.8 亿元，同比+9.2%，归母净利润约 60.1 亿元，同比+17.7%；2025 年四季度单季实现营收 88.7 亿元，同比+36.4%，归母净利润约 27.1 亿元，同比+56.0%。

图1：招商轮船单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



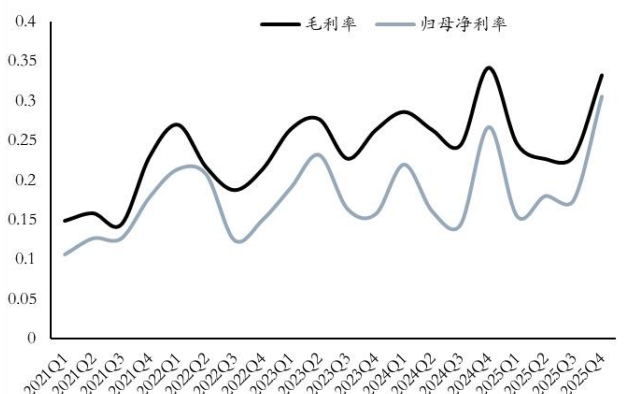
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：招商轮船单季归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：招商轮船单季毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：BDTI 原油运输指数变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“增产+制裁趋紧”促使 2025 年四季度油运运价显著提升，从而带动油运利润大幅提升。公司全年油轮运输业务实现收入 102.9 亿元，同比+11.8%，实现净利 41.9 亿元，同比+59.1%。2025 年，国际油运市场前低后高，VLCC 船型运价不断突破高位，运价在四季度实现飙升，其中 VLCC 船型的代表航线 TD3C 全年平均 TCE 约 5.75 万美元/天，同比上升 65%，年内日收益高点破 14 万美元。油运运价表现亮眼，主要得益于，1) 2025 年 4 月 OPEC+ 启动增产，增产计划持续至当年 12 月，从而带动了旺季需求弹性；2) 美国对伊朗、俄罗斯等非合规原油贸易的制裁持续收紧，利好原油贸易合规市场需求的提升。展望 2026 年，考虑到地缘冲突事件将阶段性加剧运价的不确定性与波动性、非合规原油制裁持续收紧以及 VLCC 集中度显著提升，我们认为 2026 年 VLCC 运价中枢有望继续显著上行。

干散货业务盈利同比下滑。公司全年干散货运输业务实现收入 87.7 亿元，同比+10.5%，实现净利 11.4 亿元，同比-26.7%。由于澳洲飓风天气干扰发货、中国煤炭补库需求减少等影响，干散货运输需求偏弱，导致 BDI 全年均值 1,681 点，同比下跌 4%。

集运业务盈利保持稳定。公司全年集装箱运输业务实现收入 61.5 亿元，同比+13.2%，实现净利 13.6 亿元，同比+3.5%。2025 年，上海出口集装箱运价指数（SCFI）同比下降 33%，公司集装箱船队实现出口单箱收入基本持平，船队克服成本上升压力，实现经营盈利基本保持稳定。

风险提示：地缘政治冲突变化，全球经济超预期下滑、安全事故。

投资建议：

考虑到未来地缘冲突带来的供应链效率波动以及风险溢价，我们预计行业运价中枢有望明显上移，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 96.7/95.4/90.3 亿元（26-27 年调整幅度分别为+48%/+40%），分别同比+60.9%/-1.4%/-5.3%，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4589	4721	4948	8152	12889	营业收入	25799	28177	34602	35017	33791
应收款项	2819	2842	3034	2878	2592	营业成本	18467	20718	21834	22516	21998
存货净额	1418	1311	1331	1293	1193	营业税金及附加	127	41	35	35	34
其他流动资产	1526	2252	2076	2101	2027	销售费用	108	114	104	105	101
流动资产合计	10353	11129	11390	14425	18704	管理费用	819	976	1139	1117	1081
固定资产	46966	53587	54922	55899	55839	研发费用	19	28	21	27	27
无形资产及其他	1135	1670	1604	1538	1472	财务费用	1057	1160	1197	1143	1044
投资性房地产	5633	6995	6995	6995	6995	投资收益	671	789	813	854	854
长期股权投资	6531	8674	9309	10092	10087	资产减值及公允价值变动	(10)	134	15	15	0
资产总计	70619	82055	84220	88950	93097	其他收入	72	717	(21)	(27)	(27)
短期借款及交易性金融负债	12141	14468	13964	13964	13964	营业利润	5955	6809	11099	10942	10361
应付款项	1860	1836	1810	1723	1556	营业外净收支	(3)	66	0	0	0
其他流动负债	3486	7288	5151	5203	5010	利润总额	5952	6875	11099	10942	10361
流动负债合计	17487	23593	20925	20891	20530	所得税费用	743	804	1332	1313	1243
长期借款及应付债券	11793	12803	12803	12803	12803	少数股东损益	102	59	95	93	88
其他长期负债	490	1905	1854	1803	1752	归属于母公司净利润	5107	6012	9673	9536	9029
长期负债合计	12283	14708	14657	14606	14555	现金流量表 (百万元)					
负债合计	29770	38300	35581	35497	35085	净利润	5107	6012	9673	9536	9029
少数股东权益	806	749	796	843	887	资产减值准备	(43)	21	8	1	0
股东权益	40044	43006	47842	52610	57125	折旧摊销	2281	2396	2508	2960	3172
负债和股东权益总计	70619	82055	84220	88950	93097	公允价值变动损失	10	(134)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	1057	1160	1197	1143	1044
每股收益	0.63	0.74	1.20	1.18	1.12	营运资本变动	(3397)	3211	(2241)	85	48
每股红利	0.49	0.37	0.60	0.59	0.56	其它	64	8	39	45	44
每股净资产	4.92	5.33	5.93	6.52	7.07	经营活动现金流	4023	11515	9972	12613	12294
ROIC	8.28%	7.56%	14%	14%	13%	资本开支	0	(9152)	(3769)	(3858)	(3047)
ROE	12.75%	13.98%	20%	18%	16%	其它投资现金流	2	(2)	0	0	0
毛利率	28%	26%	37%	36%	35%	投资活动现金流	(1310)	(11297)	(4404)	(4641)	(3041)
EBIT Margin	24%	22%	33%	32%	31%	权益性融资	71	6	0	0	0
EBITDA Margin	33%	31%	40%	40%	41%	负债净变化	(348)	1010	0	0	0
收入增长	-0%	9%	23%	1%	-4%	支付股利、利息	(4014)	(3023)	(4836)	(4768)	(4515)
净利润增长率	6%	18%	61%	-1%	-5%	其它融资现金流	5575	3932	(504)	0	0
资产负债率	43%	48%	43%	41%	39%	融资活动现金流	(3077)	(86)	(5341)	(4768)	(4515)
股息率	2.9%	2.2%	3.5%	3.5%	3.3%	现金净变动	(364)	132	227	3204	4737
P/E	27.3	23.0	14.3	14.5	15.3	货币资金的期初余额	4953	4589	4721	4948	8152
P/B	3.5	3.2	2.9	2.6	2.4	货币资金的期末余额	4589	4721	4948	8152	12889
EV/EBITDA	19.8	20.3	12.4	12.2	12.6	企业自由现金流	0	2020	6590	9058	9458
						权益自由现金流	0	6962	5032	8052	8539

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032