

## 公司研究 | 点评报告 | 招商轮船 (601872.SH)

# 油运景气上行，美伊冲突危“机”并存

### 报告要点

招商轮船 2026 年一季度营收 85.6 亿元，同比+52.9%；归母净利润 27.6 亿，同比+219.3%。油运景气上行，美伊冲突升级致霍尔木兹海峡封锁，不过公司已锁定二季度近一半运营天数，且与国内石油央企合作可提供较稳定的货源保证。散运景气大幅改善，油价上涨或提振煤炭等替代能源需求。油轮运输进入“乱纪元”时代，底层逻辑从效率定价变为确定性定价，海峡解封后原油补库和长锦商船控盘共振，油运将进入价高量升阶段。我们预计 2026-28 年归母净利润为 123.0 亿、147.0 亿和 146.5 亿，对应 PE 分别为 11.0 倍、9.2 倍和 9.3 倍，维持“买入”评级。

### 分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468

# 油运景气上行，美伊冲突危“机”并存

## 事件描述

招商轮船 2026 年一季度营收 85.6 亿元，同比+52.9%；归母净利润 27.6 亿，同比+219.3%；实现扣非归母净利润 27.6 亿元，同比+223.1%。

## 事件评论

- 油运景气上行，美伊冲突危“机”并存。** 2025 年末，海外假期货盘停滞导致 VLCC 运价高位回调。今年初，随着货盘恢复加之长锦商船在 VLCC 市场大规模扫货控盘，叠加委内瑞拉、伊朗等地缘扰动，运价大幅上涨。一季度，BDTI VLCC-TCE（前置一个月）录得 10.1 万美元/天，同比+182.3%。公司响应租家抢油需求，积极投放运力、长航线需求增加，一季度油轮运输实现营收 40.7 亿元，同比 90.3%；净利润 24.9 亿元，同比+410.5%。3 月以来，美伊冲突升级致霍尔木兹海峡封锁，考虑到中东管道替代能力有限，以及美湾等长航线货盘短期增加有限，长航线运价逐步回落。不过，公司已锁定二季度近一半运营天数，且与国内石油央企也有较好合作，“国油国运”可提供较稳定的货源保证。
- 散运景气大幅改善，Capesize 船领涨。** 行业层面，2026 年一季度，BDI（前置一个月）录得 2,038 点，同比+111.0%。分船型看，BCI、BPI 和 BSI 分别录得 3,299、1,628 和 1,164 点，同比+178.9%、66.5%和 42.6%。一季度，澳洲巴西铁矿石发运 3.04 亿吨，同比+4.4%；西非几内亚铝土矿发运 5,513 万吨，同比+30.1%。得益于铁矿石和铝土矿等发运走强，Capesize 船运价领涨。此外，新能源、钢材等出口继续支撑灵便型船和多用途船。公司层面，2026Q1 干散货运输实现营收 23.3 亿元，同比+38.5%；净利润 4.3 亿元，同比+172.3%。
- 汽车船新船交付贡献盈利；区域内集运景气延续回落。** 2025 年下半年公司新交付 2 艘 9300CEU 汽车船，公司继续深耕欧地、南美等外贸航线，滚装船盈利能力大幅提升。一季度滚装运输利润 0.8 亿元，同比+50.9%。集运方面，远洋景气度显著回落，亚洲区域内景气于 2025 年下半年逐步承压。运价方面，一季度 CCFI 东南亚指数同比-17.0%。一季度，公司承运箱量 26.3 万 TEU，同比+9.7%；实现营收 13.2 亿，同比+16.3%，净利润 2.5 亿，同比-24.8%，主要系：1) 运价同比回落；2) 燃油费、租船费用等航线成本增加所致。一季度，公司新签 1800TEU 和 8200TEU 集装箱船各 4 艘，继续布局外贸集运。
- 展望未来，油轮运输进入“乱纪元”时代，底层逻辑从效率定价变为确定性定价，类似于公共卫生事件期间的集运补库阶段，原油补库和长锦商船控盘共振，海峡解封后油运将进入价高量升阶段。干散货海运方面，油价上涨或提振煤炭等替代能源需求；下半年西芒杜铁矿石项目放量，提振干散货海运景气。我们预计 2026-28 年归母净利润为 123.0 亿、147.0 亿和 146.5 亿，对应 PE 分别为 11.0 倍、9.2 倍和 9.3 倍，维持“买入”评级。**

## 风险提示

- “影子市场”需求合规化不及预期；
- 新造船订单加快；
- 地区冲突缓解较慢，霍尔木兹海峡面临长期封锁风险。

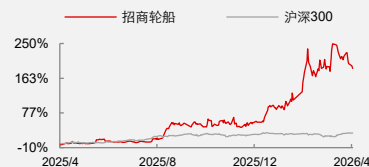
请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

当前股价(元)	16.80
总股本(万股)	807,454
流通A股/B股(万股)	807,454/0
每股净资产(元)	5.58
近12月最高/最低价(元)	21.31/5.85

注：股价为 2026 年 4 月 28 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《油轮景气上行期，新船运力交付期》2026-03-31
- 《招商轮船：招展油散本色，轮启海运新程》2026-03-06
- 《业绩迎来拐点，有望油散共振》2025-11-12



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、**“影子市场”需求合规化不及预期**：当前，委内瑞拉、伊朗和俄罗斯原油出口海运主要以“影子船队”市场运行，随着美国对于委内瑞拉实施打击并接管其原油资产后，委内瑞拉原油海运需求合规化阶段性落地，市场预期伊朗、俄罗斯后续也会合规化。若需求合规化落地不及预期，或导致油运需求不及预期。
- 2、**新造船订单加快**：当前油运、散运供给受限逻辑之一是新造船价格高企、船台紧张以及替代燃料技术路线不明确导致的订单较少，如果后续订单加快，将导致未来供给压力增加。
- 3、**地区冲突缓解较慢，霍尔木兹海峡面临长期封锁风险**：霍尔木兹海峡为全球重要的油运通道，若地区冲突加剧，封锁时间过长，或将导致油运行业有价无市，原油运输需求量下降，或利空油运行业。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>28177</b>	<b>37870</b>	<b>44011</b>	<b>45742</b>	货币资金	4721	2034	7526	14529
营业成本	20718	22543	25817	28701	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>7460</b>	<b>15327</b>	<b>18194</b>	<b>17041</b>	应收账款	1385	1673	1941	2016
%营业收入	26%	40%	41%	37%	存货	1311	1640	1885	2085
营业税金及附加	41	94	112	107	预付账款	160	268	297	336
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	3551	4654	5356	5578
销售费用	114	152	178	185	<b>流动资产合计</b>	<b>11129</b>	<b>10269</b>	<b>17004</b>	<b>24544</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	8674	8674	8674	8674
管理费用	976	1292	1492	1559	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	42179	42524	43075	42704
研发费用	28	29	36	38	无形资产	1670	1670	1670	1670
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	43	43	43	43
财务费用	1160	982	960	0	递延所得税资产	38	35	35	35
%营业收入	4%	3%	2%	0%	其他非流动资产	18323	23567	25816	27823
加: 资产减值损失	-31	-109	-109	0	<b>资产总计</b>	<b>82055</b>	<b>86783</b>	<b>96317</b>	<b>105493</b>
信用减值损失	2	0	0	0	短期贷款	10404	10404	10404	10404
公允价值变动收益	165	0	0	0	应付款项	1836	2608	2923	3285
投资收益	789	947	1100	1144	预收账款	71	35	43	43
<b>营业利润</b>	<b>6809</b>	<b>14051</b>	<b>16840</b>	<b>16744</b>	应付职工薪酬	510	532	605	674
%营业收入	24%	37%	38%	37%	应交税费	861	684	811	829
营业外收支	66	56	49	54	其他流动负债	9911	6379	6803	6985
<b>利润总额</b>	<b>6875</b>	<b>14107</b>	<b>16890</b>	<b>16799</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>23593</b>	<b>20642</b>	<b>21590</b>	<b>22220</b>
%营业收入	24%	37%	38%	37%	长期借款	12803	12803	12803	12803
所得税费用	804	1626	1983	1959	应付债券	0	0	0	0
净利润	6071	12481	14907	14840	递延所得税负债	48	464	464	464
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>6012</b>	<b>12304</b>	<b>14704</b>	<b>14645</b>	其他非流动负债	1856	2696	2696	2696
少数股东损益	59	177	202	195	<b>负债合计</b>	<b>38300</b>	<b>36605</b>	<b>37553</b>	<b>38183</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.74</b>	<b>1.52</b>	<b>1.82</b>	<b>1.81</b>	归属于母公司所有者权益	43006	49251	57636	65987
					少数股东权益	749	926	1129	1324
					<b>股东权益</b>	<b>43755</b>	<b>50178</b>	<b>58765</b>	<b>67310</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>82055</b>	<b>86783</b>	<b>96317</b>	<b>105493</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2025A	2026E	2027E	2028E	<b>基本指标</b>				
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>9055</b>	<b>9590</b>	<b>16321</b>	<b>16756</b>	2025A	2026E	2027E	2028E	
取得投资收益收回现金	184	947	1100	1144	每股收益	0.74	1.52	1.82	1.81
长期股权投资	-2143	0	0	0	每股经营现金流	1.12	1.19	2.02	2.08
资本性支出	-6018	-6649	-5611	-4603	市盈率	12.14	11.03	9.23	9.26
其他	18	-1369	0	0	市净率	1.69	2.75	2.35	2.06
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-7958</b>	<b>-7071</b>	<b>-4510</b>	<b>-3459</b>	EV/EBITDA	9.44	9.10	7.48	7.42
债券融资	0	0	0	0	总资产收益率	8.0%	14.8%	16.3%	14.7%
股权融资	6	0	0	0	净资产收益率	14.0%	25.0%	25.5%	22.2%
银行贷款增加(减少)	24264	0	0	0	净利率	21.3%	32.5%	33.4%	32.0%
筹资成本	-3023	-5288	-6320	-6294	资产负债率	46.7%	42.2%	39.0%	36.2%
其他	-22138	145	0	0	总资产周转率	0.37	0.45	0.48	0.45
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-890</b>	<b>-5143</b>	<b>-6320</b>	<b>-6294</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>207</b>	<b>-2624</b>	<b>5492</b>	<b>7003</b>					

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情形范围内，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。