

2025 年 04 月 30 日

投资评级：买入（维持）

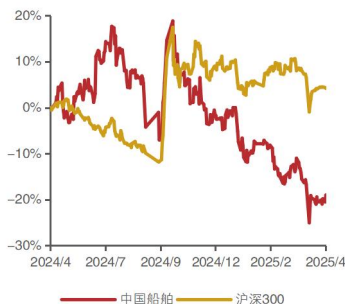
证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 29 日

收盘价（元）	29.52
一年内最高/最低（元）	45.95/26.93
总市值（百万元）	132,026.10
流通市值（百万元）	132,026.10
总股本（百万股）	4,472.43
资产负债率（%）	69.88
每股净资产（元/股）	11.08

资料来源：聚源数据

中国船舶(600150.SH)

——重组方案获批，周期利润持续兑现

投资要点：

- **事件：**2025 年 4 月 29 日，中国船舶发布 2024 年报和 2025 年一季报：公司 2024 年实现归母净利润 36.14 亿元,同比增长 22.21%;扣非归母净利润 30.72 亿元。2025 年一季度实现归母净利润 11.27 亿元，同比增长 180.99%；扣非归母净利润 11.17 亿元，同比增长 230.2%。
- **订单充盈+船价高位，公司利润持续向好：**2022Q4 以来，新造船价格增长动力逐渐由传统市场需求转向绿色船舶更新需求。造船市场短期受制于航运市场波动和美国对华政策影响，略显疲软，但在产能紧张的支撑下，克拉克森新造船指数仍处于 2008 以来高位，而订单船队比仅为 2008Q4 的 28.9%，新造船空间较大。公司交付高价船比例仍在提升，预计 2025 年交付船舶以 2022-23 年下单订单为主，新船交付排至 2029 年，公司利润仍处于周期兑现初期，或将在未来 4 年持续上升。
- **IMO 脱碳方案落地坚实绿色更新大周期，船舶重工重组方案获批有望增效协同：**绿色法规加严推动了老旧船淘汰，但全球船厂在手订单仅能满足基础更新，绿色更新需求仍有较大缺口，未来造船产能难以大幅增长。在这种情况下，船队绿色更新换代和产能供给的持续紧张进一步驱动了本轮造船周期。中国船舶作为行业龙头，凭借强大的产能和技术优势，积极抓住这一市场机遇，业绩增长动力充足。公司与中国重工的重组方案近期获监管部门批准，标志着资源整合进入实质性阶段。通过重组整合，公司有望实现上下游业务协同，进一步释放公司潜力，增强公司的核心竞争力，为未来业绩持续增长奠定坚实基础。
- **“深海科技”蓄势待发，综合性造船龙头赋能产业发展。**2025 年《政府工作报告》首次将“深海科技”明确列为战略性新兴产业，与商业航天、低空经济并列，标志着我国海洋强国战略从“工程实施”向“全链条科技驱动”的历史性跨越。公司作为综合性造船龙头，在深海钻探船、科考船、钻井平台等方面实力雄厚，或将作为重要角色助力“深海科技”产业发展。
- **盈利预测与评级：**中国船舶是国内综合造船龙头。我们预计 2025-27 年归母净利润分别为 68.17、108.58、152.16 亿元，对应 PE 分别为 19.37、12.16、8.68 倍。考虑到船舶绿色周期仍在进行，预计公司利润持续增厚，新兴产业发展或将创造新增长点，维持“买入”评级。
- **风险提示：**钢材价格上涨超预期；人民币美元汇率波动；航运行业景气不及预期；IMO 环保约束不及预期；全球经济衰退和滞胀风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	74,839	78,584	82,807	97,530	120,313
同比增长率（%）	25.66%	5.01%	5.37%	17.78%	23.36%
归母净利润（百万元）	2,957	3,614	6,817	10,858	15,216
同比增长率（%）	1,620.69%	22.21%	88.62%	59.27%	40.14%
每股收益（元/股）	0.66	0.81	1.52	2.43	3.40
ROE（%）	6.12%	7.10%	12.24%	17.16%	20.58%
市盈率（P/E）	44.64	36.53	19.37	12.16	8.68

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	63,681	70,001	86,830	110,202
应收票据及账款	8,450	10,220	12,037	14,849
预付账款	22,472	20,975	24,705	30,476
其他应收款	199	493	580	716
存货	35,815	38,601	43,840	53,251
其他流动资产	7,310	5,891	6,939	8,560
流动资产总计	137,928	146,181	174,931	218,053
长期股权投资	15,533	15,923	16,313	16,703
固定资产	20,871	19,622	18,635	17,898
在建工程	997	1,565	1,832	1,800
无形资产	3,733	3,599	3,561	3,567
长期待摊费用	103	103	103	103
其他非流动资产	2,812	3,455	3,478	3,451
非流动资产合计	44,049	44,267	43,923	43,522
资产总计	181,977	190,448	218,854	261,575
短期借款	2,076	2,576	3,076	3,576
应付票据及账款	30,113	32,205	36,576	44,428
其他流动负债	78,686	79,983	93,791	115,433
流动负债合计	110,875	114,764	133,444	163,437
长期借款	10,090	9,194	10,194	10,694
其他非流动负债	5,745	5,745	5,745	5,745
非流动负债合计	15,835	14,939	15,939	16,439
负债合计	126,710	129,703	149,383	179,876
股本	4,472	4,472	4,472	4,472
资本公积	33,776	33,776	33,776	33,776
留存收益	12,651	17,423	25,023	35,674
归属母公司权益	50,900	55,672	63,272	73,923
少数股东权益	4,367	5,073	6,199	7,776
股东权益合计	55,266	60,745	69,471	81,699
负债和股东权益合计	181,977	190,448	218,854	261,575

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	3,858	6,235	10,695	15,505
折旧与摊销	2,170	2,091	2,134	2,191
财务费用	-1,576	-1,386	-1,684	-2,191
投资损失	-747	-630	-630	-630
营运资金变动	599	1,456	6,259	9,742
其他经营现金流	932	771	1,390	1,390
经营性现金净流量	5,235	8,538	18,163	26,007
投资性现金净流量	1,005	-1,162	-1,262	-1,262
筹资性现金净流量	-9,248	-1,056	-73	-1,374
现金流量净额	-3,039	6,320	16,829	23,372

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	78,584	82,807	97,530	120,313
营业成本	70,565	70,857	80,475	97,749
税金及附加	231	232	249	274
销售费用	59	83	98	120
管理费用	3,097	3,064	3,316	3,670
研发费用	3,610	3,147	3,414	3,790
财务费用	-1,576	-1,386	-1,684	-2,191
资产减值损失	-4	-4	-5	-6
信用减值损失	-28	-29	-34	-42
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	747	630	630	630
公允价值变动损益	-6	0	0	0
资产处置收益	-8	11	11	11
其他收益	707	760	760	760
营业利润	4,004	8,178	13,025	18,254
营业外收入	107	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	4,099	8,178	13,025	18,254
所得税	241	654	1,042	1,460
净利润	3,858	7,524	11,983	16,793
少数股东损益	243	707	1,126	1,577
归属母公司股东净利润	3,614	6,817	10,858	15,216
EPS(元)	0.81	1.52	2.43	3.40

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	5.01%	5.37%	17.78%	23.36%
营业利润增长率	33.71%	104.25%	59.27%	40.14%
归母净利润增长率	22.21%	88.62%	59.27%	40.14%
经营现金流增长率	-71.26%	63.08%	112.74%	43.18%
盈利能力				
毛利率	10.20%	14.43%	17.49%	18.75%
净利率	4.91%	9.09%	12.29%	13.96%
ROE	7.10%	12.24%	17.16%	20.58%
ROA	1.99%	3.58%	4.96%	5.82%
ROIC	19.50%	60.61%	109.97%	339.66%
估值倍数				
P/E	36.53	19.37	12.16	8.68
P/S	1.68	1.59	1.35	1.10
P/B	2.59	2.37	2.09	1.79
股息率	0.00%	1.55%	2.47%	3.46%
EV/EBITDA	26	10	5	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场(北交所除外)基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数(HSCEI)，美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)。