

业绩进入兑现期，逐步迈向新高

公司点评

● 事件：

公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年全年公司实现营业收入 785.84 亿元，yoy +5.01%，主要受益于完工交付船舶数量和单船平均价格同比增加；归母净利润 36.14 亿元，yoy +22.21%；扣非归母净利润 30.72 亿元，yoy +1156.92%；销售毛利率为 10.20%，yoy -0.37pct；销售净利率为 4.91%，yoy +0.96pct。

①分业务来看：船舶及海工实现营收 753.74 亿元，yoy +7.03%，占比 95.92%；机电设备实现营收 19.56 亿元，yoy +1.45%，占比 2.49%。

②分地区来看：内销营收 422.07 亿元，yoy +25.31%，占比 53.71%；外销营收 363.77 亿元，yoy -11.62%，占比 46.29%。

2025 年一季度公司营业收入为 158.58 亿元，同比+3.85%，环比-29.26%；归母净利润为 11.27 亿元，同比+181.05%，环比-16.08%；扣非归母净利润为 11.17 亿元，同比+230.20%，环比+1.55%；销售毛利率为 12.84%，同比+5.62pct，环比+0.64pct；销售净利率为 8.05%，同比+5.40pct，环比+1.36pct；期间费用率为 5.84%，同比+0.72pct，环比-1.43pct。

● 公司降本增效取得显著成果，同时研发投入力度得到保证

2024 年，公司实现营收 785.84 亿元，yoy +5.01%；归母净利润 36.14 亿元，yoy +22.21%。利润增速跑赢收入增速，主要由于公司期间费用率降低 0.89pct 至 6.59%。其中，销售费用率 0.07%，同比-0.83pct，主要系公司加强了销售费用预算控制所致；管理费用率 3.94%，同比-0.20pct；研发费用率 4.59%，同比+0.40pct，主要系公司研发投入力度持续加大所致；财务费用率-2.01%，同比-0.26pct，主要系汇率波动导致汇兑净收益增加所致。随着公司继续深化全面预算管理、施行降本增效策略，公司费用率或仍有进一步压降空间。

● 2024 年公司新接订单 1272.46 万 DWT，对应全球份额 7.03%

中国船舶精准把握市场动态，多维度持续推进全产业链经营，提升国际化经营能力。①从新接订单量来看，2024 年全年公司共承接民品船舶订单 154 艘 / 1272.46 万 DWT / 1039.00 亿元（按 2024 年底汇率），同期全球新接订单量为 1.81 亿 DWT、国内新接订单量为 1.38 亿 DWT，对应全球/国内份额分别为 7.03% / 9.22%；②从手持订单量来看，截至 2024 年末，公司累计手持民品船舶订单 322 艘 / 2461.07 万载重吨 / 2169.62 亿元，手持订单结构进一步优化，集装箱船、油轮、超大型乙烷运输船（VLEC）、汽车运输船（PCTC）、多用途船、自卸船等细分船型订单数量均居全球前列；③从造船完工量来看，2024 年全年公司完工交付民品船舶 93 艘 / 721.34 万载重吨，吨位数完成年计划的 112.74%。

● 公司经营计划具有较强指引性，2025 年目标营收 805 亿元

公司经营计划具有较强指引性，2018 年来仅 2022 年营收落后于经营计划。综合内外部环境条件，公司给出 2025 年营收目标为 805 亿元，yoy +2.44%；全年计划实现民品造船完工 89 艘 / 634.3DWT。在此目标的指引下，公司将重

强烈推荐（维持评级）

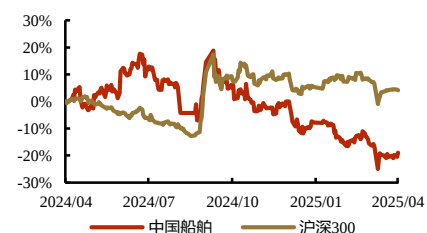
范云浩（分析师）

fanyunhao@cctgsc.com.cn

证书编号：S0280524010001

市场数据	时间 2025/4/29
收盘价(元):	29.52
一年最低/最高(元):	26.93/45.95
总股本(亿股):	44.72
总市值(亿元):	1320.26
流通股本(亿股):	44.72
流通市值(亿元):	1320.26
近 3 月换手率:	59.34%

股价一年走势



相关报告

《美国对华造船行业展开 301 调查对中国造船业影响几何？》2025-4-8

《中国船舶：合并中国重工交易方案通过股东大会，看好重组后协同增效》2025-2-18

《中国船舶：“巨舶”乘风起，“船越”大周期》2025-1-21

《诚通证券 2025 年船舶行业投资策略：不惧轻盈雾，扬帆赴远途》2025-1-10



点围绕市场开拓、产品布局、运营管控、科技创新等几大方面入手，力争完成经营计划。

● 盈利预测及投资建议

盈利预测：考虑到本轮船舶行业周期还在上行早期阶段，存量船队老龄化程度仍在高位，绿色船型发展趋势确定，在不考虑重组交易的情况下，我们预计 2025-2027 年，公司分别实现营业收入 871.97/ 975.90/ 1101.60 亿元，yoy +11.0%/ 11.9%/ 12.9%，分别实现归母净利润 70.05/ 90.54/ 115.72 亿元，yoy +93.8%/29.2%/ 27.8%，对应 PE 分别为 18.8 /14.6/ 11.4X。

投资评级：维持“强烈推荐”评级。

风险提示：全球贸易摩擦带来的风险；红海航道危机得到缓解，运距下滑导致船队需求下降；全球新造船价格水平维持历史高位，可能导致船东购船意愿减弱；新造船市场新接订单水平具有脉冲性，存在短期间内冲高或下降的可能性；运价被部分市场人士视为新造船订单的前瞻性指标，若出现大幅波动将给订单和市场情绪造成影响；美对华造船行业 301 调查限制措施对中国造船业的影响程度仍不明晰

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	74,839	78,584	87,197	97,590	110,160
增长率(%)	25.7	5.0	11.0	11.9	12.9
净利润(百万元)	2,957	3,614	7,005	9,054	11,572
增长率(%)	1620.7	22.2	93.8	29.2	27.8
毛利率(%)	10.6	10.2	14.5	15.9	16.4
净利率(%)	4.0	4.6	8.0	9.3	10.5
ROE(%)	5.6	7.0	11.8	13.5	14.7
EPS(摊薄/元)	0.66	0.81	1.57	2.02	2.59
P/E(倍)	44.6	36.5	18.8	14.6	11.4
P/B(倍)	2.7	2.6	2.3	2.0	1.7

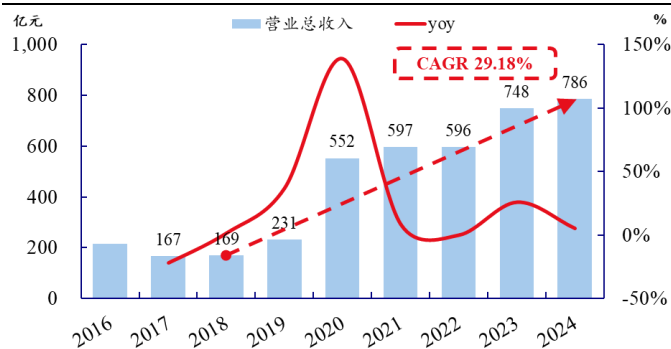
资料来源：Wind、诚通证券研究所预测，股价时间为 2025 年 4 月 29 日

1、公司层面：2024 年公司业绩再创新高

1.1、财务分析：受益造船业高景气度，2024 年公司营收盈利双创新高

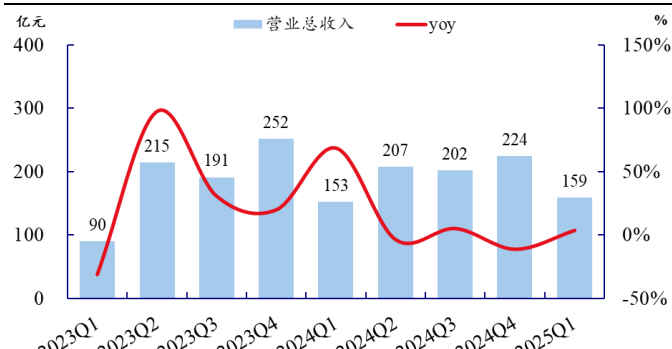
2018-2024 年，公司营收实现了大幅增长，CAGR $\approx$ 29.18%。其中，2020 年营收增速高达 138.78%，主要原因是公司完成了发行股份购买资产的交易事项，合并范围新增江南造船、广船国际等大型造船企业，因此船舶造修业务规模迅速扩大。2024 年，公司实现营收 785.84 亿元，yoy +5.00%，主要受益于公司完工交付船舶数量和单船平均价格同比增加。从单季度营收表现来看，受春节效应等多方面影响，2025Q1 实现营收 158.58 亿元，同比+3.85%，环比-29.26%。

图1：2018-2024 年，公司营收 CAGR=29.18%



资料来源：Wind，诚通证券研究所

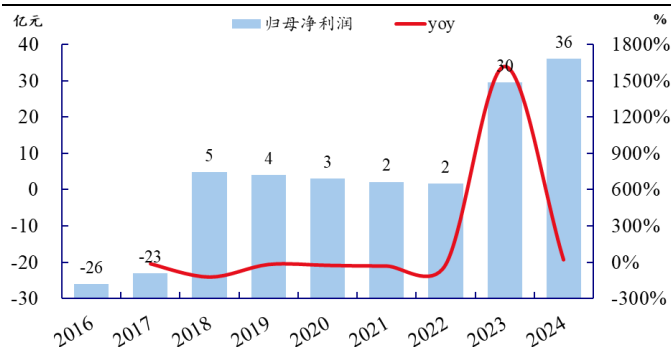
图2：公司单季度营收表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

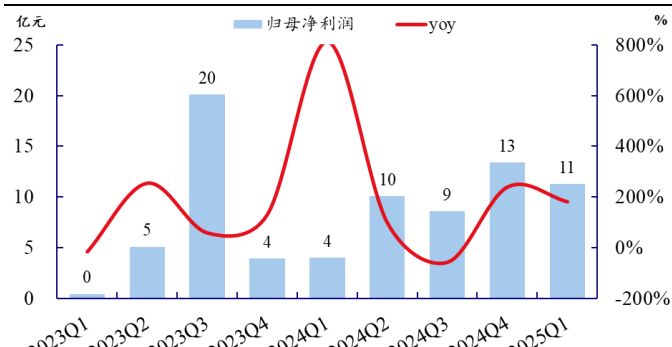
2023 年以来船舶行业经济运行效益明显改善，公司盈利水平大幅提升。2024 年实现归母净利润 36.14 亿元，yoy +22.22%；2025Q1 实现归母净利润 11.27 亿元，同比+181.05%，环比-16.08%

图3：2024 年公司归母净利润再创新高



资料来源：Wind，诚通证券研究所

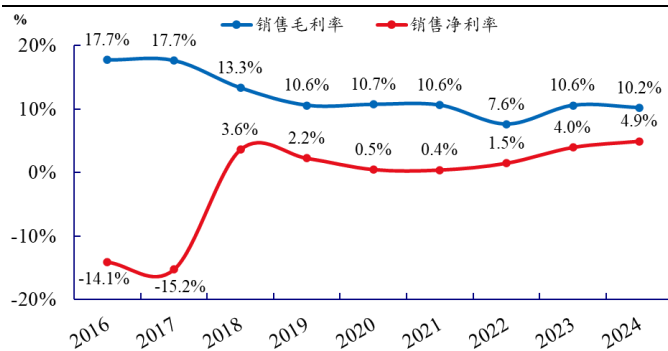
图4：公司单季度盈利表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

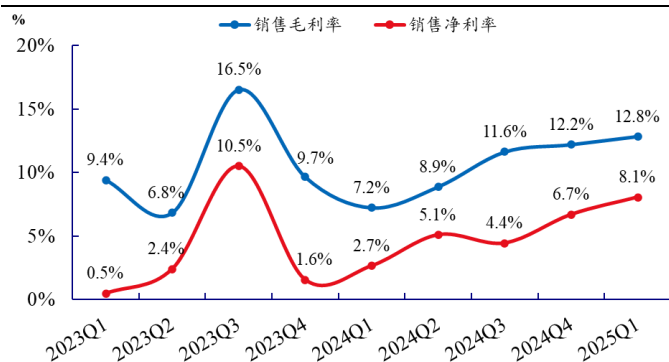
2021 年以来公司毛利率在 10% 水平周围小幅波动，净利率呈缓慢增长趋势。2021 年，公司净利率为 0.39%，2024 年净利率为 4.91%，净利率水平明显提升，主要受益于公司加强了对费用率的控制能力，并且同样印证了船舶市场高景气对公司盈利能力的推动作用。

图5：2021年以来，净利率呈缓慢增长趋势



资料来源：Wind，诚通证券研究所

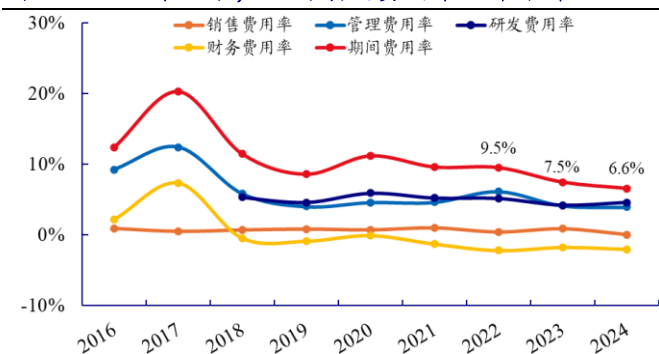
图6：公司单季度利润率表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

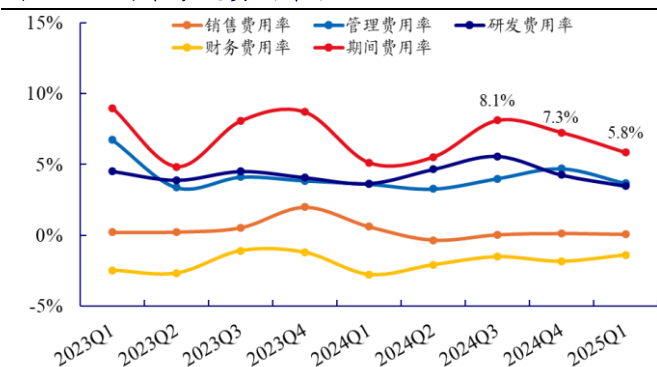
公司降本增效取得显著成果，2020年以来期间费用率实现逐年下降。公司紧紧围绕成本费用率压降目标，持续开展降本增效工作，将期间费用率从2020年的11.18%降至2024年的6.59%，降幅高达4.59pct。与此同时，2024年研发费用率为4.59%，yoy +0.40pct，说明公司研发支出得到了一定保证，控费重点主要在优化管理水平、减少销售费用上。

图7：2020年以来，公司期间费用率逐年下降



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图8：公司单季度费用率表现

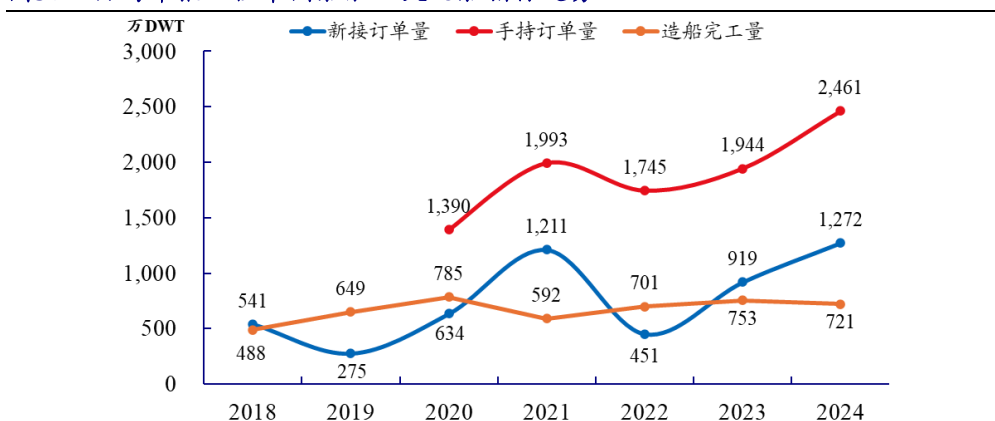


资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.2、订单与经营目标：2025年公司目标营收805亿元

中国船舶精准把握市场动态，多维度持续推进全产业链经营，提升国际化经营能力。①从新接订单量来看，2024年全年公司共承接民品船舶订单154艘/1272.46万DWT/1039.00亿元（按2024年底汇率）；②从手持订单量来看，截至2024年末，公司累计手持民品船舶订单322艘/2461.07万载重吨/2169.62亿元，手持订单结构进一步优化，集装箱船、油轮、超大型乙烷运输船（VLEC）、汽车运输船（PCTC）、多用途船、自卸船等细分船型订单数量均居全球前列；③从造船完工量来看，2024年全年公司完工交付民品船舶93艘/721.34万载重吨，吨位数完成年计划的112.74%。

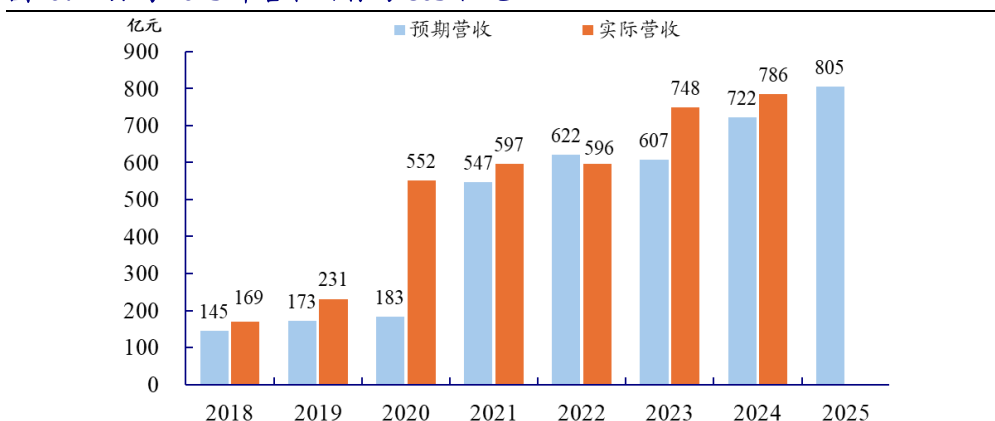
图9： 公司年报口径中国船舶三大造船指标趋势



资料来源：Wind，中国船舶 2024 年年报，诚通证券研究所

公司经营计划具有较强指引性，2018 年来仅 2022 年营收落后于经营计划。综合内外部环境条件，公司给出 2025 年营收目标为 805 亿元，yoy +2.44%；全年计划实现民品造船完工 89 艘/634.31 万 DWT。在此目标的指引下，公司将重点围绕市场开拓、产品布局、运营管控、科技创新等几大方面入手，力争完成经营计划。

图10： 公司 2025 年营收目标为 805 亿元



资料来源：Wind，中国船舶 2024 年年报，诚通证券研究所

2、行业层面：造船订单趋势放缓，中国份额维持全球第一

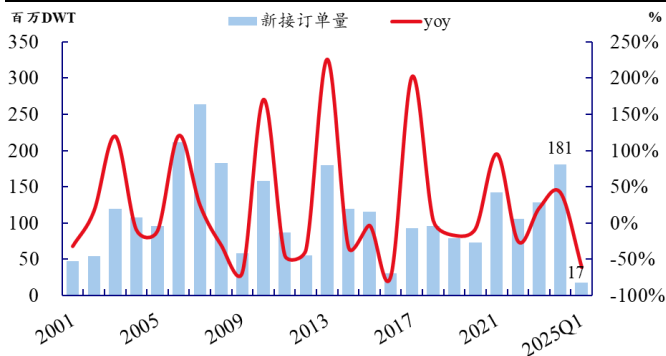
2.1、造船市场：全球贸易不确定性上升，新造船订单趋势放缓

2025 年第一季度，全球贸易不确定性上升，全球新造船订单趋势有所放缓。进入 2025 年，①俄乌冲突波折起伏，俄对乌开出停战协议但双方分歧巨大，加之美国的影响，目前俄乌停战仍无明确时间点；②巴以冲突经历了多轮停战、再战，1 月份最新达成的停战协议已经实质上失去效力；③3 月，胡塞武装为声援加沙，再次启动了对红海、亚丁湾等处与以色列有关商船的袭击，美国随后对胡塞武装发动了多轮大规模空袭，航路仍然受阻；④特朗普正式就任美国总统以来不断提高关税，全球贸易面临严重挑战；⑤1 月，美国贸易代表办公室发布对中国海事、物流和造船行业主导地位进行 301 调查报告，决定采取进一步行动并在 4 月发布了最新限制措施。以上事件从贸易量、货物结构、航运距离、运价等多方面影响了全球航运及新造船市场，船东处于观望状态，使得全球 2025Q1 新接订单量仅为 1712.60 万 DWT，yoy -61.27%；折合 779.46 万 CGT，yoy -52.24%，订单趋势放缓。

2.1.1、全球新造船市场：新接订单量大幅下降，手持订单量仍处本轮周期高点

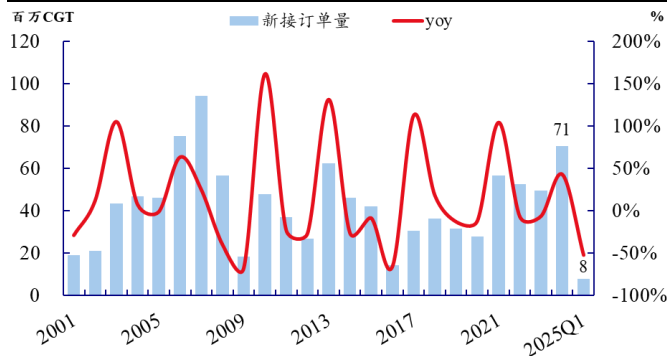
2025 年第一季度，全球新接订单量大幅下降。以 DWT 计新接订单量为 1712.60 万 DWT，yoy -61.27%；以 CGT 计新接订单量为 779.46 万 CGT，yoy -52.24%。

图11： 全球造船业新接订单量（载重吨）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

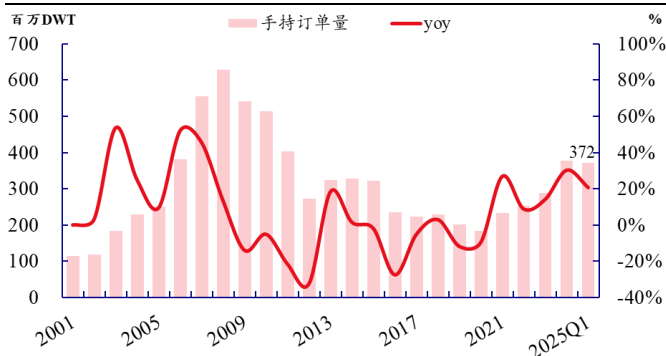
图12： 全球造船业新接订单量（修正总吨）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

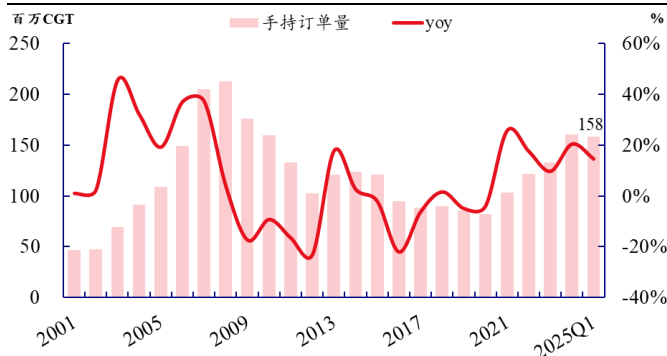
截至一季度末，全球手持订单量为 3.72 亿 DWT，yoy +20.79%，但较 2025 年初下降 1.37%；折算修正总吨为 1.58 亿 CGT，yoy +14.56%，较年初下降 1.29%。尽管手持订单量略微下降，但目前以 DWT 和 CGT 计的手持订单量均处于 2021 年以来本轮周期的高点。

图13： 全球造船业手持订单量（载重吨）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

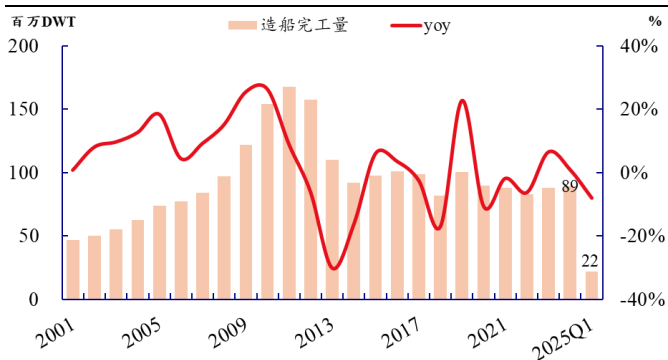
图14： 全球造船业手持订单量（修正总吨）



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

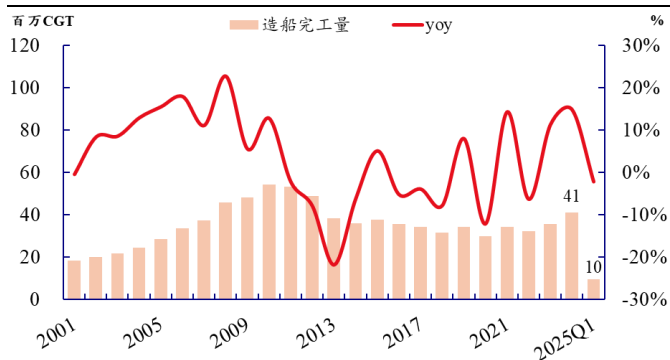
2025 年第一季度全球造船完工量为 2196.51 万 DWT，yoy -8.00%；折算 963.03 万 CGT，yoy -2.19%，波动幅度远低于新接订单量，体现出全球船企产能具备一定刚性。

图15: 全球造船业造船完工量(载重吨)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

图16: 全球造船业造船完工量(修正总吨)

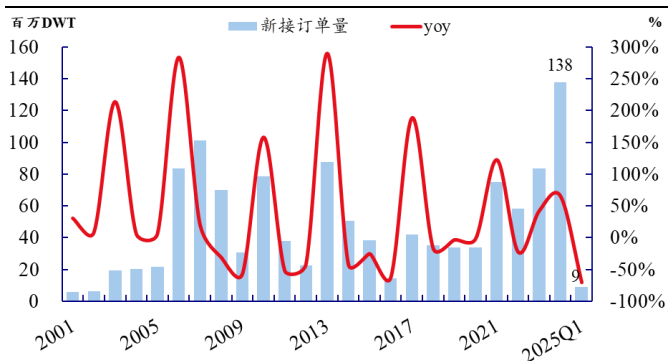


资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

2.1.2、中国新造船市场：受 301 调查影响，新接订单量降幅略高于全球水平

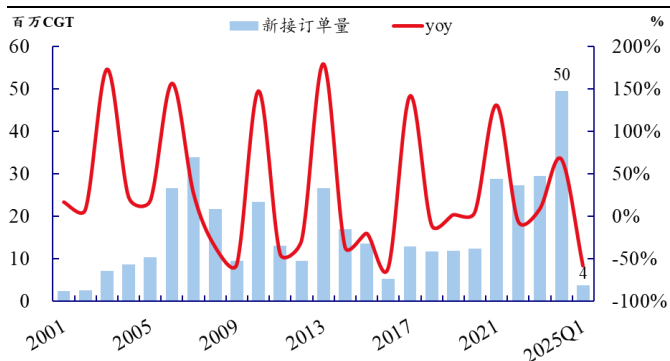
2025 年第一季度，国内新接造船订单量为 898.78 万 DWT，yoy -69.96%；折合 380.43 万 CGT，yoy -58.17%。按 DWT / CGT 计的国内新接订单量同比降幅较全球水平分别高 8.69pct / 4.93pct，我们认为系美国针对中国造船行业的 301 调查给中国的新接订单量造成了影响。

图17: 中国造船业新接订单量(载重吨)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

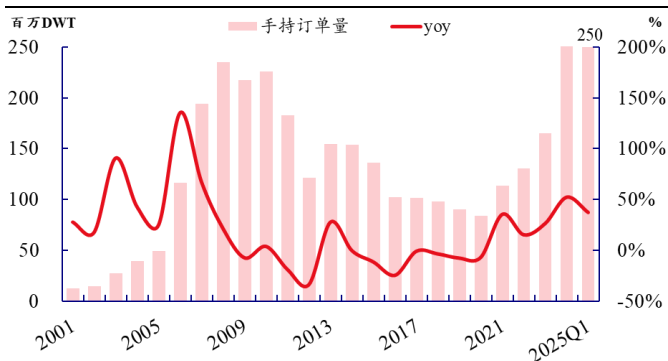
图18: 中国造船业新接订单量(修正总吨)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

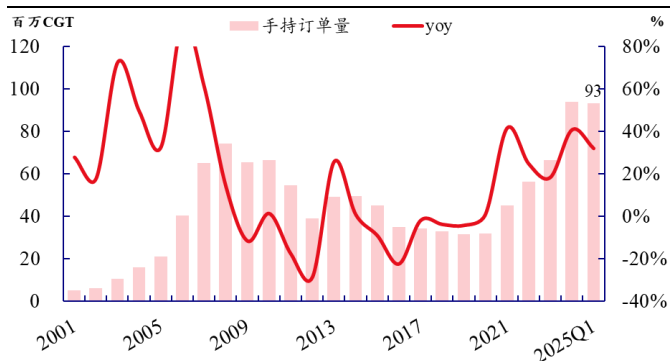
2025 年第一季度，国内手持订单量为 2.50 亿 DWT，yoy +37.17%，但较年初下降 0.72%；折合 0.93 亿 CGT，yoy +31.99%，较年初下降 0.58%，整体来看仍处于本轮周期高点，在手订单充足。

图19: 中国造船业手持订单量(载重吨)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

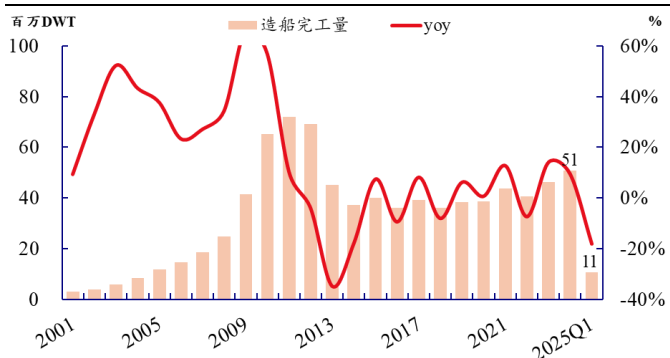
图20: 中国造船业手持订单量(修正总吨)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

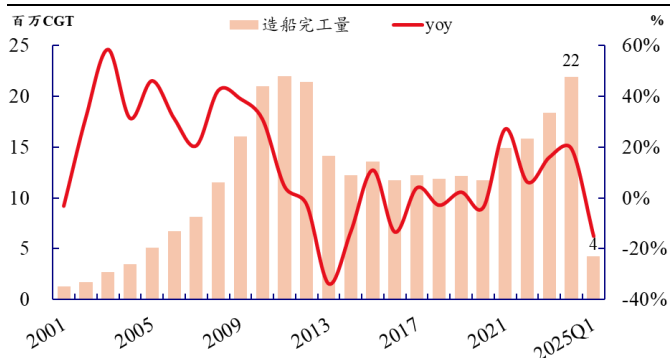
2025 年第一季度,中国造船完工量为 1069.57 万 DWT,yoy -17.97%;折合 428.04 万 CGT, yoy -15.11%。

图21: 中国造船业造船完工量(载重吨)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

图22: 中国造船业造船完工量(修正总吨)



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

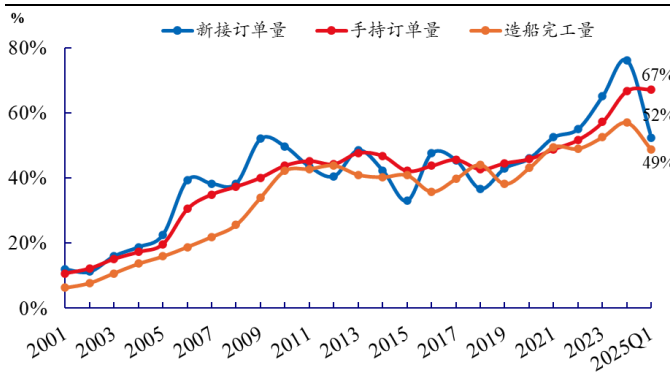
2.2、竞争格局: 中国造船业份额保持全球首位

2.2.1、国际格局: 2025Q1 中国三大指标份额维持第一, 但新接与完工量占比下滑

以 DWT 来计, 2025 年第一季度中国新接订单量占全球份额为 52.48%, 较 2024 年全年 76.17% 的水平下滑 23.69pct; 在手订单量份额为 67.25%, 较 2024 年末 66.81% 水平略微上升 0.44pct; 造船完工量份额为 48.69%, 较 2024 年全年 57.02% 水平下降 8.33pct。

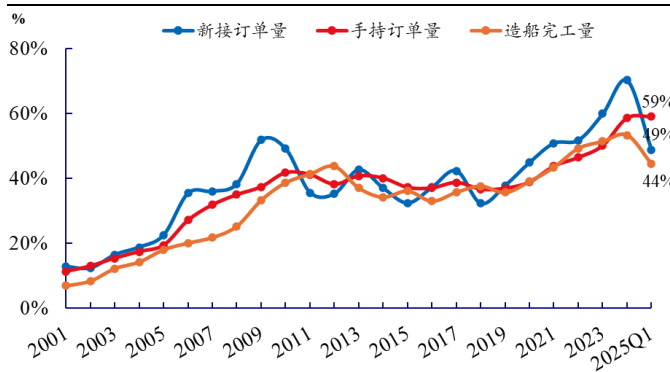
以 CGT 来计, 新接订单量占全球份额为 48.81%, 较 2024 年全年 70.15% 的水平下滑 21.34pct; 在手订单量份额为 58.96%, 较 2024 年末 58.54% 水平略微上升 0.42pct; 造船完工量份额为 44.45%, 较 2024 年全年 53.31% 水平下降 8.86pct。

图23: 按载重吨计中国三大指标全球份额



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

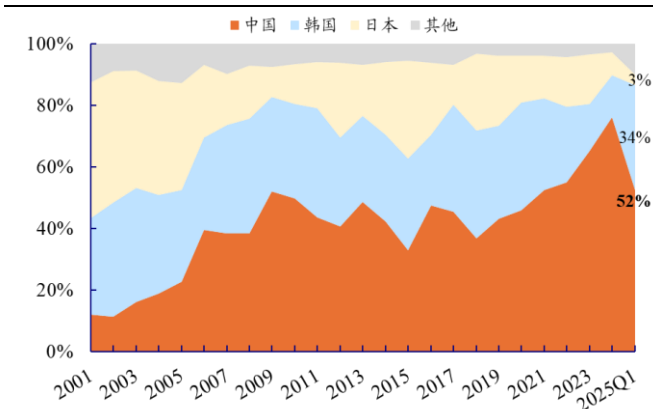
图24: 按修正总吨计中国三大指标全球份额



资料来源: Clarksons, 诚通证券研究所

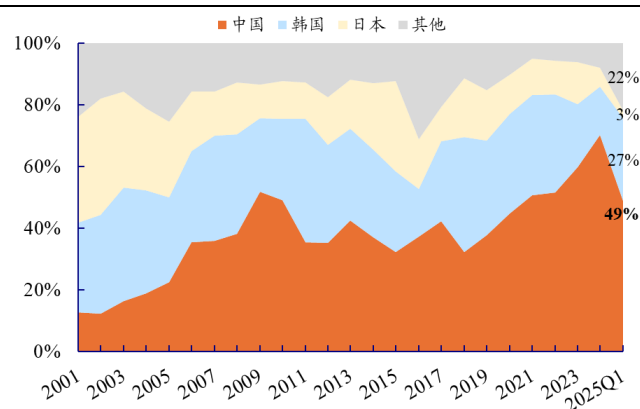
分国别来看, 2025 年第一季度韩国新接订单量份额有所上升, 按 DWT 计份额达 34.16%, 较 2024 年 13.58% 水平上升 20.58pct; 按 CGT 计份额为 26.84%, 较 2024 年 15.76% 水平上升 11.08pct。2025 年第一季度韩国造船业新接订单份额增长显著, 我们判断部分原因是某些船东为规避美国对华造船行业 301 调查的不确定性, 将部分订单向韩国船企转单所致。

图25：按载重吨计中国新船订单份额居全球第一



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

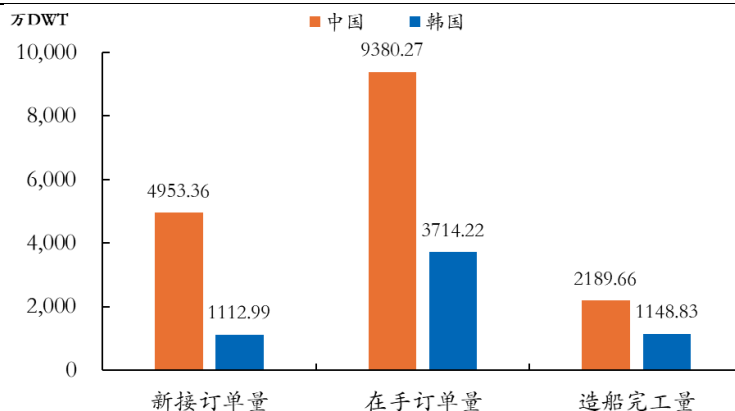
图26：按修正总吨计中国新船订单份额居全球第一



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

Clarksons 数据显示，2024 年中国新接订单量 4953.36 万 CGT，在手订单量 9380.27 万 CGT，造船完工量 2189.66 万 CGT，保障倍数约 4.28；韩国新接订单量 1112.99 万 CGT，在手订单量 3714.22 万 CGT，造船完工量 1148.83 万 CGT，保障倍数约 3.23。从保障倍数差异来看，韩国保障倍数较中国低约 1 年，潜在承接能力约可粗略对应韩国造船业 1 年产能水平，即 1150 万 CGT 左右。因此我们认为，短期内受政策和市场情绪影响，韩国或承接了部分来源于中国的转单；但从长期来看，在韩国产能扩张受限、劳动力和原材料成本高昂的情况下，随着韩国船企保障倍数逐步上升，其吸引订单的能力将再度弱化。

图27：中韩造船业三大指标对比

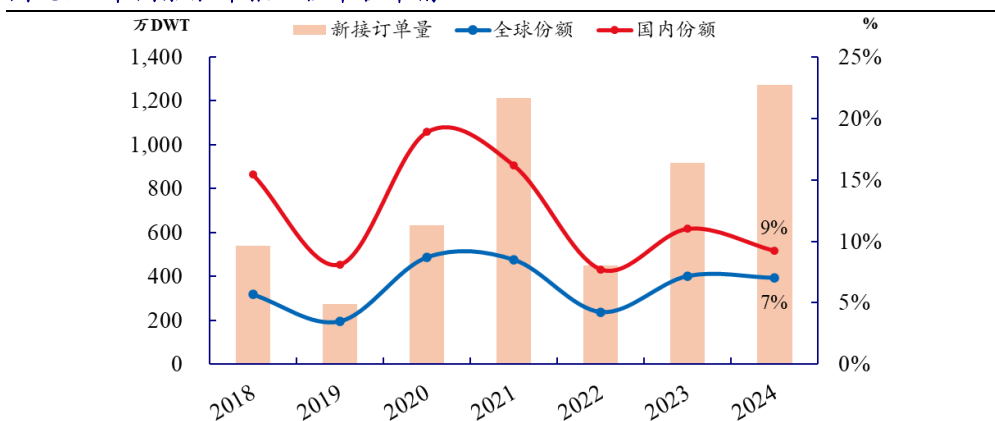


资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

2.2.2、国内格局：以 CGT 计，2024 年中国船舶与中国重工合计新接订单国内份额约 19.07%

据中国船舶年报口径数据显示，2024 年公司新接订单量为 1272.46 万 DWT。同期全球新接订单量为 1.81 亿 DWT、国内新接订单量为 1.38 亿 DWT，对应全球/国内份额分别为 7.03%/ 9.22%。

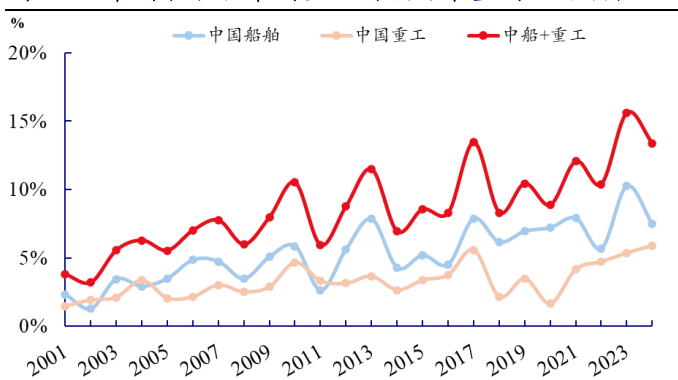
图28：中国船舶年报口径市占率情况



资料来源：Wind, Clarksons, 诚通证券研究所

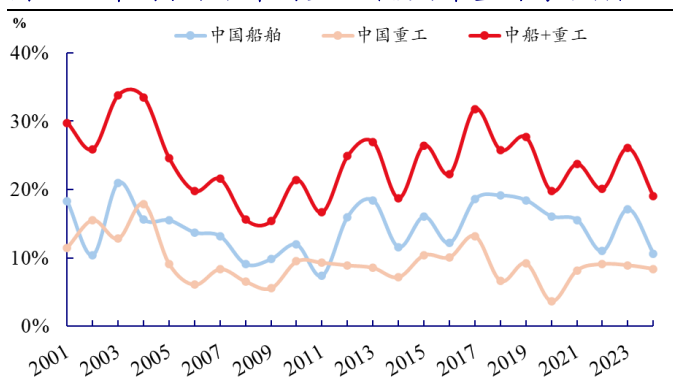
据 Clarksons 不完全统计数据显示，2024 年中国船舶取得 527.97 万 CGT 新造船订单，中国重工取得 416.76 万 CGT 新造船订单，中国船舶+中国重工合计取得 944.73 万 CGT 新造船订单。同期全球新接订单为 7060.74 万 CGT、国内新接订单为 4953.36 万 CGT，对应中国船舶/中国重工/中国船舶+中国重工的全球市占率分别为 7.48%/ 5.90%/ 13.38%、国内市占率为 10.66%/ 8.41%/ 19.07%。

图29：中国船舶和中国重工新接订单量国际份额占比



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

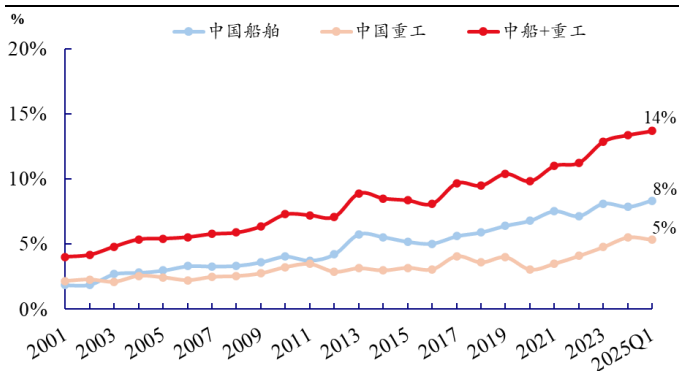
图30：中国船舶和中国重工新接订单量国内份额占比



资料来源：Clarksons, 诚通证券研究所

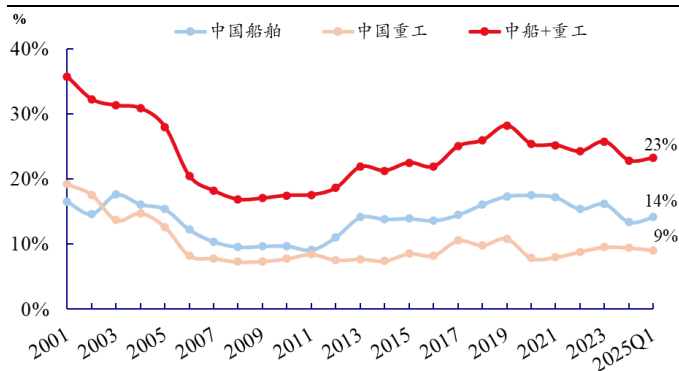
从手持订单量来看，截至 2025 年一季度末，中国船舶手持订单量为 1319.90 万 CGT，中国重工为 846.43 万 CGT，中国船舶+中国重工合计为 2166.32 万 CGT，较年初 2144.49 万 CGT 增长了 1.02%，涨幅 21.83 万 CGT。中国船舶/中国重工/中国船舶+中国重工的全球市占率分别为 8.34%/ 5.35%/ 13.70%、国内市占率为 14.15%/ 9.08%/ 23.23%，总体来看较年初小幅提升。

图31：中国船舶和中国重工手持订单量国际份额占比



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

图32：中国船舶和中国重工手持订单量国内份额占比



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

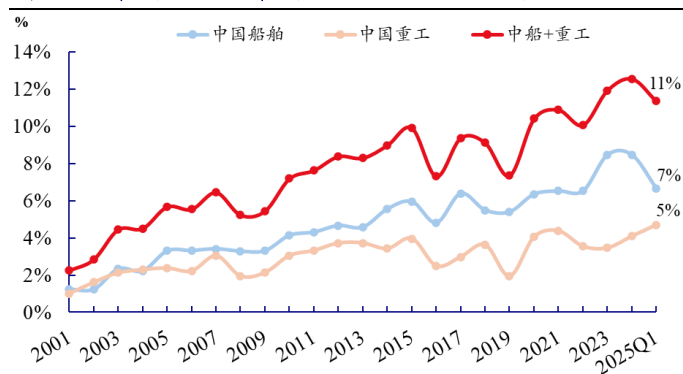
表1：截至2025年一季度末，中船系手持订单量国内份额为33.38%

	船舶系	数量	千 DWT	千 CGT	百万美元 按 CGT 估算	国内份额 按 CGT 估算
江南造船	中国船舶	110	10,751.89	5,083.51	15,909.94	5.45%
上海外高桥	中国船舶	83	9,677.80	3,553.91	11,122.72	3.81%
广船南沙	中国船舶	88	4,956.31	2,721.93	8,518.86	2.92%
中船澄西	中国船舶	85	5,870.28	1,780.73	5,573.18	1.91%
CSSC (广西)	中国船舶	8	71.76	58.90	184.34	0.06%
大连船舶重工	中国重工	65	11,007.45	3,212.73	10,054.93	3.44%
青岛北海船舶重工	中国重工	57	13,094.33	2,082.33	6,517.10	2.23%
CSSC (天津)	中国重工	32	7,174.20	1,477.24	4,623.34	1.58%
山海关船舶重工	中国重工	45	4,504.50	1,064.88	3,332.77	1.14%
武昌船舶重工	中国重工	37	694.30	563.58	1,763.85	0.60%
青岛武船重工	中国重工	1	5.60	15.55	48.68	0.02%
重庆川东	中国重工	3	29.50	27.08	84.74	0.03%
	合计	240	36,509.88	21,642.37	67,734.46	23.21%
沪东中华	沪东中华	88	10,987.25	7,387.18	23,119.77	7.92%
上海船厂	沪东中华	3	66.34	72.95	228.31	0.08%
黄埔文冲	中船防务	107	4,452.56	2,087.79	6,534.19	2.24%
上海江南造船	/	2	4.00	5.32	16.64	0.01%
	其他合计	200	15,510.15	9,553.24	29,898.91	10.24%
	所有合计	440	52,020.03	31,195.61	97,633.37	33.45%

资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

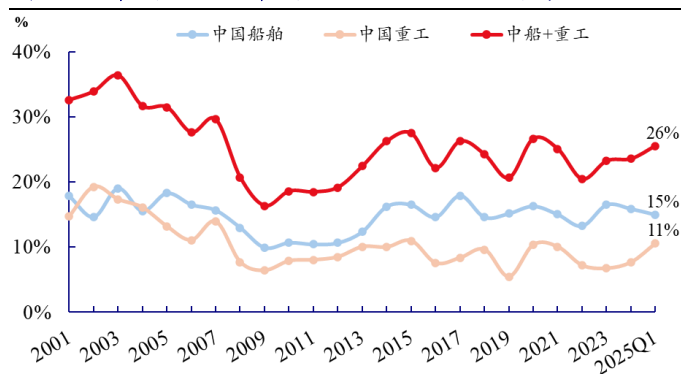
从造船完工量来看，2025 年第一季度中国船舶造船完工量为 64.15 万 CGT，国际份额 6.66%，较 2024 年全年水平下滑 1.81pct；国内份额 14.99%，较 2024 年全年水平略微下滑 0.90pct。中国重工造船完工量为 45.18 万 CGT，国际份额 4.69%，较 2024 年全年水平上升 0.60pct；国内份额 10.56%，较 2024 年全年水平上升 2.89pct。中船+重工合计造船完工量为 109.34 万 CGT，国际份额 11.35%，较 2024 年全年水平下降 1.21pct，主要系一季度春节假期影响国内船企交付水平；国内份额 25.54%，较 2024 年全年水平上升 1.99pct。

图33：中国船舶和中国重工造船完工量国际份额占比



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

图34：中国船舶和中国重工造船完工量国内份额占比



资料来源：Clarksons，诚通证券研究所

2.3、301 调查：新限制措施对航运和中国造船业影响程度显著减弱

2024 年 3 月 12 日，包含美国钢铁工人联合会在内的五个美国全国性工会提交了一份请愿书，指控中国通过“非市场政策”主导全球海事、物流及造船业，威胁美国国家安全与商业利益，要求针对中国在海运、物流和造船行业寻求支配地位的行为、政策和做法进行调查。随后，美国贸易代表办公室（USTR）正式启动调查并开始征求公众意见，于 2025 年 1 月 16 日发布了一份调查报告，认定中国行为“不合理且限制美国贸易”，并在 2 月提出了包含加征港口费用、强制使用美国船舶等一系列拟议限制措施。3 月 24 日和 26 日，USTR 就拟议限制措施举办了公开听证会，随后于 4 月 17 日推出了修改版限制措施，将于 2025 年 10 月 14 日起分阶段实施。

图35：美国对华海事、物流和造船业 301 调查发展脉络



资料来源：Wind，USTR，第一财经，诚通证券研究所

新版 301 限制措施是原方案的缩减版，将于 2025 年 10 月 14 日起开始实施。

第一阶段，① USTR 将根据每次美国航程的净吨位，对中国船舶所有者和运营商征收费用，起始费用为每净吨 50 美元，逐年递增至每净吨 140 美元（2028 年 4 月），且每船每年最多收取 5 次该费用；② 根据净吨位或集装箱数量（取较高者）向中国建造船舶的运营商收取费用，起始费用为每净吨 18 美元或每 TEU 120 美元，逐年递增至每净吨 33 美元或每 TEU 250 美元（2028 年 4 月），且每艘船舶每年最多收取 5 次该费用；③ 外国建造的汽车运输船将按汽车当量单位 (CEU) 评估，每 CEU 150 美元。第二阶段将从 2028 年 4 月开始，要求使用美国建造且运营的美国旗船舶运输一定比例的液化天然气 (LNG) 出口货物，到 2047 年 4 月将提高到 15%，为行业留出适应时间。此外，USTR 正在考虑对岸边起重机、中国制造集装箱等货物装卸设备加收特定关税。

表2：美国对华海事 301 调查新旧限制措施对比

	类别	新措施	原措施
第一阶段 2025 年 10 月 14 日起	①对中国船东和运营商收费	根据每次美国航程的净吨位收取： 每净吨 50 美元（2025/10/14） 每净吨 80 美元（2026/4/17） 每净吨 110 美元（2027/4/17） 每净吨 140 美元（2028/4/17） 每年最多收取 5 次	(a)其任何一艘船舶每次进入美国港口，最高收费 100 万美元 ； 或：(b)其任何一艘船舶每次进入美国港口，每净吨最高收费 1000 美元
	②对中国建造船舶收费	根据净吨位或集装箱数量（取较高者）： 每净吨 18 美元/每箱 120 美元（2025/10/14） 每净吨 23 美元/每箱 153 美元（2026/4/17） 每净吨 28 美元/每箱 195 美元（2027/4/17） 每净吨 33 美元/每箱 250 美元（2028/4/17） 每年最多收取 5 次	(a)每次最高收费 150 万美元 ； (b)根据运营商船队中中国造船舶的占比收费： 若占比≥50%，每艘船舶每次进入美国港口收取 100 万美元 ；占比超过 25%但低于 50%的，每次每艘船最高收费 75 万美元 ；占比超过 0 但低于 25%的，每次每艘船最高收费 50 万美元 ； 或：(c)若运营商船队中中国造船舶的占比≥25%，每艘船舶每次进入美国港口，运营商将被额外收取最高 100 万美元费用
	③对外国建造的汽车运输船收费	按船舶的汽车当量单位 (CEU) 收取： 每 CEU 150 美元（2025/10/14）	/
第二阶段 2028 年 4 月 17 日起	④要求用美国建造且运营的美国旗船运输一定比例的出口 LNG	由美国运营的美国旗船舶运输： 从 2028 年 4 月 17 日至 2029 年 4 月 16 日：1% 由美国建造且运营的美国旗船舶运输： 从 2029 年 4 月 17 日至 2031 年 4 月 16 日：1% 从 2031 年 4 月 17 日至 2032 年 4 月 16 日：2% 从 2032 年 4 月 17 日至 2034 年 4 月 16 日：3% 从 2034 年 4 月 17 日至 2036 年 4 月 16 日：4% 从 2036 年 4 月 17 日至 2038 年 4 月 16 日：6% 从 2038 年 4 月 17 日至 2041 年 4 月 16 日：7% 从 2041 年 4 月 17 日至 2043 年 4 月 16 日：9% 从 2043 年 4 月 17 日至 2045 年 4 月 16 日：11% 从 2045 年 4 月 17 日至 2047 年 4 月 16 日：13% 从 2047 年 4 月 17 日起：15%	自行动生效之日起， 所有 美国货物必须遵循以下规定： (a)每年通过船舶出口的美国产品中，至少 1% 的货物须由美国运营商使用悬挂美国国旗的船舶运输； (b)2 年后，每年通过船舶出口的美国产品中，至少 3% 的货物须由美国运营商使用悬挂美国国旗的船舶运输； (c)3 年后，每年通过船舶出口的美国货物中，至少 5% 须由美国运营商使用悬挂美国国旗的船舶运输，其中 3% 必须由美国运营商使用美国建造且悬挂美国国旗的船舶运输； (d)7 年后，每年通过船舶出口的美国货物中，至少 15% 须由美国运营商使用悬挂美国国旗的船舶运输，其中 5% 必须由美国运营商使用美国建造且悬挂美国国旗的船舶运输

资料来源：USTR，诚通证券研究所

我们认为，新限制措施方案避免了过激措施对产业的严重冲击。从受影响船只范围来看，据 Clarksons 测算，新限制措施仅影响所有国际航行船舶在美国港口停靠艘次的 9%，相较于原提案影响 43% 的艘次大幅降低，其中集装箱船受影响比例从 83% 大幅降低至 7%。从收费力度来看，相较于原方案中针对中国建造船舶的每航程高达数百万美元的重复收费，新方案通过取消固定收费、规定按程收费、费用不可叠加、设置收费次数上限、取消根据在华新船订单比例收费、保护近海和小型航运等措施，力度大幅减弱。

根据我们的测算，以往返于上海—美西/美东的中国建造 1 万 TEU 集装箱船为例，2028 年 4 月费用达到最高水平（每 TEU 收费 250 美元）后：①假设上海—美西运价为 1000 美元/TEU，每年航行 10 个往返（双向贸易），一年收入为 1 万 TEU $\times$ 1000 美元/TEU $\times$ 20 航次 = 2 亿美元，每年最高交费 5 次即 5 次 $\times$ 1 万 TEU $\times$ 250 美元/TEU = 1250 万美元，费用占比约 6.25%；②假设上海—美东运价为 1500 美元/TEU，每年航行 6 个往返（双向贸易），一年收入为 1 万 TEU $\times$ 1500 美元/TEU $\times$ 12 航次 = 1.8 亿美元，每年最高交费 5 次即 5 次 $\times$ 1 万 TEU $\times$ 250 美元/TEU = 1250 万美元，费用占比约 6.94%。新措施相关收费约占该船总收入的 6-7%，而根据旧方案的测算可能高达 20-30%，新方案费用对相关船舶收入利润的挤压程度明显降低。

同时我们预计，新方案实施后，船舶运营商或可通过将中国建造船舶分配至非美航线、利用“5 次收费上限”通过规模效应分散费用、利用“近海豁免”条款开展近海转运等方式规避或减轻受到的负面影响。综合以上分析，我们认为就中国造船业而言，新版 301 措施针对性和冲击性明显减弱，中国造船业面临的不确定性有望得到一定缓解。

3、风险提示

1. **全球贸易摩擦带来的风险。**一方面，全球贸易摩擦可能在短期内影响海运贸易量，另一方面，全球贸易摩擦可能带来深层次产业重构，若逆全球化趋势加强且发达国家都追求制造业回流与再工业化，则对部分商品的长距离运输构成负面影响；
2. **红海航道危机得到缓解，运距下滑导致船队需求下降。**自 2023 年下半年起，红海航道危机导致商船大量绕行南非好望角，平均运距大幅增加推升海运需求。若红海航道通行量得到恢复，则可能降低海运需求；
3. **全球新造船价格水平维持历史高位，可能导致船东购船意愿减弱。**全球主力船型的价格水平已连续 6 个月处于 2008 年以来历史高位，且价格进一步大幅上行的空间有限，使得船东可能产生观望心态、减弱购船意愿；
4. **新造船市场新接订单水平具有脉冲性，存在短期间内冲高或下降的可能性。**我们对造船周期的判断主要基于历史造船完工量，本质上是对新接订单的平滑处理，因此未能准确考虑新接订单的波动性；
5. **运价被部分市场人士视为新造船订单的前瞻性指标，若出现大幅波动将给订单和市场情绪造成影响；**
6. **美对华造船行业 301 调查限制措施对中国造船业的影响程度仍不明晰。**

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	133403	137928	146800	148184	166352
现金	67965	63681	64448	60894	67031
应收票据及应收账款合计	3417	2036	7344	2231	7759
其他应收款	178	199	219	249	279
预付账款	16420	22472	20682	27616	26903
存货	36291	35815	40383	43469	50655
其他流动资产	9133	13724	13724	13724	13724
非流动资产	44429	44049	46626	48839	51320
长期投资	15189	15533	16135	16836	17647
固定资产	20329	20735	22094	23652	25414
无形资产	3911	3733	4062	3852	3659
其他非流动资产	5001	4049	4335	4499	4599
资产总计	177832	181977	193426	197023	217671
流动负债	106766	110875	117725	114082	125088
短期借款	5583	2076	2076	2076	2076
应付票据及应付账款合计	29843	30113	38703	35013	45703
其他流动负债	71339	78686	76945	76993	77308
非流动负债	18594	15835	14323	12620	10886
长期借款	13367	10034	8522	6818	5084
其他非流动负债	5227	5801	5801	5801	5801
负债合计	125360	126710	132048	126702	135973
少数股东权益	4124	4367	4591	5039	5510
股本	4472	4472	4472	4472	4472
资本公积	33777	33776	33776	33776	33776
留存收益	9760	12479	16529	22296	29988
归属母公司股东权益	48349	50900	56787	65282	76188
负债和股东权益	177832	181977	193426	197023	217671

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18213	5235	7164	-138	10279
净利润	2955	3858	7230	9502	12043
折旧摊销	2390	2048	2042	2321	2641
财务费用	-1311	-1576	-1736	-2110	-2393
投资损失	-539	-747	-915	-1138	-835
营运资金变动	13940	599	641	-8687	-1151
其他经营现金流	779	1053	-98	-26	-26
投资活动现金流	-11244	1005	-3606	-3370	-4261
资本支出	2422	1642	1975	1512	1670
长期投资	-4570	431	-602	-805	-811
其他投资现金流	-13392	3078	-2233	-2663	-3403
筹资活动现金流	-1951	-9248	-2791	-46	120
短期借款	-3802	-3507	0	0	0
长期借款	2423	-3333	-1512	-1704	-1734
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-111	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-462	-2407	-1279	1658	1854
现金净增加额	4748	-3039	767	-3554	6138

利润表 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	74839	78584	87197	97590	110160
营业成本	66929	70565	74570	82061	92113
营业税金及附加	231	231	257	287	324
营业费用	672	59	87	98	110
管理费用	3096	3097	2616	2928	3305
研发费用	3139	3610	3749	4001	4406
财务费用	-1311	-1576	-1736	-2110	-2393
资产减值损失	-267	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-6	-6	89	16	23
其他收益	667	707	794	768	734
投资净收益	539	747	915	1138	835
营业利润	2994	4004	9460	12257	13889
营业外收入	34	107	107	107	107
营业外支出	6	12	12	12	12
利润总额	3022	4099	9555	12352	13984
所得税	68	241	2325	2851	1942
净利润	2955	3858	7230	9502	12043
少数股东损益	-3	243	225	448	471
归属母公司净利润	2957	3614	7005	9054	11572
EBITDA	4593	5025	10107	13172	15029
EPS (元)	0.66	0.81	1.57	2.02	2.59

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	25.7	5.0	11.0	11.9	12.9
营业利润(%)	626.9	33.7	136.3	29.6	13.3
归属于母公司净利润(%)	1620.7	22.2	93.8	29.2	27.8
获利能力					
毛利率(%)	10.6	10.2	14.5	15.9	16.4
净利率(%)	4.0	4.6	8.0	9.3	10.5
ROE(%)	5.6	7.0	11.8	13.5	14.7
ROIC(%)	-19.6	-20.6	-48.8	-303.9	-2687.2
偿债能力					
资产负债率(%)	70.5	69.6	68.3	64.3	62.5
净负债比率(%)	-79.8	-84.9	-83.3	-69.9	-69.6
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	20.3	28.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.4	2.4	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.81	1.57	2.02	2.59
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	1.08	1.60	-0.03	2.30
每股净资产(最新摊薄)	10.81	11.38	12.70	14.60	17.04
估值比率					
P/E	44.6	36.5	18.8	14.6	11.4
P/B	2.7	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	20.5	17.8	8.5	6.7	5.4

资料来源：Wind、公司公告、诚通证券研究所

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>