

中国船舶 (600150.SH)

利润率显著改善, 24 年新签订单量质齐增

中国船舶发布 2024 年报和 25Q1 季报, 公司 24 年营收 785.8 亿元, yoy+5.0%, 归母净利润 36.1 亿元, yoy+22.2%; 25Q1 营收 158.6 亿元, yoy+3.9%, 归母净利润 11.3 亿元, yoy+181%。中国船舶在 2024 年实现了新签订单层面的“量质齐增”, 且业绩层面也兑现了“剪刀差”逻辑, 利润率显著改善。尽管短期的船市新签订单有所回落, 船价震荡, 我们仍认为船市大周期并未动摇根基。继续维持对中国船舶的“强烈推荐”的评级。

- 中国船舶发布 2024 年年报和 25Q1 季报: 24 年营收 785.8 亿元, yoy+5.0%, 归母净利润 36.1 亿元, yoy+22.2%; 25Q1 营收 158.6 亿元, yoy+3.9%, 归母净利润 11.3 亿元, yoy+181%。
- 新签订单继续增长, 单吨造价有所提升。中国船舶 24 年新签订单 1272.46 万载重吨/1039.00 亿元 (金额同比增长 42.6%), 单吨造价达到 0.82 亿元/万载重吨, 高于 2023 年的 0.79 亿元/万载重吨, 表明 24 年新签订单质量进一步提升; 24 年完工订单 721.34 万载重吨, 同比下滑 4.3%, 产能相对刚性。
- 大量箱船订单进入交付周期, “剪刀差”逻辑逐步兑现。交付订单中, 集装箱船的载重吨位占比达到 50%+, 表明 21 年以来的大量高价箱船订单迎来密集交付期。与此同时, 成本拆分中, 原材料价格下降幅度达到 14.9%, 这表明“剪刀差”逻辑兑现到公司业绩中。
- 船价增长+原材料成本下降+资产减值损失收窄 (2024 年仅计提 0.04 亿元资产减值损失), 共同造就了中国船舶净利率的提升。中国船舶 2024 年净利率达到 4.91%, 同比提高接近 1pct; 2025Q1 毛利率达到 12.8%, 同比提高了 5.6pct、净利率达到 8.1%, 同比提高了 5.4pct。
- 今年 1-3 月的新签订单以金额计的累计降幅达到 -41%, 以载重吨计的累计降幅达到 -61%。各类船型表现不如人意, 尤其是中大型油轮、散货船订单显著低于预期。新造船价维持在 187 左右的水平, 继续承压。近期 BDI 呈现小幅反弹, 并且近期二手干散货船的交易活跃度上升, 有几笔大单落地 (“Sea Venus” 轮、“Oakgate” 轮及 “Majestic Marina” 轮等), 支撑了二手船价格上涨。尽管今年干散货船的供需释放相对平衡, 但短期二手船价格走暖, 有助于稳定新船价格。
- 继续维持“强烈推荐”的评级。我们预计中国船舶 25/26/27 年的归母净利润为 64.8/97.2/140.9 亿元, 对应动态 PE 分别为 20.2/13.5/9.3 倍。尽管短期的船市新签订单有所回落, 船价震荡, 我们仍认为船市大周期并未动摇根基。我们继续对公司维持“强烈推荐”的评级。
- 风险提示: 原材料价格上涨; 新旧船更换交替不及预期; 海军装备开支不及预期; 远期利润预测和周期股估值可能有偏差。

强烈推荐 (维持)

中游制造/机械

目标估值:

当前股价: 29.28 元

基础数据

总股本 (百万股)	4472
已上市流通股 (百万股)	4472
总市值 (十亿元)	131.0
流通市值 (十亿元)	131.0
每股净资产 (MRQ)	11.6
ROE (TTM)	8.3
资产负债率	68.8%
主要股东	中国船舶工业集团有限公司
主要股东持股比例	44.47%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-24	-20
相对表现	-2	-21	-24



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国船舶 (600150) 毛利率继续提升, 费用率环比增长》2024-10-31
- 《中国船舶 (600150) 一利润上行拐点已至, 新签订单继续增长》2024-09-01
- 《中国船舶 (600150) 全年新签订单大幅增长, 迎来利润向上的拐点》2024-04-28

胡小禹 S1090522050002

✉ huxiaoyu1@cmschina.com.cn

吴洋 S1090523080001

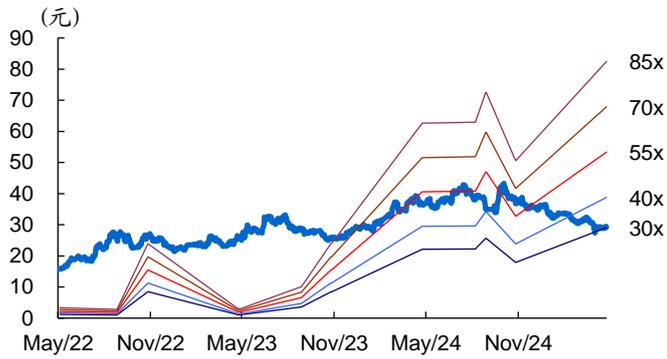
✉ wuyang2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	74839	78584	90484	101643	114299
同比增长	26%	5%	15%	12%	12%
营业利润(百万元)	2994	4004	7379	11091	15797
同比增长	627%	34%	84%	50%	42%
归母净利润(百万元)	2957	3614	6482	9723	14092
同比增长	1621%	22%	79%	50%	45%
每股收益(元)	0.66	0.81	1.45	2.17	3.15
PE	44.3	36.2	20.2	13.5	9.3
PB	2.7	2.6	2.3	2.1	1.8

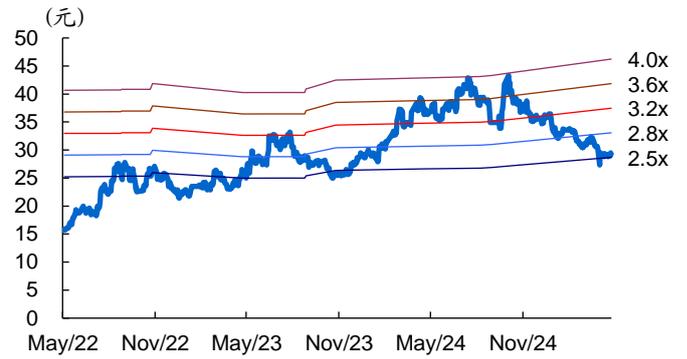
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 中国船舶历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 中国船舶历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	133403	137928	148278	165224	186190
现金	67965	63681	66255	75818	88728
交易性投资	42	0	0	0	0
应收票据	289	219	252	283	318
应收款项	3127	1817	2070	2325	2614
其它应收款	178	199	229	258	290
存货	36291	35815	39119	42265	45637
其他	25510	36196	40353	44276	48603
非流动资产	44429	44049	44029	44016	44011
长期股权投资	15189	15533	15533	15533	15533
固定资产	20329	20735	21123	21476	21798
无形资产商誉	4055	3877	3489	3140	2826
其他	4857	3904	3884	3867	3854
资产总计	177832	181977	192307	209241	230201
流动负债	106766	110875	115404	124553	134361
短期借款	5583	2076	1000	1000	1000
应付账款	29843	30113	32898	35543	38379
预收账款	62643	70965	77528	83762	90445
其他	8697	7721	3978	4248	4537
长期负债	18594	15835	15835	15835	15835
长期借款	13367	10034	10034	10034	10034
其他	5227	5801	5801	5801	5801
负债合计	125360	126710	131239	140388	150197
股本	4472	4472	4472	4472	4472
资本公积金	33777	33776	33776	33776	33776
留存收益	10099	12651	18015	25146	35348
少数股东权益	4124	4367	4803	5458	6408
归属于母公司所有者权益	48349	50900	56264	63394	73597
负债及权益合计	177832	181977	192307	209241	230201

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18213	5235	8346	11615	16034
净利润	2955	3858	6919	10378	15041
折旧摊销	2390	2048	2262	2254	2247
财务费用	(554)	(812)	(1492)	(1690)	(1914)
投资收益	(539)	(747)	(1200)	(1094)	(1094)
营运资金变动	14370	771	1853	1762	1749
其它	(408)	117	4	4	4
投资活动现金流	(11244)	1005	(1042)	(1149)	(1149)
资本支出	(2422)	(1642)	(2242)	(2242)	(2242)
其他投资	(8822)	2647	1200	1094	1094
筹资活动现金流	(1951)	(9248)	(4730)	(903)	(1975)
借款变动	(1908)	(10497)	(5104)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(111)	(1)	0	0	0
股利分配	(89)	(894)	(1118)	(2593)	(3889)
其他	157	2144	1492	1690	1914
现金净增加额	5018	(3008)	2574	9563	12910

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	74839	78584	90484	101643	114299
营业成本	66929	70565	77092	83291	89936
营业税金及附加	231	231	267	299	337
营业费用	672	59	452	712	1029
管理费用	3096	3097	3710	4167	4686
研发费用	3139	3610	3976	4466	5022
财务费用	(1311)	(1576)	(1492)	(1690)	(1914)
资产减值损失	(290)	(40)	(300)	(400)	(500)
公允价值变动收益	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
其他收益	667	707	707	400	200
投资收益	539	747	500	700	900
营业利润	2994	4004	7379	11091	15797
营业外收入	34	107	50	50	353
营业外支出	6	12	12	12	12
利润总额	3022	4099	7417	11129	16138
所得税	68	241	498	751	1097
少数股东损益	(3)	243	437	655	949
归属于母公司净利润	2957	3614	6482	9723	14092

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	26%	5%	15%	12%	12%
营业利润	627%	34%	84%	50%	42%
归母净利润	1621%	22%	79%	50%	45%
获利能力					
毛利率	10.6%	10.2%	14.8%	18.1%	21.3%
净利率	4.0%	4.6%	7.2%	9.6%	12.3%
ROE	6.3%	7.3%	12.1%	16.3%	20.6%
ROIC	2.1%	3.0%	7.6%	11.5%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	70.5%	69.6%	68.2%	67.1%	65.2%
净负债比率	14.2%	8.9%	5.7%	5.3%	4.8%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.0	2.0	2.1	2.0	2.0
应收账款周转率	20.3	28.8	41.5	41.2	41.3
应付账款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
每股资料(元)					
EPS	0.66	0.81	1.45	2.17	3.15
每股经营净现金	4.07	1.17	1.87	2.60	3.59
每股净资产	10.81	11.38	12.58	14.17	16.46
每股股利	0.20	0.25	0.58	0.87	1.26
估值比率					
PE	44.3	36.2	20.2	13.5	9.3
PB	2.7	2.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	50.4	44.6	23.3	16.3	11.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。