

2025 年 08 月 18 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 15 日

收盘价 (元)	28.96
一年内最高/最低 (元)	31.00/20.59
总市值 (百万元)	40,935.14
流通市值 (百万元)	40,935.14
总股本 (百万股)	1,413.51
资产负债率 (%)	62.64
每股净资产 (元/股)	12.11

资料来源：聚源数据

中船防务 (600685. SH)

——专注综合海洋装备制造，新趋势有望带动业绩增长

投资要点：

- **专注综合海洋装备制造，聚焦主业盈利跃升。**中船防务是中国船舶集团旗下核心造船企业之一，于 1993 年分别在上海和香港上市，控股股东为中国船舶工业集团有限公司。公司聚焦海洋防务、运输、开发及科考装备四大领域，多船型建造实力突出，拥有国家级研发平台及自主核心技术。其控股子公司黄埔文冲是全球支线集装箱船建造领域的引领者。2024 年受益于订单优化与效率提升，归母净利润达 3.77 亿元；2025 年 Q1 延续高增长，归母净利润 1.84 亿元，同比增长 1099.85%。
- **绿色更新周期叠加供给紧张支撑支线箱船市场长期向好。**纵观船舶市场发展史，船舶制造业每隔 20-30 年就会出现一次大周期波动，是典型的周期性行业，当前民船市场总体处于绿色更新大周期。**供给端：**全球产能扩张长期受限，导致支线箱船等细分市场供给持续紧张；**需求端：**环保法规趋严加速老旧小船退出，且现有订单无法满足船队绿色更新需求。支线箱船造船市场在供给收缩、环保法规及区域贸易增长三重驱动下，或长期向好。
- **海工业务迎深海机遇，政策红利与技术突破共驱增长。**2025 年中国深海科技政策、技术与产业化协同发展。中船防务 2024 年交付船舶 37 艘，总计 108.44 万载重吨，并参与建造我国首艘深海钻探船“梦想号”。其海洋工程平台、风电安装船等产品或将显著受益于国家“深海经济”战略推进及政策红利持续释放，海工业务前景向好。
- **百年军工积淀铸就护海基石，军船业务受益海防升级。**中船防务控股子公司黄埔文冲作为国内主要海军舰艇建造基地，其建造的 200 多艘舰艇在海军重大行动中屡立功勋；其海警、科考等船舶在维护海洋权益中作用关键。海上冲突形式的日益多样化或将持续为公司军船及公务船业务创造增量空间。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.82/15.13/23.35 亿元，同比增速分别为 160.20%/54.18%/54.25%，当前股价对应的 PE 分别为 41.70/27.05/17.53 倍。鉴于绿色造船大周期和海工业务潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**航运行业景气不及预期；IMO 环保约束不及预期；核心技术风险；地缘政治风险

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	16,146	19,402	20,489	22,554	23,427
同比增长率 (%)	26.19%	20.17%	5.60%	10.08%	3.87%
归母净利润 (百万元)	48	377	982	1,513	2,335
同比增长率 (%)	-93.02%	684.86%	160.20%	54.18%	54.25%
每股收益 (元/股)	0.03	0.27	0.69	1.07	1.65
ROE (%)	0.29%	2.12%	5.27%	7.62%	10.71%
市盈率 (P/E)	851.62	108.51	41.70	27.05	17.53

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

中船防务是中国船舶集团旗下核心造船企业，聚焦海洋防务、运输、开发及科考装备四大领域，其控股子公司黄埔文冲是全球支线箱船龙头。在绿色造船周期开启与“深海经济”政策红利持续释放的背景下，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 9.82/15.13/23.35 亿元，同比增速分别为 160.20%/54.18%/54.25%，当前股价对应的 PE 分别为 41.70/27.05/17.53 倍。鉴于绿色造船大周期和海工业务潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 造船产品业务：我们预计 2025–2027 年造船产品业务营收分别同比 +5.38%/+10.88%/+3.78%，为 176.27/195.45/202.83 亿元。

2) 海工产品业务：我们预计 2025–2027 年海工产品业务营收分别同比 +20.00%/+12.00%/+10.00%，为 8.37/9.38/10.32 亿元。

3) 其他业务：我们预计 2025–2027 年其他业务营收分别同比 +2.34%/+2.35%/+1.94%，为 20.24/20.72/21.12 亿元。

投资逻辑要点

中船防务是中国船舶集团旗下核心造船企业，聚焦海洋防务、运输、开发及科考装备四大领域，其控股子公司黄埔文冲是全球支线箱船龙头。我们预计在绿色造船周期开启与“深海经济”政策红利持续释放的背景下，公司造船及海工业务前景有望持续向好，公司未来盈利增长可期。

核心风险提示

航运行业景气不及预期；IMO 环保约束不及预期；核心技术风险；地缘政治风险

内容目录

1. 支线箱船与海洋装备龙头	6
1.1. 支线箱船与海洋装备龙头，聚焦主业效率提升	6
1.2. 支线箱船领先凸显市场主导优势，多船型建造综合发展	8
1.3. 盈利跃升，股东回报优化	9
2. 绿色更新周期开启，供给缺口扩大支撑船价长期上涨	10
3. 深海技术突破驱动逆势增长，海工业务前景有望持续向好	15
4. 百年军工积淀铸就护海基石，海防战略升级打开成长空间	17
5. 盈利预测与评级	18
5.1. 核心假设	18
5.2. 盈利预测和投资建议	19
6. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 中船防务股权架构（截至 2024 年 12 月 31 日）.....	7
图表 3: 2019–2024 年公司营业收入主要由造船产品贡献（亿元）.....	7
图表 4: 2019–2024 年公司毛利润主要由造船产品贡献（亿元）.....	7
图表 5: 2025–2029 年黄埔文冲支线集装箱船预计交付订单市场占比断崖式第一.....	9
图表 6: “鸿鹄”系列 3000TEU 支线箱船“EVERVERSE”.....	9
图表 7: 2018–2024 年公司深化精益管理，管理费用率累计下降 1.23pct(%).....	9
图表 8: 造船行业的周期性.....	10
图表 9: 航运市场是造船市场的主要资金来源，短期航运市场波动或将影响新造船投资情绪.....	11
图表 10: 航运市场波动较大，且较造船市场周期短，会在市场调整时对新造船市场产生一定影响（千美元/天）.....	11
图表 11: 预计至 2030 年全球较 2020 年累计产能（百万 CGT）持续增长，中国后续产能增长潜力或有限.....	11
图表 12: 2025–2030 年各船型 20 年+老船占比预计将逐年增加，油轮和散货船的在手订单预计将无法满足船队更新需要，潜在造船需求仍可观.....	12
图表 13: 2023–2027 年环保政策陆续实施.....	13
图表 14: IMO 中期法规执行初期，或将有 6 成全球船队（按 GT 计）需要被使用可替代燃料的新船替代.....	13
图表 15: 2024 年 10 月以来，新造船价略有调整，但在手订单充足或将有力支撑船价维持高位.....	13
图表 16: 2025–2030 年集装箱船各船型 20 年+运力占比预计将逐年增加，全球船厂 3000TEU 以下船舶在手订单预计仅 4%，或将无法满足船队更新需要.....	14
图表 17: 2025 年中国深海科技政策、技术与产业化协同发展.....	15
图表 18: 2024 年全国海洋生产总值达 10.54 万亿元，比上年增长 6.4%，占 GDP 比重 7.8%.....	16
图表 19: 公司参与建造的“梦想号”大洋钻探船正式入列.....	16
图表 20: 由黄埔文冲建造的新一代 2000 吨自升自航式海上风电安装平台“白鹤滩”号.....	16
图表 21: 由广船国际建造的 5 万吨智能半潜运输船“祥安口”号.....	16

图表 22: 黄埔文冲建造的中国海军 054A 型护卫舰 (“日照舰” 舷号: 598)	17
图表 23: 黄埔文冲建造的 JARI-USV-A 大型无人作战艇 “虎鲸号”	17
图表 24: 黄埔文冲建造的中型气垫登陆艇是我国自主研制的一型登陆作战运输装备 ...	18
图表 25: 黄埔文冲建造的我国首艘万吨级海巡船 “海巡 09”	18
图表 26: 中船防务盈利预测核心假设	18

1. 支线箱船与海洋装备龙头

1.1. 支线箱船与海洋装备龙头，聚焦主业效率提升

中船海洋与防务装备股份有限公司（简称“中船防务”）是中国船舶集团有限公司属下的大型造船骨干企业之一，其前身是广州广船国际股份有限公司。公司于 1993 年在上海和香港上市，是中国第一家 A+H 股上市造船企业。2014 年、2015 年，中船防务先后收购了中船龙穴造船有限公司、中船黄埔文冲船舶有限公司，完成了对中船集团在华南地区优质造船资产的整合，成为集海洋防务装备、海洋运输装备、海洋开发装备和海洋科考装备四大海洋装备于一体的大型综合性海洋与防务装备企业集团。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

截至 2024 年 12 月 31 日，中船防务控股股东为中国船舶工业集团有限公司，其控股比例为 34.05%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。控股股东中船集团是 2019 年 10 月 14 日由原中国船舶工业集团有限公司与原中国船舶重工集团有限公司联合重组成立的特大型国有重要骨干企业，拥有我国最大的造修船基地和最完整的船舶及其配套产品研发能力，是全球最大的造船集团。

控股子公司黄埔文冲创建于 1851 年，有着 173 年的建厂史，130 多年的军工史，发展历程横跨三个世纪，是国内军用舰船、特种工程船和海洋工程的主要建造基地，是中国疏浚工程船和支线集装箱船主要的生产基地。其支线集装箱船制造水平国际领先，以 1700TEU、2200TEU、2700TEU 为代表的系列支线集装箱船，产品凭借其经济性、可靠性和卓越性能深受船东青睐。

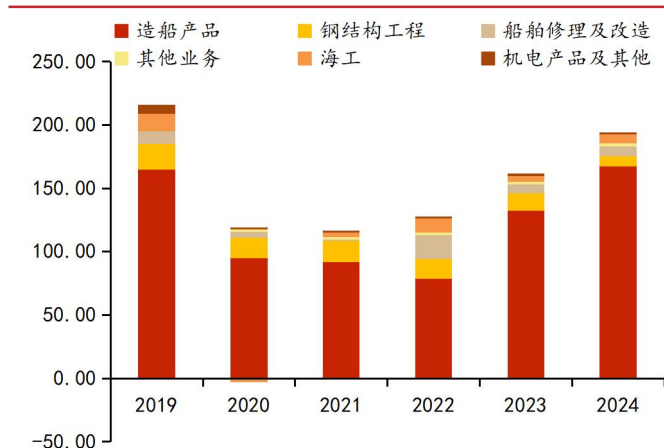
图表 2：中船防务股权架构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，ifind，华源证券研究所

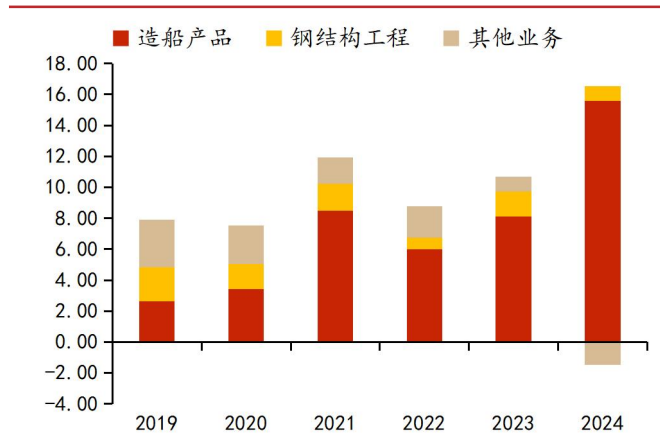
中船防务在船舶与海洋工程产业链中主要处于总装建造环节，公司主要产品包括以军用舰船、海警装备、公务船等为代表的防务装备产品，以支线集装箱船、气体运输船、散货船、疏浚船、海洋工程平台、风电安装平台等为代表的船舶海工产品，以及能源装备、工程机械、工业互联网平台为代表的船海应用业务产品。其中，造船产品为最主要业务（2024 年营收占比为 86.21%），公司毛利润主要来自造船产品，2024 年公司生产效率提高，产品建造成本得到进一步控制，造船业务毛利率 9.33%，较上年增长 3.86pct。同时，公司主要建造的海工产品进入后期设备安装及整船调试、试航阶段，整体投入较上年有较大幅度增长，实现造船及海工产品板块收入比重增长（收入占比 89.81%，同比增长 5.22pct），其他业务板块收入占比均有所下降。

图表 3：2019-2024 年公司营业收入主要由造船产品贡献（亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 4：2019-2024 年公司毛利润主要由造船产品贡献（亿元）



资料来源：ifind，华源证券研究所

注：其他业务包括船舶修理与改造、其他业务、海工、机电产品及其他业务

2024 年公司受订单结构持续优化、生产任务饱满，生产总量、生产效率稳步提升，产品毛利同比增加等综合影响，归母净利润为 3.77 亿元，同比增加 3.29 亿元，增幅 684.86%，扣非归母净利润为 3.36 亿元。2025 年第一季度业绩延续增长态势，归母净利润达 1.84 亿元，同比增加 1.69 亿元，增幅 1099.85%，扣非归母净利润为 1.78 亿元，同比增长 605.35%。

1.2. 支线箱船领先凸显市场主导优势，多船型建造综合发展

中船防务在产品和技术方面具有可持续发展优势。公司具备区域总装造船模式和多船型同时建造能力，军船、民船、海工等业务的建造技术指标已达到国内领先水平，形成了以海警装备、公务装备、支线集装箱船、疏浚船等为代表的国内外特色产品。同时，公司拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、海洋工程研发设计国家工程实验室、广东省工程技术研究中心等省部级以上科技创新平台 13 个，是广东省第一个军民结合技术创新示范基地，在支线集装箱船、公务船、科考船、风电安装平台等高技术和特种船等方面掌握着有自主知识产权的核心技术。

中船防务主营业务产品在国内外相关领域拥有较高占有率，奠定了坚实的市场基础。其中，公司在支线集装箱船市场具有领先优势。据克拉克森数据，截至 2025 年 6 月底，中船防务控股子公司黄埔文冲在 2025-2029 年已交付与计划交付的支线集装箱船订单中，市场占比位居第一。根据中船黄埔文冲公众号，公司已形成支线箱船“鸿鹄”品牌系列，在该系列船建造中，黄埔文冲发挥批量建造优势，推行精益生产，实现了 60 天开坞门节拍化生产，证明了黄埔文冲作为全球最佳支线箱船建造厂的卓越实力。2024 年 8 月 27 日，黄埔文冲为长荣海运建造的 3000TEU 系列第 4 艘船“EVERVERA”签字交付并于当天离厂，较合同期提前 4 个多月。“EVERVERA”轮属于“鸿鹄”系列 3000TEU 支线箱船家族，是黄埔文冲公司自主研发的第 2 型高质量、高性能的支线集装箱船。该型船配备了脱硫设备、完整的低硫燃油供应系统、AMP 岸电绞车系统，并采用最新减阻防污漆等一系列节能、环保技术，符合当前全球航运业对绿色、低碳发展的要求。2025 年 5 月 9 日，黄埔文冲为长荣海运建造的 3000TEU 系列第 8 艘船“EVERVERSE”（H2465）签字交付并于当日顺利离厂，较合同期提前近 6 个月。

图表 5：2025-2029 年黄埔文冲支线集装箱船预计交付订单市场占比断崖式第一



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

图表 6：“鸿鹄”系列 3000TEU 支线箱船“EVERVERSE”

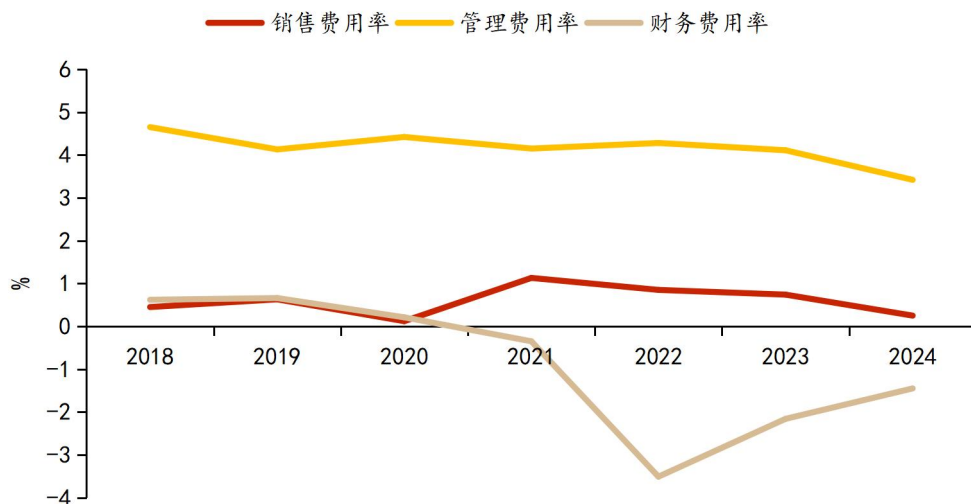


资料来源：公司官网，华源证券研究所

1.3. 盈利跃升，股东回报优化

中船防务深化精益管理，挖潜增效，财务指标向好。2018-2024 年，中船防务管理费用率累计下降 1.23pct，因职工薪酬增加及保险费、折旧费增加影响，存在年度波动。财务费用率受外部因素主导波动较大，近两年受利息收支净额及汇率变动带来的汇兑收益同比减少影响有所上升。销售费用率主要受保修费变动影响 2021 年以来呈波动下降趋势。

图表 7：2018-2024 年公司深化精益管理，管理费用率累计下降 1.23pct (%)



资料来源：ifind，华源证券研究所

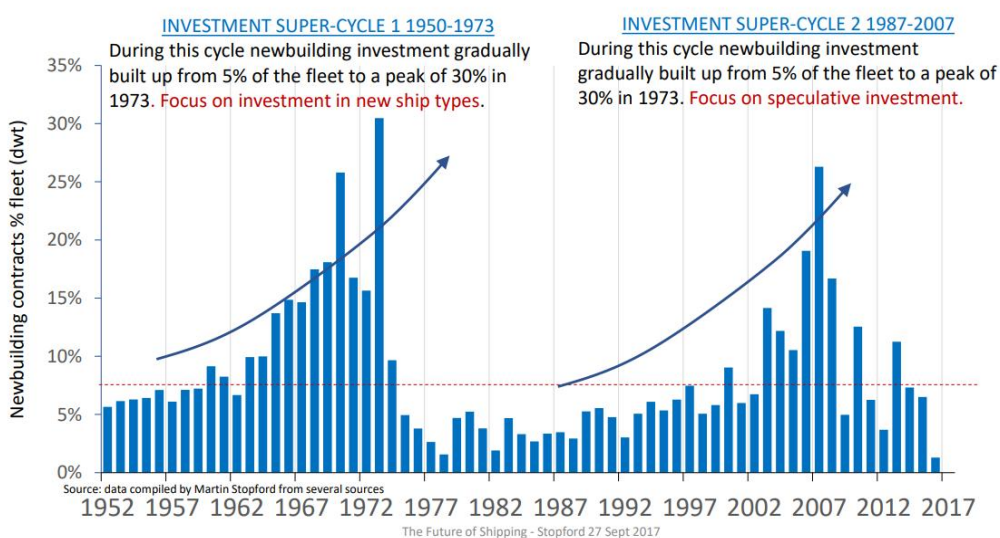
中船防务注重回报股东，让股东享有企业发展成果。2023-2024 年公司股利支付率分别为 32.35%和 30.72%。2024 年公司每股收益为 0.27 元，同比增长 685%。

2. 绿色更新周期开启，供给缺口扩大支撑船价长期上涨

纵观船舶市场发展，船舶制造业每隔 20–30 年就会出现一次超级周期波动，是典型的周期性行业。其周期特点是底部区间漫长，顶部区间大幅迅速调整。二战后，船舶工业共出现两次超级周期机会，分别为 1967–1973 年和 2000–2008 年，行情呈量价齐升态势，时间间隔约 30 年。

图表 8：造船行业的周期性

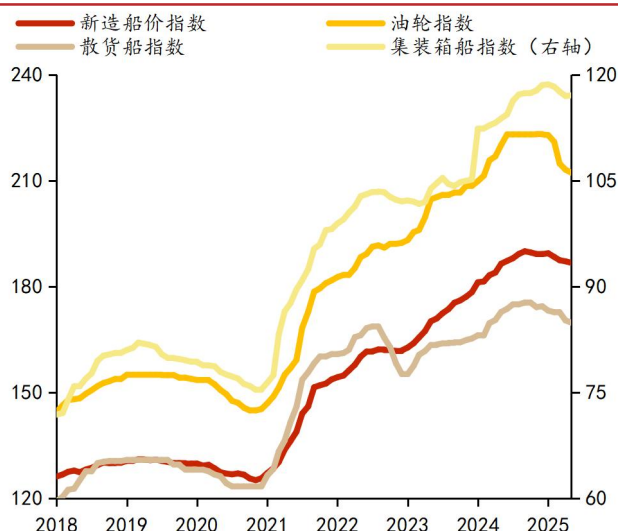
Shipbuilding Investment - the two “super cycles”



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

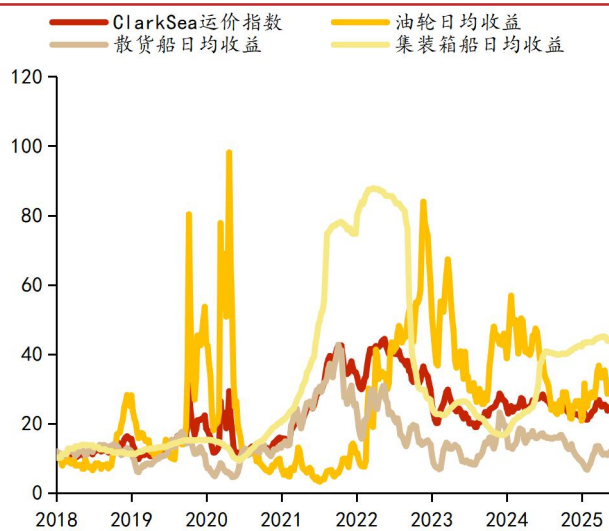
航运市场作为造船市场主要资金来源，当前虽以船舶绿色更新为核心驱动力，但短期航运市场波动或将影响新造船投资情绪。干散货、集装箱等细分市场的运价变动会对部分船东的即期盈利能力和现金流预期产生影响。尽管 IMO 环保新规强制要求船队升级，并持续支撑新造船订单的需求，船东在制定新船投资决策时，仍需综合考量航运市场的中短期盈利前景与新造船成本。若航运市场波动加剧，或将导致部分潜在订单延后签约，船东在船型选择上或更趋谨慎。

图表 9：航运市场是造船市场的主要资金来源，短期航运市场波动或将影响新造船投资情绪



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

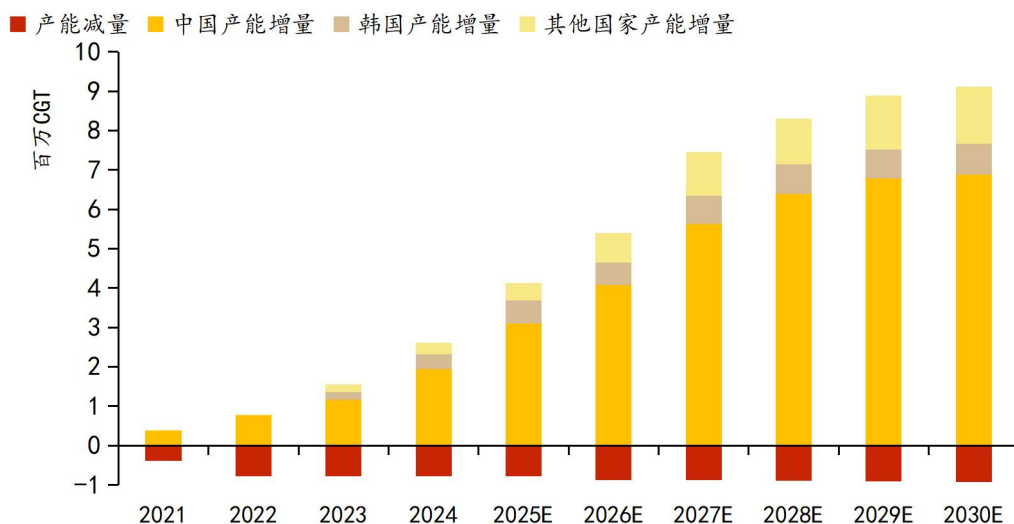
图表 10：航运市场波动较大，且较造船市场周期短，会在市场调整时对新造船市场产生一定影响（千美元/天）



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

从供给端来看，全球产能扩张长期受限，供给紧张态势或将长期延续。根据克拉克森数据，预计至 2030 年，全球船厂产能仍将持续扩张，但全球产能较 2020 年仅增长 27%，且增量基本在中国。而新建中大型船厂从设立到投产至少需 3 年，同时，已经破产的船厂想要复产将面临债务清理、设备修复、人力募集等关键问题，复产动力不足。因此，我们预计直至 2035 年全球造船产能或将难以实现大幅增长，供给紧张态势或将长期延续。

图表 11：预计至 2030 年全球较 2020 年累计产能（百万 CGT）持续增长，中国后续产能增长潜力或有限

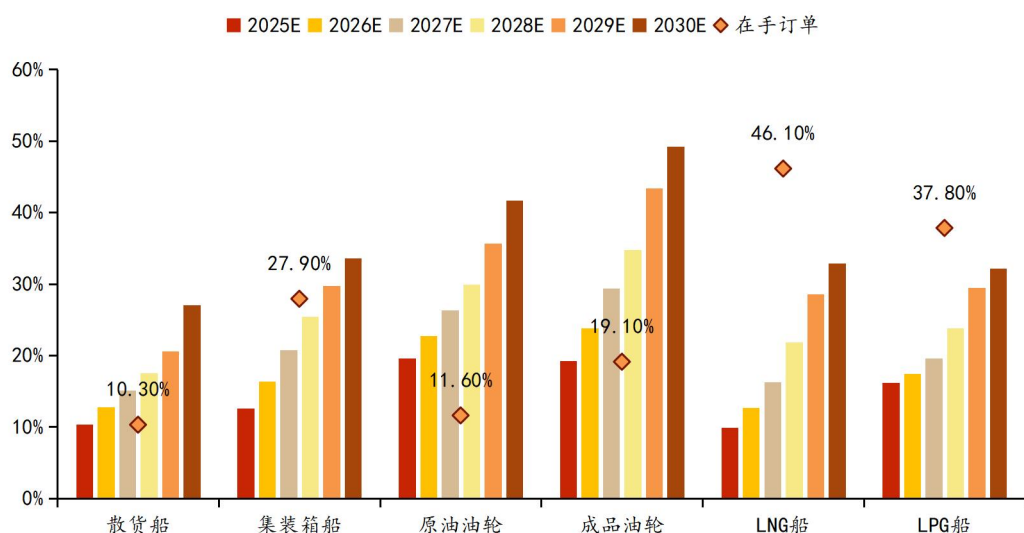


资料来源：克拉克森，华源证券研究所

从需求端分析，全球正处于老旧船舶更新叠加绿色化转型“双周期”，新造船需求或将大量增长。从更新需求看，当前全球船队老龄化严重，未来船舶市场更新需求规模可观。根

据中船集团经济研究中心数据，当前全球 20 年及以上船龄的运力超过 3.74 亿载重吨，较同期全球船厂手持订单 3.46 亿载重吨的规模高出 8.1%，订单仍有释放空间。据克拉克森数据，2025-2030 年 20 年+运力占比预计将逐年增加，但船厂订单将仍在历史低位，油轮和散货船的在手订单预计将无法满足船队基本更新需要，集装箱船预计仅满足基础更新需求，大量需求或将释放。

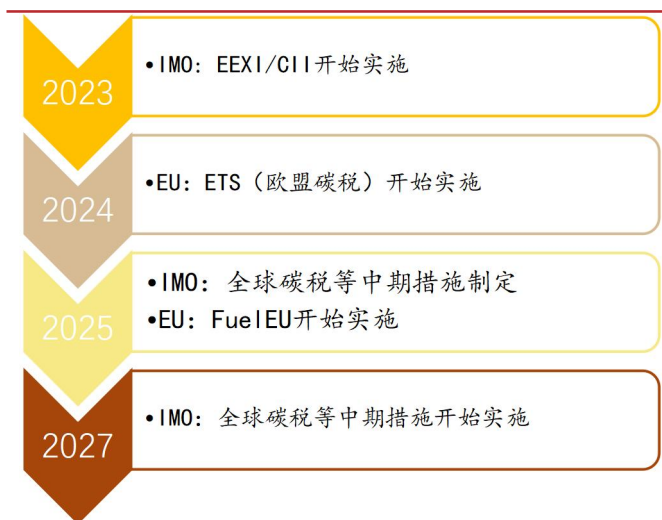
图表 12：2025-2030 年各船型 20 年+老船占比预计将逐年增加，油轮和散货船的在手订单预计将无法满足船队更新需要，潜在造船需求仍可观



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

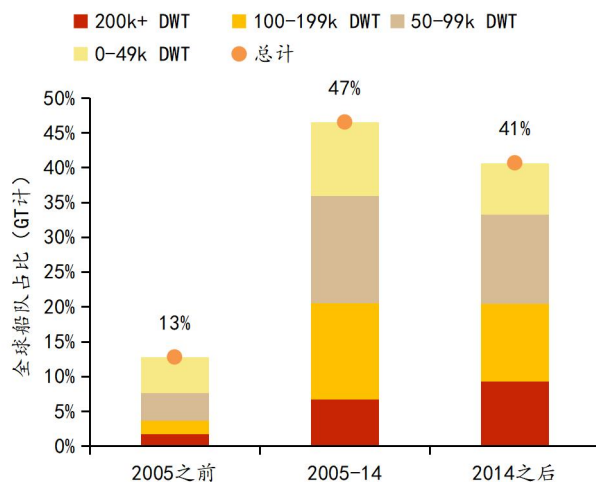
从绿色发展看，绿色政策逐步收紧，全球船队脱碳转型需求或将显著增长。EEXI、CII、EUETS、FuelEU 等船舶绿色法规逐步生效实施，而截至 2024 年底约 59% 的现有船舶交付于 2015 年 EEDI 生效之前，其设计普遍未考虑当前严格的节能减排要求。在船舶绿色法规要求逐步提高的形势下，我们预计全球船队的大量船舶或将面临合规性淘汰，绿色船舶的新建需求或将显著增长。因此，我们预计未来全球造船市场或将持续呈现“需求端向好、供给端吃紧”的态势。

图表 13：2023-2027 年环保政策陆续实施



资料来源：IMO，中国船东互保协会资讯平台，华源证券研究所

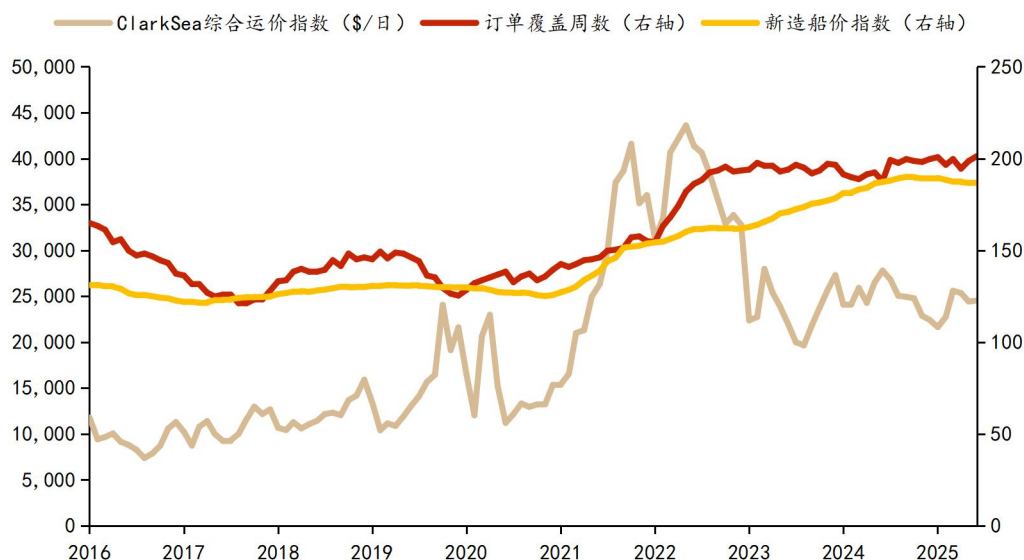
图表 14：IMO 中期法规执行初期，或将有 6 成全球船队(按 GT 计) 需要被使用可替代燃料的新船替代



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

造船市场供给紧张或将成为支撑新造船价格的重要因素。2024 年 10 月以来，新造船价虽略有调整，但产能紧张和充足的在手订单仍支撑船价维持高位。根据克拉克森数据，2021 年公共卫生安全事件期间的订单潮推动 ClarkSea 综合运价指数在 2020 年 10 月至 2021 年 10 月间增长 214.89%，进而推动新造船价持续上涨。这一轮上涨极大透支了行业供给能力，使全球船厂产能持续处于紧张状态。同时，绿色更新需求使得采用可替代燃料主机的新造船订单需求持续释放，令新造船价即使在国际海运市场下行的情况下也能维持高位。此外，当前全球船厂订单覆盖率保持较高水平，也为船价提供了有力支撑。

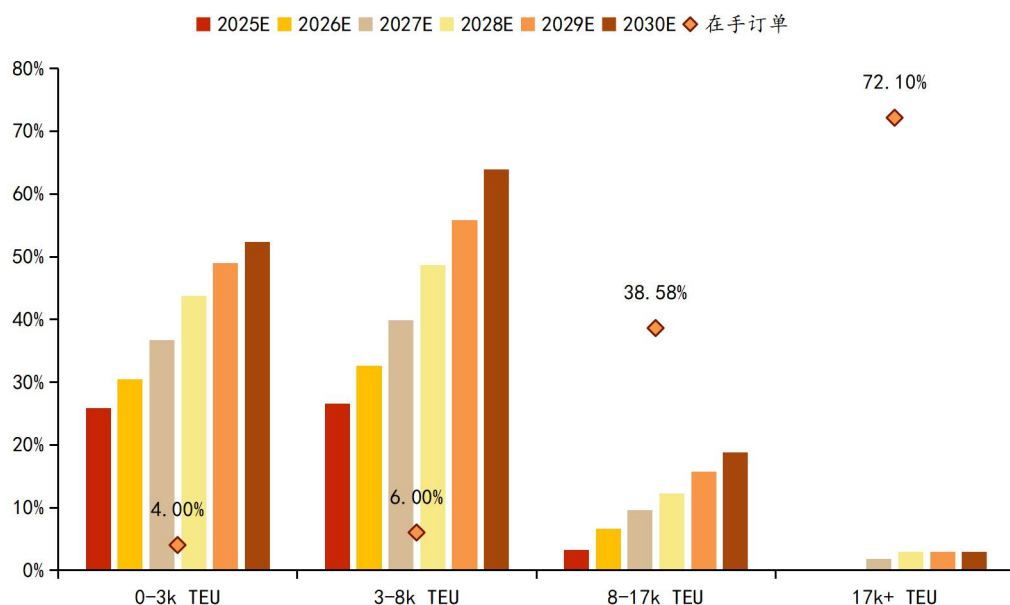
图表 15：2024 年 10 月以来，新造船价略有调整，但在手订单充足或将有力支撑船价维持高位



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

综合总体民船市场影响因素，支线集装箱船市场在供给收缩、环保法规及区域贸易增长三重驱动下，呈现长期向好特征。从供需格局看，全球支线箱船市场呈现供给收缩与需求刚性并存的特征。供给端，全球产能扩张长期受限。需求端则受船队绿色更新需求增长与亚洲支线区域贸易增长双重驱动。欧盟碳税（EU-ETS）生效及 IMO 的 CII 规则迫使高排放老旧船退出，区域航线因航程短更难通过降速减排，进一步加速老旧小船退出，为支线箱船造船市场提供长期绿色更新需求支撑。据克拉克森数据，2025-2030 年全球船厂 3000TEU 以下船舶 20 年+运力占比预计将由 2025 年的 25.8% 逐年增加至 2030 年的 52.3%，而在手订单预计仅 4%，或将无法满足船队更新需要，潜在需求仍可观。同时，全球制造业向东南亚、印度转移或将推升亚洲区域内短途航线货量，利好支线箱船造船市场。

图表 16：2025-2030 年集装箱船各船型 20 年+运力占比预计将逐年增加，全球船厂 3000TEU 以下船舶在手订单预计仅 4%，或将无法满足船队更新需要



资料来源：克拉克森，华源证券研究所

3. 深海技术突破驱动逆势增长，海工业务前景有望持续向好

2025年3月12日发布的政府工作报告首次提出“深海经济”，将其正式纳入国家未来产业发展重点。同年6月8日，自然资源部发布的《2025中国海洋经济发展指数》指出，我国海洋经济结构优化与升级指数达131.0，较上年增长1.8%，显示海洋产业结构持续优化，科技创新能力稳步提升；海洋新兴产业增加值同比增长7.2%，在海洋经济中的占比不断提高。作为海洋经济的关键组成部分，“深海经济”涵盖深海资源开发、装备制造、新能源及信息技术等多个领域。随着政策支持不断深化，深海科技正加速从科研探索转向产业驱动，推动深海矿产、油气等资源的勘探与开发。在深海科技快速发展的背景下，中国深海科技企业积极拓展国际市场，与巴西、埃及等国家开展深海油气勘探开发等合作。深海科技作为国家战略性新兴产业，其勘探开发、资源利用、环境监测等关键技术领域或将迎来重大突破与广阔市场空间。

图表 17：2025 年中国深海科技政策、技术与产业化协同发展

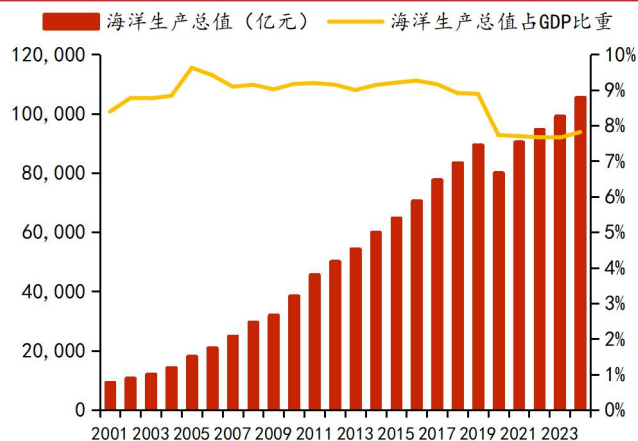


资料来源：中华人民共和国驻洛杉矶总领事馆公众号，金融界等，华源证券研究所

中船防务在海工领域成果显著，公司海工产品主要包括海洋工程平台、风电安装平台等。2024年，公司共交付船舶37艘，总计108.44万载重吨，其中包括海上风电塔筒等重点产品。同年，公司参与建造的我国首艘深海钻探船“梦想号”成功入列，标志着我国深海探测关键技术装备取得重大突破。该船科考实验功能和信息化水平国际领先，被誉为海上移动的“国家实验室”。在风电装备领域，旗下黄埔文冲建造的新一代2000吨自升自航式海上风电安装平台“白鹤滩”号是国内先进的新一代海上风机安装船。在海况复杂的海域，“白鹤滩”号依靠稳定性强、定位精度高的DP-2动力定位系统，克服风浪流等海况的影响，实现海上精准定位。公司持股的广船国际是国内建造先进半潜船的船企之一，由广船国际建造的5万吨智能半潜运输船“祥安口”号配备了智能船舶系统以及世界先进的DP系统（动力定位系统），可根据海况及船舶状态为航行运营收集数据和提供决策参考，满足高端海工装备安装需求。

综合政策聚焦、产业升级、技术突破与国际合作等多重利好因素，凭借深厚的技术积累和在海洋工程装备制造领域的领先地位，中船防务的相关海工产品或将充分受益于“深海经济”的增长动能，未来发展前景有望持续向好。

图表 18：2024 年全国海洋生产总值达 10.54 万亿元，比上年增长 6.4%，占 GDP 比重 7.8%



资料来源：ifind，自然资源部海洋战略规划与经济司，中国经济新闻网等，华源证券研究所

图表 19：公司参与建造的“梦想号”大洋钻探船正式入列



资料来源：人民日报，华源证券研究所

图表 20：由黄埔文冲建造的新一代 2000 吨自升自航式海上风电安装平台“白鹤滩”号



资料来源：新华网，华源证券研究所

图表 21：由广船国际建造的 5 万吨智能半潜运输船“祥安口”号



资料来源：新华网，华源证券研究所

4. 百年军工积淀铸就护海基石，海防战略升级打开成长空间

中船防务是中国海军华南地区重要的军用舰船生产和保障基地，是国内重要的公务船建造基地，控股子公司黄埔文冲创建于 1851 年，有着 173 年的建厂史，130 多年的军工史，发展历程横跨三个世纪，是国内军用舰船的主要建造基地。

根据国家国防科工局，一直以来，中船防务控股子公司黄埔文冲船厂全心全意服务海军装备建设，先后承接建造 200 多艘海军舰艇，建造的装备在人民海军历次海战、亚丁湾护航、海外撤侨等重大行动中屡立功勋。如今，黄埔文冲是我国市场占有率领先的公务船建造基地，建造的海警船、海监船、救助船、海事船、科考船在我国维护海洋主权、保护海洋权益中发挥着重要作用。在全球地缘政治局势持续紧张、冲突长期化的背景下，我国加强国防建设的战略必要性长期凸显。新兴技术的颠覆性作用对国防军工制造业提出了强化边境、海上及空域防御能力建设等新要求，引领着公司军船业务后续的发展方向。此外，海上冲突形式的日益多样化或将进一步为公务执法装备市场创造增量空间。

图表 22：黄埔文冲建造的中国海军 054A 型护卫舰（“日照舰”舷号：598）



资料来源：中船黄埔文冲公众号，华源证券研究所

图表 23：黄埔文冲建造的 JARI-USV-A 大型无人作战艇“虎鲸号”



资料来源：中船黄埔文冲公众号，华源证券研究所

图表 24：黄埔文冲建造的中型气垫登陆艇是我国自主研发的一型登陆作战运输装备



资料来源：中船黄埔文冲公众号，华源证券研究所

图表 25：黄埔文冲建造的我国首艘万吨级海巡船“海巡 09”



资料来源：中船黄埔文冲公众号，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 核心假设

1) 造船产品业务：我们预计 2025-2027 年造船产品业务营收分别同比 +5.38%/+10.88%/+3.78%，为 176.27/195.45/202.83 亿元。

2) 海工产品业务：我们预计 2025-2027 年海工产品业务营收分别同比 +20.00%/+12.00%/+10.00%，为 8.37/9.38/10.32 亿元。

3) 其他业务：我们预计 2025-2027 年其他业务营收分别同比 +2.34%/+2.35%/+1.94%，为 20.24/20.72/21.12 亿元。

图表 26：中船防务盈利预测核心假设

亿元	2025E	2026E	2027E
营业收入	204.89	225.54	234.27
Yoy	5.60%	10.08%	3.87%
造船产品业务	176.27	195.45	202.83
Yoy	5.38%	10.88%	3.78%
海工产品业务	8.37	9.38	10.32
Yoy	20.00%	12.00%	10.00%
其他业务	20.24	20.72	21.12
Yoy	2.34%	2.35%	1.94%

资料来源：ifind，华源证券研究所

5.2. 盈利预测和投资建议

中船防务是中国船舶集团旗下核心造船企业，聚焦海洋防务、运输、开发及科考装备四大领域，其控股子公司黄埔文冲是全球支线箱船建造龙头。在绿色造船周期开启与“深海经济”政策红利持续释放的背景下，我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 9.82/15.13/23.35 亿元，同比增速分别为 160.20%/54.18%/54.25%，当前股价对应的 PE 分别为 41.70/27.05/17.53 倍。鉴于绿色造船大周期和海工业务潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

6. 风险提示

1) 航运行业景气不及预期：航运作为船舶的下游产业，受到外界多重因素影响。若航运景气度不及预期可能导致新接造船订单不足。

2) IMO 环保约束不及预期：短期内法规弱约束，不利于推升老旧运力出清和新造船订单下单。

3) 核心技术风险：目前深海科技相关技术成熟度较低，深海装备及资源开发技术仍处于商业化早期，研发周期长且失败率高，且存在专利壁垒与国产化瓶颈。

4) 地缘政治风险：国际地缘政治局势紧张，影响世界不同国家背景船东在船厂选择上的偏好。

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	15,261	15,641	17,298	19,064
应收票据及账款	4,008	4,232	4,659	4,839
预付账款	5,548	5,858	6,449	6,698
其他应收款	63	67	73	76
存货	5,906	5,986	6,507	6,501
其他流动资产	1,356	1,432	1,576	1,637
流动资产总计	32,141	33,215	36,562	38,816
长期股权投资	5,404	5,784	6,278	6,871
固定资产	5,055	5,072	5,354	5,506
在建工程	164	523	382	341
无形资产	925	988	1,146	1,297
长期待摊费用	80	75	68	60
其他非流动资产	9,827	9,907	9,886	9,865
非流动资产合计	21,455	22,348	23,113	23,940
资产总计	53,596	55,564	59,676	62,756
短期借款	598	798	998	1,198
应付票据及账款	10,327	10,467	11,379	11,368
其他流动负债	15,471	16,249	17,831	18,427
流动负债合计	26,396	27,514	30,208	30,993
长期借款	4,201	4,001	3,801	3,601
其他非流动负债	1,828	1,828	1,828	1,828
非流动负债合计	6,029	5,829	5,629	5,429
负债合计	32,426	33,344	35,838	36,422
股本	1,414	1,414	1,414	1,414
资本公积	9,003	9,003	9,003	9,003
留存收益	7,408	8,214	9,458	11,375
归属母公司权益	17,825	18,631	19,874	21,792
少数股东权益	3,346	3,589	3,964	4,542
股东权益合计	21,170	22,220	23,838	26,334
负债和股东权益合计	53,596	55,564	59,676	62,756

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	471	798	1,456	2,564
折旧与摊销	489	497	539	576
财务费用	-281	-80	-101	-136
投资损失	-284	-405	-519	-618
营运资金变动	-3,070	224	804	97
其他经营现金流	479	552	666	765
经营性现金净流量	-2,196	1,585	2,844	3,248
投资性现金净流量	-428	-1,110	-1,018	-1,200
筹资性现金净流量	808	-96	-169	-281
现金流量净额	-1,789	380	1,657	1,767

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,402	20,489	22,554	23,427
营业成本	17,897	18,139	19,720	19,702
税金及附加	35	35	38	39
销售费用	49	51	50	47
管理费用	663	703	682	682
研发费用	888	933	905	905
财务费用	-281	-80	-101	-136
资产减值损失	-51	-41	-45	-47
信用减值损失	-13	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	284	405	519	618
公允价值变动损益	-99	0	0	0
资产处置收益	-29	6	6	6
其他收益	148	143	143	143
营业利润	390	1,221	1,885	2,909
营业外收入	5	6	6	6
营业外支出	2	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	393	1,225	1,888	2,913
所得税	-77	0	0	0
净利润	471	1,225	1,888	2,913
少数股东损益	93	243	375	578
归属母公司股东净利润	377	982	1,513	2,335
EPS(元)	0.27	0.69	1.07	1.65

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	20.17%	5.60%	10.08%	3.87%
营业利润增长率	456.35%	212.81%	54.34%	54.36%
归母净利润增长率	684.86%	160.20%	54.18%	54.25%
经营现金流增长率	-166.29%	172.20%	79.40%	14.19%
盈利能力				
毛利率	7.76%	11.47%	12.57%	15.90%
净利率	2.43%	5.98%	8.37%	12.43%
ROE	2.12%	5.27%	7.62%	10.71%
ROA	0.70%	1.77%	2.54%	3.72%
ROIC	3.28%	22.88%	31.00%	46.96%
估值倍数				
P/E	108.51	41.70	27.05	17.53
P/S	2.11	2.00	1.81	1.75
P/B	2.30	2.20	2.06	1.88
股息率	0.16%	0.43%	0.66%	1.02%
EV/EBITDA	34	17	12	8

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）。