

造船利润强劲增长，在手订单创历史新高

投资要点

- **事件：公司披露 2025 年前三季度运营数据。**2025 年前三季度，公司收入同比增长 7.7% 至约人民币 193.5 亿元；归母净利润稳定持续增长达 7.7 亿元，同比提升 12.9%。其中清洁能源收入占比 77.7%，液态食品收入占比 14.2%，化工环境收入占比为 8.1%。
- **水上清洁能源在手订单创新高，为后续业绩提供增长动力。**三季度公司交付 5 艘船舶，水上清洁能源业务收益同比大幅增长 51.7% 至约 17.47 亿元，截至 2025 年 9 月 30 日，公司已累计交付 14 艘船舶，水上清洁能源新签订单约 **86.46 亿元**，同比增长 **16.2%**，水上清洁能源在手订单约 **199.53 亿元**，同比增长 **39.5%**，创历史新高，其中造船订单已经排产至 **2028 年**。受益于国内天然气消费复苏以及水上清洁能源的强劲增长，清洁能源分部表现亮眼，前三季度收入较去年同期增长 19.4% 至约 150.4 亿元。
- **积极响应绿色航运需求，绿色甲醇项目即将投产。**根据克拉克森，全球绿色甲醇燃料船舶发展迅速，自 2025 年起，绿色甲醇船舶批量下水，截至 2025 年 9 月底，已有 75 艘绿色甲醇燃料船舶投入运营，预计已投运甲醇船舶对甲醇燃料需求或超过 200 万吨/年。公司绿色甲醇首期年产能 5 万吨一期项目预计于今年四季度投产。
- **液态食品分部承压，化工分部寻找第二成长曲线。**受美国对外关税政策引发宏观不确定性等挑战因素影响，2025 年前三季度液态食品分部收入同比下降 13.9% 为 27.38 亿元。全球经济局势复杂，下游化工行业承压，罐式集装箱需求下降，市场竞争加剧，受此影响，化工环境分部收入下滑 28.2% 为 15.73 亿元，面对挑战，分部罐式集装箱业务仍保持全球市场份额稳居首位，并深入发展高端医疗设备部件，积极寻求新的第二增长曲线。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.63/0.76/0.86 元，认为公司水上清洁能源受益于造船利润加速释放，陆上清洁能源保持稳定增长，氢能后续发展空间较大；化工环境分部，随着经济逐步复苏触底回升；液态食品分部稳定，整体来看公司具有一定成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率风险、原材料价格波动风险、宏观经济环境风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24755.74	26708.51	30133.11	33508.13
增长率	4.78%	7.89%	12.82%	11.20%
归属母公司净利润(百万元)	1094.87	1282.55	1551.51	1750.46
增长率	-1.71%	17.14%	20.97%	12.82%
每股收益 EPS (元)	0.54	0.63	0.76	0.86
净资产收益率	9.52%	10.54%	11.96%	12.61%
PE	13.17	11.24	9.29	8.24

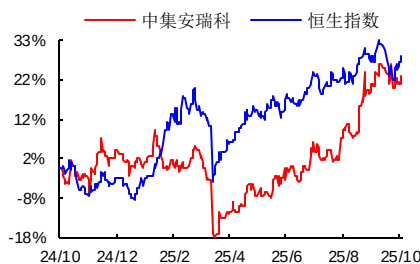
数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽
执业证号：S1250522070002
电话：021-58351859
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

分析师：杨蕊
执业证号：S1250525070007
电话：021-58351985
邮箱：yangrui@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	5.6-8.22
3 个月平均成交量(百万)	3.3
流通股数(亿)	20.29
市值(亿)	158.05

相关研究

1. 中集安瑞科 (3899.HK)：清洁能源需求旺盛，造船利润加速释放 (2025-02-28)

盈利预测

关键假设：

1) 随着全球环保政策的执行，LNG 作为过渡燃料未来需求将有进一步增长，同时航运业的环保追求使得短时间 LNG 燃料需求增加，截止 2025 年 Q3，公司水上清洁能源订单为 199.5 亿元，我们按照造船 2 年周期推算，预计公司 2025-2027 年水上清洁能源营收同比增长 41.4%、28.3%、15%；陆上清洁能源营收保持稳定增长，预计 2025-2027 年同比增长 10%、8%、8%；氢能相关业务当前占比较小，但发展空间巨大，预计 2025-2027 年同比增长 10%、10%、10%；由于后续新船在手订单交付价格逐步增加，我们认为公司水上清洁能源相关毛利率能够有较为稳健增长，同时陆上相关业务表现稳定，预计 2025-2027 年公司清洁能源相关业务毛利率为 13.6%、14.1%、14.2%；

2) 化工环境业务因为受到化工行业不景气的影响，罐箱行业减少闲置库存，2025 年需求承压，我们预计 2025 年业务同比下降 25%，未来随着中国经济逐步复苏相应的化工需求增加，我们预计 2026-2027 年化工环境业务同比增长 5%、10%；受行业下行影响，我们预计 2025-2027 年公司化工环境业务毛利率为 15%、15%、15%；

3) 液态食品业务整体经营稳健，我们预计 2025-2027 年营收同比-10%、+8%、15%；部分已完工项目释放毛利，预计 2025-2027 年毛利率为 25%、25%、25%。

表 1：公司分业务收入

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
清洁能源				
收入	17183.4	20365.3	23352.5	25833.2
yoy	15.3%	18.5%	14.7%	10.6%
毛利率	12.6%	13.6%	14.1%	14.2%
化工环境				
收入	3116.0	2337.0	2453.9	2699.3
yoy	-29.4%	-25.0%	5.0%	10.0%
毛利率	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
液态食品				
收入	4451.3	4006.2	4326.7	4975.7
yoy	3.7%	-10.0%	8.0%	15.0%
毛利率	21.4%	25.0%	25.0%	25.0%
营业总收入	24755.7	26708.5	30133.1	33508.1
yoy	4.8%	7.9%	12.8%	11.2%
营业成本	21201.5	22586.7	25390.7	28191.0
毛利率	14.4%	15.4%	15.7%	15.9%

数据来源：wind，西南证券

我们看好公司全球绿色减排背景下，LNG 作为过渡燃料的在中期的需求有保障，同时氢能更为清洁的属性在长期有更大的发展空间，终端应用需求的增加将使得公司的具体业务开展有保证，我们预计公司 2025-2027 年营收为 267.1、301.3、335.1 亿元，归母净利润 12.8、15.5、17.5 亿元，EPS 为 0.63、0.76、0.86 元。

附：财务报表

资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	利润表	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	7481.75	9347.98	10546.59	11727.85	营业额	24755.74	26708.51	30133.11	33508.13
应收账款	3589.27	4246.27	4790.73	5327.31	销售成本	21201.50	22586.72	25390.65	28191.01
预付款项、按金及其他应收款项	1753.01	2002.53	2259.30	2512.35	销售费用	520.31	534.17	542.40	603.15
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	2021.69	2136.68	2410.65	2680.65
存货	5221.47	5815.54	6537.48	7258.51	财务费用	104.40	106.60	92.07	75.17
其他流动资产	4332.15	3429.44	3866.56	4297.36	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	22377.64	24841.75	28000.66	31123.37	投资收益	9.88	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	641.88	641.88	641.88	641.88	公允价值变动损益	0.00	0.00	1.00	2.00
固定资产	4368.89	3684.43	2999.97	2315.51	营业利润	917.71	1344.33	1698.35	1960.16
在建工程	0.00	0.00	0.67	1.83	其他非经营损益	526.21	345.17	345.17	345.17
无形资产	926.15	771.79	617.71	463.99	税前利润	1443.92	1689.50	2043.52	2305.32
长期待摊费用	0.00	0.00	0.50	1.00	所得税	300.09	356.76	431.30	486.38
其他非流动资产	1067.11	1064.03	1061.91	1060.68	税后利润	1143.84	1332.74	1612.21	1818.95
非流动资产合计	7004.02	6162.13	5322.64	4484.89	归属于非控制股东利润	48.96	50.18	60.71	68.49
资产总计	29381.67	31003.88	33323.30	35608.26	归属于母公司股东利润	1094.87	1282.55	1551.51	1750.46
短期借款	863.65	659.43	442.12	73.94	EBITDA	2029.71	2637.99	2978.08	3224.24
应付账款	5429.63	5230.97	5880.35	6528.90	NOPLAT	809.69	1144.55	1411.77	1604.39
其他流动负债	6905.24	8213.22	9232.09	10255.96	EPS(元)	0.54	0.63	0.76	0.86
流动负债合计	13198.52	14103.63	15554.56	16858.79					
长期借款	2122.21	2122.21	2122.21	2122.21	主要财务比率	2024	2025E	2026E	2027E
其他非流动负债	955.90	955.90	955.90	955.90	成长能力				
非流动负债合计	3078.11	3078.11	3078.11	3078.11	营收额增长率	4.78%	7.89%	12.82%	11.20%
负债合计	16276.63	17181.74	18632.67	19936.90	EBIT 增长率	-0.16%	16.00%	18.90%	11.47%
股本	18.52	18.52	18.52	18.52	EBITDA 增长率	4.72%	29.97%	12.89%	8.27%
留存收益	0.00	666.93	1473.71	2383.94	税后利润增长率	-1.70%	16.51%	20.97%	12.82%
归属于母公司股东权益	11499.07	12166.00	12973.78	13886.01	盈利能力				
归属于非控制股东权益	1605.96	1656.15	1716.85	1785.34	毛利率	14.36%	15.43%	15.74%	15.87%
权益合计	13105.04	13822.15	14690.63	15671.36	净利率	4.62%	4.99%	5.35%	5.43%
负债和权益合计	29381.67	31003.88	33323.30	35608.26	ROE	9.52%	10.54%	11.96%	12.61%
					ROA	3.73%	4.14%	4.66%	4.92%
					ROIC	5.41%	7.12%	8.51%	9.31%
现金流量表	2024	2025E	2026E	2027E	估值倍数				
税后经营利润	719.16	1060.46	1338.93	1544.67	P/E	13.17	11.24	9.29	8.24
折旧与摊销	481.39	841.89	842.49	843.74	P/S	0.58	0.54	0.48	0.43
财务费用	104.40	106.60	92.07	75.17	P/B	1.25	1.19	1.11	1.04
其他经营资金	1181.42	511.45	-292.05	-269.03	股息率	0.05	0.04	0.05	0.06
经营性现金净流量	2486.37	2520.40	1981.44	2194.55	EV/EBIT	3.04	2.53	2.06	1.72
投资性现金净流量	-1897.54	272.28	271.28	270.28	EV/EBITDA	2.32	1.72	1.47	1.27
筹资性现金净流量	-375.43	-926.45	-1054.11	-1283.58	EV/NOPLAT	5.81	3.97	3.11	2.55
现金流量净额	213.40	1866.23	1198.61	1181.26					

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn