

中国船舶（600150.SH）

合并重组落地，Q3 单季度毛利率环比继续提升

两船重组正式落地。合并后的中国船舶，2025 年前三季度营收 1074 亿元，yoy+18%；前三季度归母净利润为 58.5 亿元，yoy+115.4%。Q3 单季度中国船舶毛利率达到 12.77%，环比 Q2 提高了 0.97pct。这表明中船系的利润释放节奏依然向好。此外，展望未来，我们预计中国船舶 26-27 年仍将迎来更为确定的业绩释放。继续对中国船舶维持“强烈推荐”评级。

□ 中国船舶发布 Q3 业绩报告：1) 2025 年前三季度营收 1074 亿元，yoy+18%；前三季度归母净利润为 58.5 亿元，yoy+115.4%；2) Q3 单季度营收 347.6 亿元；归母净利润 20.7 亿元。新签订单受船市拖累，略显压力，但在手订单依然充足保障业绩。

□ 9 月，中国船舶与中国重工合并。此前公司已发布 Q3 业绩预告，整体业绩符合预期。因为是同一企业控制下的合并，因此在当期中国船舶的业绩发布，会考虑控股股东对原先中国重工的持股比例因素，从而做出一定的会计政策调整。

□ 因此，由于并表的影响，毛利率比净利率更具备引导意义。Q3 单季度中国船舶毛利率达到 12.77%，环比 Q2 提高了 0.97pct。而这是建立在中国船舶吸收合并了此前毛利率基准更低的中国重工的基础上，实现的结果。这表明中船系的利润释放节奏依然向好。

□ 26-27 年仍将迎来更为确定的业绩释放：

1) 26-27 年将逐步交付 23-24 年的高价订单，民船板块的利润率有望持续提升；

2) 根据克拉克森对每个船厂后续订单排产的预估，我们测算 26、27 年中国船舶有望交付 586、696 万 CGT 民船订单，分别同比增长 19.5%、18.7%。

□ 继续维持“强烈推荐”评级。整体来看，中国船舶 Q3 业绩仍然符合预期。船市基本面仍处低迷，新船订单的量、价暂无改善的迹象。尽管如此，二手船价的背离性上涨仍反映了船队供给相对脆弱的事实。IMO 关于净零框架的投票表决被搁置，延缓至 2026 年重新表决，这意味着船东观望情绪恐将延续，但也将使得船队老龄化进一步加剧。我们预期 2025-2027 年公司归母净利润分别为 99.7/168.5/216.8 亿元，继续维持“强烈推荐”的评级。

□ 风险提示：船舶更新换代不及预期；全球贸易增长不及预期；美联储降息进展不及预期；零部件成本持续上涨等

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	149210	173806	200358
同比增长	26%	5%	90%	16%	15%
营业利润(百万元)	2994	4004	13013	19290	24520
同比增长	627%	34%	225%	48%	27%
归母净利润(百万元)	2957	3614	9967	16852	21676
同比增长	1621%	22%	176%	69%	29%
每股收益(元)	0.39	0.48	1.32	2.24	2.88
PE	91.4	74.8	27.1	16.0	12.5
PB	5.6	5.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

中游制造/机械

目标估值：NA

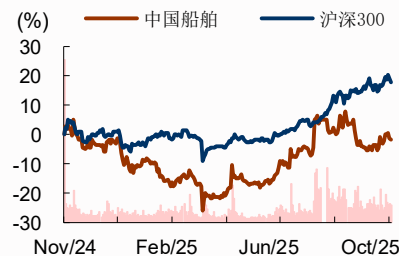
当前股价：35.9 元

基础数据

总股本（百万股）	7526
已上市流通股（百万股）	7526
总市值（十亿元）	270.2
流通市值（十亿元）	270.2
每股净资产（MRQ）	18.8
ROE（TTM）	5.1
资产负债率	63.9%
主要股东	中国船舶工业集团有限公司
主要股东持股比例	26.68%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	23	-6
相对表现	4	-0	-26



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国船舶（600150）—高价订单密集交付，利润率显著增长》2025-09-06
- 2、《中国船舶（600150）利润率显著改善，24 年新签订单量质齐增》2025-05-06
- 3、《中国船舶（600150）毛利率持续提升，费用率环比增长》2024-10-31

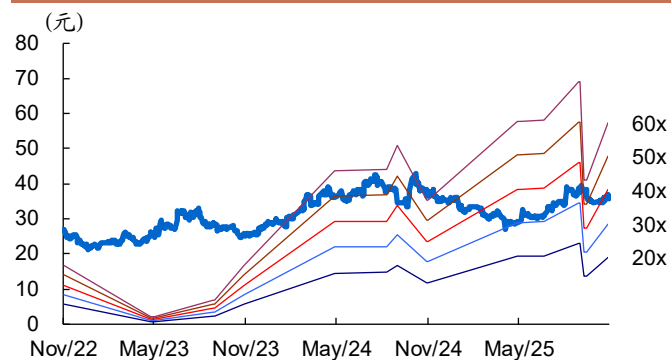
郭倩倩 S1090525060003

✉ guoqianqian@cmschina.com.cn

吴洋 S1090523080001

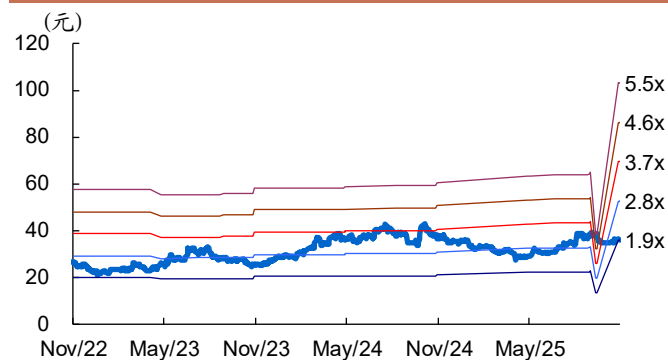
✉ wuyang2@cmschina.com.cn

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	259617	299112	345188
现金	67965	63681	124503	145121	169892
交易性投资	42	0	0	0	0
应收票据	289	219	416	484	558
应收款项	3127	1817	3413	3975	4583
其它应收款	178	199	378	441	508
存货	36291	35815	64420	72953	82734
其他	25510	36196	66488	76138	86913
非流动资产	44429	44049	98285	96409	95177
长期股权投资	15189	15533	27000	27000	27000
固定资产	20329	20735	53854	53524	53223
无形资产商誉	4055	3877	9489	8540	7686
其他	4857	3904	7942	7345	7268
资产总计	177832	181977	357902	395521	440365
流动负债	106766	110875	191297	214916	243363
短期借款	5583	2076	1000	1000	1000
应付账款	29843	30113	54175	61351	69576
预收账款	62643	70965	127671	144582	163965
其他	8697	7721	8451	7983	8822
长期负债	18594	15835	22551	22551	22551
长期借款	13367	10034	10034	10034	10034
其他	5227	5801	12517	12517	12517
负债合计	125360	126710	213847	237466	265914
股本	4472	4472	7526	7526	7526
资本公积金	33777	33776	108482	108482	108482
留存收益	10099	12651	21500	34365	49300
少数股东权益	4124	4367	6547	7682	9143
归属于母公司所有者权益	48349	50900	137508	150373	165308
负债及权益合计	177832	181977	357902	395521	440365

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18213	5235	35165	24530	31484
净利润	2955	3858	12148	17987	23136
折旧摊销	2390	2048	2262	5861	5717
财务费用	(554)	(812)	(2074)	(2965)	(3419)
投资收益	(539)	(747)	(1200)	(1094)	(1094)
营运资金变动	14370	771	24634	4734	7134
其它	(408)	117	(605)	8	9
投资活动现金流	(11244)	1005	(53667)	(2891)	(3391)
资本支出	(2422)	(1642)	(43000)	(3985)	(4485)
其他投资	(8822)	2647	(10667)	1094	1094
筹资活动现金流	(1951)	(9248)	79324	(1022)	(3322)
借款变动	(1908)	(10497)	(5104)	0	0
普通股增加	0	0	3053	0	0
资本公积增加	(111)	(1)	74706	0	0
股利分配	(89)	(894)	(1118)	(3987)	(6741)
其他	157	2144	7787	2965	3419
现金净增加额	5018	(3008)	60822	20618	24771

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	149210	173806	200358
营业成本	66929	70565	126953	143769	163043
营业税金及附加	231	231	439	512	590
营业费用	672	59	149	521	1002
管理费用	3096	3097	5222	6431	7814
研发费用	3139	3610	6407	6942	7402
财务费用	(1311)	(1576)	(2074)	(2965)	(3419)
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	13013	19290	24520
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	13051	19327	24861
所得税	68	241	903	1341	1725
少数股东损益	(3)	243	2181	1135	1460
归属于母公司净利润	2957	3614	9967	16852	21676

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	26%	5%	90%	16%	15%
营业利润	627%	34%	225%	48%	27%
归母净利润	1621%	22%	176%	69%	29%
获利能力					
毛利率	10.6%	10.2%	14.9%	17.3%	18.6%
净利率	4.0%	4.6%	6.7%	9.7%	10.8%
ROE	6.3%	7.3%	10.6%	11.7%	13.7%
ROIC	2.1%	3.0%	9.0%	9.3%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	70.5%	69.6%	59.8%	60.0%	60.4%
净负债比率	14.2%	8.9%	3.1%	2.8%	2.5%
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
存货周转率	2.0	2.0	2.5	2.1	2.1
应收账款周转率	20.3	28.8	50.9	41.9	41.7
应付账款周转率	2.4	2.4	3.0	2.5	2.5
每股资料(元)					
EPS	0.39	0.48	1.32	2.24	2.88
每股经营净现金	2.42	0.70	4.67	3.26	4.18
每股净资产	6.42	6.76	18.27	19.98	21.97
每股股利	0.12	0.15	0.53	0.90	1.15
估值比率					
PE	91.4	74.8	27.1	16.0	12.5
PB	5.6	5.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	58.3	51.5	16.6	9.9	8.2

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。