

松发股份(603268)

报告日期：2025年12月03日

中国民营一体化船厂龙头快速崛起，船型结构改善、盈利提升 ——ST*松发深度报告

投资要点

□ 中国造船新秀崛起，受益船舶景气上行，船型结构改善、盈利提升

恒力重工（以下简称“公司”）是国内民营造船新秀，主营业务为船舶及高端装备的研发、生产及销售。公司于2022年成立，随后竞拍收购闲置资产原STX大连造船，STX大连造船曾是中国最大的外资船厂。2023年3月恒力重工首制船开工，2024年4月恒力重工首艘6.1万DWT散货船提前交付，造船领域实现从0到1的重大突破。2025年5月26日，ST松发发布《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易实施情况暨新增股份上市公告书》，标志ST松发重组完成，向中国最具成长力的造船厂迈进。

公司核心看点：1) 船舶景气上行，行业箱船订单已先行，油船及干散货船订单有望接力；产能紧张，船价走高，行业有望实现量价齐升；2) 公司作为国内民营造船新秀，产业链一体化及产能优势明显，有望受益油船及散货船订单接力。

□ 船舶行业换船周期、环保政策、产能紧张，共促行业周期景气向上

周期景气上行，多船型下单需求上行，船厂盈利能力改善。1) 需求：①量：根据克拉克森统计，2024年全球船舶行业新接订单同比增长34.9%。其中，箱船、油轮、散货船、LNG船同比+164.7%、+45.1%、-10.3%、+37.1%；②价：截止2025年10月底，克拉克森新船价格指数报收184.87点，环比上月微降0.38%，同比微降2.52%；2021年以来增长45.44%，位于历史峰值96.53%分位。船位紧张与通胀压力有望推动后续船价上涨；2) 下游运力：集装箱船2024-2025年运力充足，后续油轮、干散存在较大需求及下单空间；3) 供给：船厂运载已近饱和，但活跃船厂数量及交付量显著下降，供需紧张或推动船价持续走高。

□ 产能充沛、产业链一体化等优势构建核心竞争力，公司在手订单饱满

竞争优势：公司具备多重竞争优势：1) 产能充沛：公司造船产能体量大，且相对于其他船厂产能利用率饱和，公司产能利用率仍有提升空间。2024年8月公司开工建设恒力重工二期项目，该项目将于2025年逐步达产后预计公司可实现年钢材加工量230万吨的建造能力。2) 产业链一体化：公司通过下属子公司布局船舶零部件，年生产量有望达到180台左右。值得关注的是公司通过发动机自供，可实现产业链整合，增强对供应链的控制力，从而保障船舶供应稳定性和交付及时性、优化整船的成本结构，提高公司竞争力和盈利能力。

在手订单：根据克拉克森数据，截止2025-11-29，公司在手订单2655万载重吨、610万修正载重吨，在手订单饱满，为后续业绩增长提供有力支撑。

□ 盈利预测与估值

预计2025-2027年归母净利润约22.2、44.5、91.3亿元，2025年扭亏为盈，2026-2027年同比增长101%、105%；对应PE36、18、9X。给予“买入”评级。

□ 风险提示：造船需求不及预期；排产计划无法完成；原材料价格波动。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	275	21806	30577	50892
(+/-)(%)	33%	7835%	40%	66%
归母净利润	-77	2218	4455	9131
(+/-)(%)	/	/	101%	105%
每股收益(元)	-0.08	2.28	4.59	9.41
P/E	-1029	36	18	9
P/B	6664.8	25.7	10.5	4.7
ROE	-200%	145%	84%	76%

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)
分析师：邱世梁

 执业证书号：S1230520050001
 qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

 执业证书号：S1230520080005
 wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：张菁

 执业证书号：S1230524070001
 zhangjing02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 81.21
总市值(百万元)	78,836.91
总股本(百万股)	970.78

股票走势图



相关报告

投资案件

● 盈利预测、估值与评级

预计 2025-2027 年年营业收入分别约 218.06、305.77、508.92 亿元，同比增长 783%、40%、66%；归母净利润约 22.2、44.5、91.3 亿元，2025 年扭亏为盈，2026-2027 年同比增长 101%、105%；对应 PE 36、18、9X。给予“买入”评级。

● 关键假设

1) **船价有望持续走高：**箱船、LNG 等新船造价领涨，船位紧张与包括劳动力成本在内的通胀压力有望促进船价创新高。

2) **船舶完工交付及手持订单量仍有上涨空间：**2024 年我国完工、新接、手持分别同比增长 9%、55%、27%，分别是峰值时期的 70%、148%、70%，完工交付量和手持订单量相较峰值时期上涨空间大。

● 我们与市场的观点的差异

与众不同的认知：市场认为目前船价已处于历史峰值的 96%，后续船价上涨动力不足。

我们认为：船价仍有较大上涨空间，本轮周期峰值船价有望超过上一轮峰值。截止 2025 年 10 月底，克拉克森新船价格指数报收 184.87 点，环比上月微降 0.38%，同比微降 2.52%；2021 年以来增长 45.44%，位于历史峰值 96.53% 分位。其中，箱船、油轮、散货船、气体船新船价格指数分别同比下降 1.41%、5.08%、4.54%、4.35%，位于历史峰值 90%、83%、70%、96%。虽然船价已有较大涨幅，但考虑到船舶大型化、双燃料升级、劳动力成本提升以及通货膨胀等因素，船价仍有较大上涨空间。

与前不同的认知：以前认为未来船东下单意愿不足，新接订单增速不及预期。

我们认为：根据克拉克森预测数据，2025-2027 年集装箱船运力供需增速差预计分别为 -3.6%、-5.3%、-12.2%，未来运力大于需求，后期集装箱船持续大幅下单可能性较小；原油运力供需增速差预计分别为 -0.20%、-2.10%、-3.80%；成品油供需增速差预计分别为 -8.4%、-4.0%、-4.2%。原油运力供需相对紧张仍有下单可能；2025-2027 年干散货航运市场供需增速差基本平衡，暂无明显大幅度新增需求。但受益于船东船队更新及新能源化需求，后续干散货船市场仍值得期待。

● 股价上涨的催化因素

新船价格上涨；船舶行业新增订单量持续增长；公司新签高附加值船舶。

● 风险提示

造船需求不及预期风险、排产计划无法完成风险、原材料价格波动风险。

正文目录

1 中国民营造船新秀崛起，受益船舶行业周期景气上行	6
1.1 民营造船新秀崛起，一体化布局助力市占率提升	6
1.2 财务分析：船舶制造为核心收入来源	7
2 船舶行业：周期上行、产能紧张、政策驱动共促增长	8
2.1 供需错配导致船价波动和行业周期波动	9
2.2 核心研究跟踪指标：运价、租价、新船造价及新接订单	12
2.3 竞争格局：我国三大指标位于世界第一，后期高端船型有望赶超韩国	13
2.4 需求：量价齐升，环保政策及下游运力紧缺共促增长	17
2.5 供给：产能大幅出清，供不应求或持续推高船价	25
3 背靠恒力集团，后续有望受益油轮、散货船订单放量驱动周期景气上行	28
公司优势：技术领先、设备先进、产业链一体化等优势显著	28
3.1 公司有望受益油轮、散货船订单放量，驱动周期景气上行	29
4 投资建议	29
4.1 盈利预测	29
4.2 估值分析	30
4.3 投资建议	30
5 风险提示	30
5.1 造船需求不及预期风险	30
5.2 排产计划无法完成风险	30
5.3 原材料价格波动风险	31

图表目录

图 1：公司是国内民营造船新秀，发展历程可分为初步发展期、资产整合期、高质量发展期.....	6
图 2：公司股权结构集中，实控人持股比例约 79.66%.....	7
图 3：2022-2024 年公司营业收入持续增长.....	7
图 4：2022-2024 年公司净利润持续增长.....	7
图 5：公司承诺 2025-2027 年实现净利润约 11、16、21 亿元，2026-2027 年同比增长 46%、26%.....	8
图 6：军民船分类全品类图：军船分为水面、水下及辅助战斗舰艇，民船分为运输船及工程船舶.....	8
图 7：全球海运周期，1886-2020 年 6 大周期（每个周期约 20 余年）中包含多个独立小周期.....	10
图 8：造船行业供需模型：供需的错配导致船舶价格和船运行业周期的波动	10
图 9：船舶行业全产业链总览，公司处于产业链中游	11
图 10：船舶生产制造流程图.....	11
图 11：2021 年钢材价格处于较高位置，后期钢材采购价格走低	12
图 12：以中国船舶股价为例，行业新接订单及新船造价为核心前瞻性指标（本图重点复盘行业核心指标趋势）	13
图 13：前瞻性研究指标：SFCI、BDTI、BDI	13
图 14：船舶产业链传导逻辑.....	13
图 15：2024 年中日韩分船型交付量（%），我国在多种船型均占优，韩国在 LNG 船实力最强	14
图 16：2020-2024 年中日韩三国完工量市场份额变化，我国与韩国高级船厂竞争日趋白热化	15
图 17：2025 年日本及韩国船用钢板价格比我国高 28%、27%.....	15
图 18：2025 年 1 月中国以 2550 亿美元船队总价值成为全球第一大船东国	16
图 19：2024 我国完工量、新接订单量、手持订单量占比 57%、77%、57%，对比 2007 年显著提升	17
图 20：2024 年我国新接订单量占全球 77%（万载重吨，%）	18
图 21：2024 年我国造船完工量占全球 57%（万载重吨，%）	18
图 22：2024 年我国手持订单量占全球 57%（万载重吨，%）	18
图 23：2024 年我国新接订单量占全球 77%（万载重吨，%）	19
图 24：2024 年集装箱船占比同比提升较大（%）	19
图 25：2024 年新接订单总额同比增长 59%（百万美元，%）	19
图 26：2024 年箱船新接订单金额占比最高，约占 26%.....	19
图 27：2007-2024 年集装箱船、油轮、LNG 船新接订单占比有所提升	20
图 28：2007-2024 集装箱船细分船型变化，1.5 万+TEU 箱船份额显著提升（单位：TEU）	20
图 29：新船价格指数自 2021 年以来显著上涨，截至 2025-10-31 新船价格指数处于历史峰值 97% 分位	21
图 30：2.2/2.4 万 TEU 箱船、VLCC、好望角型散货船、LNG 累计涨幅 85%、43%、52%、33%.....	22
图 31：以部分箱船为例，双燃料船比常规燃料贵约 10%-15%.....	22
图 32：通胀调整后的新船价格指数，距离峰值有 30%以上差距	22
图 33：IMO 推动船舶行业减排举措及目标，至 2030 年减排 40%，2050 年争取减排 70%.....	23
图 34：三大船型平均船龄，箱船已达历史新高，油轮、干散货持续走高（单位：年）	24
图 35：我国造船产能利用监测指数 2023 年逼近 900 点	26
图 36：2024 年全球船舶交付量同比增长 1%.....	26
图 37：2024 年全球活跃船厂数量相较峰值下降 56%.....	26
图 38：各国活跃船厂数一覽，我国相较峰值下降 56%.....	26
图 39：集装箱船交付量，2024 同比增长 27%（万 DWT，%）	27
图 40：油轮交付量，2024 同比下降 49%（万 DWT，%）	27
图 41：散货船交付量，2024 同比下降 4%（万 DWT，%）	27
图 42：LNG 船舶交付量，2024 同比增长 85%（万 DWT，%）	27

图 43: 尽管交付统计存在一定时间滞后, 但仍可看出现阶段产能处于紧张状态 27

表 1: 运输类民船主要分类, 包含干散货船、油轮和集装箱船及其他特种船舶	9
表 2: 2021 年中韩典型船型关键建造周期对比, 我国在高端船型的效率上还跟韩国有较大差距.....	16
表 3: 中韩头部造船企业经营指标对比, 我国企业研发费用率显著高于韩国企业 (2024 年)	16
表 4: 新船造价指数位于历史峰值 97%, 集装箱船、油轮位于历史峰值 80% 分位以上.....	21
表 5: 集装箱船运输供需平衡表, 2025、2026、2027 年运力供大于求	24
表 6: 原油、成品油运输供需平衡表, 2025 年原油运力仍旧紧缺	25
表 7: 干散货船运输供需平衡表, 2025、2026、2027 年运力大于需求	25
表 8: 可比公司估值.....	30
表附录: 三大报表预测值.....	32

1 中国民营造船新秀崛起，受益船舶行业周期景气上行

1.1 民营造船新秀崛起，一体化布局助力市占率提升

恒力重工是国内民营造船新秀，致力于打造世界一流的高端化、智能化、绿色化船舶制造及高端装备制造企业。恒力重工集团有限公司（简称“恒力重工”、“公司”）成立于2022年7月，主营业务为船舶及高端装备的研发、生产及销售。公司成立后斥资21.1亿元战略收购STX（大连）资产，STX大连造船曾是中国最大的外资船厂。2023年3月恒力重工首制船开工，2024年4月恒力重工首制船提前交付，在造船领域实现从0到1的突破。2024年8月，公司开工建设二期项目，二期项目主要聚焦超大型油轮、超大型液化气运输船、超大型集装箱船、海上浮式生产储油轮、海上浮式风电、钻井平台等高附加值绿色船舶和高端海工装备制造业务。据大连市人民政府、长兴岛经济开发区管委会、恒力集团签署的《恒力重工（大连长兴岛）产业园产业发展协议书》，恒力集团将投资112亿，建设恒力重工（大连长兴岛）产业园，预计形成年钢材加工量230万吨的建造能力。

2024年10月16日盘后，松发股份发布《重大资产重组及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》的公告，恒力重工拟通过重大资产重组及发行股份购买资产等形式借壳上市。2025年5月26日盘后，松发股份发布《重大资产重组及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易实施情况暨新增股份上市公告书》的公告，标志其重组成功，向中国最具成长力的造船厂迈进。

图1：公司是国内民营造船新秀，发展历程可分为初步发展期、资产整合期、高质量发展期

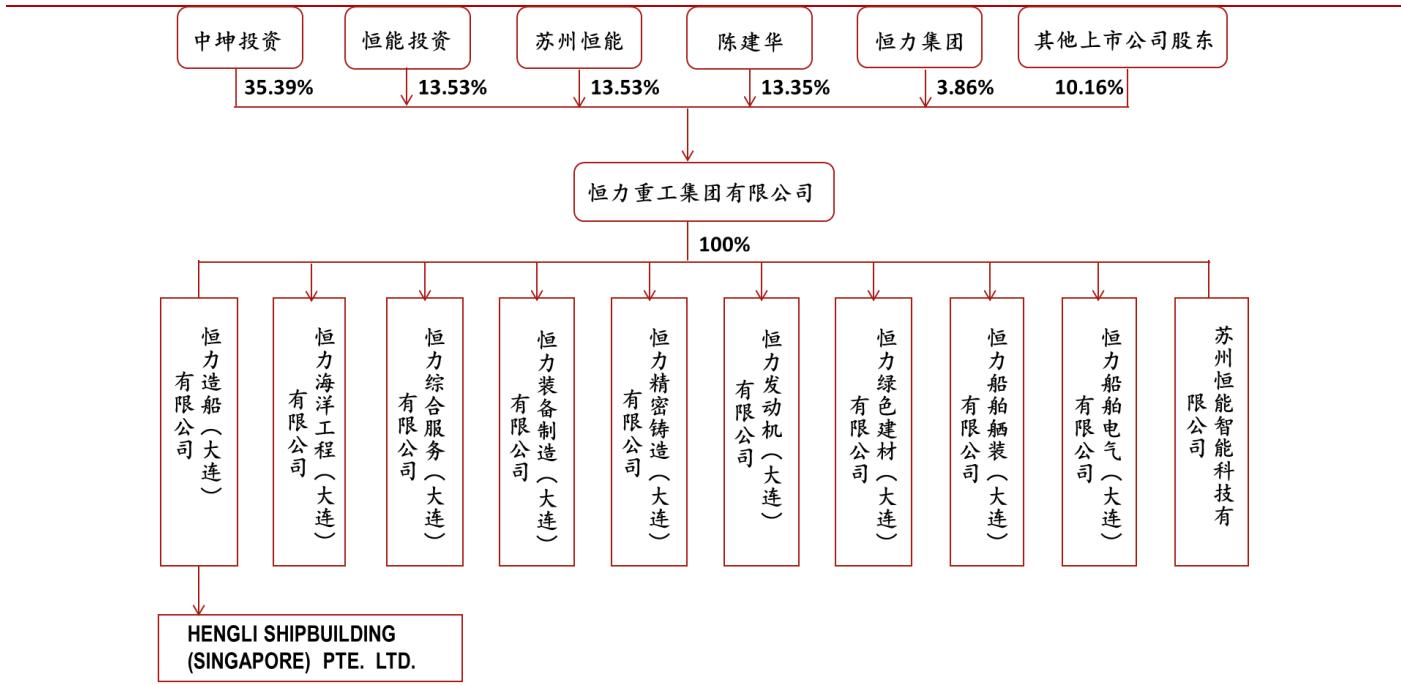


资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理、大连市人民政府

公司股权结构集中，截止2025-9-30，实控人持股比例约79.66%。截止2025-9-30，公司实际控制人为陈建华、范红卫夫妇，通过直接和间接的方式持有公司79.66%的股份。中坤投资持有公司35.39%股份，为控股股东，恒能投资持有公司13.53%股份，苏州恒能将持有公司13.53%股份，陈建华持有公司13.35%股份，恒力集团持有公司3.86%股份。陈建华和范红卫100%控股中坤投资、恒能投资、苏州恒能、恒力集团。

公司通过下属子公司进行船舶全产业链布局，助力市占率提升。公司全资控股恒力造船、恒力发动机、恒力船舶舾装、恒力船舶电气等重要的船舶产业链子公司。恒力造船为公司重要子公司，主要承担船舶建造业务。恒力发动机、恒力船舶舾装、恒力船舶电气均为造船零部件业务。其中，恒力发动机聚焦船用发动机，发动机被誉为船舶的心脏，公司致力于实现船舶关键零部件发动机的自主可控，有望助力公司市占率持续提升。截止2024年9月30日，ST松发总资产约122.77亿元，总负债91.67亿元。

图2：公司股权结构集中，实控人持股比例约 79.66%



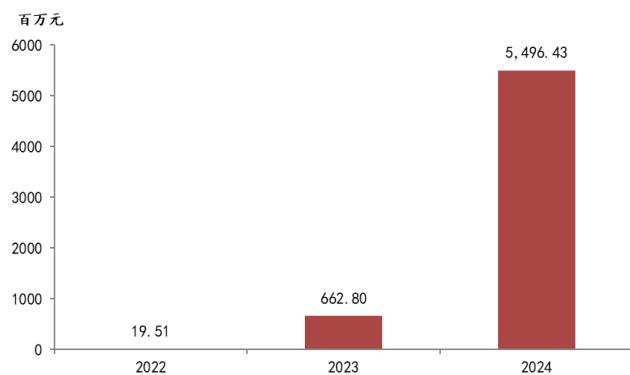
资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

1.2 财务分析：船舶制造为核心收入来源

船舶建造业务将成为公司核心收入来源。船舶制造、压力容器业务为公司主要收入来源，随着船舶制造业务步入正轨，2023年底恒力重工停止新签压力容器业务订单，退出压力容器业务。未来，公司将聚焦于船舶制造业务。

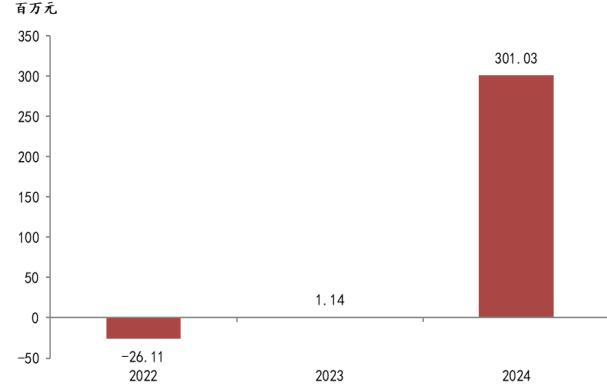
公司处于船舶大周期行业，未来业绩将随船舶周期共振。恒力重工 2022-2024 年营业收入分别约 0.20、6.63、54.96 亿元，2023-2024 年同比增长 3296%、729%；净利润约-2610.84 万元、113.71 万元、3.01 亿元，2023 年同比实现扭亏为盈，2024 年实现同比高速增长。公司 2025 年前三季度营业收入约 116.52 亿元，净利润约 13.55 亿元，归母净利润约 12.41 亿元。公司主营业务聚焦船舶建造领域，处于船舶大周期行业，展望未来业绩将伴随船舶周期共振。根据公司《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，恒力重工大股东承诺在业绩承诺期 2025-2027 年分别实现净利润约 11.27、16.41、20.63 亿元，2026-2027 年同比增长 45.61%、25.67%。

图3：2022-2024 年公司营业收入持续增长



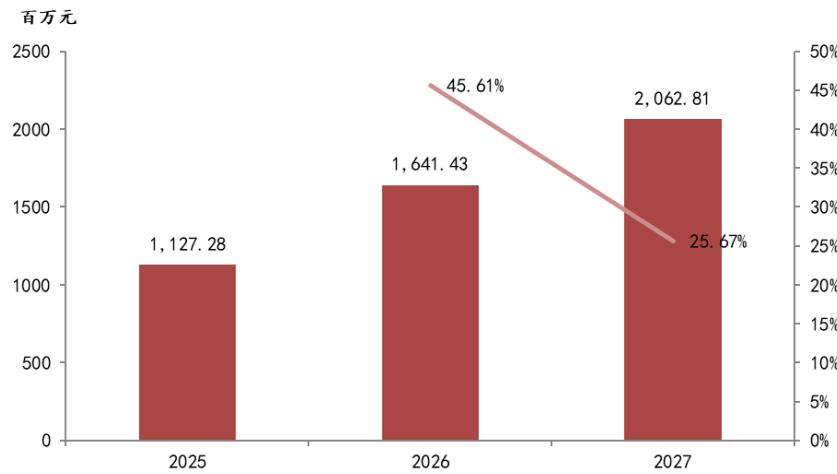
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4：2022-2024 年公司净利润持续增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图5：公司承诺2025-2027年实现净利润约11、16、21亿元，2026-2027年同比增长46%、26%



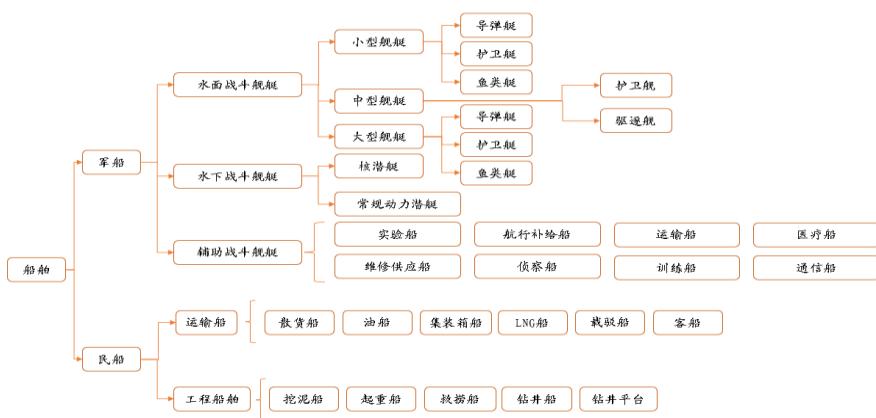
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

公司紧扣市场脉搏，充分发挥主观能动性，抓住油船、散货船机遇，逐步提升市场份额。截止2024年10月17日，公司船舶已确定排产新造船舶140艘，货值约108亿美元，船型包含散货船、VLCC、VLOC和集装箱船等。截止2025年11月29日，根据克拉克森数据，公司在手订单2655万载重吨、610万修正载重吨、165艘船。2024年公司共承接75条船舶，共计1304万载重吨、319万修正载重吨；2024年交付4条船舶，共计28.55万载重吨、7.3万修正载重吨。

2 船舶行业：周期上行、产能紧张、政策驱动共促增长

船舶按应用场景分为民用及军用船舶。民用船舶依据用途不同可分为运输类船舶及功能类船舶，运输类船舶随航运周期需求波动较大，主要包含干散货船、油船、集装箱船、液化天然气（LNG）船、载驳船、客船等。军用船舶主要包含水面战斗舰艇、水下战斗舰艇及辅助战斗舰艇三类。

图6：军民船分类全品类图：军船分为水面、水下及辅助战斗舰艇，民船分为运输船及工程船舶



资料来源：中国船舶公司公告，浙商证券研究所

民船运输类船舶中干散货船、油轮、集装箱船为最主要的三大运输类船舶。其中，干散货船适货类型为矿石、煤炭、粮食、小宗散货等；超大型油轮（VLCC）主要运输原油，阿芙拉型油轮及巴拿马型油轮主要运输成品油；集装箱船适货类型主要为工业及日用品。随着全球贸易量的逐渐提升以及船队规模的不断扩大，后期船舶多向大型化、智能化、双燃料化方向发展。

表1：运输类民船主要分类，包含干散货船、油轮和集装箱船及其他特种船舶

散货船					
中文名	英文名	载重吨	适货类型	运力占比	典型航线
好望角型	Capesize	>10万	矿石、煤炭	40%	C3: 图巴朗-北仑
巴拿马型	Panamax	6.5-10万	煤粮钢木	25%	P1A-03: 大西洋往返航次
大灵便型	Handymax	4-6.5万	粮食、小宗散货	24%	S1A: 西北欧-远东
小灵便型	Handysize	1-4万	小宗散货	12%	HS1: 欧洲-南美东
油轮					
中文名	英文名	载重吨	适货类型	运力占比	典型航线
超大型油轮	VLCC	>20万	原油	39%	TD3: 海湾-日本
苏伊士型油轮	Suezmax	12.5-20万	原油	15%	TD5: 西非-美国大西洋海岸
阿芙拉型油轮	Aframax	8.5-12.5万	原油	19%	TD7: 北海-欧洲大陆
巴拿马型油轮	Panamax	5.5-8.5万	成品油	6%	TC1: 美湾-日本
小型油轮	Small	1-5.5万	成品油	22%	TC4: 新加坡-日本
集装箱					
中文名	英文名	标准箱	适货类型	运力占比	典型航线
超巴拿马型	Post-Panamax	>15,000	工业及日用品	7%	亚洲-欧洲
新巴拿马型	Neo-Panamax	12,000-15,000	工业及日用品	14%	亚洲-美西
新巴拿马型	Neo-Panamax	8,000-12,000	工业及日用品	26%	亚洲-美东
中间型	Intermediate	6,000-8,000	工业及日用品	9%	亚洲-美东
中间型	Intermediate	3,000-6,000	工业及日用品	24%	欧洲-南美东
灵便型	Feeder	100-3,000	工业及日用品	19%	东南亚航线

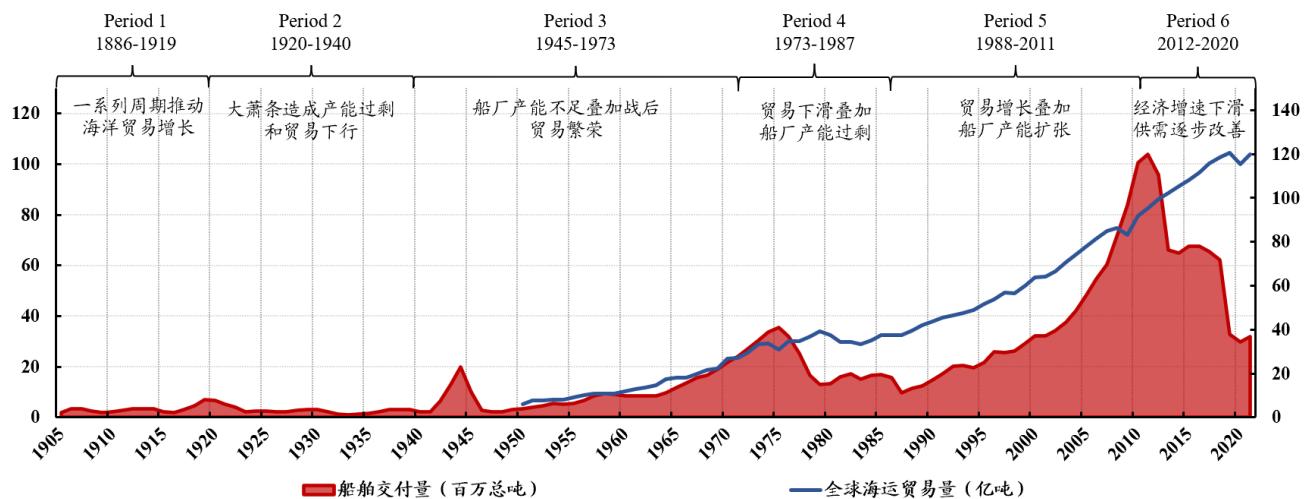
资料来源：克拉克森，浙商证券研究

2.1 供需错配导致船价波动和行业周期波动

核心点：造船业景气度受全球航运市场繁荣影响，分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。

复盘百年历史，船运周期与全球宏观经济相关性较大，供需错配带来造船周期波动。1886-2020年6大周期（每个周期约20余年）中包含多个独立小周期；造船行业的景气度受全球航运市场繁荣度影响，也受船队运力规模的影响，周期性较强。典型的船舶周期可以分为复苏、繁荣、衰退、萧条4个阶段。根据周期的长短分类，船舶周期可分为长周期、中周期和短周期3个主要的类型。长周期和经济发展长周期基本吻合，一般为20~30年左右；中周期则不固定，一般为7~15年；而短周期一般则只有3~4年。

图7：全球海运周期，1886-2020年6大周期（每个周期约20余年）中包含多个独立小周期

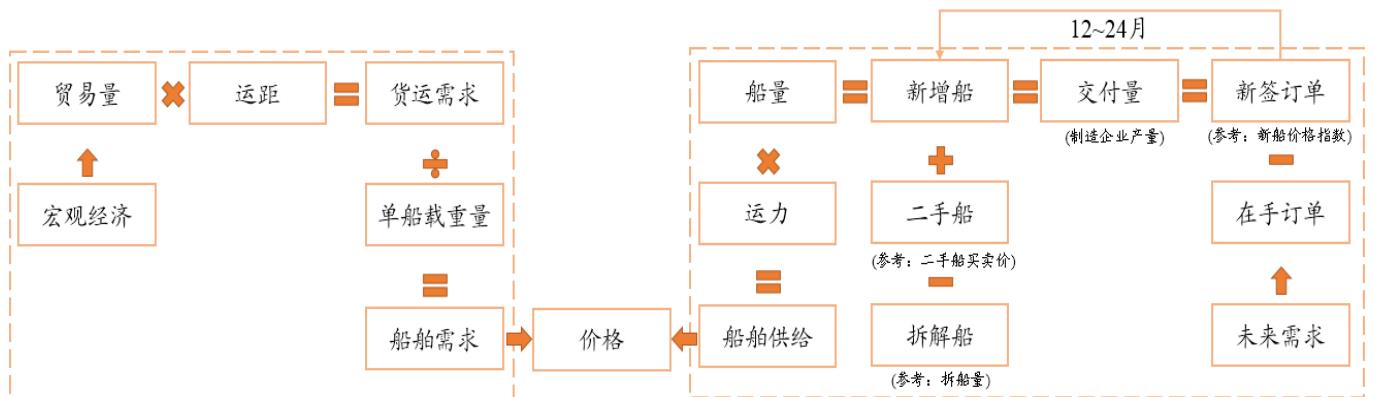


资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

结论：船舶供需的错配导致船舶价格和船运行业周期的波动。

船舶行业的需求主要受宏观经济影响，供给为现有船队及每年船舶新增与拆解数量之差。船舶需求由海运贸易需求决定，其影响因素包含宏观经济和运距，而运距受世界贸易格局影响，相对比较稳定。船舶新增供给为每年新船交付量与拆船量之差，船舶大型化亦会影响船舶运力进而对船舶供给造成影响。由于船舶寿命较长约20年，且新船建造从开工到完成时间约为1-2年，考虑到排期因素，实际下单到交付可能需要更久，因此船舶供需容易错配，难以形成均衡，影响因素包括宏观政策、GDP增速、贸易、汇率、利率、通胀、大宗商品、产业链供应链等等，共同引发了造船行业的供需周期。

图8：造船行业供需模型：供需的错配导致船舶价格和船运行业周期的波动



资料来源：中国船舶工业协会，浙商证券研究所

核心点之产业链构成：上游原材料及设备、中游多家整船厂、下游全球船东。

船舶制造行业为关乎国民经济发展与国防安全的重要产业，是我国制造业中不可或缺的重要组成部分。造船行业上游为原材料、配套设备、船舶设计等，产业链核心上市公司包括宝钢股份、亚星锚链、海兰信、中科海讯、中国动力、中船科技、天海防务等；中游为船舶总装制造，产业链核心上市公司包括中国船舶、中船防务、中国重工等；下游以航运公司和租赁公司为主。

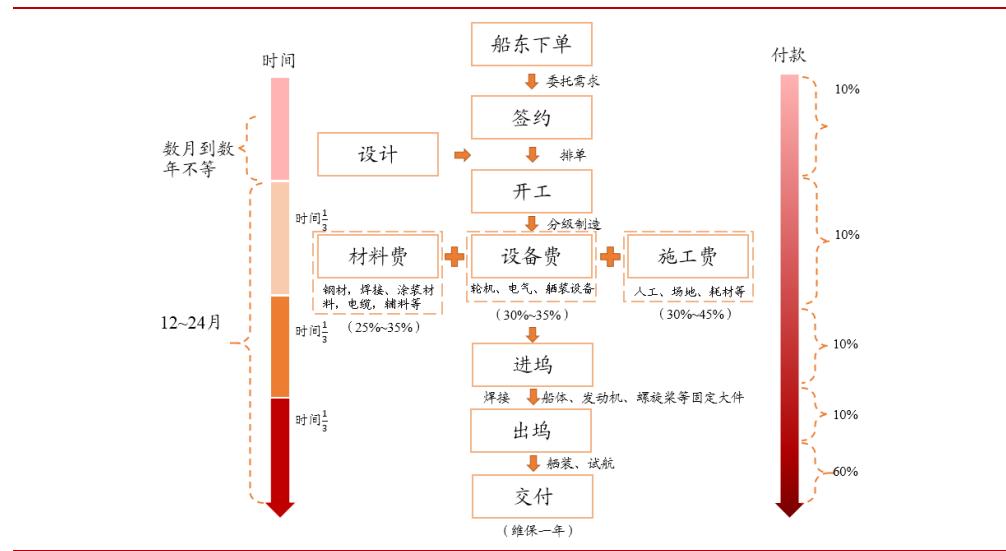
图9：船舶行业全产业链总览，公司处于产业链中游



资料来源：亚星锚链公司官网，浙商证券研究所整理

船舶建造生产流程：一艘船舶制造以船东下单委托需求开始，签订合同支付约10%-30%定金不等；签约完毕后船厂开始进行排单安排，考虑到造船整体周期较长及船坞数量有限，排单时长从数月到数年不等；开工后各产业链环节进行分级制造，大体分为材料费（包含钢材、焊接、涂装材料、电缆、辅料等）、设备费（包含动力轮机、电气设备、舾装设备、声呐等）和施工费（包含船坞场地费、人工费用、耗材等）。分级制造完毕后进入船坞进行大件组装，包含船体结构焊接、发动机/螺旋桨等固定大件安装，出坞后进行舾装及试航，最后交付。

图10：船舶生产制造流程图



资料来源：中国船舶工业协会、行业数据整理，浙商证券研究所

核心观点：制造成本中“钢材”采购价低于合同价利好公司毛利率提升。

船舶制造成本由设备、原材料、人工成本构成。船用配套设备主要包括主推进器、主发动机、应急发动机和电气通导等。船用柴油机是船舶最主要的配套设备，是船舶的“心

“脏”。原材料成本中，钢材价格占据较大份额，钢材价格的波动将对船厂成本端带来压力的增大或者减轻。

图11：2021年钢材价格处于较高位置，后期钢材采购价格走低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

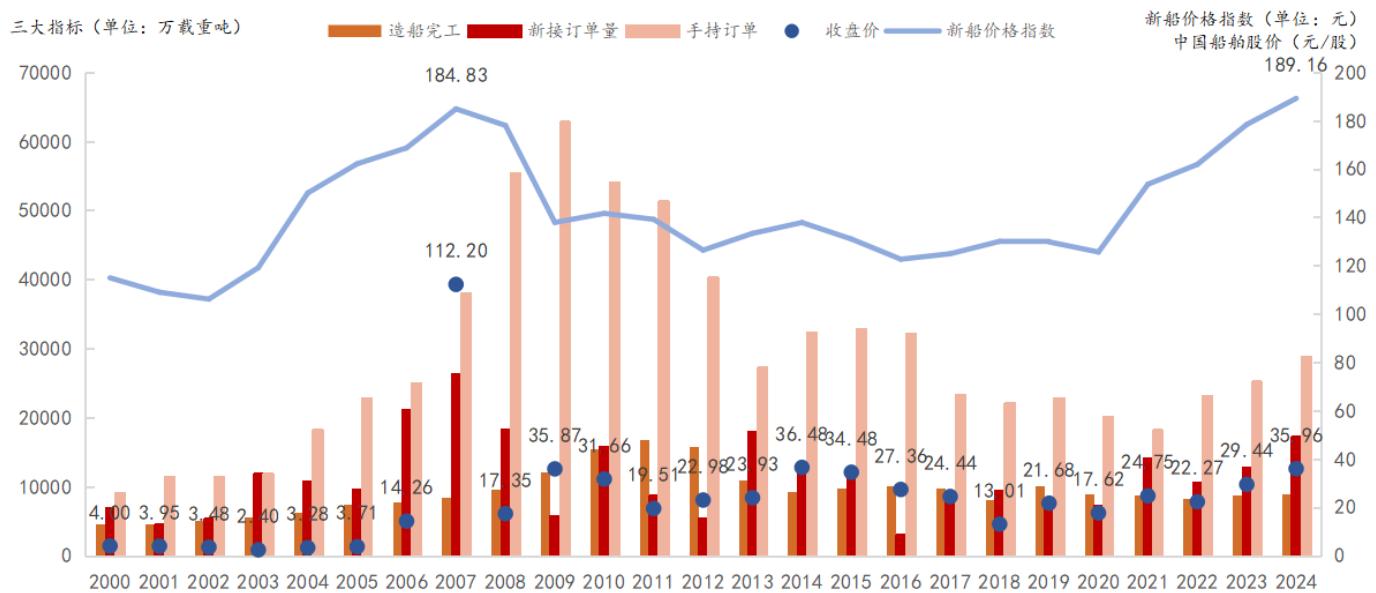
2.2 核心研究跟踪指标：运价、租价、新船造价及新接订单

核心观点：行业景气度通过前瞻性航运指数反映，公司股价与密切相关。

前瞻性的运价指标对行业发展起着关键性作用。通过复盘，2000-2023年期间行业大致可分为以下几个部分：2000-2007上行阶段，由于海运价格持续回暖，行业逐渐进入高运价区间，伴随公司盈利能力及毛利率持续提升；2008-2020下行阶段，由于全球金融危机导致贸易量显著下滑，叠加前期产能过剩导致海运价格大幅下降，行业股价及盈利能力随之走低；2021-2023回暖阶段，由前期集装箱船运价大涨带来的船东盈利下单，叠加换船周期以及环保政策驱动等因素，海运需求及价格部分回暖，后期有望扩散至其他船型，带动新一轮行情持续接力上行。

以中国船舶股价为例，通过复盘新船价格指数、新接订单量、手持订单量以及交付订单量数据及趋势可知，2002-2007船价上行阶段，中国船舶股价走势总体符合船价走势，但股价峰值先于船价峰值出现；2002-2007期间新接订单量处于先增长后有一定回落再大幅增长的趋势，中国船舶股价在2002-2003整体上涨幅度不大，2005-2007“量价齐升”带来股价显著上涨。

图12：以中国船舶股价为例，行业新接订单及新船造价为核心前瞻性指标（本图重点复盘行业核心指标趋势）



资料来源：克拉克森，Wind，中国船舶工业协会，浙商证券研究所

核心观点：前瞻性指标运价等影响船东盈利能力，叠加换船周期及新增需求，影响船厂新接订单及新船造价。

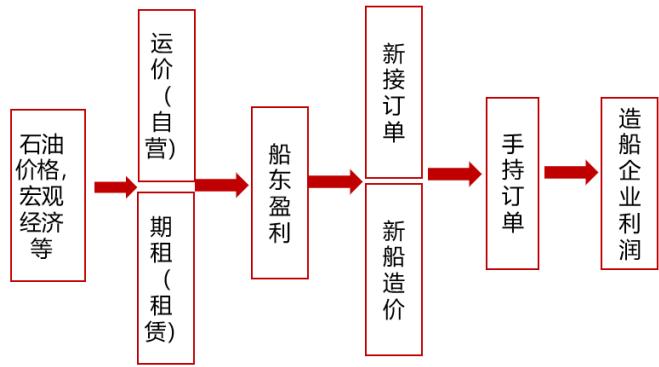
船舶产业链传导逻辑：石油价格、宏观经济等因素影响全球贸易需求，贸易/海运量的增减影响船东收入及利润，主要观测指标为运价（集装箱运价、干散货运价、原油运价等）以及期租价格（主营租赁生意的船东的利润来源）；当运价及期租价格上涨时，船东在原成本基本不变的前提下实现盈利，从而存在资本开支需求（新增、置换）；新订单下达过多后产能不足，船东为抢占船位支付溢价，造船价格随之上涨，船厂手持订单有望“量价齐升”，最终兑现为业绩的释放（一艘船需要2-2.5年建造周期）。

图13：前瞻性研究指标：SFCI、BDTI、BDI



资料来源：浙商证券研究所整理

图14：船舶产业链传导逻辑



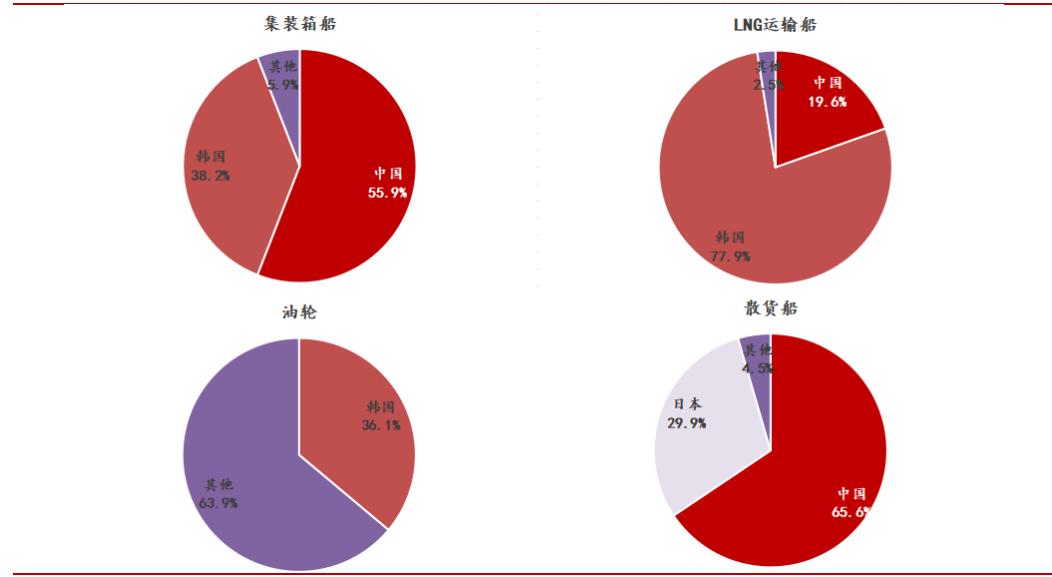
资料来源：浙商证券研究所整理

2.3 竞争格局：我国三大指标位于世界第一，后期高端船型有望赶超韩国

船舶制造业具有人力密集、技术密集、资本密集的特征，其产业转移路径符合产业梯度转移理论，即由工业化及劳动力成本的高梯度国家地区向低梯度国家地区转移。低梯度国家对船舶产业的承接顺序则呈现技术梯度由低到高、先总成后配套的规律，分为第一阶

段“量”的转移和第二阶段“质”的转移；在快速成长期，劳动力成本是驱动“量”的转移的关键因素；在产业转型期，技术变革是实现“质”的转移的重要机遇。政策通过影响以上要素一定程度上影响供求关系，对船舶工业发展产生重要影响。

图15：2024年中日韩分船型交付量（%），我国在多种船型均占优，韩国在LNG船实力最强



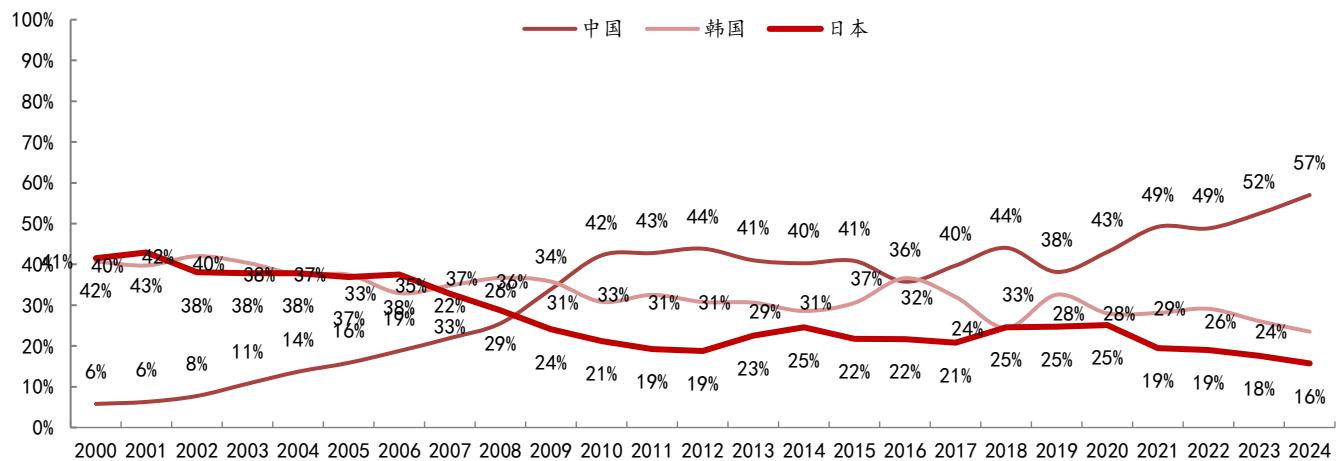
资料来源：海平线 ocean horizon，浙商证券研究所

现阶段全球造船市场格局及近况：

欧洲：造船份额萎缩，仅在豪华邮轮保持优势；**日本：**退居第三，但船舶工业体系完整，本土订单稳定；**韩国：**外向型造船强国，垄断高附加值船型市场。韩国是典型的外向型经济国家，建造的船舶以出口为主。2008年金融危机之后，在韩国政府强力政策支持引导下，韩国实现由高增速向高质量转型的过程，长期称霸LNG船等高附加值船舶市场。同时，韩国政府通过限制船舶配套产品进口、加强欧洲与日本技术合作引进等方式，建立起较为完善的船舶配套产业，本土配套装船率达90%以上。

中国：现阶段三大造船指标均居世界第一，但高端船型仍有差距。中国在高附加值市场将与老牌造船强国韩国直接竞争，在传统船型则面临着新兴经济体越南、菲律宾等劳动成本较低国家的挑战。通过多方面因素对各国造船业竞争优势进行对比剖析，中国船舶工业具备扎实的产业发展基础，与欧日韩在效率、技术上的差距正在持续缩小，应继续巩固常规船型的规模优势地位，坚定不移地进行产业转型升级，实现由造船大国向造船强国的跨越。

图16：2020-2024年中日韩三国完工量市场份额变化，我国与韩国高级船厂竞争日趋白热化



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

核心观点：我国成本、市场方面占优，研发、效率方面不断缩小差距，在政策上大力支持全产业链发展。

优势之一：成本。船舶建造中，主船体钢材是影响造船成本关键的因素之一，中国是全球最大的生产国和消费国，国内钢铁行业与造船行业在共同发展中结成了长期、稳固的上下游合作关系，为造船企业提供了稳定、优质的原材料供应，导致中国船用钢板具有一定的价格优势。

图17：2025年日本及韩国船用钢板价格比我国高28%、27%



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

优势之二：市场。我国已成全球第一大船东国，本土船队需求量巨大。据 Clarksons 研究数据，截至 2023 年 8 月 12 日，我国船东所持有的船队规模已经达到 2.492 亿总吨，市场份额占比为 15.9%(中国船东的船队价值约为 1800 亿美元)，略高于希腊船东的 2.490 亿

总吨，市场份额占比 15.8%（希腊船东的船队价值约为 1630 亿美元）。截至 2024 年底，我国船队总运力已增至 2.926 亿总吨，本土船队的更新置换及新增需求将有力支撑船舶配套产业链发展。

图18：2025年1月中国以 2550 亿美元船队总价值成为全球第一大船东国

Country	Grand Total (USD mil)	Bulkier	Tanker	Container	Small Dry	LNG	LPG	OSV	OCV*	MODU	Vehicle Carrier	RORO	Reefer	Renewable*	Cruise
China	\$255,236	\$68,454	\$47,991	\$63,533	\$12,732	\$26,913	\$9,034	\$3,728	\$943	\$10,306	\$7,416	\$136	\$213	\$79	\$3,750
Japan	\$231,381	\$61,920	\$35,368	\$37,834	\$9,231	\$40,927	\$15,138	\$92	\$64	\$705	\$24,777	\$1,784	\$1,279	\$28	\$2,227
Greece	\$188,125	\$54,371	\$71,377	\$18,302	\$513	\$32,404	\$7,026	\$896	\$988	—	\$1,861	\$79	\$131	—	\$230
USA	\$116,447	\$4,054	\$10,785	\$4,938	\$346	\$4,021	\$1,705	\$12,131	\$3,231	\$12,145	\$1,552	\$2,609	\$101	\$184	\$58,638
Singapore	\$107,213	\$18,180	\$25,748	\$32,873	\$1,729	\$2,117	\$14,042	\$4,459	\$1,310	\$3,197	\$3,241	\$41	\$214	\$40	\$7
South Korea	\$69,646	\$10,055	\$12,437	\$15,088	\$1,707	\$7,190	\$3,819	—	—	—	\$8,912	\$191	\$227	\$4	\$13
UK	\$69,425	\$4,318	\$9,549	\$11,769	\$543	\$3,071	\$5,256	\$1,235	\$1,013	\$12,378	\$1,391	\$478	\$96	\$489	\$17,831
Norway	\$68,467	\$4,455	\$10,953	\$2,295	\$1,909	\$13,565	\$3,122	\$4,404	\$5,453	\$10,616	\$10,803	\$42	\$85	\$24	\$735
Switzerland	\$67,988	\$779	\$1,841	\$41,03	\$456	—	—	\$200	\$416	\$8,095	\$805	\$35	—	—	\$14,252
Germany	\$59,443	\$7,064	\$4,677	\$27,698	\$7,044	\$1,134	\$1,462	\$166	\$146	—	\$243	\$104	\$79	\$129	\$9,389

资料来源：中国远洋海运 e 刊、VesselsValue、浙商证券研究所

提升之一：效率。船舶建造效率是造船厂竞争力的关键体现。近年来中国在造船效率取得长足的进步。与韩国对比来看，中国造船厂在高难度的气体船及大型集装箱船上制造效率仍有进一步提高的空间，但其他船型制造效率差距相对较小，我们认为随着中国造船厂持续的经验积累以及在设计、生产、管理全方位能力的提升，中国与造船强国的船舶制造效率差距将进一步缩小。

表2：2021年中韩典型船型关键建造周期对比，我国在高端船型的效率上还跟韩国有较大差距

船型	中国关键建造周期/d	韩国关键建造周期/d	中韩周期比
18-21 万 t 散货船	195	152	1.28
2 万 TEU 集装箱船	340	230	1.48
15 万 t 原油船	250	195	1.28
17.4 万 m ³ LNG 船	250	180	1.39
8.4 万 m ³ 超大型液化气船	400	240	1.67

资料来源：郑金波等《中韩造船业国际竞争力对标分析》，浙商证券研究所整理

提升之二：研发。中国船舶制造企业盈利能力高于韩国企业，研发投入比例较高。从研发费用率上，中国船舶制造企业研发投入均高于韩国，反映中国在高技术、高附加值领域的科研创新投入强度较高。船舶行业正在进入新一轮上行大周期，随着中国造船业规模的增长，高附加值船型建造经验积累越来越多，研发投入越来越高，有望实现全面赶超。

表3：中韩头部造船企业经营指标对比，我国企业研发费用率显著高于韩国企业（2024年）

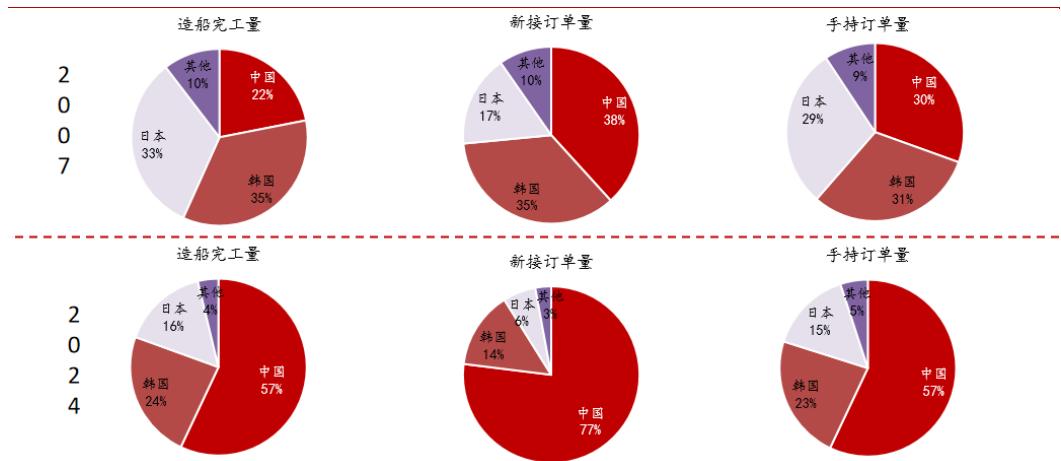
财务指标	中国					韩国
	中国船舶	中船防务	扬子江造船	现代重工	三星重工	韩华海洋
营收（亿元）	785.84	194.02	267.87	715.34	489.01	532.12
研发费用率	4.59%	4.58%	—	0.80%	0.80%	0.60%
毛利率	10.20%	7.76%	28.66%	10.31%	9.30%	6.35%
净利率	4.91%	2.43%	24.77%	4.29%	0.54%	4.90%

资料来源：Wind、国际船舶网，浙商研究所整理

总结：产业有望随产业升级+提质增效持续向中国集中。

对比来看，尽管中国船舶制造业虽起步较晚，但成本优势明显、本土市场强大、持续提质增效、加大研发投入，结合完整的工业体系与大量内需军船订单（保证周期底部船厂仍能开工），产业发展基础相对更牢固。随着中国船企实现核心技术突破以及深化精细化管理，将加速抢占韩国在高附加值船型的市场份额，实现产业转型升级。

图19：2024我国完工量、新接订单量、手持订单量占比57%、77%、57%，对比2007年显著提升



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

2.4 需求：量价齐升，环保政策及下游运力紧缺共促增长

核心观点：与上一轮周期相比，现阶段我国造船完工量全球占比50%，手持订单量全球占比55%，产能效率，竞争能力显著提高。

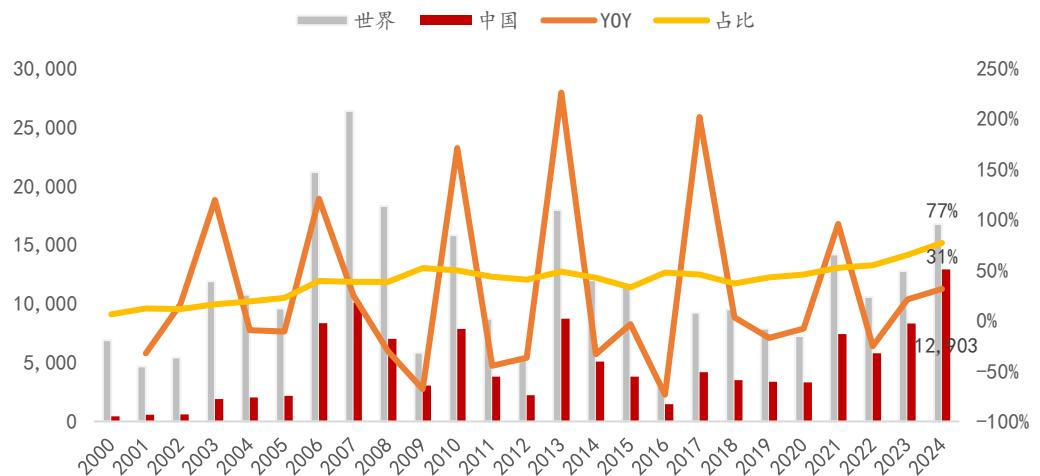
2024年中国造船完工量、新接订单量、手持订单量占全球比重分别为57%、77%、57%。

我国造船完工量在全球龙头地位进一步加强。造船完工量指标，我国2024年全年实现5025万载重吨，同比增长9%，是2011年峰值时期的70%；2011年峰值时期我国造船完工量占全球比重43%，相比之下市占率提升了14pct。

我国船厂技术水平进步，我国拿单能力显著提升。新接订单来看，2024年我国实现12903万载重吨，同比增长55%，占全球比重77%。2013年峰值阶段我国新接订单占全球49%，2024年我国市占率相较上一轮峰值时期提升28pct。

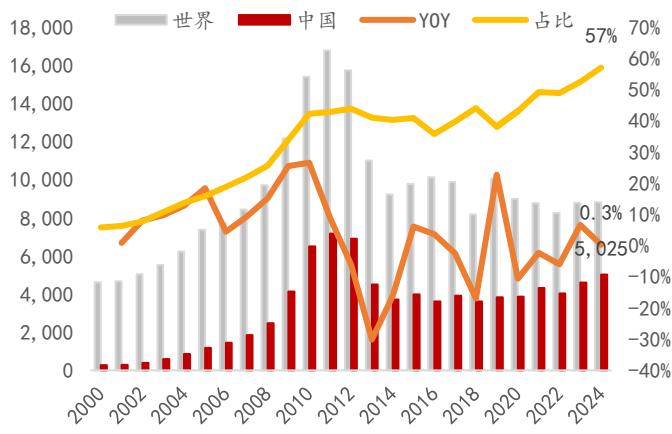
我国造船业在全球龙头地位显著，生产保证系数高。手持订单来看，2024年我国实现16451万载重吨，同比增长27%，占全球比重57%，是2009年峰值时期的70%；在2009年全球手持订单峰值时期，我国手持订单量占全球比重37%，相比当时目前我国市占率提升20pct。

图20：2024年我国新接订单量占全球77%（万载重吨，%）



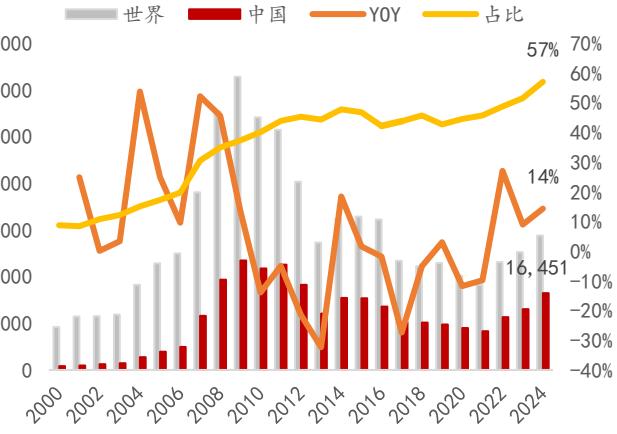
资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

图21：2024年我国造船完工量占全球57%（万载重吨，%）



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

图22：2024年我国手持订单量占全球57%（万载重吨，%）



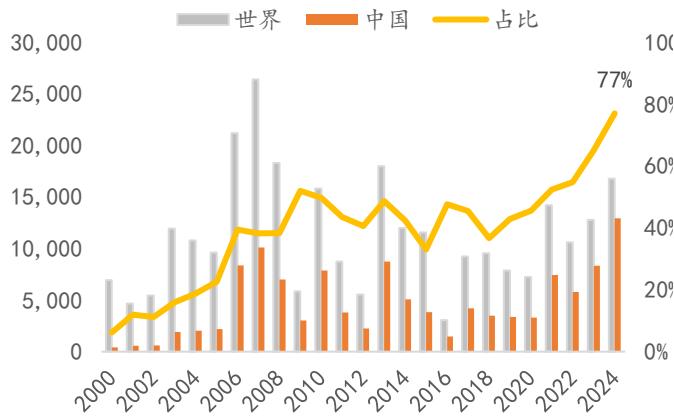
资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

核心观点：与上一轮周期相比，现阶段我国新接订单中集装箱船、LNG 船占比显著提升。

2024年，我国实现新接订单12903万载重吨，同比增长55%，占全球比重77%。；新接订单量是2007年峰值的71%；与2007年峰值相比，我国新接订单全球份额提升39pct，我国新接订单实力提升显著；

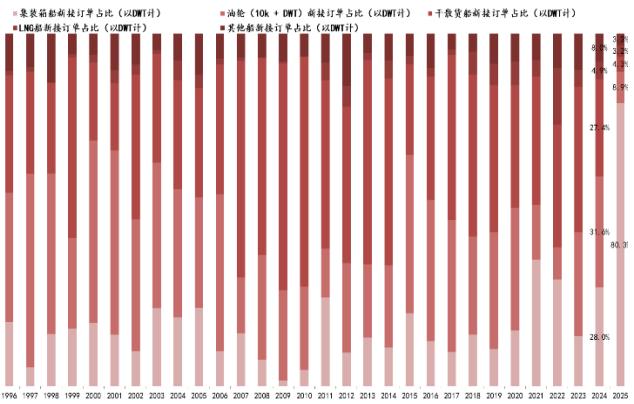
分船型看，2024年集装箱船、散货船、油轮及LNG新接订单占总额比重分别为28%、26%、32%和5%，而2007年峰值时期分别为15%、61%、16%和1%，LNG船占比低到可以忽略不计，表明现阶段集装箱船、油轮及LNG船等高附加值船型是未来发展重要趋势。与本轮周期开启的2021年相比，2024年集装箱船的占比有显著下降，但油轮的占比提升较大，LNG船也有一定提升，表明本轮周期由箱船开启，油轮已经接力行情持续向上，后期有望逐渐扩大到其他船型的景气上升期。

图23：2024年我国新接订单量占全球77%（万载重吨，%）



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

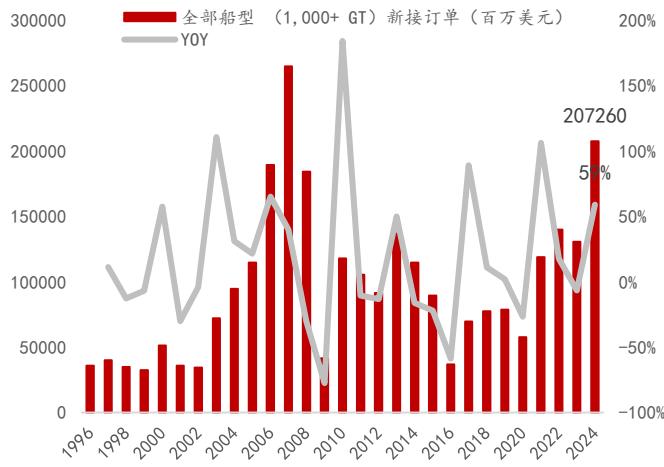
图24：2024年集装箱船占比同比提升较大（%）



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

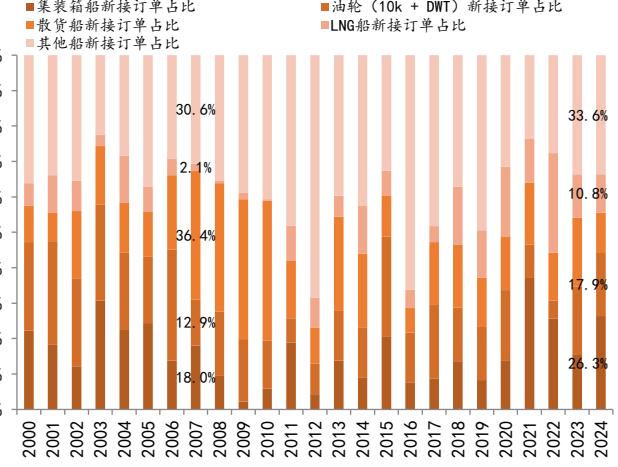
从金额看，2024年全球实现新接订单合计2073亿美元，同比增长59%；2007年峰值时期新接订单2647亿美元，2024年新接订单是2007年峰值的78%（新接订单量以载重吨计是峰值的65%），船价及合同总金额还有上升空间；2024年全部船型新接订单金额之中，箱船、油轮、干散及LNG以百万美元计价值占比分别为26%、18%、11%及11%。

图25：2024年新接订单总额同比增长59%（百万美元，%）



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

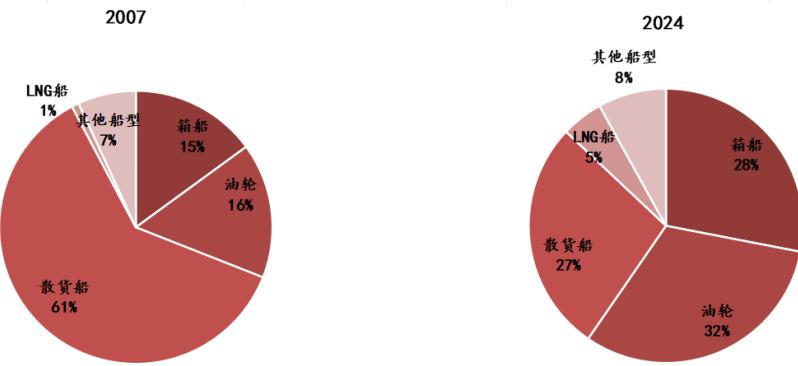
图26：2024年箱船新接订单金额占比最高，约占26%



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

综上，通过对比2007-2024年新接订单各船型市场份额占比，可见本轮周期高端、高附加值船型是未来重点发展趋势；现阶段集装箱船、油轮已经下单或者正在进行大规模下单，干散货船作为存量最多的一种船型，后期随换船时间愈发紧迫，长期有望迎来大规模下单。

图27：2007-2024年集装箱船、油轮、LNG船新接订单占比有所提升



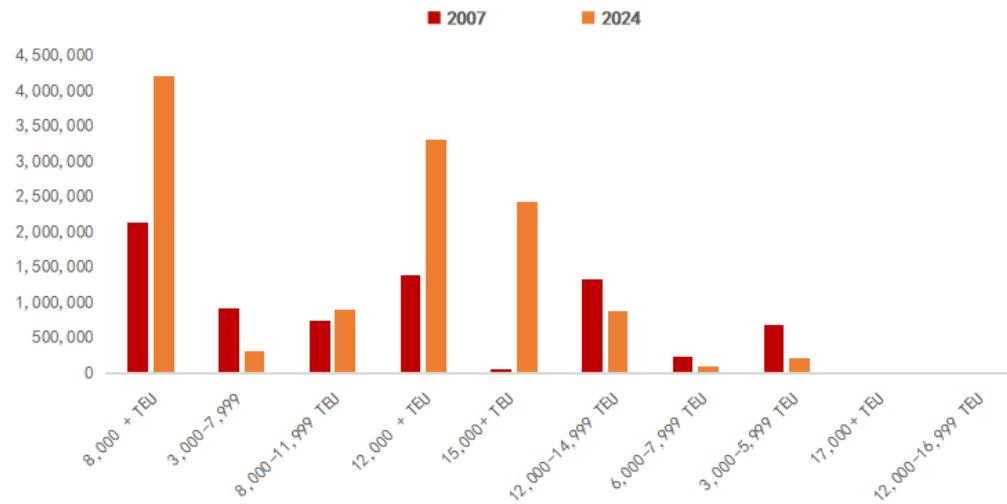
资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

量的变化之二：细分船型结构的变化

核心观点：未来大型船舶成主流下单趋势，高端船厂有望优先受益。

以集装箱船为例，通过分析2007-2024年细分船型下单量的变化，其中15000+TEU船订单量从2007年的0.64%总份额占比增加至2023年的19.61%总份额，船舶大型化趋势明显；其余船型均有一定比例的下降，这跟2023年新接订单仅为2007年峰值的48.4%有关，但多种小型船舶市场份额均有降低，未来船东偏好预计向大型、双燃料、智能化船舶倾斜。

图28：2007-2024集装箱船细分船型变化，1.5万+TEU箱船份额显著提升（单位：TEU）



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

核心观点：2025年10月船价指数位于历史峰值97%，本轮船舶周期中箱船、油轮、干散货船涨幅较大。

截止2025-10-31，克拉克森新船造价指数报收184.87，同比下跌2.52%，位于历史峰值97%分位；其中，集装箱船新船造价指数收报115.75，同比下跌1.41%，位于历史峰值的90%分位；油轮新船造价指数收报211.76，同比下跌5.08%，位于历史峰值的83%分位；散货船新船造价指数收报167.45，同比下跌4.54%，位于历史峰值的70%分位；LNG新造船价

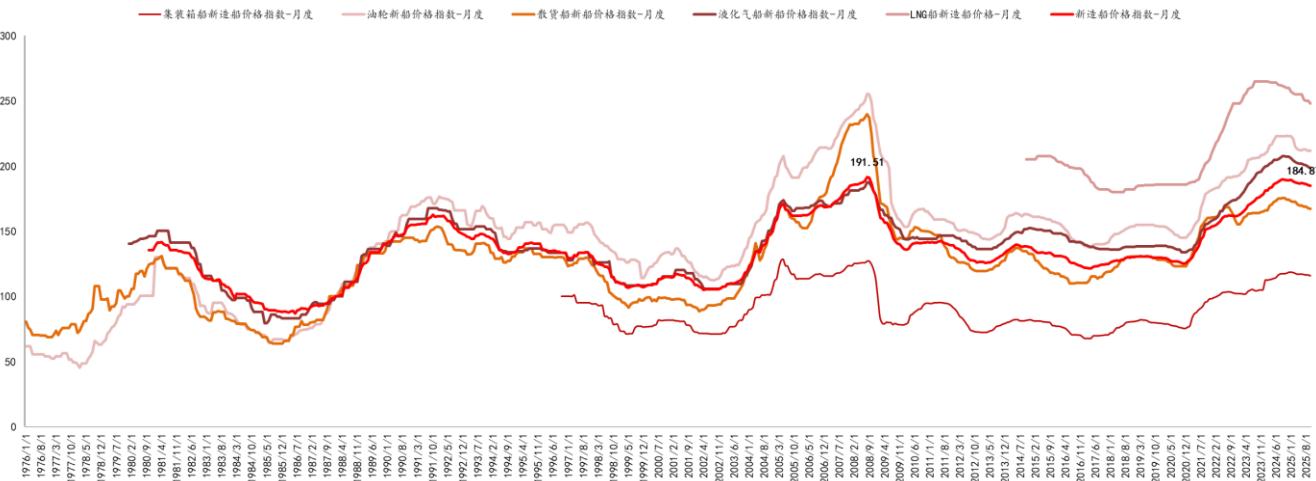
格 2.48 亿美元，同比下降 4.98%，位于历史峰值的 94%。

表4：新船造价指数位于历史峰值 97%，集装箱船、油轮位于历史峰值 80%分位以上

2025. 10. 31	新船造价指数	箱船新造价指数	油轮新造价指数	散货船新造价指数	LNG 新造价
同比	-2.52%	-1.41%	-5.08%	-4.54%	-4.98%
环比	-0.38%	-0.58%	-0.09%	-0.13%	-0.8%
与本轮周期起点 (2021 年 1 月) 相比	45.44%	51.56%	44.18%	32.43%	32.98%
历史峰值分位	96.53%	90.17%	82.93%	69.88%	93.58%

资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

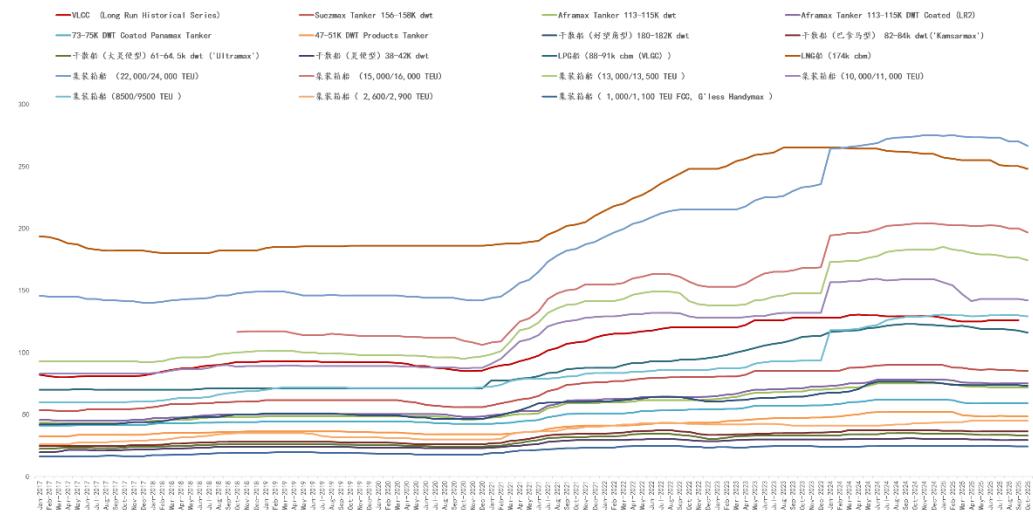
图29：新船价格指数自 2021 年以来显著上涨，截至 2025-10-31 新船价格指数处于历史峰值 97% 分位



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

通过分析不同船型价格走势可知，自 2021 年以来，大型箱船、LNG 船现阶段单船价值量最高，集装箱船、油轮涨幅最大。截至 2025-10-31，2.2/2.4 万 TEU、1.5/1.6 万 TEU、1.0/1.1 万 TEU 集装箱船报收 2.67、1.97、1.74 亿美元/艘，相比 2021 年初累计涨幅分别为 85%、82%、77%；VLCC、苏伊士型、阿芙拉型油轮报收 1.26、0.85、0.72 亿美元/艘，累计涨幅分别为 43%、48%、52%；好望角型、巴拿马型散货船报收 0.73、0.36 亿美元/艘，累计涨幅分别为 52%、35%；17 万 cbm 型 LNG 船报收 2.48 亿美元/艘，累计涨幅 33%。

图30: 2.2/2.4万TEU箱船、VLCC、好望角型散货船、LNG 累计涨幅 85%、43%、52%、33%



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

核心观点：船位的紧张与包括劳动力成本在内的普遍通胀压力促船价持续创新高。

另一个视角看待新船造价：克拉克森新船造价指数是基于名义美元价格计算的，对于造船这种传统制造业，行业内在做新造船价格统计时一般不考虑通胀等因素；造船行业主要通过工艺效率的提升以及自动化的投入等来降低成本；依据克拉克森研究报告显示，从成本及美元购买力角度，实际船价可能比表观数据要低，理由如下：

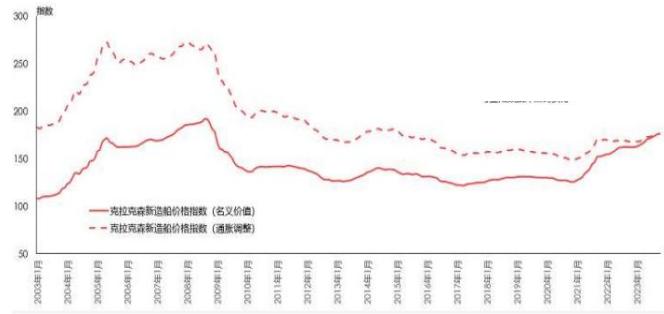
一、劳动力成本、平均载重吨及双燃料船型导致单船表观价格上涨：原材料成本上升和汇率波动为船厂面临的最大压力。过去三大造船国中除中国以外，韩国和日本的通胀一直保持在低位；但进入2021年后，日韩的通胀明显上升，韩国三大造船厂过去3年平均工资上涨15%-20%。包括中国在内的造船国普遍反馈招工困难，劳动力成本上升。此外，船舶大型化趋势仍在持续。标准巴拿马型散货船大小从最初不到60000载重吨升级到82000载重吨。克拉克森统计，自2008年至今，全球散货船船队的平均载重吨上涨28%。如今围绕绿色环保升级的环保船型，也意味着额外的建造成本支出。当前气体运输船、汽车运输船新造船订单均为双燃料船型。

图31: 以部分箱船为例，双燃料船比常规燃料贵约 10%-15%

	Containership 15,000/16,000 TEU Newbuilding Prices (Conventional Fuel)	Containership 15,000/16,000 TEU Newbuilding Prices (LNG Dual Fuel)	Containership 22,000/24,000 TEU Newbuilding Prices (Conventional Fuel)	Containership 22,000/24,000 TEU Newbuilding Prices (LNG Dual Fuel)
Jul-2023	165.00	192.00	225.00	253.00
Aug-2023	165.00	192.00	226.00	254.00
Sep-2023	166.00	193.00	230.00	258.00
Oct-2023	168.00	193.00	233.00	260.00
Nov-2023	168.00	193.00	234.00	261.00
Dec-2023	168.50	193.50	235.50	262.50
Jan-2024	169.00	194.50	236.50	264.00
Feb-2024	169.50	195.00	237.00	264.50

资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

图32: 通胀调整后的新船价格指数，距离峰值有 30%以上差距



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

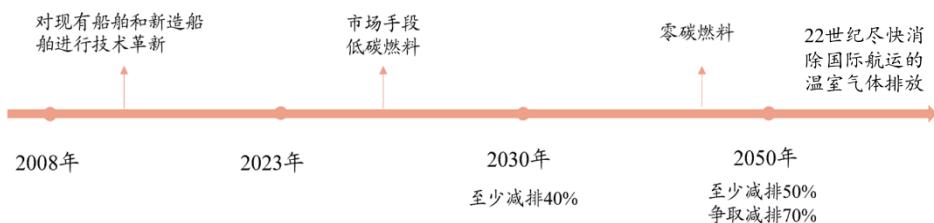
二、美元购买力，去除通胀调整较历史峰值有 30%以上差距：新造船订单大多以美元计价。抛开成本因素，我们从美元购买力分析。克拉克森图表展示了基于美国 CPI 进行通胀调整的克拉克森新造船价格指数，反映美元“消费能力”随时间的变化。调整后，克拉克森新造船价格指数达到 2012 年以来的最高水平，较 2008 年的历史峰值仍有 30%以上的差距。

结论：我们认为，在船“越造越大”、双燃料升级的表观因素，以及劳动力成本提升、通胀等因素之下，真实船价仍有较大上涨空间，本轮周期峰值船价有望超过上一轮峰值。

政策驱动：环保属性加持，双燃料船占比显著提升；该政策会导致 1、换船周期提前；2、单船价值量提升。

环保属性：船舶航运业带来的环境污染问题亟需解决。国际海事组织（IMO）致力于推动航运业的温室气体减排工作，2018 年通过了《减少船舶温室气体排放的初步战略》，确定了温室气体减排的量化目标及措施，通过对现有船舶和新造船进行技术革新以及推广低碳燃料，逐步实现减排，计划至 2050 年至少减排 50%，最终目标为 22 世纪尽快消除国际航运的温室气体排放。阶段性减排目标为 2030 年全球海运每单位运输活动的平均二氧化碳排放与 2008 年相比至少降低 40%，并努力争取到 2050 年降低 70%。为尽快消除国际航运产生的温室气体排放，制定的短期措施为改善新船和现有船的技术和运行能效，中长期措施为引入替代性低碳和零碳燃料实施计划，推动换船速度增加，新订单双燃料船舶单船价值量提升。

图33：IMO 推动船舶行业减排举措及目标，至 2030 年减排 40%，2050 年争取减排 70%



资料来源：郑洁等《绿色船舶低碳发展趋势与应对策略》，浙商证券研究所

平均船龄走高或加速船东下单。从下图可知，截至 2025 年 10 月底，集装箱船平均船龄已达 14.1 年，创历史新高；油轮平均船龄 14.07 年，距船龄峰值 0.56 年；散货船平均船龄 12.78 年，距船龄峰值 2.18 年。三大船型平均年龄自 2013 年以来均持续上涨，船队老龄化带来的问题包括不符合环保新规、维修保养费用提升、保险成本上涨以及效率降低等问题。

图34：三大船型平均船龄，箱船已达历史新高，油轮、干散货持续走高（单位：年）

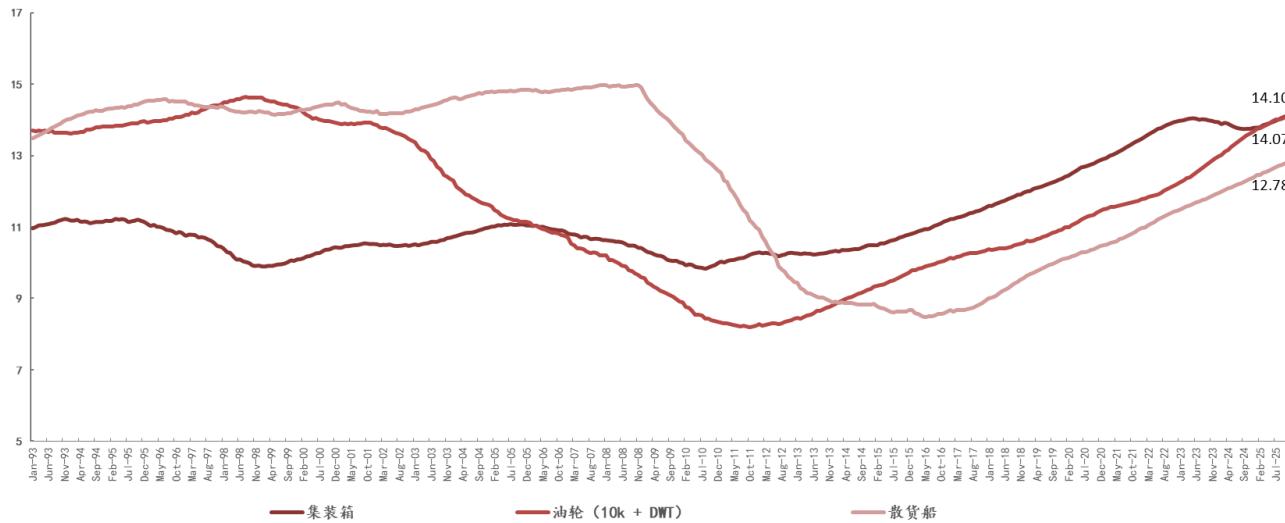


表6：原油、成品油运输供需平衡表，2025年原油运力仍旧紧缺

	2022	2023	2024	2025 (f)	2026 (f)	2027 (f)
原油	需求增速-货量	6. 50%	2. 10%	-1. 20%	1. 30%	1. 20%
	需求增速-吨海里	6. 40%	5. 80%	2. 00%	0. 70%	0. 90%
	供给增速-有效运力	4. 20%	1. 80%	0. 30%	0. 90%	3. 00%
	供需增速差	2. 20%	4. 00%	1. 70%	-0. 20%	-2. 10%
成品油	需求增速-货量	5. 30%	2. 10%	-0. 80%	-3. 60%	1. 20%
	需求增速-吨海里	6. 80%	6. 60%	6. 70%	-3. 10%	1. 90%
	供给增速-有效运力	2. 00%	2. 00%	1. 70%	5. 30%	5. 90%
	供需增速差	4. 80%	4. 60%	5. 00%	-8. 40%	-4. 00%

资料来源：克拉克森，截止 2025-11-28，浙商证券研究所

根据克拉克森报告显示，截止 2025-11-28，2024 年全球干散货需求量为 58.57 亿吨，同比增长 3.4%；吨海里数增速为 4.5%。通过下表可知，2025、2026、2027 年干散货航运市场供需增速差基本平衡，暂无明显大幅度新增需求。但受益于船东船队更新及新能源化需求，后续干散货船市场仍值得期待。

表7：干散货船运输供需平衡表，2025、2026、2027 年运力大于需求

	2022	2023	2024	2025 (f)	2026 (f)	2027 (f)
需求增速-货量	-2. 30%	3. 70%	3. 40%	0. 50%	0. 90%	0. 70%
需求增速-吨海里	-0. 70%	5. 80%	4. 50%	1. 40%	2. 10%	1. 70%
供给增速-有效运力	2. 90%	3. 10%	3. 00%	3. 00%	3. 50%	3. 10%
供需增速差	-3. 60%	2. 70%	1. 50%	-1. 60%	-1. 40%	-1. 40%

资料来源：克拉克森，截止 2025-11-28，浙商证券研究所

2.5 供给：产能大幅出清，供不应求或持续推高船价

核心观点：船厂运载已近饱和，但活跃船厂数量显著下降，行业出清 2/3 造船供需紧张预计持续推高船价。

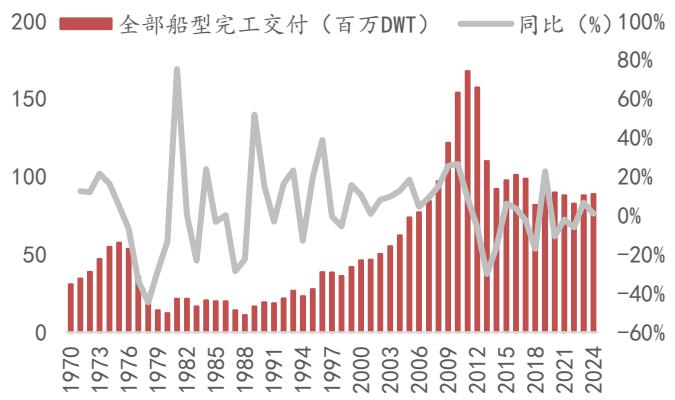
产能饱和，船厂运转已逼近历史峰值：根据官方数据显示，2023 年我国造船产能利用检测指数 (CCI) 报收 894 点，与 2022 年相比提升 130 点，同比增长 17%。从全年来看，CCI 指数呈现季度增长的态势：一季度 CCI 报收 772 点，环比提升 8 个点；二季度 CCI 798 点，环比提升 26 点，环比增长 3.4%；三季度报收 878 点，环比提高 80 点，环比增长 10%；四季度报收 894 点，为自 2012 年以来最高水平。展望未来，船企手持订单充足、产能利用情况良好，预计 CCI 水平将保持在较高水平波动。

图35：我国造船产能利用监测指数 2023 年逼近 900 点



资料来源：中国船舶工业行业协会，浙商证券研究所

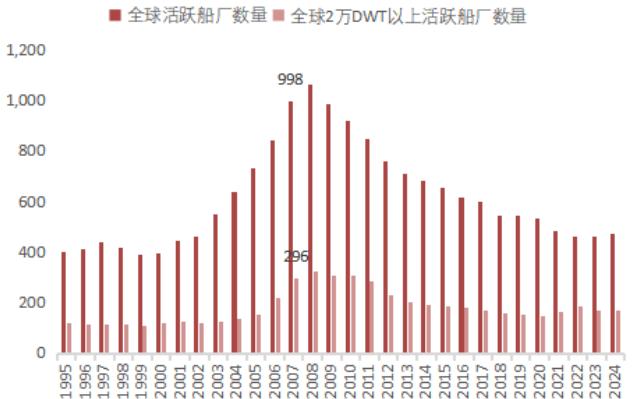
图36：2024 年全球船舶交付量同比增长 1%



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

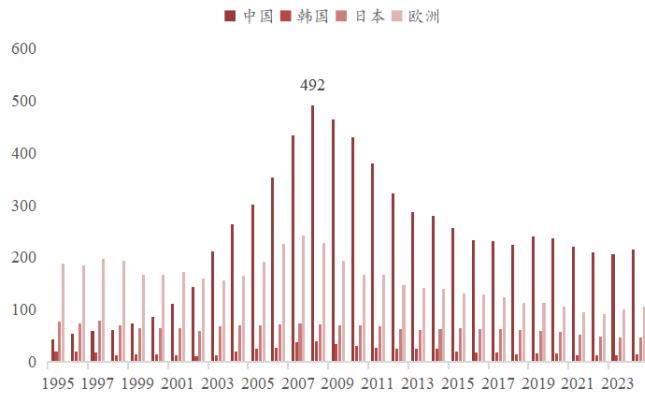
活跃船厂数目显著下降：与周期峰值相比，活跃船厂数目显著下降：截至 2024 年底，全球活跃船厂 473 个，比 2008 年峰值 1065 个下降了 56%；其中 2024 年 2 万 DWT 以上活跃船厂 169 个，比峰值 325 个下降了 48%。我国活跃船厂相比峰值下降 56%，行业产能大幅出清；韩国、日本也分别相较峰值下降了 63%、41%。我们认为在上一轮周期的下行萧条阶段，小型船厂破产的比例较大，大型船厂更加坚挺，且未来行业有望进一步集中。

图37：2024 年全球活跃船厂数量相较峰值下降 56%



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

图38：各国活跃船厂数量一览，我国相较峰值下降 56%

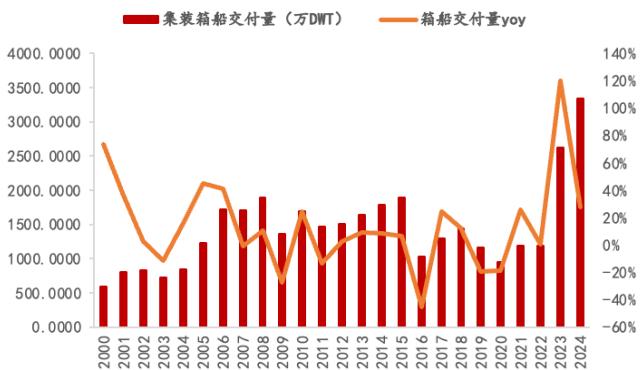


资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

核心观点：交付量仅为峰值的 50%，造船供需紧张预计持续推高船价。

2024 年全球造船完工交付 8887 万载重吨，同比增长 0.9%，为 2011 年峰值的 53%。其中，集装箱船 2024 年全球完工交付约 3337 万载重吨，同比增长 27.3%，交付量创历史新高，是 2008 年行业峰值时期交付量的 1.8 倍；油轮 2024 年全球完工交付约 759 万载重吨，同比下降 49.1%，交付量是 2009 年行业峰值时期的 16%；散货船 2024 年全球完工交付 3384 万载重吨，同比下降 4.2%，交付量是 2012 年行业峰值时期的 34%；LNG 船 2024 年全球完工交付 567 万载重吨，同比增长 85%。

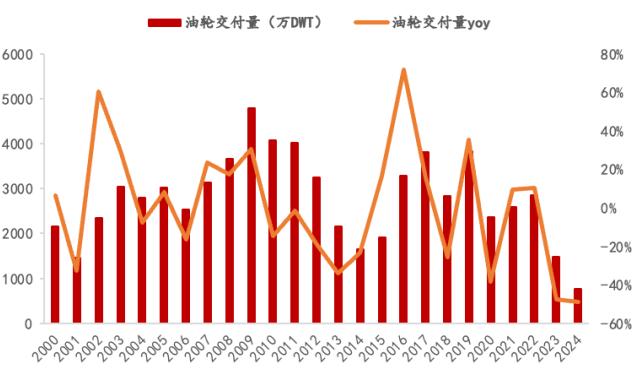
图39：集装箱船交付量，2024同比增长27%（万 DWT, %）



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

图40：油轮交付量，2024同比下降49%（万 DWT, %）

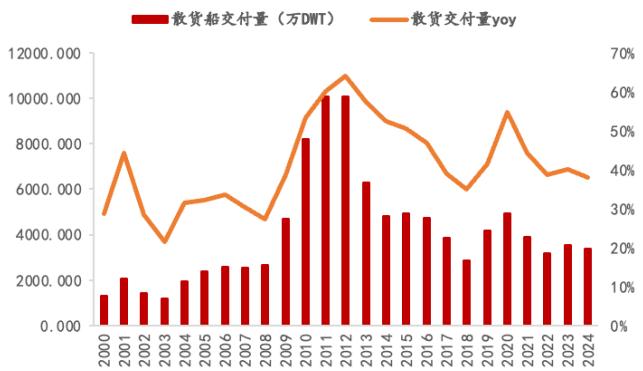
图40：油轮交付量，2024同比下降49%（万 DWT, %）



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

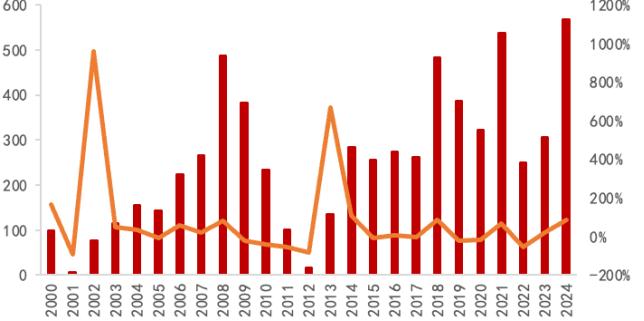
图41：散货船交付量，2024同比下降4%（万 DWT, %）

图41：散货船交付量，2024同比下降4%（万 DWT, %）



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

图42：LNG船舶交付量，2024同比增长85%（万 DWT, %）

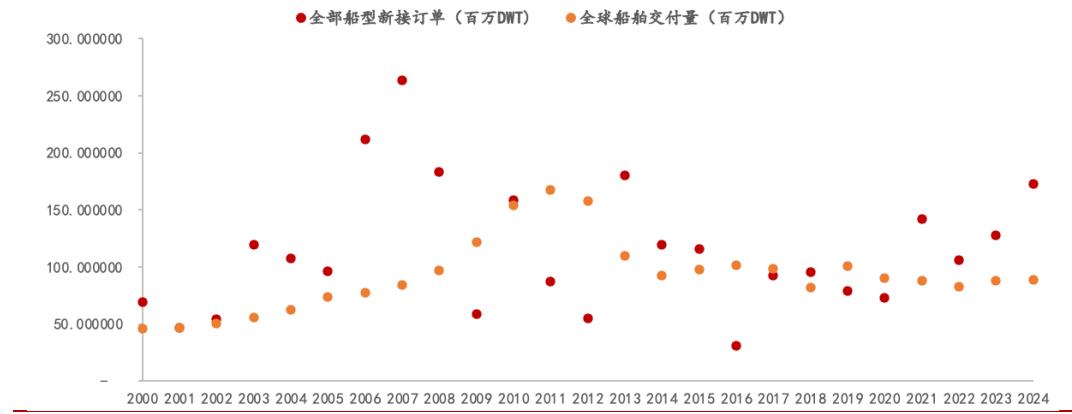


资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

结论：供给持续收缩，或驱动船价进入新高。

结合以上分析，现阶段行业产能已大幅出清，尽管船厂利用效率接近饱和，产能监测指数持续增长，但交付量仍仅为峰值时期的50%左右。考虑到船厂建设周期长、投资金额大且对港口等土地大幅度占用，以及多年积累下来的造船技术存在较高壁垒，短期内产能大幅度扩张可能性较低；同时随着我国“十四五”、“十五五”国防军工不断建设发展，军船的需求增加也可能造成对民船已有产能的挤压。我们认为随着换船周期叠加新增需求及环保政策驱动，供需的紧张有望持续推动船价走高。

图43：尽管交付统计存在一定时间滞后，但仍可看出阶段产能处于紧张状态



资料来源：克拉克森，浙商证券研究所

3 背靠恒力集团，后续有望受益油轮、散货船订单放量驱动周期

景气上行

公司优势：技术领先、设备先进、产业链一体化等优势显著

基础设施优势：公司致力于打造世界一流的船舶及高端装备制造企业，拥有国内排名靠前的单体船厂面积、大型现代化船坞船台和行业领先的钢材加工能力。此外，公司已投入大量资金对原有厂区房屋建筑以及生产设备进行修缮、改造，打造了具有国内领先基础设施的造船基地。目前，公司喷涂车间、涂装车间、钢加厂房、区组厂房及平组厂房配置完备，水平船台及大型干船坞均配备多台大型龙门起重机，可同步建造多艘30万载重吨级以上整船。未来，公司将持续加强现代化的顶尖生产设备投入，通过绿色生产方式、提高资源利用效率等措施，提高船舶的制造精度、性能和环保属性，实现高端绿色船舶的全生命周期管理，满足市场对高端、绿色船舶的需求。

地理位置优势：公司生产基地位于辽宁省大连长兴岛，属于中国三大造船基地之一，也处于全球最适合造船的地理位置之一。船舶建造生产过程复杂，建造期长，且露天作业时间长，造船厂不宜分布在炎热、酷寒、多雨、过湿地区，以避免因恶劣天气导致的生产延误和质量问题。因此，船舶制造对水域条件、地质条件、水运交通条件、气候适宜性等要求极高。公司造船基地具有天然的港口条件及深水岸线优势，适合建造和停靠大型船舶，现代化码头及泊位充足，整个港湾处于防波堤保护下的避风港，全年不冻、少雨，无极端高温及低温天气，气候及水文条件优异，可保障全年开工时间，有利于提升船舶建造效率，缩短造船周期。此外，大连造船业历史悠久，技术实力雄厚。多年来，大连在船舶制造领域积累了丰富的经验和技术创新，能够应对各种复杂和高端的造船需求。未来，公司将充分发挥地理位置优势，打造世界级船厂。

研发设计优势：公司研发团队经验丰富，设计能力行业领先。公司专门设立船舶设计研究中心进行船舶的研发及设计工作，研究中心拥有多名国际一流设计专家，引领设计团队对标国际先进设计理念和技术，各专业室主任牵头把关设计质量，船舶性能指标均处于行业领先水平。目前，公司自主研发设计的超大型VLCC总长不超过333米，型宽60米，载重量30.6万吨，设计方案满足2023年7月最新版散货船/油船共同结构规范，该船型采用减阻型线，安装高效螺旋桨，匹配节能装置，有效降低船舶在风浪中阻力，提高船舶营运航速，满足全球排放控制区要求。未来，公司紧跟国家政策导向及船舶行业发展趋势，积极开发低碳、零碳船舶及低温和超低温气体运输船等高附加值船舶，不断满足高端绿色船舶研发及建造需求，助力船舶行业实现高质量发展及转型升级。

发动机自供优势：公司具备船用发动机自主生产能力，可保证发动机的稳定供应与船舶的交货及时性。发动机视为船舶的“心脏”，为船舶提供动力，确保其正常航行及各项功能的实现。发动机作为船舶采购周期最长的原材料之一，其供货稳定性直接影响船舶的建造进度。如果发动机不能按时到货，可能会导致船舶建造过程中的停工待料，从而延误整个船舶的交付时间。通过发动机自供，公司可实现产业链整合，增强对供应链的控制力，确保关键部件的稳定供应，降低供应链风险，从而保障船舶供应稳定性和交付及时性、优化整船的成本结构，提高公司竞争力和盈利能力。目前，公司成功交付的发动机满足IMO最新排放标准，且与传统机型相比，该机型冲程更长，推进效率更高，更加节能环保，有利于公司船舶产品逐步向绿色高端发展趋势转变。

新接订单优势：公司新接订单量已位居全球前十，接单优势明显，逐步发展为世界一流的船舶及高端装备制造企业。新接订单数量代表船舶制造企业的订单承接能力，是造船行业重要的考量指标之一，而上述指标受船厂地理位置、船厂面积、基础设施配置、研发设计能力等综合因素影响，因此拥有海岸线及港口优势、船厂面积较大、具备大型船舶接单能力、接单数量较高、基础设施配备完善、研发设计能力领先的造船企业将具备成为头部造船企业的潜力。公司虽然为造船行业的新进入者，但在市场需求景气上行背景下，凭借原有资产及后续修缮投入形成的基础设施优势、国内领先的造船厂面积、坐落于大连的天然地理位置优势、发动机自主生产建造能力及研发设计优势等，新接订单量快速提升，2023年公司新接订单数量已位居全球前十，快速成为世界领先的船舶制造企业。未来，公司 will 持续发挥自有优势，提升船舶建造品质、提高接单数量，进一步提升行业地位，为中国由“造船大国”迈向“造船强国”提供支撑力量。

管理优势：公司实际控制人具备丰富的管理经验，极其完备成熟的大型集团化管理经验可助力公司快速成为国际一流企业。公司践行“恒力速度”与“恒力品质”企业文化，建设一流的管理团队和人才生态，通过优化管理流程、提高管理效率、为各个部门均制定“世界一流”目标，持续提高设计、采购、生产、销售等方面的决策速度和执行效率，快速发展壮大并跃居为全球前十的船舶制造企业。公司坚持质量优先、兼顾效率，不断提升船舶建造品质，缩短船舶建造周期，并在追求经济效益的同时，注重环保和安全生产，积极履行社会责任，致力于打造世界级船厂，成为全球造船行业的标杆企业。

3.1 公司有望受益油轮、散货船订单放量，驱动周期景气上行

公司凭借在超大型油轮、大型散货船等优势船型的显著优势，叠加产能扩产后，产能利用率仍有加大提升空间，有望优先受益油轮及散货船订单放量。

公司目前主力船型为散货船、油轮、集装箱船及气体运输船。如上文所述，1) 油轮：原油运力小于需求，仍有大幅下单可能；成品油轮运力大于需求，暂无明显大幅新增需求。但受益于船东船队更新及新能源化需求，后续成品油轮市场仍值得期待。2) 散货船：2025、2026年干散货航运市场供需增速差基本平衡，暂无明显大幅度新增需求。但受益于船东船队更新及新能源化需求，后续干散货船市场仍值得期待。综上，后续船东在油轮及干散货船方面有望大量下单。

公司造船产能体量大，且相对于其他产能利用率饱和的船厂，我们预计公司产能利用率仍有较大的提升空间。后续船东签单将会重点考虑交船周期，公司在后续油轮及干散货船方面的接单优势显著，未来公司盈利能力有望明显改善。

4 投资建议

4.1 盈利预测

1、营业收入预测

根据前文判断，民船周期景气上行，公司经过2023-2025年新接订单量价齐升的积累，目前在手订单旺盛。后续随着油船及干散货船订单接力，公司有望凭借产能端的显著优势获取船型订单，有望持续兑现业绩。我们预计2025-2027年公司实现营业收入分别约218.06、516.48、720.21亿元，同比增长7835%、137%、39%。

2、盈利能力预测：随着公司高价值量船型开始建造，叠加公司产能利用率提升，规模效应日渐显著。我们预计 2025-2027 年公司实现毛利率 20%、23%、24%。

3、期间费用率预测：

随公司收入规模的不断扩大，规模效应下管理、研发等费用率将呈现下降趋势，预计 2025-2027 年期间费用率分别为 8.2%、8.2%、8.0%。

4.2 估值分析

公司增长核心驱动 1) 船舶景气上行，行业箱船订单已先行，油船及干散货船订单有望接力；产能紧张，船价走高，行业有望实现量价齐升；2) 公司作为国内民营造船新秀，产业链一体化及产能优势明显，有望受益油船及干散货船订单接力。

预计 2025-2027 年年营业收入分别约 218.06、305.77、508.92 亿元，同比增长 7835%、40%、66%；归母净利润约 22.2、44.5、91.3 亿元，2025 年扭亏为盈，2026-2027 年同比增长 101%、105%；对应 PE 36、18、9X。我们选取整船制造厂及船舶零部件厂中国船舶、中国动力、中船防务、亚星锚链作为可比公司，2025-2027 年平均 PE 29、20、15x，平均 PB 2.2、2.0、1.8。公司作为国内民营造船新秀，产能及产业链一体化优势显著，有望受益船舶景气上行、油船及干散货船订单放量，业绩有望实现高速增长。给予“买入”评级。

表8：可比公司估值

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE			PB	
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
中国船舶	2,546	96.55	157.64	210.70	1.28	2.09	2.80	26	16	12	2.97	2.61
中国动力	446	20.71	30.56	39.69	0.92	1.36	1.76	22	15	11	1.10	1.04
中船防务	428	10.37	15.87	25.19	0.73	1.12	1.78	41	27	17	2.26	2.08
亚星锚链	101	3.18	3.78	4.49	0.33	0.39	0.47	32	27	22	2.59	2.39
行业平均							30	21	16	2.23	2.03	1.81
ST 松发	788	22.18	44.55	91.31	2.28	4.59	9.41	36	18	9	24.5	10.0
ST 松发												

资料来源：Wind 一致预期，ST 松发为浙商证券研究所预测，浙商证券研究所(数据截至 2025 年 12 月 3 日)

4.3 投资建议

预计 2025-2027 年年营业收入分别约 218.06、305.77、508.92 亿元，同比增长 7835%、40%、66%；归母净利润约 22.2、44.5、91.3 亿元，2025 年扭亏为盈，2026-2027 年同比增长 101%、105%；对应 PE 36、18、9X。给予“买入”评级。

5 风险提示

5.1 造船需求不及预期风险

全球经济反复叠加地缘政治冲突、经济下滑、气候异常等多重干扰，对全球海运市场复苏情况影响较大，新接造船订单可能不及预期，从而影响公司造船需求不及预期的风险。

5.2 排产计划无法完成风险

基于船舶行业特点，受宏观经济等因素影响，如船东经营状况恶化、资金紧张，船东弃单、改单的情况将可能发生，顺利履约将面临较大风险。如出现船东弃船、弃单等形式，标的公司船舶产品的生产计划将受到干扰，存在已确定排产新造船计划无法完成的风险。

5.3 原材料价格波动风险

船舶制造成本中钢材占据重要地位，由于造船价格为签单时锁定相关材料价格，后期钢材价格上涨将显著影响造船企业成本。后期可能面临大宗商品价格上涨导致造船企业成本端压力较大，从而影响公司利润释放的风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

	利润表								
(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产					营业收入	275	21806	30577	50892
现金	316	23564	40627	71760	营业成本	248	17170	22971	36718
交易性金融资产	11	913	8775	21148	营业税金及附加	5	382	549	886
应收款项	0	0	0	0	营业费用	30	44	31	51
其他应收款	122	9354	13299	22204	管理费用	33	654	764	1272
预付账款	8	756	932	1619	研发费用	9	436	459	509
存货	8	1030	1283	1829	财务费用	22	657	855	1313
其他	163	11507	16334	24955	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产					公允价值变动损益	255	391	434	563
金融资产类	4	4	4	4	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	0	0	0	0
固定资产	36	26	17	10	营业利润	179	163	157	155
无形资产	1	0	0	0	营业外收支	36	201	261	398
在建工程	0	0	0	0	利润总额	53	3405	4824	7623
其他	40	149	179	167	所得税	40	20855	33510	55640
资产总计	572	572	23955	41062	净利润	40	2218	4455	9131
流动负债	572	572	23955	41062	归属母公司净利润	572	72322	72322	72322
短期借款	28	149	179	167	EBITDA	28	(77)	2218	4455
应付款项	34	179	167	165	EPS (最新摊薄)	34	(77)	2218	4455
预收账款	31	0	0	0		31	0	0	0
其他	31	0	0	0		31	0	0	0
非流动负债	31	3405	4824	7623		31	0	0	0
长期借款	28	53	3405	4824		31	0	0	0
其他	9	53	3405	4824		9	0	0	0
负债合计	9	570	20889	33541		9	0	0	0
少数股东权益	19	570	20889	33541		22	0	0	0
归属母公司股东权	22	0	0	0		22	0	0	0
负债和股东权益	22	572	23955	41062		22	0	0	0

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	ROE	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(48)	670	8728	13696	ROIC	(48)	670	8728	13696
净利润	(77)	2218	4455	9131	偿债能力	(77)	2218	4455	9131
折旧摊销	28	16	16	16	资产负债率	28	16	16	16
财务费用	22	657	855	1313	净负债比率	22	657	855	1313
投资损失	0	0	0	0	流动比率	0	0	0	0
营运资金变动	93	9274	8294	11995	速动比率	93	9274	8294	11995
其它	(114)	(11495)	(4892)	(8758)	营运能力	(114)	(11495)	(4892)	(8758)
投资活动现金流	(6)	5	3	(7)	总资产周转率	(6)	5	3	(7)
资本支出	22	5	(5)	(10)	应收账款周转率	22	5	(5)	(10)
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	0	0	0	0
其他	(27)	0	8	3	每股指标(元)	(27)	0	8	3
筹资活动现金流	45	226	(869)	(1316)	每股收益	45	226	(869)	(1316)
短期借款	(25)	30	(11)	(2)	每股经营现金	(25)	30	(11)	(2)
长期借款	(5)	0	0	0	每股净资产	(5)	0	0	0
其他	75	197	(857)	(1314)	估值比率	75	197	(857)	(1314)
现金净增加额	(9)	902	7862	12373	P/E	(9)	902	7862	12373
					P/B				
					EV/EBITDA				

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>