



振华重工 (600320.SH)

增持 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

全球港机和海工龙头，长期增长动能充足

投资逻辑：

全球港机和海工行业龙头，1-3Q25 业绩加速提升。公司是全球港机和海工行业龙头，岸桥全球市场占有率为 70%，17-24 年公司收入和归母净利润 CAGR 分别为 6.72% 和 8.56%，长期稳健增长。1-3Q25 公司实现归母净利润 5.24 亿元，同比+21.02%，业绩加速增长，主要系公司管理改善，管理费用下滑，以及美元汇率波动使得汇兑收益增加所致。

全球港机需求持续上行叠加公司竞争力提升，1H25 公司新签订单加速提升。行业：(1) 新增需求：全球港机新增需求和海运贸易量正相关，克拉克森预测 25-27 年全球海运贸易量将持续增长至 221/226/233 百万箱，有望带动全球港机新增需求同步提升。

(2) 更新和升级需求：港机更新周期约 20-25 年，2000-2008 年全球贸易繁荣期交付的港机即将迎来更新周期。此外，随着集装箱船的逐步大型化，以及智慧码头、智慧港口的兴起，港机的大型化、智能化升级需求逐步释放。根据贝哲斯咨询预测，2022-2028E 全球港口机械市场规模将从 673 亿元提升到 1039 亿元，CAGR 为 7.65%，持续稳健增长。公司：公司是全球港机龙头，岸桥全球市场占有率为 70%。并且公司近年来不断加大研发投入，持续提升产品竞争力，20-24 年公司研发费用率从 3.3% 持续提升到 4.4%。公司今年加速开拓海外市场，1H25 获得荷兰、英国、法国、意大利、澳大利亚等 13 个国家的海外订单，港口机械新签订单金额达 31.37 亿美元，同比+27%，订单加速提升，有望带动公司未来港口机械收入加速提升。

下游海风、油气资本开支上行，公司海工收入有望长期提升。行业：全球海风景气度持续上行，有望带动风电安装船、起重船、铺管铺缆船等需求上行。2024 年全球海风工程船舶新签订单 37 艘，同比+8.8%，未来有望持续提升。此外，海上油气领域，即便油价短期承压，但油气行业经过十多年的成本压降，开发项目成本线普遍在 30-50 美元/桶之间，多数油气项目仍能实现经济性开发，IHS Markit 预计，未来几年全球上游 CAPEX 支出仍保持上升趋势，海油勘探仍保持较高景气度，钻井平台等海工需求有望持续上行。公司：公司是国内海工龙头，疏浚船、起重船、铺管船国内市场占有率为 70%。受益全球海风项目建设景气向上，以及油气领域资本开支持续上行，公司未来海工领域收入有望长期提升。

盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司营业收入分别为 363/400/440 亿元，归母净利润分别为 6.28/7.87/9.84 亿元，对应 PE 为 26X/21X/16X。考虑到公司在港机和海工行业的龙头地位，我们给予公司 26 年 22 倍 PE，对应目标价 5.21 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

全球贸易增长不及预期风险、全球油气勘探开发资本开支不及预期风险、汇率波动风险。

机械组

分析师：满在朋（执业 S1130522030002）

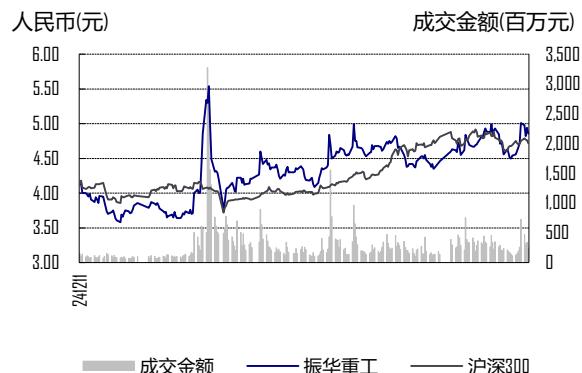
manzaipeng@gjzq.com.cn

分析师：房灵聪（执业 S1130525070003）

fanglingcong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：4.86 元

目标价（人民币）：5.21 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,933	34,456	36,255	39,964	43,990
营业收入增长率	9.08%	4.62%	5.22%	10.23%	10.07%
归母净利润(百万元)	520	534	628	787	984
归母净利润增长率	39.80%	2.60%	17.71%	25.36%	25.00%
每股收益(元)	0.157	0.161	0.189	0.237	0.296
每股经营性现金流净额	0.86	1.30	0.67	0.87	1.01
ROE(归属母公司)	3.30%	3.36%	3.86%	4.68%	5.64%
P/E	21.21	24.41	25.71	20.51	16.41
P/B	1.11	1.30	1.57	1.52	1.47

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1、全球港机、海工行业龙头，1-3Q25 利润增长加速	4
1.1 公司是全球港机和海工行业龙头，市场份额全球领先	4
1.2 公司收入长期稳健增长，1-3Q25 业绩增长加速	5
1.3 中交集团控股 46.23%，股权激励提升员工工作积极性	6
2、港口机械：全球需求持续上行，公司份额领先，未来收入有望持续提升	7
2.1 新增需求+更新需求共振，全球港口机械需求持续上行	7
2.1.1 全球海运贸易量持续增长，驱动全球港口机械新增需求上行	8
2.1.2 老旧更换+大型化、智能化升级，驱动港口机械更新需求上行	9
2.2 全球行业格局集中，公司全球份额领先，1H25 订单加速提升	11
3、海洋工程：下游海风、油气资本开支上行，公司海工收入有望长期提升	13
3.1 需求：全球海风装机量持续提升，海上油气开发资本开支上行	14
3.1.1 海上风电：全球海风发展前景广阔，利好海上风电工程船舶需求释放	14
3.1.2 海上油气：海上油气项目投资仍较为积极，未来钻井平台需求有望持续上行	16
3.2 供给：供给端底部出清，行业产能紧缺，中国海工船厂全球份额领先	17
3.3 公司是国内海上施工船舶龙头，2021-2024 年海工收入 CAGR 为 122%	18
4、盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	22
5、风险提示	22

图表目录

图表 1：公司发展历程图	4
图表 2：近年来，公司港口机械业务收入占比在 60% 左右	4
图表 3：近年来，公司港口机械业务毛利占比在 70% 左右	4
图表 4：2021-2024 年，公司海上重型装备业务收入 CAGR 为 121.79%	5
图表 5：2017-2024 年，公司收入 CAGR 为 6.72%	5
图表 6：2017-2024 年，公司归母净利润 CAGR 为 8.56%	5
图表 7：公司近年来毛利率小幅波动，净利率稳中有升	6
图表 8：近年来，港口机械毛利率小幅下滑，海上重型装备和钢结构业务毛利率提升	6
图表 9：公司近年来费用率管控良好	6
图表 10：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）	7
图表 11：公司股权激励考核利润总额，24-26 年分别不低于 7.4/8.0/8.6 亿元	7
图表 12：振华重工的岸桥产品	8
图表 13：振华重工的场桥产品	8
图表 14：公司港机收入和海运贸易量正相关，贸易量提升有望带动公司收入持续提升	8
图表 15：1-10M25 我国与美国贸易总值下滑，但对欧盟和东盟的贸易总值继续增长	9
图表 16：2000-2008 年振华重工交付的港机产品将迎来更新周期	9



图表 17: 全球集装箱船呈现出大型化趋势	10
图表 18: 上海洋山四期自动化码头实现了高度自动化	10
图表 19: 近年来, 我国在国家层面和地方层面都频繁出台政策推动港口机械更新和升级.....	10
图表 20: 预计 2022-2028E 全球港口起重机市场规模 CAGR 为 7.65%.....	11
图表 21: 公司岸桥产品交付台数全球领先	11
图表 22: 2018-2020 年公司岸桥产品全球台数份额近 70%	11
图表 23: 公司主要港口机械产品布局完善	12
图表 24: 公司重视研发投入, 2020-2024 年研发费用率持续提升	12
图表 25: 公司长兴基地的中控室里, 操作人员可以通过电脑远程操控岸桥工作	12
图表 26: 1H25 公司港口机械新签订单加速提升	13
图表 27: 海洋工程装备分类	13
图表 28: 海洋工程产业链	14
图表 29: 欧洲各国设立了远期较高的海风装机目标 (GW)	14
图表 30: 2025 年海风政策持续涌现, “发展海上风电”首次写入政府工作报告	15
图表 31: 2024-2030 年全球海风新增装机预计从 8GW 增加到 34GW, CAGR 为 27.3%.....	15
图表 32: 2024-2030 年, 我国海风新增装机预计从 4GW 提升到 20GW, CAGR 为 30.56%.....	15
图表 33: 2024 年全球风电工程船舶新签订单同比+8.82%	16
图表 34: 2024 年我国风电工程船舶订单全球份额 89%	16
图表 35: 近年来全球原油需求持续复苏	16
图表 36: 2025 年布伦特原油价格虽然承压, 但相较 2015-2020 年 54 美元/桶的平均水平仍然高出 30%....	16
图表 37: 预计 2025-2028 年全球上游勘探资本支出持续增长	17
图表 38: 2014 年以来, 全球较多的海工装备企业退出市场	17
图表 39: 国内海洋工程装备主要公司介绍	18
图表 40: 公司海洋工程主要产品	18
图表 41: 公司海工业务收入在 2022-2024 年成长较快 (亿元)	19
图表 42: 2021-2024 年公司海工收入 CAGR 为 122%, 行业领先	19
图表 43: 2021-2025 年, 公司海工业务毛利率从 3.78%提升到 9.02%	19
图表 44: 钢材毛利率和钢材价格存在一定的负相关关系	20
图表 45: 公司盈利预测	21
图表 46: 可比公司估值	22

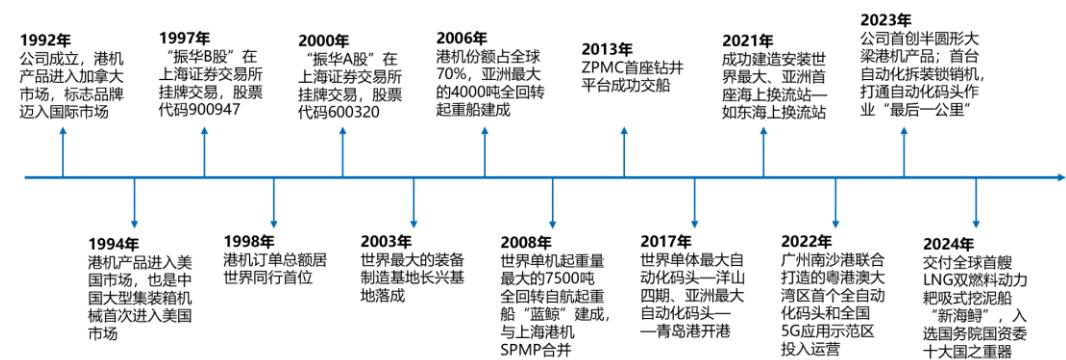


1. 全球港机、海工行业龙头，1-3Q25 利润增长加速

1.1 公司是全球港机和海工行业龙头，市场份额全球领先

公司是全球港机和海工行业龙头，全球化布局完善。公司成立于 1992 年，控股股东为中交集团，主营业务包括港机、海工、钢结构等系列产品。公司业务全球化布局完善，目前产品已进入全球 110 个国家和地区，是全球最大的港机设备制造商（岸桥全球市场占有率 70%）、全球最大的自动化码头系统解决方案提供商（参与了全球 70% 的自动化码头和智慧港口建造）、全球知名的特种工程船舶制造商（疏浚船、起重船、铺管船建造国内市场占有率约为 70%）和大型钢结构制造商（参与全球约 35% 的钢结构特大桥梁建造）。

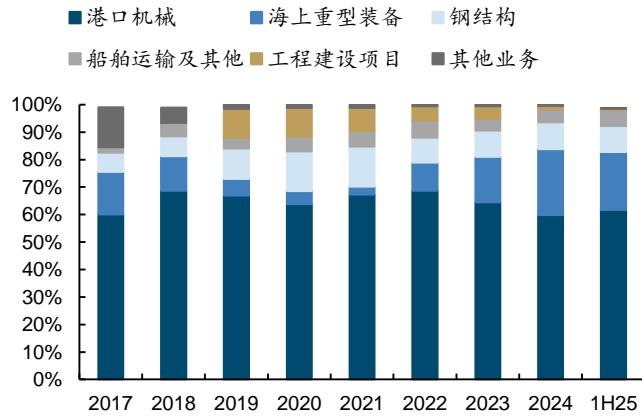
图表1：公司发展历程图



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

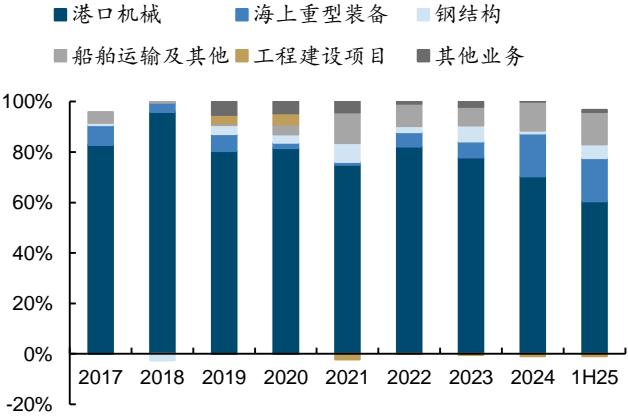
港口机械业务贡献公司主要营收、毛利。港口机械是公司第一大业务板块，1H25 收入 107 亿元，占总收入比例 62%，毛利占比 61%；海上重型装备是公司第二大业务，1H25 收入 37 亿元，占总收入比例 21%，毛利占比 17%。钢结构是公司第三大业务，1H25 收入 16 亿元，占总收入比例 9%，毛利占比 6%。

图表2：近年来，公司港口机械业务收入占比在 60% 左右



来源：iFind，国金证券研究所

图表3：近年来，公司港口机械业务毛利占比在 70% 左右

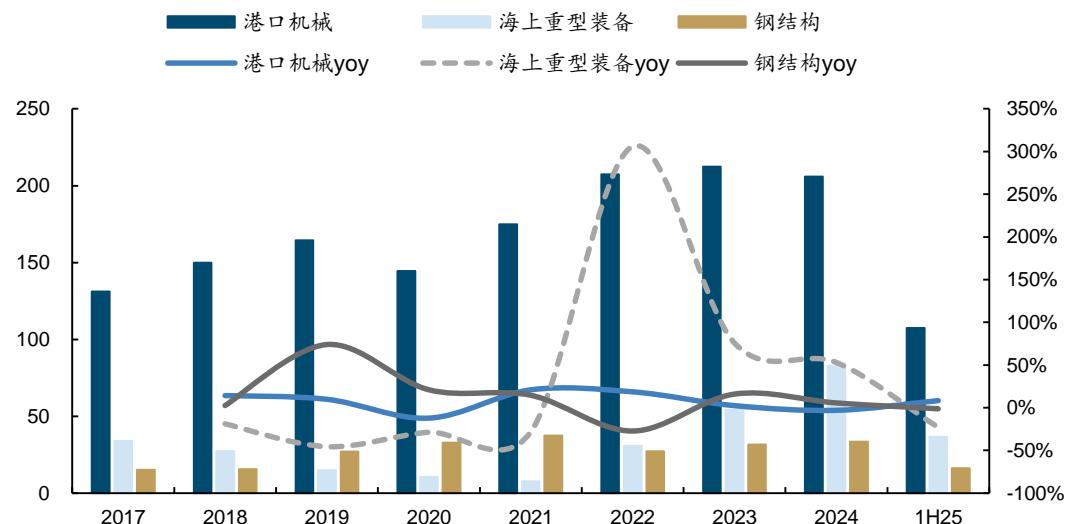


来源：iFind，国金证券研究所

从增速上看，港口机械长期稳健增长，海上重型装备近年来成长较快。2017-2024 年，公司港口机械业务收入从 131.21 亿元提升到 205.94 亿元，CAGR 为 6.65%，长期稳健增长。1H25 公司港口机械新签订单 31.37 亿美元，同比+27.31%，未来港口机械增长有望加速。海上重型装备业务，受益近年来海工周期上行，公司收入高速增长，2021-2024 年从 7.60 亿元提升到 82.93 亿元，CAGR 为 121.79%。



图表4: 2021-2024年, 公司海上重型装备业务收入 CAGR 为 121.79%

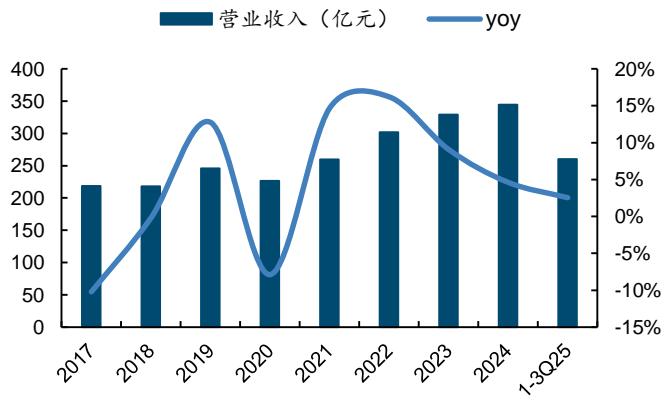


来源: iFind, 国金证券研究所

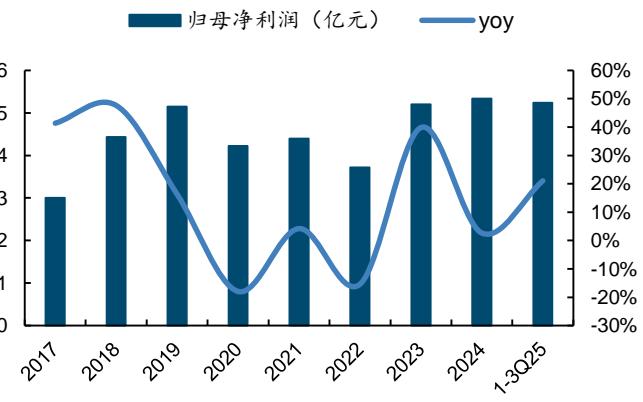
1.2 公司收入长期稳健增长, 1-3Q25 业绩增长加速

公司收入、利润长期稳健增长, 1-3Q25 利润增长加速。2017-2024 年, 公司收入从 218.59 亿元提升到 344.56 亿元, CAGR 为 6.72%; 归母净利润从 3.00 亿元提升到 5.34 亿元, CAGR 为 8.56%, 整体保持稳健增长。1-3Q25 公司实现归母净利润 5.24 亿元, 同比 +21.02%, 主要系公司管理改善, 管理费用下滑, 同时有息负债减少使得利息支出降低以及美元汇率波动使得汇兑收益增加所致。1-3Q25 公司利息费用 4.92 亿元, 同比 -20.4%, 1H25 公司汇兑损益 -0.87 亿元, 同比 +94.0%, 1-3Q25 公司财务费用 2.14 亿元, 同比 -53.1%。

图表5: 2017-2024年, 公司收入 CAGR 为 6.72%



图表6: 2017-2024年, 公司归母净利润 CAGR 为 8.56%



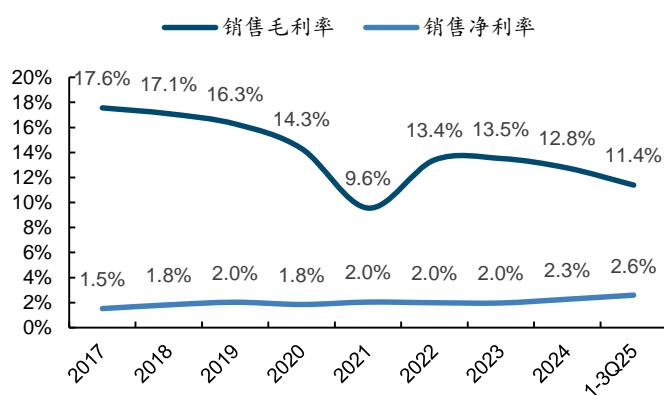
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

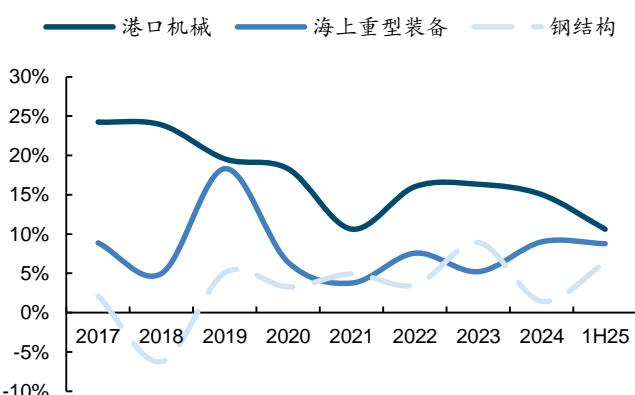
近年来公司毛利率小幅波动, 净利率稳中有升。2021 年公司毛利率下滑, 主要系钢价等原材料价格短期快速上涨所致, 2022 年随着钢价缓解公司毛利率回升。近年来, 公司港口机械业务毛利率受竞争环境影响小幅下滑, 但是展望未来, 随着公司不断开拓海外市场, 逐步完善全球市场营销体系, 港口机械盈利能力有望逐步实现提升。海上重型装备业务受益海工周期上行, 2023 年之后毛利率小幅提升; 钢结构业务受竞争影响, 2024 年部分项目毛利率较低, 随着公司降本增效措施改进和产能利用率提升, 1H25 毛利率实现改善。公司费用率管控良好, 管理费用率稳步下滑, 净利率实现稳中有升, 1-3Q25 公司净利率提升到 2.6%。



图表7：公司近年来毛利率小幅波动，净利率稳中有升



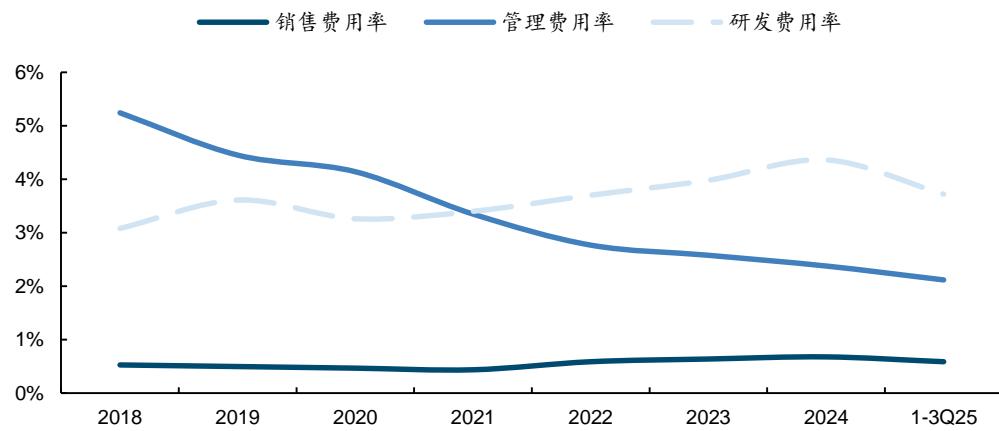
图表8：近年来，港口机械毛利率小幅下滑，海上重型装备和钢结构业务毛利率提升



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

图表9：公司近年来费用率管控良好



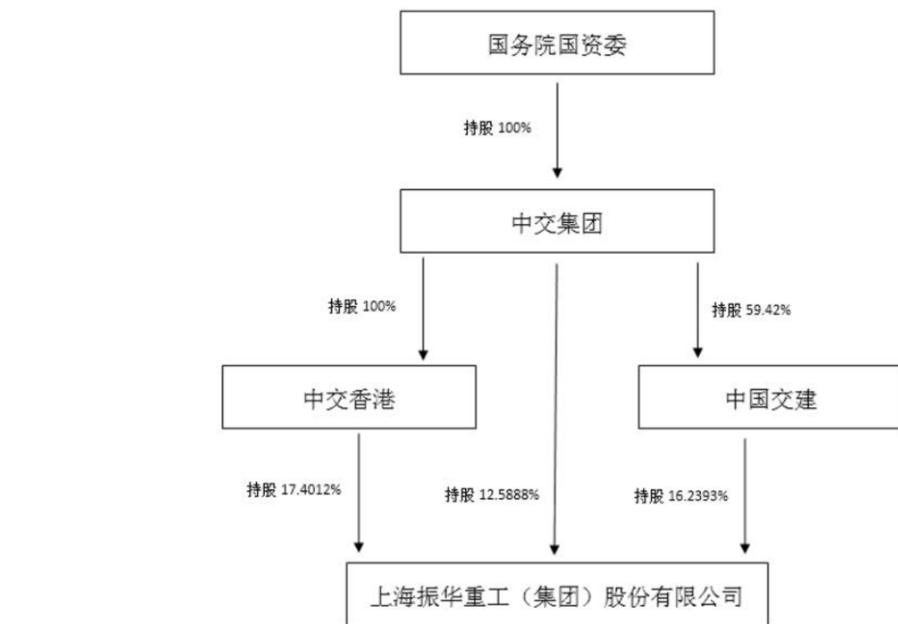
来源：iFind，国金证券研究所

1.3 中交集团控股 46.23%，股权激励提升员工工作积极性

公司控股股东为中交集团，实际控制人为国务院国资委。2017 年中国交建转让公司部分股份后，公司从由中国交建控股，调整为由中交集团控股，成为中交集团直属的一级子公司，助力公司进一步提升市场地位和竞争力。目前中交集团以直接或间接的方式持有公司约 46.23% 的股份，为控股股东。



图表10：公司股权结构图（截至 2024 年 12 月 31 日）



来源：公司公告，国金证券研究所

公司实施长期股权激励，充分调动员工工作积极性。2023年12月，公司发布2023年股票期权激励计划，拟向公司董事、高管，以及其他核心管理、技术、业务骨干人员等不超过347人，授予不超过7903万份股票期权。行权价为3.31元/股，行权条件为：以2022年为基期，2024、2025、2026年利润总额复合增长率分别不低于6.6%/6.8%/7.0%，即2024-2026年利润总额分别不低于7.44/7.98/8.59亿元。此外，公司2023年发布长期股权激励计划，激励有效期10年，激励计划授出的权益总数量不超过公司股本总额的10%，助力公司完善长效激励机制，充分调动核心员工的积极性。

图表11：公司股权激励考核利润总额，24-26年分别不低于7.4/8.0/8.6亿元

时间	2024	2025	2026
利润总额目标（亿元）	7.44	7.98	8.59

来源：公司公告，国金证券研究所

2、港口机械：全球需求持续上行，公司份额领先，未来收入有望持续提升

2.1 新增需求+更新需求共振，全球港口机械需求持续上行

港口机械主要是指在港口从事船舶和车辆的货物装卸，库场的货物堆码、拆垛和转运，以及船舱内、车厢内、仓库内货物搬运等作业的起重运输机械和设备。按照大小不同，港口机械可以分为大港机和小港机。

大港机包括岸桥和场桥：(1) 岸桥：岸边集装箱装卸桥，简称岸桥，是集装箱码头上用于进行船舶装卸作业的起重机，是码头的心脏力量，岸桥的装卸能力和速度直接决定码头作业生产率，因此岸桥是港口集装箱装卸的主力设备。岸桥伴随着集装箱运输船舶大型化的蓬勃发展和技术进步而在不断更新换代，科技含量越来越高，正朝着大型化、高速化、自动化和智能化，以及高可靠性、长寿命、低能耗、环保型方向发展。(2) 场桥：轨道式集装箱门式起重机，主要用于大型集装箱储运场的集装箱装卸、搬运、堆放以及集装箱铁路转运场，因处于集装箱码头后方堆场，又叫场桥。目前也在朝着大型化、自动化、智能化、节能和环保方向发展。

小港机包括集装箱流动装备(正面吊、堆高机、电动集卡)、物流装备(抓料机、重叉、伸缩臂叉车)等。



图表12：振华重工的岸桥产品



来源：中国交建，国金证券研究所

图表13：振华重工的场桥产品



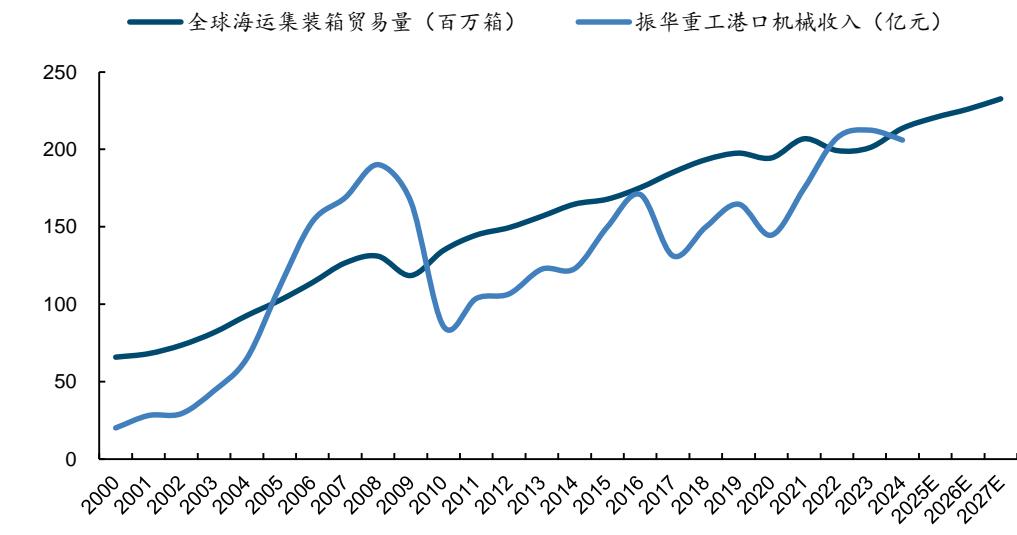
来源：振华设计研究总院，国金证券研究所

2.1.1 全球海运贸易量持续增长，驱动全球港口机械新增需求上行

全球港口机械新增需求和海运贸易量正相关。当全球海运贸易量（标准箱 TEU）持续增长时，现有港口的码头、泊位和装卸设施会逐渐达到或超过其设计吞吐能力。为了缓解拥堵、减少船舶在港停泊时间，港口运营方会投资新增岸桥、场桥等核心设备，以增加同时作业的船舶数量和装卸速度。同时另一方面，如果全球海运贸易量萎缩（例如 2008 年金融危机、2020 年公共卫生事件初期），港口吞吐量下降，现有设备利用率不足，港口机械的新增需求可能会下滑。

我们复盘 2020–2024 年全球海运集装箱贸易量和公司港口机械收入（公司岸桥全球份额 70%，具有一定代表性）发现，二者存在较高的相关性。例如，2008 年在金融危机的冲击消费下滑，2009 年海运集装箱贸易量下滑，公司港口机械在 2009 和 2010 年也同步下滑。2020 年公共卫生事件期间二者也出现了较强的相关性。根据克拉克森预测，预计 2025–2027 年全球海运贸易量将持续增长至 221/226/233 百万箱，有望带动全球港口机械需求同步提升。

图表14：公司港机收入和海运贸易量正相关，贸易量提升有望带动公司收入持续提升



来源：克拉克森，国金证券研究所

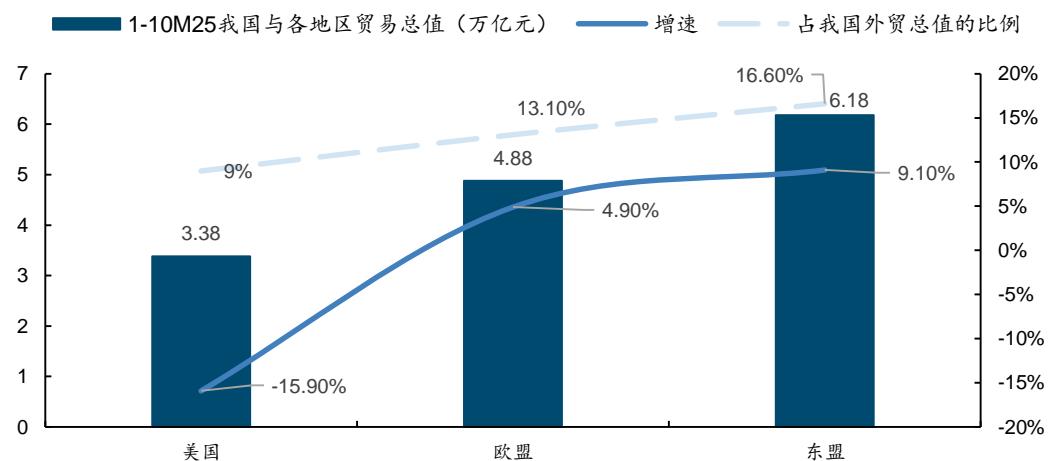
2025 年，虽然中美贸易摩擦加剧，但是我们认为关税对实际需求和贸易量的影响有限，主要是改变贸易结构。

- ✓ 对美国企业来说，当关税导致从中国直接进口的成本增加时，美国进口商可以寻找替代的供应来源。实际需求并未消失，而是需求的满足地从“中国直接”转向了“经由第三国”或“其他新兴市场”。
- ✓ 对中国企业来说，面对高关税，一方面可以“绕道而行”，将产品的组装环节转移到墨西哥、越南、马来西亚等第三国，然后再出口到美国。同时也可以开拓欧洲、东南亚、一带一路沿线国家等市场，以弥补对美国出口的潜在损失。因此，全球贸易摩擦对实际需求和贸易量的影响有限，主要是改变贸易结构。



据海关统计，1-10M25 我国与美国贸易总值为 3.38 万亿元，下降 15.9%，但美国仅是我国第三大贸易伙伴，仅占我国外贸总值的 9%。东盟是我国第一大贸易伙伴，1-10M25 我国与东盟贸易总值为 6.18 万亿元，增长 9.1%，占我国外贸总值的 16.6%。欧盟为我国第二大贸易伙伴，1-10M25 我国与欧盟贸易总值为 4.88 万亿元，增长 4.9%，占我国外贸总值的 13.1%。1-10M25，我国整体货物贸易延续平稳增长态势，进出口总值 37.31 万亿元，同比+3.6%。贸易额的持续增长，有望带动全球港口机械行业新增需求持续提升。

图表15：1-10M25 我国与美国贸易总值下滑，但对欧盟和东盟的贸易总值继续增长

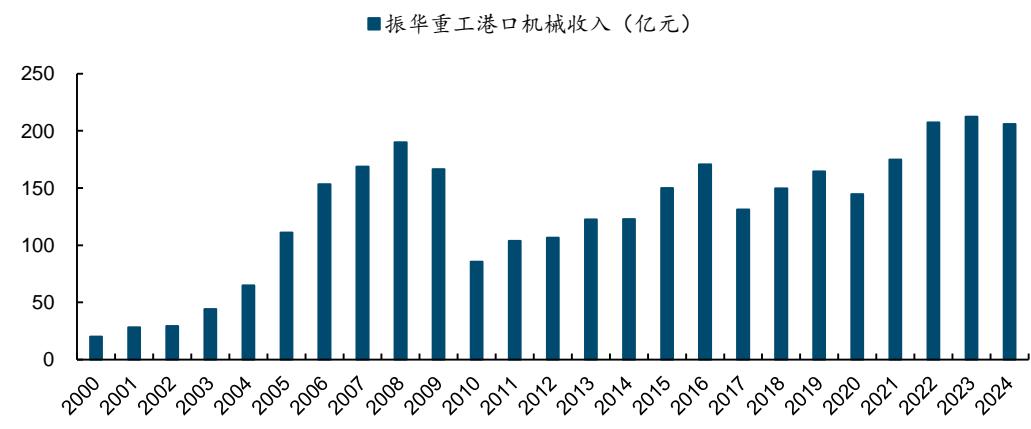


来源：海关总署，中国服务贸易协会商业大数据分会，国金证券研究所

2.1.2 老旧更换+大型化、智能化升级，驱动港口机械更新需求上行

港口机械更新周期 20-25 年，目前处于新一轮更换需求上行的初期。全球贸易在 21 世纪初，特别是中国加入 WTO 之后，迎来了一个黄金发展期。2000-2008 年，是全球港口建设和大规模采购港口机械的高峰期。振华重工作为全球港机龙头，从 1998 年开始，港口机械订单总额就位居世界第一，2006 年全球份额提升到 70%。2000-2008 年之间，振华重工在此阶段向全球输送了大量的港机产品，港口机械收入从 20.17 亿元提升到 190.11 亿元。港口机械的更新周期约 20-25 年，那么 2000-2008 年全球交付的港口机械有望在接下来几年迎来更新替换周期。

图表16：2000-2008 年振华重工交付的港机产品将迎来更新周期



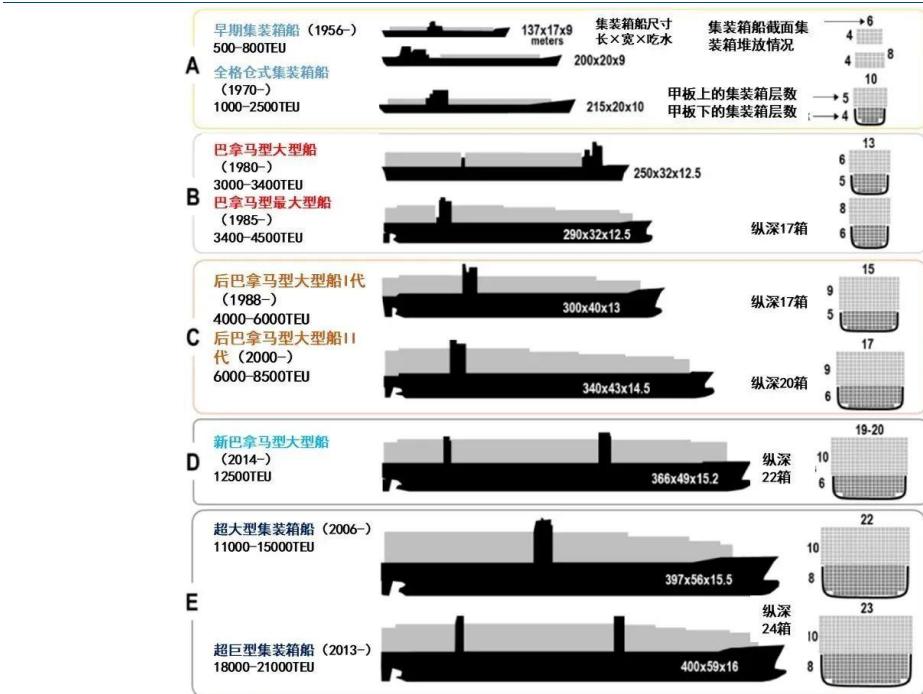
来源：同花顺，国金证券研究所

除了因为寿命到期产生的更新需求之外，港口机械也会有大型化、智能化升级的需求。

大型化：在 20 世纪 70 年代，世界最大集装箱船载箱量仅 3000 箱左右。随着国际贸易的增长，当今主流集装箱船已进入 24000 箱时代，船舶大型化对港口的作业效率也提出了更高要求。传统的岸桥（集装箱起重机）跨度、起升高度和起重量均无法高效覆盖此类宽体巨轮。作业时，需要移动岸桥的次数更多，舱盖板等重物的吊装也超出传统设备能力范围。应对船舶大型化浪潮，港口机械大型化升级是提升枢纽竞争力的硬性要求。



图表17：全球集装箱船呈现出大型化趋势



来源：中国交建，国金证券研究所

智能化：港口熟练岸桥司机培养周期长、劳动强度大，自动化岸桥和远控场桥可以实现“一人多机”或“后台操控”，可有效缓解用工压力、吸引更高素质的技术人才。同时，港口码头通过人工智能算法和智能系统可以全局优化岸桥、场桥的作业任务分配，实现智能调度，减少设备闲置和等待时间，提升港口吞吐能力。

例如：上海港洋山港四期码头是全球单体最大的全自动化码头，也是全球综合自动化程度最高的码头。码头配备的岸桥、轨道吊、自动导引运输车（AGV）、智慧系统等均由振华重工提供。码头上的岸桥不再需要人驾驶，可以后台操作，地面不再需要集卡，直接由自动运行的AGV小车装载运输货物，实现了高度自动化。

图表18：上海洋山四期自动化码头实现了高度自动化

AGV的自动引导运输车，没有驾驶舱，远程操控，自动化运行。



来源：振华重工官微，国金证券研究所

当前国家层面正大力推动包括港口机械在内的大规模设备更新，各地也陆续出台了相关实施方案。例如，浙江省2024年5月明确提出未来重点推进交通领域设备更新，到2027年计划更新港作机械设备70套。

图表19：近年来，我国在国家层面和地方层面都频繁出台政策推动港口机械更新和升级

时间	文件/会议	关键数据/具体举措
2024年5月	《浙江省推进交通领域大规模设备更新行动方案》	到2027年,计划更新港作机械设备70套
2024年5月	《舟山市推进港航领域大规模设备更新行动方案》	推进港作机械设备更新,持续推进码头智能化建设,推进龙门吊、集装箱桥吊、无人集卡、卸船机、起重机等港作机械设备更新换代,全面实现大型设备远控自动

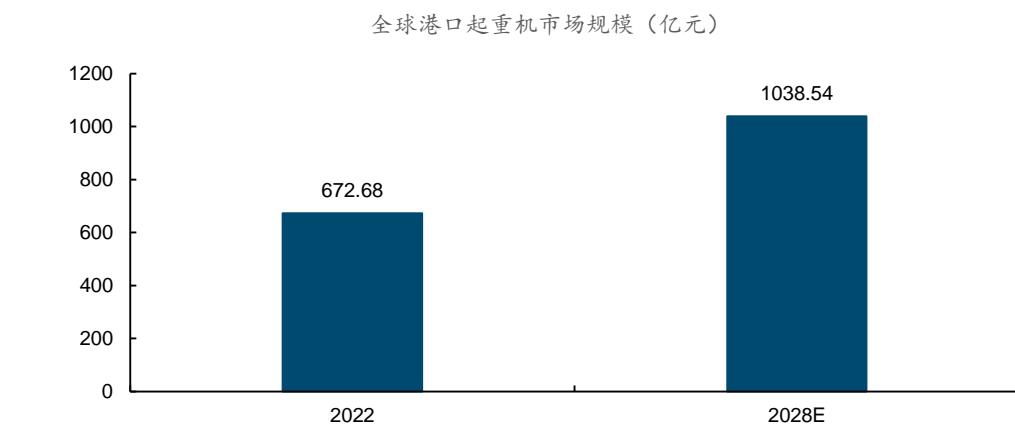


时间	文件/会议	关键数据/具体举措
		化；到 2027 年，全市港航领域完成大规模设备更新 1033 台（套），总投资 47.05 亿元，较 2023 年增长 30%以上
2025 年 1 月	《财政部关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	通过超长期特别国债等资金，加力推进工业、交通运输等领域设备更新，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用
2025 年 2 月	福建厦门港口工作会议	聚焦智慧绿色转型，厦门港将积极推广厦门远海码头、海润 5G 智能化码头的升级改造样板应用，着力提升港口智能化水平；加强智慧港口和智慧航道建设研究，加强港口智能感知设备部署应用；加快港区机械设备和车辆的电动化、智能化发展
2025 年 4 月	《关于规范上海港口船岸主要装卸设备更新的指导意见》	发布指导意见，规范船岸主要装卸设备（包括港口起重机械）的更新工作，并鼓励选用具有远程监测、智慧化管理等功能的设备
2025 年 6 月	——	2025 年 6 月，在徐州港顺堤河作业区交付 29 台新能源港作设备（含装载机、自卸车），使该作业区新能源机械占比达 70%

来源：中国交通新闻网，中国交通报，上海市交通委员会，国家发改委，浙江港航微信公众号，徐州市交通运输局，国金证券研究所

受益全球贸易量持续增长带来的新增需求，以及老旧港口机械更换和大型化、智能化催生的升级需求，全球港口机械市场规模未来有望保持持续增长。根据贝哲斯咨询预测，2022-2028E 全球港口机械市场规模将从 673 亿元提升到 1039 亿元，CAGR 为 7.65%。

图表20：预计 2022-2028E 全球港口起重机市场规模 CAGR 为 7.65%

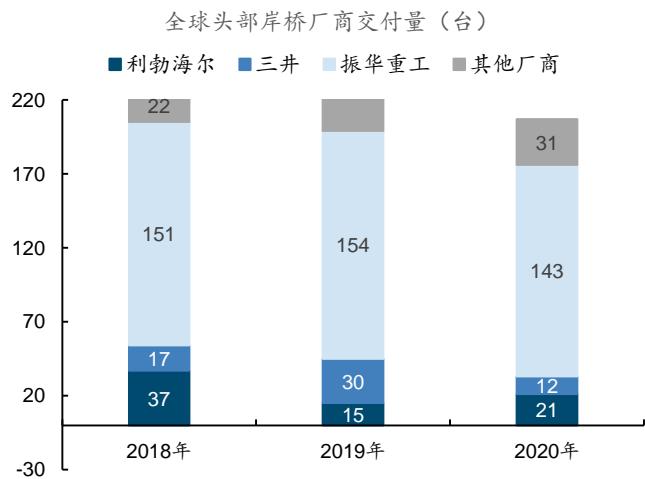


来源：贝哲斯咨询，国金证券研究所

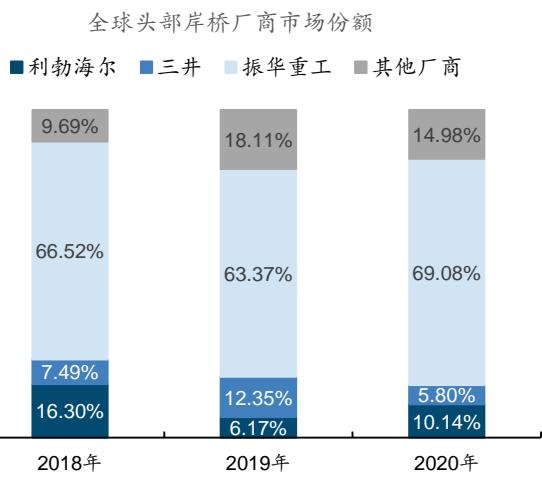
2.2 全球行业格局集中，公司全球份额领先，1H25 订单加速提升

全球港口机械行业格局较为集中，主要厂商包括我国振华重工、德国利勃海尔集团、日本三井制造等公司。其中，振华重工是全球港机龙头，从 1998 年开始，港口机械订单总额就位居世界第一，到 2025 年岸桥产品已连续 20 余年保持全球市场份额第一，市场占有率达到 70%以上。

图表21：公司岸桥产品交付台数全球领先



图表22：2018-2020 年公司岸桥产品全球台数份额近 70%



来源：《World Cargo News》，国金证券研究所

来源：《World Cargo News》，国金证券研究所

公司是全球港口机械龙头，产品布局完善。公司是全球最大的港机设备制造商（岸桥全



球市场占有率 70%)、全球最大的自动化码头系统解决方案提供商(参与了全球 70%的自动化码头和智慧港口建造)。

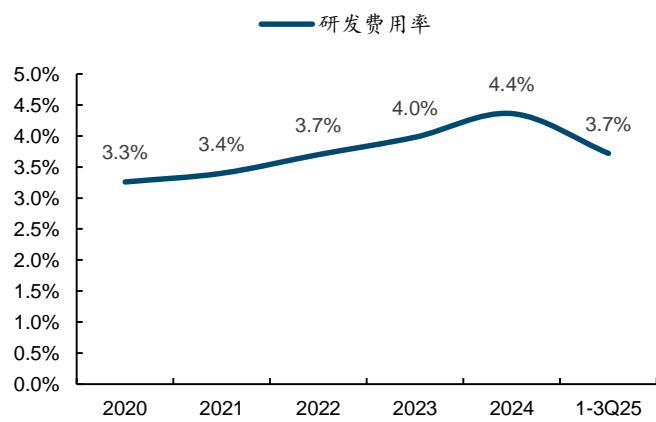
图表23：公司主要港口机械产品布局完善



来源：公司官网，国金证券研究所

产品的智能化、自动化升级，有望助力公司继续提升产品全球竞争力。公司重视研发投入，2020-2024 年公司研发费用率从 3.3%持续提升到 4.4%。近三年，公司在新技术方面重点聚焦智慧港口前沿技术突破，在自动化码头技术上取得了阶段性突破，涵盖岸桥陆侧全自动、智能视觉感知技术、新一代 ZPMC-TOS、智能运维一体化平台、全仿真平台等 5 项新技术，助力港口自动化、智能化水平不断提升。例如，公司推出的创新产品-单起升全自动可分离上架，能将普通岸桥转为双倍吊箱状态，作业效率可提升达 80%。

图表24：公司重视研发投入，2020-2024 年研发费用率持续提升



来源：iFind，国金证券研究所注：2020-2024 年，公司前三季度研发费用率均低于全年的研发费用率

图表25：公司长兴基地的中控室里，操作人员可以通过电脑远程操控岸桥工作

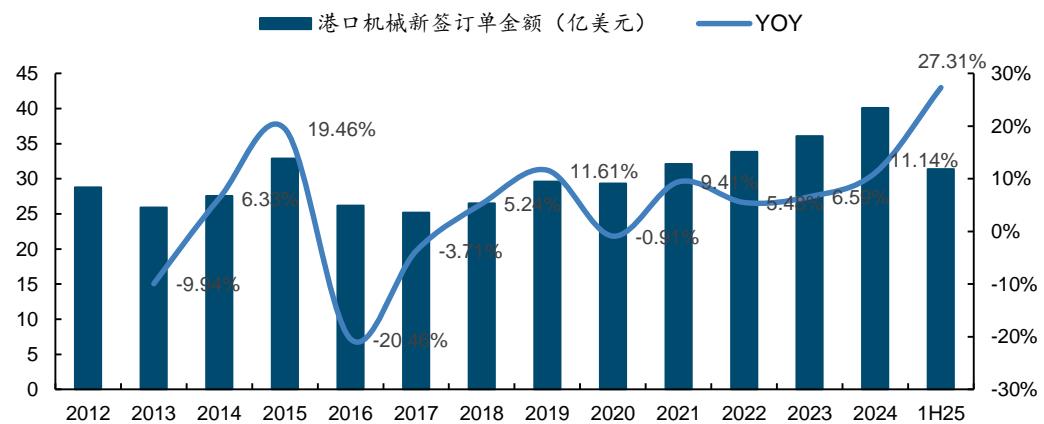


来源：中国交通报，国金证券研究所

公司加速开拓海外市场，1H25 新签订单实现加速提升。2025 年，公司凭借技术优势和生产经验加速开拓海外市场。公司依托国际化发展战略和完善的全球市场营销体系，1H25 获得了荷兰、英国、法国、意大利、澳大利亚等 13 个国家的海外订单，港口机械新签订单金额达 31.37 亿美元，同比+27%，订单加速提升，有望带动公司未来港口机械收入加速提升。



图表26：1H25 公司港口机械新签订单加速提升

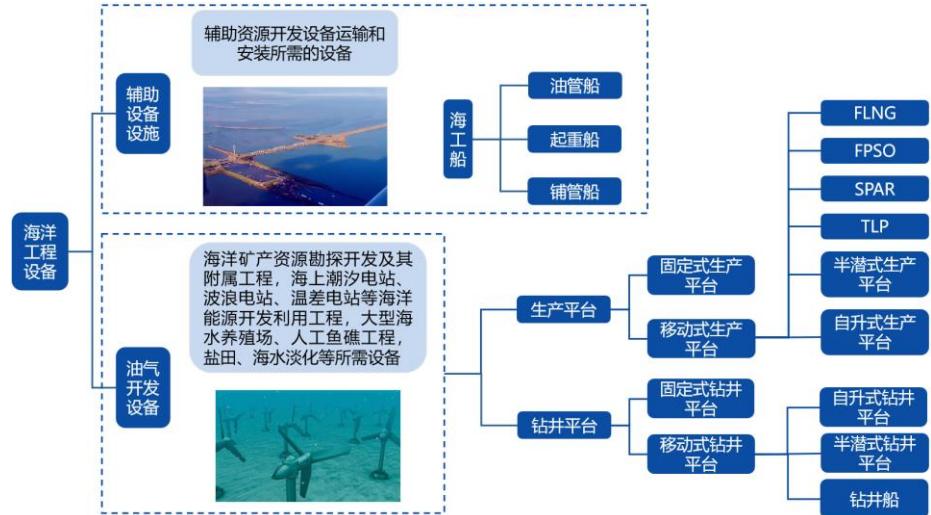


来源：公司公告，国金证券研究所

3、海洋工程：下游海风、油气资本开支上行，公司海工收入有望长期提升

海洋工程装备是指以开发、利用、保护、恢复海洋资源为目的，并且工程主体位于海岸线向海一侧的新建、改建、扩建工程设备，主要包括油气开发设备、海上施工船舶和配套设施。其中，油气开发平台包括FPSO等生产平台、钻井平台；海工船包括起重船、铺管船、油管船、调查船、疏浚挖泥船、打捞船等；相关配套设施包括锚、系泊链等。

图表27：海洋工程装备分类



来源：头豹研究院，国金证券研究所

海工装备制造业上游环节为装备设计和原材料供应，所用材料主要是钢材。海工装备设计是产业链中技术含量较高环节，目前欧美国家在海工装备设计领域占据主导地位。中游海工装备制造包括钻井装备制造、生产装备制造、辅助船舶制造等，代表性企业有中国船舶、振华重工、中集集团等。下游油田服务中，代表性企业有中海油服、海油工程、杰瑞股份、中信海直等。



图表28：海洋工程产业链



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

3.1 需求：全球海风装机量持续提升，海上油气开发资本开支上行

3.1.1 海上风电：全球海风发展前景广阔，利好海上风电工程船舶需求释放

全球各国不断设定或提高海风发展目标，欧洲海风装机有望持续增长。根据 GWEC，随着全球各国对海上风电重视程度的不断提高，各国不断调整能源政策，加强对海上风电发展的规划部署，提高其发展目标，加大对项目的投入和建设。例如英国，根据《英国能源安全战略》，到 2030 年，英国海上风电的发展目标将从之前的 40GW 提高到 50GW。德国《海上风电法案》(WindSeeG) 修正案将 2030 年海风装机目标由 20GW 提高到 30GW，2035 年和 2040 年目标分别设定和提高到 40GW 和 70GW。

图表29：欧洲各国设立了远期较高的海风装机目标 (GW)

	2027E	2030E	2035E	2040E	2045E	2050E
欧盟		260.0				≥300
英国		50.0				
德国		30.0	40.0		≥70	
荷兰		22.2		50.0		70.0
丹麦		12.9				
比利时		5.7				
法国			18.0			40.0
波兰	10.9					
挪威				30.0		
爱尔兰		7.0				30.0
西班牙		3.0				
希腊		2.0				
葡萄牙		10.0				
奥斯坦德宣言		120.0				300.0

来源：GWEC，国金证券研究所

国内市场，2025 政府工作报告进一步提高了海风地位，项目开发阻力有望减轻。2025 年 3 月，政府工作报告中明确提出“发展海上风电”，这也是海上风电第一次被写入年度政府工作报告。此外，年初以来地方层面的相关利好政策文件及会议也持续涌现，如浙江省全省省管海域海上风电调度例会提到“省委省政府高度重视海风建设”等等。海风项目开发的前置审批程序多且复杂，我们认为发展地位的明确提升将有望一定程度上减轻项目的开发阻力，推动行业进入高速增长。



图表30：2025年海风政策持续涌现，“发展海上风电”首次写入政府工作报告

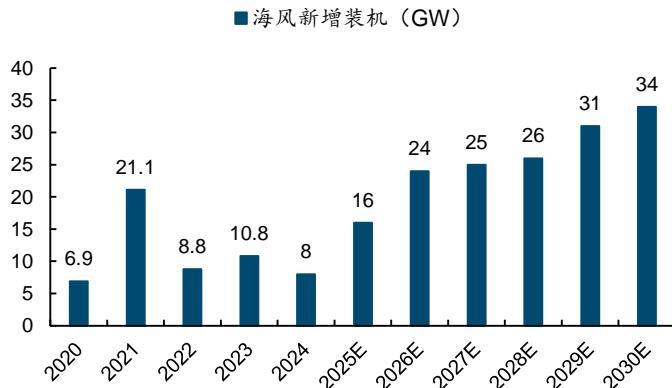
日期	地区	文件/会议	主要内容
2025/3/5	全国	《政府工作报告》	加快建设“沙戈荒”新能源基地，发展海上风电，统筹就地消纳和外送通道建设。开展煤电低碳化改造试点示范
2025/2/15	江苏	《关于印发江苏省海岸带及海洋空间规划（2035年）的通知》	优化海上风电开发布局。系统推进千万千瓦级海上风电基地建设，重点支持盐城、南通海上风电集中连片开发。落实国家海上风电布局要求，推动向离岸30千米以远或水深30米以上空间发展，优化灌云、射阳、大丰、东台、如东、启东等风电场布局并加快项目落地
2025/3/12	浙江	全省省管海域海上风电调度例会	省委省政府高度重视海风建设，海上风电是全省能源保供稳价和绿色低碳转型的重要力量，必须提高思想认识，打好攻坚战，确保完成全面开竣工的目标任务
2025/4/11	山东青岛	《关于强化财政支持培育发展新质生产力实施方案（2025-2027年）》	支持能源体系绿色转型。落实省能源转型发展“九大工程”，推动具备条件的海上风电、海上光伏项目应开尽开、能开快开
2025/4/14	海南	《关于打造新质生产力重要实践地的意见》	构建“需求牵引、装备制造、示范应用”的海上风电装备制造产业链。主动对接国家深海工程，谋划“深海智造2035”战略。大力发展战略性新兴产业。积极发展海上风电、光伏、核电等清洁能源

来源：中国政府网、海南省人民政府、江苏省人民政府、青岛市人民政府、浙江发改、龙船风电网，国金证券研究所

根据全球风能理事会（GWEC）发布的《2025 全球海上风电报告》，2024 年全球海上风电新增装机 8GW，GWEC 预测，2024-2030 年全球海上风电新增装机将从 8GW 增加到 34GW，CAGR 达 27.3%。到 2030 年，海风占风电全部新增装机容量的比例将从 6.8% 上升到 17.5%。其中，我国海风新增装机预计 2024-2030 年将从 4GW 提升到 20GW，CAGR 为 30.56%，保持高速增长。

图表31：2024-2030年全球海风新增装机预计从8GW增加到34GW，CAGR为27.3%

图表32：2024-2030年，我国海风新增装机预计从4GW提升到20GW，CAGR为30.56%



来源：GWEC，国金证券研究所

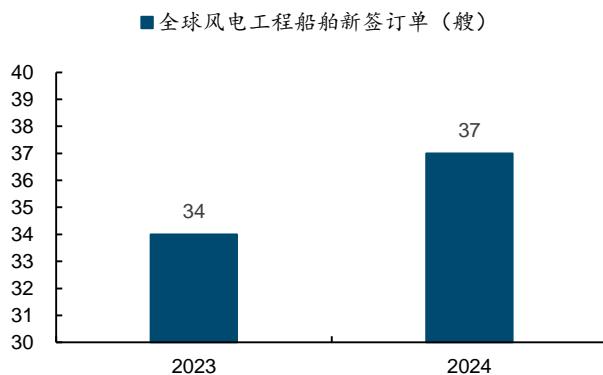


来源：GWEC，国金证券研究所

海风项目建设景气向上，利好海上风电工程船舶需求释放。海上风电项目从项目勘测、基础安装、电缆敷设、机组吊装、机组运维到设备改造与拆解等工程环节需用到海上风电工程船舶（风电安装船、起重船、铺管铺缆船、风电运维船等），海风项目景气向上，利好未来风电工程船舶需求释放。根据智研咨询，我国海上风电工程船舶全球竞争力强，2024 年新签订单全球份额 89%。2024 年全球新签订单 37 艘，同比 2023 年提升 8.82%，未来订单有望持续提升。



图表33：2024年全球风力工程船舶新签订单同比+8.82%



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表34：2024年我国风力工程船舶订单全球份额89%

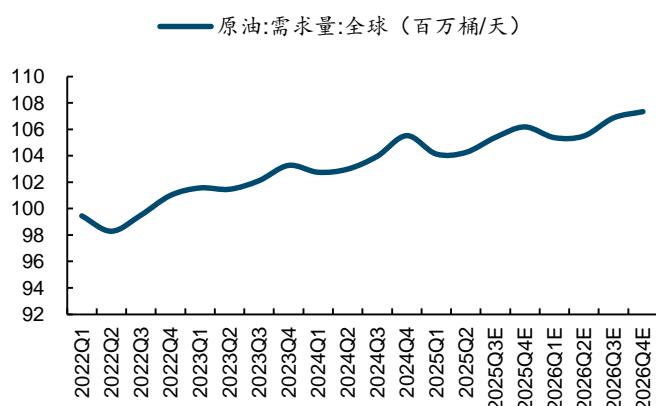


来源：智研咨询，国金证券研究所

3.1.2 海上油气：海上油气项目投资仍较为积极，未来钻井平台需求有望持续上行

全球原油需求持续提升，2025年油价虽然承压但仍处于历史相对较高位置。22年受俄乌冲突影响，布伦特原油现货价格最高达120美元/桶，随后受美元加息、欧盟对俄罗斯石油设置价格上限等因素影响，原油阶段性下跌。2025年受宽松的供需关系拖累，全球油价小幅下滑。2025年1-10月布伦特油价在61-83美元/桶范围内波动，均价约70美元/桶，虽然相对2024年略有下滑，但仍较2015-2020年54美元/桶的均值高出30%。

图表35：近年来全球原油需求持续复苏



来源：iFind, OPEC, 国金证券研究所

图表36：2025年布伦特原油价格虽然承压，但相较2015-2020年54美元/桶的平均水平仍然高出30%

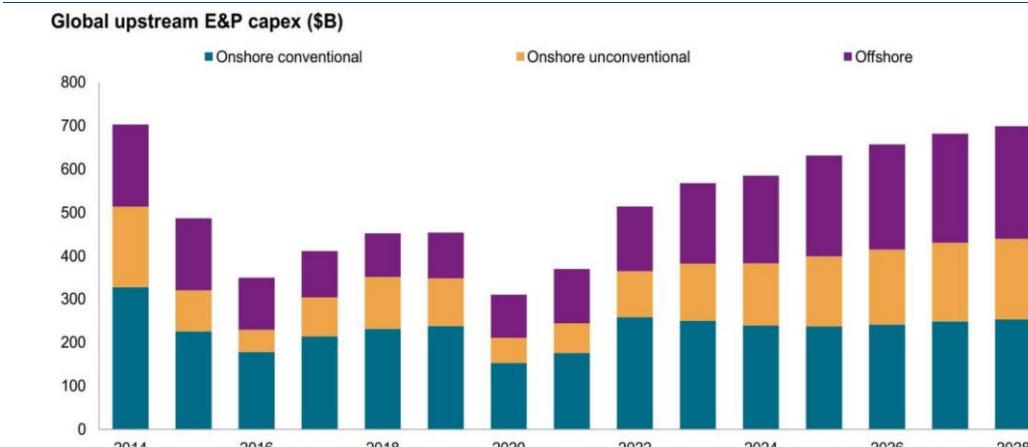


来源：iFind, 国金证券研究所

海上油气项目投资仍较为积极，未来钻井平台等海工装备需求有望持续上行。根据中国船舶集团经济研究中心分析，预计2026年布伦特原油价格在60美元/桶左右。虽然油价可能继续承压，但油气行业经过十多年的成本压降，海上油气开发项目成本线普遍在30-50美元/桶之间，大多数油气项目仍能实现经济性开发。根据中海油服官网援引IHS Markit预测数据，2025年及未来几年，全球上游CAPEX支出保持上升趋势，支出增量主要来自于海上和陆地非常规区域勘探，当前海油勘探仍保持景气度。伴随着海上油气勘探开发资本开支持续增长，钻井平台等海工装备需求有望持续上行。



图表37：预计 2025-2028 年全球上游勘探资本支出持续增长



来源：中海油服官网，国金证券研究所

3.2 供给：供给端底部出清，行业产能紧缺，中国海工船厂全球份额领先

行业 10 年低迷期，较多的海工船厂退出市场，供给端大幅出清。2014 年国际油价大幅调整后，全球海工市场需求低迷，海工船厂订单萎缩，较多的海工船厂选择退出市场。例如，2016 年，由于海工订单量低迷，现代重工关闭了昂山海工装备造船厂；2017 年，日本川崎重工撤销了最后一艘海工船订单，退出海工市场；2019 年，由于钻井平台需求低迷，新加坡胜科海事关闭了裕廊船厂；2021 年，吉宝集团退出海上钻井平台建造业务，重心转向基础设施和海上可再生能源领域。

图表38：2014年以来，全球较多的海工装备企业退出市场

时间	公司	事件
2016	现代重工	由于油价下降、订单枯竭，现代重工于 2016 年 3 月关闭昂山海工装备造船厂，并解雇 70% 员工
	辽河重工	前期多座钻井平台遭到船东拒收，中石油旗下的辽河重工退出海洋工程装备制造市场
	川崎重工	日本川崎重工撤销了为挪威海工船东 Island Offshore 建造的最后一艘大型海底作业船订单，并退出海工装备市场
	宏华集团	受国际油价波动的不利影响，宏华集团挂牌出售子公司江苏海洋（主要制造海洋钻井设备）100% 间接股权
2018	Simek	由于海工市场长期低迷导致的订单缺乏，挪威著名的海工支援船（OSV）建造商 Simek 在成立 51 年之后关闭
	现代重工	由于海工订单枯竭，韩国现代重工计划在 8 月关闭其位于蔚山工业城的海工船厂
2019	胜科海事	由于钻井平台需求低迷，新加坡胜科海事停止运营 Tanjong Kling 船厂（原裕廊船厂）
	大船海工	受国际油价波动影响，国外买方弃船，大船海工发生严重债务危机，2019 年初，大船海工宣告破产
2021	吉宝集团	吉宝宣布，子公司吉宝岸外与海事将进行重大转型重组，彻底退出海上钻井平台建造业务，重心转向基础设施项目和海上可再生能源
2023	吉宝集团	21 年退出海工钻井平台业务后，一直在剥离海工资产，23 年将旗下一家船厂出售给新加坡科技工程有限公司

来源：国际船舶网，船海装备网，国金证券研究所

国内市场：我国海工装备行业集中度较高，市场份额集中在振华重工、中集集团、中国船舶等头部企业。不同企业在不同海工产品方面各有所长。

- ✓ 振华重工：国内海上施工船舶龙头。公司是全球三大起重船装备制造之一。在海上施工船舶方面，公司可以建造起重船、疏浚船、铺管船、风电安装船等船型。其中，起重船是振华重工海工船舶核心产品，目前已成功交付起重能力从 1000 吨等级至 12000 吨不等的系列起重船。此外，振华重工还拥有其他工程船（抛石整平船、管节沉放船、油田守护船、潜水支持船、海鱼养殖平台等）、以及钻井平台，和核心配套件（栈桥、锚绞机、起重机等）的制造能力。相较于国内其他海工商，公司更加擅长制造海上施工船舶（疏浚船、起重船、铺管船国内份额约 70%）。
- ✓ 中国船舶：具备 FPSO 等高端海工装备制造能力。公司是国内民船制造龙头，在海工装备方面，公司子公司外高桥造船可以生产海上浮式生产储油装置 FPSO、3000 米深水半潜式钻井平台、自升式钻井平台、以及海工辅助船等。
- ✓ 中国重工（2025 年已经被中国船舶换股吸收合并）：FPSO、自升式钻井平台和深海



养殖工船行业领先。下辖大连造船、武昌造船、青岛北海造船三大子公司。(1) 大连造船擅长建造 FPSO 和自升式钻井平台。FPSO 领域, 公司是国内设计建造 FPSO 船体及上部模块数量最多的船厂。自升式钻井平台领域, 公司是我国首家推出自主知识产权系列产品并实现市场突破的总装企业。(2) 武昌造船具备深海渔业、深水三用工作船、深潜水工作母船、4000 马力 LNG 动力守护供应船等海工装备制造能力。

(3) 青岛北海造船擅长建造 FPSO, 曾建造交付“齐鲁第一船”——10 万吨级“海洋石油 115”海上浮式生产储卸油轮 FPSO、中海油公司首座自营开发的“海洋石油 119”海上浮式生产储卸油轮 FPSO、国内最大的座底式海洋钻井平台——“中油海 33”等 10 余座平台。

- ✓ 中集集团：国内深水半潜式钻井平台制造龙头。公司在海工领域主要业务包括：钻井平台、油气生产平台、风电安装船、深远海渔业装备（海洋牧场平台、深水养殖工船等）、以及特种船舶（起重铺管船等）。其中，在半潜式钻井平台领域，公司已交付 9 座深水半潜式平台，占中国 78% 市场份额。正在建造 5 座深水半潜钻井平台，占全球 23% 市场份额。其中 3 座 GM4-D 是全球少数、中国唯一可以在北极圈内作业的半潜式钻井平台，2 座 D90 是全球作业水深和钻井深度最深的半潜式钻井平台。

图表39：国内海洋工程装备主要公司介绍

公司	海工业务主要产品
振华重工	起重船、疏浚船、铺管船、风电安装船、其他工程船（抛石整平船、管节沉放船、油田守护船、潜水支持船、海鱼养殖平台等）、钻井平台、核心配套件（栈桥、锚绞机、起重机等）
中国船舶	FPSO、半潜式、自升式（JU2000E、CJ46、CJ50）钻井平台、海工辅助船等
中国重工	FPSO、自升式钻井平台、海洋牧场综合体平台、10 万吨级智慧渔业大型养殖工船、载人潜水器支持母船
中集集团	钻井平台、油气生产平台、风电安装船、深远海渔业装备（海洋牧场平台、深远海养殖网箱，深水养殖工船、鳞虾运输船等）、滚装船、特种船舶（半潜式生活平台、半潜运输船、起重铺管船等）
中船防务	钻井平台、半潜船、油田守护船、多用工作船、小水线面油田交通船、起重铺管船、水工程勘察船、多功能水下工程支持船、平台供应船等海洋工程船舶和自升式钻井平台

来源：各公司官网, ifind, 国金证券研究所 注：本处中国船舶是指换股吸收合并中国重工之前的中国船舶

3.3 公司是国内海上施工船舶龙头, 2021-2024 年海工收入 CAGR 为 122%

公司是国内海工龙头, 产品主要布局有起重船、铺管铺缆船、风电安装船、风电运维船、钻井平台等海工装备, 广泛应用于海上风电安装运维、油气资源开发、以及海上大件吊装、航道疏浚、打捞作业等海上工程建设场景。根据公司官微, 公司疏浚船、起重船、铺管船国内市场占有率约为 70%。

图表40：公司海洋工程主要产品

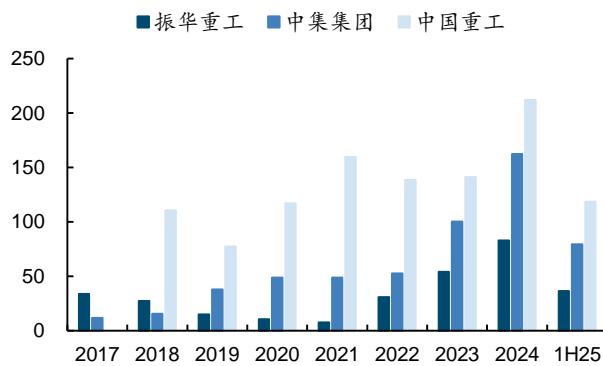




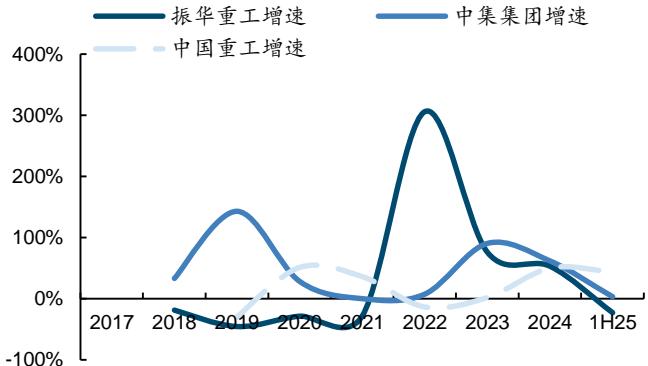
来源：公司官网，国金证券研究所

与同行业相比，由于海工行业涵盖领域较广，不同海工商聚焦的应用场景不同，因此行业内各公司过去5年海工业务的成长性存在一定差异。与中国重工等公司相比，公司海工业务收入规模相对较小，但是从2021年开始，受益风电抢装潮影响，公司订单开始加速提升，2022年实现收入30.86亿元，同比+306%，其后依然保持高增，2021-2024年公司海工收入从7.6亿元提升到82.9亿元，CAGR为122%，行业领先。受益全球海风项目建设景气向上，以及油气领域资本开支持续上行，公司未来海工领域收入有望持续提升。

图表41：公司海工业务收入在2022-2024年成长较快（亿元）



图表42：2021-2024年公司海工收入CAGR为122%，行业领先

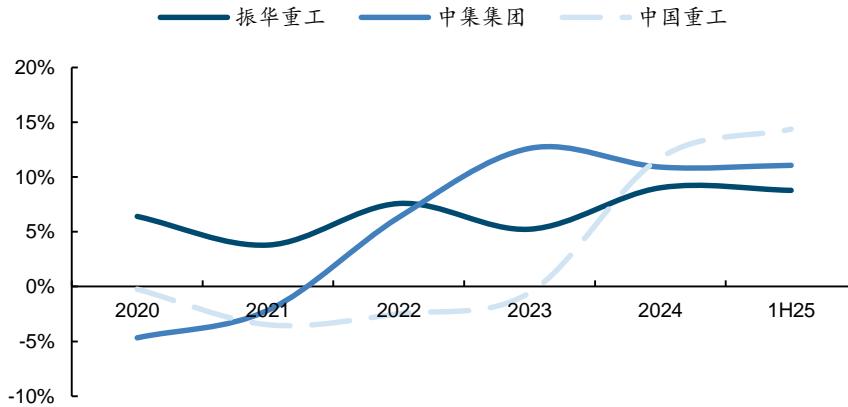


来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

与2021年收入复苏同步，公司海工业务毛利率从2021年的3.78%稳步提升到2024年的9.02%。与同行业公司相比，公司海工业务覆盖的船型和下游应用场景较广，毛利率受单一应用领域的影响较小，近年来波动较小，整体保持稳中有升态势。

图表43：2021-2025年，公司海工业务毛利率从3.78%提升到9.02%

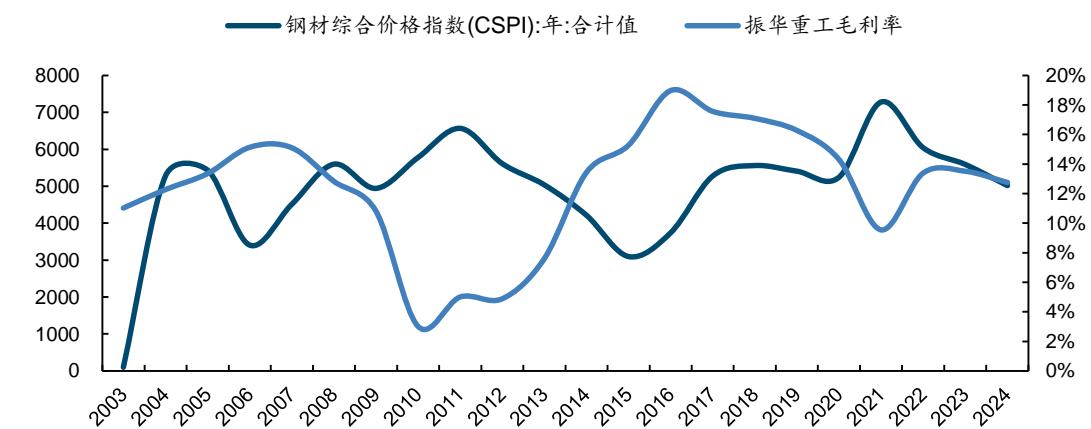


来源：iFind，国金证券研究所

此外，复盘历史还可以发现，公司的毛利率受钢材价格影响比较大，二者存在一定的负相关关系。在2011年和2021年钢材价格较高的年份，公司毛利率分别为5.01%和9.55%，也处于较低水平。2016年钢材价格较低，公司毛利率达到18.98%，显著高于其他年份。从2021年以来，钢材价格整体处于稳步下滑趋势，并且展望2026年，根据Mysteel预测，考虑到我国钢铁行业产能整体充裕，且下游房地产等主要用钢需求仍处调整阶段，2026年房地产新开工用钢量预计同比下降约4%-5%，钢材整体需求仍呈下降走势，我们预计2026年钢材价格将继续保持稳中有降的趋势，有望为公司未来毛利率继续带来一定的支撑。



图表44：钢材毛利率和钢材价格存在一定的负相关关系



来源：同花顺，中钢协，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

(1) 收入、毛利率预测：

■ 港口机械业务：

行业：(1) 新增需求：全球港口机械新增需求和海运贸易量正相关，克拉克森预测2025-2027年全球海运贸易量将持续增长至221/226/233百万箱，有望带动全球港口机械新增需求同步提升。(2) 更新和升级需求：全球贸易在21世纪初迎来黄金发展期，2000-2008年公司向全球输送了大量的港机产品，港机收入从20.17亿元提升到190.11亿元。港机更新周期约20-25年，2000-2008年全球交付的港机即将迎来更新周期。此外，随着集装箱船舶的逐步大型化，以及智慧码头、智慧港口的兴起，港口机械逐步产生大型化、智能化升级需求。受益全球贸易量持续增长带来的新增需求，以及老旧港口机械更换和大型化、智能化催生的升级需求，全球港口机械市场规模未来有望保持持续增长。根据贝哲斯咨询预测，2022-2028E全球港口机械市场规模将从673亿元提升到1039亿元，CAGR为7.65%。

公司：公司是全球最大的港机设备制造商，岸桥全球市场占有率70%。公司重视研发投入，2020-2024年研发费用率从3.3%持续提升到4.4%，相应的，公司近三年在自动化码头技术上取得了阶段性突破，岸桥产品自动化水平不断提升。公司凭借技术优势加速开拓海外市场，1H25获得了荷兰、英国、法国、意大利、澳大利亚等13个国家的海外订单，港口机械新签订单金额达31.37亿美元，同比+27%，订单加速提升，有望带动公司未来港口机械收入加速提升。我们预计25-27年公司港口机械业务收入分别为224.47/249.17/276.58亿元，25-27年分别同比增长9%/11%/11%。

毛利率方面，虽然1H25公司港口机械毛利率仅为10.6%，但这主要受部分特殊项目影响，且今年二季度以来已经有显著改善。2025年1-3季度，公司整体毛利率分别为10.66%/10.98%/12.54%，环比持续提升，预计全年毛利率相对上半年会有显著改善。考虑到公司港口机械产品逐步智能化升级，以及1H25订单加速提升未来有望对成本形成一定摊薄效应，我们预计公司未来毛利率有望实现小幅提升，预计25-27年毛利率分别为12.2%/12.4%/12.4%。

■ 海上重型装备业务：

行业：(1) 海风领域：全球各国对发展海上风电的重视程度不断提高，英国、德国等欧洲国家不断调整能源政策，加强对海上风电发展的规划部署。国内市场中，2025年3月政府工作报告中明确提出“发展海上风电”，海上风电第一次被写入政府工作报告，国家加大了支持力度。根据GWEC，2024-2030年全球海风新增装机将从8GW增加到34GW，CAGR达27.3%。海上风电项目从项目勘测、基础安装、电缆敷设、机组吊装、机组运维到设备改造等均需用到海上风电工程船舶（风电安装船、起重船、铺管铺缆船、风电运维船等），海风项目景气向上，利好未来风电工程船舶需求释放。我国海上风电工程船舶全球竞争力强，2024年新签订单全球份额89%。2024年全球新签订单37艘，同比提升8.8%，未来订单有望持续提升。(2) 海上油气领域：2025年1-10月布伦特油价在61-83美元/桶范围内波动，均价约70美元/桶，虽然相对2024年略有下滑，但仍较2015-2020



年 54 美元/桶的均值高出 30%。而且，油气行业经过十多年的成本压降，海上油气开发项目成本线普遍在 30-50 美元/桶之间，大多数油气项目仍能实现经济性开发。根据 IHS Markit，2025 年及未来几年，全球上游 CAPEX 支出保持上升趋势，当前海油勘探仍保持景气度，钻井平台等海工装备需求有望持续上行。供给端，在 2014 年国际油价大幅调整后，过去十年有较多海工船厂退出市场，供给端底部出清，全球海工产能紧缺。

公司：公司是国内海工龙头，主要产品有起重船、铺管铺缆船、风电安装船、风电运维船、钻井平台等，广泛应用于海上风电、油气开发等领域。公司疏浚船、起重船、铺管船国内份额 70%。受益全球海风项目建设景气向上，以及油气领域资本开支持续上行，公司未来海工领域收入有望持续提升，我们预计 25-27 年公司高端装备零部件业务收入分别为 74.64/78.37/82.29 亿元，26-27 年同比增速保持在 5%。成本方面，考虑到我国钢铁行业产能整体充裕，且下游房地产等主要用钢需求仍处调整阶段，预计 2026 年钢材价格将继续保持稳中有降的趋势，公司未来毛利率有望实现小幅提升，我们预计 25-27 年公司毛利率分别为 9.2%/9.4%/9.4%。

(2) 费率预测：

- ✓ **销售、管理费用率：**公司近年来销售费率相对稳定，管理费用率呈现显著的下滑趋势，2024 年报和 2025 中报中均表示公司近年来通过采取降本增效措施严控非生产性支出降低管理费用率。同时 2025 年 6 月，公司发布《振华重工 2025 年度“提质增效重回报”行动方案》中提到未来将加快完善“四全管理”运营体系，继续推进降本增效，公司管理费用率有望保持稳中有降趋势。我们预计 25-27 年公司销售费率维持 0.6%，管理费用率为 2.12%/2.10%/2.10%。
- ✓ **研发费用率：**过去 5 年公司研发费用率呈小幅提升趋势，我们判断公司为了维持在智慧港口领域的竞争力，未来预计持续加大在港口机械领域的研发投入，提升产品的自动化和智能化水平，我们预计 2025-2027 年公司研发费用率分别为 3.8%/3.9%/4.0%。

综上：我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 362.55/399.64/439.90 亿元，分别同比增长 5.2%/10.2%/10.1%；归母净利润分别为 6.28/7.87/9.84 亿元，分别同比增长 18%/25%/25%。

图表45：公司盈利预测

单位：亿元	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	301.92	329.33	344.56	173.96	362.55	399.64	439.90
yoy	16.2%	9.1%	4.6%	1.0%	5.2%	10.2%	10.1%
毛利率	13.4%	13.5%	12.8%	10.8%	11.9%	12.2%	12.4%
港口机械							
收入（亿元）	207.32	212.37	205.94	107.33	224.47	249.17	276.58
yoy	18.6%	2.4%	-3.0%	8.3%	9.0%	11.0%	11.0%
毛利率	16.0%	16.3%	15.0%	10.6%	12.2%	12.4%	12.4%
海上重型装备							
收入（亿元）	30.86	54.23	82.93	36.62	74.64	78.37	82.29
yoy	305.9%	75.8%	52.9%	-23.1%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	7.6%	5.2%	9.0%	8.8%	9.2%	9.4%	9.4%
钢结构							
收入（亿元）	27.31	31.66	33.42	16.30	34.09	35.79	37.58
yoy	-27.3%	15.9%	5.6%	-1.3%	2.0%	5.0%	5.0%
毛利率	3.5%	8.9%	1.4%	6.4%	7.0%	7.0%	7.0%
工程建设项目							
收入（亿元）	16.14	15.29	4.14	0.73	2.48	2.73	3.01
yoy	-27.2%	-5.3%	-72.9%	-54.4%	-40.0%	10.0%	10.0%
毛利率	-0.3%	-1.4%	-9.9%	-25.5%	-15.0%	-12.0%	-8.0%
船舶运输及其他							
收入（亿元）	18.63	13.88	16.36	10.32	24.54	30.68	36.81
yoy	28.4%	-25.5%	17.9%	88.7%	50.0%	25.0%	20.0%
毛利率	19.4%	23.3%	30.8%	23.2%	25.0%	25.0%	25.0%
其他业务							



单位：亿元	2022	2023	2024	1H25	2025E	2026E	2027E
收入（亿元）	1.66	1.91	1.79	2.67	2.33	2.91	3.64
yoy	-47.1%	14.9%	-6.3%	32.8%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率	21.4%	61.8%	24.6%	/	25.0%	25.0%	25.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 投资建议

公司是国内港口机械和海工行业龙头，受益全球贸易量持续增长以及港口机械的更新和升级需求，全球港口机械行业市场规模未来有望保持稳健增长态势。海工行业受益全球各国海风装机目标的持续增长，以及海油勘探维持高景气度，风电安装船舶、钻井平台等海工装备需求也有望长期保持稳健增长态势。公司是全球最大的港机设备制造商（岸桥全球市场占有率为70%）、全球知名的特种工程船舶制造商（疏浚船、起重船、铺管船建造国内市场占有率约70%），未来跟随行业的长期稳健增长，自身收入端也有望保持同步提升态势。

我们选取同行业的中集集团、中国船舶和大连重工作为可比公司。我们预计2025-2027年公司营业收入分别为362.55/399.64/439.90亿元，归母净利润分别为6.28/7.87/9.84亿元，分别同比增长18%/25%/25%，对应PE为26X/21X/16X。考虑到公司在细分领域的行业龙头地位，我们给予公司26年22倍PE，对应目标价5.21元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图表46：可比公司估值

代码	名称	股价 (亿元)	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E
000039.SZ	中集集团	9.23	0.08	0.55	0.57	0.71	0.87	118.33	16.75	16.19
600150.SH	中国船舶	34.09	0.66	0.81	1.47	2.26	2.99	51.57	42.19	23.19
600685.SH	中船防务	29.30	0.03	0.27	0.73	1.12	1.78	976.67	108.52	40.14
002487.SZ	大金重工	57.61	0.67	0.74	1.70	2.41	3.18	85.99	77.85	33.89
601890.SH	亚星锚链	10.20	0.25	0.29	0.33	0.39	0.47	40.80	35.17	30.91
平均数								254.67	56.10	28.86
600320.SH	振华重工	4.86	0.16	0.16	0.19	0.24	0.30	31.05	30.26	25.71
									20.51	16.41

来源：iFind，国金证券研究所（备注：股价对应日为2025年12月11日，中船防务、大金重工、亚星锚链盈利预测来自Wind一致预期）

5、风险提示

- 全球贸易增长不及预期风险。港口机械的需求和全球贸易量长期正相关，如果未来全球宏观经济波动，贸易增长不及预期，可能会导致全球港口机械需求波动，公司是全球港口机械龙头，可能会影响公司业绩表现。
- 全球油气勘探开发资本开支不及预期。如果未来国际油价持续承压，可能导致全球上游油气勘探开发资本开支不及预期，可能导致钻井平台等海工船舶需求波动，进而可能导致公司订单波动，影响公司业绩释放。
- 汇率波动风险。公司港口机械和海工业务客户分布全球，1H25公司境外收入占比接近50%，占比较高，如果人民币汇率变化幅度较大，可能会对公司的经营产生一定的不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	30,192	32,933	34,456	36,255	39,964	43,990
增长率	9.1%	4.6%	5.2%	10.2%	10.1%	
主营业务成本	-26,145	-28,480	-30,060	-31,957	-35,084	-38,542
%销售收入	86.6%	86.5%	87.2%	88.1%	87.8%	87.6%
毛利	4,046	4,453	4,396	4,298	4,881	5,447
%销售收入	13.4%	13.5%	12.8%	11.9%	12.2%	12.4%
营业税金及附加	-175	-291	-334	-236	-260	-286
%销售收入	0.6%	0.9%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-177	-211	-233	-218	-240	-264
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-836	-849	-818	-769	-839	-924
%销售收入	2.8%	2.6%	2.4%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-1,118	-1,312	-1,502	-1,378	-1,559	-1,760
%销售收入	3.7%	4.0%	4.4%	3.8%	3.9%	4.0%
息税前利润（EBIT）	1,741	1,789	1,508	1,699	1,984	2,214
%销售收入	5.8%	5.4%	4.4%	4.7%	5.0%	5.0%
财务费用	-775	-546	-325	-265	-266	-251
%销售收入	2.6%	1.7%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%
资产减值损失	-439	-705	-619	-600	-600	-600
公允价值变动收益	-276	-27	13	15	15	15
投资收益	184	-47	24	50	30	45
%税前利润	28.1%	n. a.	2.5%	4.7%	2.3%	2.9%
营业利润	626	757	908	1,036	1,262	1,513
营业利润率	2.1%	2.3%	2.6%	2.9%	3.2%	3.4%
营业外收支	30	28	29	35	35	60
税前利润	655	785	937	1,071	1,297	1,573
利润率	2.2%	2.4%	2.7%	3.0%	3.2%	3.6%
所得税	-58	-139	-157	-193	-240	-299
所得税率	8.8%	17.7%	16.8%	18.0%	18.5%	19.0%
净利润	598	647	780	878	1,057	1,274
少数股东损益	226	127	246	250	270	290
归属于母公司的净利润	372	520	534	628	787	984
净利率	1.2%	1.6%	1.5%	1.7%	2.0%	2.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	598	647	780	878	1,057	1,274
少数股东损益	226	127	246	250	270	290
非现金支出	1,717	2,074	2,128	2,001	2,090	2,180
非经营收益	393	297	238	523	520	453
营运资金变动	1,539	1,499	3,705	152	939	1,430
经营活动现金净流	4,246	4,516	6,850	3,554	4,606	5,337
资本开支	-469	-642	-913	-1,206	-1,415	-1,540
投资	17	111	334	-295	10	10
其他	369	349	346	50	30	45
投资活动现金净流	-84	-182	-234	-1,451	-1,375	-1,485
股权募资	98	170	49	50	50	40
债权募资	-3,706	-978	-1,703	-1,133	-1,755	-945
其他	-1,616	-1,584	-2,650	-880	-915	-967
筹资活动现金净流	-5,223	-2,392	-4,303	-1,963	-2,620	-1,872
现金净流量	-897	1,989	2,354	139	611	1,980

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,397	5,105	5,867	6,003	6,612	8,590
应收款项	8,685	9,492	8,846	9,277	9,460	9,810
存货	21,513	24,281	24,555	25,828	26,433	27,455
其他流动资产	6,251	6,632	7,676	7,833	8,313	8,837
流动资产	38,847	45,510	46,944	48,940	50,817	54,692
%总资产	49.7%	53.6%	54.7%	56.2%	57.6%	59.7%
长期投资	4,916	3,933	3,446	3,366	3,276	3,186
固定资产	25,502	25,175	24,992	25,102	25,235	25,337
%总资产	32.6%	29.7%	29.1%	28.8%	28.6%	27.7%
无形资产	3,822	4,365	4,662	4,702	4,731	4,751
非流动资产	39,366	39,354	38,824	38,090	37,461	36,890
%总资产	50.3%	46.4%	45.3%	43.8%	42.4%	40.3%
资产总计	78,213	84,865	85,767	87,031	88,278	91,582
短期借款	8,755	13,432	9,043	9,841	8,085	7,140
应付款项	13,971	15,171	16,078	16,767	17,352	18,114
其他流动负债	13,624	19,595	21,870	22,921	24,525	27,069
流动负债	36,351	48,199	46,992	49,529	49,962	52,323
长期贷款	21,020	15,105	17,786	17,886	17,886	17,886
其他长期负债	2,721	2,694	2,668	624	640	658
负债	60,091	65,998	67,445	68,038	68,488	70,867
普通股股东权益	15,168	15,757	15,868	16,288	16,815	17,450
其中：股本	5,268	5,268	5,268	5,268	5,268	5,268
未分配利润	2,826	3,325	3,542	3,919	4,392	4,982
少数股东权益	2,954	3,110	2,455	2,705	2,975	3,265
负债股东权益合计	78,213	84,865	85,767	87,031	88,278	91,582

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.112	0.157	0.161	0.189	0.237	0.296
每股净资产	2.879	2.991	3.012	3.092	3.192	3.312
每股经营现金流	0.806	0.857	1.300	0.675	0.874	1.013
每股股利	0.000	0.050	0.055	0.048	0.060	0.075
回报率						
净资产收益率	2.45%	3.30%	3.36%	3.86%	4.68%	5.64%
总资产收益率	0.48%	0.61%	0.62%	0.72%	0.89%	1.07%
投入资本收益率	3.31%	3.10%	2.77%	2.97%	3.52%	3.91%
增长类						
主营业务收入增长率	16.22%	9.08%	4.62%	5.22%	10.23%	10.07%
EBIT 增长率	#####	2.80%	-15.71%	12.63%	16.76%	11.62%
净利润增长率	-15.44%	39.80%	2.60%	17.71%	25.36%	25.00%
总资产增长率	-0.15%	8.50%	1.06%	1.47%	1.43%	3.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	82.5	80.1	77.5	76.0	69.0	64.0
存货周转天数	304.2	293.4	296.5	295.0	275.0	260.0
应付账款周转天数	99.3	101.7	116.7	125.0	114.0	105.0
固定资产周转天数	249.8	221.6	251.0	238.6	216.8	196.9
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	120.38%	#####	111.52%	95.08%	76.72%
EBIT 利息保障倍数	2.2	3.3	4.6	6.4	7.5	8.8
资产负债率	76.83%	77.77%	78.64%	78.18%	77.58%	77.38%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1. 00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究