



联合研究 | 公司深度 | 中国动力 (600482.SH)

中国动力：船用动力系统龙头格局稳固，后市场、燃机打开新空间

报告要点

随着 301 政策对船舶板块压制因素消除，2025 年 11、12 月全球造船新签订单大幅提升，板块向上拐点已现，下游航运业景气叠加运力紧张，油轮订单有望接力集装箱船订单释放。长期来看航运业环保政策趋于严格，IMO 减排长期目标不变，未来清洁能源船型更新替换潜力大。中国动力作为中国造船业动力总装核心平台，背靠中国船舶集团，近年来船用发动机产能持续扩张，受益于船舶业景气周期的同时，船舶清洁能源转型趋势有望带动公司盈利能力提升。国家政策大力支持下，长期来看燃气轮机+深海科技有望为公司打开新成长空间。

分析师及联系人



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



王贺嘉

SAC: S0490520110004

SFC: BUX462



臧雄

SAC: S0490518070005

SFC: BVO790



屈奇

SAC: S0490524070003



张晨晨

SAC: S0490524080007

中国动力 (600482.SH)

2026-01-08

中国动力：船用动力系统龙头格局稳固，后市场、燃机打开新空间

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 维持

造船业：板块压制因素消除有望迎来向上拐点，长周期向上趋势明确

受 24 年高基数、地缘政治冲突变化以及环保排放法规延后，以及 25 年初美国 301 调查很大程度导致船东观望情绪较为浓重等因素影响，25 年全球造船新签订单同比降幅较大，船价呈现高位震荡。随着中美贸易谈判后 301 政策暂停，此前对船舶板块订单和船价的最大压制因素消除，12 月全球新签订单同比大幅提升 79%。目前，下游航运维持景气，受下游油运景气影响，下半年以来 VLCC 租金、运价均出现大幅提升，叠加当前油轮运力紧张，11 月新签订单表现出现分化，油轮订单同比大幅提升 284.5%，后续油轮有望接力集装箱船订单出现释放；同时，二手船价指数向上突破 24 年高点，反映出全球航运业对运力需求仍在增长，新船价格有望迎来拐点。长期来看，目前全球存量运力中老旧船舶占比较高，旧船更新向上周期趋势明确；同时，航运业环保政策趋于严格，尽管 IMO 会议决定净零排放框架投票推迟一年，但航运业脱碳、减排的长期目标没有发生改变，未来清洁能源船型更新替换需求潜力巨大。

中国动力：发动机龙头格局稳固开拓后市场，燃气轮机+深海科技打开成长空间

公司背靠中国船舶集团，为集团旗下船舶订单提供船用发动机，订单、渠道、技术优势显著。近年来公司营收持续增长，柴油动力业务营收及毛利占比提升，为公司贡献主要业绩弹性；受益于船舶景气周期上行，公司交付船用发动机量价齐升，叠加公司加强成本管控，期间费用率有所下降，公司盈利能力不断修复。2025 年 9 月公司公告终止收购中船柴油机 16.5136% 股权，拟对本次交易方案进行优化，期待未来交易收购剩余股权事项继续推进。

近年来公司持续扩张发动机产能，25 年交付低速机台套数有望持续增长，受全球航运业减排大趋势影响，预计公司交付双燃料主机占比有望继续提升，订单结构优化有望带动公司盈利能力进一步上行；公司在中小型燃气轮机领域拥有数十年的技术积累，燃机产品在国内中小型燃气轮机行业具备领先地位，产品已在多个领域得到广泛应用，公司还是我国深海科技领域的核心动力装备上市平台，长期来看，需求增长叠加政策大力支持下，燃气轮机和深海科技有望为公司带来新增长空间。公司在军用舰船动力领域技术实力雄厚、配套优势显著，处于国内领先地位，2024 年公司防务产业新接合同年度计划完成率超过 120%，未来有望继续受益于防务装备建设。

给予“买入”评级。考虑到船舶行业景气有望持续上行，公司作为国内船舶动力总装平台，受益于造船业景气周期，盈利能力释放的同时，燃气轮机、深海科技等有望打开公司长期成长空间。我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 17.94 亿元、29.88 亿元、39.08 亿元，对应 PE 分别为 29、17、13X，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、船舶行业需求波动风险；
- 2、主要原材料价格波动风险；
- 3、燃气轮机需求不及预期的风险；
- 4、业绩预测假设不成立或不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	22.73
总股本(万股)	225,360
流通A股/B股(万股)	225,360/0
每股净资产(元)	17.80
近12月最高/最低价(元)	24.79/18.60

注：股价为 2026 年 1 月 7 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《中国动力 2025 年三季度点评：盈利能力改善，在手订单支撑业绩释放》2025-11-12
- 《中国动力 25H1 点评：业绩持续高增，船海主业景气持续，应用产业打开新空间》2025-09-07
- 《中国动力 24A&25Q1 点评：业绩持续高增，船海业务+应用产业并重发展》2025-05-08



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

造船：旧船更新+绿色船舶趋势，长周期向上趋势明确.....	6
短期：301 压制因素暂时消除，板块有望迎来向上拐点	6
长期：旧船更新+绿色共识驱动周期继续向上，中国造船竞争力持续提升	8
中国动力：发动机龙头格局稳固开拓后市场，燃气轮机+深海科技打开成长空间	13
柴油机业绩弹性显著，期待中船柴油机股权整合进展	13
发动机产能持续扩张，双燃料占比提升带动盈利释放	15
WinGD 资产注入，发动机维保有望贡献第二成长曲线	17
深海科技+燃气轮机有望打开新增长空间	19
军用舰船动力领域显著领先，深度受益防务装备建设	21
风险提示	24

图表目录

图 1：2025 年以来新船价格指数维持高位	6
图 2：2021 年集装箱船率先出现订单潮，贡献行业显著增量（万 DWT）	6
图 3：全球船舶新签订单拆分情况（分船型，DWT）	6
图 4：全球船舶新签订单情况（分地区，DWT）	6
图 5：25 年 12 月中国新签订单继续维持全球首位（万 DWT）	7
图 6：截至 25 年 12 月中国在手订单份额达 70%（DWT）	7
图 7：25 年 12 月初 VLCC 油轮平均租金达约 12 万美元/天	7
图 8：2025 年下半年克拉克森油轮运价明显上行（美元/天）	7
图 9：二手船价格走势已突破 24 年高点	8
图 10：分船型手持订单情况（百万 DWT）	8
图 11：长周期的不同船型手持订单占运力比重，当前全球在手订单运力占比仅为 17%（%）	8
图 12：不同船型的船龄结构占比（百万 GT）	9
图 13：2023 版温室气体减排战略修订案进一步加强碳减排要求	10
图 14：截至 2025 年 12 月，可替代燃料船舶在手订单占比约 40%	11
图 15：2025 年可替代燃料船舶新签订单占比超 30%	11
图 16：全球货运船舶燃料占比预测（2025）	12
图 17：2025 年全球造船完工地区拆分及预测（CGT 口径）	12
图 18：截至 2025 年 12 月，全球前十大造船集团在手订单占比 63%（CGT 口径）	12
图 19：公司股权结构图（截至 2025 年三季报）	13
图 20：公司营业收入快速增长	14
图 21：公司柴油动力业务营收占比呈上升趋势	14
图 22：公司柴油动力业务毛利占比明显提升	14
图 23：2016 年至今公司主要业务毛利率变化	14
图 24：公司归母净利润情况	15
图 25：公司盈利能力情况	15
图 26：2025 年前三季度公司期间费用率有所下降	15

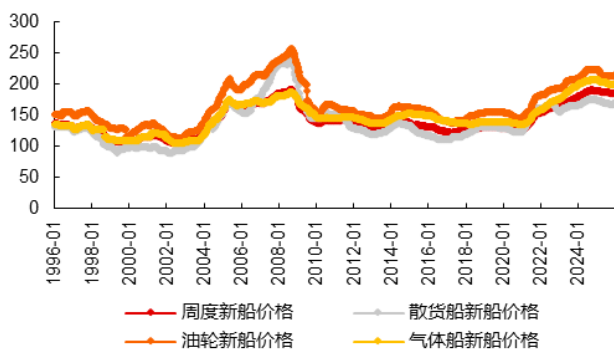
图 27: 大宗商品价格有所回落, 25 年持续低位	15
图 28: 近三年公司生产柴油机台套数 (台)	16
图 29: 近三年公司生产柴油机功率情况 (MW)	16
图 30: 2024 年公司成功交付首台全球最大功率甲醇双燃料主机	16
图 31: 中国动力低速机新签订单持续增长	16
图 32: 2025H1 中国动力研发支出总额占营业收入比例提升至 5.0%	17
图 33: 2025 年 H1 中国动力研发支出达 13.8 亿元 (亿元)	17
图 34: 2024 年公司技术人员 6233 人, 占比 25%	17
图 35: 2024 年公司技术人员占比小幅下滑 0.2pct	17
图 36: WinGD 产品覆盖多种类型发动机及船型	18
图 37: 中国动力全球服务网络	18
图 38: 中国动力海外服务站点覆盖全球主要航运港口和地区	18
图 39: 中国动力低速机维修维保服务	19
图 40: 燃气轮机下游应用场景丰富	19
图 41: 燃气轮机下游应用分布	19
图 42: 预计 2025 年全球燃气轮机销量超 70GW	20
图 43: 25MW 双燃料燃气轮机发电机组在 10 万吨级深水半潜式浮动平台上应用	20
图 44: 苏丹吉利燃机电厂一期工程 PG6581B 燃机余热锅炉	20
图 45: 中国动力燃气轮机新签订单及增速情况	21
图 46: 中国动力燃气轮机交付订单及增速情况	21
表 1: IMO 和欧盟等航运业环保政策梳理	9
表 2: IMO 净零框架 GFI 减排目标	10
表 3: 不同军用舰船常用动力装置形式	21
表 4: 军用舰船联合动力装置的构成方式与工作方式	22
表 5: 公司在各军用舰船动力装置领域具有显著领先地位	22
表 6: CRS 对中美海军未来主战舰船数量的预测 (单位: 艘)	22
表 7: 公司收入及利润敏感性分析 (亿元)	24

造船：旧船更新+绿色船舶趋势，长周期向上趋势明确

短期：301 压制因素暂时消除，板块有望迎来向上拐点

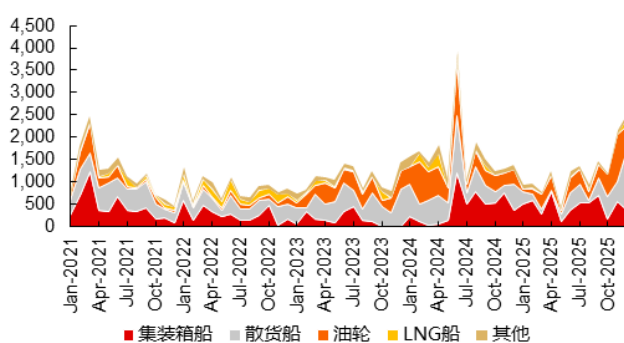
受 301 调查等影响，25 年新船订单、新船价格指数走弱。2025 年以来，全球造船行业新签订单同比出现下滑，主要是受 24 年高基数、地缘政治冲突变化以及环保排放法规延后等影响，同时，25 年初美国 301 调查很大程度导致船东观望情绪较为浓重。2025 年 1-12 月全球新签订单为 15117 万 DWT，同比下滑 24.2%，但船型差别较为明显，集运景气助推下，25 年集装箱船新签订单继续维持高位，集装箱船新签 5423 万 DWT，同比小幅提升约 5%；油轮、散货船、LNG 船则分别出现不同程度的下滑。新船价格来看，25 年船价小幅回落，但在强供给约束状态下仍旧高位企稳，全年降幅较小。

图 1：2025 年以来新船价格指数维持高位



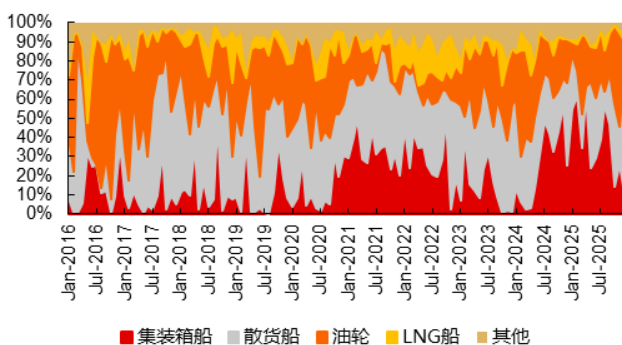
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 2：2021 年集装箱船率先出现订单潮，贡献行业显著增量（万 DWT）



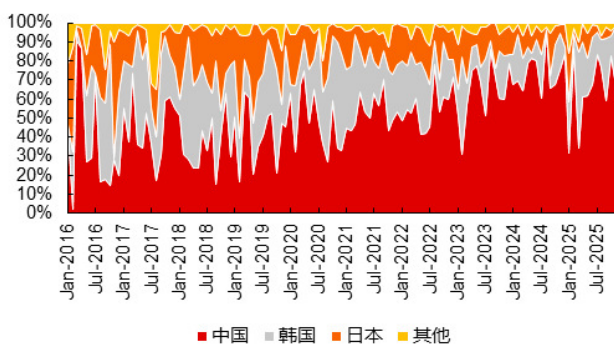
资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 3：全球船舶新签订单拆分情况（分船型，DWT）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 4：全球船舶新签订单情况（分地区，DWT）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

中美釜山谈判达成协议，板块最大利空暂时消除。受美国 301 调查影响，25 年 3 月中国新造船订单短期承压，但 25 年 4 月至今中国新签订单份额继续维持全球领先地位，凸显国内造船综合实力。截至目前中国在手订单份额达 70%，韩国在手订单份额为 17.3%，日本在手订单份额仅剩余 9%。

针对造船行业，美国于 2024 年对我国造船业启动 301 调查，并于 2025 年分阶段实施限制措施。作为对等反制，25 年 10 月我国出台《对美船舶收取船舶特别港务费实施办

法》，对五类美关联船舶，包括美资所有、运营、持股超 25% 企业控制、挂美旗及在美建造船舶，分阶段加征特别港务费。综合来看，中国港口收费力度强于美国 301 政策，同时中国港务费增加中国建造船舶豁免条款，对美国 301 政策形成有力应对；随着后续中美釜山会谈协议达成，中美针对海事、物流和造船的调查和反制暂停实施一年，此前压制新船价及新签订单的最大利空因素消除，25 年 12 月全球新船订单环比提升 15%，同比大幅提升 79%，达 2489 万 DWT，后续新船订单有望迎来持续释放。

图 5：25 年 12 月中国新签订单继续维持全球首位（万 DWT）

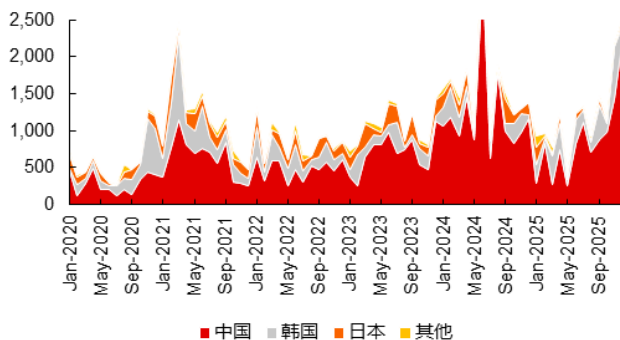
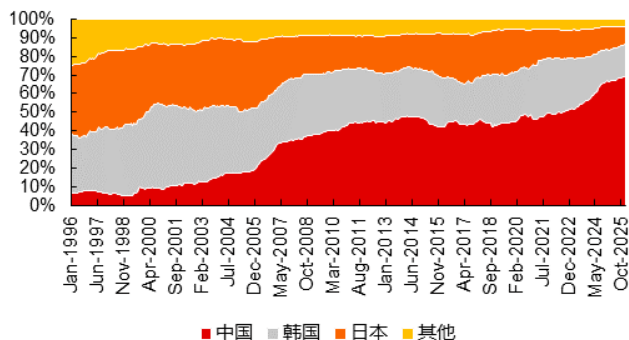


图 6：截至 25 年 12 月中国在手订单份额达 70%（DWT）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

资料来源：Clarksons，长江证券研究所

下游行业维持较高景气，期待后续新签订单、船价有望迎来向上拐点。25 年下半年以来 VLCC 租金快速提升，截至 12 月 5 日为约 12 万美元/天，同比提升 373.5%；VLCC 运价同样持续上行，创 23 年 3 月以来的新高，运价上行主要系油轮运力不足，25 年以来 VLCC 交付订单只有 5 艘。2025 年 11 月油轮新签订单达 1068 万 DWT，同比增长 308.5%，环比增长 120.2%，12 月油轮新签订单达 555 万 DWT，同比增长 74.5%，运力紧张的同时叠加下游航运景气，后续油轮订单有望接力集装箱船订单释放；同时，二手船价指数向上突破 24 年高点，反映出全球航运业对运力需求仍在增长，后续新船价格有望迎来拐点。

图 7：25 年 12 月初 VLCC 油轮平均租金达约 12 万美元/天

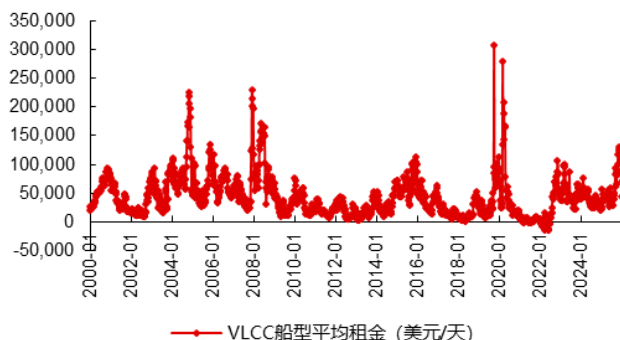
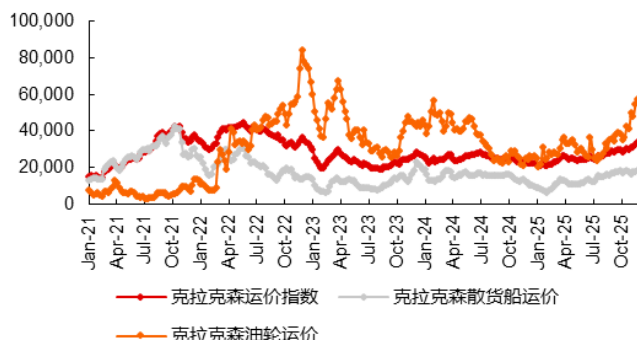


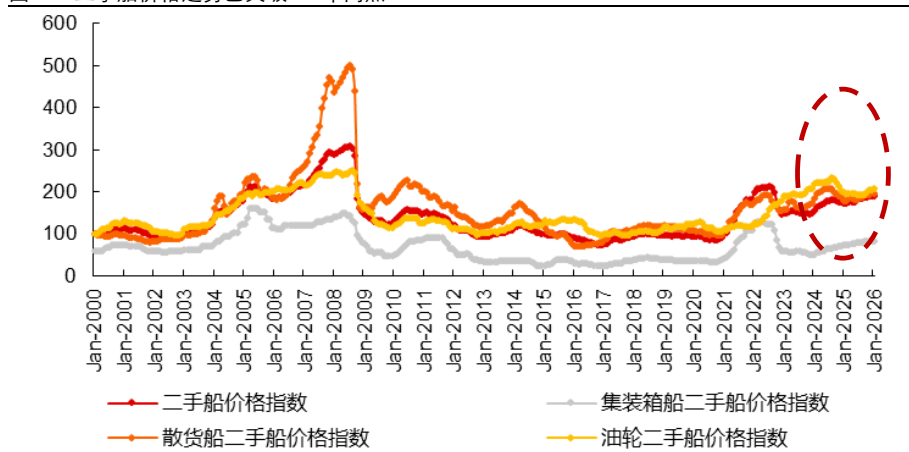
图 8：2025 年下半年克拉克森油轮运价明显上行（美元/天）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

资料来源：Clarksons，长江证券研究所

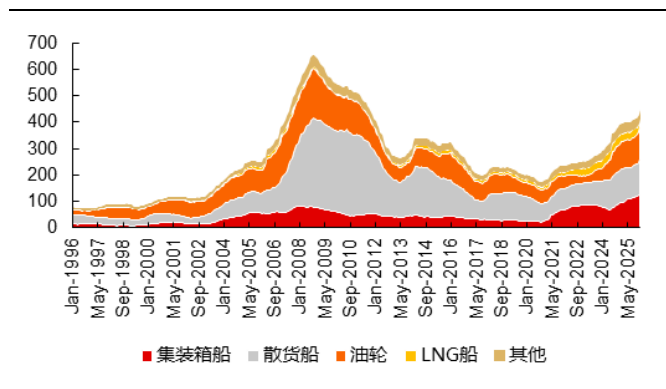
图 9：二手船价格走势已突破 24 年高点



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

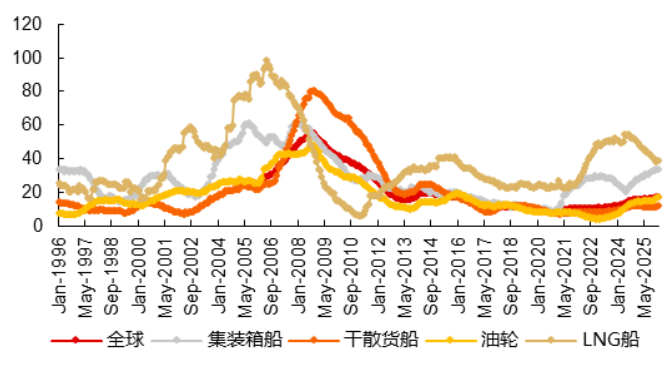
在手订单/运力比是船东决定新船下单的重要指标，目前，主力船型的油散船在手订单/运力比均处于历史低位。截至 2025 年 12 月，全球在手订单运力占比为 17.04%，对比 2008 年历史高点，全球在手订单运力约为 55%。目前集装箱船、散货船、油轮在手订单运力比分别为 34.02%、12.53%、17.62%，散货船处于 2005 年以来的历史低位，油轮、集装箱船在手订单运力比持续提升。

图 10：分船型手持订单情况（百万 DWT）



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

图 11：长周期的不同船型手持订单占运力比重，当前全球在手订单运力占比仅为 17%（%）

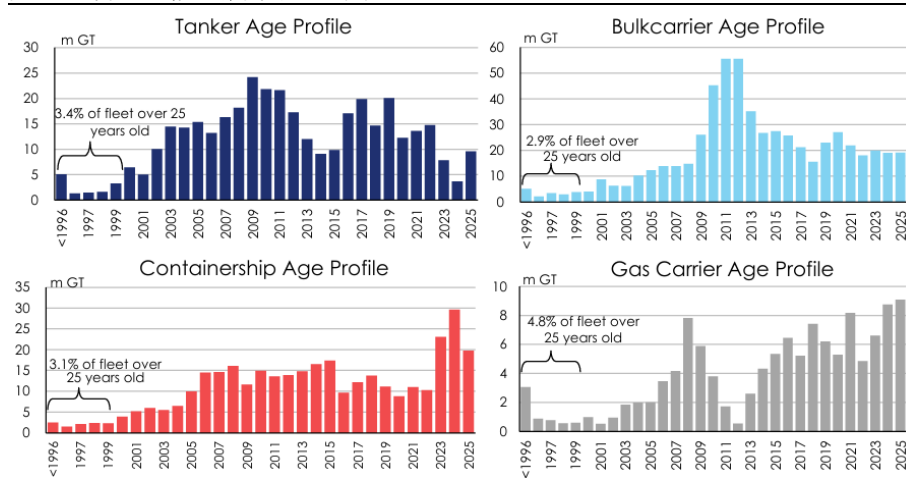


资料来源：Clarksons，长江证券研究所

长期：旧船更新+绿色共识驱动周期继续向上，中国造船竞争力持续提升

老旧船舶当前占比较高，旧船更新向上周期仍在持续。截至 25 年 12 月，全球活跃船队总吨位达 173,174 万 GT，其中 25 年以上老旧船舶约有 11,564.3 万 GT，占比 6.7%；分船型来看，25 年以上老旧油船、散货船、集装箱船、气体船占比分别达 3.4%、2.9%、3.1%、4.8%，且未来几年还有更多油船、气体船需要进行替换。旧船更新替换需求潜力大，长期来看将带来更多动力设备更新需求，行业周期在更新替换需求驱动下向上明确。

图 12: 不同船型的船龄结构占比 (百万 GT)



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

航运业环保政策趋严, IMO 减排力度加强。欧盟和 IMO 分别在 2010 年和 2016 年发布限硫令, 对港口停泊、国际航运中硫的排放量做出要求; 此后, 在各种检测、监测及数据收集中对碳排放等进一步限制。2018 年 IMO 在《IMO 船舶温室气体减排初步战略》中进一步提出“在本世纪内尽快实现航运业脱碳”, 2023 年 IMO 对初步战略进行了修订, 减排目标大幅加严。2025 年 4 月 IMO 推出净零排放框架, 对船用燃料全生命周期温室气体强度提出阶段性限值, 船舶需逐步减少对非清洁能源的依赖, 并为超额排放支付费用, 计划预计将于 2027 年生效。2025 年 10 月, IMO 决定将净零排放框架的最终投票推迟一年, 投票预计将于 26 年 10 月进行。

表 1: IMO 和欧盟等航运业环保政策梳理

时间	政策/法规	相关部门	内容和相关机制
2010 年	限硫令	欧盟	欧盟港口停泊 (包括锚泊、系浮筒、码头靠泊) 超过 2 小时的船舶不得使用硫含量超过 0.10% m/m 的船用燃油。
2015 年	监测、报告和核查 (MRV)	欧盟	船舶运营商报告其温室气体排放数据; 经认可的验证者必须在次年的 3 月 31 日之前验证给定年份的数据。核实后运营商必须在当年 4 月 30 日之前交出同等数量的配额。
2016 年	限硫令	IMO	自 2020 年 1 月 1 日起, 海运业需降低在国际海域的排放量。全球船舶燃油含硫量强制要求降低 80%。所有船舶从 2020 年 1 月 1 日起将含硫量为 3.5% 的燃料 (即高硫燃油 (HSFO)) 转换为含硫量为 0.5% 的燃料 (即超低硫燃油 (VLSFO)), 只有装有脱硫塔的船舶才有可能继续使用 HSFO。
2016 年	数据收集系统 (DCS)	IMO	从 2019 年起, 5000 总吨以上的船舶需要向主管机构报告其所使用的各类船用燃油的消耗数据; 为 IMO 有效评估航运碳排放总体水平、开展船舶 CII 评级及制定后续航运碳减排战略提供重要数据基础。
2018 年 4 月	船舶温室气体减排初步战略-2018	IMO	到 2030/2050 年全球航运业平均单位碳排放强度较 2008 年至少降低 40%/70%。2050 年航运业的年度温室气体排放总量较 2008 年至少降低 50%。
2021 年	Fit for 55	欧盟	计划使欧盟制定的政策符合其承诺即到 2030 年将其温室气体净排放量比 1990 年的水平至少减少 55%, 并在 2050 年实现气候中和。具体包括 EU ETS、FuelEU Maritime 等。
2023 年 1 月 1 日正式实施	EEXI (现有船舶能效指数)	IMO	EEXI 是指在特定于船舶的参考条件下, 每容量吨英里所排放的二氧化碳克数, 是 EEDI (船舶设计能效指数) 的演进版本。现有船所需的 EEXI 应使用每种船舶的 EEDI 参考线乘以船舶尺寸规定的折减率来计算。每艘船计算出的 EEXI 值必须低于要求的 EEXI 值, 以确保船舶符合最低能效标准。
2023 年 1 月 1 日正式实施	CII (碳强度指标)	IMO	CII 评级为 E 或者连续三年评级为 D 的船舶需要在船舶能效管理计划 (SEEMP) 中制定整改计划; 修正案鼓励行政部门、港口当局等向达到 A 等级或 B 等级的船舶提供奖励。
2023 年 7 月	温室气体减排战略修订案-2023	IMO	到 2030/2040 年温室气体排放总量较 2008 年至少降低 20%/70%, 争取达到 30%/80%, 接近 2050 年前后达到净零排放; 到 2030 年, 零/近零温室气体排放技术、燃料和/或能源使用占比至少达到 5%, 并力争达到 10%。
2025 年 4 月	IMO 净零排放框架	IMO	对船用燃料全生命周期温室气体强度 (GFI) 提出阶段性限值, 船舶需逐步减少对非清洁能源的依赖, 并为超额排放支付费用, 相关收入将用于支持发展中国家清洁能源转型, 计划预计于 2025 年 10 月进行投票并于 2027 年生效。

2025年10月 IMO 净零排放框架 IMO 决定将《净零框架》(Net-Zero Framework, NZF) 的最终投票推迟一年。

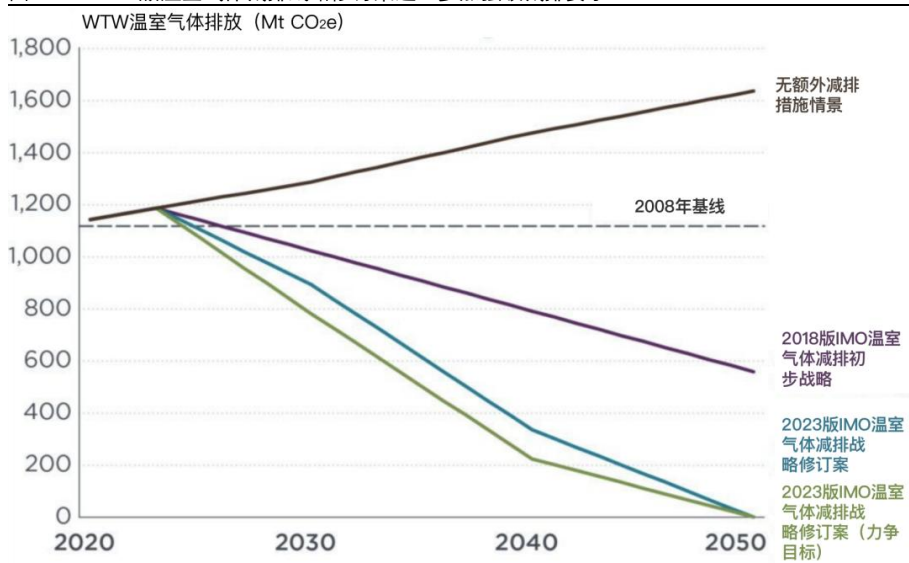
资料来源：欧盟委员会，IMO，中国船检，信德海事，长江证券研究所

2023年7月IMO减排战略修订主要进行两项重要改进：1) 设定实现净零排放的日期(到2050年前后实现温室气体净零排放)；2) 关注全生命周期排放。此外，在全生命周期温室气体排放测量方面，修订案中采用了CO_{2e}100作为指标，即基于二氧化碳、甲烷和氧化亚氮的100年增温潜势换算二氧化碳当量排放。同时IMO制定的“中期措施”最快于2027年开始实施，主要措施有：

- 技术层面：预计为《温室气体燃料标准(GFS)》，将逐步降低船用燃料的二氧化碳(WTW CO_{2e})强度限值。
- 经济层面：尚未明确，但有温室气体燃料税、税费减免计划以及贸易管制方案等被纳入考虑范围。

若实施《温室气体燃料标准》，用ICCT的能源消耗和排放量预测模型进行燃料碳强度情景模拟，结果表明，要满足1.5°C温控目标的减排路径要求，到2030年船舶燃料的全生命周期温室气体强度降低38%，到2040年降低97%，到2050年降低100%。

图 13：2023 版温室气体减排战略修订案进一步加强碳减排要求



资料来源：ICCT，长江证券研究所

《IMO 净零框架》的建立标志着 IMO 减排策略的重大演进。该框架将 IMO 减排策略的核心方向从此前关注的能效设计指数 (EEDI)、碳强度指标 (CII) 等转向直接管理燃料的生命周期排放及其经济成本，根据净零框架规定的减排指标，从 2028 年开始 GFI 目标逐年收紧，到 2040 年基础目标预计相较 2008 年基准降低 65%。

表 2：IMO 净零框架 GFI 减排目标

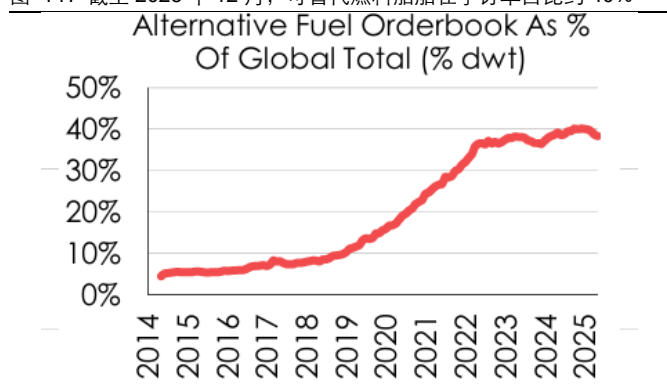
年份	基础目标 (较 2008 年基准降低%)	直接合规目标 (较 2008 年基准降低%)
2028	4.0%	17.0%
2029	6.0%	19.0%
2030	8.0%	21.0%

2031	12.4%	25.4%
2032	16.8%	29.8%
2033	21.2%	34.2%
2034	25.6%	38.6%
2035	30.0%	43.0%
...
2040	65.0%	(待定)

资料来源：中央财经大学绿色金融国际研究院，长江证券研究所（注：2036年至2040年的直接合规目标以及2040年之后的目标将于2032年1月1日前在后续审议中确定）

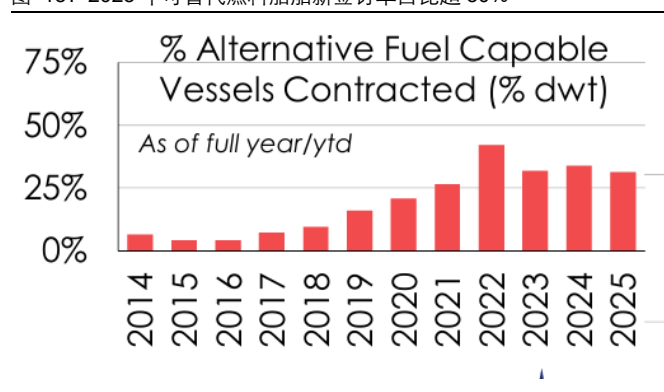
可替代燃料船舶订单占比持续提升。受到政策持续趋严等因素影响，本轮上行周期以来可替代燃料船舶订单高速增长。截至2025年12月，可替代燃料船舶在手订单占比约为40%。2025年1-11月可替代燃料船舶新签订单占比超30%，2023年以来占比持续提升，主要系当前多种双燃料方案并存，船东考虑未来环保要求，预留船舶占比增加。

图 14：截至 2025 年 12 月，可替代燃料船舶在手订单占比约 40%



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

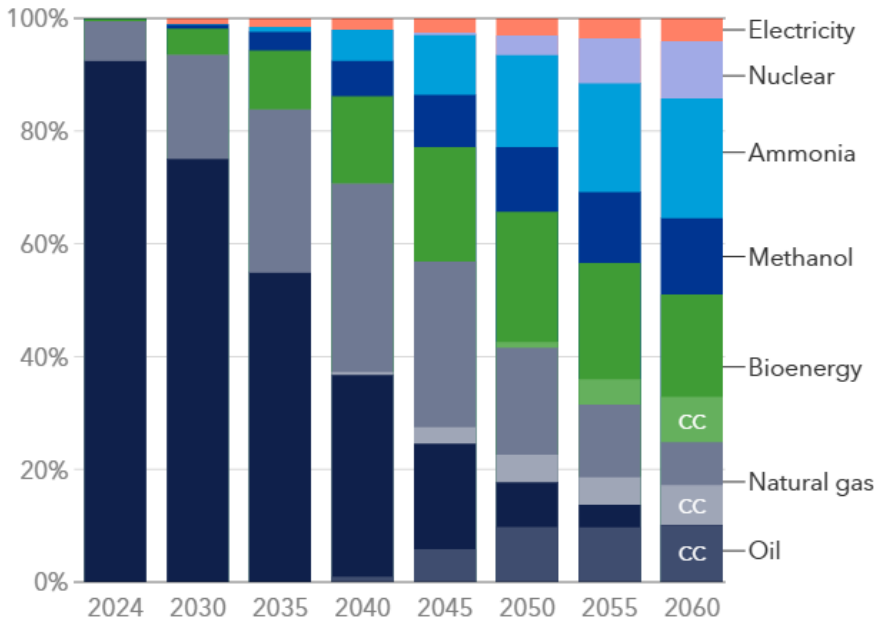
图 15：2025 年可替代燃料船舶新签订单占比超 30%



资料来源：Clarksons，长江证券研究所

根据国际能源署 11 月份发布的《世界能源展望 2025》报告，当前航运业仍高度依赖石油。在 2050 净零排放情景下，低排放氨、甲醇和氢气预计将迅速取代其他传统燃料，到 2035 年，它们将满足净零排放情景下航运业约 30% 的燃料需求。当前使用传统燃料的老旧船型在未来十年面临更新替换需求，清洁能源船型订单释放的潜力大。

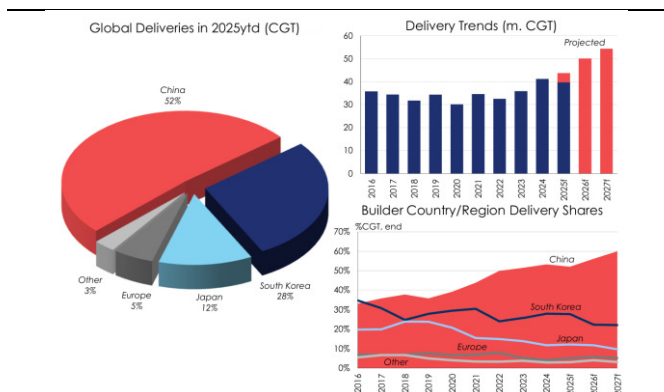
图 16: 全球货运船舶燃料占比预测 (2025)



资料来源: DNV, 长江证券研究所

中国造船全球竞争力提升, 高端船型结构优化助力盈利改善。中国造船在全球竞争力持续提升, 随着我国在高附加值船型领域的份额增加, 船舶行业盈利重心有望超过历史中枢。从全球造船交付 (CGT 口径) 来看, 2025 年截至目前中国造船交付占比为 52%, 韩国交付占比 28%, 日本交付占比 12%, 后续来看 2026-27 年中国交付占比预计将继续增长。全球各国船厂整合, 订单集中度维持较高位置。目前全球造船集团手持订单 CR2 达 30%, CR5 达 45%, CR10 达 63%, 中国船舶集团在手订单 855 艘/9113 万 DWT, 继续保持全球第一。

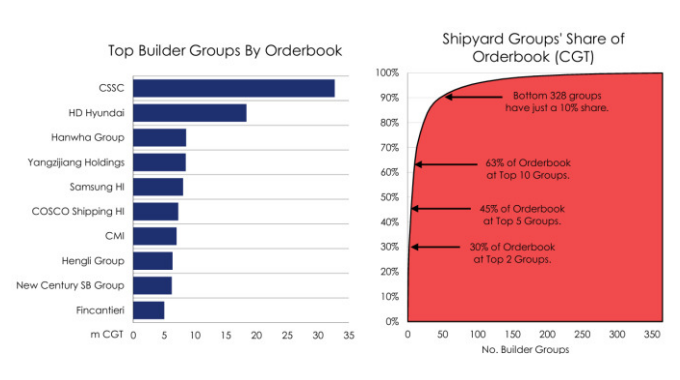
图 17: 2025 年全球造船完工地区拆分及预测 (CGT 口径)



资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

此前相较韩国, 中国新船订单主要为传统船型。根据 2020-2022 年中日韩细分船型市场份额统计 (以新船订单计), 韩国在 VLCC、大型 LNG 及大型 LPG 船型方面仍具有一定竞争优势, 在原油船、LNG 船、LPG 船、等方面中国企业仍有较大进步空间。随着国内造船技术和实力提升, 近年来, 中国造船在高价值的 VLCC、气体船等方面持续接单, 市场份额不断增长, 高端船型占比提升有望驱动板块盈利改善。

图 18: 截至 2025 年 12 月, 全球前十大造船集团在手订单占比 63% (CGT 口径)



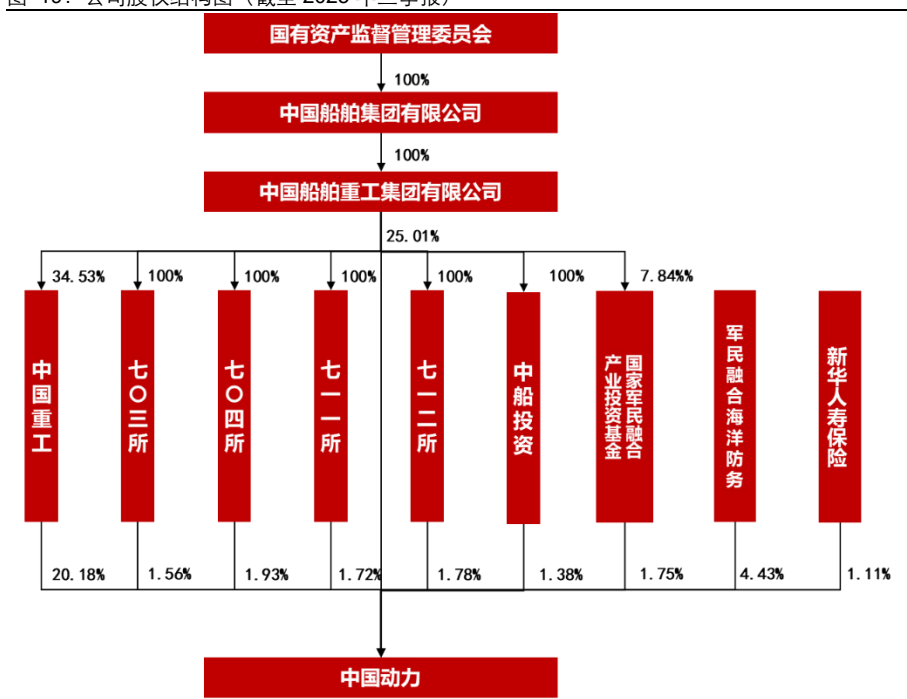
资料来源: Clarksons, 长江证券研究所

中国动力：发动机龙头格局稳固开拓后市场，燃气轮机+深海科技打开成长空间

柴油机业绩弹性显著，期待中船柴油机股权整合进展

背靠船舶集团，渠道、技术等优势突出。公司第一大股东为中船重工集团，截至 2025 年三季度末直接持股比例为 25.01%，并通过中国重工、风帆集团、中船投资及军工研究所间接持股；中国船舶集团及其一致行动人合计持有公司超 50% 的股份。公司背靠中国船舶集团，其民船新接订单占全国造船订单比例较高，而集团下属军工研究所均在军舰领域掌握核心技术，因此公司在渠道、技术等领域优势突出，驱动公司同时受益于当前周期上行与行业集中度提升。

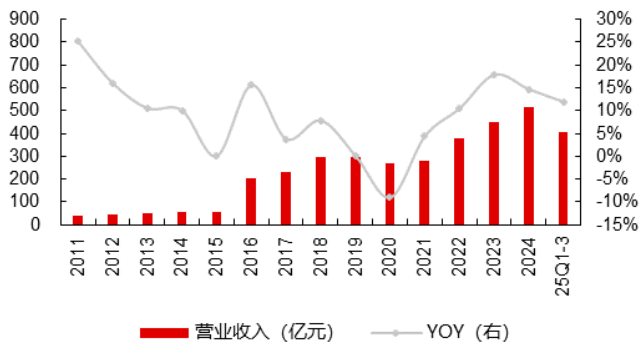
图 19：公司股权结构图（截至 2025 年三季报）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

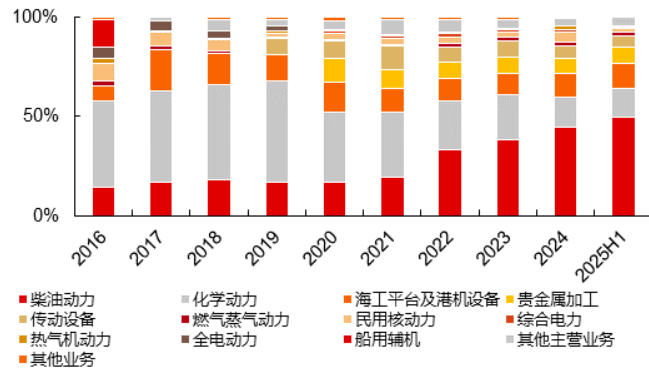
营收重回增长赛道，柴油机业务占比持续提升。2016 年资产重组完成后，公司业务扩展至七大核心动力板块，但由于船舶行业处于周期底部，下游需求没有明显提振，因此公司整体收入基本维持持平状态，随着 2021 年行业触底反弹，公司订单情况明显优化，2025Q1-3 年公司营业收入持续增长，柴油机业务占比持续提升。2025 年 Q1-3 公司实现营业收入 409.71 亿元，同比增长 11.88%，其中上半年柴油动力业务占比达到 50.52%，同比提升 6.4pct。

图 20：公司营业收入快速增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

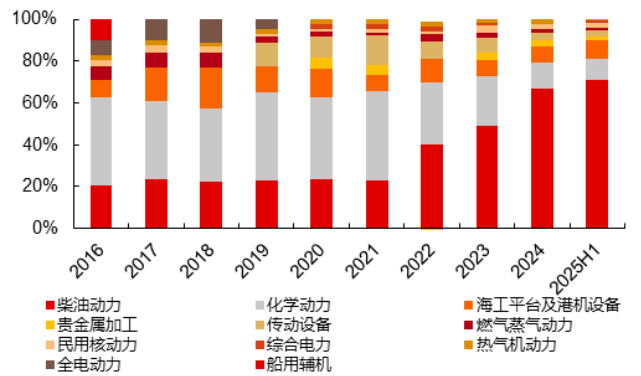
图 21：公司柴油动力业务营收占比呈上升趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

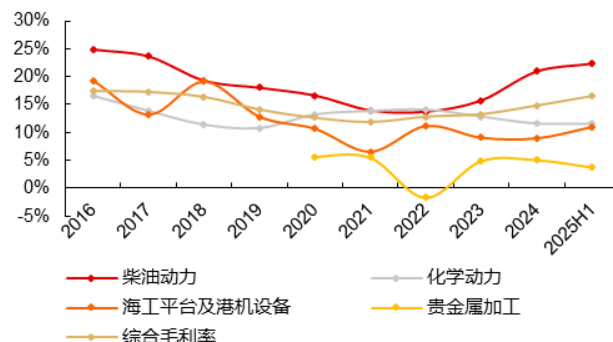
公司柴油动力及化学动力产品毛利占比持续提升，其中柴油动力产品提供了主要业绩弹性。2021 年至 2025 年，公司柴油动力产品毛利占比迅速提升，截至 25 年上半年柴油动力加化学动力两大产品毛利占比合计达 78.69%，综合毛利率与柴油动力产品的毛利率走势高度相似，随着柴油动力产品的营收和毛利占比同时持续提升，柴油动力产品为中国动力未来的业绩提供弹性。

图 22：公司柴油动力业务毛利占比明显提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：2016 年至今公司主要业务毛利率变化

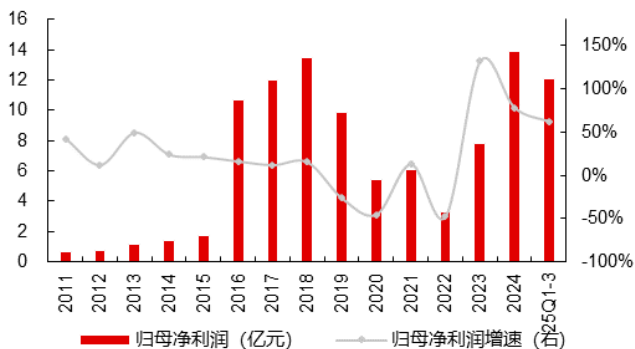


资料来源：Wind，长江证券研究所

受益于船舶板块复苏，公司产品价格有所上涨，盈利能力有所修复，重回 2021 年净利率水平。2025 年以来全球造船市场景气度维持高位，前三季度公司柴油机和船用机械板块交付增加，合同结算增加；同时受益于产品结构优化，结算的产品价格同比增长；由于柴油机有一定的生产周期，21-22 年进入上行期之后的订单开始反映在利润端，叠加大宗商品价格有所回落，公司销售成本有所下降，当前公司净利率有所上升，盈利能力修复。2025 年前三季度公司实现归母净利润 12.08 亿元，同比增长 62.50%；公司前三季度毛利率达 16.02%，同比大幅提升 3.20pct；净利率为 6.11%，同比上升 2.58pct，主要系订单大幅增长，主要产品毛利率提升，同时公司加强成本管控，期间费用率有所下降。往后看，公司在手订单饱满，后续承接优质订单能力较强，公司盈利能力有望持续提升。

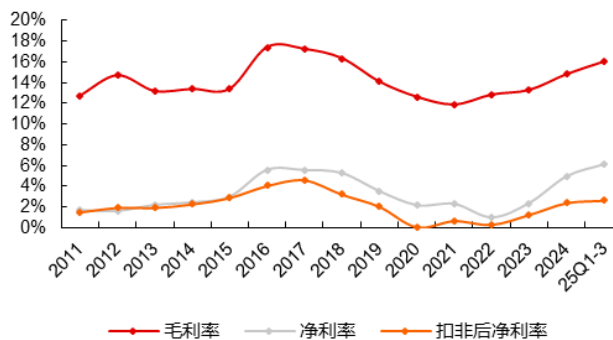
2025 年 9 月公司发布公告，由于外部环境及有关情况发生变化，为维护公司和投资者的利益，公司决定终止收购中船柴油机 16.5136% 股权，并拟对本次交易方案进行优化，未来交易收购剩余股权事项有望继续推进。

图 24：公司归母净利润情况



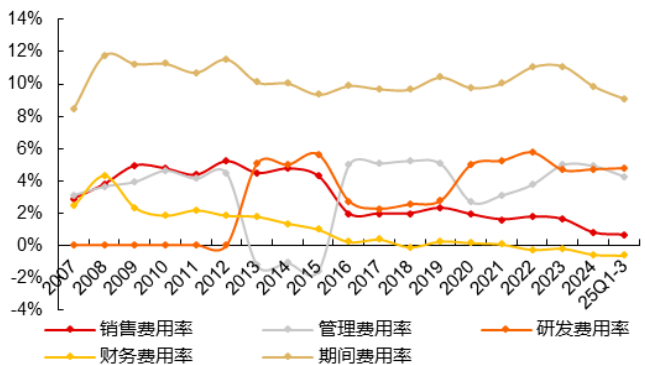
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：公司盈利能力情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 26：2025 年前三季度公司期间费用率有所下降



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 27：大宗商品价格有所回落，25 年持续低位

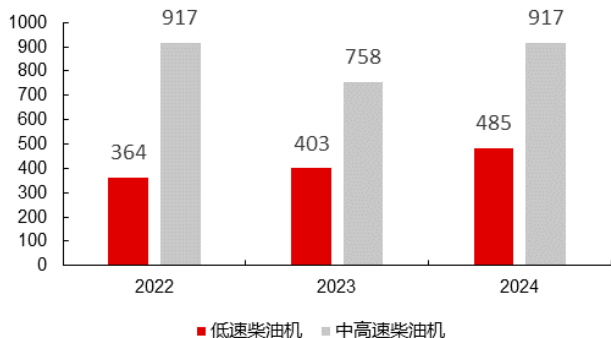


资料来源：Wind，长江证券研究所

发动机产能持续扩张，双燃料占比提升带动盈利释放

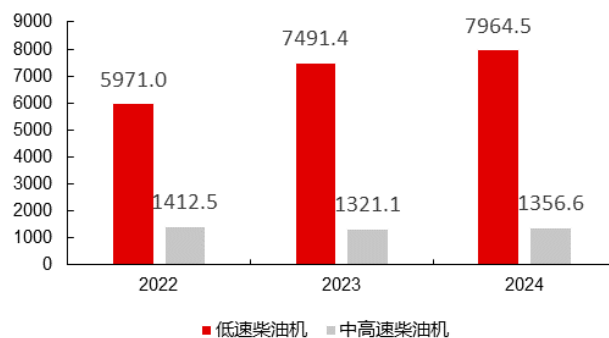
中国动力柴油机产能持续扩张，25 年船用低速柴油机产量有望创历史新高。2024 年公司生产船用低速柴油机台套数达 485 台，同比增长 20.35%，总功率达 7964.5MW，同比增长 6.31%；2025 年上半年公司交付船用低速柴油机台套数同比增长 18%，公司低速柴油机产能持续扩张；2025 年造船业景气维持高位，交付的船舶订单结构优化，高价值船舶占比提升，带动公司交付的船用发动机价格随船价同步上升，25 年上半年来看公司交付的船用低速机量价齐升，柴油机板块合同结算大幅增加。公司发动机产能持续扩张，展望 25 年全年低速柴油机交付台套数、功率有望进一步提升。

图 28: 近三年公司生产柴油机台套数 (台)



资料来源: 中国动力 2024 年年度报告, 长江证券研究所

图 29: 近三年公司生产柴油机功率情况 (MW)



资料来源: 中国动力 2024 年年度报告, 长江证券研究所

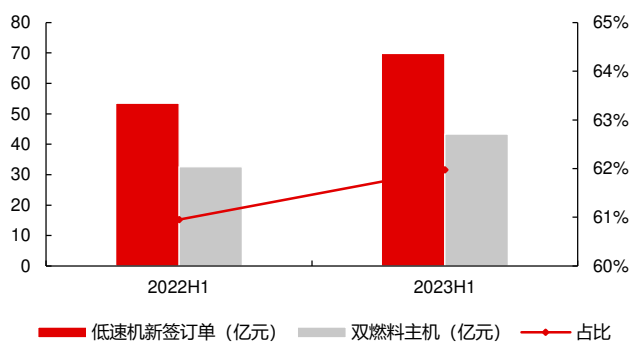
国内造船业持续推进双燃料技术相关船舶和主机等, 双燃料主机已成为中国动力重要收入来源。以中国动力在双燃料主机接单和交付等情况来看, 2022 年公司产出、承接的双燃料主机占低速柴油机相关业务的比例均接近 15%; 2025 年上半年公司大功率甲醇双燃料低速机 10X92DF-M-1.0-LPSCR 实现交付应用, 公司双燃料主机行业地位不断提升; 公司持续开展甲醇、氨等新型清洁燃料的双燃料低速机的研制, 甲醇燃料主机已取得批量订单。伴随航运业减排政策、IMO 净零框架逐步落地实施, 预计公司双燃料发动机的占比有望持续提升, 带动公司盈利能力进一步上行。

图 30: 2024 年公司成功交付首台全球最大功率甲醇双燃料主机



资料来源: 中国动力 2024 年年度报告, 长江证券研究所

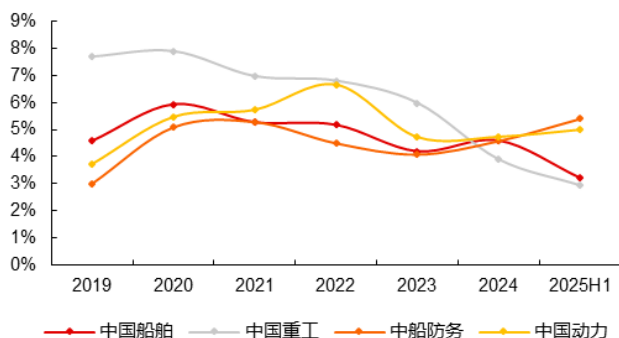
图 31: 中国动力低速机新签订单持续增长



资料来源: 中国动力公司财报, 长江证券研究所

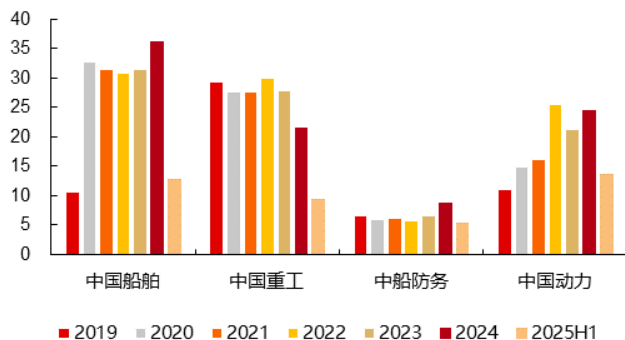
当前替代燃料船舶需求上行, 国内新一轮技术投入增强、全球竞争力提升。中国船厂在全球市场已具备一定竞争优势, 且技术投入持续推进。本轮周期环保政策加持下, 中国动力继续加大研发投入, 产品技术实力不断增强, 我国造船业也在从最初的成本优势, 转向技术优势和综合盈利提升。尤其中国动力研发支出从 2018 年的 7.7 亿元提升至 2024 年的 24.4 亿元, CAGR 达 21%, 25H1 研发支出占营收比例继续提升至 5.0%。在环保政策趋严和行业供给产能相对受限背景下, 龙头船企盈利迎来修复, 中国动力利润也有所释放。

图 32: 2025H1 中国动力研发支出总额占营业收入比例提升至 5.0%



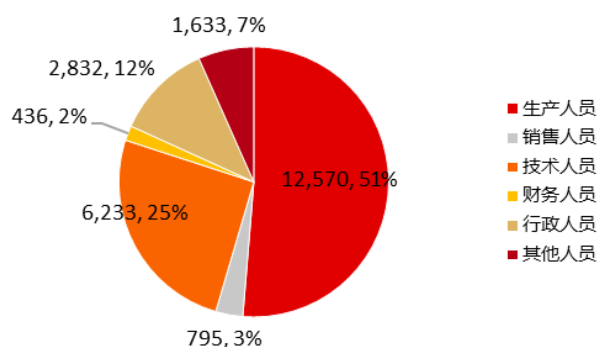
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 33: 2025 年 H1 中国动力研发支出达 13.8 亿元 (亿元)



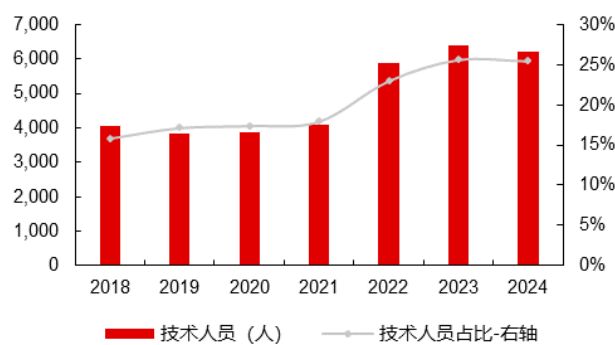
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 34: 2024 年公司技术人员 6233 人, 占比 25%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 35: 2024 年公司技术人员占比小幅下滑 0.2pct



资料来源: Wind, 长江证券研究所

WinGD 资产注入, 发动机维保有望贡献第二成长曲线

中国船舶集团控股 WinGD, 低速机设计能力全球领先。WinGD 总部位于瑞士温特图尔市, 起源于成立于 1893 年的 Sulzer Corporation 柴油发动机业务。公司是全球领先的二冲程低速燃气和柴油发动机专利商, 并为全球发动机制造商、造船厂及船舶运营商提供设计、培训和技术支持。2016 年, 瓦锡兰公司将其持有的 WinGD 剩余股权转让给中国船舶集团, 自此 WinGD 由中国船舶集团 100% 控股。长期来看, 在 2050 净零排放框架驱动下, WinGD 在氨、甲醇及混合动力领域的丰厚技术储备将极大提升公司的研发能力, 为公司订单放量打下坚实基础。

图 36: WinGD 产品覆盖多种类型发动机及船型



资料来源: Wind, 长江证券研究所

发动机维保业务有望为公司打开第二成长曲线。中船动力集团已建立 5（国内）+3（国外）+16（海外合作伙伴）的全球服务网络，国内有上海区域服务中心，青岛、深圳、江阴、舟山等服务站点，在海外设立了新加坡、德国汉堡和韩国釜山等区域服务中心/服务站点，能够覆盖全球主要航运港口和地区，实现 7x24 小时客户需求响应，向船东提供快速、便捷的专业技术服务。其中低速机主要涵盖技术咨询、维修服务、维保服务、改造升级服务以及专业定制化服务；中速机主要涵盖调试、保修服务、维修服务、维保服务、改造升级等各种专业化服务。全球来看，发动机维保业务价值量较高，整体来看市场空间潜力大，若公司后续能够覆盖其生产的低速机全生命周期维保业务，公司业绩有望获得新增长动能。

图 37: 中国动力全球服务网络



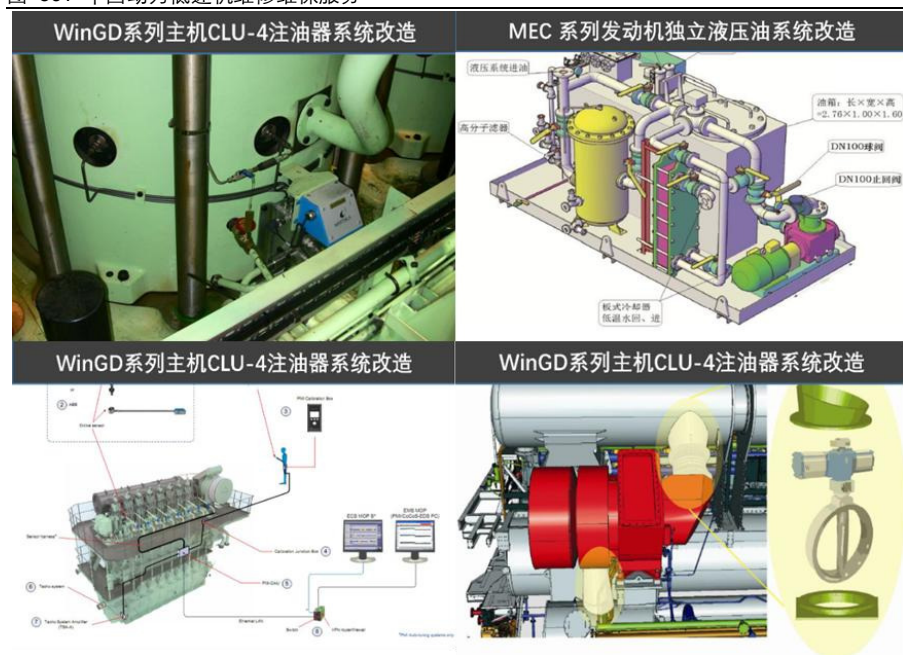
资料来源: 中国动力官网, 长江证券研究所

图 38: 中国动力海外服务站点覆盖全球主要航运港口和地区



资料来源: 中国动力官网, 长江证券研究所

图 39：中国动力低速机维修维保服务



资料来源：中国动力官网，长江证券研究所

深海科技+燃气轮机有望打开新增长空间

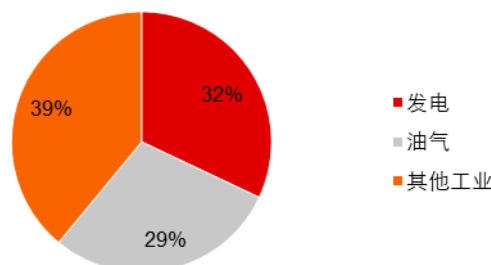
燃气轮机下游应用场景包括城市公用电网、分布式能源、海上动力（军、民舰船）、油气输送等。按功率大小，轻型燃气轮机的功率主要在 50MW 以下，用于调峰发电、分布式能源、海上动力、天然压缩等场景；重型燃气轮机一般为满足城市电网电力需求，功率在 50MW 以上。按照燃气工作温度，重型燃气轮机可以分为 E 级、F 级、G/H 级、J 级。其中，E 级燃气工作温度约 1200℃，F 级燃气工作温度约 1400℃，G/H 级燃气工作温度约 1500℃，J 级燃气工作温度约 1600℃，F 级是目前在役的主流机型。按下游分，发电领域占比 32%，油气领域占比 29%，舰船等其他领域占比 39%。

图 40：燃气轮机下游应用场景丰富

类型	功率/MW	用途
大型燃气轮机 (重型)	>50	城市公用电网
中型燃气轮机 (轻型)	20~50	发电、分布式能源、海上动力、 油气输送
小型燃气轮机 (轻型)	0.3~20	海上动力、分布式能源、油气输 送、军事
微型燃气轮机 (轻型)	0.03~0.3 或更小	海上动力、分布式能源、油气输 送、军事

资料来源：上海临港微信公众号，长江证券研究所

图 41：燃气轮机下游应用分布

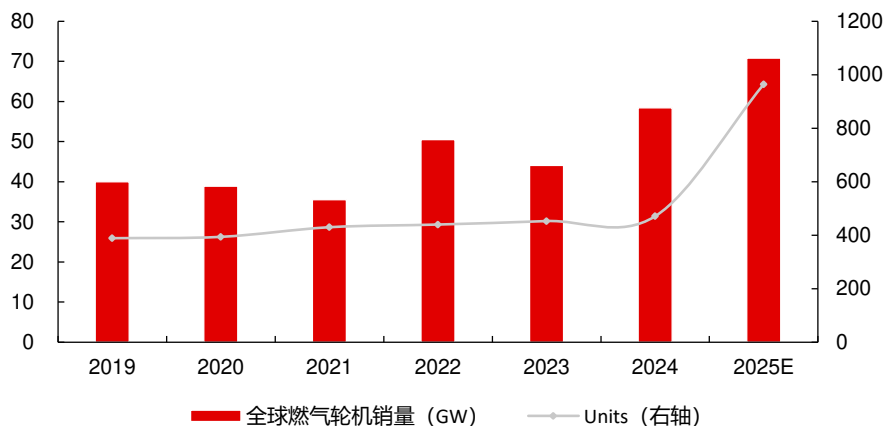


资料来源：观研天下，长江证券研究所

短期燃机销量高景气，长期需求持续释放。据 Gas Turbine World 统计，全球燃气轮机销量从 2019 年的 39.98GW 增长到 2024 年的 58.38GW，CAGR 为 8%；预计 2025 年

全球燃气轮机将达 70.84GW，同比增长达 21%，且预计未来 10 年燃气轮机新订单（不包括辅助系统和安装支出）将超过 1920 亿美元。

图 42：预计 2025 年全球燃气轮机销量超 70GW



资料来源：Gas Turbine World，长江证券研究所

中国动力在中小型燃气轮机（5-50MW）拥有数十年的技术积累，燃机产品在国内中小型燃气轮机行业具备领先地位。公司自研的 25MW 级燃机产品具备国际先进水平，CGT25 系列机组作为公司主打的自研产品，累计已交付数十台套并已成功进入海外市场。公司拥有 25MW 海上平台用双燃料燃气轮机发电机组、15-30MW 海上平台发电机组、30MW 级国产燃驱压缩机组的国产化集成配套及供货能力，产品已在天然气长输管道、海上平台、移动/应急电源系统、分布式能源、驳船发电装置等领域广泛运用。2025 年上半年，公司燃气轮机新接台套数同比增长 56%，随着后续国内、海外燃气轮机需求逐步释放，公司燃气轮机订单有望持续提升。

图 43：25MW 双燃料燃气轮机发电机组在 10 万吨级深水半潜式浮动平台上应用



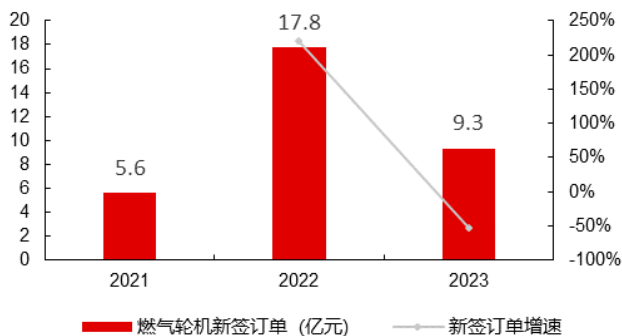
资料来源：中国动力 2024 年年度报告，长江证券研究所

图 44：苏丹吉利燃机电厂一期工程 PG6581B 燃机余热锅炉



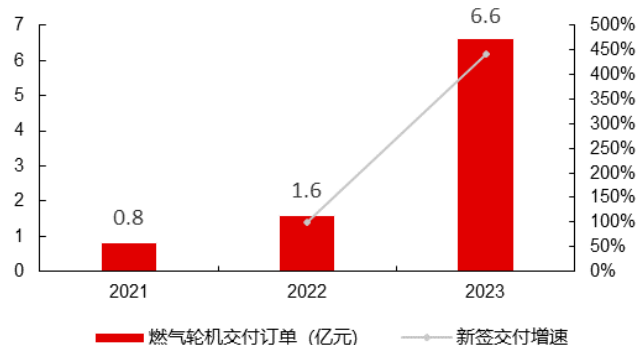
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 45: 中国动力燃气轮机新签订单及增速情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 46: 中国动力燃气轮机交付订单及增速情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

此外, 公司是我国深海科技领域的核心动力装备上市平台。2025 年政府工作报告中, 国家首次将深海科技列为战略性新兴产业, 与商业航天、低空经济等并列; 深海业务方面, 公司不断拓展市场份额, 30MW 级燃驱压机组成功应用于海上油气平台。2025 年 3 月, 中船河柴首批 4×2500kW 机组顺利发运, 该机组将作为我国首座深远海全电力推进养殖平台核心动力装备, 为全船提供航行动力和控制系统电力。综合来看, 燃气轮机和深海科技有望在长期为公司业绩增长带来新动能。

军用舰船动力领域显著领先, 深度受益防务装备建设

军用舰船种类繁多, 基于作战任务对动力装置存在差异化需求, 因此动力装置多样。海军舰船种类较多, 包括航空母舰、驱逐舰、护卫舰、两栖攻击舰、扫雷舰、护卫艇、核潜艇、常规潜艇, 以及各种军辅船等。由于各类舰船所承担的作战任务不同, 因此对动力装置的类型、功率等级、装置型式需求不一, 如航空母舰一般采用多套汽轮机或核动力装置; 除航空母舰之外的其他大、中型水面舰船多采用联合动力装置(加速机组和巡航机组采用不同的动力装置), 以平衡战时的高机动性与巡航工况下的高经济性; 中、小型军用舰船(包括护卫舰、猎潜艇、导弹艇、扫雷艇、登陆艇及其他辅助舰艇、常规潜艇)普遍采用高速柴油机作为其主机, 以提高舰船的快速性和续航力。

表 3: 不同军用舰船常用动力装置形式

舰船类型	使用动力装置形式
航空母舰	大、中型 核动力装置、蒸汽动力装置、CONAG 等
	小型 蒸汽动力装置、COGAG 等
巡洋舰	核动力装置、蒸汽动力装置、COGAG 等
中型舰船	驱逐舰 核动力装置、蒸汽动力装置、COGAG、COGOG 等
	护卫舰 蒸汽动力装置、柴油机动力装置、COGOG、CODOG、CODAG、CODAD 等
	快艇 柴油机动力装置、CODOG、CODAG、CODAD 等
高速小型艇	水翼艇 柴油机动力装置、CODOG 等
	气垫艇 燃气轮机动力装置、柴油机动力装置等
潜艇	常规潜艇 柴油机-蓄电池推进、AIP 动力装置等
	核潜艇 核动力装置、核动力装置+电力推进等

资料来源: 伍赛特《舰船联合动力装置技术特点研究及未来趋势展望》, 长江证券研究所

表 4: 军用舰船联合动力装置的构成方式与工作方式

名称	构成方式	工作方式	
		巡航机组	加速机组
CODOG	柴油机与燃气轮机	柴油机	燃气轮机
CODAG	柴油机与燃气轮机	柴油机	柴油机+燃气轮机
COGOG	巡航燃气轮机与加速燃气轮机	巡航燃气轮机	加速燃气轮机
COGAG	巡航燃气轮机与加速燃气轮机	巡航燃气轮机	巡航燃气轮机+加速燃气轮机
CODAD	巡航柴油机与加速柴油机	巡航柴油机	巡航柴油机+加速柴油机
COSAG	汽轮机与燃气轮机	汽轮机	汽轮机+燃气轮机
COGAS	燃气蒸汽联合循环	联合循环	联合循环

资料来源: 伍赛特《舰船联合动力装置技术特点研究及未来趋势展望》, 长江证券研究所

公司在军用舰船动力领域技术实力雄厚、配套优势显著, 处于国内领先地位。公司自成立以来深耕防务产业, 是国内海军舰船动力系统主要研制商和生产商。一方面, 公司背靠专业舰船主机/系统科研单位, 具备较强的国防科技自主创新能力, 在军用燃气动力、蒸汽动力、柴油机动力、综合电力、化学动力、热气机动力、舰船配套和舰船传动领域均具有国内一流的技术水平。另一方面, 我国舰船/舰艇的总体研制单位和总装厂基本均为中国船舶集团旗下单位, 与公司在装备开发、研制、生产等环节均能够保持高效沟通、反馈, 因此公司具有天然的配套优势。2024 年公司防务产业新接合同年度计划完成率超过 120%。

表 5: 公司在各军用舰船动力装置领域具有显著领先地位

领域	公司地位
燃气动力	公司是我国海军燃气轮机的主要供应商, 目前已经拥有 6MW、25MW 燃机成型机组及涡轮增压机组等系列成熟产品。6MW 燃机具备自主大修能力, 25MW 燃机及涡轮增压机组具备国产化设计、集成及供货能力, 能够满足大中型船舶主动力需求。
蒸汽动力	公司是我国唯一大型舰船用汽轮机装置总承包单位, 占据 100% 市场份额。
柴油机动力	公司在海军中速、高速柴油机装备中处于绝对领先地位, 占比超过 90%。河柴重工是国内船舶行业唯一的高速大功率柴油机专业研究制造企业, 陕柴重工是海军舰船主动力科研生产定点单位, 承担大量海军装备制造任务。
综合电力	公司是承担了我国海军现役及在研的绝大部分电力推进装置的研制供货任务, 是国内实力最强、产品线最完整的船舶电力推进系统供应商。
化学动力	公司是国内水面水下舰艇用电池、水中兵器动力电源及深海装备特种电源的主要生产单位。

资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

我国海军核心主战舰船数量相比美军较少, 海洋防务装备建设加速有望推动船舶动力装置景气提升。目前我国海军相较美军在舰船总数上占据优势, 但主战舰艇数量与技术水平仍有较大差距。根据美国国会研究处 (CRS), 美军航空母舰、巡洋舰、驱逐舰、弹道导弹核潜艇、核潜艇等大型主战舰船数量均显著多于我国, 且仍在积极扩张舰队规模。从军舰总吨位来看, 根据福布斯, 目前美国海军舰船总吨位约 450 万吨, 而我国海军舰船总吨位约 200 万吨。在此背景下, 我国海洋防务装备有望迎来加速发展, 根据 CRS 预测, 到 2040 年我国海军主战舰船数量有望达 333 艘, 较 2020 年增加 94 艘, 而动力装置作为船舶核心分系统, 需求将随我国主战舰船建设进入景气旺盛阶段。

表 6: CRS 对中美海军未来主战舰船数量的预测 (单位: 艘)

类型	2020	2025	2030	2040
弹道导弹潜艇	4	6	8	10
核潜艇	6	10	14	16

常规潜艇	47	47	46	46
航空母舰	2	3	5	6
巡洋舰与驱逐舰	41	52	60	80
护卫舰	102	120	135	140
两栖攻击舰	0	4	4	6
两栖登陆舰	7	10	14	14
中型登陆舰	30	24	24	15
中国舰船合计	239	276	310	333
美国舰船合计	297	286	290	329 or 331 or 352

资料来源：CRS 《China Naval Modernization: Implications for U.S. Navy Capabilities— Background and Issues for Congress》，长江证券研究所

风险提示

1、船舶行业需求波动风险。公司船海配套业务与造船业和全球航运业密切相关。伴随着全球宏观经济波动，全年海运贸易量仍未完全恢复。若国内新船订单量出现较大幅度下滑，将传导到公司的船海配套产品，将对公司订单和收入、利润产生不利影响。

2、主要原材料价格波动风险。公司铅酸蓄电池产品的主要原材料为金属铅，球形银粉主要原材料为金属银，柴油机等设备主要原材料钢材受宏观经济及供需情况变化影响。当前大宗商品价格仍在波动，若未来大宗商品价格上行或下行幅度有限，将对公司的业绩造成不利影响。

3、燃气轮机需求不及预期的风险。燃气轮机是数据中心的供电方式之一，且具有明显优势，但可能受天然气价格、环保要求等因素影响供电方案选择，如果采用核电、风能、太阳能等发电方式将减少对燃气轮机的需求。此外，国际地缘博弈及主要大国的贸易争端存在不确定性，贸易摩擦可能会对燃气轮机订单获取产生不利影响。

4、业绩预测假设不成立或不及预期。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司订单和交付情况进行业绩预测，预计 2025-2026 公司营收分别为 588、672 亿元，增速分别为 13.7%、14.3%；归母净利润分别为 17.9 亿元、29.9 亿元，同比增速分别为 29%、67%。

若上述假设不成立或者不及预期，则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，悲观假设下，若交付订单价值量增速不及预期，或公司毛利率提升速度不及预期，则公司未来收入/业绩增速或受影响。悲观情况下，预计 2025-2026 年公司营收分别为 562 亿元、620 亿元，增速分别为 8.7%、10.3%；归母净利润分别为 11.5 亿元、21.4 亿元，同比增速分别为-17.1%、85.3%。

表 7：公司收入及利润敏感性分析（亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
营业收入	517	588	672	517	562	620
YOY	14.6%	13.7%	14.3%	14.6%	8.7%	10.3%
毛利率	14.8%	15.6%	17.9%	14.8%	14.6%	16.9%
归母净利润	14	18	30	14	12	21
YOY	78.4%	29.0%	66.6%	78.4%	-17.1%	85.3%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。