

船用动力设备领军者，行业回暖+产品结构优化+ 后市场开拓三箭齐发 ——船舶行业系列报告

核心观点

中国动力是中国船舶集团有限公司下属动力业务上市平台，涵盖目前市场上全部主流动力系统类型，通过数次重大资产重组，2025H1有接近70%的毛利由柴油动力业务贡献。

随着船舶行业在2025年末峰回路转，低速柴油机竞争格局较优，产品量价齐升，公司龙头地位凸显，业绩有望加速释放。此外，2025年船用发动机后市场超千亿元，盈利能力更强壁垒更高，公司全面布局，有望打造第二成长曲线，向全球船舶发动机制造及维保龙头迈进。

摘要

中国船舶集团动力业务上市平台，中柴少数股权收回方案优化中

中国动力是中国船舶集团有限公司下属动力业务上市平台，涵盖目前市场上全部主流动力系统类型，军用领域和民用领域均有覆盖。公司上市以来通过数次重大资产重组，2025H1有接近70%的毛利由柴油动力业务贡献。目前持有中柴柴油机51.85%的股份，少数股权收回方案持续优化中，有望大幅增厚公司利润体量。

船舶行业在2025年末峰回路转，柴油动力业绩有望加速释放

造船行业景气向上趋势明确，在2025H1短暂低迷后逐步回暖。船舶更新换代大周期开启，更新替换+环保政策升级是核心驱动力，行业有望上行至2030年左右保持高景气，新船价格有望再创新高。回顾2025年，年初新船价格高企、运费低迷叠加301调查以及《船舶法案》限制，船东观望情绪加剧，导致上半年订单骤减，随后逐步回暖，2025年末散货船和油轮订单的上涨，以及12月中旬的运费涨价潮也有望带动船舶行业持续回暖。

低速柴油机竞争格局较优，产品量价齐升，公司龙头地位凸显。

动力系统是船舶的心脏，在总成本占比约10%-15%，且在环保趋势下，双燃料发动机占比逐步提升，其具有技术难度大、产能壁垒高等特点，有望量价齐升。从制造环节来看，目前低速机竞争格局较优，中国动力背靠中船集团，且产品持续迭代升级，市场份额不断提升，2023年公司船用低速柴油机国内市场份额提高到78%，国际市场份额提高到39%，2025H1，公司船用低速柴油机交付台套数同比增长18%，新接台套数同比增长47%，龙头地位稳固，有望充分受益于行业景气上行。

中国动力(600482.SH)

调升

买入

许光坦

xuguangtan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523060002

SFC 编号:BWS812

籍星博

jixingbo@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070001

陈宜霖

chenxuanlin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070007

发布日期：2026年01月13日

当前股价：23.55元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
16.87/9.34	2.75/-4.14	4.76/-26.70
12月最高/最低价(元)		24.63/19.47
总股本(万股)		225,360.08
流通A股(万股)		225,360.08
总市值(亿元)		530.72
流通市值(亿元)		530.72
近3月日均成交量(万)		2458.18
主要股东		
中国船舶重工集团有限公司		25.01%

股价表现



相关研究报告

【中信建投船舶制造II】中国动力
2019.06.28 (600482):发行股份及可转债收购子公司
股权，优化公司资本结构

深耕船舶发动机后市场蓝海，原厂品质与增值服务双轮驱动

2025 年船用发动机后市场超千亿元，盈利能力更强壁垒更高。后市场有备件供应、应急维修、培训与资质认证、绿色改造等主要业务，2025 年船用发动机后市场超千亿元，毛利率在 30% 以上，高于制造环节，且业绩稳定性更好。与制造环节集中在中国不同，后市场几乎被 MAN 与 WinGD 双寡头垄断，其专利垄断、正版配件、全球网络，构筑深厚壁垒。

公司全面布局，有望打造第二成长曲线。中国动力通过成立服务公司中船服务，打造 CSGS 全球服务品牌及数智化服务平台；同时中船集团控股 WinGD，公司已初步建立低速机全球服务网络，服务范围覆盖亚太、欧洲、美洲等主要航运港口，初步满足 WinGD 主机全球服务需求。公司全面发力后市场，有望打造第二成长曲线。

化学动力业务发展稳定，低压电池、储能持续深入

化学动力业务是公司第二大收入贡献来源，以风帆公司为经营主体。**目前汽车低压电池为公司化学动力业务主打产品，锂电储能产品处于快速发展阶段。**低压电池领域，2024 年获得奥迪一汽新能源 2025-2030 年新能源车项目独家定点、广汽丰田 045D 新能源车（BZ4X）等 5 个新项目定点，AGM 电池同比增长 18.39%、EFB 电池同比增长 12.43%；**锂电储能领域**，2024 年新签华润沧州光火储氢一体化多能互补示范项目 60MW(120MWh)配套储能系统采购合同，是公司获取的首个 PC 工程项目订单；锂电储能业务亦快速发展。

投资建议：我们预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 603.28 亿元、725.11 亿元、886.24 亿元，同比分别增长 16.70%、20.19%、22.22%；归母净利润分别为 19.91、29.37、39.44 亿元，同比分别增长 43.14%、47.51%、34.29%，当前市值对应 PE 分别为 26.66、18.07、13.46 倍。由于船舶行业景气度较此前明显提振，考虑到公司的市场地位、船舶大周期向上趋势、后市场发展前景，公司当下经营状况稳健、未来发展趋势向好，我们因此上调至“买入”评级。

风险提示：1) **下游造船需求不足风险：**全球经济下滑叠加地缘政治冲突频发等多重干扰，对全球海运市场复苏情况影响较大，新接造船订单可能存在一定波动，从而影响公司柴油机需求不及预期的风险。2) **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。3) **汇率波动风险：**公司部分出口业务多以外币结算，如汇率波动较大，可能对公司业绩造成不利影响。

目录

一、国内动力装备领军者，动力业务布局深入广泛.....	1
1.1 中船集团下属动力业务上市平台，多领域布局打造动力装备龙头企业.....	1
1.2 中船重工集团为公司控股股东，控股子公司开展生产经营.....	6
1.3 业务规模稳步提升，船舶行业景气向上带动盈利逐步修复.....	7
1.4 研发投入逐年增长，科技创新战略推动多领域成果显著.....	9
二、乘船舶行业景气东风，柴油动力业绩有望加速释放.....	11
2.1 船舶行业开启新一轮上行周期，清洁燃料发展已成大势所趋.....	11
2.2 动力系统是船舶的心脏，柴油动力是船舶领域应用最广的动力系统.....	16
2.3 三大品牌垄断低速机专利市场，制造区域分布中日韩呈三足鼎立.....	19
2.4 公司是国内领先的柴油动力供应商，业绩有望加速释放.....	21
三、深耕船舶发动机后市场蓝海，原厂品质与增值服务双轮驱动.....	27
3.1 从备件供应到应急维修、再到绿色升级，船舶发动机后市场重要性日益凸显.....	27
3.2 2025 年船用发动机后市场规模超千亿元，且占据供应链微笑曲线高点.....	29
3.3 专利垄断、正版配件、全球网络，构筑船舶发动机后市场的深厚壁垒.....	31
3.4 瓦锡兰：后市场高粘性、高价值的服务深耕典范.....	34
3.5 中国动力：向后市场服务全面进军，数字化服务平台已成功落地.....	37
四、化学动力业务发展稳定，低压电池、储能持续深入.....	42
4.1 风帆公司是化学动力业务经营主体，经营业绩保持稳定.....	42
4.2 汽车低压电池是化学动力业务主打产品，锂电储能产品处于快速发展阶段.....	42
五、投资建议.....	44
六、风险分析.....	45
报表预测.....	46

一、国内动力装备领军者，动力业务布局深入广泛

1.1 中船集团下属动力业务上市平台，多领域布局打造动力装备龙头企业

中国动力是国内动力设备领域主要供应商之一。公司是中国船舶集团有限公司下属动力业务上市平台，整合涵盖燃气动力、蒸汽动力、柴油机动力、综合电力、化学动力、热气机动力、核动力（设备）等七类动力业务及机电配套业务，涵盖了目前市场上全部主流动力系统类型，为集高端动力装备研发、制造、系统集成、销售及服务于一体的一站式动力需求解决方案供应商。

图表1： 公司主要业务及相关产品示意图



资料来源：公司公告，公司招股说明书，中信建投

军民领域双管齐下，产品广泛应用于多种场景。公司主要产品包括燃气轮机、汽轮机、柴油机、电机、电控设备、蓄电池热气机、核电特种设备、船用机械、港口机械、海工平台、齿轮箱等，在军用领域和民用领域均有覆盖，涉及国防动力装备、陆上工业领域和汽车消费、船舶和海洋工程、光伏风电新能源等多个应用领域。

图表2： 公司主要产品及服务

业务	主要产品	市场地位	营收及收入占比 (2024年)
柴油动力	高、中、低速船用柴油机、柴油发电机组及相关配套设备	军用领域： 公司在海军中速、高速柴油机装备中处于绝对领先地位。 民用领域： 低速柴油机产品所配船舶涵盖了从散货、油轮到集装箱船等几乎所有主流船型，国内市场占有率第一；在双燃料低速机方面，公司具备 LNG、LPG、甲醇、乙烷、氨等低碳双燃料低速机的设计、生产能力；中高速柴油机产品广泛应用于舰船、海洋工程、公务船、工程船舶、远洋渔船、游艇和陆用电站、煤层气发电、核电、油田、特种车辆、工程机械等市场。	228.74 亿元 (44.3%)
化学动力	汽车低压电池、锂电储能产品	军用领域： 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；同时涉及军用牵引车辆、装甲、航空和单兵瞄准、夜视、电子设备等装备用电池，技术处于国内领先水平。 民用领域： 公司的铅蓄电池广泛应用于汽车电力、通讯、铁路、船舶、物流等领	80.51 亿元 (15.6%)

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

		域。公司在汽车低压电池市场处于第一梯队，是国内同时为奔驰、宝马、大众、奥迪、通用等国际车厂的中高端车型提供起停用蓄电池的生产厂家；在锂电储能领域，公司精准把握储能市场爆发增长趋势，锂电储能业务迅速发展，已具备一定的市场地位。	
机电配套业务	锚绞机和舵机、高端齿轮箱等	在船舶配套产品方面，公司是内民船配套的龙头企业，拥有门类齐全的专业化配套能力，公司锚绞机和舵机在国内市场处于领先地位；在齿轮传动方面，公司打破了福伊特公司、弗兰德公司等公司在高端齿轮箱的技术垄断，并在国内舰船装备、建材火电装备、偏航变桨、复合型行星齿轮装置及工业特种联轴器等领域具备一定的优势。	-
燃气蒸汽动力	中小型燃气轮机（5-50MW）等	军用领域： 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。 民用领域： 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；同时拥有 SIEMENS、三菱日立等厂商 2.5MW-110MW 功率段产品的系统集成供货能力。	25.00 亿元 (4.8%)
	高背压汽轮机、饱和蒸汽汽轮机、低参数汽轮机\热泵余热回收等	军用领域： 公司是我国唯一大型舰船用汽轮机装置总承单位，占据 100% 市场份额。 民用领域： 公司特种锅炉先后承担了超 200 台（套）余热锅炉及旁通烟道系统的设计、制造，在国内享有较高知名度；公司的中高背压汽轮机广泛应用于石油化工、煤炭化工、冶金等行业，在国内处于优势地位；光热再热汽轮机可以实现替代进口 SIEMENS、MAN 的产品；低参数汽轮机用于电厂大机组供热抽汽口与热网加热器之间。	
核动力（设备）	核电工程设计、核电前后端工程、特种阀门和辐射监测	在核电工程设计方面，公司与中广核设计公司共建核电站系统三维设计平台；同时在核取样、核三废、应急柴油发电机辅助系统设计等方面有一定设计能力。在特种阀门方面，公司阀门产品有爆破阀、蒸汽隔离阀、核级波纹管截止阀、核三级钛合金蝶阀、高温烟气切断阀（800℃）等，技术水平达到国内先进水平。在辐射监测方面，在国内核电站厂房辐射监测系统（KRT 系统）市场占有率约 50%	11.3 亿元 (2.2%)
综合电力	船舶电力推进系统	军用领域： 公司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。 民用领域： 采用综合电力推进系统的船舶污染物排放明显降低，综合电力推进已成为船舶动力技术升级换代的主要方向。公司作为国内电力推进系统的领先供应商，能够自主提供包括变频器、电动机、能量管理系统、推进操控系统等核心设备和系统。近年来，公司共计提供近百套新能源电动船舶动力系统，国内市场占有率第一。	8.0 亿元 (1.6%)
热气机动力	50kW 燃气热气机发电机组、碟式太阳能发电机组	公司在该领域国内处于技术垄断地位，在行业内尚无竞争者。为应对小核动力、动力电池和燃料电池等新兴技术的发展和运用，公司正积极开展 MW 级热气机、超临界二氧化碳(SCO2)闭式布雷顿循环发电等关键技术开发工作。	8.3 亿元 (1.6%)

资料来源：公司公告，中信建投

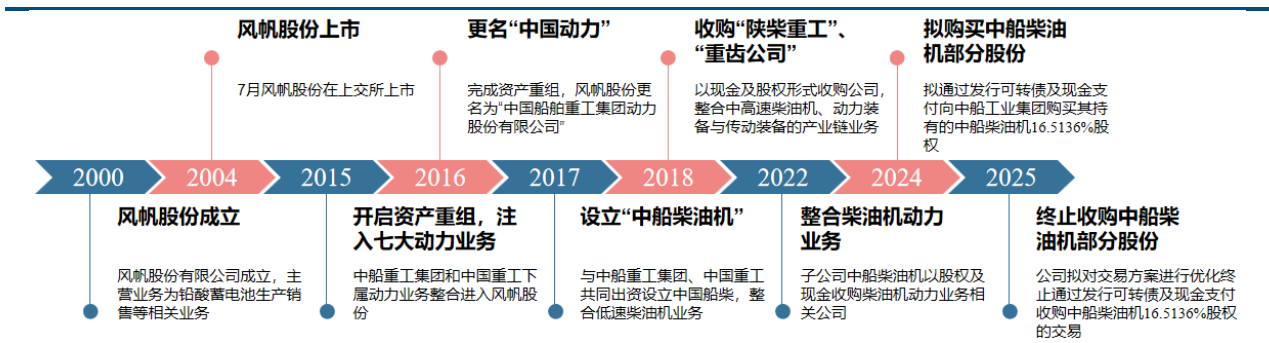
公司的业务发展历程主要分为三大阶段，目前公司动力设备在国内奠定龙头地位。

①**风帆股份时期（2000年-2015年）**：公司前身风帆股份于2000年成立，主营业务为铅酸蓄电池及部件的生产销售；2004年在上交所挂牌上市。

②**完成资产重组，实现动力业务注入（2016年-2021年）**：2015年公司开启资产重组，中船重工集团和中国重工下属动力业务整合注入风帆股份，打造动力业务上市平台；2016年公司完成资产重组，更名为“中国船舶重工集团动力股份有限公司”，2017-2021年通过设立、收购子公司完成低中高速柴油机业务整合。

③**动力设备龙头地位奠定（2022年-至今）**：2022年柴油动力业务超越化学动力成为公司第一大业务，八大业务齐开花，奠定公司动力设备龙头地位，注入新鲜活力。

图表3：中国动力业务发展历程



资料来源：公司公告，公司招股说明书，中信建投

多次资产重组强化动力装备龙头地位。正如前文所述，公司上市以来经历了数次重大资产重组，不断强化巩固其动力装备核心业务实力，完善业务布局。2015年以来，公司分别于2016年、2020年、2022年分别完成了重大资产重组，收购诸多柴油机动力业务相关资产，帮助公司进一步规范了柴油机动力业务同业竞争，推动柴油机动力整机及主要零部件业务统筹协同发展。

图表4：2015年以来中国动力重大资产重组情况梳理

事件	完成日期	交易形式	交易对方	标的资产	交易对价（万元）
发行可转换公司债券及支付现金购买资产	2025年9月 (发布公告终止交易)	可转换公司债券及支付现金	中国船舶工业集团有限公司	中船柴油机 16.5136%股权	终止交易
发行可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易	2024年11月 (披露预案)	可转换公司债券及支付现金	中国船舶工业集团有限公司	中船柴油机 16.5136%股权	2025年4月发布交易草案，交易价格 381,428.40 万元（不包含募集配套资金）；其中 7.53 亿元以现金方式支付，剩余 30.61 亿元以可转债方式支付。
		募集配套资金	不超过 35 名特定投资者		200,000.00
子公司以股权及现金	2022年9月	自身股权支付	中国动力	中国船柴 100%股权	596,049.90

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

收购资产之重大资产重组暨关联交易			陕柴重工 100% 股权	354,836.30	
			河柴重工 98.26% 股权	210,690.61	
			中船工业集团 中船动力集团 36.23% 股权	373,114.61	
			中国船舶 中船动力集团 63.77% 股权	714,743.76	
		现金支付	中船重工集团	河柴重工 1.74% 股权	3,726.18
		募集配套资金	-	-	214,250.00
发行普通股和可转债购买资产并募集配套资金暨关联交易	2020 年 5 月	普通股支付	中国华融	中国船柴 13.19% 股权	81,263.35
			大连防务投资	中国船柴 14.05% 股权	86,597.27
				武汉船机 13.21% 股权	85,133.68
				河柴重工 13.03% 股权	30,116.39
			国家军民融合产业投资基金	武汉船机 5.90% 股权	38,058.90
				广瀚动力 4.80% 股权	7,366.41
				长海电推 5.18% 股权	15,188.85
			中银投资	河柴重工 8.27% 股权	19,101.72
				武汉船机 3.69% 股权	23,786.81
				广瀚动力 3.00% 股权	4,604.01
				长海电推 3.24% 股权	9,493.03
			中国信达	河柴重工 5.17% 股权	11,938.57
		陕柴重工 28.24% 股权		80,271.30	
		太平国发	重齿公司 48.44% 股权	158,607.38	
			陕柴重工 7.06% 股权	20,990.24	
		中船重工集团	中国船柴 3.24% 股权	19,945.86	
			武汉船机 6.15% 股权	39,649.16	
中国重工	中国船柴 17.35% 股权	106,893.06			
交易对方	武汉船机 15.99% 股权	103,076.10			
可转换债券支付	中国信达	陕柴重工 28.24% 股权	20,689.66		
		重齿公司 48.44% 股权	39,310.34		
		陕柴重工 7.06% 股权	4,250.00		
募集配套资金	-	-	214,250.00		
发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易	2016 年 7 月	股权支付	七〇三所、七〇四所、七一一所、七一二所、七一九所、中国重工、中船投资、风帆集团、中船重工集团、	广瀚动力 100% 股权、上海推进 100% 股权、齐耀重工 100% 股权、齐耀动力 100% 股权、长海电推 15% 股权、长海新能源 100% 股权、海王核能 100% 股权、特种设备 100% 股权、	1,348,227.30
			现金支付	中船重工集团	火炬能源 100% 股权
		募集配套资金	-	-	1,348,227.30

资料来源：公司公告，中信建投

中船柴油机是中国动力下属从事柴油机动力业务的经营主体和控股平台,主营海军中速、高速柴油机装备,民用高、中、低速船用柴油机及柴油发电机组。中船柴油机全资控股 4 家柴油机动力业务主体:

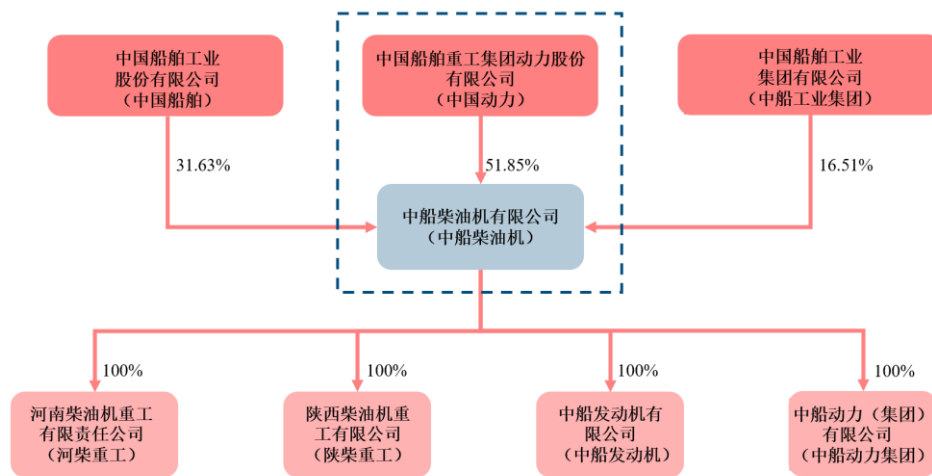
①**中船发动机**: 国内一流的大功率船用低速柴油机研制企业,主要产品包括各系列低速柴油机,以及满足排放要求的废气后处理解决方案,应用于散货船、集装箱船、油轮、化学品船、多用途船、LNG 船、LPG 船、滚装船等,主营消费群体为船厂或航运船东。

②**陕柴重工**: 国内主要的中高速大功率船用柴油机专业制造商和柴油发电机组成套供应商,主要生产 14 大系列 40 多种型号的柴油机,缸径范围 160-400mm、转速范围 500-1,500rpm、功率范围 500-12,000kW,在舰船动力、船海配套、陆电工程等领域具有显著优势。

③**河柴重工**: 国内中高速大功率柴油机的研制生产基地,具备从大功率高速内燃机产品设计、工艺研究到内燃机及其成套装置生产、检测、试验等较为完善的产品开发及生产能力,产品主要应用于舰船用主辅机、地面工业用柴油机、民船用主机等领域。

④**中船动力集团**: 国内重要柴油机承制单位,主要产品包括船用中、低速柴油机,气体机及双燃料机等,形成了集合研发、制造、配套和服务的全产业链能力,产品广泛应用于油轮、集装箱船、散货船、核电站及陆用电站等。

图表5: 中船柴油机相关股权情况 (2026 年 1 月)



资料来源: 公司公告, Wind, 中信建投

中船柴油机产品销售保持良好势头。2024 年中船柴油机低速柴油机产能 584 台,产量 485 台,产能利用率 83.05%,销量 466 台,产销率 96.08%,各项产销指标较 2023 年均有明显提升。2023-2024 年中速柴油机、高速柴油机产能保持稳定,产量及销量持续增长。

图表6: 中船柴油机主要产品产销量情况

产品类型	项目	2024 年度	2023 年度
低速柴油机(台)	产能	584	554
	产量	485	391
	产能利用率=产量/产能	83.05%	70.58%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	销量	466	375
	产销率=销量/产量	96.08%	95.91%
中速柴油机（台）	产能	1,656	1,656
	产量	1,000	801
	产能利用率=产量/产能	60.39%	48.37%
	销量	929	812
	产销率=销量/产量	92.90%	101.37%
高速柴油机（台）	产能	760	760
	产量	350	239
	产能利用率=产量/产能	46.05%	31.45%
	销量	320	308
	产销率=销量/产量	91.43%	128.87%

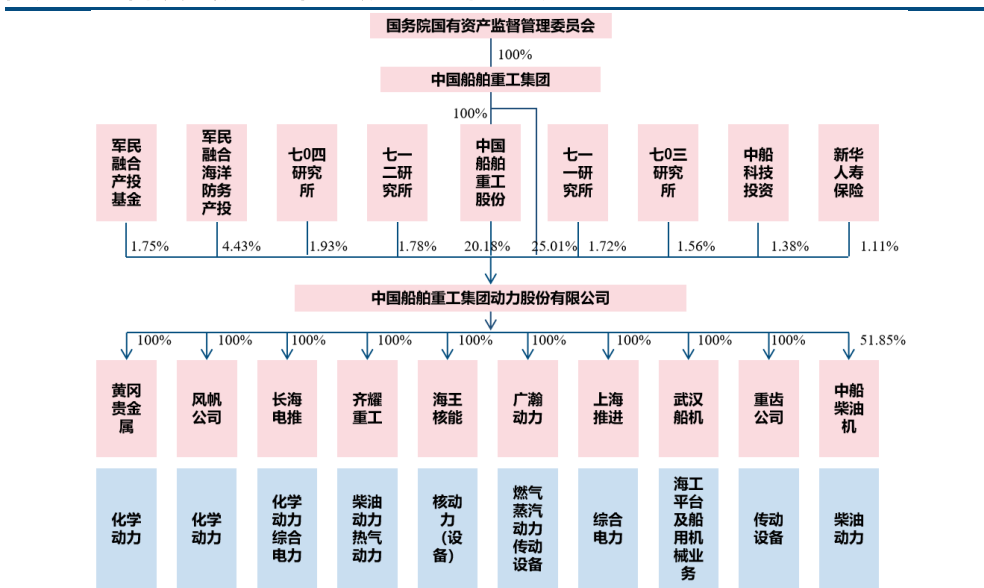
资料来源：公司公告，Wind，中信建投

1.2 中船重工集团为公司控股股东，控股子公司开展生产经营

公司控股股东为中国船舶重工集团有限公司。根据公司公告，截至 2025Q3 末，中国动力的直接控股股东为中国船舶重工集团，直接控股 25.01% 股权，并通过中国重工、七〇三所、七〇四所、七一一所、七一二所、七一九所、风帆集团和中船投资等间接持有公司部分股权。中国船舶集团通过中船重工集团直接及间接控制公司过半的股份，是公司的间接控股股东，公司实际控制人为国务院国资委。

在业务经营方面，中国动力为控股型公司，生产经营业务主要通过下属子公司进行，如风帆公司（持股 100%）、中船柴油机（目前持股 51.85%）。

图7：中国动力股权结构图（截至 2025 年三季报）

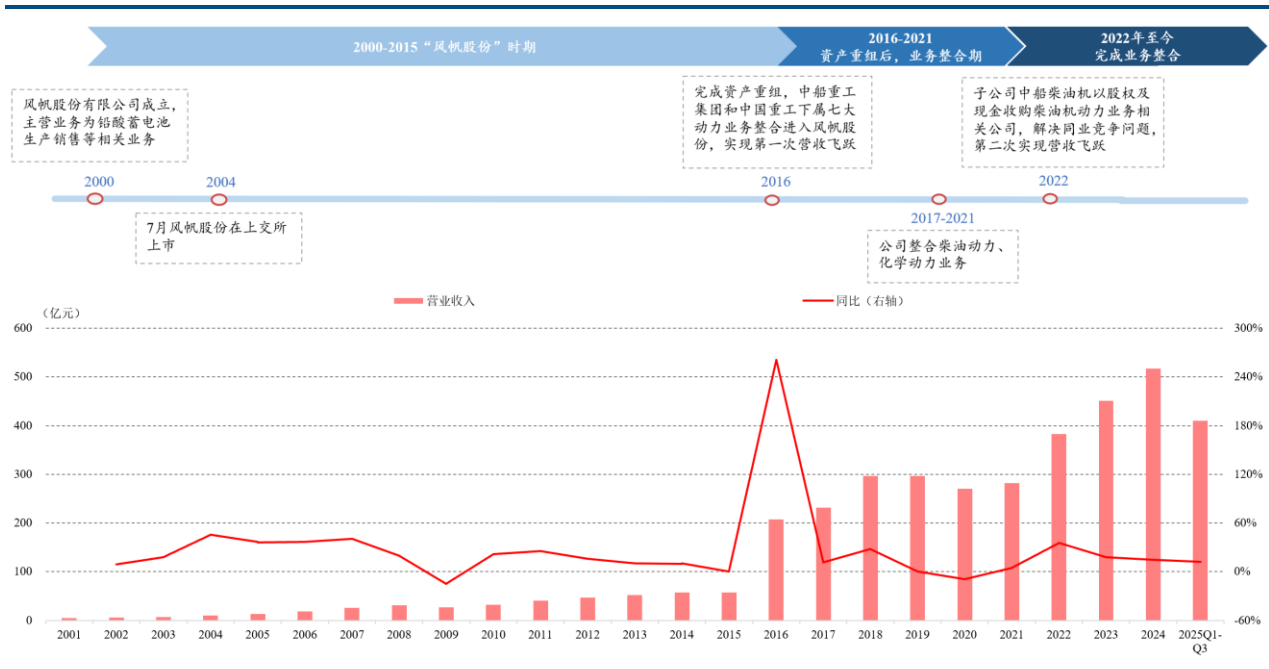


资料来源：公司 2025 年三季报，iFind，中信建投

1.3 业务规模稳步提升，船舶行业景气向上带动盈利逐步修复

公司通过资产重组、收购实现两次营收规模大幅增长。2000 年公司前身“风帆股份”成立，2004 年在上交所上市，直至 2015 年开启资产重组前，公司营收呈增长趋势但绝对值较小。2016 年公司完成资产重组，动力相关业务注入完成，营收实现第一次大幅提升。2016-2021 年公司营业收入从 207.41 亿元增长至 282.09 亿元，五年复合增长率为 6.34%。2022 年公司完成柴油动力业务整合，营收实现第二次大幅增长，达 382.98 亿元，调整后同比增长 10.47%。2024 年全球造船市场船舶行业回暖，公司柴油机板块销售规模扩大，订单大幅增长，叠加主要产品船用低速发动机的价格也有所增长，公司营收同比增长 14.62%，达 516.97 亿元；2025Q1-3 船舶行业保持高景气度，公司营收同比保持稳健增长。

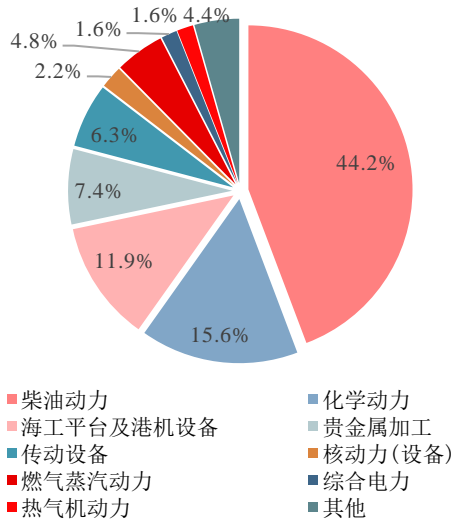
图表8： 公司营业收入通过资产重组实现两次跃升



资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投

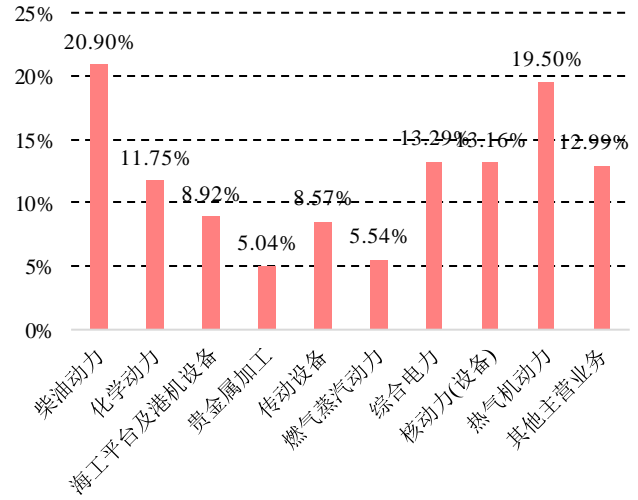
柴油动力为公司目前收入占比最大业务。根据公司 2024 年年报，公司主营业务中，收入占比排名前三的业务分别为柴油动力、化学动力、海工平台及船用机械，分别贡献 228.74、80.51、61.40 亿元，占营业收入比例分别为 44.2%、15.6%、11.9%。从毛利率来看，2024 年柴油动力、热气机动力毛利率较高，分别为 20.90%、19.50%，柴油动力毛利率同比提升 6.10pct，主要受益于船舶板块复苏，柴油动力产品价格上涨，毛利率逐步修复，随着船舶板块景气度的延续，我们预计公司毛利率有望进入上行通道。

图表9：中国动力营业收入分产品情况（2024年）



资料来源：公司2024年年报，中信建投

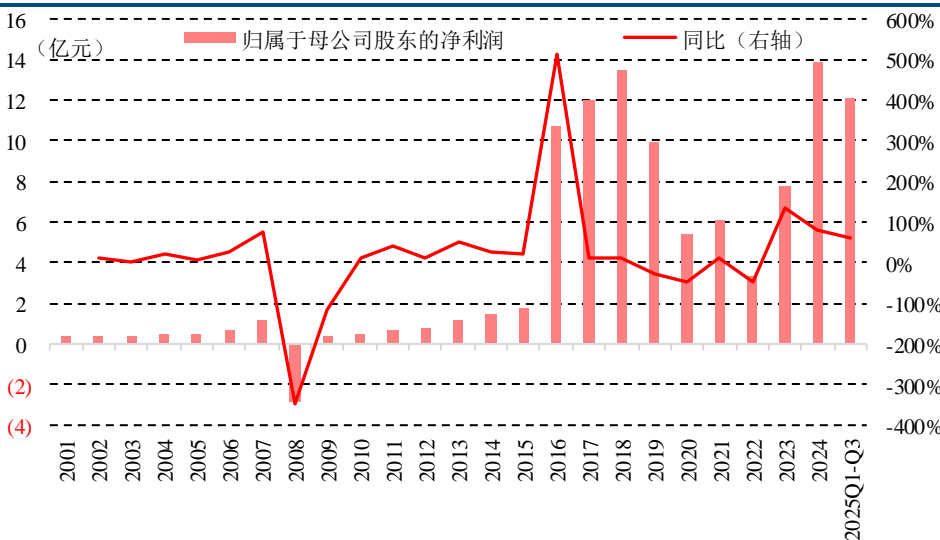
图表10：中国动力主营业务毛利率情况（2024年）



资料来源：公司2024年年报，中信建投

公司当前业绩与船舶行业景气度相关，行业景气向上有望助推公司业绩快速增长。2022年公司完成柴油动力业务整合，一举超越化学动力成为公司第一大业务，且在2024年收入占比中超过四成，当前业绩与该板块的波动密切相关。2024年公司实现归母净利润13.91亿元，同比增长78.56%，其中中船柴油机贡献归母净利润10.54亿元，占比达到75.77%，主要系全球船舶行业正值上行周期，柴油机板块相关子公司销售规模扩大，订单大幅增长，且主要产品船用低速发动机的价格也有所增长。2025Q1-3公司实现归母净利润为12.08亿元，同比大幅增长62.58%，继续保持高增速。

图表11：2025Q1-3公司归母净利润快速增长

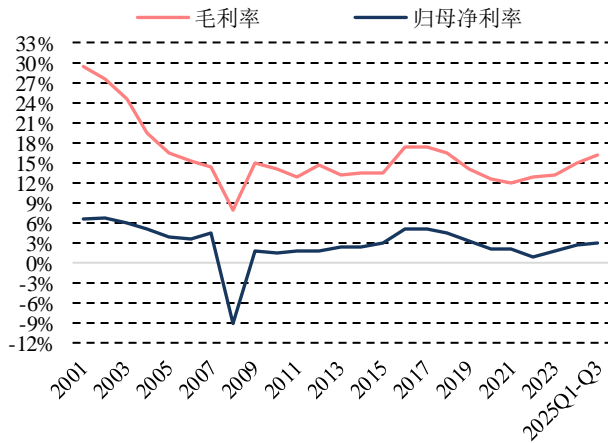


资料来源：Wind，中信建投

利润率、期间费用率水平逐步改善。利润率方面，主要受益于船舶板块复苏，相关产品价格上涨，在一定程度上抵消原材料价格上涨的影响，2024年公司销售毛利率由2023年的13.3%上升至14.8%，净利率水平同期改善；2025年以来整体毛、净利率仍然保持同比上升，且单季度来看2025Q1-Q3公司毛利率环比持续改善，我

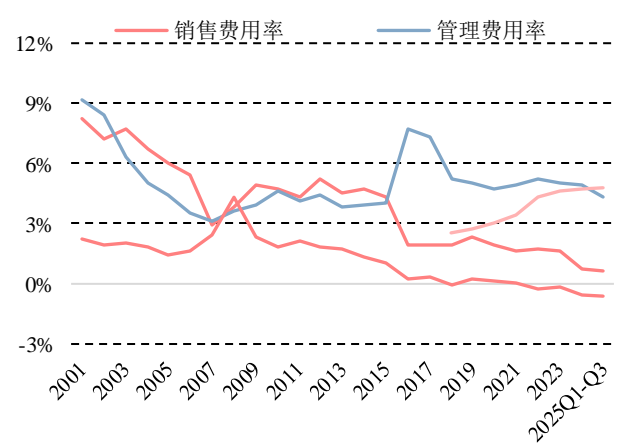
们预计随着船用低速机价格提升公司后续利润率仍有上升空间。费用率方面，2024年公司期间费用率为9.88%，较2023年的11.11%下降1.23pct；2025Q1-3期间费用率为9.11%，同比下降0.5pct。

图表12：公司毛净利率变化趋势



资料来源：Wind，中信建投

图表13：公司费用率变化趋势

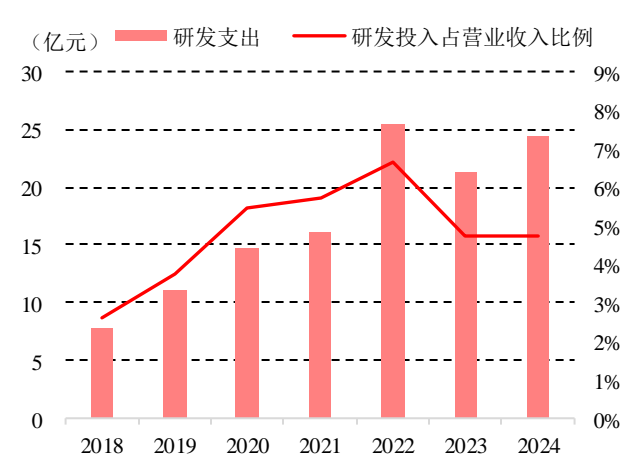


资料来源：Wind，中信建投

1.4 研发投入逐年增长，科技创新战略推动多领域成果显著

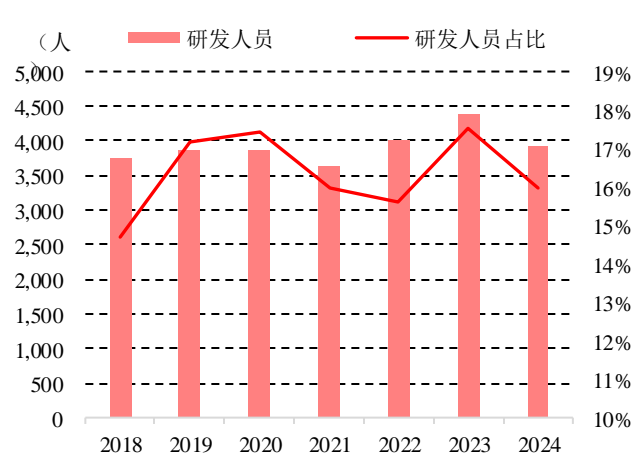
研发投入逐年增加，研发人员占比稳定。随着技术和应用领域的不断发展，下游客户对动力设备工艺路线、材料类型、技术指标等要求也不断变化，公司紧跟行业技术发展趋势，持续推进新产品、新工艺研发，研发投入金额保持增长。公司研发支出从2018年的7.73亿元大幅提升至2024年的24.44亿元，6年CAGR为21.15%，2024年研发支出占营收比重为4.7%。2024年公司研发支出24.44亿元，同比2023年增加14.85%。2024年末研发人员达到3912人，占比达到14.0%，较2018年3758人增长154人，研发团队的建设将不断助力公司下游应用领域关键产品和技术的攻关与突破。

图表14：公司持续加大研发投入



资料来源：Wind，中信建投

图表15：公司研发技术人员数量占比相对稳定



资料来源：Wind，中信建投

依托科研院所积累丰富技术成果，推进科技创新打造核心竞争力。公司依靠中国船舶集团及对应业务的科研院所，拥有强大的科技创新能力和较为完备的科技创新体系，积累了大批前沿科技成果。

图表 16： 公司技术创新持续取得突破

主营业务	核心技术与项目进展
柴油机动力	完成世界首制 10X92DF-M-LPSCR 甲醇双燃料主机全负荷测试，完成国内首台自主研发甲醇燃料低速试验机点火试验，完成全球首制 6G70ME-C10.5-LGIA-HPSCR 氨双燃料船用低速机开发，完成自主研发的 SXD6L40/52G 燃气机的研发，完成自主研发的 CHD416V16 柴油机性能样机可靠性试验、CHD416V12 柴油机性能样机试验。
化学动力	汽车低压电池方面，完成车用低压起动 12V20Ah、12V12.5Ah、12V54Ah、12V60Ah 电池、12V 起停钠离子等产品设计并完成 A 样制作，完成驻车 BMS 系统自主研发并成功应用，完成 310Wh/kg 无人机用二次锂电池数款产品设计开发。工业电池方面，公司根据中国移动，中国电信等客户的需求，研发出适用于通信数据中心的 2V2500W 大容量电池，同时提升了原有高功率系列电池寿命，满足客户对质保期的新要求。锂电储能方面，取得 5kWh、10kWh、15kWh 等多型号低压壁挂储能产品 UL\DNV 认证，完成智能液冷工业储能系统、智能组串式升压逆变一体舱、海上风电备电系统 FFFD230BY01 研发，实现海上风电备电系统小批量供货。
机电配套业务	完成与金风科技联合开发的 v17-7.XMW 齿轮箱研制，完成适配 MAN28/32DF 主发电机组全新开式结构 GVU、适配双燃料锅炉及 GCU 天然气焚烧装置的燃气阀组单元研制。

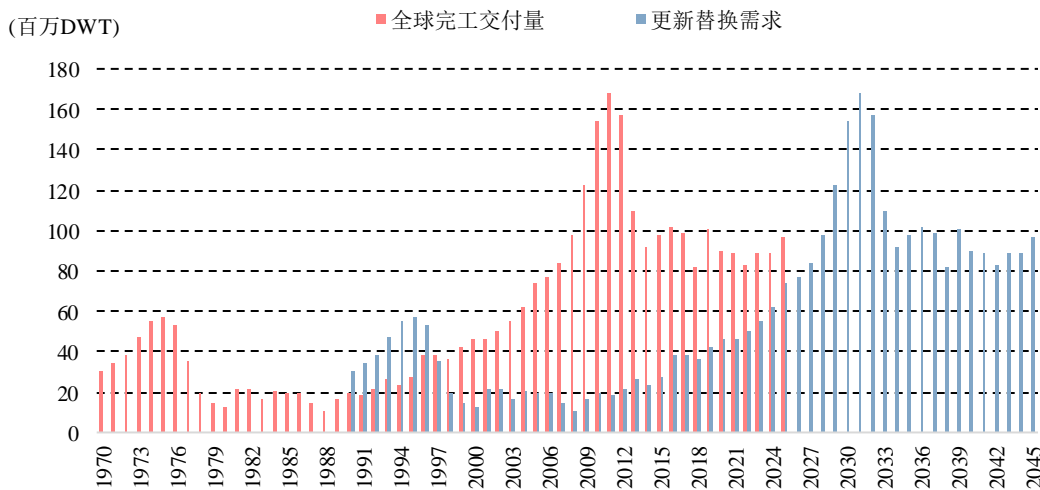
资料来源：公司 2024 年年报，中信建投

二、乘船舶行业景气东风，柴油动力业绩有望加速释放

2.1 船舶行业开启新一轮上行周期，清洁能源发展已成大势所趋

船舶行业开启十年上行大周期，更新替换+环保政策升级是核心驱动力。船舶周期与宏观经济息息相关，但政策、战争等因素也会拉长或缩短周期长度，但总体大致呈现 20 年左右的周期。2020 年 11 月开始，全球船舶新接订单开启新一轮扩张周期。本轮周期的核心驱动力包括：①船龄老化带来的大量更新替换需求；②IMO 环保新规等政策加速存量置换。我们根据历年船舶完工交付量进行简要测算，预计至 2030 年附近，船舶替换需求仍将持续放量，成为周期向上的核心驱动力。

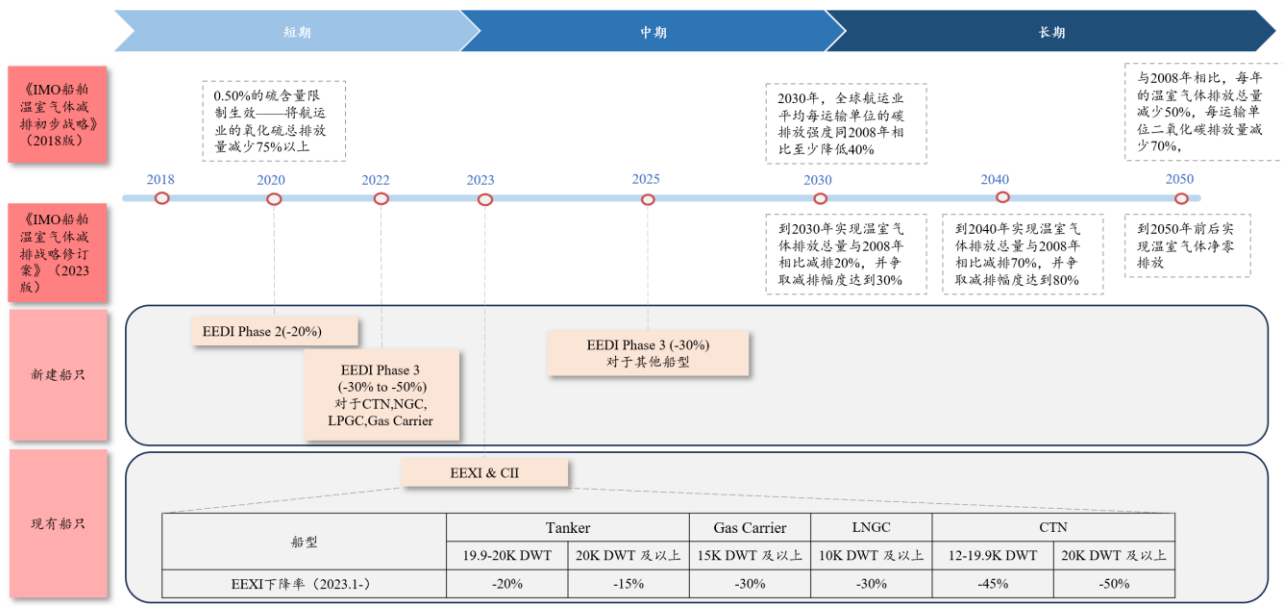
图表 17：船舶行业迎来新一波更新换代潮



资料来源：克拉克森，中信建投

IMO 环保新规趋严，未来存量置换需求大。引入船舶能效约束指标并建立碳强度评级机制，助力实现碳强度降低目标。针对航运碳减排，IMO 推出强制约束类政策：2011 年，IMO 通过了强制性的船舶能效规定——新船的能效设计指数（EEDI）、所有船舶的船舶能效管理计划（SEEMP）；为实现碳强度降低的目标，IMO 规定 2023 年 1 月 1 日起船舶必须获得现有船舶能效指数（EEXI）认证，并报告营运碳强度指标（CII）。IMO 在 2025 年 4 月批准了净零框架草案，旨在推动全球航运业实现温室气体；后续于 2025 年 10 月 17 日，IMO 投票决定将关乎全球航运减排进程的净零排放框架表决推迟一年。

图18: IMO 温室气体排放战略演变及全球航运业减排时间表安排



资料来源: Vessels Value, 中信建投

2025年全球造船业呈现回调态势，上半年新船订单同比下滑明显，下半年新造船市场峰回路转。回顾2025年，年初新船价格高企、运费低迷叠加30I调查以及《船舶法案》限制，船东观望情绪加剧，导致上半年订单骤减，尤其是2月30I调查发布后许多新造船订单意向暂停。6月起，受益于运费市场回暖以及政策不确定性淡出，新造船市场回暖态势显著，订单较上半年而言大幅提升。整体上来看，受上半年拖累，2025年全球成交新船订单1.51亿载重吨，同比下滑24.17%。

2025年末船舶数据翘尾，新船订单量价齐升。新接订单方面，2025年12月全球新签订单24.89百万DWT，同比增长78.97%；其中散货船新签13.60百万DWT（同比+125.04%）、油船新签5.55百万DWT（同比+74.49%）、集装箱船新签3.57百万DWT（同比+1.63%）。我们认为，年末船舶量价数据表现亮眼，进一步增强中美谈判后的向好预期，同时2026年初船舶景气度仍然值得期待。

图表19: 2025年造船业回顾



资料来源: 克拉克森, 中信建投

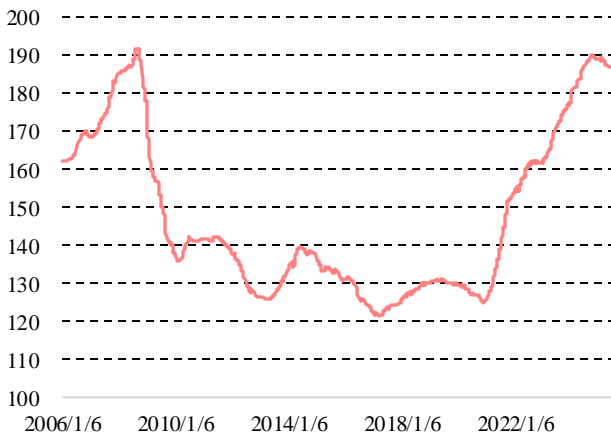
图表20: 301调查及《美国船舶法案》情况

政策	具体情况
301 调查 限制措施	第一阶段前 180 天 适用费用为 0 美元。
	第一阶段 180 天后 ①对中国船东和经营者根据船舶净吨位收取费用, 费用将逐步增加; ②对中国建造的船舶, 按净吨位或集装箱收取费用, 费用将逐步增加; ③对非美国建造的汽车运输船按其运力收取费用, 以激励美国建造汽车运输船。
	第二阶段 3年后执行, 为激励美国建造液化天然气(LNG)运输船, 限制外国船只运输液化天然气, 限制将在22年内逐步增加。
《美国船舶法案》	额外的港口费用 针对①中国实体拥有、经营或注册的船舶; ②对非中国实体拥有、经营的船舶, 根据其手持订单中在特定中国船厂建造的比例; ③对非中国实体拥有、经营的船舶, 根据其船队中在特定中国船厂建造或特定中国船厂维修的比例征收额外的港口费用。
	美国货物优先权 ①美国从中国进口的货物中, 由美国建造、悬挂美国船旗并配备美国船员的船舶运输比例逐步增加。在法案生效后14年内达到10%; ②美国原油出口中, 由美国建造、悬挂美国船旗并配备美国船员的船舶运输比例在2035年达到10%; ③美国LNG出口中, 由美国建造、悬挂美国船旗并配备美国船员的船舶运输比例在2043年达到15%。
	美国海事发展计划 ①设立海事安全信托基金; ②扩大补贴计划以支持美国造船业发展, 鼓励对美国造船厂加大投资; ③在美国建造船舶的投资可享受33%的税收抵免; ④提高在美国境外进行维修的任何悬挂美国国旗的船舶的关税; ⑤提升悬挂美国国旗的船舶在国际航运中的商业竞争力; ⑥颁布多项劳动力激励措施和计划; ⑦设立“海事安全顾问办公室”。

资料来源: USTR, 克拉克森, 中信建投

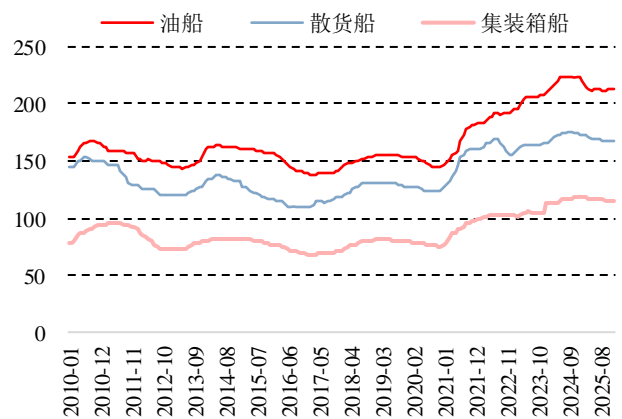
短期扰动不改长期底层逻辑，船舶行业仍处上行周期。短期来看，市场可能受到经济增长乏力、关税政策与大国博弈等因素干扰，存在下行风险。但当前全球船队中老龄船舶占比较高，存在较大的更新替换需求，此外，全球海事业绿色化转型趋势不变，促进环保船队占比长期角度上持续提升，本轮市场周期的底层逻辑没有改变。中船集团经研中心预计“十五五”期间全球造船市场年均需求约 1.1 亿载重吨、4200 万修正总吨，比“十四五”均值下降约 20%，但是仍将较“十三五”期间均值高出约 50%。从新船价格指数来看，2025 年 12 月份，新造船价格指数 184.65，环比提升 0.17%；散货船、油船价格指数分别为 168.33（环比+0.26%）、213.21（环比+0.35%）。

图表 21： 2021 年以来新船价格指数快速攀升



资料来源：克拉克森，中信建投

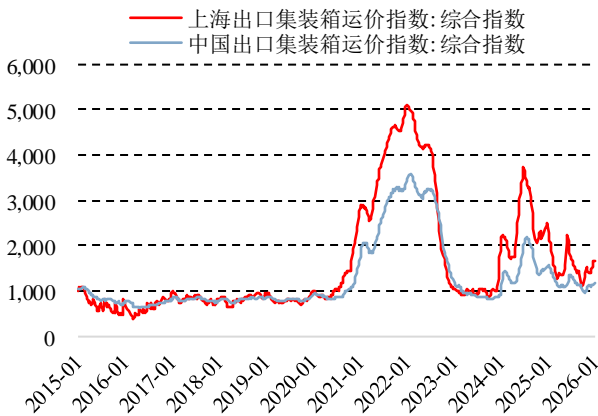
图表 22： 本轮周期各类船型的新船价格指数呈攀升态势



资料来源：克拉克森，中信建投

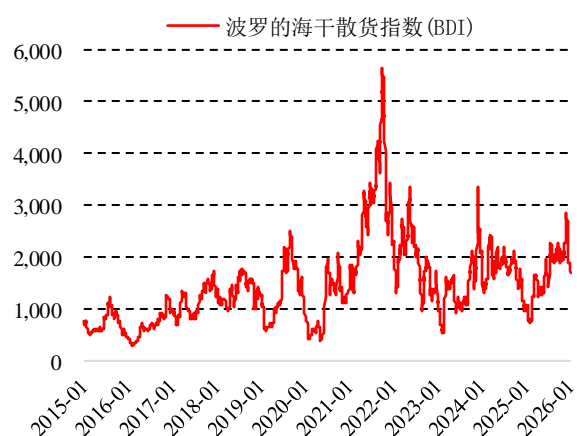
运价方面，SCFI、CCFI 在 2025 年 10 月后触底回升，2026 年 1 月 9 日，SCFI、CCFI 分别录得 1647.39、1194.89，较 2025 年 10 月 10 日的 1160.42、1014.78 明显回升。BDI 指数 2025 年整体呈现上行趋势。

图表 23： 我国出口集装箱运价指数 2025 年 10 月后触底回升



资料来源：Wind，中信建投

图表 24： 2025 年 BDI 指数呈现上行趋势



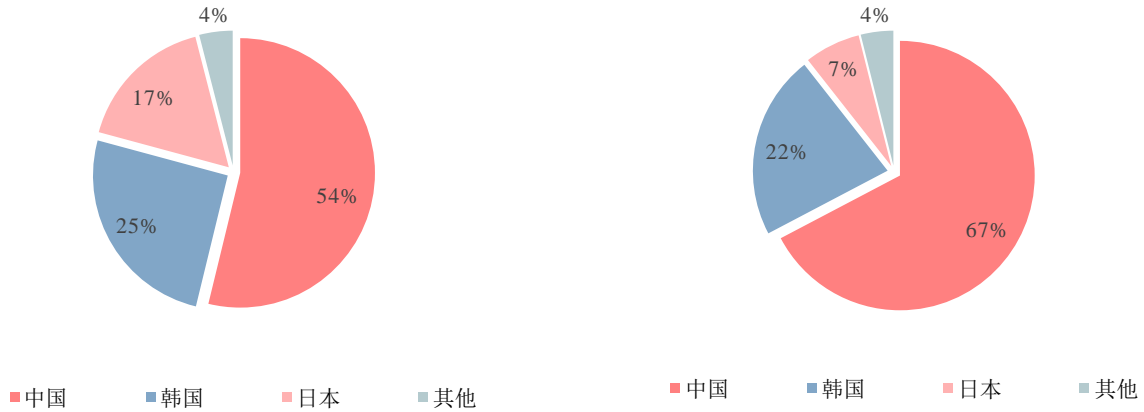
资料来源：Wind，中信建投

中国船企国际市场份额保持领先。2025 前三季度中国船企造船完工量、新接订单量、手持订单量分别为 3853、6660、24224 万载重吨，同比分别+6.0%、-23.5%、+25.3%，在全球的份额分别为 53.8%、67.3%、65.2%，市场

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

竞争力显著。2025 前三季度我国出口船舶占全国造船完工量、新接订单量、手持订单量的比重为 90.3%、88.7% 和 92.9%；我国船舶出口金额为 401.4 亿美元。

图表25： 2025Q1-Q3 年中国造船完工量占世界份额的 54% 图表26： 2025Q1-Q3 年中国造船新接量占世界份额的 67%



资料来源：中国船舶工业行业协会，中信建投

资料来源：中国船舶工业行业协会，中信建投

双燃料发动机是实现船舶零碳排放过渡期最佳选择之一。《船用柴油天然气双燃料发动机技术条件》（2019-04-01 实施）对于柴油天然气双燃料发动机的定义为：具有柴油和天然气两套燃料供给系统，可单独燃用柴油且可同时燃用柴油和天然气两种燃料的发动机。按主要燃料类型进行分类，船用双燃料发动机可以分为 LNG（液化天然气+柴油）、甲醇双燃料发动机、氢双燃料发动机等类型。

图表27： 瓦锡兰双燃料发动机示意图

图表28： 曼恩双燃料发动机示意图



资料来源：瓦锡兰官网，中信建投

资料来源：曼恩官网，中信建投

LNG 燃料在价格、基础设施、可获得性、技术成熟度上具有显著优势。当前常见的、获得行业认可并且应用的船舶替代燃料包括 LNG、LPG、甲醇、生物燃料、氢、燃料电池等。相较于其他替代燃料，LNG 在燃料价格、配套基础设施的完善情况、燃料的可获得性、技术成熟等方面具有显著优势。从 5-10 年维度来看，双燃料 LNG 发动机或许是最具灵活性的稳健选择，目前双燃料 LNG 发动机已实现局部商业化。随着科技发展以及法律法规的逐步完善，其他替代燃料可能会爆发出潜力，但短期来看，LNG 是目前船舶应用可行性最高的替代燃料，其次是 LPG、甲醇、生物燃料。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

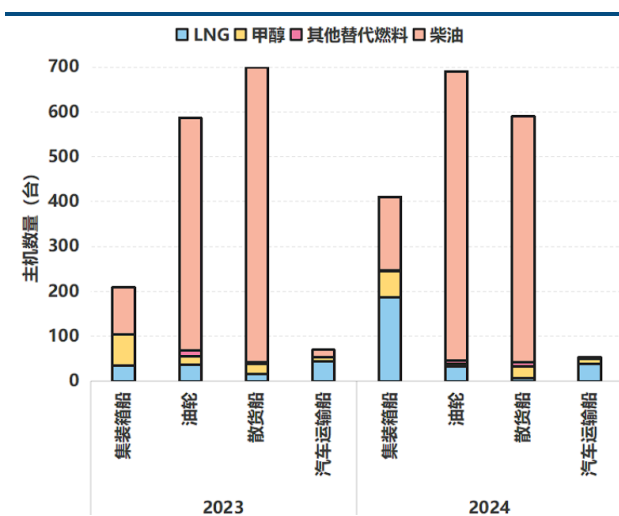
图表29：船舶替代燃料性能对比

	LNG	LPG	甲醇	生物燃料	氢燃料	燃料电池
燃料成本	低	低	低	较低	高	高
基础设施	完善	一般	较不完善	较不完善	不完善	不完善
可获得性	高	较高	较低	一般	一般	低
环保性	较低	较低	一般	较高	高	高
技术成熟度	高	较高	较高	较低	低	低
经济性	较高	高	高	一般	低	低
综合评价	高	较高	较高	较高	低	低

资料来源：《谁将是海运业的未来燃料？》，DNVGL，中信建投

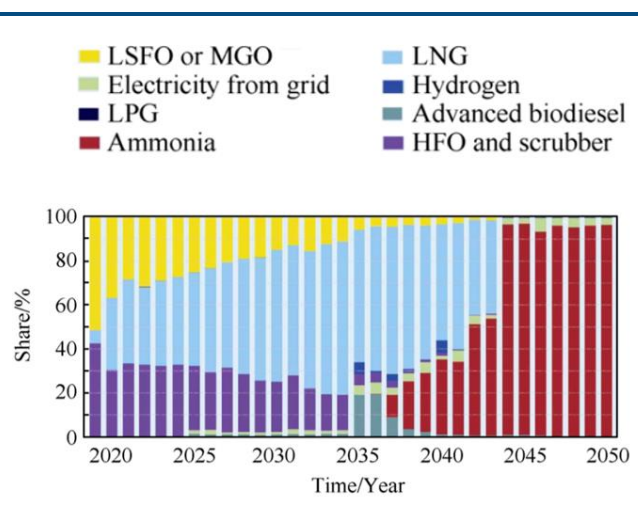
短期 LNG 主流地位不可撼动，长期氨、氢或成最终答案。 燃料的选择对于实现零碳排放目标至关重要。使用替代燃料的船舶数量在不断提升。根据克拉克森统计，2024 年，新造船订单里超过 60% 的二/四冲程主机采用了替代燃料动力，其中 LNG 双燃料主机成为主流选择，在已订购的二/四冲程替代燃料主机数量中占比达 68%，甲醇燃料主机占比 27%。根据 DNV-GL 基于产品设计路线实现 IMO 减排战略的新造船燃料使用的预测，2020~2035 年以天然气为燃料的新造船比例将持续上升，2035 年后以氨、氢、生物柴油等零碳燃料为主的新船比例逐步提升并将取代 LNG 燃料船成为主导，最终实现完全零碳排放。

图表30：船舶替代燃料动力装机量情况



资料来源：动力产业联盟创新中心，中信建投

图表31：新造船燃料使用结构预测情况



资料来源：DNV-GL，中信建投

2.2 动力系统是船舶的心脏，柴油动力是船舶领域应用最广的动力系统

动力系统是船舶的心脏，对船舶航行性能至关重要。 据《舰艇动力系统的特点与应用》，舰船动力系统可分为蒸汽动力、柴油机动力、燃气轮机动力、综合电力、核动力等，不同类型的动力系统的特点和适用范围有所不同。对于军舰，动力系统与舰艇的航行速度、续航能力、机动性和隐蔽性等重要性能密切相关，对军舰执行作战任务至关重要。对于民船，动力系统对于船舶的经济性、可靠性、环保性等具有重要影响，是客户选择的重要参考标准。公司主营业务涵盖七类动力业务及机电配套业务，其中柴油动力是公司第一大业务。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图表32： 舰船动力系统性能及适用场景对比

	柴油机动力	蒸汽动力	燃气动力	综合电力	核动力
原理	利用燃料在汽缸中快速燃烧推动活塞做功产生动力	依靠锅炉产生的高温高压水蒸汽，推动叶轮转动来提供动力	压气机将吸入的空气压缩升温，与燃油混合燃烧形成高温高压燃气，进入汽轮机推动叶片产生动力	化学能-机械能-电能，电能输送到电动推进器带动螺旋桨，推进船舶前进	利用原子核裂变反应能量产生的高温来产生蒸汽，二推动汽轮机组产生动力
优势	燃油消耗率低，加速快，经济性好	可提供较大功率，可靠性强，使用寿命长	功率大，重量和尺寸小，机动性强	操作灵活，机动性、经济性好，低速性能优秀，寿命长	能量密度高，续航能力强，运行平稳、操作简单
劣势	功率较小，隐蔽性较差	机动性差，燃料消耗率高，装置较大	经济性一般，技术难度大，建造成本高	技术复杂，造价高，人员素质要求高	技术难度大，成本高，适用场景有限
适用场景	军用常规动力潜艇、护卫舰等，民用散货、油轮、集装箱船等	军用航空母舰、驱逐舰等，民用大型货轮、油轮等	高速轻型快艇、护卫舰、驱逐舰等大中型舰艇	军用航空母舰、驱逐舰等多种舰艇，民用豪华游轮、破冰船、新能源电动船舶等	军用潜艇和航空母舰、巡洋舰等，民用破冰船等

资料来源：《船舶动力系统现状及发展趋势分析》，《舰艇动力系统的特点与应用海洋之心》，中信建投

柴油机动力是船舶领域应用最广泛的动力系统，拥有完整产业链条。柴油机具有诸多优势，自问世以来被广泛用作各种机械设备推进动力，其中柴油机动力因其燃油消耗率低、经济性好、加速快等优点被广泛应用于民用散货、油轮、集装箱船。柴油机产业链主要由上游原材料及零部件、中游整机制造和下游应用场景三部分组成。上游零部件包括固定件、运动件、动力及辅助系统，中游整机制造环节，按照不同分类方法，柴油发动机包含多种品类，例如按照速度分，可分为低速机、中速机、高速机。

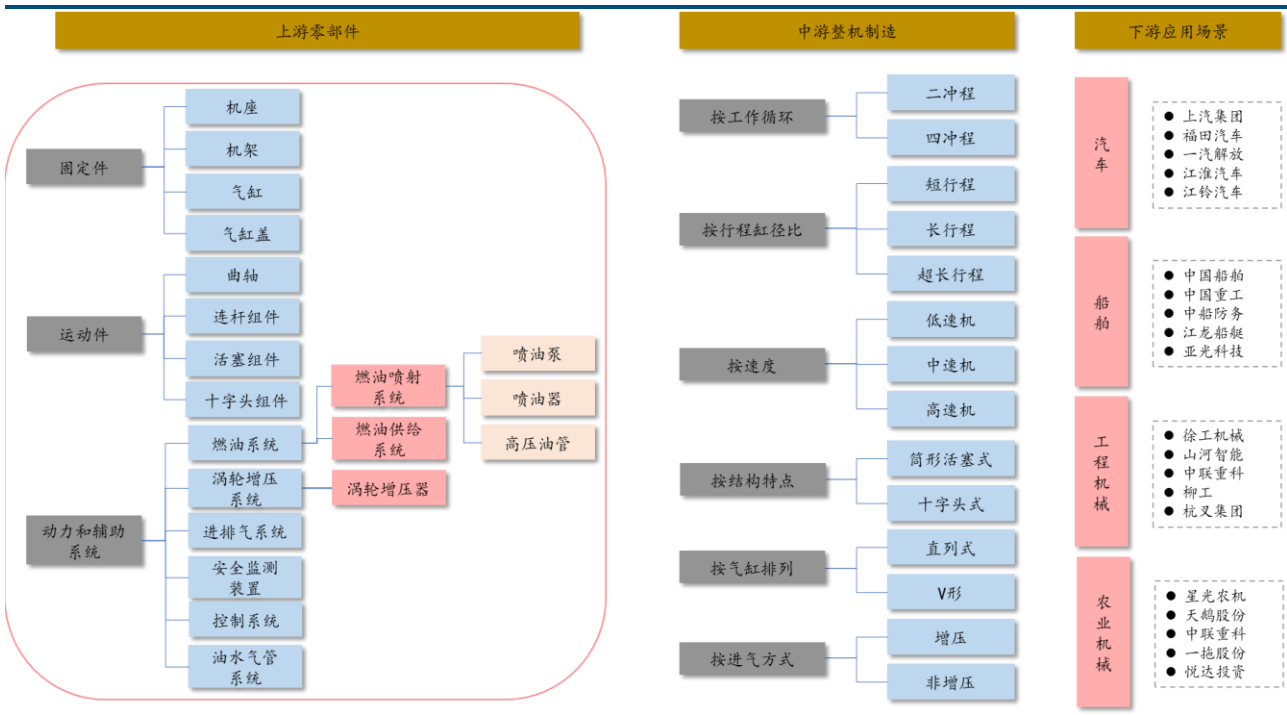
柴油机具有较高的经济性和机动性，在船舶海工、汽车机车和电力等多领域具有较好的应用。柴油机按照转速可以分为低速机、中速机和高速机。

低速机主要用于各种散货轮、油轮、集装箱船、化学品船等民用大船。目前全球船用低速机主要有MAN、WinGD、J-Eng 三个品牌，MAN、WinGD、J-Eng 只负责低速机技术研究和产品设计，通过许可后由授权专利厂制造生产；低速柴油机制造企业主要分布于中国、韩国和日本三国，主要有公司旗下中船发动机和中船动力集团、现代重工、斗山发动机、STX、三井造船、联合柴油机、日立造船、川崎重工等企业。

中速柴油机为海军多种舰船、远洋船舶提供主辅机，以及为陆用电站提供发电机组。由于近海航行船舶随着国家环保法规的日益严苛，老旧船的动力更新提上日程，江、海直达船和近海航行船舶等新船市场被看好。民船用中速机市场基本由国外的MAN、大发和卡特彼勒等品牌垄断，国产品牌多用于内河船和沿海船。

高速机具有产品应用领域更广、市场范围更大，主要用于小型船舶、大型车辆及发电等市场。从近几年高速机交付份额看，卡特彼勒、洋马、瓦锡兰三个品牌在船用辅机市场份额超过 65%；康明斯、斗山两大品牌在船用应急机组市场份额超过 65%，呈现双寡头格局。我国高速机在船机领域综合能力较弱，还难以形成有效的国际竞争力。

图表33: 柴油发动机产业链

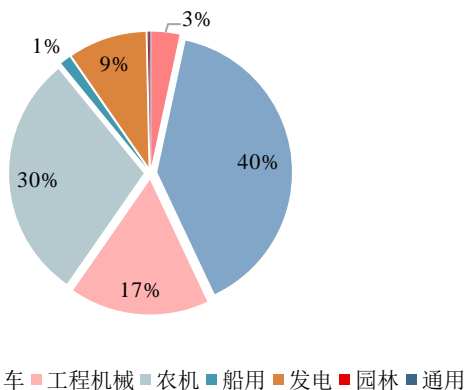


资料来源:《五大动力产业解读: 船舶动力的现状与变革》, 中信建投

2027年全球船用柴油机市场规模预计达145亿美元。根据Fortune Business Insights的统计数据,2021年全球船用柴油机市场规模约为137亿美元,预计2027年增长至145.1亿美元,2021-2027年复合增长率为4.7%。2022年中国船用柴油机销量占比仅为0.9%,在柴油机应用中占比相对较小。

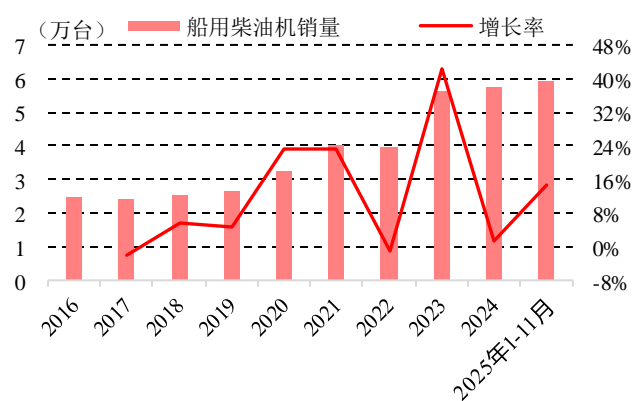
我们根据当年交付量进行柴油机市场规模的测算。根据克拉克森数据,2025年全球造船完工交付量1157.37亿美金;通常来说,设备在新船成本中约占45%-52%,主机及变速齿轮箱约占设备成本的22%-29%,船用发动机价值占据整船价值的10%-15%,则对应2025年全球船用柴油发动机市场规模为115.74-173.61亿美元。总体来看,全球船用柴油机市场规模预计在百亿美元体量。

图表34: 2025年1-11月中国船用柴油机销量占比为1.27%



资料来源: 中国内燃机工业协会, 中信建投

图表35: 2016-2025年中国船用柴油机销量及增长率



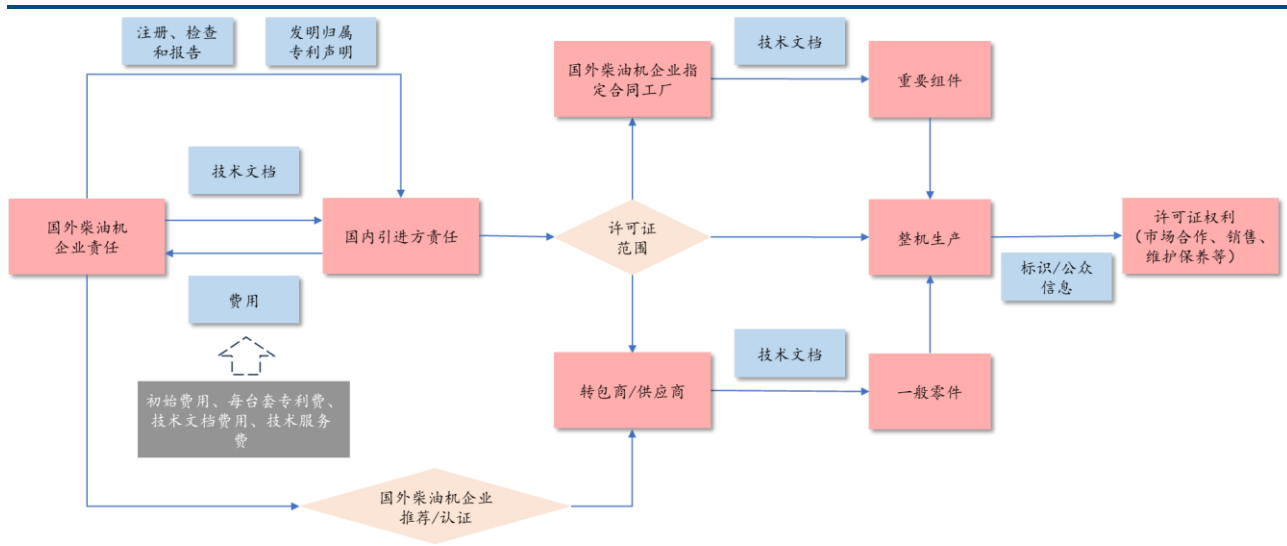
资料来源: 中国工业内燃机协会, 中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2.3 三大品牌垄断低速机专利市场，制造区域分布中日韩呈三足鼎立

船用柴油机产能向中日韩转移，许可证授权成国外头部企业获利手段。随着世界范围内船舶工业的转移，国外船用柴油机生产企业逐步退出制造环节，将产能向中日韩等造船大国转移，通过专利授权的方式获取利益。在船舶领域，“专利授权”又被称作“许可证授权”，即国外柴油机企业(专利方)和国内柴油机企业(专利引进方)签署许可证生产合同后，引进方使用合同中规定的相关专利、设计图纸、文档手册以及商标等内容，生产制造特定产品，并向国外柴油机企业支付规定费用的商业合作模式。根据国际船舶网《船用低速发动机技术现状及发展趋势》，目前船用低速机三大品牌中，除 J-ENG 既有品牌也自己生产以外，MAN ES 和 WinGD 已退出船用低速柴油机制造领域，但两大专利商通过不断扩大专利授权范围，巩固其世界船用低速机的垄断地位。

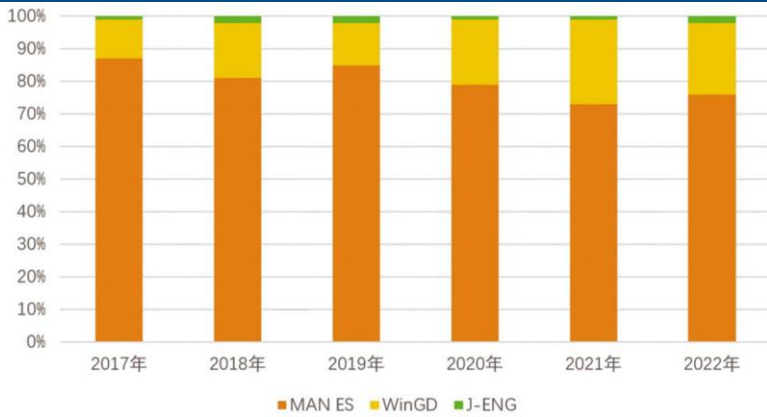
图表36：船用柴油机许可证授权生产基本运作模式



资料来源：《典型船用柴油机许可证授权模式解读》，中信建投

三大品牌垄断低速机专利市场，MAN ES 和 WinGD 竞争激烈。根据《船用低速机旧格局中孕育新机遇》（王立健，2023 年），全球船用低速机的市场份额被 MAN ES、WinGD 和 J-ENG 三大品牌瓜分，其中德国 MAN ES 品牌处于绝对领先地位，其次是中国船舶集团旗下的 WinGD，最后是日本 J-ENG。以每年全球完工交付船舶装机功率统计，2022 年 MAN ES、WinGD 和 J-ENG 品牌低速机在随船交付市场所占份额分别为 76%、22%、2%。

图表37： 2017-2022 年三大低速机品牌随船交付市场份额（以功率计）



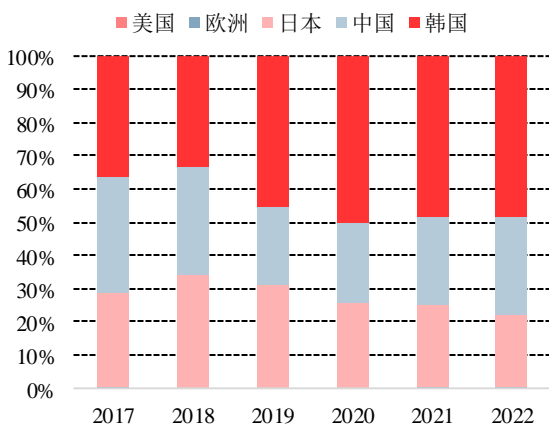
资料来源：《船用低速机旧格局中孕育新机遇》，中信建投

低速机制造区域分布高度集中，呈现中日韩三足鼎立格局。

从低速机制造区域分布来看，全球船用低速机生产制造主要集中在韩国、中国和日本三个国家，市场份额超过 99%，其中，韩国市场份额最大，其次为中国和日本。2022 年，韩国低速机制造市场份额为 48.1%，中国为 29.7%，日本为 22.0%，欧洲和美国市场之和不足 1%，呈现三足鼎立态势。

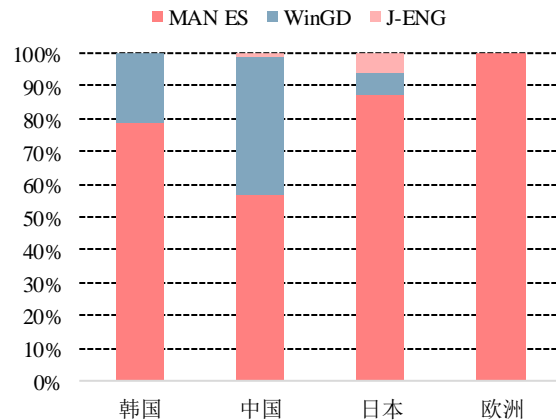
从生产的低速机品牌分布看，MAN ES 和 WinGD 两大低速机品牌占据全球约 98% 的低速机市场。据《船用低速机旧格局中孕育新机遇》（王立健，2023 年），韩国低速机制造厂商主要有现代重工发动机事业部（HHI-EMD）、HSD Engine、STX HI 等，主要生产 MAN ES 和 WinGD 两个品牌的低速机，以功率计，2022 年韩国生产约 78.4% 为 MAN ES，21.6% 为 WinGD 低速机；中国低速机制造厂商有中船动力集团、中船发动机、玉柴、广柴等，同样主要生产 MAN ES 和 WinGD 两个品牌的低速机，以功率计，2022 年中国生产 MAN ES 占 56.8%，WinGD 占 42.0%，J-ENG 低速机占比不足 2%；日本低速机制造商有三井造船、日立造船、J-ENG、牧田等，主要生产 MAN ES 品牌低速机，以功率计，2022 年日本生产 MAN ES 占比为 87.5%，小部分为 WinGD 和 J-ENG 品牌低速机，占比分别为 6.6% 和 5.9%；欧洲生产制造的低速机全部为 MAN ES 品牌。

图表38： 2017-2022 年随船交付低速机生产制造格局



资料来源：Clarksons，中国船舶集团经济研究中心，中信建投

图表39： 2022 年随船交付低速机产地及品牌情况



资料来源：Clarksons，中国船舶集团经济研究中心，中信建投

公司下属子公司取得多项低速机专利许可证，按照功率支付对应许可使用费。中国动力旗下柴油机业务子公司主要从事柴油机生产制造，其中低速机方面取得了 WinGD、MAN、J-Eng 三个品牌多个柴油机机型的授权许可，根据生产低速机的功率对应支付许可使用费。

2016年中船集团实现控股 WinGD，或将助力公司柴油动力业务。WinGD 为瓦锡兰集团（荷兰）与中船工业集团成立的合资公司，负责二冲程发动机业务。2016年中船投资全权控股 WinGD，并将 WinGD 的股东表决权 and 经营管理权委托给中船柴油机子公司中船动力集团。WinGD 在双燃料动力方面具备深厚的技术积累，公司未来专利费有望下降，提升盈利空间。

2.4 公司是国内领先的柴油动力供应商，业绩有望加速释放

公司是国内行业领先的柴油动力研发企业，产品广泛用于军民领域。在军用领域，公司在海军中速、高速柴油机装备中处于绝对领先地位。公司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。在民用领域，公司主要产品为高、中、低速船用柴油机及柴油发电机组。在低速柴油机领域，公司具有 MAN、WinGD 全系列二冲程船用柴油机制造、调试、服务能力和经验，产品所配船舶涵盖了从散货、油轮到集装箱船等几乎所有主流船型，国内市场占有率第一；在双燃料低速机方面，公司具备 LNG、LPG、甲醇、乙烷、氨等低碳双燃料低速机的设计、生产能力。在中高速柴油机领域，公司产品广泛应用于舰船、海洋工程、公务船、工程船舶、远洋渔船、游艇和陆用电站、煤层气发电、核电、油田、特种车辆、工程机械等市场。

图表40：全球首台 6S35MEB 柴油机成功交验



资料来源：公司官网，中信建投

图表41：高端自主品牌 CHD622V20CR 高速大功率柴油机



资料来源：公司官网，中信建投

2024年公司低速机业务产销均保持良好势头。2024年，公司船用低速柴油机产量再创新高，生产船用低速柴油机 485 台、同比增长 20.35%，功率 7,964,450kW，同比增长 6.31%；受产能紧张等因素影响，公司 2024 年度优化接单策略，优先承接高效益、高品质订单，新接低速机订单的毛利率同比提升 4 个百分点，低碳零碳主机接单占比同比提高 5 个百分点，并实现氨燃料低速机批量接单。2025 年上半年，公司船用低速柴油机交付台套数同比增长 18%，新接台套数同比增长 47%。

公司中、高速柴油机产品市场份额持续提升。2024年公司中、高速柴油机产品市场份额持续提升，自主品牌中速机取得远洋市场零的突破。2024年公司生产船用中、高速柴油机台数同比增长 20.98%；中、高速柴油机功率同比增长 2.69%。新接船用中、高速柴油机 1,289 台，同比增长 61.33%；中、高速柴油机功率 1,474,234KW，

同比增长 13.74%。2025 年上半年公司船用中、高速柴油机交付台套数同比增长 35%，新接台套数同比增长 32%。

图表42： 公司低中高速柴油机产品情况（2024 年）

	低速机	中、高速机
产量	485 台	917 台
产量占比	35%	65%
功率	7,964,450KW	1,356,589KW
2024 年表现	2024 年公司船用低速柴油机产量创历史新高 ，优化接单策略，新接低速机订单的毛利率同比提升 4 个百分点。低碳零碳主机接单占比同比提高 5 个百分点，并实现氨燃料低速机批量接单。	2024 年公司中、高速柴油机产品市场份额持续提升，自主品牌中速机取得远洋市场零的突破。
应用领域	散货船、油轮和集装箱船等各类商用船舶提供动力配套	应用于海洋工程、工程船舶、大型集装箱船、油轮、内河游船和陆用电站、核应急装备、移动箱式电站等多个领域

资料来源：公司 2024 年年报，《船用低速机旧格局中孕育新机遇》，中信建投

发布双燃料主机等新产品，巩固主机龙头地位。为响应 IMO 减排要求，实现碳强度降低目标，公司已将 SCR 覆盖公司低速全系列发动机产品，并完成 SCR 催化剂国产化替代工作，降低了污染物排放；同时公司发布世界首制 7S35MEGI 主机、CMD-W in GD7X62DF-2.1iCER 主机等双燃料主机，提升了公司双燃料主机行业地位；中速机方面，公司船用中速柴油机在工程船和主流船型辅机市场实现持续批量接单；主机陆续签订鼎衡、枫叶船厂等多个项目，市场份额持续稳固；高速机方面，公司船用高速柴油机产销保持增长，签订多个项目。

双燃料主机渗透率持续提升。2023 年，在船用主机领域，公司批量承接了 9X92DF、6G80ME-GI 等 133 台 LNG 双燃料主机，10X92DF-M、12G95-LGIM 等 34 台甲醇双燃料主机，新签台数分别同比增长 79.73% 和 41.67%，乙烷双燃料主机实现零的突破。2024 年，公司双燃料主机产销再创新高，全球首制甲醇中速机 CPGC-MANL21/31DF-M、6X62-S2.0-HPSCR、6X72DF-2.2+Icer 成功交付，世界首制最大功率甲醇双燃料发动机 10X92DF-M 完成全负荷测试，全球首台 MAN 氨燃料主机完成技术策划。**同等马力的双燃料发动机价格通常比传统发动机价格高 30% 左右**，随着环保政策要求下双燃料低速机市场需求提升，公司低速机产品单价以及盈利空间有望持续改善。

图表43： 2023 年公司双燃料主机新签订单同比增长



资料来源：公司 2023 年年报，中信建投

图表44： 中船发动机取得甲醇双燃料 PCTC 项目主机订单



资料来源：中国船舶集团官网，中信建投

船舶主机价值量高，双燃料主机具有技术难度大、产能壁垒高的特点。在船舶制造领域，主机被誉为整艘船的“心脏”。双燃料主机是行业以及公司未来重点发力的方向。技术方面，双燃料主机目前主要存在爆燃、甲烷逃逸、润滑不良等技术难题。相比于常规燃油动力系统，LNG 燃料动力系统在燃料加注、燃料储存、燃料供应、燃料利用等方面均存在明显差异，整体来看双燃料主机目前技术壁垒较高；产能方面，新建或扩建主机产能需要投入大量资金，同时，双燃料发动机技术的迭代要求企业持续投入巨额研发费用。此外，船舶新建产能所需建设周期较长，设备要求高，前期成本投入巨大。因此，双燃料主机产能壁垒较高，厂商会谨慎扩产。受益双燃料主机供给有限以及其在动力系统领域龙头地位，公司业绩增长可预见性强。

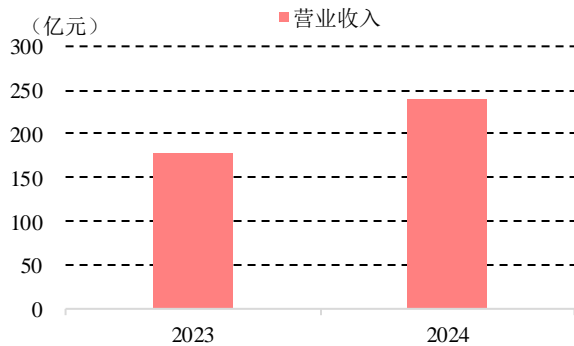
图表45： LNG 燃料动力系统与常规燃油动力系统的主要差异

环节	项目	燃油	LNG
燃料加注	低温防护	不需要	需要
	应急切断(ESD)	不需要	需要
	加注操作程序	简单	复杂
	储存环境	常温常压	深冷，带压或稍带压
燃料储存	燃料舱材质	普通碳钢	耐低温材料，如不锈钢
	绝热	不需要	需要很好的绝热性能(如采用双层真空绝热)
	次屏壁保护	不需要	取决于燃料舱类型，通常需要全部或部分次屏壁
	B0G 处理	不需要	需要
燃料供应	相态转变	不需要	需要
	特殊阀件(如双截止透气阀)	不需要	需要
	系统冗余	不需要	单一气体燃料系统需要设置冗余
燃料利用	发动机型式	柴油机	气体燃料发动机
	进气管防爆	不需要	总管进气发动机需要
	曲轴箱防爆	常规措施	加强措施
	排气管防爆	不需要	需要

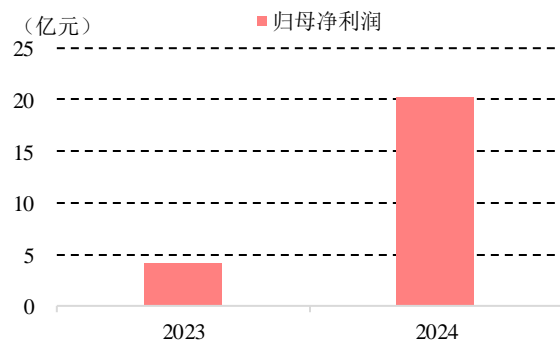
资料来源：中国船检，中信建投

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

旗下子公司中船柴油机 2024 年营收、归母净利润同比分别增长 33.95%、397.07%。作为公司旗下从事柴油动力业务的经营主体，主营海军中速、高速柴油机装备，民用高、中、低速船用柴油机及柴油发电机组。中船柴油机业绩呈现高速增长态势，其 2024 年营业收入、归母净利润分别为 239.4 亿元、20.33 亿元，同比分别增长 33.95%、397.07%。

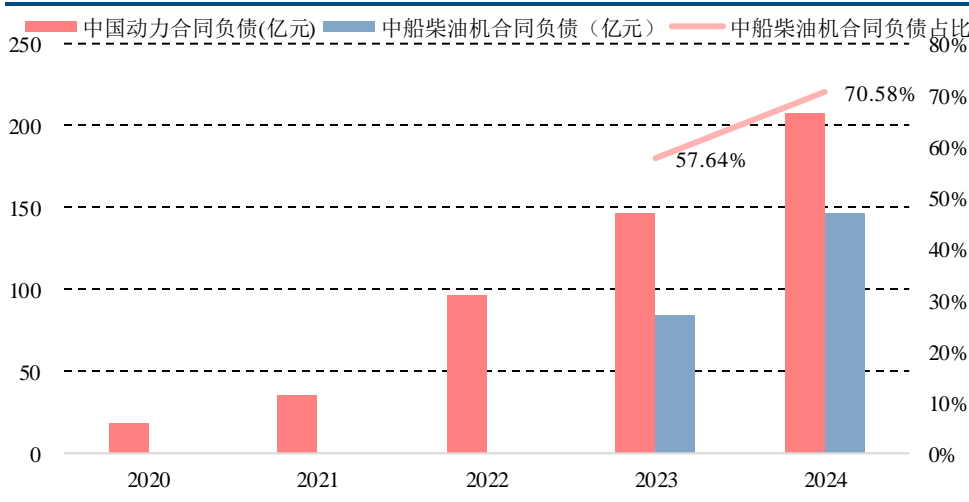
图表46： 2023 年-2024 年中船柴油机营业收入


资料来源：中船柴油机 2024 年审计报告，中信建投

图表47： 2023 年-2024 年中船柴油机归母净利润


资料来源：中船柴油机 2024 年审计报告，中信建投

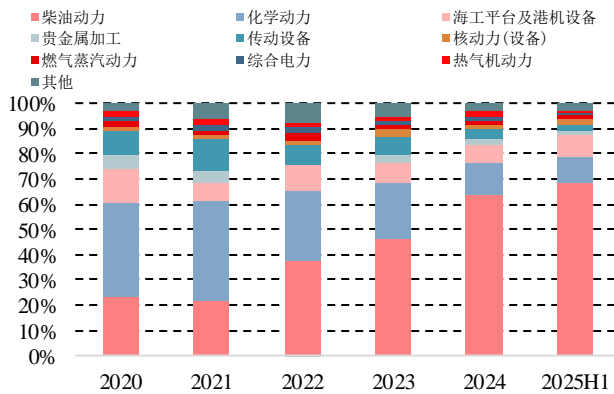
公司合同负债快速增长，2024 年子公司中船柴油机合同负债占比超 70%。公司合同负债从 2020 年的 18.10 亿元提升至 2024 年的 207.22 亿元，对应 CAGR 达 83.9%，其中 2024 年子公司中船柴油机合同负债达 146.25 亿元，同比增长 73.0%，占公司整体比重达 70.58%。船海行业高景气带动订单爆发、客户预付款增加，合同负债高速增长，未来收入与利润增长确定性强。此外，客户愿意提前支付预付款，也反映公司在船用动力装备领域的技术壁垒与产品优势。

图表48： 中国动力及子公司中船柴油机合同负债情况


资料来源：公司年报，中船柴油机 2024 年审计报告，中信建投

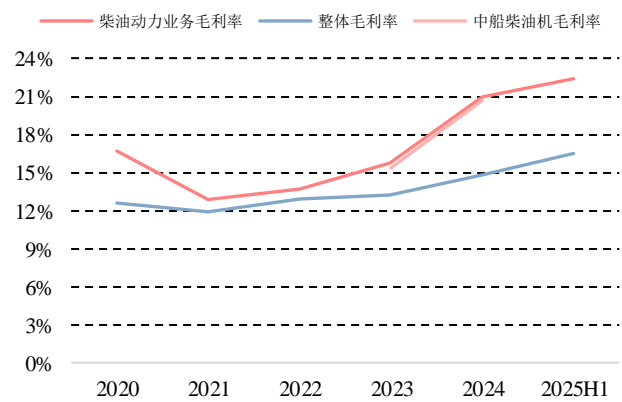
柴油动力业务带动公司整体毛利率进入上行通道。受益于船舶上行周期供不应求以及公司产品的优异性能，公司柴油动力业务毛利率从 2021 年的 12.86% 提升至 2025H1 的 22.38%，带动公司整体毛利率同期从 11.89% 提升至 16.49%。此外，作为公司旗下主营柴油动力业务的主体，2023 年-2024 年中船柴油机的毛利率与公司柴油动力业务毛利率基本吻合。

图表49： 2020年-2025H1分业务毛利占比



资料来源：公司年报，中信建投

图表50： 公司毛利率呈现向上态势



资料来源：公司年报，中船柴油机 2024 年审计报告，中信建投

2024年11月，公司发布《发行可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，拟通过发行可转换公司债券及支付现金的方式向中船工业集团购买其持有的中船柴油机16.5136%股权，并向不超过35名特定投资者发行可转换公司债券募集配套资金。2025年9月，公司公告终止发行可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项并撤回申请文件。

我们认为，终止方案并不意味公司放弃对于中船柴油机少数股权的收回，后期经过交易方案优化等仍有望继续推进。在船舶行业景气向上的背景下，随着低速机核心资产中船柴油机少数股权的收回，将有助于公司优化对于子公司的管理，提高经营效率，同时有望加厚公司经营利润，促进业务可持续发展。

图表51： 公司拟进一步收购中船柴油机股权

事件	完成日期	交易形式	交易对方	标的资产	交易对价(万元)
发行可转换公司债券及支付现金购买资产	2025年9月 (发布公告终止交易)	可转换公司债券及支付现金	中国船舶工业集团有限公司	中船柴油机16.5136%股权	终止交易
发行可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易	2024年11月 (披露预案)	可转换公司债券及支付现金	中国船舶工业集团有限公司	中船柴油机16.5136%股权	2025年4月发布交易草案，交易价格381,428.40万元(不包含募集配套资金)
		募集配套资金	不超过35名特定投资者	-	本次拟募集配套资金的总额不超过本次交易中以发行可转换公司债券方式购买资产的交易价格的100%，且发行可转换公司债券初始转股数量不超过本次购买资产完成后上市公司总股本的30%

资料来源：公司公告，中信建投

图表52： 公司拟进一步优化中船柴油机股权收购方案

交易对方	交易标的	支付方式				向该交易对方支付的总对价
		现金对价	股份对价	可转债对价	其他	
中船工业集团	中船柴油机 16.5136% 股权	75326.29 万元	可转换公司债券 及支付现金	306102.11 万元	无	381428.40 万 元

资料来源：公司公告，中信建投

三、深耕船舶发动机后市场蓝海，原厂品质与增值服务双轮驱动

3.1 从备件供应到应急维修、再到绿色升级，船舶发动机后市场重要性日益凸显

船舶发动机后市场是指保障船舶动力系统（主机、辅机/发电机组）所进行的一切技术服务与商业活动。从出厂交付那一刻起，直至报废拆解的整个生命周期中，为保障其可用性、效率和性能，发动机的后市场是针对船舶的全面售后服务覆盖——包含了日常的备件供应、定期的检查与保养、突发故障的现场（或远程）修复排除，直到最终的脱碳与绿色升级。

后市场有备件供应、应急维修、培训与资质认证、绿色改造等主要业务。

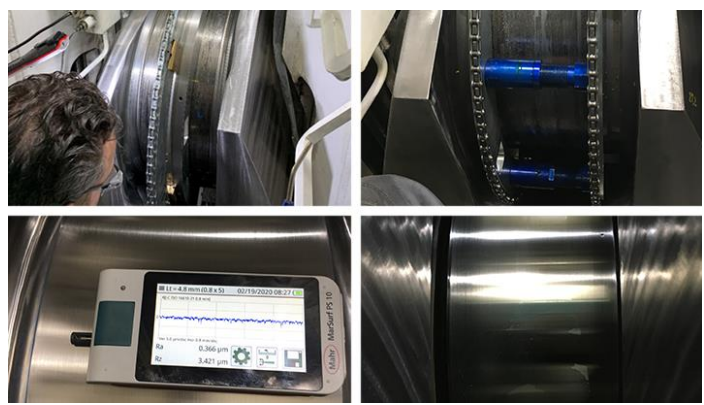
①**备件供应**：是后市场的基石，厂商们强调要使用原厂（OEM）设计和制造的部件，以确保与发动机的完美贴合及长期性能，减少更换频率。厂商们还需要协助船东**管理备件库存，利用数据预测需求**，提高更换效率，降低单次更换成本。

图表53: WinGD 备件库存管理



资料来源: WinGD 官网, 中信建投

图表54: MAN 发动机进行曲轴回收



资料来源: MAN 官网, 中信建投

②**应急维修**：对船东的利润影响较大，是发动机后市场技术壁垒最高的领域。由于船舶流动性强，服务商需通过全球保税仓库网络，实现备件的快速、灵活运输，**核心目标是最短停机时间**。现场修复与工程服务是发动机后市场技术壁垒最高的领域，通常涉及高难度的金属加工。当发动机核心部件（如曲轴、主轴承座）受损时，无需将庞大的发动机拆离船舶，而是直接在机舱内进行高精度修复。

单日延误造成的**综合财务风险敞口可达 70 万欧元**。根据瓦锡兰的测算模型，以一艘载客量 3000 人的邮轮为例，因发动机技术故障导致离港延误一天（24 小时），其产生的连锁财务成本远超单纯的维修费用。这种延误将迫使运营商为追赶既定船期而提高航速（例如从 19 节提速至 21 节），从而引发“冰山效应”般的隐性支出。

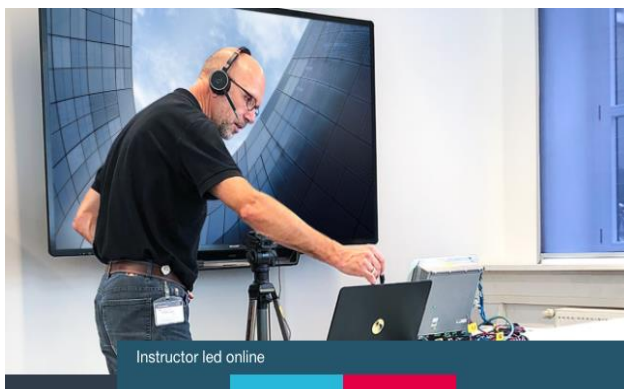
图表55: 瓦锡兰预估延误一天的金钱成本计算



资料来源：瓦锡兰官网，中信建投

③**培训与资质认证**: 发动机发展越来越复杂, 操作人员的资质成为由于人为失误导致故障的关键防线。MAN 通过建立 PrimeServ 学院, 提供只有 OEM 才能颁发的资质认证, 同时为技术人员提供远程授课, 课程涵盖理论与交互式诊断, 确保船员和工程师掌握最新的发动机维护技术。

图表56: MAN PrimeServ 远程授课



资料来源：MAN 官网，中信建投

图表57: MAN PrimeServ 实践操作环境



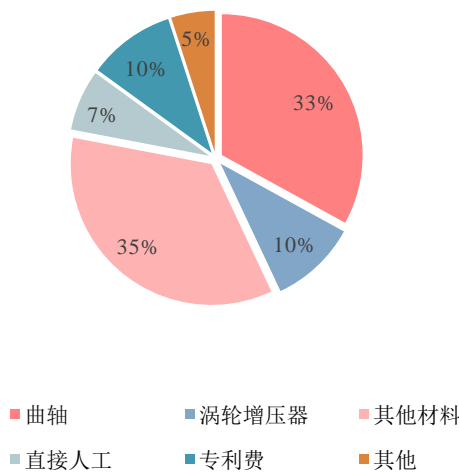
资料来源：MAN 官网，中信建投

④**绿色改造**: 随着环保法规（如脱碳）的收紧, 旧发动机必须通过改造来适应新时代。脱碳解决方案要求对现有发动机进行改造, 使其能够使用更清洁的燃料或降低油耗, 以符合日益严格的环保法规, 同时通过升级涡轮增压器、螺旋桨等相关组件, 优化润滑油消耗和燃烧效率。改造是延长发动机资产价值和使用寿命的有效途径, 被视为一种“战略性需求”。

3.2 2025 年船用发动机后市场规模超千亿元，且占据供应链微笑曲线高点

低速机后市场可以直接量化的部分为备件+维修服务，一般生命周期为 20~30 年。从备件角度来看，按照船舶发动机的成本结构拆分，曲轴占比约 33%，其他材料（包括缸体、缸盖、连杆等）在低速机中的成本占比约为 35%。根据 HHI、中国动力、三井的财报，按照单台低速机 4000 万的均价来计算，曲轴的成本约为 1320 万，大修间隔周期为 3-4.5 年；其他材料的成本约为 1400 万，大修间隔周期为 3-36 个月。

图表58： 低速发动机成本构成



图表59： 船舶发动机零部件大修间隔时间示意图

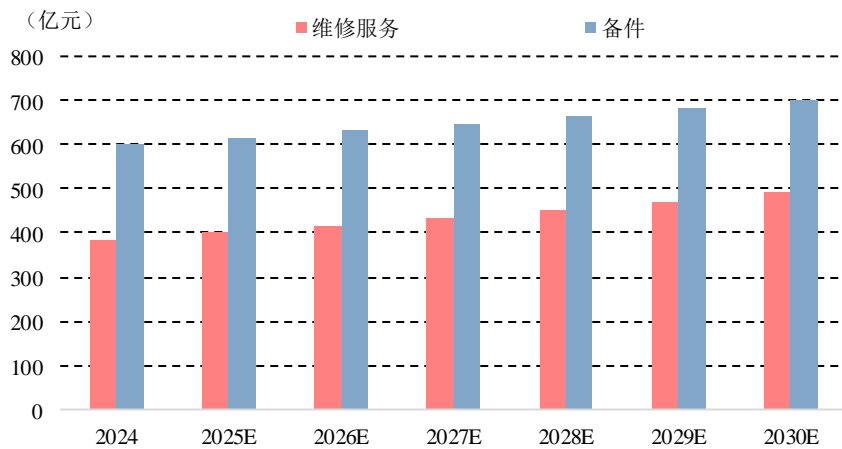


资料来源：头豹研究院，中信建投

资料来源：瓦锡兰官网，中信建投

船用发动机后市场预计 2030 年将稳健增长至预计 1191 亿元，其中维修服务与备件的收入比例维持稳定水平。根据头豹研究院预测，2025 年船用发动机后市场规模约 1016.5 亿元，2030 年将增长至 1191.0 亿元，CAGR 约为 3.2%。

图表60： 全球船用发动机后市场规模预测



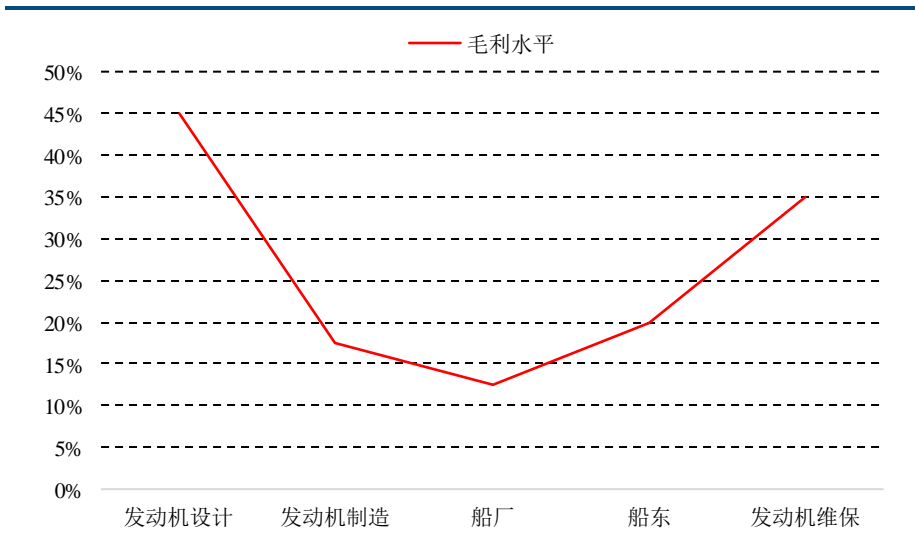
资料来源：头豹研究院，中信建投

在船舶发动机产业链中，“微笑曲线”理论完全适用。产业链的价值分布呈现出中间低、两端高的特征：研发设计（左端）和售后维保（右端）拥有最高的利润率，而整机制造（中端）的利润率相对较低且竞争最激烈。

图表61： 船用发动机产业链各环节平均毛利率汇总

发动机设计	发动机制造	船厂	船东	发动机维保
约 45%	当前 15%~20%， 远期>30%	当前 10%~15%， 远期>25%	当前约 20%	约 30%~40%

资料来源：《船用低速机市场发展启示》（王立健等），Wind，中国动力公告，中信建投

图表62： 船舶产业链各环节毛利率


资料来源：《船用低速机市场发展启示》（王立健等），中信建投

在维持业绩稳定性方面，当新造船市场低迷时，老旧船舶更需要维护和延寿，后市场收入能有效对冲新接订单下滑的风险，保证业绩的稳定性。根据瓦锡兰数据，2024 年瓦锡兰集团净销售额为 64.49 亿欧元，其中服务业务贡献了 34.22 亿欧元，占比达 53%；同时 2024 年新船订单增加 51%的前提下，服务订单也增加了 15%。中国动力的后市场布局意味着开始挖掘存量市场的高利润率环节，开始面向全生命周期服务。

图表63： MAN&瓦锡兰新机制造销售与后市场服务利润对比

核心指标	新设备销售	后市场服务	MAN&瓦锡兰 特征
营收贡献	~50%	~50%	服务营收常年稳定在总营收的 50%左右
利润贡献	小 (约 20-30%)	大 (约 70-80%)	服务业务贡献了绝大部分的净利润
周期性	极强 (随造船周期起伏)	弱 (存量市场不断扩张)	服务业务是穿越周期的压舱石
客户粘性	单次买卖	30 年深度绑定	MAN PrimeServ / Wärtsilä Lifecycle 模式

资料来源：瓦锡兰财报，MAN 财报，中信建投

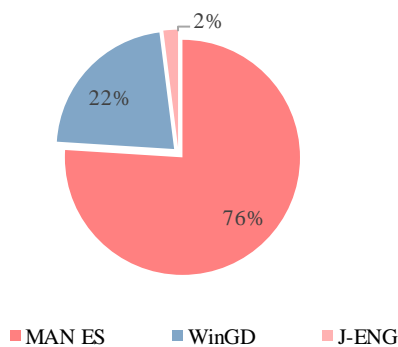
3.3 专利垄断、正版配件、全球网络，构筑船舶发动机后市场的深厚壁垒

技术与数字化的设计与检修壁垒、全球服务网络布局壁垒、正品备件船级社认证与保险法律壁垒共同决定了船舶发动机后市场的寡头垄断格局。由于船舶发动机生命周期较长，同时已建立与现有供应商的合作粘性，客户们通常倾向于选择原厂或授权供应商，新兴企业试错成本极大，即便价格较高也没有更换供应商的考虑。

在研发与设计环节，全球船用低速机市场几乎被 MAN 和 WinGD 两家公司垄断设计。他们通常不直接生产所有发动机，而是将图纸和技术专利授权给世界各地的制造厂，如中国的 CSSC、韩国的 HHI。设计商每台发动机都会收取昂贵的专利费，且不承担繁重的生产资产折旧和原材料波动风险。这种轻资产模式保证了极高的利润率。

发动机设计环节平均毛利率约 45%，显著高于制造和船厂环节，由 MAN 和 WinGD 两家巨头合计占据 98% 的全球市场份额。其核心优势在于掌握关键知识产权和设计专利，使其具备强大的议价能力和技术壁垒。低速船发动机几乎必须依赖其授权图纸生产，并在行业周期中保持盈利优势。

图表64： 发动机设计端厂商格局（2022年）



资料来源：《船用低速机旧格局中孕育新机遇》，中信建投

在整机制造环节，竞争企业众多，可瓜分的利润空间较小，且存在低毛利困境。根据中国船舶业协会统计，船舶总装与配套制造环节的毛利率通常在 10% 到 15%，净利润甚至常年在 5% 左右。这是由于制造商需要承担巨大的厂房设备折旧、钢材价格波动风险以及不断上升的人力成本。虽然中国企业的造船产能在全球份额中遥遥领先，但制造环节的利润明显不如上游设计和下游服务。

随着全球船舶更新需求增加、绿色动力技术迭代以及大型化、智能化趋势加速，未来毛利率空间有望显著提升，预计发动机制造可以达到 30% 以上，船厂可至 25% 以上，其中中国动力、CSSC 等头部企业凭借规模化生产与产业链垂直整合能力，有望率先释放盈利潜力并抢占更多市场份额。

图表65： 船用发动机制造格局与特征

国家	核心特征	关键厂商
中国	近年来产业线开拓迅速，快速占领低速机市场，高端双燃料机、氢能核能机持续开发中	中国动力、沪东重机、中船三井
韩国	自给自足，大量出口，产能发展相对降速但仍然具有市场份额的	HD 现代重工、韩华引擎、HD 现代海机

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	一席之地	
日本	没落贵族，份额随本国造船业萎缩而下降，主要服务日本本国船东，技术依然精湛	日本三井 E&S、日立造船、川崎重工
欧洲	已基本退出大规模制造，仅保留少量原型机生产或极高端定制	MAN、WinGD

资料来源：中国船舶报，国际船舶网，中信建投

在售后维保环节，主要利润来源是备件销售、坞修和升级改造。在市场低迷期，设备销售可能亏损或微利，但服务业务通常能保持 20% 以上的高利润率。根据瓦锡兰 2024 财务数据，服务业务与销售业务营收占比相当，但是利润贡献占据 70% 以上，且订单具有极强的韧性和高续签率。

全球船用低速机维保市场几乎被 MAN 与 WinGD 双寡头垄断，而备件供应同样呈现断层垄断。这种商业模式的壁垒不单出自制造环节，更是知识产权的垄断。原厂供应商负责设计研发和出售图纸授权获取利润，而只有设计商们才能掌握核心配件的数据与工艺，从而垄断了第三方零件生产商。同时，核心零部件体积巨大，工艺流程复杂，生产后还需要进行各项测试，这种场地条件是小厂商无法具备的。

对于正版件的控制，也是垄断的核心环节，赋予了备件定价权。由于船东为了通过船级社的检验以满足保修条款，关键部件如曲轴、连杆、喷油系统等必须是带有证书的正版件。而正版件的生产除了原厂制造方，就只剩下极少数代工厂商，如 HMS 作为 MAN 的特许生产商，才可以拥有发动机的原始制造数据。正版认证环节直接阻断了第三方厂商对于核心零部件的制造“权利”。

图表66: WinGD 强调认证备件与可靠性

正品原厂认证备件

- WinGD 确保从经批准和认证的供应商处获得原装备件。
- 这些原厂零件经过优化，可实现长期性能，确保兼容性和可靠性。



资料来源：WinGD 官网，中信建投

图表67: MAN 强调原厂件质量



原厂正品备件

采用符合原厂质量标准的专利设计，保护您的资产。

资料来源：MAN 官网，中信建投

从全球竞争格局来看，船舶发动机后市场呈现原厂垄断核心技术，第三方瓜分常规维修的金字塔格局。

第一梯队原厂服务商市场份额占到约 50%。其中代表企业有 MAN、瓦锡兰、WinGD、Caterpillar、Volvo Penta 等，这些公司的特点是他们掌握核心图纸和专利，在低速机二冲程领域，MAN 和 WinGD 几乎垄断了技术授权，因此其原厂备件和复杂大修服务具有极高的护城河；瓦锡兰则在中速机和服务网络上占据主导。

第二梯队代表企业为各大造船集团下属修船厂（如中国船舶公司 CSSC 旗下修船厂）、全球港口的大型工程服务商，他们的特点是获得了 OEM 授权，可以处理常规坞修和零部件更换。

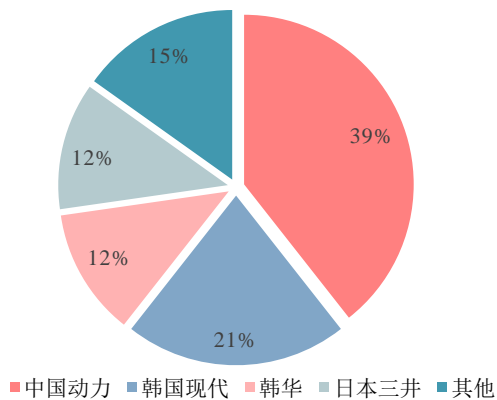
第三梯队为独立第三方服务商，它们的特点是数量众多，分布在全球各主要港口，价格灵活，主要提供非

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

核心部件的更换和基础维修服务。

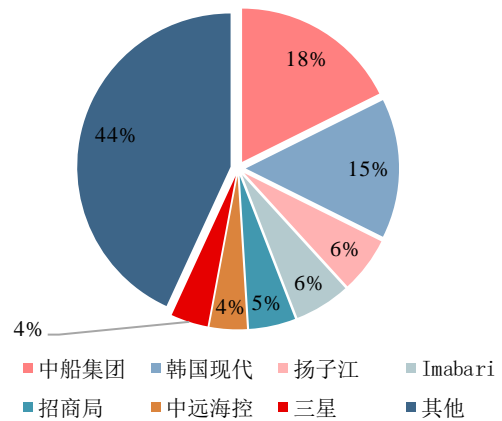
从区域分布上来看，亚太地区占据主导份额。中国作为全球最大的修船中心，依托庞大的造船产能和港口吞吐量，承接了大量的船舶坞修和发动机维护工作；日韩拥有高端发动机制造技术，侧重于高附加值技术服务；欧洲存在许多核心技术研发中心，主要负责复杂的改装方案设计和高端备件供应。

图表68： 低速发动机制造原厂商格局



资料来源：头豹研究所，中信建投

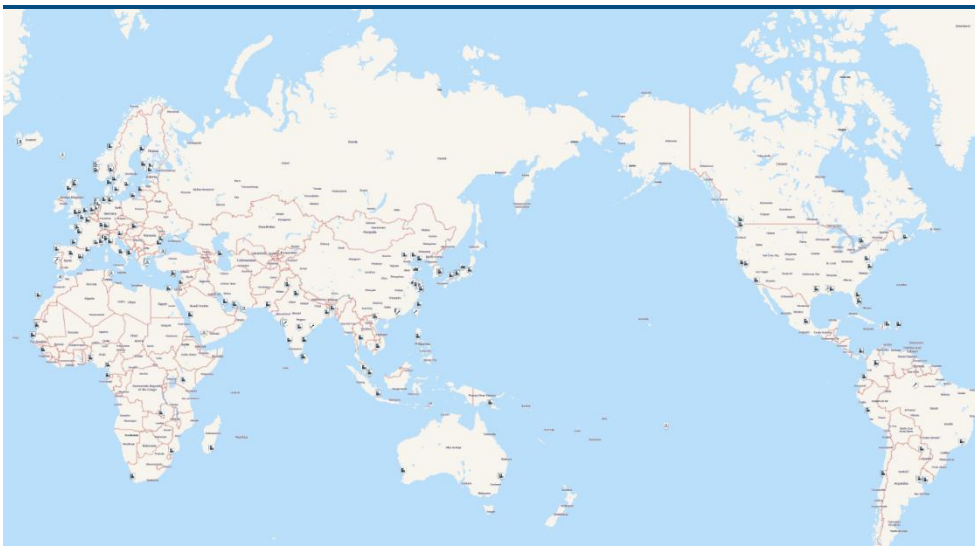
图表69： 船厂分布格局



资料来源：头豹研究所，中信建投

服务售后网络的时效性和全球性进一步构筑了壁垒。由于远洋船舶常年离岸的特性，船舶不会在一个港口前持续停靠，足迹遍布全球主要港口。只有早年深耕于发动机后市场的大型企业才具备当前进行全球售后的能力，近年来起步的企业很难短时间建立覆盖全球的备件物流系统和派遣网络。而由于远洋运输的特殊性，油耗成本、停泊滞留费用都会极大增加船只的运行成本，所以船厂在非核心备件选择与发动机技术支持企业选择上自然向垄断厂商靠拢，因为他们有足够的应对经验与解决能力。

图表70： 瓦锡兰全球售后网络



资料来源：瓦锡兰官网，中信建投

3.4 瓦锡兰：后市场高粘性、高价值的服务深耕典范

瓦锡兰提供全套船舶服务，在船舶后市场具备领先优势。公司凭借其在行业内的多年沉淀，已构建起全球性的服务网络，凭借遍布全球的服务站点、专业技术团队，实现对客户需求的快速响应与近距离支持。公司为客户提供覆盖船舶全生命周期的全套服务，包括备件支持、动力系统优化等技术解决方案、船员培训、设备维修、船舶互联网络服务及生命周期升级等。公司积极把握船舶后市场的发展机遇，将“通过服务来提升客户价值”作为公司发展的战略重点，助力客户降本增效、实现可持续发展。

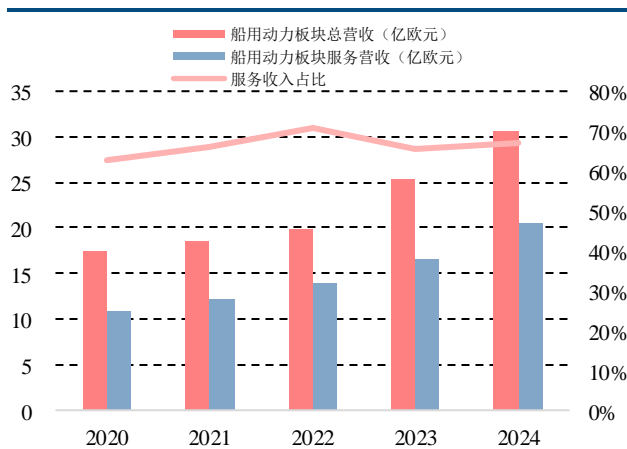
图表71：瓦锡兰在后市场提供的系统性服务

服务内容	详情
零部件支持	公司可以提供多种多样的原厂船用备件，使用寿命长，帮助降低客户的长期成本。
技术支持	正对相关技术问题提供技术支持与解决方案，可以通过现场与远程两种方式实现。
培训	瓦锡兰陆海学院提供优质实践培训，培养相关航运人才。
维护与维修	公司提供船舶相关维修，帮助客户船只在短时间内恢复正常。
服务协议	签订相关服务协议，保障客户船舶运营效率、减少排放等。
港口与船队优化	确保在港口和海上高效运营，打造一条无缝、安全且可持续的供应链。
脱碳服务	帮助客户船舶节能减排，助力其船队绿色化转型。
网络服务	为客户提供一流的网络服务，保障客户网络安全。
生命周期升级	提高 2 或 4 冲程发动机及其他设备的效率和性能，以充分发挥投资效益。

资料来源：瓦锡兰官网，中信建投

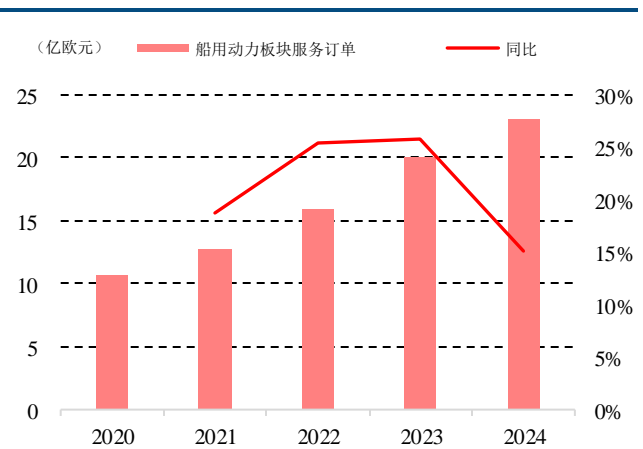
船用动力板块服务收入占比超 60%，服务订单持续增长。从业务结构来看，2020 年-2024 年，瓦锡兰船用动力板块服务营收从 10.96 亿欧元提升至 20.50 亿欧元，对应 CAGR 达 16.9%，占板块总营收比重从 62.7% 提升至 67.2%；船用动力板块服务订单从 2020 年的 10.7 亿欧元提升至 2024 年的 23.07 亿欧元，对应 CAGR 达 21.2%。服务业务已经成为公司业绩增长的核心驱动，反映船舶后市场的广阔机遇。

图表72：瓦锡兰船用动力板块服务营收占比超 60%



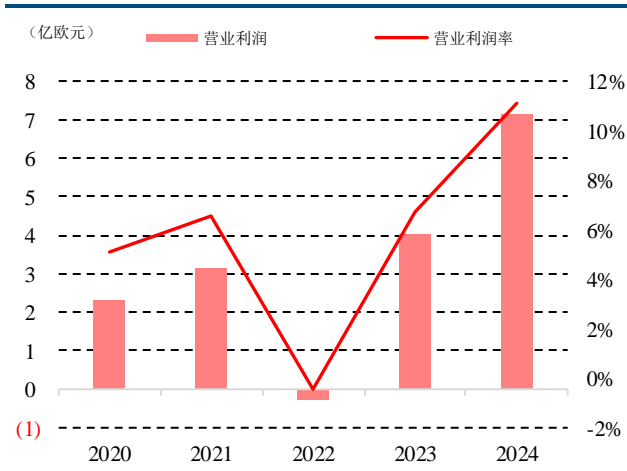
资料来源：瓦锡兰年报，中信建投

图表73：瓦锡兰船用动力板块服务订单持续增长



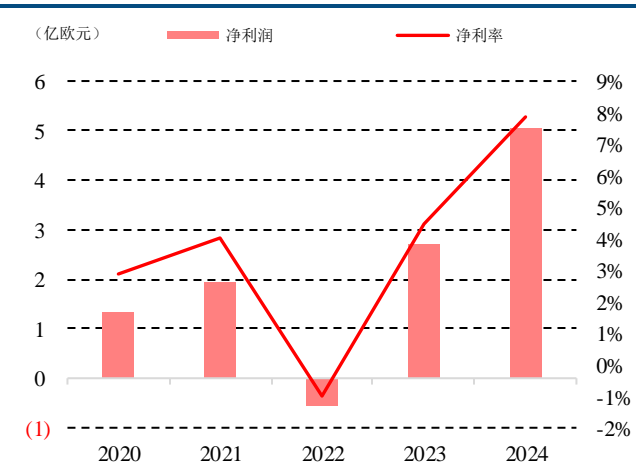
资料来源：瓦锡兰年报，中信建投

图表74：瓦锡兰营业利润及营业利润率



资料来源：瓦锡兰年报，中信建投

图表75：瓦锡兰净利润及净利率



资料来源：瓦锡兰年报，中信建投

公司通过与头部企业的深度合作，持续拓展高价值服务场景。公司后市场业务稳健发展，如与皇家加勒比签订基于绩效的五年期协议、与中国液化天然气运输（国际）有限公司签订为期 15 年的技术管理协议等，覆盖全生命周期管理、远程技术支持、数字预见性维护等多元化服务类型，合作模式从传统运维向收益共享的绩效型模式延伸，进一步绑定客户需求。公司已安装设备的协议覆盖率约为 30%，服务协议的续约率超过 90%，体现出客户对其服务能力的高度认可，也反映出公司在后市场业务中已构建起较强的客户粘性与商业可持续性。

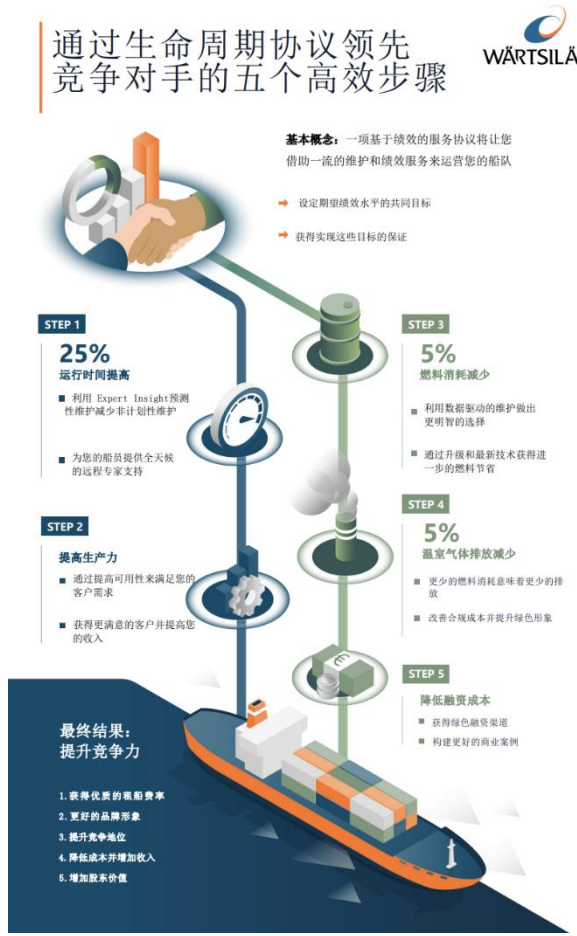
图表76：瓦锡兰后市场业务进展

年份	事件
2024年	与皇家加勒比签订基于绩效的五年期协议：瓦锡兰与皇家加勒比集团签订了一份为期五年的生命周期协议，涵盖该公司的37艘邮轮，此协议采用基于绩效的模式，这意味着通过运营和维护所带来的收益将由皇家加勒比集团和瓦锡兰共同分享。
2023年	瓦锡兰与中国液化天然气运输（国际）有限公司就全球最大的浅吃水液化天然气运输船“大鹏公主”号签订了一份为期 15 年的技术管理协议：通过对三台瓦锡兰34DF双燃料发动机和燃气阀组进行持续的数据监控和维护支持，瓦锡兰将确保该船的运行可靠性和维护计划的灵活性。
2022年	瓦锡兰与布列塔尼渡轮公司签订长期服务协议：该协议包括远程运营支持、“专家洞察”数字预测性维护解决方案，以及长期维护规划，旨在优化船舶的运营性能，从而进一步提高其可持续性水平。 与巴西海上石油公司签署了一项脱碳建模协议：旨在支持并加速CBO实现脱碳运营的进程。

已安装设备的协议覆盖率约为30%，服务协议的续约率超过90%

资料来源：瓦锡兰年报，中信建投

图表77： 瓦锡兰生命周期协议优势“五步走”



资料来源：瓦锡兰官网，中信建投

在船舶管理中，如何在控制成本的同时提升运营效率是管理者面临的核心挑战。尽管非原厂备件在初始采购价格上可能看似具备吸引力，但从长远的设备生命周期来看，原厂备件所带来的价值远超其初始成本。瓦锡兰白皮书通过详实的分析，提出了“5+1”这一核心框架，论证了原厂备件在确保运行可靠性、合规性以及降低长期总运营成本方面的决定性优势。以下是对这六大核心理由的详细拆解与对比分析：

图表78： 选择瓦锡兰的六大核心理由与对比

核心理由	核心优势说明
确保运行可靠性	降低风险： 避免因使用非原厂单一零部件导致的严重机损或不可预测风险。 最佳性能： 专为特定设备设计，符合高标准生产，确保设备持续以最佳性能运行。 延长寿命： 有助于延长船舶的整体生命周期。
省时省力	全球供应： 依托优质供应链，可将备件送达全球几乎任何角落。 一站式服务： 提供便捷的一站式备件采购，简化日常维护流程，轻松应对意外情况。
更长的使用寿命	高质量标准： 经过全面质检和测试，符合原始设计规格和公差，质量高于非原厂件。 长远竞争力： 虽然初始成本可能看似较高，但更长的使用寿命使其在长远来看更具竞争力。
运行的安全性与合规性	法规合规： 符合 EIAPP 和 IMO 等主要质量标准和法规，特别是针对废气排放的要求。 避免罚款： 消除因不合规导致的罚款风险及对公司声誉的损害。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	唯一标识： 排放相关备件拥有唯一的 IMO 码，确保可追溯性。
实现长期成功的一项明智投入	全生命周期价值： 从设备全生命周期成本来看，原厂件价值远超初始采购成本（备件成本仅占总运营成本约 3-6%）。 避免隐形损失： 避免因非原厂件导致的昂贵维修支出、营运收入损失及更高的燃料成本。
通过专业服务优化运营	技术升级： 提供设备升级的可行性方案，确保满足最新法规。 全面支持： 涵盖故障排除、技术支持、性能分析及事故溯源。 高性价比方案： 提供翻新备件选项，在不影响安全性的前提下降低维护成本并减少环境影响。

资料来源：瓦锡兰白皮书，中信建投

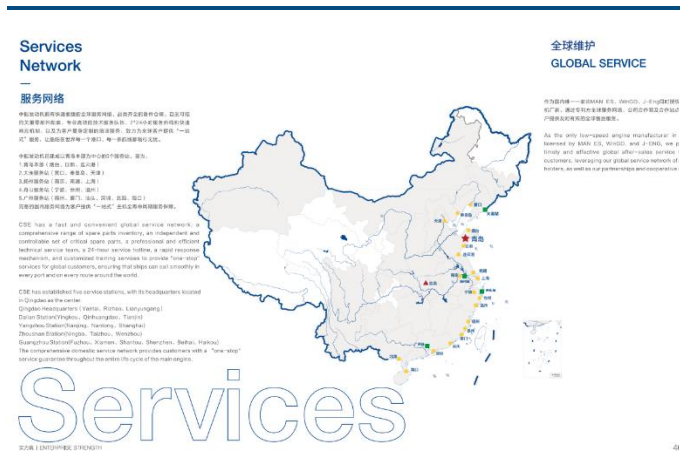
除了上述核心价值外，选择瓦锡兰备件还具备四大实操优势：首先是便捷的采购体验，支持通过在线服务及 Shipperserv 等主流平台轻松下单与集成；其次是快速可靠的全球交付，依托强大的全球物流网络（WGLS）确保备件准时送达并全程可溯；第三是严格的质量与合规保障，原厂备件不仅拥有 ISO 和 BV 认证，更完全符合 EIAPP 及 IMO 排放标准；最后是高效的统一服务对接，仅需单一联络人即可处理旗下众多品牌的备件需求，从而大幅简化流程并提升运营效率。

3.5 中国动力：向后市场服务全面进军，数字化服务平台已成功落地

在售后服务与产业配套方面，中船发动机依托作为国内唯一同时获得 MAN-ES、WinGD 及 J-ENG 三大专利授权低速机厂家的技术优势，构建了以青岛本部为核心枢纽，辐射大连、扬州、舟山、广州五大服务站的网格化布局。该布局纵贯中国南北海岸线，实现了对包括环渤海、长三角及珠三角在内的全国主要港口区域的全覆盖。

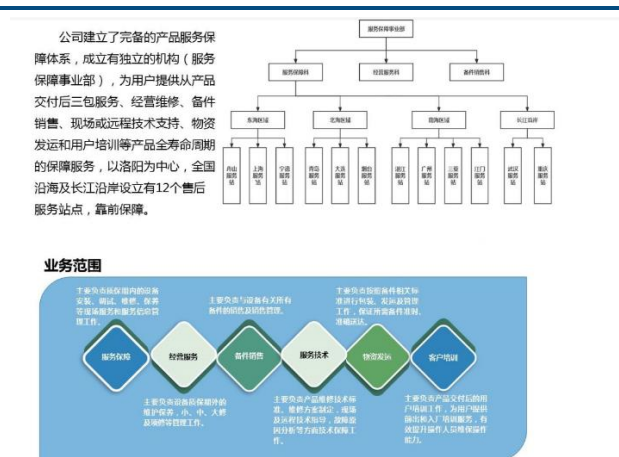
通过这一布局，公司整合了“自主可控的关键零部件配套”与“品类齐全的备件仓储”资源，形成了从快速响应、技术培训到备件供应的一站式主机全寿命周期服务闭环。同时，借助专利方的全球网络及合作伙伴，公司正将这一成熟的国内服务体系向全球延伸，致力于为客户提供无忧的全球维护保障。

图表79：中船发动机服务网络分布



资料来源：CSE 官网，中信建投

图表80：河柴重工组织架构



资料来源：河柴重工官网，中信建投

在具体的产业落地与组织保障上，河柴动力成立了独立运作的服务保障事业部。构建了以洛阳为管控中心，辐射东海、北海、南海及长江沿岸四大战略区域的网格化布局。通过在沿海及长江腹地设立的 12 个售后服务站

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

点，公司实现了服务力量的靠前部署。在业务链条上，公司打通了从新机交付后的三包服务、质保期外的经营维修（含大修/中修），到备件销售、物资发运、技术支持及客户培训的六大核心板块。这种专业化分工，设立服务保障科、经营服务科、备件销售科，与全流程覆盖模式，确保了对用户需求的高效响应，真正实现了产品从交付使用到维护保养的全生命周期闭环管理。

成立中船服务，全面布局船舶发动机后市场业务。中船海洋动力技术服务有限公司（简称：中船服务）于2017年1月23日在中国（上海）自由贸易试验区洋山保税港区内正式成立。由中船集团旗下中船动力研究院有限公司、中船动力有限公司、中船安庆柴油机有限公司和中国船舶工业贸易有限公司共同投资组建，四大股东分别占股65%、20%、10%、5%。2025年8月26日，公司完成工商变更，中船动力研究院、中船动力镇江、安庆中船柴油机退出，中船动力（集团）有限公司新进持股95%；中国船舶工业贸易公司名称变更为中国船舶工业贸易有限公司，持股5%保持不变，股权集中至集团层面统一管控。

中船服务是中船集团旗下唯一的海洋动力装备服务平台，肩负起中船集团动力产业、乃至海洋装备的服务使命，肩负着为客户的海洋动力装备提供全生命保障、全方位服务的使命，为“发展海洋经济、建设海洋强国”添砖加瓦。

图表81：瓦锡兰：生命周期协议优势“五步走”



资料来源：中船服务官网，中信建投

2016年中船集团实现控股 WinGD，或将助力公司柴油动力业务。WinGD 为瓦锡兰集团（荷兰）与中船工业集团成立的合资公司，负责二冲程发动机业务。2016年中船投资全权控股 WinGD，并将 WinGD 的股东表决权和经营管理权委托给中船柴油机子公司中船动力集团。WinGD 在双燃料动力方面具备深厚的技术积累，公司未来专利费有望下降，提升盈利空间。

图表82： 中国动力下属子公司获得低速机专利许可情况

被许可单位	许可证厂家	许可使用的柴油机机型	许可期限	许可使用费	
中国船柴	WinGD	X35/40/52/62/72/82/92、 RT-flex50DF、 X40DF/52DF/62DF/72DF/82DF/ 92DF	2013.1.1-2022.12.31	31.95 瑞士法郎/千瓦	
	MAN Energy Solutions SE	S35/40/50/60/70/80/90/95MEC、 G35/40/50/60/70/80/90/95MEC/ MEC-GI	2015.1.1-2024.12.31	24.70 欧元/千瓦	
	Japan Engine Corporation	UEC35/42/50/60LSII/LSE	2013.1.1-2022.12.31	2,907 日元/千瓦	
陕柴重工	MAN Energy Solutions France SAS	PC2-5、PC2-6、PC2-6B、PA6、 PA6B、PA6STC、PA6BSTC	2019.6.12-2029.6.11	PA6、PC2-5、PC2-6: 8.15 欧元/千瓦 PA6STC: 13.76 欧元/千瓦 PC2-6B、PA6B、PA6BSTC: 14.78 欧元/千瓦	
	MAN Diesel & Turbo SE, Federal Republic of Germany	32/40	2014.7.15-2024.7.14	25.5 欧元/千瓦	
	MAN Diesel & Turbo Denmark	16/24、21/31			
	日本大发柴油机株式会社	DK-28、DK-20DE23	2020.12.15-2030.12.14	DK-20/DK-28: 980 日元/千瓦 (7.36 欧元/千瓦) DE23: 1,250 日元/千瓦 (9.39 欧元/千瓦)	
河柴重工	MAN Diesel & Turbo	MAN16/24、MAN21/31	2014.1.15-2024.1.14	21.44 欧元/千瓦, 从2016.1.1 (含) 以后每年1月1日调整费率	
	MAN Energy Solutions SE	MAN20/27	2020.9.25-2024.1.14	6.95 欧元/千瓦	
中船动力集团	中船安柴	大发柴油机株式会社	DK-20e/26e/28e/36e、DE-18/23、 DC-17Ae/32e	2022.3.15-2032.3.14	980-1,300 日元/千瓦
	沪东重机/中船三井/中船镇柴	WinGD	RT-flex50/58、 X35/40/52/52-S/62/62-S/72/82/92 (含相应双燃料机型)	2012.12.3-2022.12.31	17.5-22 瑞士法郎/千瓦
	沪东重机/中船三井/中船镇柴	MAN Energy Solutions	S30/35/40/46/50/60/65/70、 G45/50/60/70/80/90/95 (含相应双燃料机型)	2015.2.2-2024.12.31	24.70-25.05 欧元/千瓦
	中船镇柴	MAN Energy Solutions	L16/24、L21/31、L23/30A/H/DF、 L27/38、L28/32A/H/DF、L/V32/40	2016.1.1-2025.12.31	15.75-22.79 欧元/千瓦
	沪东重机	MAN Energy	PC2 系列发动机: PC2.5、PC2.6、	2019.1.1-2029.1.1	8.15-13.76 欧元/千瓦

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

	Solutions France SAS	PC2.6B PA6 系列发动机: PA6MPC、PA6STC、PA6B		
沪东重机	Rolls-Royce Solutions GmbH(原 MTU Friedrichshafen GmbH)	20V956TB92	2014.8.1-2024.8.1	本土化部分销售金额的 5.5%
沪东重机	Rolls-Royce Solutions GmbH(原 MTU Friedrichshafen GmbH)	MTU Series 1163-03 & 956-04	2015.4.14-2025.4.14	本土化部分销售金额的 5.8%

资料来源：公司公告，中信建投

CSGS(CSSC Global Service)全球服务品牌及数智化服务平台发布，在船舶服务体系建设中迈出关键一步。2025 年 12 月 2 日，与 CSGS 全球服务品牌发布同步上线的中船集团全球数智化服务平台，是 CSGS 品牌落地的重要支撑。该平台将面向全球客户提供一站式服务入口、集成的服务资源和优质的服务体验。客户、船厂、设备厂等共同入驻平台，构建船舶服务生态，智能匹配服务资源。

CSGS 数智化服务平台致力于为船舶提供全生命周期服务保障和服务运营优化，包括服务履历管理、个性化推送、在线服务订购，做到交易全流程覆盖、服务全过程监控，使客户享受轻松管理、“一键”掌控的无忧服务。平台拥有长协服务、备件订购、改造项目、数字化解决方案、远程诊断、培训等在线管理功能，覆盖整船、动力及其它船舶设备。CSGS 数智化服务平台着力推进船舶服务数智化转型，为客户创造卓越价值和优质服务体验。

图表83：CSGS 数字化平台服务内容



资料来源：中国船舶公众号，中信建投

图表84：CSGS 7/24 服务快速响应地点



资料来源：中国船舶公众号，中信建投

CSGS 品牌首批标杆客户成功落地。中国液化天然气船务（国际）有限公司（CLSICO）与意大利 Grimaldi 集团旗下 Atlantic Container Line（ACL）作为中船服务的长协服务签约客户，与中船服务正式签订数智化服务平台用户协议，标志着 CSGS 品牌首批标杆客户成功落地。

图表85： 中船服务首批客户签约仪式



资料来源：CSSC 官网，中信建投

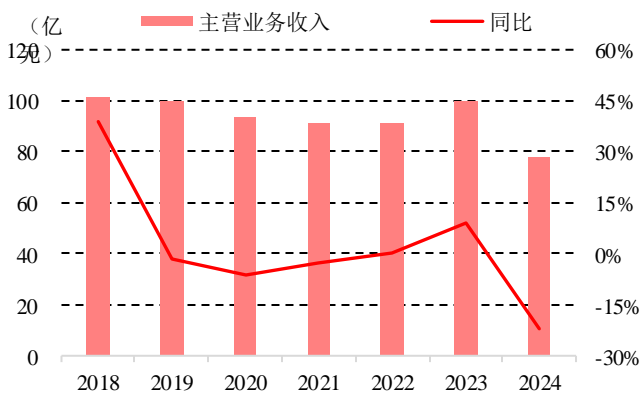
四、化学动力业务发展稳定，低压电池、储能持续深入

4.1 风帆公司是化学动力业务经营主体，经营业绩保持稳定

化学动力业务是公司第二大收入来源，以风帆公司为经营主体。风帆股份有限公司设立于 2000 年 6 月，2004 年 7 月“风帆股份” A 股在上海证券交易所上市。2016 年 5 月中船重工完成风帆股份重大资产重组，设立中国船舶重工集团动力股份有限公司，原风帆股份全部资产、人员转入风帆有限责任公司，成为中国动力子公司。

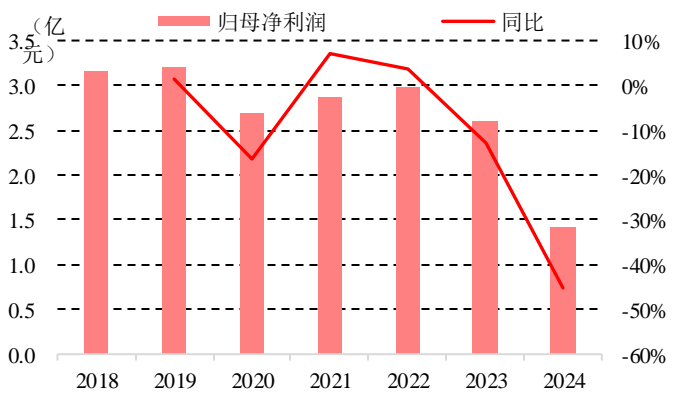
风帆公司推进双品牌战略，是重要的汽车零部件供应商。根据风帆公司官网，公司整合推进“风帆”“火炬”双品牌战略，主营业务为起动用、牵引用、工业用铅酸蓄电池、特种材料制品以及消费型、动力型锂离子电池，整体具备约 2500 万只铅蓄电池（含 500 万只 AGM、EFB 电池）年生产能力，是一汽大众、一汽奥迪、上海大众、上海通用、北京现代、东风汽车等国内各大汽车主机厂的常年合作伙伴，奔驰、宝马配套 AGM 电池国内首批供应商，汽车起动车电池配套市场占有率 20% 左右、牵引用蓄电池市场占有率 30% 以上，产品出口 30 多个国家和地区，连续多年跻身于“中国汽车零部件百强企业”。

图表86：风帆公司 2018-2024 年主营业务收入



资料来源：公司公告，中信建投

图表87：风帆公司 2018-2024 年归母净利润



资料来源：公司公告，中信建投

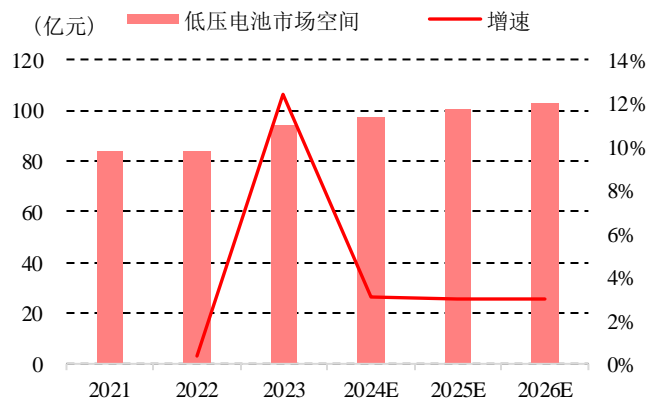
4.2 汽车低压电池是化学动力业务主打产品，锂电储能产品处于快速发展阶段

汽车低压电池为公司化学动力业务主打产品，锂电储能产品处于快速发展阶段。在军用领域，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；同时涉及军用牵引车辆、装甲、航空和单兵瞄准、夜视、电子设备等装备用电池，技术处于国内领先水平。在民用领域，公司的铅蓄电池广泛应用于汽车电力、通讯、铁路、船舶、物流等领域。公司在汽车低压电池市场处于第一梯队，是国内同时为奔驰、宝马、大众、奥迪、通用等国际车厂的中高端车型提供起停用蓄电池的生产厂家；在锂电储能领域，公司精准把握储能市场爆发增长趋势，锂电储能业务迅速发展，已具备一定的市场地位。

汽车低压电池行业规模稳健增长，“铅改锂”趋势明确。对于传统燃油乘用车来说，低压电池主要用于瞬间大电流点火启动发动机，目前主流电动汽车低压电池仍使用铅酸蓄电池，部分汽车开始使用 12V 锂电池；对于

燃油商用车，为了提升驾乘感受，车主普遍选择加装驻车空调，主流驻车空调电池使用 24V 铅酸电池，部分使用 24V 锂电池。公司在汽车低压铅酸电池领域处于国内第一梯队，汽车低压电池领域有锂代铅的趋势，目前公司已研制出汽车低压锂电池并取得多个项目定点。公司在汽车低压电池领域主要竞争对手为骆驼、柯锐世等。

图表88：中国低压电池市场空间稳健增长



资料来源：观研天下，中信建投

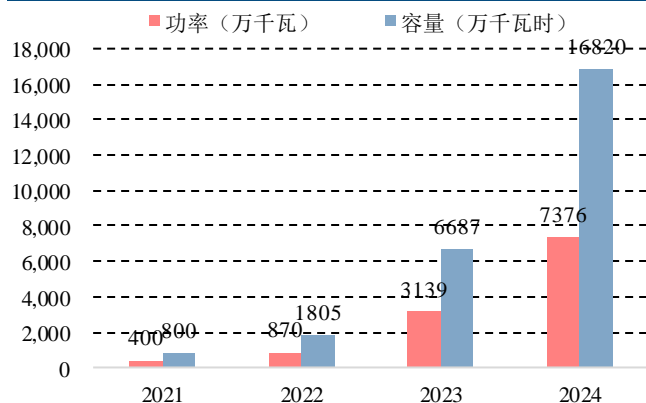
图表89：风帆 AGM 系列启停蓄电池



资料来源：风帆蓄电池京东自营旗舰店，中信建投

锂电储能行业快速增长，公司产品处于快速增长期。根据《2024 年中国新型储能发展情况》，2024 年新型储能(其中锂离子电池占比为 96.4%)累计装机功率约为 73.76GW，同比增长 134.98%，占储能装机总量的 38%；中商产业研究院预测，2025 年新型储能累计装机功率将达 87.45GW，2026 年将进一步增长至 98.60GW。公司精准把握储能市场爆发增长趋势，锂电储能业务营业收入约 12 亿元，成为公司新的增长点，初步在锂电储能市场打响了“风帆”品牌。2023 年年内公司相继获得 10 余个储能项目，项目规模累计达到约 1.64GWh。锂电储能业务快速发展，2023 年储能业务实现收入 11.9 亿元，同比增长 1033%；新签合同 17.72 亿元，同比增长 622%。

图表90：2021-2024 年中国新型储能市场累计装机规模



资料来源：《中国新型储能发展报告》，中信建投

图表91：风帆公司储能类锂电池产品



资料来源：风帆公司官网，中信建投

化学动力业务市场拓展持续取得突破。在汽车低压电池业务领域，获得奥迪一汽新能源 2025-2030 年新能源车项目独家定点、广汽丰田 045D 新能源车 (BZ4X) 等 5 个新项目定点，AGM 电池同比增长 18.39%、EFB 电池同比增长 12.43%。2024 年公司数据中心备用电源收入同比增长 22%，新接订单同比增长 44%，毛利率提升 2.71 个百分点。在锂电池领域，新签华润沧州光火储氢一体化多能互补示范项目 60MW(120MWh)配套储能系统采购合同，是公司获取的首个 PC 工程项目订单。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

五、投资建议

我们预计 2025-2027 年公司分别实现营业收入 603.28 亿元、725.11 亿元、886.24 亿元，同比分别增长 16.70%、20.19%、22.22%；归母净利润分别为 19.91、29.37、39.44 亿元，同比分别增长 43.14%、47.51%、34.29%，当前市值对应 PE 分别为 26.66、18.07、13.46 倍。由于船舶行业景气度较此前明显提振，考虑到公司的市场地位、船舶大周期向上趋势、后市场发展前景，公司当下经营状况稳健、未来发展趋势向好，我们因此上调至“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	45,102.80	51,696.62	60,328.16	72,510.60	88,624.35
YoY(%)	17.77	14.62	16.70	20.19	22.22
净利润(百万元)	779.49	1,390.87	1,990.83	2,936.68	3,943.78
YoY(%)	134.30	78.43	43.14	47.51	34.29
毛利率(%)	13.28	14.81	16.42	17.99	19.56
销售净利率(%)	1.73	2.69	3.30	4.05	4.45
ROE(%)	2.12	3.55	4.91	6.89	8.69
EPS(摊薄/元)	0.35	0.62	0.88	1.30	1.75
P/E(倍)	68.09	38.16	26.66	18.07	13.46
P/B(倍)	1.45	1.36	1.31	1.25	1.17

资料来源: iFinD, 中信建投

六、风险分析

1) **下游造船需求不足风险**：全球经济下滑叠加地缘政治冲突频发等多重干扰，对全球海运市场复苏情况影响较大，新接造船订单可能存在一定波动，从而影响公司柴油机需求不及预期的风险。

2) **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。

3) **汇率波动风险**：公司部分出口业务多以外币结算，如汇率波动较大，可能对公司业绩造成不利影响。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	73,306.99	82,617.90	89,513.54	105,341.7	125,421.0
现金	27,154.47	37,754.45	31,872.15	36,557.50	41,964.99
应收票据及应收账款	20,710.22	20,696.71	26,979.67	32,427.84	39,634.15
其他应收款	635.58	451.24	711.03	854.61	1,044.53
预付账款	6,474.23	5,572.65	7,276.77	8,746.21	10,689.84
存货	17,854.97	17,599.27	22,142.78	26,117.17	31,307.24
其他流动资产	477.51	543.58	531.15	638.41	780.28
非流动资产	25,812.60	26,329.22	20,847.65	15,182.14	9,494.99
长期投资	745.84	812.70	986.27	1,056.02	1,077.09
固定资产	13,067.35	14,191.07	10,008.34	5,746.93	1,406.86
无形资产	3,888.79	3,799.46	2,933.44	2,067.42	1,201.41
其他非流动资产	8,110.62	7,525.99	6,919.60	6,311.76	5,809.63
资产总计	99,119.60	108,947.1	110,361.1	120,523.8	134,916.0
流动负债	38,632.32	46,145.65	47,664.03	56,667.31	68,541.90
短期借款	1,827.95	1,500.25	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	17,094.66	18,849.62	21,759.14	25,664.67	30,764.82
其他流动负债	19,709.71	25,795.78	25,904.89	31,002.63	37,777.07
非流动负债	13,181.52	11,848.26	9,606.81	7,613.73	5,897.66
长期借款	6,739.85	4,534.02	2,292.57	299.49	-1,416.58
其他非流动负债	6,441.67	7,314.24	7,314.24	7,314.24	7,314.24
负债合计	51,813.84	57,993.92	57,270.84	64,281.03	74,439.56
少数股东权益	10,510.81	11,770.71	12,518.70	13,622.07	15,103.83
股本	2,186.72	2,252.76	2,252.76	2,252.76	2,252.76
资本公积	26,104.49	27,390.85	27,390.85	27,390.85	27,390.85
留存收益	8,503.74	9,538.90	10,928.04	12,977.17	15,729.02
归属母公司股东权益	36,794.95	39,182.51	40,571.65	42,620.78	45,372.63
负债和股东权益	99,119.60	108,947.1	110,361.1	120,523.8	134,916.0

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,641.87	14,441.91	-1,517.64	7,485.40	8,121.38
净利润	1,058.36	2,552.70	2,738.83	4,040.05	5,425.54
折旧摊销	1,369.94	1,484.27	5,656.59	5,735.26	5,708.23
财务费用	-82.41	-287.59	76.33	-56.89	-164.50
投资损失	-332.97	-219.66	-284.36	-180.54	-131.86
营运资金变动	2,083.81	10,291.47	-9,759.31	-2,139.57	-2,797.22
其他经营现金流	545.12	620.72	54.28	87.10	81.20
投资活动现金流	-1,777.67	-2,775.67	55.06	23.69	29.59
资本支出	-853.09	213.97	0.00	0.00	0.00
长期投资	398.59	0.10	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-1,323.16	-2,989.75	55.06	23.69	29.59
筹资活动现金流	1,754.10	-2,940.58	-4,419.72	-2,823.74	-2,743.49
短期借款	-766.98	-327.69	-1,500.25	0.00	0.00
长期借款	1,931.39	-2,205.82	-2,241.45	-1,993.08	-1,716.06
其他筹资现金流	589.70	-407.06	-678.02	-830.66	-1,027.42
现金净增加额	4,625.73	8,663.60	-5,882.30	4,685.35	5,407.48

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	45,102.80	51,696.62	60,328.16	72,510.60	88,624.35
营业成本	39,111.01	44,042.50	50,419.31	59,469.04	71,286.89
营业税金及附加	529.79	565.35	689.28	828.47	1,012.58
销售费用	728.62	400.96	835.97	1,004.79	1,228.08
管理费用	2,256.83	2,551.50	2,980.21	3,654.53	5,166.80
研发费用	2,109.16	2,443.40	2,767.64	3,326.53	4,065.77
财务费用	-82.41	-287.59	76.33	-56.89	-164.50
资产减值损失	-201.02	-231.50	-348.54	-418.93	-512.02
信用减值损失	-32.29	-46.58	-98.94	-118.92	-145.35
其他收益	595.01	812.58	623.97	623.97	623.97
公允价值变动收益	22.26	0.00	50.00	0.00	0.00
投资净收益	332.97	219.66	284.36	180.54	131.86
资产处置收益	7.22	17.51	15.90	15.90	15.90
营业利润	1,173.96	2,752.15	3,086.17	4,566.71	6,143.11
营业外收入	60.62	94.68	63.49	63.49	63.49
营业外支出	73.99	16.31	33.43	33.43	33.43
利润总额	1,160.60	2,830.53	3,116.23	4,596.76	6,173.17
所得税	102.23	277.82	377.41	556.71	747.63
净利润	1,058.36	2,552.70	2,738.83	4,040.05	5,425.54
少数股东损益	278.88	1,161.83	748.00	1,103.37	1,481.76
归属母公司净利润	779.49	1,390.87	1,990.83	2,936.68	3,943.78
EBITDA	2,448.13	4,027.21	8,849.15	10,275.13	11,716.89
EPS (元)	0.35	0.62	0.88	1.30	1.75

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	17.77	14.62	16.70	20.19	22.22
营业利润(%)	176.63	134.43	12.14	47.97	34.52
归属于母公司净利润	134.30	78.43	43.14	47.51	34.29
获利能力					
毛利率(%)	13.28	14.81	16.42	17.99	19.56
销售净利率(%)	1.73	2.69	3.30	4.05	4.45
ROE(%)	2.12	3.55	4.91	6.89	8.69
ROIC(%)	2.29	6.87	12.12	14.32	20.73
偿债能力					
资产负债率(%)	52.27	53.23	51.89	53.33	55.17
净负债比率(%)	-39.29	-62.25	-55.72	-64.47	-71.73
流动比率	1.90	1.79	1.88	1.86	1.83
速动比率	1.26	1.28	1.25	1.23	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.47	0.55	0.60	0.66
应收账款周转率	2.90	2.94	2.95	2.95	2.95
应付账款周转率	2.86	2.76	2.90	2.90	2.90
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.62	0.88	1.30	1.75
每股经营现金流(最新)	2.06	6.41	-0.67	3.32	3.60
每股净资产(最新摊薄)	16.30	17.37	17.99	18.90	20.12
估值比率					
P/E	68.09	38.16	26.66	18.07	13.46
P/B	1.45	1.36	1.31	1.25	1.17
EV/EBITDA	13.84	9.53	4.53	3.48	2.71

分析师介绍

许光坦

中信建投机械首席分析师，上海交通大学硕士，重点覆盖人形机器人及具身智能、传感器、工控、机床刀具注塑机、锂电设备/固态电池设备方向。2021.4-2023.5 曾就职于东北证券研究所，2023 年 5 月加入中信建投证券。2023、2024 年新财富最佳分析师机械行业第三名核心成员，曾获卖方分析师水晶球奖、Wind 金牌分析师、新浪金麒麟最佳分析师等荣誉。

籍星博

中信建投证券机械行业分析师。同济大学管理学硕士、工学学士。2022 年入职中信建投证券从事机械行业研究，覆盖机器人、检测服务、3C 设备、光伏设备、船舶方向。

陈宜霖

机械行业分析师，上海财经大学金融硕士，东南大学机械工程学士，重点覆盖工程机械、半导体设备、智慧物流/移动机器人等板块，2022 年加入中信建投证券研究发展部机械团队，2022 年新财富最佳分析师机械行业第四名核心成员，2023、2024 年新财富最佳分析师机械行业第三名核心成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投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，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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk