

\*ST 松发(603268)

报告日期: 2026 年 04 月 18 日

# 全球船舶民企龙头，量利齐升再创恒力新辉煌

## ——\*ST 松发推荐报告

### 1、一句话逻辑

全球民营造船新龙头扬帆启航，受益船舶行业周期上行，公司新接订单船型结构改善、产能充裕，业绩增长有望超预期。

### 2、超预期逻辑

#### (1) 市场预期:

1) 公司为 2022 年成立的造船新秀，市场担心公司盈利能力不及扬子江等老牌船舶民企龙头。

2) 目前船价已处于历史峰值的 95%，市场担心后续船价上涨动力不足。

#### (2) 我们认为:

公司是国内民营造船新秀，主营业务为船舶及高端装备的研发、生产及销售。公司于 2022 年成立，随后竞拍收购闲置资产原 STX 大连造船，STX 大连造船曾是中国最大的外资船厂。2023 年 3 月首制船开工，2024 年 4 月首艘 6.1 万 DWT 散货船提前交付，造船领域实现从 0 到 1 的重大突破。

根据克拉克森数据，以载重吨 (DWT) 计，2025 年公司新签订单量位居中国第二、全球第二。受益 2025Q4 以来油运景气度提升，2026Q1 公司新签订单 108 艘，主要以油轮为主。分别为油轮 76 艘 (含 54 艘 VLCC、18 艘苏伊士型油轮、4 艘 LR2 型成品油轮)、集装箱船 12 艘、散货船 16 艘、低温船 4 艘。根据克拉克森数据，截止 2026 年 4 月 17 日，公司手持订单 275 艘，对应 5053 万 DWT、1022 万 CGT。以修正载重吨 (CGT) 计，手持订单中，油轮约 502 万 CGT (占总手持订单 51%)，是公司手持订单占比第一船型；第二为集装箱船约 315 万 CGT (占 32%)；第三为散货船约 194 万 CGT (占 20%)；第四为液化气船 (11.8 万 CGT)。2026-2030 年随着高价值量、高毛利率船型 (油轮、集装箱船) 交付占比逐年提升，公司盈利能力有望持续提升。

公司实际控制人为陈建华、范红卫夫妇，两位亦为恒力石化的实际控制人，恒力石化为国内民营炼化龙头企业。实际控制人具备成熟的大型集团化管理经验，通过践行“恒力速度”与“恒力品质”的企业文化，可助力公司快速成为国际一流企业。

**公司核心看点:** 1) 船舶景气上行，行业箱船订单已先行，油船及干散货船订单有望接力；产能紧张，船价走高，2026 年行业有望实现量利齐升； 2) 公司作为国内民营造船新秀，产业链一体化及产能优势明显，有望受益油船及散货船订单接力。 3) 公司船型结构不断优化，盈利能力及业绩释放可期。

1) 针对公司盈利能力不及扬子江等老牌船舶民企龙头的疑问: 我们认为公司盈利能力快速提升可期，主要原因: ①手持订单结构优化: 公司从成立之初接单主要以散货船等价值量、毛利率相对低的船型，到目前 VLCC、箱船等高价值量、高毛利率船型的新接订单占比逐步提升，手持订单结构优化将有助于公司盈利能力释放。②生产效率提升: 新秀船厂随着整船建造交付经验逐步丰富后，船坞利用率有望得到提升，生产效率有望提升。③核心零部件自制: 公司具备船用发动机自主生产能力，通过发动机自供，公司可实现产业链整合，增强对供应链的控制力，提高公司竞争力和盈利能力。

2) 针对船价上涨动力不足的疑问: 我们认为船价仍有上涨空间，本轮周期峰值船价有望超过上一轮峰值。截止 2026 年 3 月，克拉克森新船价格指数报收 182.07 点，环比上月降 0.04%，同比降 2.86%；2021 年以来增长 43.24%，位于历史峰值 95.07%分位。其中，箱船、油轮、散货船、液化气船新船价格指数分别同比-2.6%、+1.23%、-1.92%、-2.44%，2021 年以来增长 50%、48.07%、33.96%、46.92%，位于历史峰值 89%、85%、71%、95%。虽然船价自 2021 年以来已有较大涨幅，但考虑到船舶大型化、双燃料升级、劳动力成本提升以及通货膨胀等因素，船价仍有上涨空间。

### 3、检验与催化

(1) 检验指标: 新船造价指数、新接订单量、航运指数、手持订单量、产能利用检测指数。

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 张菁

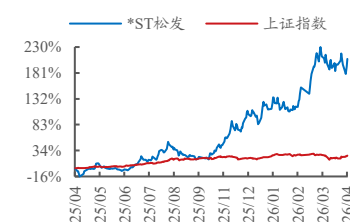
执业证书号: S1230524070001

zhangjing02@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥121.22
总市值(百万元)	117,677.75
总股本(百万股)	970.78

### 股票走势图



### 相关报告

1 《中国民营一体化船厂龙头快速崛起，船型结构改善、盈利提升》2025.12.03

(2) 催化剂: 船舶行业新增订单量持续增长; 船价上涨; 油运、干散货海运价格指数上涨; 公司新签高附加值船舶。

#### 4、研究的价值

(1) 与众不同的认识: 市场认为公司盈利能力释放不及预期。我们认为公司已经具备较强盈利能力, 随着高价值量、高毛利率船型逐步开工、交付, 后续盈利能力、业绩有望快速增长。2025 年公司实现归母净利润 26.55 亿元, 同比增长 1083%

(2) 与前不同的认识: 此前我们认为未来船东下单可能意愿不足, 新接订单增长不及预期。现在我们认为油轮、干散货船换船周期以及环保驱动, 叠加地缘政治冲突等因素助力市场, 后续油轮及干散货船东下单意愿仍旧强劲。

#### 5、盈利预测与估值

预计 2026-2028 年营收约为 456、688、772 亿元, 同比增长 111%、51%、12%, CAGR=30%; 归母净利润为 72、133、179 亿元, 同比增长 170%、85%、35%, CAGR=58%。对应 PE 为 16、9、7 倍, 维持“买入”评级。

#### 6、风险提示:

造船需求不及预期; 原材料价格波动; 汇率波动汇兑损失风险; 无法按时交船风险; 行业产能扩张导致产能过剩风险; 退市风险。

## 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	21639	45628	68816	77180
(+/-) (%)	275%	111%	51%	12%
归母净利润	2655	7170	13266	17937
(+/-) (%)	1083%	170%	85%	35%
每股收益(元)	2.73	7.39	13.67	18.48
P/E	44	16	9	7
P/B	12.4	7.1	3.9	2.5
ROE	56%	55%	57%	46%

资料来源: 浙商证券研究所

## 1 船舶行业核心标的估值

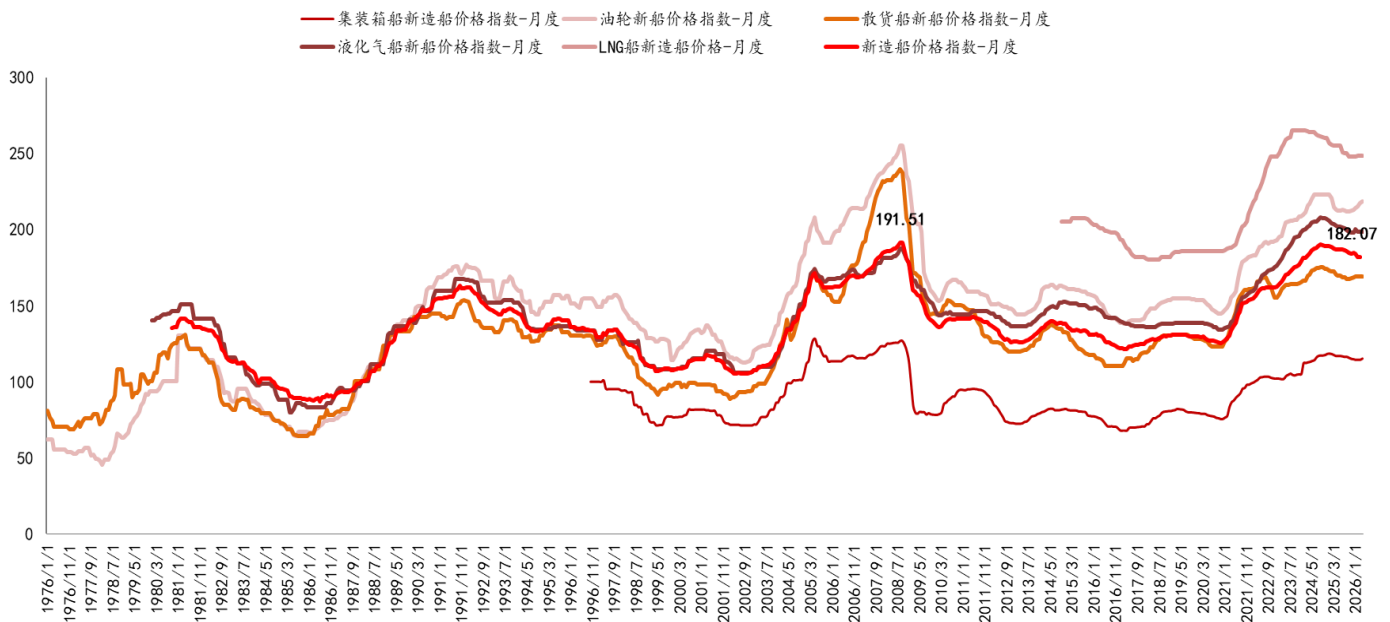
表1: 船舶行业核心标的估值

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元/股)			PE			PB		
		2025 A/E	2026E	2027E	2025 A/E	2026E	2027E	2025 A/E	2026E	2027E	2025 A/E	2026E	2027E
中国船舶	2,486	78.39	170.95	253.67	1.04	2.27	3.37	32	15	10	4.0	3.2	2.4
*ST 松发	1,177	26.55 (A)	71.46	132.66	2.73 (A)	8.19	13.05	44	16	9	12.4	7.1	3.9
中国动力	867	21.35	30.07	37.72	0.95	1.33	1.67	40	29	23	2.1	1.9	1.8
中船防务	419	10.08 (A)	14.69	21.41	0.71 (A)	1.04	1.51	42	29	20	2.3	2.1	1.9
行业平均								<b>39</b>	<b>22</b>	<b>15</b>	<b>5.2</b>	<b>3.6</b>	<b>2.5</b>

资料来源: 盈利预测均为浙商证券预测, 浙商证券研究所(数据截至 2026 年 4 月 17 日)

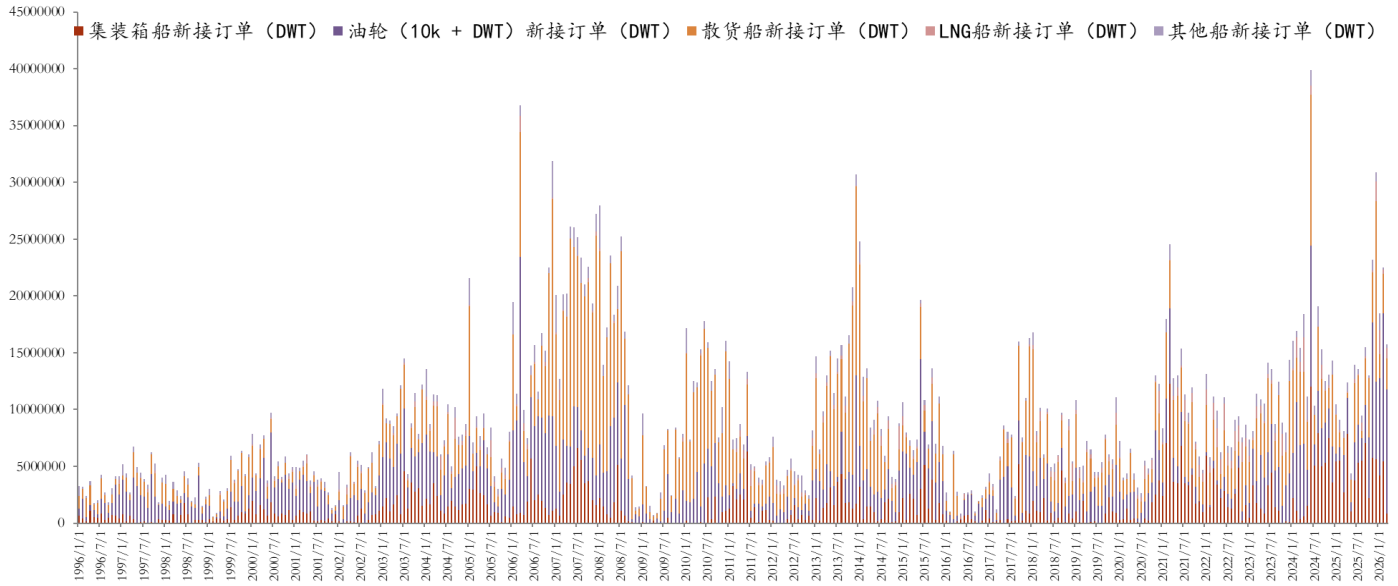
## 2 行业重点数据跟踪

图1: 新船价格指数自 2021 年以来显著上涨, 现阶段新船价格指数处于历史峰值 95%分位



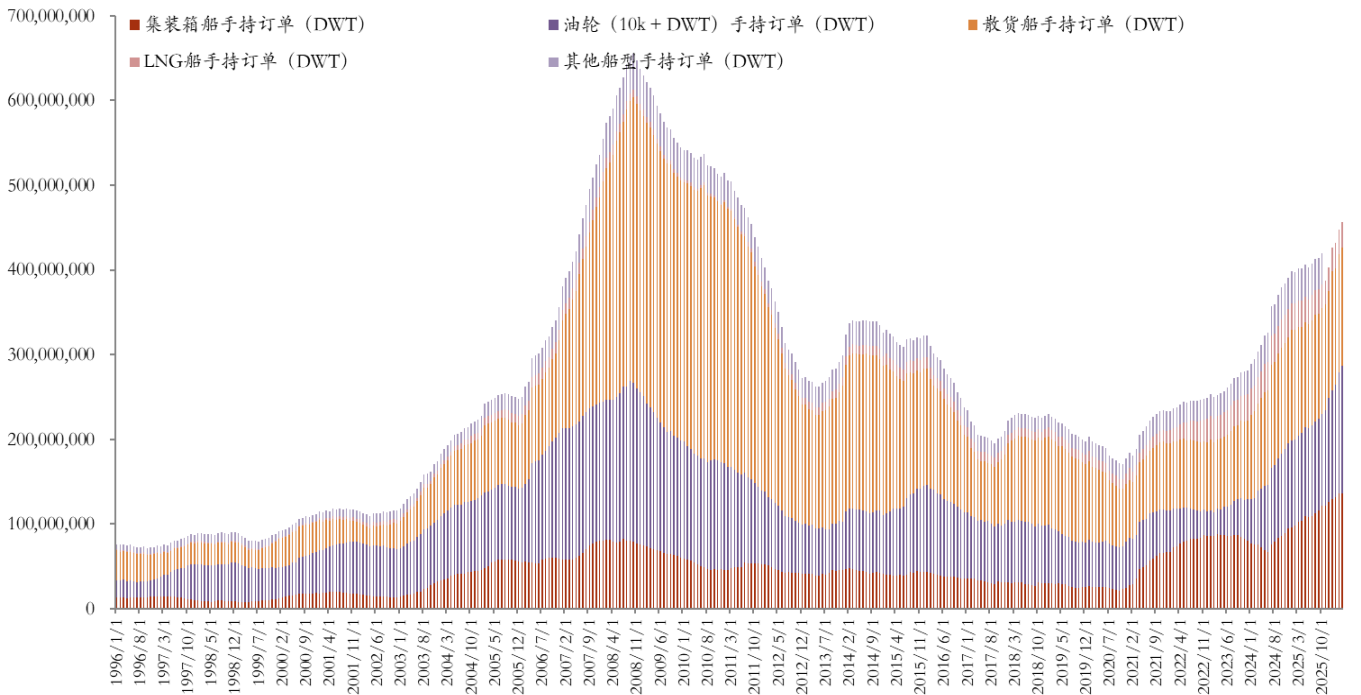
资料来源: 克拉克森, 浙商证券研究所

图2： 2026 年 1-3 月克拉克森新接订单（1000+GT， DWT）同比增长 105%， 油轮新接订单占比最高约 57%



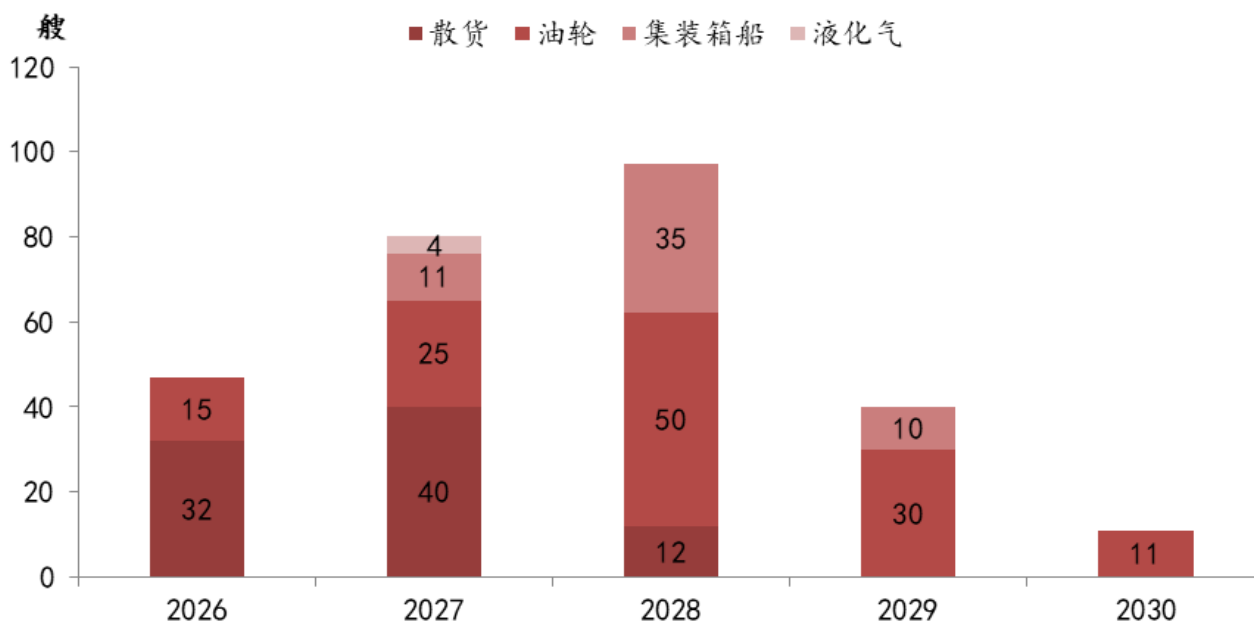
资料来源： 克拉克森， 浙商证券研究所

图3： 截止 2026 年 4 月全球手持订单约 4.91 亿载重吨， 环比上月持续增长



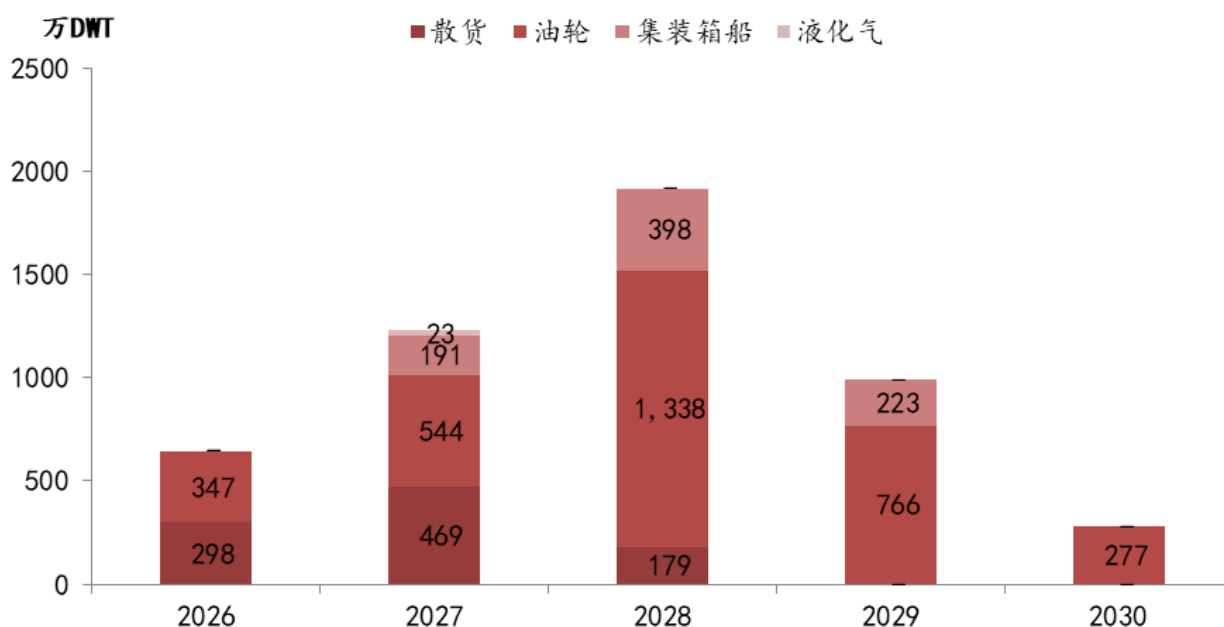
资料来源： 克拉克森， 浙商证券研究所

图4: 2026-2030年公司完工交付量(艘): 截止2026-4-17, 公司手持订单275艘, 其中2028年为交付峰值年份, 共97艘



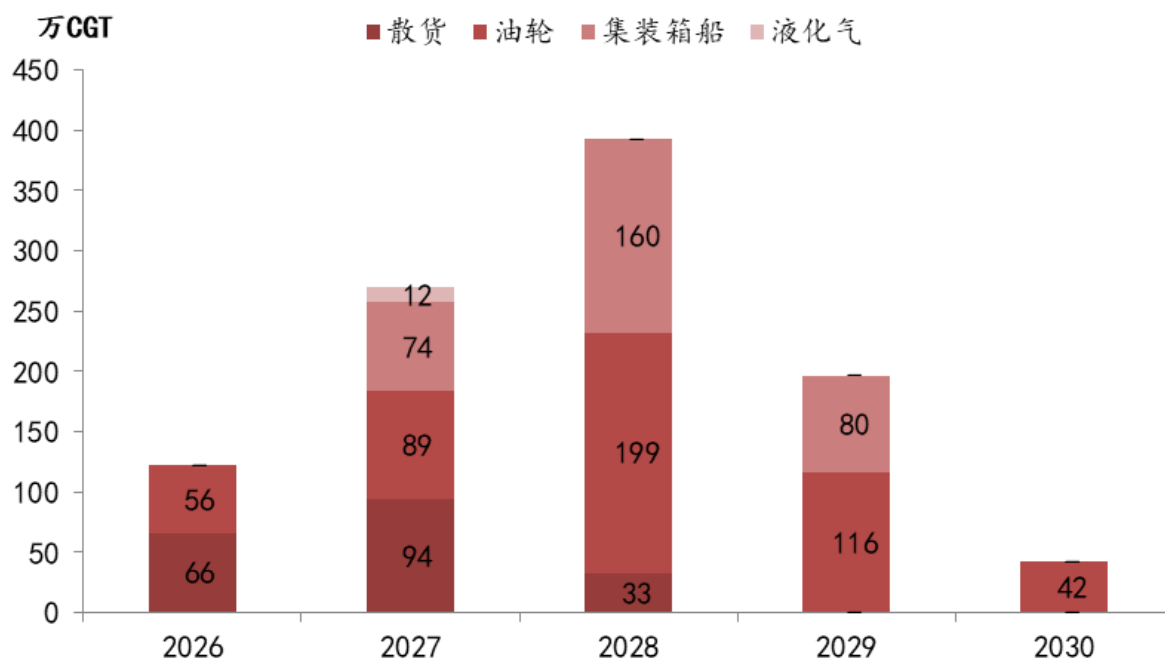
资料来源: 克拉克森, 浙商证券研究所

图5: 2026-2030年随着高价值量、高毛利率船型(油轮、集装箱船)交付占比逐年提升, 公司盈利能力有望持续提升



资料来源: 克拉克森, 浙商证券研究所

图6: 2026-2030年公司完工交付量(CGT): 截止2026-4-17, 公司手持订单1022万修正载重吨, 其中2028年为交付峰值年份。2028-2030年主要以高价值量、高毛利率的油轮、箱船为主, 盈利能力可期



资料来源: 克拉克森, 浙商证券研究所

表2: 2025年公司净利率高于行业平均净利率水平, 同比2024年有大幅提升, 盈利能力逐步释放

公司	2025 年度	2024 年度
中国船舶	8.32%	4.91%
中国重工	5.40%	2.40%
天海防务	6.57%	3.55%
中船防务	5.54%	2.43%
扬子江船业	30.28%	25.00%
<b>平均</b>	<b>11.22%</b>	<b>7.66%</b>
<b>松发股份</b>	<b>12.27%</b>	<b>3.89%</b>

资料来源: 公司公告《关于2025年年度报告的信息披露监管问询的回复公告》, 浙商证券研究所; 注: 中国船舶及中国重工数据来源于2025年半年报, 天海防务、中船防务及扬子江船业数据来源于2025年年度报告

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	29032	35039	52338	84927
现金	7215	7401	25531	47946
交易性金融资产	10	3	4	6
应收账款	118	6959	4110	5601
其它应收款	4	428	253	341
预付账款	3415	3079	4820	6899
存货	5175	12801	11798	16373
其他	13095	4368	5822	7762
<b>非流动资产</b>	20360	19775	21020	22289
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	15065	14560	14170	13819
无形资产	1840	2420	3199	4239
在建工程	1519	1822	2369	2654
其他	1936	972	1282	1578
<b>资产总计</b>	49392	54814	73358	107216
<b>流动负债</b>	31840	33050	37835	53098
短期借款	5887	2070	2702	3553
应付款项	7443	7420	10968	15577
预收账款	0	0	0	0
其他	18510	23559	24164	33968
<b>非流动负债</b>	8100	5142	5635	6293
长期借款	3644	3644	3644	3644
其他	4457	1499	1991	2649
<b>负债合计</b>	39940	38192	43470	59391
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	9452	16622	29888	47825
<b>负债和股东权益</b>	49392	54814	73358	107216

### 利润表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	21639	45628	68816	77180
营业成本	17224	33724	49637	53522
营业税金及附加	100	546	648	668
营业费用	27	91	69	77
管理费用	518	1369	1720	1544
研发费用	166	456	688	617
财务费用	585	1381	1318	826
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动损益	(0)	0	0	0
投资净收益	15	0	0	0
其他经营收益	147	(100)	0	0
<b>营业利润</b>	3176	7962	14735	19925
营业外收支	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	3181	7966	14740	19930
所得税	527	797	1474	1993
<b>净利润</b>	2655	7170	13266	17937
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	2655	7170	13266	17937
EBITDA	4188	9570	16165	21136
EPS (最新摊薄)	2.73	7.39	13.67	18.48

### 主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	275%	111%	51%	12%
营业利润	860%	151%	85%	35%
归属母公司净利润	1083%	170%	85%	35%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20%	26%	28%	31%
净利率	12%	16%	19%	23%
ROE	56%	55%	57%	46%
ROIC	12%	31%	34%	30%

### 现金流量表

(百万元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	(1458)	10221	20193	23657
净利润	2655	7170	13266	17937
折旧摊销	466	982	1020	1068
财务费用	585	1381	1318	826
投资损失	(15)	0	0	0
营运资金变动	7257	8030	3783	8546
其它	(12406)	(7341)	806	(4719)
<b>投资活动现金流</b>	(9600)	(1354)	(1956)	(2043)
资本支出	(16404)	(754)	(1144)	(959)
长期投资	0	0	0	0
其他	6804	(600)	(813)	(1084)
<b>筹资活动现金流</b>	16406	(8682)	(107)	800
短期借款	5738	(3817)	632	851
长期借款	3634	0	0	0
其他	7034	(4865)	(739)	(51)
<b>现金净增加额</b>	5349	186	18130	22415

### 偿债能力

资产负债率	81%	70%	59%	55%
净负债比率	37%	20%	20%	17%
流动比率	0.91	1.06	1.38	1.60
速动比率	0.75	0.67	1.07	1.29

### 营运能力

总资产周转率	0.9	0.9	1.1	0.9
应收账款周转率	181.3	13.0	12.6	16.1
应付账款周转率	8.0	7.0	8.1	6.5

### 每股指标(元)

每股收益	2.7	7.4	13.7	18.5
每股经营现金	-1.5	10.5	20.8	24.4
每股净资产	9.7	17.1	30.8	49.3

### 估值比率

P/E	44.3	16.4	8.9	6.6
P/B	12.4	7.1	3.9	2.5
EV/EBITDA	21.8	12.4	6.3	3.9

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

## 行业的投资评级：

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

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

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

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

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>