

国防军工

2026年04月20日

松发股份

(603268)

——景气周期与产能扩张共振，民营造船新星跃升

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据:	2026年04月20日
收盘价(元)	133.34
一年内最高/最低(元)	133.34/32.03
市净率	13.7
股息率%(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	31,102
上证指数/深证成指	4,082.13/14,966.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年12月31日
每股净资产(元)	9.74
资产负债率%	80.86
总股本/流通A股(百万)	971/233
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

王晨鉴 A0230525030001
wangcj@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com

联系人

王晨鉴 A0230525030001
wangcj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **造船行业新星，把握周期机遇重启并登陆资本市场。**恒力重工把握船舶行业上行周期，于2025年借助松发股份登陆资本市场。公司前身为STX大连，于2022年由恒力集团收购并重启，2024年交付首艘船舶，当前处于产能爬坡阶段。公司与恒力石化为同一实控人，核心业务为高端船舶制造，产品谱系完整，覆盖船舶整装与上游发动机制造。
- **造船行业上行周期将行至中段，需求侧油散替换需求发力，集装箱船需求持续性仍被低估。**
周期位置：老船替换为本轮造船周期核心主线，若以上轮密集交付周期（2000-2011）交付量作分母，2021年以来累计新签订单作分子计算替换覆盖度。全船型CGT口径替换覆盖度刚过60%，处于替换周期中段。**需求增量：**油轮与散货船潜在替换需求充足，集装箱船运力竞赛下后续订单贡献能力被低估。油轮运价突破历史新高迎来超级周期，景气度向上传导至造船。当前二手船价已领先新船价回升，新造船价企稳后船型间分化，油轮干散船价率先上涨，叠加下游高景气推动，船价有望回升。
- **造船行业高景气β下产能持续扩张，远期利润成长天花板打开。**公司二期产能已投产，三期产能在建，后续产能有望继续扩张。考虑当前已投产产能及在建产能，假设船价维持稳定，远期满效率运作下年产值有望突破千亿，高价订单持续交付叠加产能扩张，利润成长天花板打开。
- **充分受益于本轮油运高景气，量价齐升助推业绩增长。**当前时点，油运市场高景气度逐步向上传导，油轮订单趋势性放量，油轮成为船价上行核心驱动，公司2026年初至3月上旬新签46艘VLCC，VLCC手持订单占有率（37%）全球第一。**量：**公司通过设施大型化升级，实现了单坞多船并行建造的创新性模式，大幅缩短了船坞周期，达成4条VLCC同时出坞记录。**价：**公司手持订单结构持续优化，高附加值的超大型集装箱船与油轮订单占比逐年增加，VLCC与大型集装箱船于2027年开始密集交付，替代初期占比较高的散货船，预计将推动利润率提升。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司自身产能逐步释放，高价订单陆续交付，业绩高弹性有望持续显现，考虑到公司在建产能投产及后续扩产可能，业绩具备持续上修空间，中性估计下，预计2026-2028年归母净利润分别为70、143、186亿元，对应PE分别为18、9、7倍，产能爬坡后27年PE远低于可比公司均值，上行空间充足，给予“买入”评级。
- **风险提示：**民船新接订单不及预期，航运景气度下滑，钢价大幅上涨与人民币大幅升值，订单交付不及预期风险，募资计划审核不通过风险，信息披露问询后续风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5,771	21,639	41,755	69,233	85,661
同比增长率(%)	2,700.3	275.0	93.0	65.8	23.7
归母净利润(百万元)	224	2,655	7,037	14,307	18,633
同比增长率(%)	-	1,083.1	165.1	103.3	30.2
每股收益(元/股)	0.23	2.73	7.25	14.74	19.19
毛利率(%)	14.4	20.4	26.4	30.8	31.5
ROE(%)	6.8	28.1	42.7	47.5	39.4
市盈率	577	49	18	9	7

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“买入”评级。公司自身产能逐步释放，高价订单陆续交付，业绩高弹性有望持续显现，考虑到公司在建产能投产及后续扩产可能，业绩具备持续上修空间，中性估计下，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 70、143、186 亿元，对应 PE 分别为 18、9、7 倍，产能爬坡后 27 年 PE 远低于可比公司均值，上行空间充足，给予“买入”评级。

关键假设点

采用订单累加法进行订单预测：造船业务采用订单逐笔累加的方式估算收入，每笔订单的 CGT 单价参考接单当月中国船厂接单总金额及总 CGT 的比值。成本端按订单交付前 1.5-2 年倒推钢材成本，其余成本按每年固定增速假设。

履约进度法进行收入预测：公司采取履约进度法确认收入，假设单船建造时间 1.5 年，前 5 个季度均匀确认 60% 收入，交付季度一次性确认 40%。

有别于大众的认识

市场认为：造船替换进程过半，未来需求承压。

我们认为：油散需求仍旧充足，集装箱船需求持续性被低估。油轮订单覆盖度不足 50%，散货船大约 60%，替换需求仍旧充足。集运行业本身为 B to C 商业模式，具有用户粘性，增加更多的运力供应是公司提升市场份额的必要手段，故船公司天然有持续扩张运力的诉求。同时集运市场集中度较高，下行期船公司边际成本定价，而优质新船可降低现金流盈亏平衡线。当前持有大量现金的集运公司陆续进入“运力竞赛”状态，后续订单可持续性较强。

市场认为：公司远期产能上限确定，产能弹性空间不足。

我们认为：公司借助大型化设备实现多船并造提高效率，且当前仍有在建项目待投产，远期产能仍有抬升空间。造船原本是定制化属性较强的制造业，恒力重工将高效率理念贯彻于生产环节，通过相近船型的批量生产来提高效率。目前公司已通过设施大型化升级，实现了单坞多船并行建造，大幅缩短了船坞周期，且公司当前仍有在建项目未投产，当前手持订单未反映远期最大产能，未来持续接单能力强。

股价表现的催化剂

新签订单表现超预期，新造船价格重回上行趋势，油散船东密集下单，集装箱船订单密度维持。

核心假设风险

民船新接订单不及预期，航运景气度下滑，钢价大幅上涨与人民币大幅升值，订单交付不及预期风险，募资计划审核不通过风险，信息披露问询后续风险。

目录

1. 把握船周期上行机遇，民营船企中的新星	6
1.1 前身为 STX 大连，由恒力集团接手并重启运营.....	6
1.2 股权结构相对集中，与恒力集团为同一实控人.....	6
1.3 船舶制造为核心业务，产能释放带动业绩高速增长.....	7
2. 行业：需求可持续性被低估，新造船价有望回升	9
2.1 周期复盘：需求、船龄、环保要求共同驱动强周期弹性.....	9
2.2 供给端：绝对产能逐步修复，相对产能仍低于上轮高点.....	10
2.3 需求端：周期替换进程刚过半，箱船后续订单贡献能力被低估.....	11
2.4 边际变化：下游油运迎超级周期，景气度加速向造船传导.....	13
2.5 二手船价持续上行，新造船价已现企稳迹象，后续有望回升.....	14
3.本轮油运高景气最大受益船厂，量价齐升助力业绩增长 ...	16
3.1 把握油轮需求释放机遇，手持订单快速积累.....	16
3.2 造船量价齐升：产能爬坡+高附加值订单占比提升.....	17
3.3 发动机自产为主，具备各燃料类型低速机的生产能力.....	18
4.多船并造实现效率最大化，潜在接单能力及远期产能上限充足	18
4.1 大型化装备提高效率，多船并造能力得到验证.....	18
4.2 在建产能陆续释放，后续接单空间及远期产能上限充足.....	20
5. 盈利预测与估值	21
5.1 盈利预测.....	21
5.2 估值：PE 低于可比公司，远期业绩具备持续上修可能.....	23
6.风险提示	24

图表目录

图 1: 恒力重工发展历程.....	6
图 2: 松发股份股权结构.....	6
图 3: 恒力重工船厂总览图	7
图 4: 恒力重工及重组后上市公司的营业收入及增速 (百万元)	8
图 5: 恒力重工及重组后上市公司的归母净利润及增速 (百万元)	8
图 6: 公司毛利率与归母净利率同步攀升	8
图 7: 公司合同负债持续增长 (百万元)	8
图 8: 全球造船周期复盘 (2026 年后为预测值)	9
图 9: 全球造船产量及区域结构 (百万 CGT)	10
图 10: 全球造船历年增/减量及区域结构 (百万 CGT)	10
图 11: 各地区 2026 年较 2020 年造船产能增量 (百万 CGT)	10
图 12: 2026 年较 2020 年全球造船产量增量 81%来自中国 (CGT 口径)	10
图 13: 船队保有量是上轮周期的 2 倍, 产能仅为上轮高点的约 75%	11
图 14: 考虑潜在可扩张产能, 2031 年前全球造船产能仍无法突破上轮高点	11
图 15: 全船型替换覆盖度刚过 60%, 油轮替换度不足 50%	12
图 16: 2025 年集运运价下行但新船订单量增长	12
图 17: 集装箱船为 2025 年新签订单占比最高的船型	12
图 18: 集运公司手持订单体量分化, 运力竞赛下预计新船需求持续释放	13
图 19: VLCC 即期运价突破历史高位 (\$/天)	13
图 20: VLCC1 年期租价格逼近 14 万\$/天	13
图 21: VLCC 资产价格期限呈 BACK 结构 (百万美元)	13
图 22: 油轮新签订单自 2025 年末开始放量, 已连续 2 个月成为新签订单主力 .	14
图 23: 二手船价整体上行, 与新造船价走势背离	15
图 24: 二手船价从下向上穿越新造船价格, 历史往往伴随新造船价格回升	15
图 25: 多种船型新造船价格企稳, 油轮散货已领先进入回升趋势.....	15
图 26: 恒力重工手持订单持续积累.....	16
图 27: 恒力重工排产船型结构 (CGT)	17
图 28: 恒力重工手持订单结构 (CGT 口径)	17
图: 恒力重工与中国动力低速机产能对比 (台数)	

图 30: 恒力重工与中国动力低速机产能对比 (万 KW)	18
图 31: 造船过程总览.....	19
图 32: 恒力重工在船坞配备大型龙门吊配合批量化造船.....	19
图 33: 恒力重工 1 号船坞 4 艘 VLCC 同时出坞	20
图 34: 恒力重工 3 号船坞 6 艘 8.2 万吨级散货船同时出坞	20
图 35: 恒力重工不同年份交付船舶对应船价与钢价情况.....	21
表 1: VLCC 新签订单归属节奏 (艘)	16
表 2: 恒力重工产能梳理	20
表 3: 公司整体及各业务盈利预测	22
表 4: 可比公司估值	23

1. 把握船周期上行机遇，民营船企中的新星

恒力重工为上市公司的核心资产，把握船周期上行机遇登陆资本市场。2024年10月16日盘后，松发股份发布《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》，披露恒力重工拟通过与松发股份的重大资产置换、发行股份购买资产等方式登陆资本市场。2025年5月26日，松发股份正式公告本次重大资产置换等交易实施情况。依托造船产能升级与技术创新，公司向中国最具成长潜力的现代化造船厂加速迈进。

1.1 前身为 STX 大连，由恒力集团接手并重启运营

恒力重工前身为 STX 大连，2015 年破产后厂区闲置。韩国 STX 集团于 2006 年底投资建设 STX 大连，位于大连长兴岛经济区，下属 13 家公司，是一个覆盖造船全产业链的生产基地，囊括零部件生产、分段制造、发动机装配、船舶和高附加值海洋工程建造等多个领域，具备年建造船舶 60 艘，生产发动机 250 台的生产能力。2012 年全球船舶市场下行，2013 年公司受全球造船业低迷及母公司债务影响，经营陷入困境，同年进入破产重整程序，2015 年进入破产清算，多次拍卖均失败，大量先进产能被闲置。

2022 年恒力集团接手，2023 年重启生产，产能正处爬坡期。2022 年 7 月，主营石化行业的恒力集团以 21.1 亿元竞拍收购原 STX 大连资产，并追加 180 亿元投资打造绿色船舶及高端装备制造基地。2023 年恒力重工首制船开工，重启后的首批订单在 2024 年实现交付，其中首艘 6.1 万吨散货船于 2024 年 4 月完成提前交付。2024 年 7 月，恒力集团新增投资 92 亿元用于启动恒力重工产业园二期项目，打造高端制造产业园，投资 20 亿元，同步建设恒力重工配套产业园。目前二期产能已于 2025 年 1 月部分投产，产能处于爬坡阶段，全面达产后将实现年加工钢材 230 万吨的总体产能目标。

图 1：恒力重工发展历程

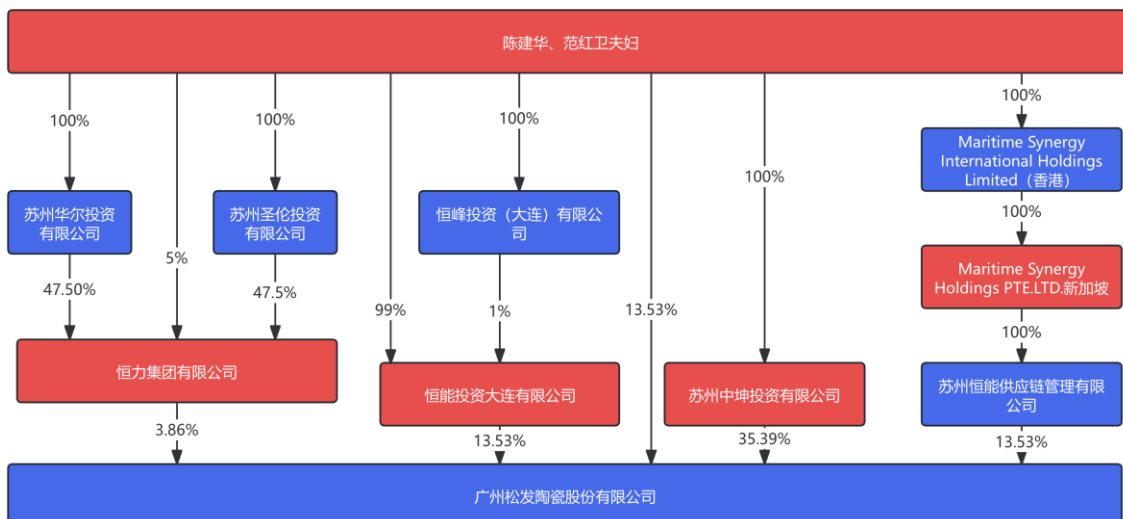


资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.2 股权结构相对集中，与恒力集团为同一实控人

苏州中坤投资有限公司持股 35.39% 为当前公司最大股东，陈建华和范红卫为公司实际控制人。截至 2025 年末，公司最大股东为苏州中坤投资有限公司，持股 35.39%。陈建华与范红卫夫妇合计控股 79.84%。

图 2：松发股份股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司申请 70 亿定增已获上交所受理，募资计划用于高端产能建设。公司 2026 年度向特定对象发行股票的申请材料已于 3 月 24 日获上交所受理，正式进入审核阶段。本次发行拟募资不超过 70 亿元，采用向特定对象发行方式，资金将用于“绿色智能高端船舶制造一体化项目”（50 亿元）、“绿色船舶制造曲组配套升级项目”（15 亿元）及配套码头项目（5 亿元）。此次再融资是公司完成恒力重工借壳、主业转型为船舶制造后的首次大规模募资，旨在缓解产能瓶颈，保障充足在手订单的交付，进一步巩固其在绿色高端船舶领域的竞争力。

1.3 船舶制造为核心业务，产能释放带动业绩高速增长

恒力重工当前核心主业为高端船舶制造与配套产业链。公司当前已形成全球领先的规模化、智能化造船能力，并通过技术自主化与产能扩张确立行业竞争优势。恒力重工正逐步构建覆盖 VLCC、VLOC、VLGC、超大型集装箱船、LNG 气体运输船、FLNG、FPSO 及半潜式钻井平台等全谱系产品矩阵。

图 3：恒力重工船厂总览图

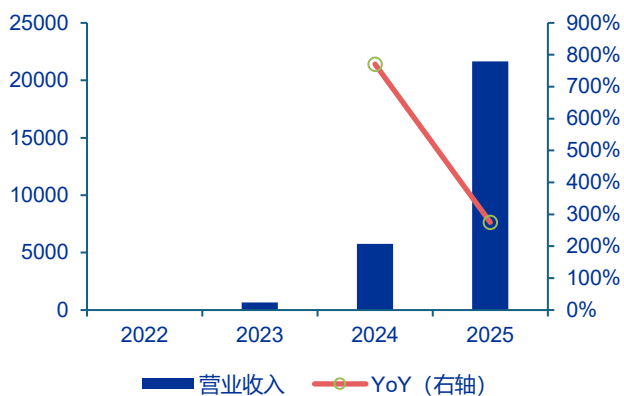


资料来源：公司官网，申万宏源研究

产能爬坡+高价值订单陆续交付，收入利润处高速增长期。恒力重工按照履约进度确认造船收入，产能增长的同时高价订单生产占比同比提升，带动公司收入与利润持续增长。据

公告，恒力重工 2022 年至 2023 年的营业收入分别约为 0.20 亿元、6.63 亿元。2025 年重组完成，主营业务从传统陶瓷制造企业变更为高增长的船舶制造行业，恒力重工及其子公司纳入公司合并报表范围，重组后上市公司营业收入在 2024-2025 年分别为 57.71、216.39 亿元（2024 年为追溯值，与 2025 年一样包含恒力重工当年的营业收入），呈高速增长态势。2025 年公司归母净利润 26.5 亿元，归母净利率 12%。

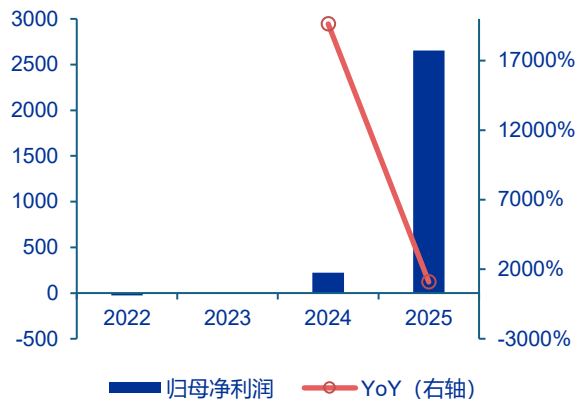
图 4：恒力重工及重组后上市公司的营业收入及增速 (百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2022-2023 为恒力重工审计报告数据，2024-2025 为公司年报披露数据

图 5：恒力重工及重组后上市公司的归母净利润及增速 (百万元)

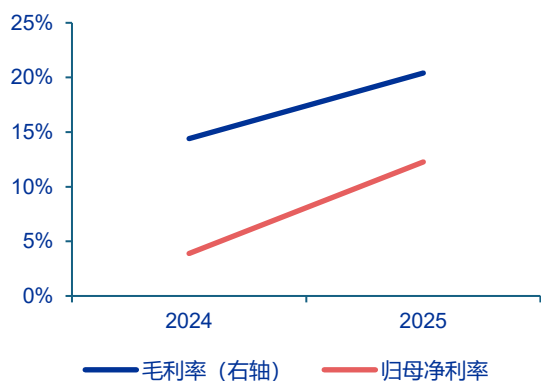


资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2022-2023 为恒力重工审计报告数据，2024-2025 为公司年报披露数据

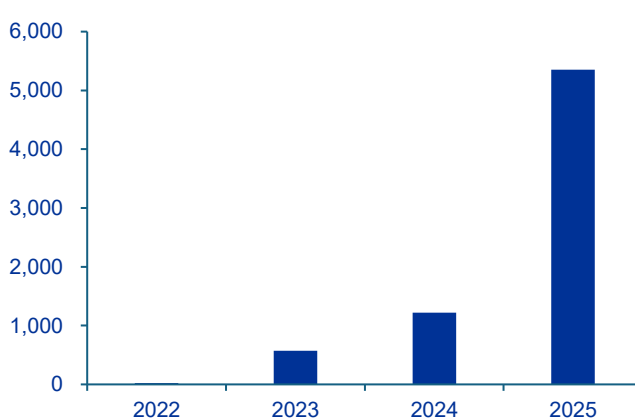
毛利率持续攀升，合同负债增长反映手持订单持续积累。恒力重工于 2022 年底重启，2023 年开始启动生产，2024 年完成首条船舶交付，2024 全年毛利率达 14%，2025 年进一步升至 20%。2025 年末合同负债达 54 亿元，较 2024 年末增长 338%，反映公司手持订单快速积累。

图 6：公司毛利率与归母净利率同步攀升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司合同负债持续增长 (百万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2022-2023 为恒力重工审计报告数据，2024-2025 为公司年报披露数据

2. 行业：需求可持续性被低估，新造船价有望回升

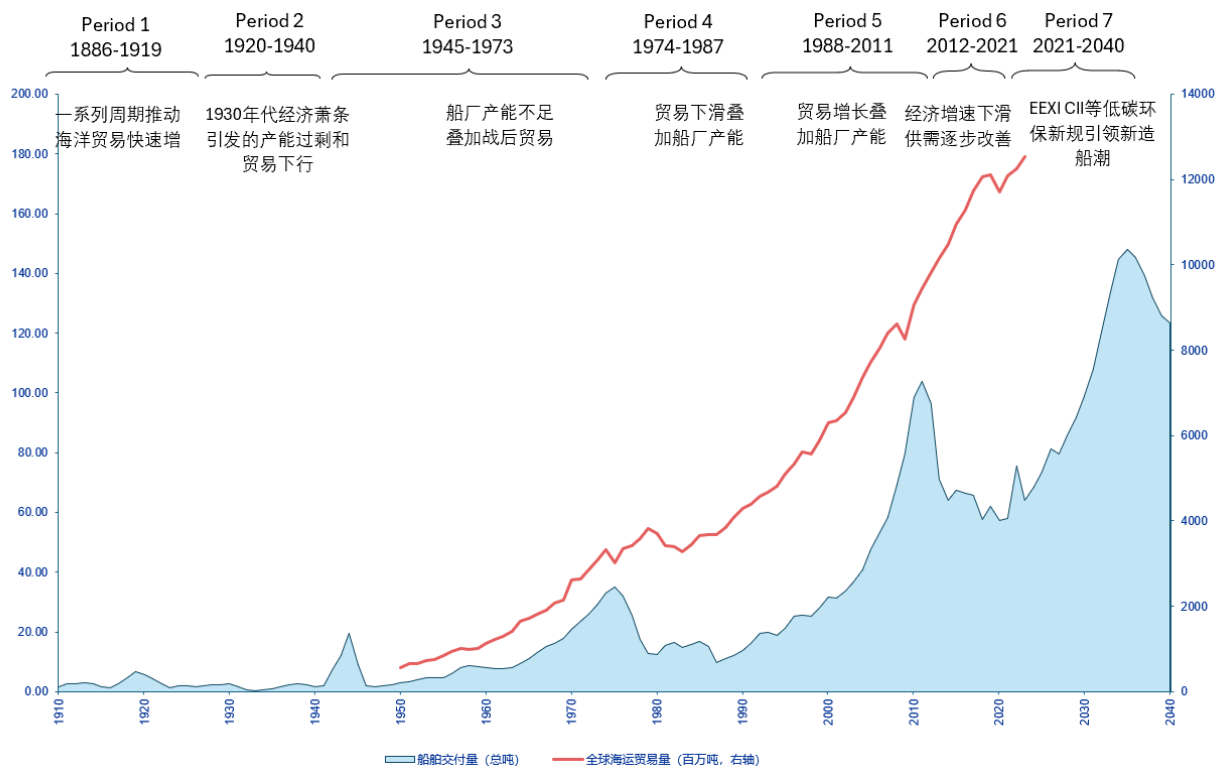
2.1 周期复盘：需求、船龄、环保要求共同驱动强周期弹性

第一、二轮船周期：战争是早期造船业形成交付高峰的直接原因。复盘历史，1915-1918年造船小高峰主要是一战期间运力竞赛导致。随着1930s经济危机，全球贸易下行使得造船业萧条，造船量处于低谷。1940-1945年二战期间运力竞赛叠加一战期间船舶的老龄退化高峰，行业迎来一轮新的交付峰值。

第三轮船周期：核心是全球贸易复苏+老船替换+苏伊士运河关闭导致航运运力不足。二战后经济逐步复苏，全球贸易繁荣，二战期间造的船舶迎来替换周期，叠加1967年苏伊士运河关闭，全球船舶运行效率下降，更推升了1970年代造船高峰。此外，1970s第二代集装箱船的装箱量和航速远超前代，各大船公司运力竞赛也助推了行业订单量上行。

第四轮船周期：核心是中国加入WTO全球化红利促进贸易需求爆发+老船替换+超大型集装箱船技术进步共振。全球经济历经石油危机萧条之后，美国经济从1994年开始步入强劲复苏通道，亚洲四小龙腾飞叠加中国向世界开放步伐加快，全球贸易量出现长周期繁荣特点。此外船舶大型化在降低单箱运输的燃油成本上起到了关键作用，推动上游造船行业订单爆发。

图 8：全球造船周期复盘（2026 年后为预测值）



资料来源：Maritime Economics 3e（海运经济学第三版），克拉克森数据库，申万宏源研究

历史复盘显示，从一战、二战到1970年代及2007年高点，全球造船景气的核心机制始终由“需求冲击（贸易或战争）+船龄集中替换+技术与规模升级”三者共振驱动，其叠加效应放大了周期波动。理解当代造船周期，需同时考察全球贸易趋势、在役船队年龄结构

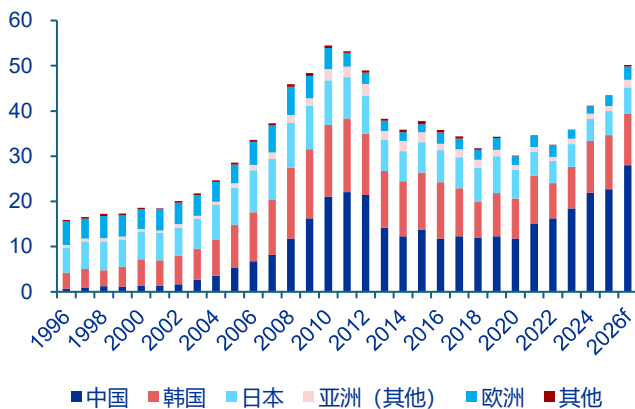
及燃料与运营成本变化，并关注节能、超大型化、绿色船舶等技术替代带来的经济激励。各轮景气期亦伴随造船产能的地理转移：日本、韩国分别在第三轮周期崛起为造船强国，而中国在第四轮周期实现产业跃升，奠定当今全球造船大国格局。

本轮（第五轮）船周期：核心是老船替换+环保政策催化，当前仍处周期上行阶段。上一轮船舶密集交付发生于 2004-2011 年，按 20-25 年的船舶使用年限估算，上轮周期密集交付的老船已批量进入老龄状态，催生替换需求。同时，IMO 和欧盟等国际组织逐步出台脱碳减排要求，加速高排放船舶淘汰。当前正处船周期上行阶段，替换需求仍旧充足，环保方案的不确定性有望延长本轮周期。

2.2 供给端：绝对产能逐步修复，相对产能仍低于上轮高点

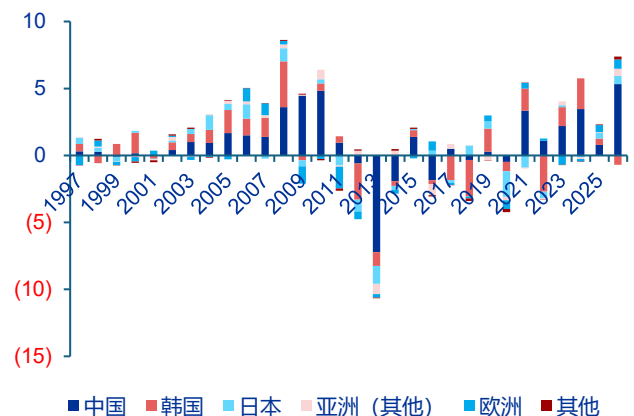
全球造船产能自 2021 年起整体进入扩张阶段，逐步修复下行期出清产能。本轮船周期自 2021 年开启上行，全球船厂产能自 2021 年以来整体呈增长态势。2025 年全球造船产量达 4346 万修正总吨 (CGT)，同比增长 6%，克拉克森预计 2026 年将增至约 5014 万 CGT，同比增长 15%，较上行周期前（2020 年）增长 67%。

图 9：全球造船产量及区域结构（百万 CGT）



资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

图 10：全球造船历年增/减量及区域结构（百万 CGT）

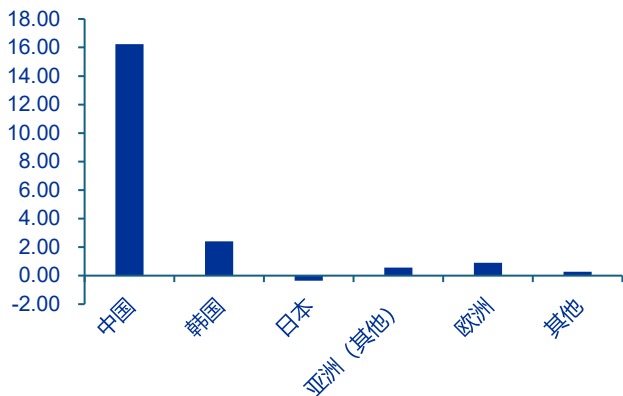


资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

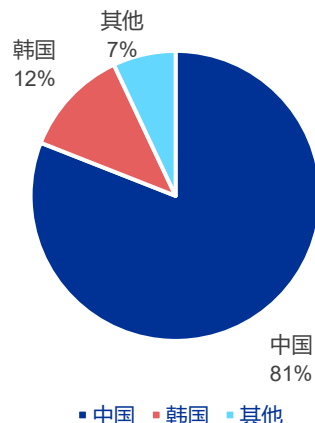
中国行业地位持续提升，本轮产能增量主要源自中国船厂。2025 年全球船厂产量较 2020 年增长 1336 万 CGT，其中中国、韩国的增量分别为 1089 万 CGT、312 万 CGT，占全球净增量的 82%、23%。据克拉克森预测，2026 年中国产量将进一步提升至 2802 万 CGT，达全球产能的 56%。

图 11：各地区 2026 年较 2020 年造船产能增量（百万 CGT）

图 12：2026 年较 2020 年全球造船产量增量 81%来自中国（CGT 口径）



资料来源: 克拉克森数据库, 申万宏源研究



资料来源: 克拉克森数据库, 申万宏源研究

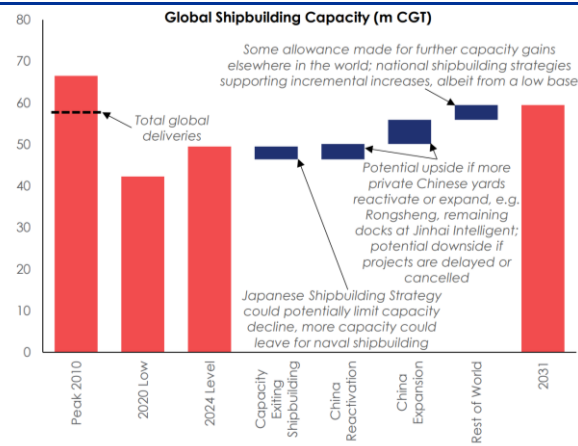
周期间对比: 即便扩产, 行业产能/船队保有量不足上轮周期高点的一半。全球船队保有量从 2008 年的 8 亿总吨, 上涨至 2025 年初的 17 亿总吨。而船厂年产能从 65mCGT 回落至约 49mCGT, 仅为上轮周期顶峰的 75%。在考虑当前未扩张但具有扩张潜力的船厂后, 据克拉克森, 预计至 2031 年全球造船产能仍无法突破上轮高点, 产能/船队保有量仍不足上轮高点的一半。

图 13: 船队保有量是上轮周期的 2 倍, 产能仅为上轮高点的约 75%

图 14: 考虑潜在可扩张产能, 2031 年前全球造船产能仍无法突破上轮高点

	2007-08 'Supercycle' Peak	2020 'Covid Crisis'	Early 2025
ClarkSea Index	Q2 2008: ~\$44,000/day	\$15,000/day	\$22,500/day
1 Year TC Rates	Capesize: ~\$155,000/day (Q4 '07) VLCC: ~\$87,000/day (Q3 '08)	Capesize: \$13,000/day VLCC: \$40,000/day	Capesize: ~\$13,000/day VLCC: ~\$38,500/day
Resolve Premium vs Newbuild	July 2008: Capesize: +70% VLCC: +23%	End 2020: Capesize: +5% VLCC: +3%	End 2024: Capesize: -1% VLCC: +16%
5 Year Old Premium vs Newbuild	July 2008: Capesize: +60% VLCC: +4%	End 2020: Capesize: -24% VLCC: -24%	End 2024: Capesize: -15% VLCC: -12%
GDP Growth Environment	Firm but faltering: global growth avg. 5.5% p.a. in 2006-07, 3.1% in 2008, 0.1% in 2009	Global recession due to Covid-19 lockdowns: global GDP fell 3%	Moderate: global growth steady at 3.2% but risks building into early 2025
Interest Rate Environment	Softening: LIBOR fell from 4.75% in Dec-07 to 1.6% by Jan-09	Low: SOFR dropped from ~2% to 0.1%	Elevated: SOFR >5% in late 2024, expected cuts ahead threatened by building inflation risk
Orderbook as % fleet	55% (Sep-08)	8% (End 2020)	15% (End 2024)
Shipyard Capacity	~65m CGT (2010)	~42m CGT	~49m CGT
Global Fleet	0.8bn GT (start-2008)	1.4bn GT (End 2020)	1.7bn GT (start-2025)
Top 20 Ship Finance Portfolios	\$352bn (2008)	\$249bn	\$244bn
Mega Trend: Green	Evolving	Accelerating, at the top of pre-Covid agenda	Accelerating regulation and policies
Mega Trend: Trade	Surging Chinese growth & commodity import, good global growth, globalization	'Trade war', protectionist trends, some re-shoring, developing economy growth	Moderate underlying growth threatened by uncertainty, disruption, geopolitics

资料来源: 克拉克森数据库, 申万宏源研究

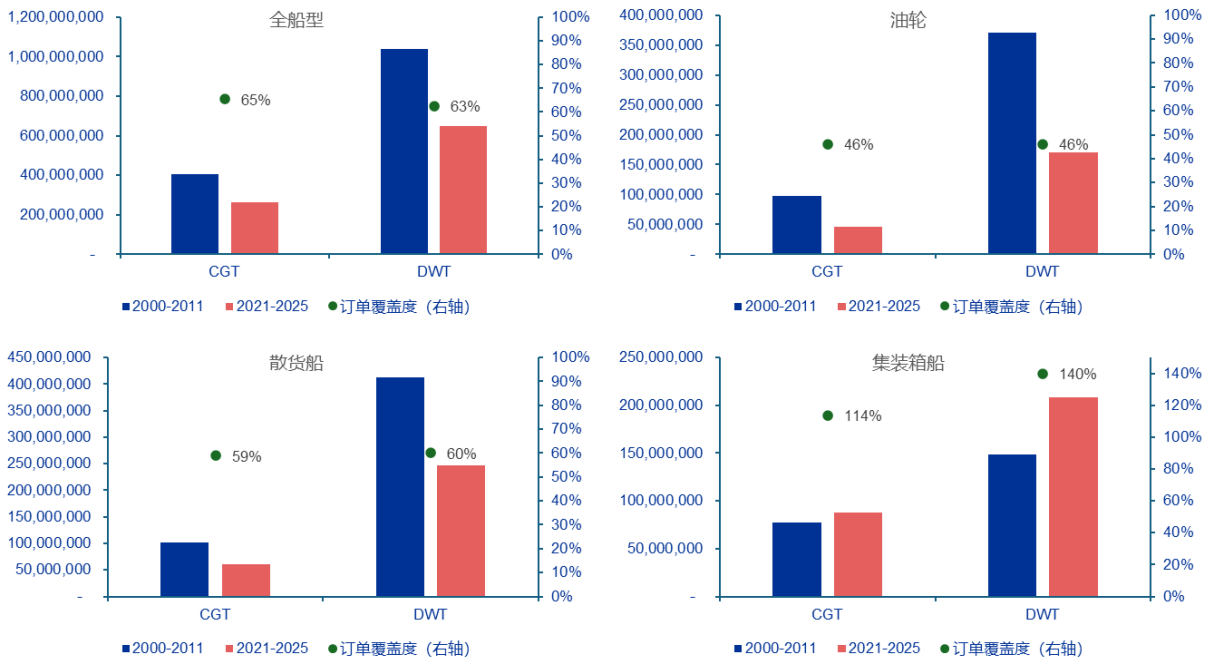


资料来源: 克拉克森数据库, 申万宏源研究

2.3 需求端: 周期替换进程刚过半, 箱船后续订单贡献能力被低估

全船型替换度刚过 60%, 油散潜在替换需求仍旧充足。上一轮船舶密集交付周期(2000-2011), 全船型共交付 4.05 亿 CGT, 10.38 亿 DWT。2021-2025 年累计新签订单 2.65 亿 CGT, 6.49 亿 DWT。若以上轮密集交付周期 (2000-2011) 交付量作分母, 2021 年以来累计新签订单作分子计算替换覆盖度。CGT 口径: 替换覆盖度 65%。DWT 口径: 替换覆盖度 63%。其中集装箱船本轮下单量已超过上轮交付总量, 油轮订单覆盖度不足 50%, 散货船大约 60%, 替换需求仍旧充足。

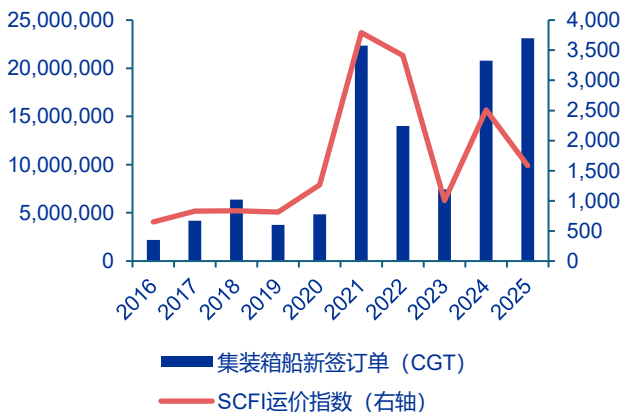
图 15: 全船型替换覆盖度刚过 60%，油轮替换度不足 50%



资料来源: 克拉克森数据库, 申万宏源研究

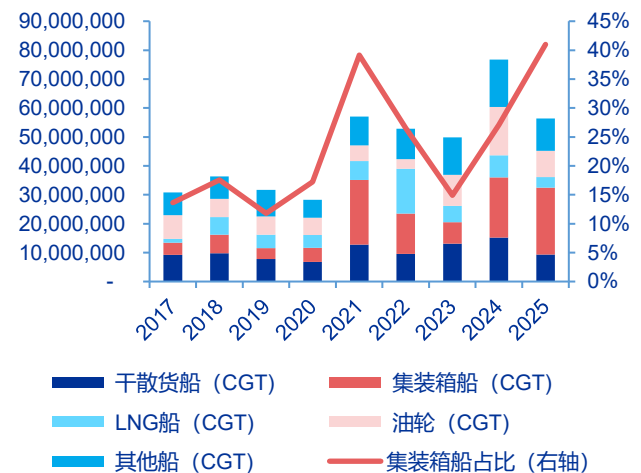
集装箱船下单量虽已超过上轮, 但新一轮运力竞赛已启动, 船东持续下单。 2021、2024 年集运运价大幅上涨后船东大幅下单, 2025 年集装箱船虽已有大量在手订单, 但仍成为新签订单主力, 且在运价下滑背景下出现订单量逆势增长。集运行业本身为 B to C 商业模式, 具有用户粘性, 增加更多的运力供应是公司提升市场份额的必要手段, 故船公司天然有持续扩张运力的诉求。同时集运市场集中度较高, 下行期船公司边际成本定价, 而优质新船可降低现金流盈亏平衡线。当前持有大量现金的集运公司陆续进入“运力竞赛”状态, 后续订单可持续性较强。

图 16: 2025 年集运运价下行但新船订单量增长



资料来源: 克拉克森数据库, 申万宏源研究

图 17: 集装箱船为 2025 年新签订单占比最高的船型



资料来源: 克拉克森数据库, 申万宏源研究

主要集运公司手持订单体量分化, 新签订单需求有望持续释放。 马士基与赫伯罗特的订单占自有运力比例分别仅为 14%与 22%, 在头部公司中明显落后。相比之下, 地中海航运、

达飞轮船及长荣海运的订单比例均超过 50%。为维持联盟竞争地位、保障核心航线网络的服务密度与稳定性，弥补此运力缺口并追赶竞争对手的船队升级步伐是重要的战略布局。预计后续以马士基、赫伯罗特为代表的公司新船下单需求规模可观，将为全球造船市场提供持续且坚实的需求驱动。

图 18：集运公司手持订单体量分化，运力竞赛下预计新船需求持续释放

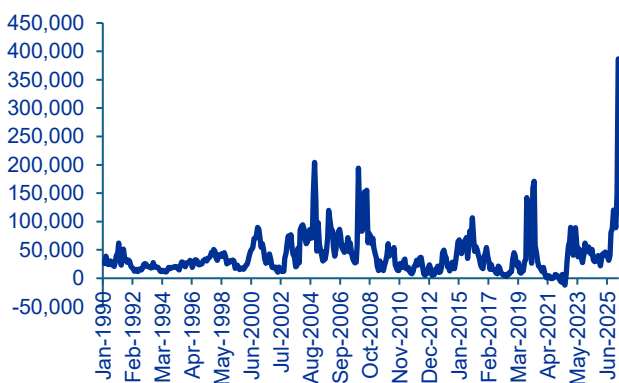
Top Containership Operators (by teu deployed)	Containerships Deployed						Containerships Owned				
	end '23		end '24		Dec-25		Dec-25		On Order		
	No.	teu	No.	teu	No.	teu	No.	teu	No.	teu	% fit
1 MSC	775	5,539,008	847	6,208,759	914	6,940,502	634	3,836,267	108	2,048,000	53%
2 Maersk	679	4,076,509	713	4,325,470	723	4,474,905	330	2,625,171	28	374,480	14%
3 CMA CGM	607	3,540,621	641	3,832,927	665	4,041,615	332	2,400,996	84	1,459,464	61%
4 China COSCO Shipping	429	2,916,884	457	3,224,904	474	3,421,063	284	2,714,786	46	829,564	31%
5 Hapag-Lloyd	263	1,947,962	291	2,263,609	307	2,429,672	133	1,419,345	24	312,000	22%
6 ONE*	233	1,776,471	246	1,913,660	269	2,078,580	101	866,416	50	641,000	74%
7 Evergreen	209	1,606,369	222	1,721,997	228	1,892,464	160	1,306,852	55	844,700	65%
8 HMM	71	803,774	81	906,247	88	964,667	76	858,684	16	193,392	23%
9 Yang Ming	95	712,554	100	723,760	101	730,296	54	258,084	18	236,660	92%
10 ZIM	122	605,776	132	766,910	125	716,847	14	88,856			

资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

2.4 边际变化：下游油运迎超级周期，景气度加速向造船传导

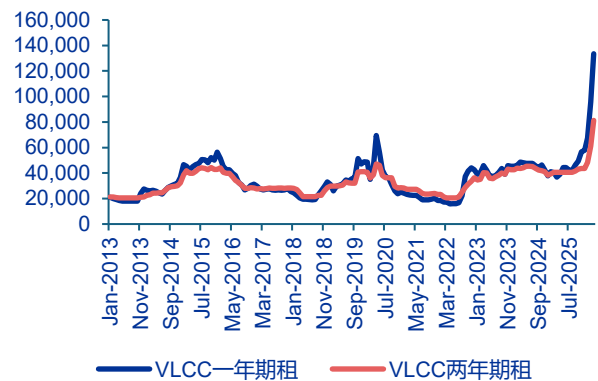
油运运价突破历史高位反映市场超高景气度，二手船价超越新造船价彰显船东对市场信心充足。油运市场需求端存在黑油与合规油结构变化逻辑，供给端船队老龄化叠加新增运力有限，供给约束确定性强。韩国船东 Sinokor 激进拿船，已控制 17% 整体 VLCC 运力、37% 合规市场的现货运力。Sinokor 挺价操作下货主被动接受高运价，运价易涨难跌，在供需偏紧与地缘冲突不断的大背景下，运价对供需波动将更加敏感，高波动&高基数特征继续放大。2026 年 3 月初 VLCC 即期运价突破历史最高点，1 年期租价格逼近 14 万美元/天高位，彰显市场高景气度。船价端 VLCC 二手船价超过新造船价，资产价格期限呈 BACK 结构。

图 19：VLCC 即期运价突破历史高位（\$/天）



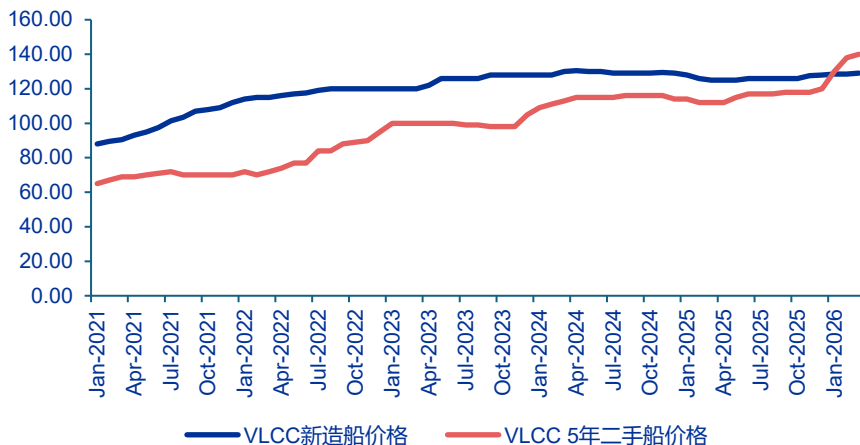
资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

图 20：VLCC1 年期租价格逼近 14 万\$/天



资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

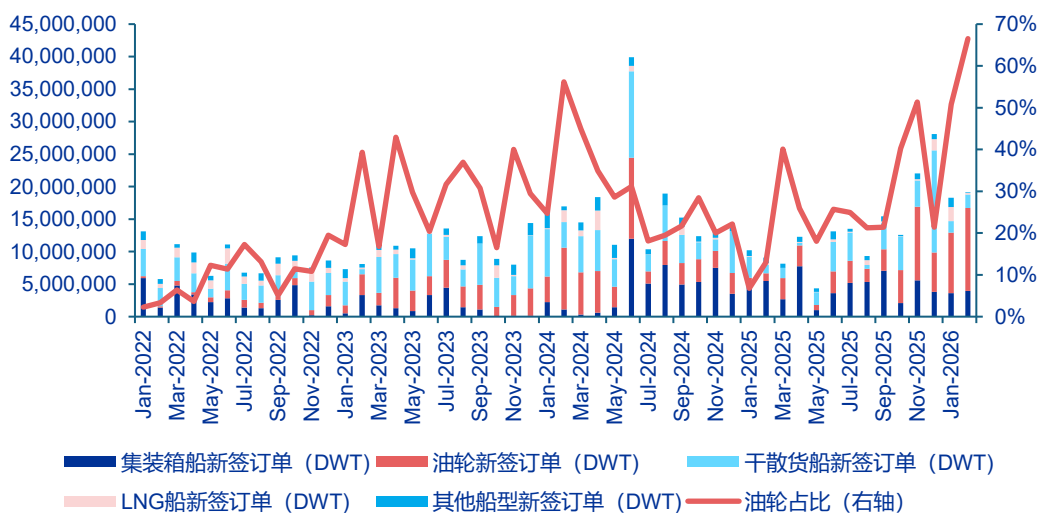
图 21：VLCC 资产价格期限呈 BACK 结构（百万美元）



资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

复盘历史，航运子板块高景气度将向上游造船传导：2021年集运市场景气度抬升，集运板块股价跟随运价上行，景气度传导至上游造船，中国船舶股价在集运板块启动后约4个月后显著上行。2022年地缘冲突引发油运运价上行，油运板块股价跟随运价上行，中国船舶股价在油运板块启动后约4个月开始出现上行。2024年红海绕行带来集运新一波景气度抬升，中国船舶与集运板块同频启动上行。2025年8月油运运价逐步上行，航运端油轮股价随运价上行，当前油运景气度维持高位，需求驱动下造船板块再次受益。**当前新签订单已连续多月同比增长，油轮成为新签订单主力，部分船型船价回升，带动造船市场景气度提升。**

图 22：油轮新签订单自 2025 年末开始放量，已连续 2 个月成为新签订单主力



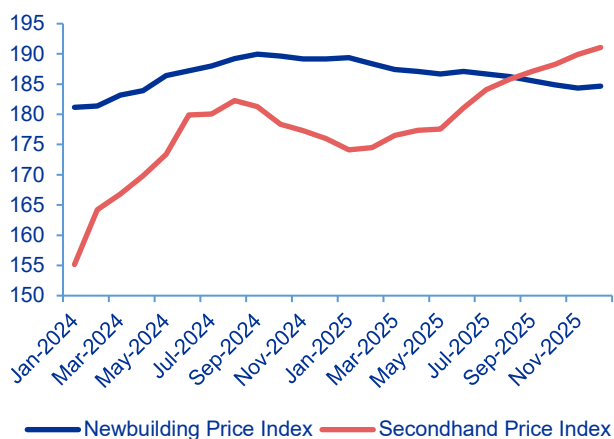
资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

2.5 二手船价持续上行，新造船价已现企稳迹象，后续有望回升

二手船价过去一年持续上行，与新造船价走势出现分化。二手船价与新造船价出现分化。二手船价指数自 年 月起上行，已连续上涨 个月。新造船价指数在 年

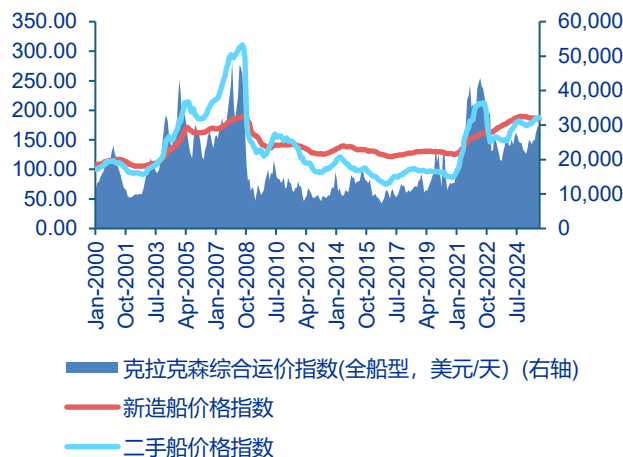
内整体呈回落态势，2025 年 12 月环比小幅回升企稳，此后进入震荡阶段。2025 年内二手船价指数从下向上穿越新造船价指数，部分船型二手船价超过新造船价，资产价值期限结构呈 BACK 结构，反映供需紧张态势。复盘历史，2000 年以来，二手船价格指数超越新造船价格指数共四次，其中三次均伴随新造船价格上行。

图 23：二手船价整体上行，与新造船价走势背离



资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

图 24：二手船价从下向上穿越新造船价格，历史往往伴随新造船价格回升

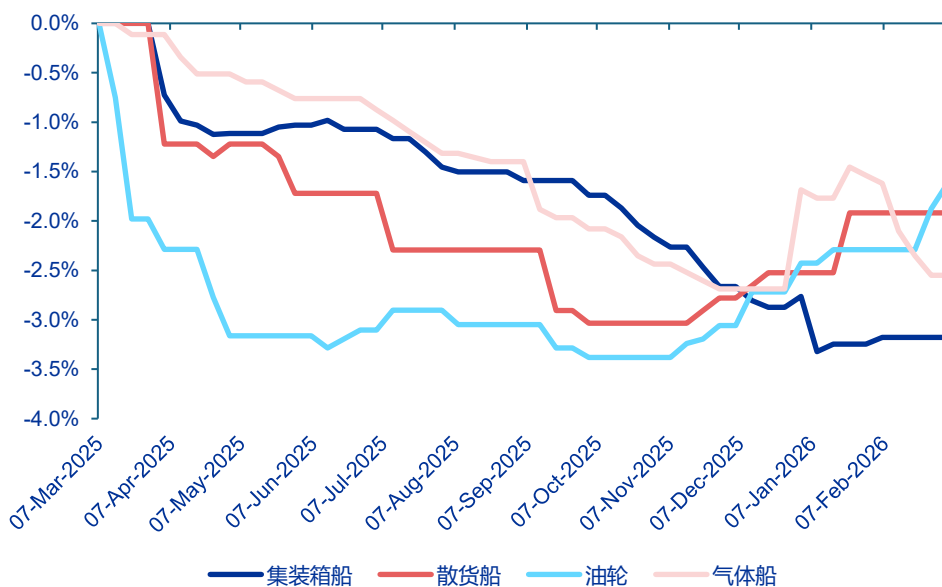


资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

新造船价格分化，油轮散货领先上行，箱船与气体船回稳震荡，后续有望整体回升。

2025 年末不同船型新造船价格走势出现分化，周期替换度相对较低的油轮与散货船新造船价格率先企稳，此后进入回升走势。气体船与集装箱船在 2026 年初企稳，此后进入震荡。不同船型共用船厂产能资源，船价走势具有传递性，油轮高景气背景下连续 2 个月成为新签订单主力，新释放的船台/船坞资源被油轮占据，有望带动新造船价格指数整体回升。

图 25：多种船型新造船价格企稳，油轮散货已领先进入回升趋势



资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

3. 本轮油运高景气最大受益船厂，量价齐升助力业绩增长

3.1 把握油轮需求释放机遇，手持订单快速积累

本轮油运高景气周期中，恒力重工把握机遇，成为 VLCC 订单释放的最大赢家。据克拉克森数据，2023 年至 2026 年 3 月 11 日，全球 VLCC 新船订单累计 203 艘，其中恒力重工一家独揽 76 艘，以 37% 的市占率断层领先。2026 年以来 VLCC 新签需求集中释放，恒力重工新签 46 艘（截至 26 年 3 月 10 日）成为核心受益者，彰显在大船建造领域强大的产能承接能力与客户认可度。

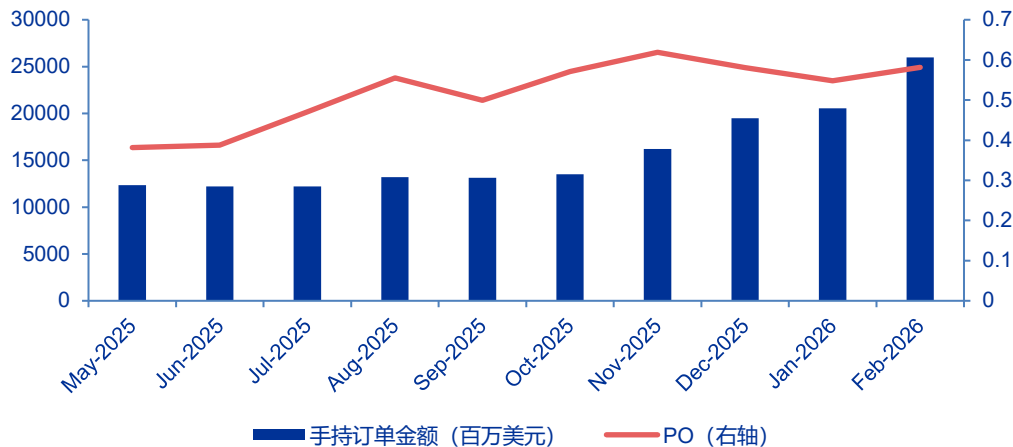
表 1: VLCC 新签订单归属节奏 (艘)

	2023	2024	2025	2026	总计
CSSC Tianjin	2	13			15
Dalian COSCO KHI	2	2			4
Dalian Shipbuilding		19	6		25
Hantong WinG HI			2		2
Hanwha Ocean		7	19	3	29
HD Hyundai HI (HHI)			4		4
HD Hyundai Samho		6	4		10
Hengli SB (Dalian)		8	22	46	76
Jiangsu New Hantong		6	2		8
JMU Ariake Imabari	1	3	6		10
New Times SB	5	2	2	2	11
Qingdao Beihai SB	1	2		2	5
Shanghai Waigaoqiao		4			4
总计	11	72	67	53	203

资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

手持订单持续积累：结合克拉克森数据，估测恒力重工手持订单金额于 2026 年 2 月末已攀升至 **260 亿美元**，较年初（195 亿美元）增长 33%，订单呈加速积累态势。仅 2025 年 11 月至 2026 年 2 月四个月间便新增超百亿美元，彰显其在油轮等高附加值船型领域的强劲接单能力，为公司未来业绩持续高增提供充足保障。

图 26: 恒力重工手持订单持续积累



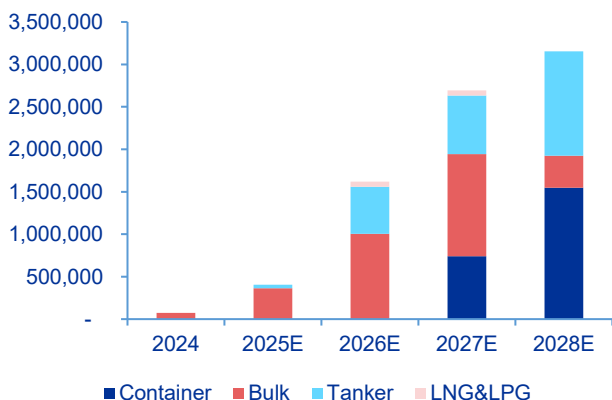
资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

3.2 造船量价齐升：产能爬坡+高附加值订单占比提升

产能爬坡：25-28 年排产交付量逐年提升。根据克拉克森数据，STX 大连时期公司造船业务的最高交付年份为 2012 年，当年交付量约 83 万 CGT，为历史最高水平。重启后的恒力重工于 2024 年实现复产并交付首批船舶，2026-2028 年排产量逐年提升，当前排产同比增速 298%、66%、17%。

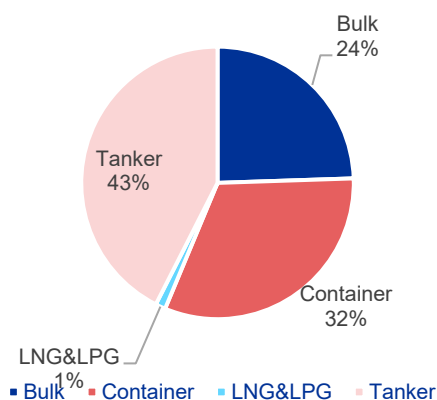
高价值订单排产占比提升：VLCC 与大型集装箱船于 27-28 年集中交付且占比逐年提升。当前恒力重工手持订单约 994 万 CGT/260 亿美元。其中集装箱船/散货/油轮/气体船占比 (CGT 口径) 32%/24%/43%/1%。结合公司排产数据，附加值偏低的散货船在 26-28 年排产占比 62%、45%、12%，占比逐步减少。油轮自 2026 年开始集中交付，26-28 年排产占比 34%、26%、39%，集装箱船自 2027 年开始交付，26-28 年排产占比 0%、27%、49%，逐步成为远期交付主力。

图 27：恒力重工排产船型结构 (CGT)



资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

图 28：恒力重工手持订单结构 (CGT 口径)



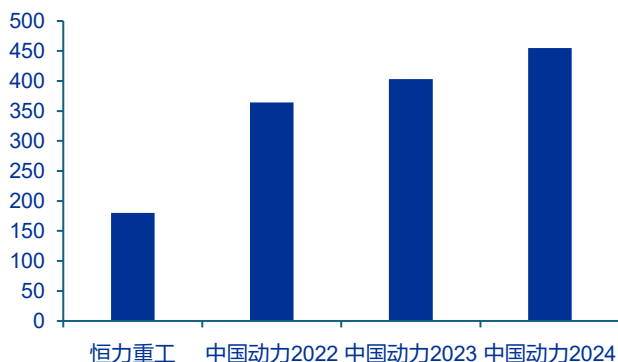
资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

3.3 发动机自产为主，具备各燃料类型低速机的生产能力

发动机是船舶核心部件，公司具备船用发动机自主生产能力。发动机作为船舶关键部件，其供货稳定性直接影响建造进度。通过自供发动机，公司实现产业链整合，有效控制供应链风险，保障船舶交付及时性并优化成本结构，提升整体竞争力与盈利能力。目前，公司成功交付的发动机满足 IMO 最新排放标准，节能环保优势显著，契合船舶产品向绿色高端转型的发展趋势。

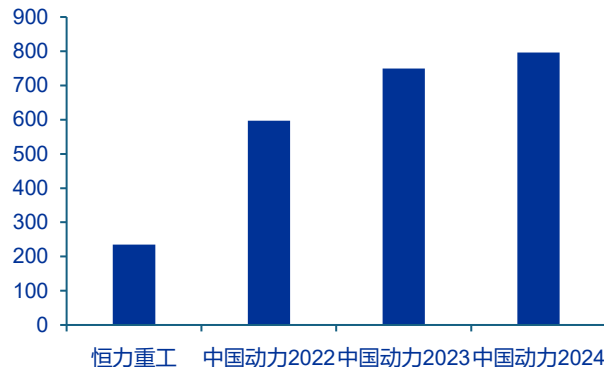
年产能 180 台/320 万马力，覆盖多燃料类型。恒力发动机锚定“双碳”战略，已形成年产 180 台、总功率 320 万马力(约 235 万 KW)的规模化产能，并实现液化天然气(LNG)、液化石油气 (LPG)、甲醇、氨四种双燃料发动机全覆盖。对比中国动力 2024 年低速机产量 455 台/796 万 KW，恒力重工低速机产能约为中国动力的 30%-40%。

图 29：恒力重工与中国动力低速机产能对比（台数）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：恒力重工与中国动力低速机产能对比（万 KW）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

发动机业务具备向外部市场延伸潜力，届时有望带来额外业绩增量。短期内，公司发动机业务的核心价值主要为保障内部供应、提升总装协同效率、降低外采扰动并优化整体盈利能力。随着低速机产品批量化交付持续推进、双燃料机型谱系不断完善，以及产品可靠性、交期能力和成本竞争力逐步增强，后续若实现对外销售突破，有望为独立贡献收入与利润的重要板块。相较船舶总装，发动机制造的壁垒与附加值更高，外销潜力值得关注。

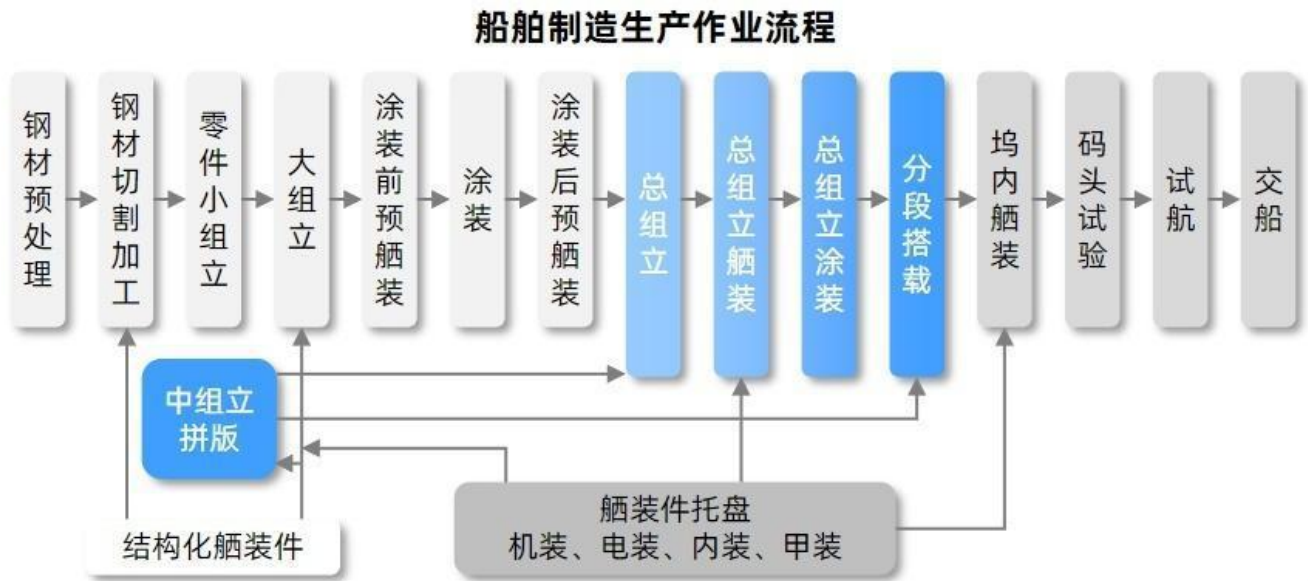
4.多船并造实现效率最大化，潜在接单能力及远期产能上限充足

4.1 大型化装备提高效率，多船并造能力得到验证

现代船舶建造是一项高度集成的系统工程，核心在于模块化与并行建造。船体被分成数百个分段，在车间内同步预制，并预先安装大量管路、设备（预舾装）和涂装。这些分段如同巨型“积木”，在船坞中通过大型龙门吊精准合拢成完整船体。随后船舶下水，在码头完成

剩余舾装、设备调试和全面测试，最终通过严格的海试验收后交付。全过程依托精度管理与壳舾涂一体化作业，以实现质量、周期和成本的最优控制。

图 31：造船过程总览



资料来源：行行查，申万宏源研究

恒力重工重视造船设施的大型化升级，为实现多艘船舶并行建造提供了有力保障。在工厂规划和硬件投入方面，恒力重工不断扩充包括大型船坞、重型龙门吊等关键装备，加强了总组、分段以及上下游工序的联动能力，使多船并造成为常态化生产模式。同时，设施大型化带来的生产动线优化与作业协同提升，使得船体分段及总装周期有效缩短，交付效率和资源利用率显著增强。这一模式不仅提高了单位时间产能和订单承接能力，也有助于公司灵活应对高峰期订单，进一步巩固了恒力重工在行业内的规模与效率优势。

图 32：恒力重工在船坞配备大型龙门吊配合批量化造船



资料来源：国际船舶网，申万宏源研究

并行建造能力得到验证：4艘VLCC或6条8万吨散货船同时出坞。2026年1月4日，由恒力重工1号船坞建造的4艘超大型油轮（VLCC）同一天出坞下水，4艘VLCC同坞建造、同日出坞，创造了全球造船行业新纪录，标志着恒力重工节拍化、规模化造船能力

已达到世界领先水平。2026年1月6日，由恒力重工3号船坞建造的6艘8.2万载重吨散货船同日出坞，该吨级散货船同坞建造、同日出坞，为全球造船行业第一次。

图 33: 恒力重工 1 号船坞 4 艘 VLCC 同时出坞



资料来源：恒力重工集团公众号，申万宏源研究

图 34: 恒力重工 3 号船坞 6 艘 8.2 万吨级散货船同时出坞



资料来源：恒力重工集团公众号，申万宏源研究

4.2 在建产能陆续释放，后续接单空间及远期产能上限充足

恒力重工一二期产能已逐步投产。一期“海洋工厂”已于2023年全面运营，核心资产为全球最大的超级船坞（长741米、宽135米），可同时建造4艘30万吨级VLCC，并配建4座船台，具备20万吨级以下船舶建造能力。2026年初实现“一坞四船”同时出坞，创全球纪录，彰显其节拍化制造能力已达世界级水平。二期“未来工厂”于2025年投产，重点聚焦高附加值船舶，核心为两个长达860米的世界级船坞及超200万平米智能化车间，配备2000吨级龙门吊，专注VLCC、VLGC、集装箱船及海工装备制造，引领总装效率进入世界前列。两期工厂达产后，恒力重工年钢板加工能力将达230万吨，加速向全球单体规模最大的造船基地迈进。

表 2: 恒力重工产能梳理

设施名称	所属项目/期别	关键参数	产能及建造案例
1号船坞	一期（海洋工厂）	长741米，宽135米	可同时建造4艘30万吨级VLCC/VLOC，已创下4艘VLCC同日出坞的纪录。
船台（4座）	一期（海洋工厂）	-	陆地建造更加高效，配合浮船坞，可同时建造12艘20万吨以下船舶。已成功使用船台完成过18万吨散货船的建造。
2号船坞	二期（未来工厂）	长860米，宽80米	2号与3号坞为“双子坞”设计，主要用于大型散货船、集装箱船等批量建造。
3号船坞	二期（未来工厂）	长860米，宽80米	主要用于大型散货船、集装箱船等批量建造。已创下6艘8.2万载重吨散货船同日出坞的全球纪录。
4号船坞	在建	长860米，宽146米	可同时建造4艘30万吨级VLCC/VLOC，建造能力与1号船坞相近。
船台	在建	-	-

资料来源：船海装备网，大连市智能制造产业协会，申万宏源研究

远期产能上限：待在建产能投产，效率最大化时单年最大产值有望突破 1000 亿元，利润突破 200 亿元。公司当前 3 座大船坞+4 座船台满产时可建造超过 8 艘大型船（VLCC 或 2 万箱集装箱船）+12 艘中小型船（20 万吨以下船舶），按 3 个月出坞的效率预估，一年最多可生产 32 艘大型船+48 艘中小型船。假设船价维持稳定，在建的 4 号船坞投产及相关船台投产，满效率运作下远期年产值有望突破 1000 亿元。此外，当前公司存在四期产能规划，但具体信息具有不确定性，本报告的盈利预测暂未考虑四期产能，若未来四期产能增量明确，公司远期业绩有望进一步上修。

5. 盈利预测与估值

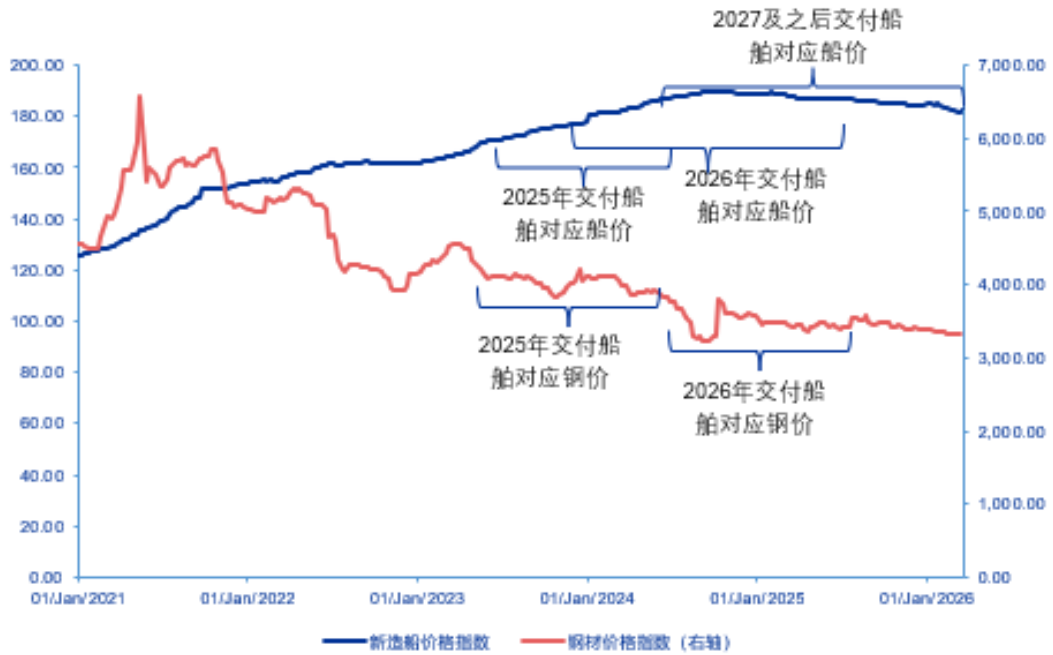
5.1 盈利预测

造船业务收入端：结合克拉克森排产数据进行测算，订单签单价格参考签单月该船型船价和中国平均签单价格，结合不同船型的价格系数，估算出单笔订单造价。公司按照履约进度确认收入，参考行业平均水平，假设单船建造时间 1.5 年，前 5 个季度均匀确认 60% 收入，交付季度一次性确认 40%。公司当前手持订单饱满，2028 年排产量（CGT 口径）已超过 2027 年，2029 年存在部分订单，远期签单的制约因素主要为锁汇问题。考虑到当前造船市场高景气度，假设公司后续新签订单的船价维持稳定，同时远期产能利用率维持稳定，即假设 2028 年 Q4 之后的季度产量维持 2028 年四季度水平。通过以上方式估测，预计 2026-2028 年确认造船收入 410、685、849 亿元。

造船业务成本端：公司各项成本随船舶生产量和自身属性变化。直接材料成本主要为钢材成本，单位 CGT 产量的材料成本变动幅度假设与钢材价格变动一致，采购钢材时间假设为船舶交付时点前 1.5 年。人工成本端，假设单位 CGT 消耗人工成本每年增长 3-5%。其余成本项每年变动幅度与产量增幅同频变化。

造船毛利率：结合以上测算，预计 2026-2028 年造船毛利率为 26%、30%、31%。造船毛利率增长的核心推力为公司未来几年高附加订单占比提升，收入增长快于产量（CGT 口径）增长，同时近年钢材价格持续走弱，与船价形成剪刀差，推动利润率提升。

图 35：恒力重工不同年份交付船舶对应船价与钢价情况



资料来源：克拉克森数据库，申万宏源研究

其他业务：假设收入成本维持稳定。

费用端：假设 2026-2028 年销售、研发、管理费用/营业收入比率维持 2025 年相近水平。

表 3：公司整体及各业务盈利预测

百万元	2025	2026E	2027E	2028E	
公司整体	营业收入	21,639	41,755	69,233	85,661
	YoY	-	93%	66%	24%
	营业成本	17,224	30,736	47,919	58,661
	YoY	-	78%	56%	22%
	毛利率	20%	26%	31%	32%
船舶产业	营业收入	20,864	40,980	68,459	84,886
	YoY	-	96%	67%	24%
	营业成本	16,926	30,439	47,622	58,363
	YoY	-	80%	56%	23%
	毛利率	19%	26%	30%	31%
其他业务	营业收入	775	775	775	775
	YoY	-	0%	0%	0%
	营业成本	297	297	297	297
	YoY	-	0%	0%	0%
	毛利率	62%	62%	62%	62%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

结合以上测算，预计公司 2026-2028 年收入 418、692、857 亿元，归母净利润 70、143、186 亿元。

公司 26 年 4 月公告《关于 2025 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告》，已就年报问询函问题逐一回复：造船收入采用时段法确认，符合准则与行业惯例。合同资产规模与减值计提匹配交付进度。存贷双高系行业垫资特征与扩张阶段叠加所致，利息收支匹配合理。大额预付及存货增长与开工船舶数量适配，减值计提充分。固定资产满负荷运转，无减值迹象。整体回复逻辑清晰，依据扎实，与行业可比公司处理方式一致，具备合理性。

5.2 估值：PE 低于可比公司，远期业绩具备持续上修可能

选取与公司业务类型相似的企业作为可比公司。选取 A 股与公司类似，同为船舶制造产业链的企业作为可比公司——中国船舶（船舶制造公司）、中船防务（船舶制造公司）、中国动力（船用发动机制造公司）。

结合造船行业特性及公司产能爬坡情况，选取相对远期（2027 年）PE 作为可比估值标准。造船行业订单周期较长且排产清晰，当前承接的船舶合同对应未来的营收与利润，因此估值锚点理应后移，采用远期 PE 进行比较更具参考意义。对松发股份而言，公司尚处产能爬坡阶段，现有交付节奏尚未充分释放接单能力。若仅以 26 年度衡量，既低估了在手订单的真实价值，也与可比同行成熟产能状态缺乏可比性，综合远期预期可得性，选取 27 年 PE 作为可比估值基准。

PE 低于可比公司均值，上行空间充足，给予买入评级。可比公司按市值加权后的 2026-2027 年 PE 均值为 18、14 倍，公司仅 18、9 倍，更能反映公司实际经营能力的 27 年 PE 显著低于可比公司，上行空间充足。公司造船确认收入和成本依照履约进度，伴随在建产能投产与批量化建造带来的效率提升，后续接单有望持续增加远期产能预期，远期盈利预测存在上修可能。给予公司“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	证券简称	2026/4/20		申万预测归母净利润（亿元，人民币）			PE		
		收盘价 (元，原始 货币)	总市值 (亿元， 人民币)	2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E
600150.SH	中国船舶	35.28	2,655	77.10	177.11	235.10	34	15	11
600685.SH	中船防务	30.66	433	15.41	23.74	42.70	28	18	10
600482.SH	中国动力	38.20	866	20.53	31.01	35.72	42	28	24
可比公司均值（按市值 加权）							35	18	14
603268.SH	松发股份	133.34	1,294	26.55	70.37	143.07	49	18	9

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：松发股份与中船防务 2025 年归母净利润为实际值，其他为预测值

6.风险提示

民船新接订单不及预期：公司民船业务处于充分竞争的全球造船市场，与日韩等发达国家头部船厂直接竞争。民船业务新接订单对公司利润和经营起到至关重要的作用，未来存在因为上游需求不及预期、竞争及经营情况波动导致新接订单数量、质量、价格不及预期的可能性。

航运景气度下滑：公司所处的民用船舶及海洋工程装备制造行业与全球航运业、海洋工程行业密切相关，航运与海洋工程行业受经济增长、航运市场形势和国际原油价格等周期性波动的影响较大。经济处于繁荣周期时，航运指数及运价也会相对较高，针对公司主业产品相关的需求将更旺盛，反之则需求萎缩。因此随着世界经济波动，地缘冲突频发，不稳定、不确定因素显著增多，对新船订单量和新船价格会造成波动性影响，从而对公司的业绩产生影响。

钢价大幅上涨与人民币大幅升值：公司生产经营用主要原材料为板材、型材等钢材及铜、铝等金属材料，受宏观经济及供需情况变化影响。公司下属子公司的船舶建造合同多以外币结算，如汇率波动较大，可能使业绩产生波动。

订单交付不及预期风险：公司产能于近年重启或新建，如新建产线人员熟练度不足、关键设备调试周期延长，或供应链配套环节出现延迟，可能导致生产节奏放缓。上述因素的出现可能造成部分订单交付时间晚于合同约定，进而影响当期收入确认及业绩兑现。

募资计划审核不通过风险：公司当前向特定对象发行 A 股股票事项尚需经上交所审核通过，并在获得证监会作出同意注册的决定后方可实施，最终能否通过上交所审核并获得中国证监会同意注册的决定尚存在不确定性。本次募资关联到公司未来产能建设，如募资计划未通过审核，公司未来经营业绩或受到影响。

信息披露问询后续风险：公司 2026 年收到信息披露监管问询，公司现已做出回复并发布公告。公司此次回复合理且已被解除风险警示。若未来会计处理判断与监管要求产生分歧，可能会引发审计意见调整及市场预期波动，对公司业绩预期及股价造成影响。

财务摘要

合并利润表

单位: 百万元 (人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,771	21,639	41,755	69,233	85,661
营业收入	5,771	21,639	41,755	69,233	85,661
营业总成本	5,504	18,619	33,310	52,070	63,306
营业成本	4,940	17,224	30,736	47,919	58,661
税金及附加	68	100	192	374	463
销售费用	36	27	51	97	120
管理费用	248	518	999	1,689	2,090
研发费用	62	166	321	585	724
财务费用	150	585	1,011	1,406	1,249
其他收益	69	165	0	0	0
投资收益	0	15	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-8	-4	0	0	0
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
资产处置收益	5	-17	0	0	0
营业利润	331	3,176	8,445	17,163	22,354
营业外收支	0	5	0	0	0
利润总额	331	3,181	8,445	17,163	22,354
所得税	107	527	1,405	2,855	3,718
净利润	224	2,655	7,040	14,308	18,636
少数股东损益	0	0	3	2	3
归属于母公司所有者的净利润	224	2,655	7,037	14,307	18,633

资料来源: 聚源数据, 申万宏源研究

合并现金流量表

单位: 百万元 (人民币)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	224	2,655	7,040	14,308	18,636
加: 折旧摊销减值	179	471	1,053	1,503	1,653
财务费用	157	617	1,011	1,406	1,249
非经营损失	-25	-17	0	0	0
营运资本变动	-3,422	-5,218	-5,331	-10,267	-5,748
其它	7	34	0	0	0
经营活动现金流	-2,881	-1,458	3,773	6,951	15,791
资本开支	4,837	9,615	8,000	8,000	2,000
其它投资现金流	0	15	-10	-10	-10
投资活动现金流	-4,837	-9,600	-8,010	-8,010	-2,010
吸收投资	,	,			

负债净变化	3,196	10,172	7,053	4,972	-9,478
支付股利、利息	50	315	1,011	2,110	2,680
其它融资现金流	2,352	2,613	-1	0	0
融资活动现金流	7,998	16,406	6,040	2,863	-12,158
净现金流	293	5,308	1,804	1,804	1,623

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

单位：百万元（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10,769	29,032	44,848	65,354	78,383
现金及等价物	2,372	7,225	9,038	10,851	12,484
应收款项	3,556	3,538	3,831	4,180	4,468
存货净额	1,852	5,175	9,235	14,398	17,626
合同资产	2,291	10,380	20,029	33,210	41,089
其他流动资产	698	2,715	2,715	2,715	2,715
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	6,742	16,584	23,530	30,027	30,374
无形资产及其他资产	1,932	3,776	3,776	3,776	3,776
资产总计	19,443	49,392	72,154	99,157	112,532
流动负债	12,672	31,840	47,385	60,694	56,819
短期借款	2,626	11,126	18,000	22,883	13,361
应付款项	4,637	7,640	13,635	21,257	26,022
其它流动负债	5,409	13,073	15,750	16,553	17,436
非流动负债	3,492	8,100	8,279	8,368	8,412
负债合计	16,164	39,940	55,664	69,061	65,231
股本	124	971	971	971	971
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,247	5,919	5,919	5,919	5,919
其他综合收益	-6	0	0	0	0
盈余公积	23	23	23	23	23
未分配利润	-110	2,538	9,576	23,179	40,381
少数股东权益	0	0	3	4	8
股东权益	3,279	9,452	16,491	30,095	47,301
负债和股东权益合计	19,443	49,392	72,154	99,157	112,532

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
全面摊薄每股收益	0.23	2.73	7.25	14.74	19.19
每股经营现金流	-2.97	-1.50	3.89	7.16	16.27
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.72	1.47
每股净资产	3.38	9.74	16.98	31.00	48.72
关键运营指标(%)					
ROIC

ROE	6.8	28.1	42.7	47.5	39.4
毛利率	14.4	20.4	26.4	30.8	31.5
EBITDA 利润率	11.3	19.6	25.2	29.0	29.5
EBIT 利润率	8.3	17.4	22.6	26.8	27.6
营业总收入同比增长	2,700.3	275.0	93.0	65.8	23.7
归母净利润同比增长	-	1,083.1	165.1	103.3	30.2
资产负债率	83.1	80.9	77.1	69.6	58.0
净资产周转率	1.8	2.3	2.5	2.3	1.8
总资产周转率	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8
有效税率	32.3	16.6	16.6	16.6	16.6
股息率	0.0	0.0	0.0	0.6	1.2
估值指标(倍)					
PE	576.9	48.8	18.4	9.0	6.9
PB	39.5	13.7	7.9	4.3	2.7
EV/Sales	23.5	6.9	3.7	2.3	1.8
EV/EBITDA	208.6	35.1	14.8	8.0	6.0
当期发行在外总股数	124	971	971	971	971

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司

<http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。