

海工景气上行叠加集装箱稳中向好，模块化数据中心打开成长空间

核心观点

公司是世界领先的物流装备和能源装备供应商，已构建物流及能源行业的关键装备及解决方案的产业集群。集装箱短期受益集运供给结构性失衡，中长期受益国际贸易持续增长，整体稳中向好；建筑提效、节省人力等行业核心诉求下，模块化数据中心市场有望高增，公司在手订单充足；海工板块受益资本开支加速向深水及超深水流入，行业 FPSO、FLNG 订单预期充足，公司在手订单饱满，前期订单进入建造期有望持续贡献业绩增量。

摘要

世界领先的物流装备和能源装备供应商

物流装备+能源装备双轮驱动，制造+服务全生命周期覆盖。公司是世界领先的物流装备和能源装备供应商，已构建物流及能源行业的关键装备及解决方案的产业集群。**物流装备及服务领域**，公司业务涵盖集装箱制造、道路运输车辆、空港与物流装备及消防与救援设备、物流服务、循环载具，以集装箱制造业务为核心，业务拓展多为客户资源的重复利用或制造优势的延伸；**在能源装备及服务领域**，主要为能源、化工及液态食品装备、海洋工程等，系物流板块稳固后，集团持续收并购构建的第二增长曲线。

集装箱稳中向好、模块化数据中心快速放量，龙头地位持续稳固

（一）集装箱：短期稳中向好，中长期受益国际贸易持续增长

集装箱行业短期受益集运供给结构性失衡，中长期受益国际贸易持续增长。中长期来看，受贸易格局变动、供应链结构性失衡等因素影响，中国集装箱产量中枢持续上移。短期来看，宏观方面，全球贸易持续增长，欧美补库趋势下需求韧性仍在；供需方面，行业进入供给结构性失衡阶段，运价逐步企稳回升。综上，我们认为集装箱行业整体趋势稳中向好，2026年内表现为前低后高，行业韧性与弹性兼具，韧性表现为国际贸易上行需求仍在，弹性表现为供需端受地缘冲突影响供给结构性失衡。

公司集装箱龙头地位稳固。公司能够提供全系列集装箱产品，市场占有率稳定在40%以上，是全球第一大龙头，行业周期底部时能够受益于优异的成本管控以及生产端效率提升获得相对优势，周期上行时有望成为向上趋势的最大受益者。

（二）模块化建筑：脱胎于集装箱业务，数据中心建设需求高增模块化建筑是从集装箱制造 know-how 中脱胎出的新型建筑模式，公司项目经验丰富。模块化建筑将大部分传统装修工序转移

中集集团 (000039.SZ)

首次覆盖

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

吴雨瑄

wuyuxuan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070008

发布日期：2026年04月21日

当前股价：11.35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
	5.68/2.44	18.23/18.92	51.33/26.66
12月最高/最低价(元)			13.69/7.54
总股本(万股)			539,252.04
流通A股(万股)			230,140.71
总市值(亿元)			543.05
流通市值(亿元)			261.21
近3月日均成交量(万)			7303.94
主要股东			
香港中央结算有限公司及 HKSCC			57.90%
NOMINEESLIMITED			

股价表现



至工厂，缩短建造时间的同时强化生产稳定性。中集模块化经营模块化建筑业务，已构建起国内外、多领域、高端一站式解决方案能力，具备建设端非常丰富的实操经验。

建筑提效、节省人力等核心诉求下，模块化数据中心市场有望高增。模块化数据中心是针对数据中心建设需求的模块化建筑，响应数据中心建设效率、稳定性、ESG 等多方面需求。随着数据中心建设需求快速增长，模块化方案渗透率将持续提升，2025 年模块化数据中心市场规模约为 110 亿美元，预计 2030 年增长至 480 亿美元；此外，海外公司 FIX.N 订单高增，侧面印证需求旺盛。公司以模块化数据中心为核心，已在多个领域为全球用户交付 1.70 万个建筑模块，成品建筑面积约 54 万平方米，累计交付约 5.2 万个机柜，在全球具备领先优势。

海工板块景气度上行，海上化、深水化趋势下公司在手订单饱满

行业近年来呈现结构性景气，上游资本开支加速向深水、超深水等高价值区块集聚。从头部公司资本开支角度看，2025 年国际油公司资本开支同比持平微增，聚焦油气上游资产；从全球情况来看，2025 年全球油服市场呈现结构性复苏态势，海上勘探开发仍呈现上涨趋势，热点主要集中在南美、亚太及非洲等区域；根据 IHS Markit 数据显示，预计未来 5 年全球上游勘探开发支出将以 5.5% 的复合年均增长率增长。**展望来看，油价短时间内仍将保持高位震荡，油气资本开支意愿较强，油服设备需求有望持续提升。**

受益于深水及超深水的资源开发需求浮式装置 EPCI 投资迎来高峰期，行业 FPSO、FLNG 订单预期充足。根据 EMA 预测，中性假设下，2026-2030 年浮式装置 EPCI 将达 1177 亿美金，其中绝大部分为 FPSO/FLNG，资本开支迎来高峰期。此外，新兴资源富集区（尤其深水与超深水项目集中地）将成为未来浮式设施投资的核心增长极。相应地，公司海工装备在手订单充足，有望持续贡献增量业绩；存量资产平台租金稳步上涨，待租/处置平台有望贡献增量利润。

盈利预测

预计 2026-2028 年公司实现营收分别为 1713.83 亿元、1918.56 亿元、2126.72 亿元，同比分别增长 9.43%、11.95%、10.85%，归母净利润分别为 34.63 亿元、47.42 亿元、57.66 亿元，同比分别增长 1468.44%、36.91%、21.61%，对应 PE 分别为 17.67x、12.91x、10.61x，首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	177,664.10	156,611.45	171,382.93	191,856.43	212,671.94
YoY(%)	39.01	-11.85	9.43	11.95	10.85
净利润(百万元)	2,972.34	220.82	3,463.44	4,741.72	5,766.34
YoY(%)	605.60	-92.57	1,468.44	36.91	21.61
毛利率(%)	12.52	12.45	13.87	14.54	15.36
净利率(%)	1.67	0.14	2.02	2.47	2.71
ROE(%)	5.76	0.44	6.47	8.19	9.13
EPS(摊薄/元)	0.55	0.04	0.64	0.88	1.07
P/E(倍)	20.59	277.17	17.67	12.91	10.61
P/B(倍)	1.29	1.32	1.24	1.14	1.04

资料来源：iFinD，中信建投

目录

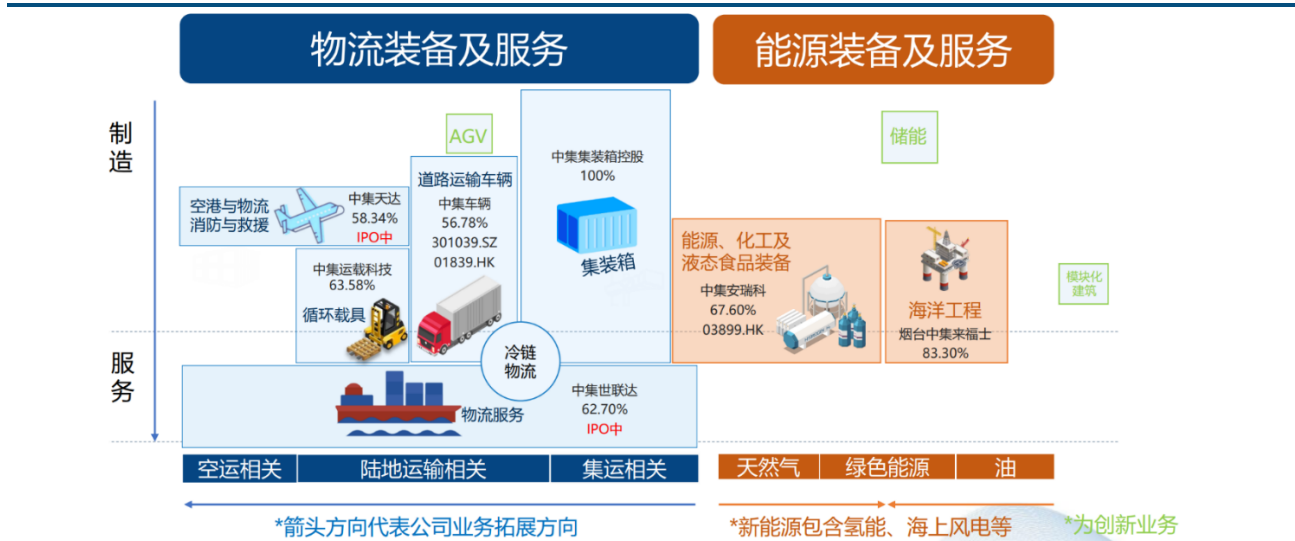
一、世界领先的物流装备和能源装备供应商	1
1.1 物流装备+能源装备双轮驱动，制造+服务全生命周期覆盖.....	1
1.2 发展历程：以集装箱制造为基础延展物流装备及服务，拓展能源装备.....	2
1.3 公司无实际控制人，前两大股东实力雄厚.....	4
1.4 营收稳坐千亿规模，净利润有望迎来触底反弹.....	5
二、集装箱稳中向好、模块化数据中心快速放量，龙头地位持续稳固.....	8
2.1 集装箱：短期受益集运供给结构性失衡，中长期受益国际贸易持续增长.....	8
2.1.1 集装箱行业是典型周期性行业，行业产量中枢持续上移.....	8
2.1.2 短期来看，宏观上国际贸易韧性仍在，地缘冲突下行业供给结构性失衡.....	9
2.1.3 集装箱行业格局集中，行业端价格共识稳定.....	13
2.1.4 总结而言，集装箱制造行业韧性与弹性兼具，公司龙头地位持续稳固.....	14
2.2 模块化建筑：脱胎于集装箱业务，数据中心建设需求高增.....	15
2.2.1 模块化建筑：公司运营模块化建筑超 20 年，已完成多个楼宇式模块化数据中心项目	16
2.2.2 模块化数据中心：顺应数据中心快速建设需求，自研预制化解决方案放量在即.....	17
三、海工板块景气度上行，海上化、深水化趋势下公司在手订单饱满.....	23
3.1 油气资本开支向深水化、海上化集聚，油价高企有望带动资本开支上行.....	24
3.2 海工装备：下游高景气度有望延续，深海设备需求有望逐步释放.....	25
3.2.1 行业端：浮式装置 CAPEX 迎来高峰期，FPSO、FLNG 需求持续旺盛.....	26
3.2.2 公司端：海工板块盈利持续改善，前期订单进入建造期有望持续贡献业绩增量.....	28
3.3 海工资产池运营：市场回升确定性强，公司推进存量平台租赁与处置.....	31
四、盈利预测及投资建议	35
五、风险分析.....	40

一、世界领先的物流装备和能源装备供应商

1.1 物流装备+能源装备双轮驱动，制造+服务全生命周期覆盖

中集集团是世界领先的物流装备和能源装备供应商，已构建物流及能源行业的关键装备及解决方案的产业集群。中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司（简称“中集集团”）于1980年1月创立于深圳，由招商局集团与丹麦宝隆洋行合资成立，初期由宝隆洋行派员管理。1994年公司在深圳证券交易所上市，2012年12月在香港联交所上市，目前是A+H股公众上市公司。在物流装备及服务领域，公司业务涵盖集装箱制造、道路运输车辆、空港与物流装备及消防与救援设备、物流服务、循环载具，海陆空三种运输方式所需的装备及服务均有涉及；在能源装备及服务领域，主要为能源、化工及液态食品装备、海洋工程等，为公司物流板块以外的第二增长曲线。立足全球贸易格局重构与能源结构转型的时代浪潮，公司深度聚焦商品物流供应链与能源供应链两大核心赛道，构建起从基础运输装备到高端智能系统、从单点产品供给到全链条综合服务的完整产业生态。

图 1：中集集团业务布局及拓展思路



数据来源：公司官网，公司公告，中信建投

物流板块以集装箱制造业务为核心，非箱业务的拓展多为客户资源的重复利用或制造优势的延伸。在取得了集装箱行业领导地位的基础上，公司进一步明确了“为现代化交通运输提供装备和服务”的使命：**①车辆板块**：起源于厢式半挂车与集装箱骨架车，两者与集装箱在应用场景或生产制造方面存在一定协同，且当时公司主要客户马士基在北美亦存在较大的半挂车采购需求，因此基于较强的船运客户渠道，车辆板块迅速起步发展。**②空港与物流装备及消防与救援装备**：起源于天津滨海机场登机桥的生产制造需求，此时为中集机场设备部承担我国机场登机桥国产化制造，也标志着公司空运市场的开拓。**③循环载具**：由集运包装容器向其他单元化标准容器的拓展，源于客户对于食品包装容器的需求，实现客户触达的进一步下沉。**④物流服务**：由制造向服务延伸，公司业务从场站服务向“一体化”多式联运解决方案升级，涵盖货运服务、订舱、干线运输、头尾程支线运输等多环节的全链路综合物流服务。

能源板块主要系物流板块稳固后，集团持续收并购构建的第二增长曲线。起步路径为由标准集装箱向

LNG 储罐、罐式集装箱、化工罐箱、液态食品罐箱等产品拓展，两者在焊接工艺、喷涂等生产工艺流程以及部分客户资源中有一定程度协同，2007 年 6 月集团收购荷兰博格工业（Burg Industries B.V.），使集团的罐式产品业务扩大到储罐业务、道路罐式设备等领域；7 月收购安瑞科能源装备控股有限公司，拓展燃气能源装备领域；2008 年 3 月，公司收购烟台来福士公司 29.9% 的股份，正式进入海洋油气开发装备即特殊船舶和海洋工程的建造业务领域，2010 年中集来福士纳入合并报表。

图 2：截至 2025 年末，中集集团已拥有 33 个明星产品



数据来源：公司公告，中信建投

1.2 发展历程：以集装箱制造为基础延展物流装备及服务，拓展能源装备

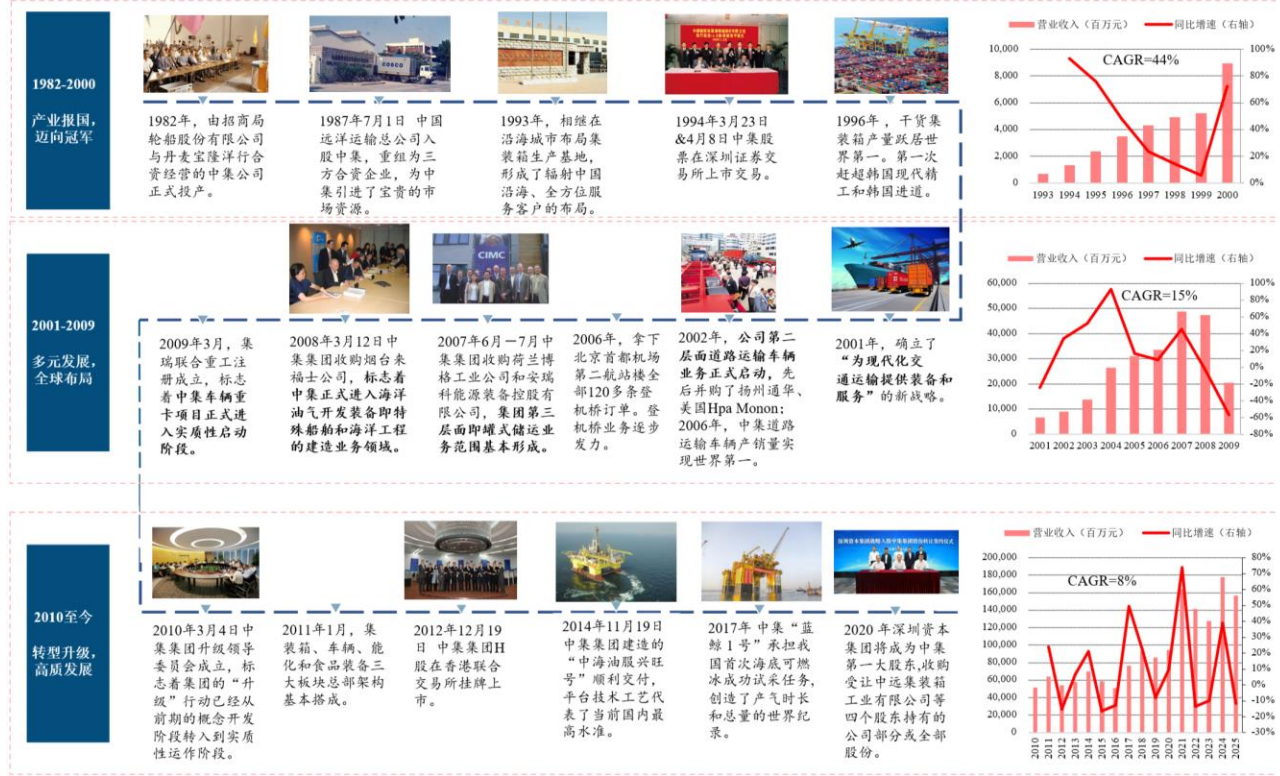
回顾公司发展历程，主要经历了三个重要阶段：①2000 年以前，公司持续深耕集装箱业务，成为全球最大的干货集装箱制造商；②2001-2009 年，公司开启多元化、全球化布局，业务从集装箱拓展至同客户的海陆空各物流装备及服务板块，同时收购进入能源板块，构建双轮驱动业务布局；③2010 年以来，公司持续巩固双轮驱动板块布局，制造优势不断在新领域中复现。

①产业报国，迈向冠军（1982-2000）：集装箱业务做大做强，从濒临破产到世界第一。中集集团的诞生为国内政府引进外资的先锋项目，在引进丹麦标准集装箱生产技术后，1982 年公司首台 20' 干货集装箱于深圳蛇口的集装箱工厂正式下线，但由于国际航运业陷入萧条及公司在内部的文化冲突投产后即连年亏损，至 1986 年陷入濒临倒闭的困境，董事会决定“内部清盘”，保留管理和技术骨干，停产集装箱，转产钢结构加工；1987 年中国远洋运输总公司入股中集为公司引进了宝贵的市场资源，叠加行业景气度回升，中集重返集装箱行业，并以此为新的出发点，在“中国制造”崛起的绝佳环境中不断完成对国内主要集装箱公司的收并购，率先在国内沿海主要港口构筑起面向客户的全方位生产基地格局；至 1996 年，中集集团产销量达到 199000 标准箱，第一次赶超韩国现代精工（HYUNDAI）和韩国进道（JINDO），成为全球最大的干货集装箱制造商。1993-2000 年公司营收 CAGR 达 44%，实现高速增长。

②多元发展，布局全球（2001-2009）：以集装箱为基础，构建物流+能源双板块布局。多元发展方面，2001年公司明确“为现代化交通运输提供装备和服务”使命，基于出身集装箱行业的制造基因以及同客户的优质关系，丰富物流板块矩阵，并通过多笔收购构建能源板块初步布局。①从物流板块来看，2004年中集集团道路运输车辆业务正式启动，通过中集集装箱业务中积累的项目管理以及收购经验快速拓展，2006年产销量登顶世界第一；2009年，中集重卡项目实质性启动。②从能源板块来看，2007年公司间接收购荷兰博格工业公司（Burg Industries B.V.）80%权益的交易，将集团的罐式集装箱扩大到储罐业务、道路罐式设备等领域；同年与安瑞科能源装备控股有限公司达成并购协议，拓展燃气能源装备；2008年收购烟台来福士公司29.9%的股份，成为其最大股东，标志着中集正式进入特殊船舶和海洋工程的建造业务领域。全球化布局方面，车辆、罐箱、海工业务均不局限于国内市场，海外发展空间潜力巨大，区域布局逐渐完善，2010年公司海外收入已达62.84%。

③转型升级，高质发展（2010年至今）：巩固双轮驱动板块布局，制造优势不断在新领域中复现。伴随着多项业务登顶全球第一，公司于2010年启动升级行动，通过技术领先和服务衍生巩固传统业务的优势，并通过原有项目优势的复刻继续打造一批新产业、新产品以及独特的商业模式，引领行业与企业的高质量发展。在此期间，集装箱业务开启生产线的升级改造，龙腾计划的机器人实现生产效率的明显提升；车辆板块的灯塔工厂成功建成投产；海工造船板块完成多个高水准平台交付。时至今日，中集集团将标准化生产的理念延伸至多个业务板块，制造优势在新领域中成功复现。

图 3：中集集团发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，中信建投

物流相关业务持续巩固行业地位，能源相关业务盈利持续释放。我们对当前主营业务结构进行简要梳理，沿“国家有需要、行业有短板、中集有优势”以及上述我们梳理的发展思路，公司目前形成了物流装备与服务、能源装备与服务两大业务板块，2025年分别实现主营业务收入1003.01亿元、451.31亿元，分别占比为64.04%、

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

28.82%，其中主营业务收入占比超过 15% 的业务为：集装箱业务营收 430.09 亿元，占比 27.46%；物流服务营收 267.93 亿元，占比 17.11%；能源化工装备营收 271.92 亿元，占比 17.36%。

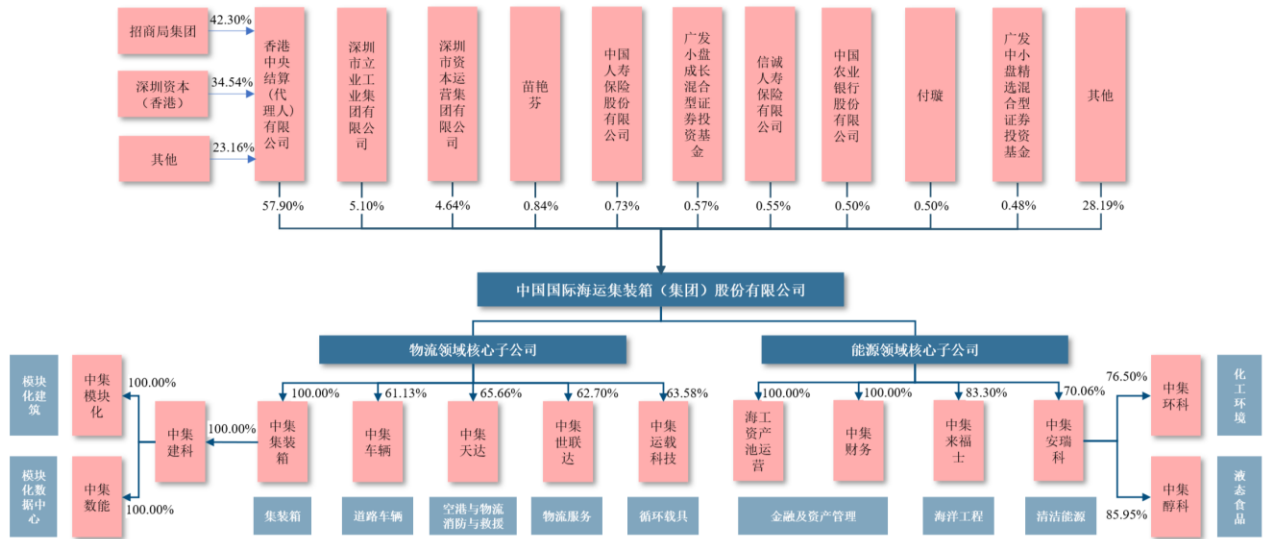
图 4：中集集团业务结构梳理及主营业务收入占比


数据来源：公司官网，公司公告，中信建投

1.3 公司无实际控制人，前两大股东实力雄厚

公司无控股股东或实际控制人，主要股东为深圳资本集团及招商局集团。2020年8月，中远海运下属子公司及 Broad Ride Limited、Promotor Holdings Limited 四家股东方与深圳资本集团签署协议转让其各自持有公司股权；同年12月18日，上述股权转让工作全部完成，深圳市资本运营集团有限公司成为公司第一大股东，招商局国际（中集）投资有限公司为公司第二大股东，公司无控股股东及实际控制人。深圳市资本运营集团有限公司为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会全资子公司，是深圳市属唯一的国有资本运营公司，也是深圳市属入选国家“双百行动”的5家企业之一，围绕深圳国资国企改革，探索以资本运营为内核的业务模式，构建了战略研究与并购重组、股权投资、产业基金、资本市场投资四大业务板块；招商局集团有限公司主要业务集中于交通物流、综合金融、城市与园区综合开发。公司与前两大股东在业务范围、区域合作等方面较为契合，有望形成较强的协同效应。

图 5: 中集集团股权结构 (截至 2025 年 12 月 31 日)

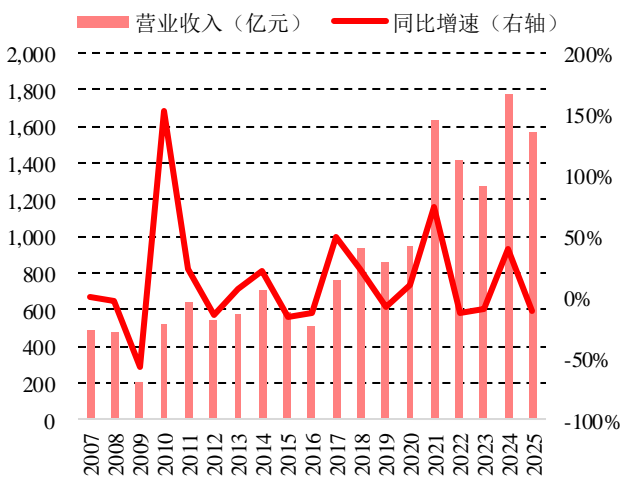


数据来源: 公司公告, 中信建投

1.4 营收稳坐千亿规模, 净利润有望迎来触底反弹

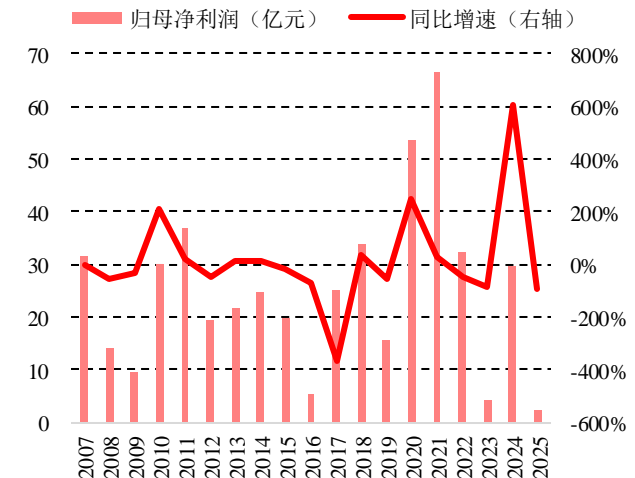
2024 年营收达历史最高水平, 多元化非箱业务发展支撑集装箱底部的整体营收。营收端来看, 2021 年以来得益于全球贸易需求旺盛以及地缘政治等因素带来的产业链效率下行, 公司营收中枢实现明显上移, 2010-2020 年平均营业收入 670.94 亿元, 2021 年-2025 年平均营业收入 1551.73 亿元, 实现中枢的大幅提升; 公司营收已连续五年站稳千亿规模, 多元化业务发展成效明显。利润端来看, 公司归母净利润历史波动较大, 2025 年公司实现归母净利润 2.21 亿元, 同比大幅下滑 92.57%, 主要系中集产城调整价格策略对外整售前海中集国际商务中心东塔项目带来投资收益间接损失、外币敞口的汇兑损益及外汇套期保值等导致。展望来看, 集装箱行业在 2026 年有望实现反弹, 叠加海工景气与钻井平台扭亏, 归母净利润向上修复是确定性事件。

图 6: 2024 年公司营收规模达历史最高点



数据来源: Wind, 中信建投

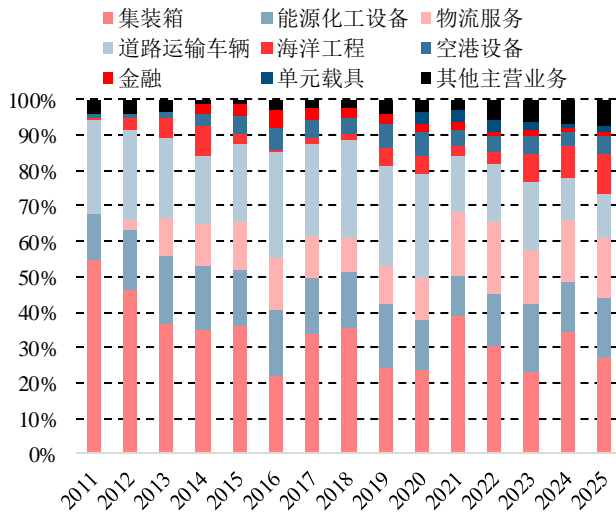
图 7: 公司归母净利润波动较大, 2025 年完成触底



数据来源: Wind, 中信建投

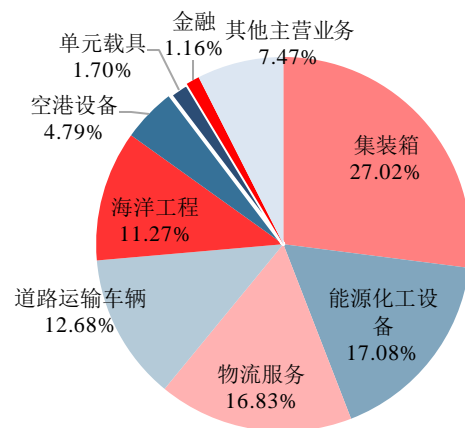
集装箱、能源化工、物流及车辆贡献公司主要营收，近年来海工占比持续提升。2011年-2025年，集装箱业务板块平均营收占比为33.42%，道路运输车辆业务平均营收占比为22.11%，能源化工设备业务平均营收占比为16.12%，物流服务平均营收占比为12.45%；从近五年四大业务合计占比情况来看，2021年-2025年合计营收占比分别为84.17%、81.60%、76.69%、77.70%、73.61%，中枢为78.75%。（产城及重卡业务已剥离，未考虑在内）

图 8: 四大业务板块主营业务合计占比约 80%



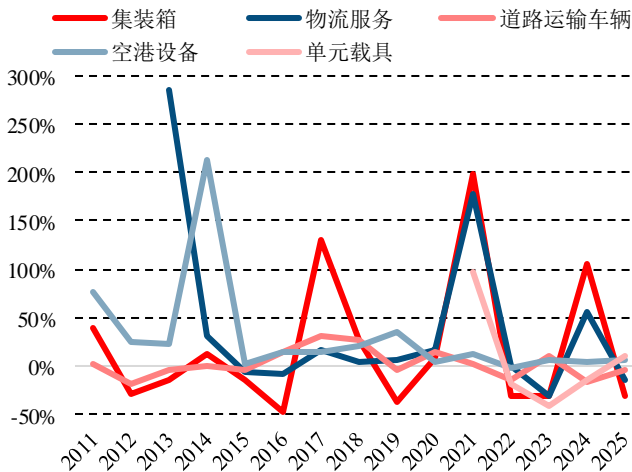
数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

图 9: 2025 年集装箱业务收入占比约 27%



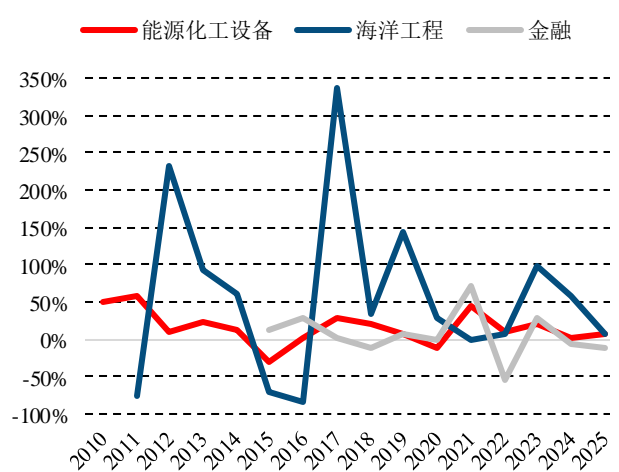
数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

图 10: 物流装备与服务板块营收增速



数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

图 11: 能源装备与服务板块营收增速



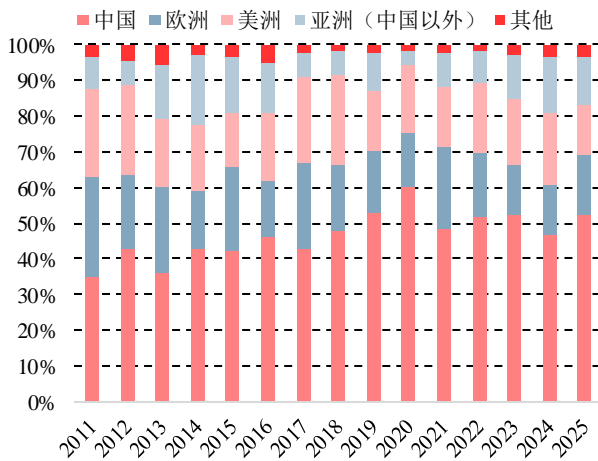
数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

内外并举全球化布局，国际市场营收已近 50%。公司常年保持国内业务与海外业务齐头并进发展，2025 年国际市场营收占比达 47.62%，其中欧洲市场占比 16.69%，美洲市场占比 13.77%。分业务板块来看，2025 年中集车辆海外市场营收占比达 53.76%，其中美洲市场为其核心销售区域之一；中集安瑞科海外市场营收占比 42.65%。海外业务的稳定发展源于公司前瞻且持续性的全球化布局，目前公司研发中心及制造基地分布在

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

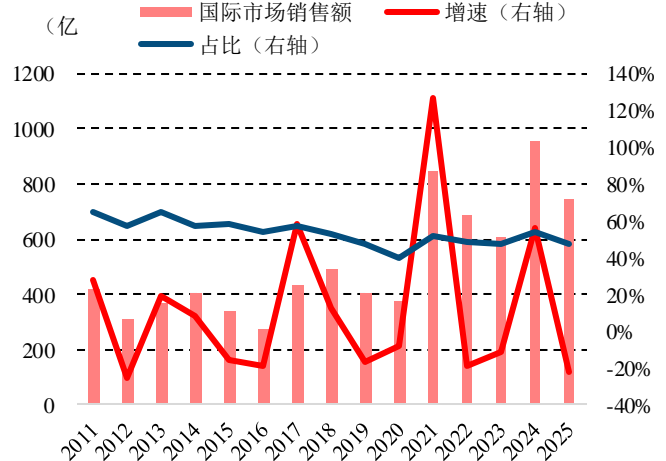
全球近 20 个国家和地区，海外实体企业超过 30 家，以欧洲、北美为主，集团可通过捕捉各区域客户需求、平抑单一地区的风险波动，实现稳健有质发展。

图 12: 公司主要销售区域结构（按客户所在地划分）



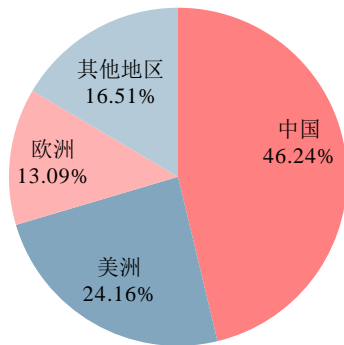
数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

图 13: 国际市场营收占比相对稳定



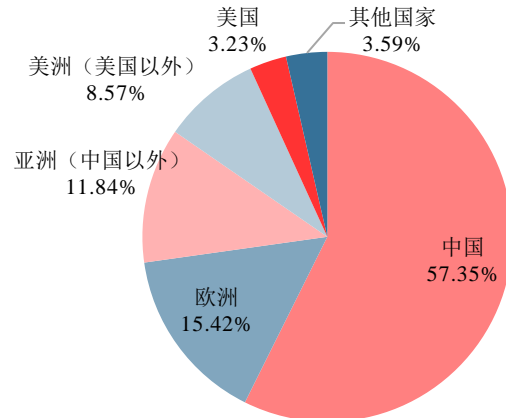
数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

图 14: 2025 年中集车辆主要销售区域结构



数据来源: Wind, 中集车辆公告, 中信建投

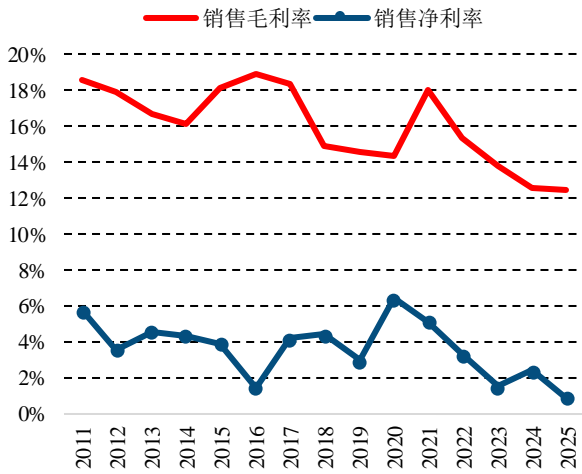
图 15: 2025 年中集安瑞科主要销售区域结构



数据来源: Wind, 中集安瑞科公告, 中信建投

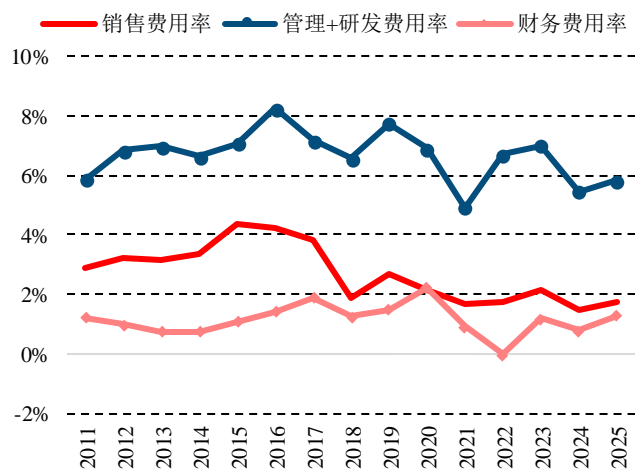
近年来毛利率有所承压，净利率触底有望回升。盈利能力方面，2021 年以来公司毛利率降幅较大，2021-2025 年整体毛利率从 18.03% 下降至 12.45%，降幅约 5.58pct，主要由于集装箱从周期高点下行，毛利率降幅明显，2021-2025 年公司集装箱业务毛利率从 24.67% 下降至 13.38%，降幅约 11.29pct。费用端来看，公司整体费用率表现稳健，2025 年期间费用率合计 8.84%，同比+1.16pct，主要系收入端有所下降所致。归结到利润端，公司净利率 2021 年以来下行趋势与毛利率基本一致，2021-2025 年公司净利率从 5.11% 下降至 0.85%，降幅约 4.25pct。

图 16：2025 年公司毛、净利率拐点已至



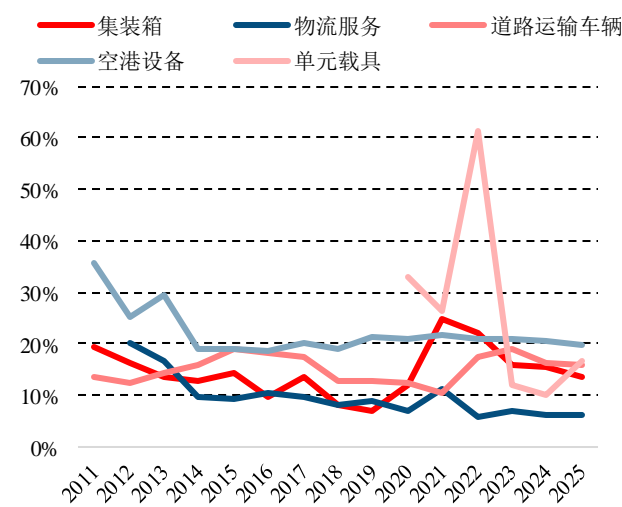
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

图 17：公司期间费用率管控表现优秀



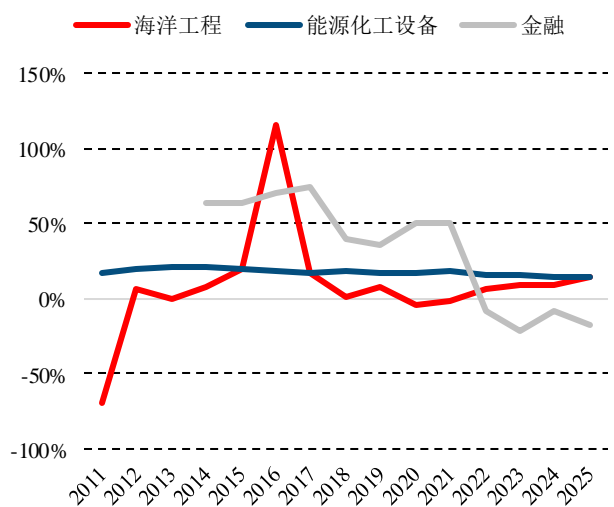
数据来源：Wind，公司公告，中信建投

图 18：物流装备与服务板块毛利率相对稳定



数据来源：Wind，公司公告，中信建投

图 19：能源装备方面海工毛利率波动较大，近年来缓慢回升



数据来源：Wind，公司公告，中信建投

二、集装箱稳中向好、模块化数据中心快速放量，龙头地位持续稳固

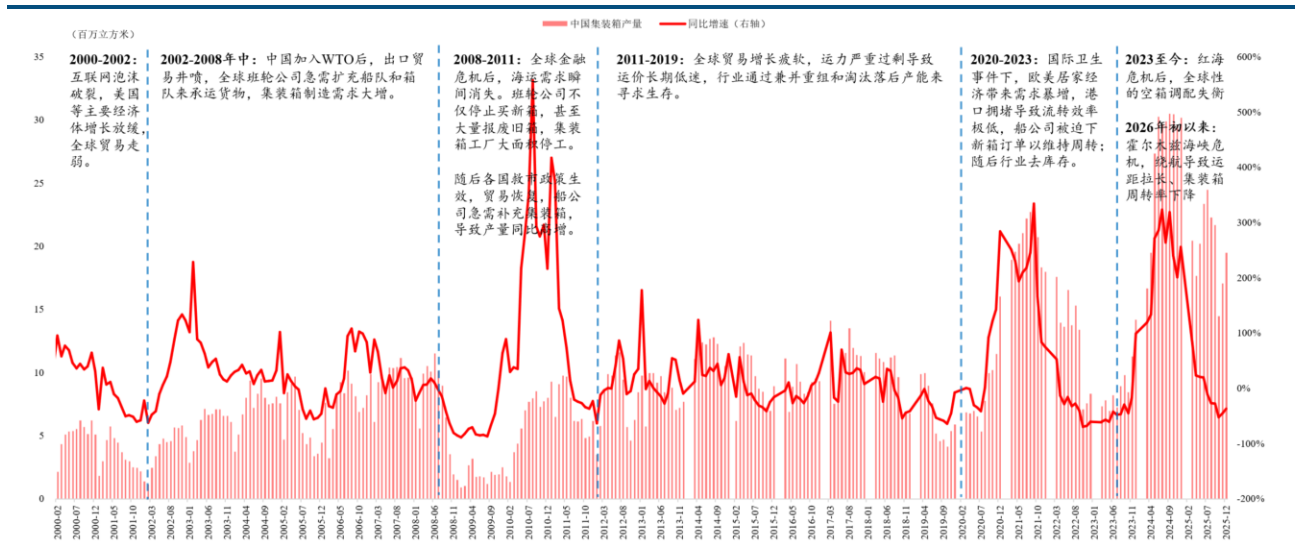
2.1 集装箱：短期受益集运供给结构性失衡，中长期受益国际贸易持续增长

2.1.1 集装箱行业是典型周期性行业，行业产量中枢持续上移

受贸易格局变动、供应链结构性失衡等因素影响，中国集装箱产量中枢持续上移。纵观 2000 年至今，全球宏观贸易格局持续变动，供应链多次出现结构性失衡，集装箱行业呈现出显著的“脉冲式”周期特征。近年

来，2020 年国际卫生事件冲击带来了行业的超级景气周期，欧美居家经济带来需求暴增，港口拥堵导致集装箱流转效率极低，船公司被迫下新箱订单以维持周转，集装箱产量创历史新高；随着 2022 年下半年后需求回落，行业进入去库存阶段，产量快速下滑；2023 年以来，红海危机导致全球性的空箱调配失衡，部分区域出现缺箱现象，推动集装箱产量阶段性回升；2026 年初以来，霍尔木兹海峡危机导致全球航运路线大调整，集装箱周转率下降，进一步加剧了空箱调配的复杂性，行业在波动中寻求新的平衡。尽管集装箱行业处于周期性波动中，但整体产量中枢持续上行，主要系长周期的贸易增长、以及全球的供应链效率下降所致。

图 20：中国集装箱产量中枢持续上移



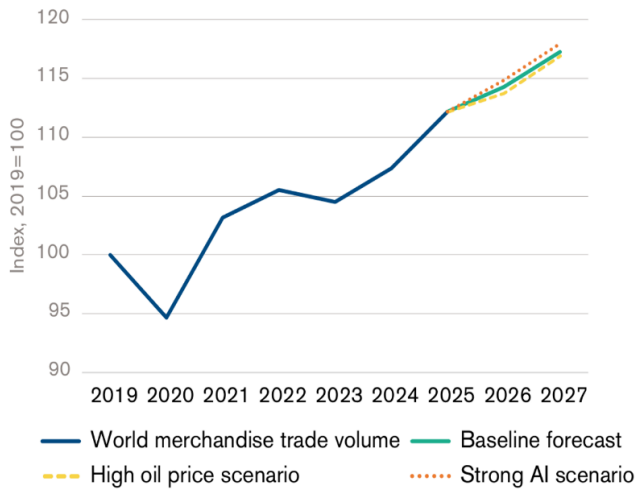
数据来源：国家统计局，中信建投

2.1.2 短期来看，宏观上国际贸易韧性仍在，地缘冲突下行业供给结构性失衡

（一）宏观方面，全球贸易持续增长，欧美补库趋势下需求韧性仍在

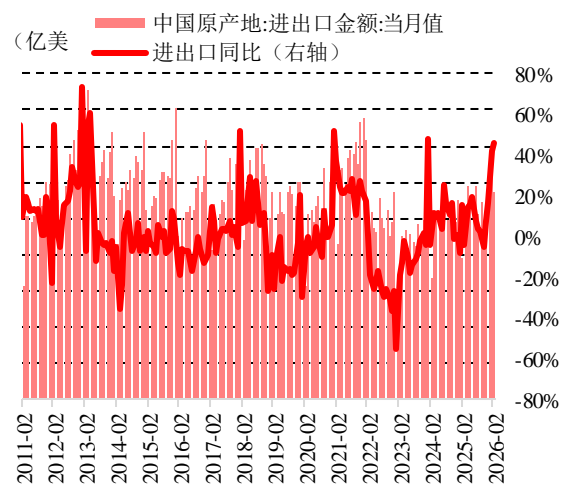
预计 2026-2027 年全球贸易金额稳健增长，中国对外贸易增速持续上行。全球贸易角度看，根据 WTO 预测数据，2025 年全球贸易额同比增长约 4.6%，增长快于预期，AI 相关商品需求的强劲上升，抵消了贸易政策不确定性加剧与关税提高带来的负面影响。2026 年和 2027 年的贸易前景也呈改善态势，GDP 预测及各类贸易相关指标均获得小幅上调，根据中性预期，预计 2026、2027 年全球贸易额同比增速中枢分别为 1.9%、2.6%。中国外贸角度看，2025 年全年以中国为原产地的进出口金额合计约 1263.48 亿美元，同比增长约 7.0%，月度来看，2025 年 10 月以来进出口增速持续上行，从 2025 年 10 月的-5.0%提升至 2026 年 2 月的 46.1%，增速呈现持续上行趋势。

图 21: 预计 2026-2027 年全球商品贸易量保持上升趋势



数据来源: WTO, 中信建投

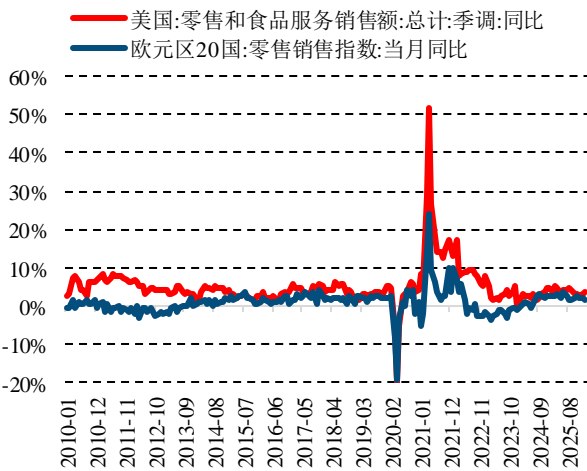
图 22: 中国对外贸易同比增速持续上行



数据来源: Wind, 海关总署, 中信建投

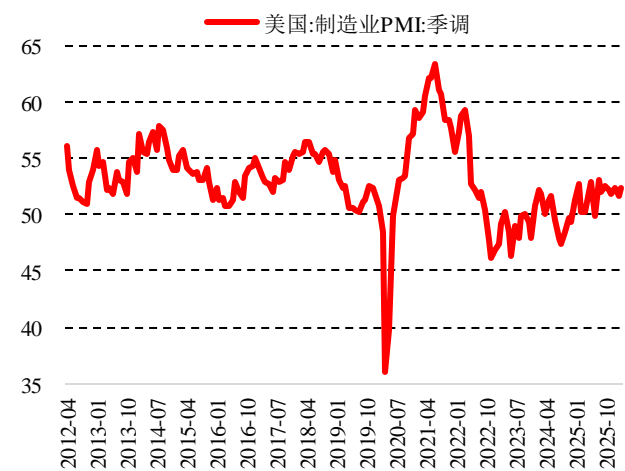
欧美零售处于持续增长通道，美国制造业 PMI 温和反弹。欧美作为代表市场能反映一定的需求变化，2025 年美国全年零售销售额同比增长约 4.6%，但增速呈波动态势，上半年增长较快，下半年受关税政策不确定性等因素影响，增速有所放缓；2024 年以来欧元区零售表现开始进入波动增长通道，2025 年全年均实现同比增长，增速均值约为 3.4%。展望 2026 年，预计欧美零售仍能维持中低个位数增长，需求端表现处于持续增长通道。从制造业情况来看，美国制造业 PMI 于 2024 年 9 月以来波动上行，当前制造业 PMI 已稳健站上 50 荣枯线。全球贸易具备韧性，支撑后续集运需求增长。

图 23: 欧美零售销售额同比缓慢修复



数据来源: Wind, 美国人口普查局, 中信建投

图 24: 2023 年 6 月份以来美国制造业 PMI 有所反弹



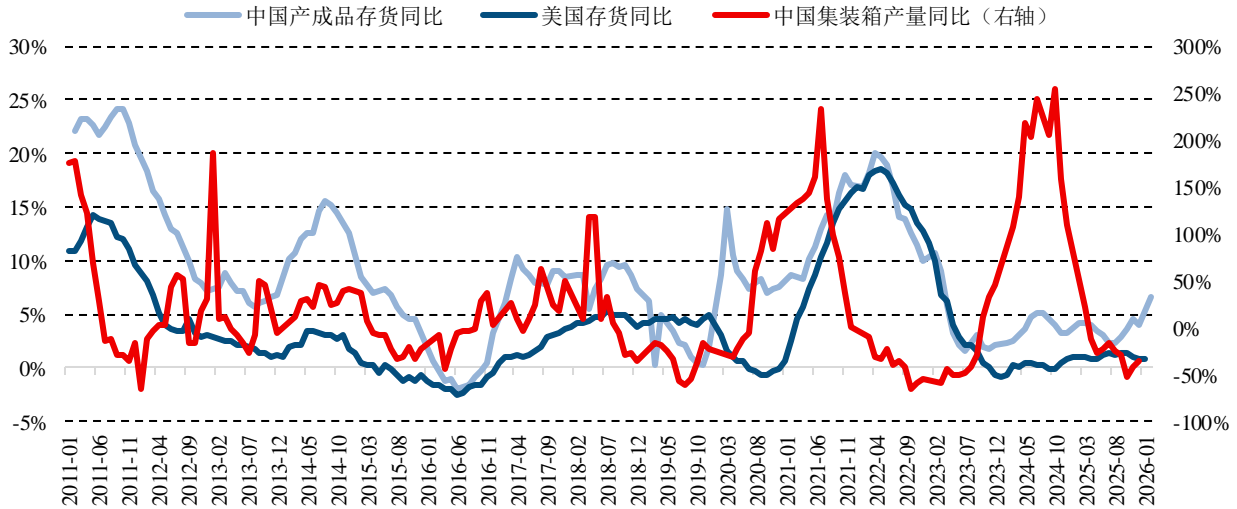
数据来源: Wind, 欧盟统计局, 中信建投

中美库存水平由底部开始回升，周期向上有望带动集装箱景气度上行。从库存以起点来分析传导链条来看，中美库存水平均处于历史偏底部水平，且需求端稳健向好，我们认为市场逐步进入补库阶段，进而将带动全球贸易量提升，最终传导至集装箱景气度有望上行；从历史拟合情况来看，集装箱产量同比增速与中美库存情况变动趋势密切相关，且集装箱产量增速上行会先于重点国家补库周期启动。

总结来看，在当前宏观条件下，需求端韧性仍在，而集运行业运力、运价指标均出现边际回暖，同时库存

水平处于低位，市场补库为大概率事件，进而带动集装箱制造行业需求提升。

图 25: 历史上来看，集装箱产量与库存变动趋势存在较强正相关性

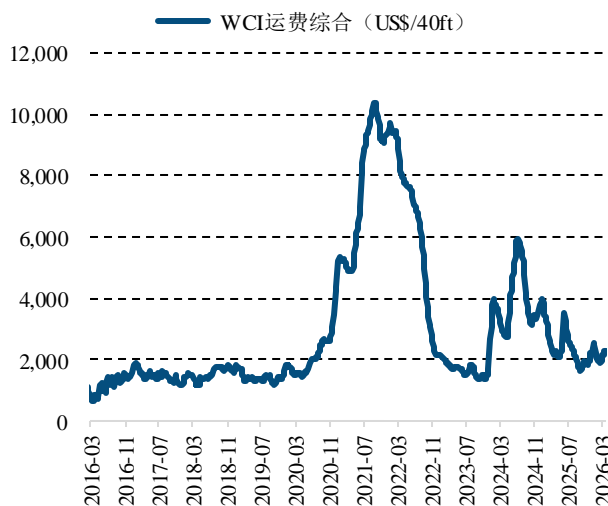


数据来源：国家统计局，美国人口普查局，中信建投

(二) 供需方面，行业进入供给结构性失衡阶段，运价逐步企稳回升

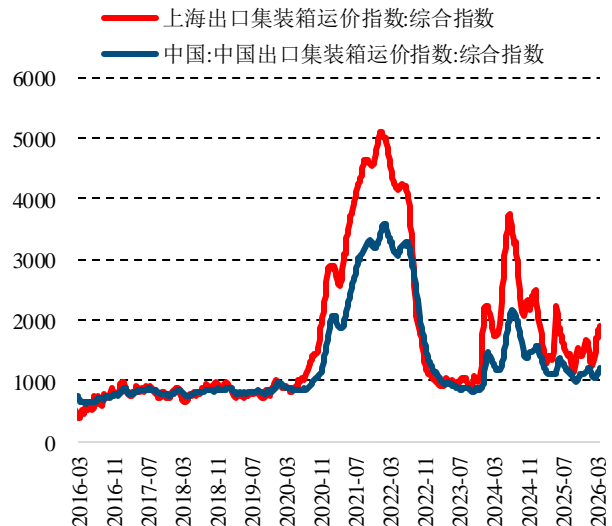
从运价角度来看，近期地缘政治风险影响下集装箱运价指数均出现明显回升。由于红海冲突对运力的影响，Drewry World Container Index 在 2023 年四季度后回升明显，当前处于底部盘整、小幅回升阶段；此外，截至 2026 年 4 月 10 日，上海出口集装箱运价指数（SCFI）较 2025 年末提升约 14.15%，中国出口集装箱运价指数（CCFI）较 2025 年末提升约 5.51%，均实现小幅回升。

图 26: 世界集装箱运价指数相对稳定



数据来源：Drewry，中信建投

图 27: 2026 年以来 CCFI、SCFI 均实现小幅回升



数据来源：上海航运交易所，中信建投；注：SCFI 以 2009 年 10 月 16 日为基准、CCFI 以 1998 年 1 月 1 日为基准，基数值为 1000

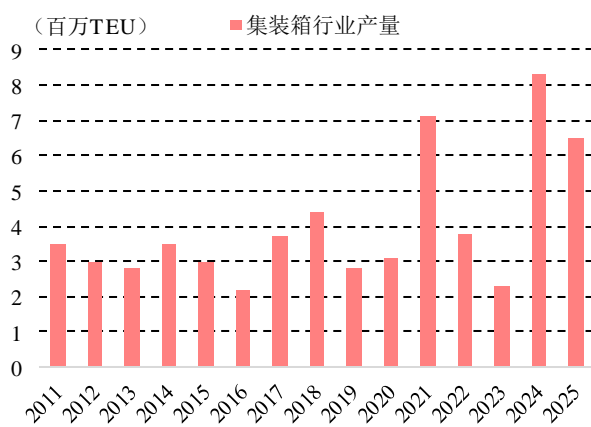
回顾上一轮周期，2023 年全球集装箱产量触及历史性低点，全行业产量仅 230 万 TEU，产量低迷一方面

为贸易需求疲软，运力相对过剩，新造箱意愿较低，另一方面主要系 2021 年、2022 年为造箱高点，尤其是 2021 年全年产量超过 700 万 TEU，产量过剩的影响随着海运贸易回归正常而逐步体现，前两年超额购置的集装箱对 2023 年新造箱需求形成压制。

当前集装箱产量处于周期回落后的盘整状态，受中东不确定性影响需求出现增长态势。2024 年，红海危机等加速集装箱供应链紧张，推动集装箱的需求增长，同时，为应对地缘政治影响及国际贸易形势变化，航运企业和租箱公司的各箱意愿增强，多重因素叠加带动集装箱市场需求。我们认为红海危机的影响具有持续性，集装箱需求量的中枢受诸多不确定性因素的影响将得到抬升，2024、2025 年集装箱行业产量分别为 830 万 TEU、650 万 TEU，均处于历史高位，进入 2026 年，我们判断集装箱行业处于周期回落后的盘整状态，但年初以来随着中东地缘摩擦影响，集装箱需求呈现增长态势，有望支撑全年需求降幅收窄。

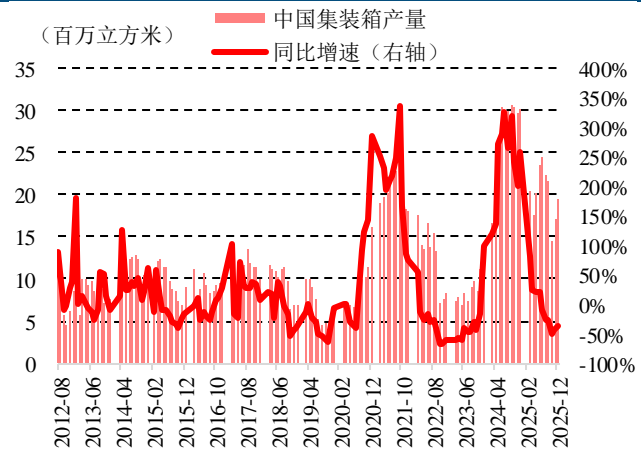
集运将逐渐步入供给结构性失衡阶段，新箱需求有支撑。在全球经贸格局重塑的影响下，克拉克森（CLARKSONS）预计 2026 年全球集装箱贸易量仍将增长 2.5%，其中非美航线商品贸易量受益于经济发展与周转需求提升将持续贡献增量；但同时，考虑到同期集运运力增长达 4.5%、红海复航变量，集运将逐渐步入供给结构性失衡阶段。同时，地缘政治事件影响下，燃料价格、关键航道和港口可用性、政策风险等不确定因素持续给集运市场带来较大的波动，进而拉低全球供应链稳定性和集运运输效率。以上的不确定性，叠加集装箱正常的淘汰更新，预计将在相当程度上继续支撑 2026 年集装箱新箱需求。

图 28: 2024 年以来地缘冲突导致行业产量维持高位



数据来源: Drewry, 中信建投

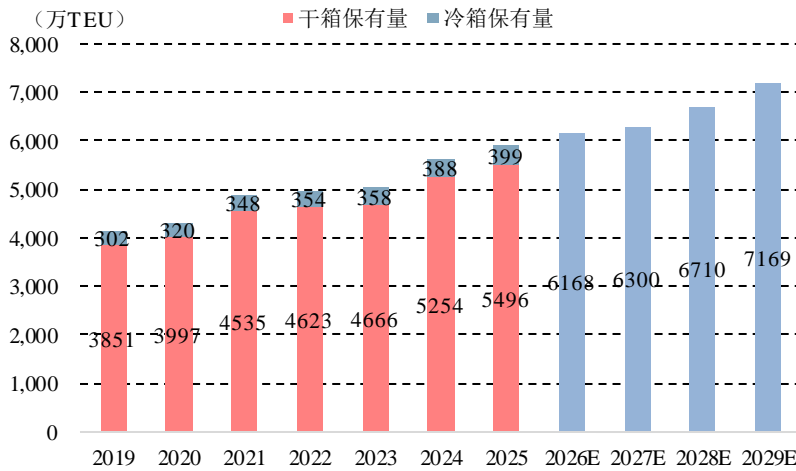
图 29: 中国集装箱月产量同比增速



数据来源: 国家统计局, 中信建投

全球集装箱保有量持续上行，行业进入结构性增长期。从保有量角度来看，2025 年全球集装箱保有量约 5895 万 TEU，同比增长约 4.50%，其中干箱保有量 5496 万 TEU，同比增长约 4.62%，冷箱保有量 399 万 TEU，同比增长约 2.97%。全球集装箱保有量持续上行，红海绕行、港口拥堵、航运环保要求及贸易路径复杂化等因素，降低了集运效率，从底层进一步推升干箱与冷箱的实际需求，全球集装箱保有量进入全新的结构性阶段，根据 Drewry 预测，全球集装箱保有量有望从 2025 年的 6016 万 TEU 增长至 2029 年的 7169 万 TEU，对应每年保有量增量约 288 万 TEU，2025-2029 年 CAGR 约 4.48%。我们认为一方面国际贸易的增长是基石驱动力，另一方面供应链的多元化和 TEU 英里的增长是近年来贸易不确定性增加背景下的不可逆事件。

图 30: 全球集装箱保有量持续上行

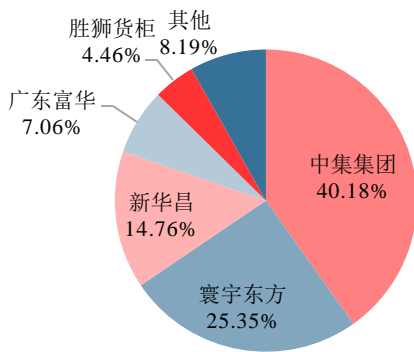


数据来源: Drewry, 中信建投; 注: 预测值为各类集装箱合计

2.1.3 集装箱行业格局集中, 行业端价格共识稳定

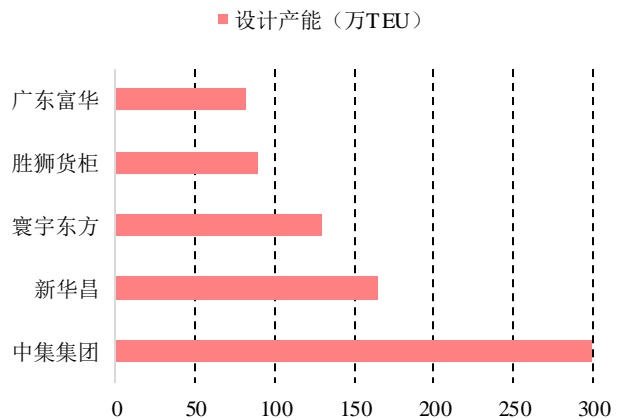
集装箱行业 CR4 近 90%，设计产能充足。集装箱行业生产区域集中于中国，中国集装箱产量占全球产量 90% 以上，以此也带来竞争格局的相对集中，行业前四家参与者为中集集团、寰宇东方（中远海发子公司）、新华昌以及广东富华，四家合计市占率接近 90%，其中中集集团市占率稳定在 40% 以上。从设计产能来看，集装箱行业由于涉及技术革新较少，行业设计产能相对过剩，中集集团设计产能超 300 万 TEU。

图 31: 2025 年集装箱供应商竞争格局



数据来源: HYSUN, 中信建投

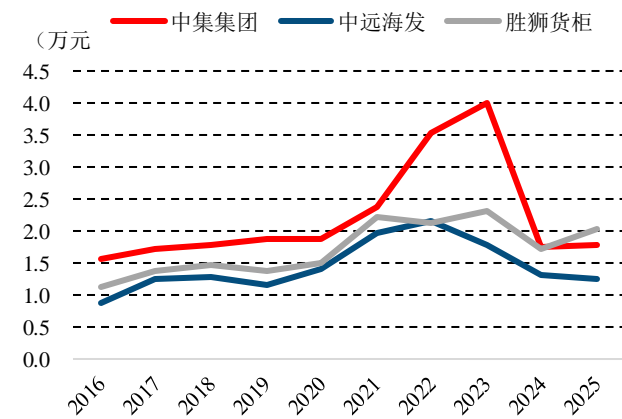
图 32: 集装箱头部企业设计产能充足



数据来源: 各公司公告, 各公司官网, 中信建投

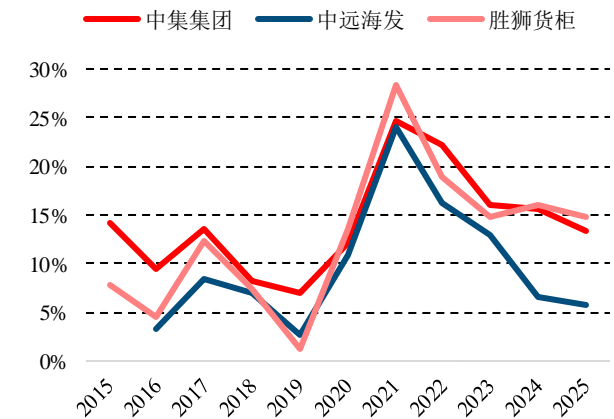
集装箱行业售价共识稳定, 龙头企业毛利率更具优势。集装箱行业参与者相对集中, 集装箱价格跟随行业景气度变动而变化, 企业之间价格共识趋于稳定, 售价受供给端变化影响较小, 主要参与者集装箱售价较为接近, 中集集团由于较强的市场地位售价保持行业前列; 从盈利能力来看, 主要企业之间毛利率差异较小, 但在行业周期底部时, 我们认为龙头企业受益于优异的成本管控以及生产端效率提升使得其毛利率会高于其他企业。

图 33: 主要集装箱企业售价较为接近



数据来源: 各公司公告, 中信建投

图 34: 主要企业毛利率差异较小



数据来源: 各公司公告, 中信建投

2.1.4 总结而言, 集装箱制造行业韧性与弹性兼具, 公司龙头地位持续稳固

公司能够提供全系列集装箱产品, 同时能力外溢至模块化建筑、集成装备。公司集装箱业务包含传统集装箱业务、集装箱+业务及创新业务, 其中, 传统集装箱业务包含干货箱、冷藏箱、常规特箱等, 集装箱+业务包括模块化建筑、集成装备、增量特箱等业务, 创新业务包含冷链、复合材料、地板、智能制造等业务。是全球唯一能够提供全系列集装箱产品, 并拥有完全自主知识产权的供应商。

表 1: 公司能够提供全系列集装箱产品, 同时能力外溢至模块化建筑、集成装备

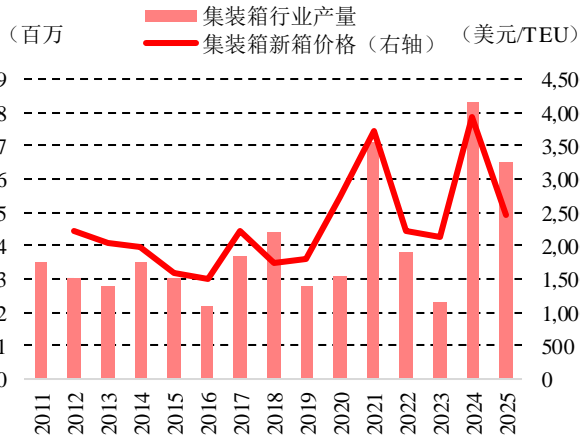
箱型	用途	市场竞争力
标准干箱	用于运载各种成品、半成品、原材料和农产品等	1996 年, 中集的集装箱产量成为全球第一; 2002 年及以后市场份额基本稳定在 50% 以上。
特种箱	用于运输非标准物品, 如平板玻璃、大型机械和车辆等	1996 年工厂投产进入行业; 2001 年以后产量成为全球第一; 2004 年开始中集市场份额一直保持在 55% 以上。现有 2 个生产基地、9 万台年产能; 竞争力较强。
冷箱	用于运输冷冻或对温度敏感的货物, 如鱼、肉、水果、蔬菜等	1997 年中集开始生产折叠箱, 随着南通特箱、新会特箱相继成立; 标志着中集特箱规模化生产。现有 4 个生产基地、超过 50 个品类。大部分产品均全球占有率第一。
其他业务-模块化建筑、集成装备	模块化建筑, 它通过工厂预制大幅缩短建造周期, 并可通过集装箱班轮进行远洋运输; 产品集成装备, 其具备可移动、工期短、成本低、环保化等特点, 目前能源类集成装备业务主要聚焦在新能源变电装备、发电装备、能源运维装备和新能源充换电装备四个方面。	

资料来源: 公司公告, 中信建投

总体来看, 我们认为集装箱制造行业韧性与弹性兼具, 韧性表现为国际贸易上行需求仍在, 弹性表现为供需端受地缘冲突影响供给结构性失衡。从韧性角度来看, 集装箱产量的底部由刚性的贸易需求和存量替换需求构成, 从中集集团过往销量变化趋势来看, 2009 年(金融危机)、2016 年(航运公司兼并重组延缓购箱需求)、2023 年(2021-2022 年超额购置的集装箱对新造箱需求形成压制)均出现销量的大幅下跌, 且在 2010 年、2017 年、2024 年行业均从底部开始回升, 行业底部在过往已经探明, 从 2026 年来看, 全年集装箱产量同

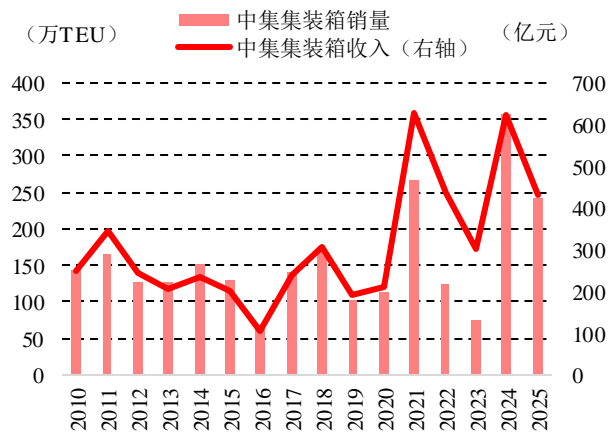
比预计高位下行，但考虑加速拆船和持续港口拥堵对有效运力的消耗，我们认为行业降幅有限；从价格底部确认来看，成本加成法（原材料成本占比较高）叠加行业集中度较高使得价格相对稳健。从弹性角度来看，集装箱行业量价齐升趋势明显，2027 年两者有望形成共振。

图 35: 集装箱行业量价趋势趋同



数据来源: Triton, Drewry, 中信建投

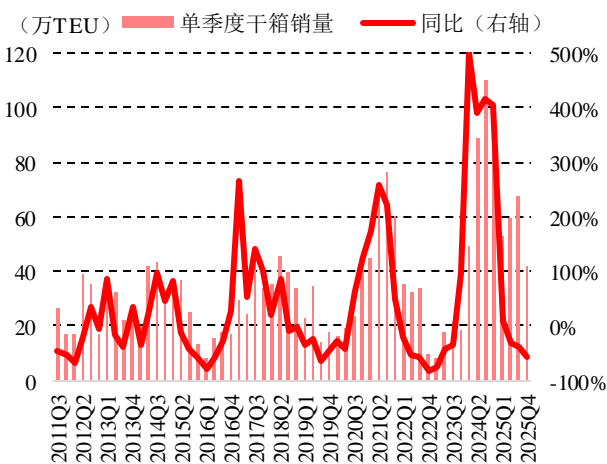
图 36: 公司集装箱销量及收入变动情况



数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

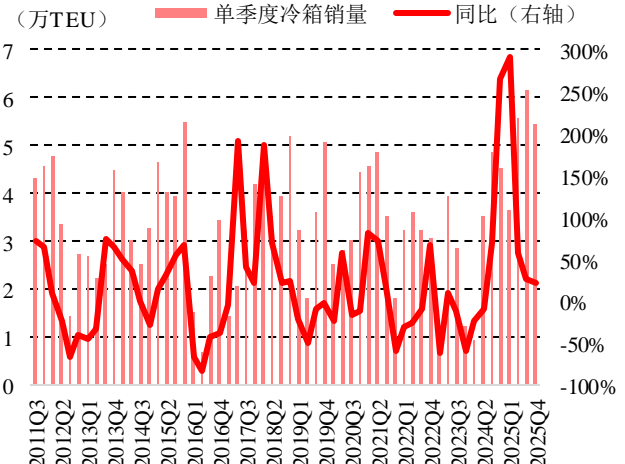
细分品类来看，2025 年公司干箱降幅明显，冷箱呈现结构性增长。经历 2024 年全年持续高增之后，2025Q2 以来公司干箱销量降幅明显，Q2-Q4 干箱销量分别为 59.47 万 TEU、67.59 万 TEU、42.31 万 TEU，同比分别下降 33.05%、38.75%、55.34%；冷箱方面同比表现好于干箱，主要系南美水果出口需求旺盛带动冷链运输需求增长，2025Q1 销量达 3.64 万 TEU，同比增速达 291.40%，Q2-Q4 冷箱销量分别为 5.56 万 TEU、6.15 万 TEU、5.47 万 TEU，同比分别增长 57.06%、26.28%、21.02%，呈现结构性增长。

图 37: 中集集团季度干箱销量



数据来源: 公司公告, 中信建投

图 38: 中集集团季度冷箱销量



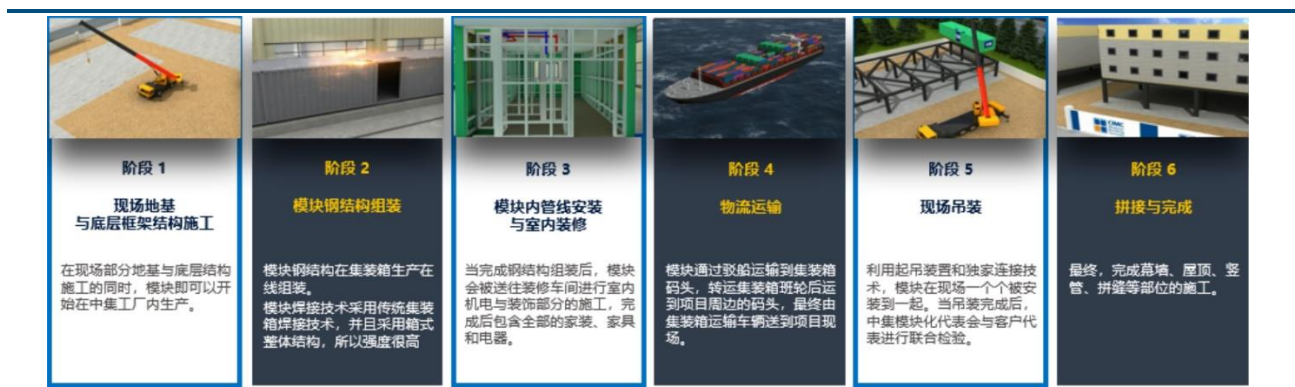
数据来源: 公司公告, 中信建投

2.2 模块化建筑：脱胎于集装箱业务，数据中心建设需求高增

2.2.1 模块化建筑：公司运营模块化建筑超 20 年，已完成多个楼宇式模块化数据中心项目

模块化建筑将大部分传统装修工序转移至工厂，缩短建造时间的同时强化生产稳定性。除传统集装箱业务外，公司不断开拓模块化建筑及集装箱房屋业务市场，开发以二手箱做模块化建筑的技术和业务，创造出“集成设计、工厂制造、现场安装”的全新建筑方式。模块化建筑是在工厂环境中制造、并运输至事先准备好的项目现场进行安装的建筑，现场地基与底层框架结构施工同时进行，钢结构组装成为模块后进行管线安装及室内装修，随后进入物流运输至项目现场，进行现场吊装，拼接幕墙、屋顶、竖管、拼缝等部位后，最终完成施工并交付。钢结构模块化建筑体系集结构、保温、水电、暖通、内部精装修及智慧系统于一体，将传统建筑装修工序 90% 以上转移至工厂环境下完成，最大程度保证质量和安全的稳定性，建造时间可缩短 50%，建筑垃圾可减少 90% 以上。

图 39：模块化建筑制造与交付流程



数据来源：中集模块化建筑官网，中信建投

中集模块化经营模块化建筑业务，已构建起国内外、多领域、高端一站式解决方案能力。中集模块化建筑投资有限公司（简称“中集模块化建筑”）成立于 2016 年，是中集集装箱集团旗下中集建筑科技的全资子公司，致力于为全球酒店、公寓、楼宇式云数据中心、学校、医院等领域提供高质量钢结构集成模块化建筑一站式解决方案，先后在英国、荷兰、澳洲、新西兰、日本、美国、中国、中国香港、挪威、冰岛、非洲等国家和地区提供产品和服务，与希尔顿、万豪、洲际、阿克集团、香港协兴等公司建立了长期稳定的战略合作关系；与海内外教育机构、医疗卫生机构及文旅机构广泛合作。此外，中集模块化还成功为知名互联网科技企业研发并实施了多个楼宇式模块化数据中心项目，成为 5G 时代新基建最具代表性的基础设施之一。

集团集装箱制造经验赋能下实现最优化的全球投送。依托中集 30 多年的集装箱制造经验及技术沉淀，通过创新设计符合集装箱运输体系的结构和角件配置，实现非标准货物的集装箱化运输以及最佳舱位利用率，最终构建最优化的从工厂-码头-目的港口-施工现场的一体化全球投送链条。

图 40：集团集装箱制造经验赋能中集模块化建筑实现全球投送



数据来源：中集模块化建筑官网，中信建投

2.2.2 模块化数据中心：顺应数据中心快速建设需求，自研预制化解决方案放量在即

（一）模块化数据中心是针对数据中心建设需求的模块化建筑

模块化数据中心是针对数据中心建设需求的模块化建筑，响应数据中心建设效率、稳定性、ESG 等多方面需求。模块化数据中心系模块化建筑的一大重要细分领域，基于模块化、预制化思维理念，为客户提供的数据中心核心基础设施的模块化产品及集成解决方案，主要包括 IT 设备、高效制冷和智能配电等数据中心核心模块的设计与制造。通过预制化建筑模块+乐高式安装，构建模块化数据中心解决方案。

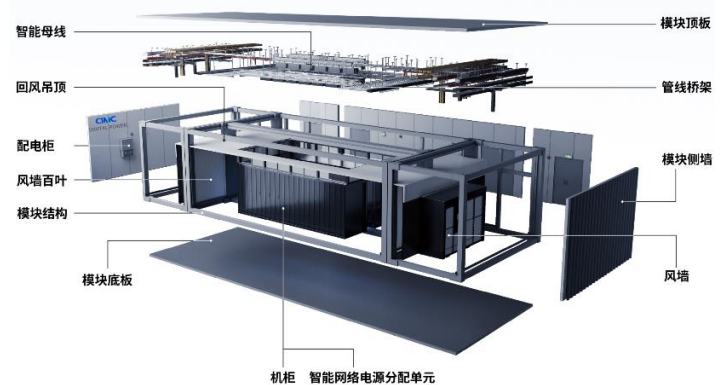
中集数能定位为“全球领先的预制化数据中心解决方案服务商”，将集装箱标准化、高精度制造优势迁移至数据中心领域。公司全资子公司江门中集数字能源装备有限公司（简称“中集数能”）是中集集团在全球数字能源集成装备领域的核心业务平台和模块化数据中心全链条交付中心，具备全球项目交付能力，服务覆盖中东、欧洲、美洲、亚太及中国等多个区域。公司战略定位为“全球领先的预制化数据中心解决方案服务商”，凭借模块化集成与工厂化验证技术，依托高效供应链体系，为全球数据中心提供快速部署、高可靠的解决方案，致力于将集装箱生产的标准化、高精度制造优势，迁移至模块化数据中心领域，让算力部署像“生产集装箱”一样高效可控。

图 41:模块化数据中心乐高式安装



数据来源：中集数能官网，中信建投

图 42: 预制化建筑模块内部结构



数据来源：中集数能官网，中信建投

针对数据中心日益增长的建设需求，凭借 20 年全球模块化建筑交付经验，公司针对数据中心建设需求给

出自研预制化数据中心解决方案。

(一) 全预制模块化数据中心解决方案：①**4.15米层高模块**：4.15米层高的典型模块适配于52U机柜的直膨式风冷系统及42U机柜的冷冻水风冷系统或液冷系统，模块通过合理设计与分割，在工厂集成了机柜、rPDU、智能母线、风墙、管线桥架、热通道及回风吊顶等组件，4.15米层高模块为主要解决方案，建造周期约7-9个月；②**7米层高模块**：针对更高的算力需求，公司在现有技术基础上，进一步拓展模块尺寸，将该方案层高提升至7米，它由4.15米高模块和2.85米高模块堆叠而成，其中4.15米高模块集成冷冻水及液冷管道和机柜，2.85米高模块集成机电管线及热通道。

(二) **撬块解决方案**：针对工期相对宽松、预算相对紧张的项目，公司同步推出撬块解决方案，集装箱撬块和现场土建平行施工，撬块运达项目现场后通过吊车吊入楼内，实现落地安装。

模块和撬块在工厂生产完成并经运输包装后，通过海陆联运抵达全球各地的项目现场，此时，现场土建基础部分已经施工完毕，模块和撬块通过吊装，实现数据中心模块的快速堆叠，从而加快项目的顺利交付。

相比于传统建筑，模块化建筑具有建设提效、高稳定性以及低排放等优势。①**提高建设效率**：通过工厂预制与现场快速集成，整体建设周期缩短50%，相比传统方式更早实现投资回报。②**维持建设质量与成本稳定性**：通过标准化工厂制造，有效控制项目整体预算偏离率，降低客户跨国部署的投资风险；将工程产品化，全面执行ISO9001质量体系认证，确保数据中心建设的稳定性与一致性。③**符合ESG要求**：可循环搬迁使用，建筑垃圾与扬尘排放减少约50%-90%(具体取决于客户方案选择)，显著提升可持续性与绿色价值。

图 43：中集模块化数据中心解决方案



数据来源：中集数能官网，中信建投

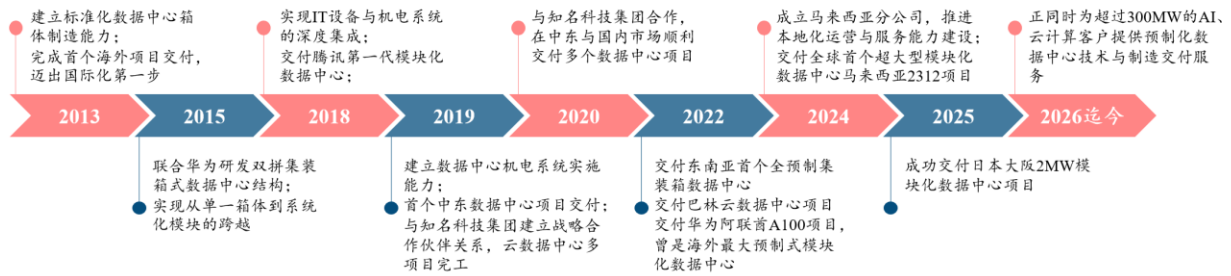
公司布局模块化数据中心领域 10 余年，配合国内外科技公司、具备全球交付能力。公司早在 2013 年便开始深耕模块化数据中心，当前全球累计交付规模超 1000MW，累计交付模块数量超 17000 个。

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

技术方面，2015 年公司联合华为研发双拼集装箱式数据中心结构，实现从单一箱体到系统化模块的跨越；2018 年实现 IT 设备与机电系统的深度集成。

交付方面，国内与头部科技集团合作实现多项目交付。2018 年交付腾讯第一代模块化数据中心；2019 年与知名科技集团建立战略合作伙伴关系，以模块化建筑为基础的云数据中心多个项目顺利完工，2020 年与知名科技集团合作，顺利交付多个国内数据中心项目；**出海方面**，已成功交付中东、东南亚、日本等地首个项目。公司 2013 年便完成首个海外项目交付，迈出国际化第一步；2019 年完成首个中东数据中心项目交付；2020 年在中东市场以及国内河北廊坊、内蒙古乌兰察布等地顺利交付多个数据中心项目；2022 年首个全预制集装箱数据中心交付东南亚，同年交付华为阿联酋 A100 项目；2024 年成立马来西亚分公司，同年交付全球首个超大型模块化数据中心马来西亚 2312 项目；2025 年成功交付日本大阪 2MW 模块化数据中心项目，首次进入日本市场。目前公司正同时为超过 300MW 的 AI、Cloud 计算的客户提供预制化数据中心的制造与交付服务。

图 44：公司模块化数据中心业务发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，中信建投

公司在模块化数据中心国内外核心市场持续取得突破，项目经验丰富。公司以模块化数据中心为核心，已在多个领域为全球用户交付 1.70 万个建筑模块，成品建筑面积约 54 万平方米，累计交付约 5.2 万个机柜。重点项目如阿联酋 A100 项目曾是海外最大预制式模块化数据中心，彰显国际市场领先地位；全球首个超大型模块化数据中心项目马来西亚 2312 项目配置 833 个模块，承载 60MW 负荷，全周期仅 10 个月，PUE 低至 1.4。

表 2：公司主要模块化数据中心项目（不完全统计）

项目	示意图	地点	规模（平方米）	模块数	完工时间	建造周期
大阪 2MW 模块化数据中心项目		日本	510	44	2025	-
马来西亚 60MW 2312 项目		马来西亚	29300	833	2024	10 个月
阿联酋 A100 项目（华为）		阿联酋	-	1423	2022	868 天 (共 17 期)
巴林云数据中心		巴林	2800+	450+	2022	-
马来西亚云/AI 数据中心		马来西亚	5000+	900+	2022	11 个月

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

河北廊坊云数据中心		中国廊坊	28384	1116	2020	4 个月
内蒙古乌兰察布北方云数据中心		中国乌兰察布	27671	736	2020	3 个月
东莞松山湖台科园云数据中心		中国东莞	17605	517	2019	3 个月

资料来源：中集数能官网，中信建投

公司持续聚焦在预制模块的持续研发投入，提升模块化数据中心制造与交付能力。根据公司 2025 年年报，公司在研项目包括数据中心基础设施建设核心产品——配电模块产品（PTU）开发，以及预制冷站产品开发。公司持续推进研发投入，完善中集数能数据中心基础设施全系列预制化产品族谱，强化公司在预制化数据中心领域的技术壁垒与行业竞争力，支撑“全球领先的预制化数据中心解决方案服务商”战略定位；凭借模块化集成与工厂化验证技术，依托高效供应链体系，为全球数据中心提供快速部署、高可靠的解决方案，赋能产业发展。

表 3：2025 年公司模块化数据中心相关研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
数据中心基础设施建设核心产品——配电模块产品（PTU）开发	推进配电模块与机房楼的物理解耦，构建覆盖交直流场景的模块化配电产品体系,完善数据中心全系列集成装备产品族谱。	已完成第一代交流配电模块（ACPTU）开发，当前推进第二代交流配电模块迭代，并同步启动直流配电模块（DCPTU）研发，适用于下一代的智算中心/超大规模数据中心场景。
	搭建工厂级测试平台，模拟项目实际运行工况，实现出厂前全场景验证，缩短现场调试周期，提升交付质量与部署效率，实现即插即用。	交流配电模块测试平台已建成投用，正开展平台扩容及直流场景兼容性改造。
预制冷站产品开发	预制冷站产品是数据中心基础设施建设的核心产品之一，通过将冷水主机、水泵、板换、水处理、阀门仪表及控制系统等进行模块化集成，减少现场安装接口，缩短项目交付周期，提升工程实施质量与系统可靠性。	预制冷站产品已进入方案设计阶段，结合客户需求与行业标准优化产品集成架构。
	在开展预制冷站产品开发的同时，同步搭建工厂内真实工况测试场景，模拟项目实际运行条件，对冷站系统的制冷性能、水力平衡、联动控制、保护逻辑及能效水平进行验证，使出厂产品更好满足项目需求，并减少现场调试工作量，实现快速部署和高质量交付。	工厂测试场景的技术方案正处于论证阶段，重点验证多工况下的系统适配性。

资料来源：公司公告，中信建投

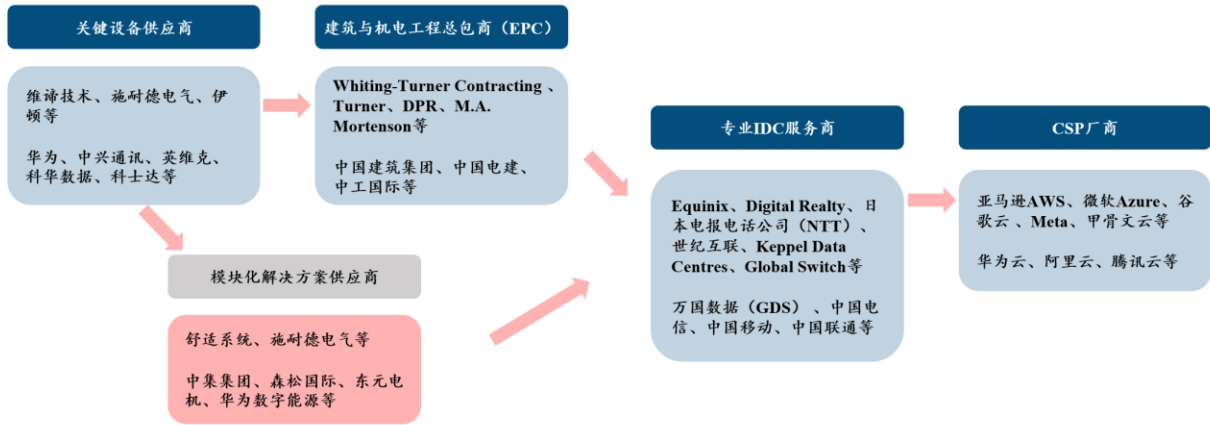
（二）模块化数据中心市场有望快速增长，具备渗透率提升条件

模块化数据中心模糊了产业链中部分设备供应商与 EPC 的界限，构建全新的供应体系。数据中心产业链呈清晰的三层结构，上游为关键设备与基础设施供应商，涵盖服务器、网络设备、UPS 电源、精密空调及液冷系统等核心硬件；中游是产业核心，由 EPC 总包商（负责设计-采购-施工一体化建设）、专业 IDC 服务商（提供机柜租赁与运维）及云服务提供商（CSP）构成，共同完成数据中心的资产交付与资源运营；下游则广泛覆盖互联网、金融、政企及 AI 大模型公司等终端用户，其持续增长的算力需求是驱动全产业链发展的根本动力。模块化数据中心既是部分设备的集成商，又负责相关模块的搭建与最终落成，模糊了部分设备与 EPC

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

的界限，构建全新的建筑与交付模式。

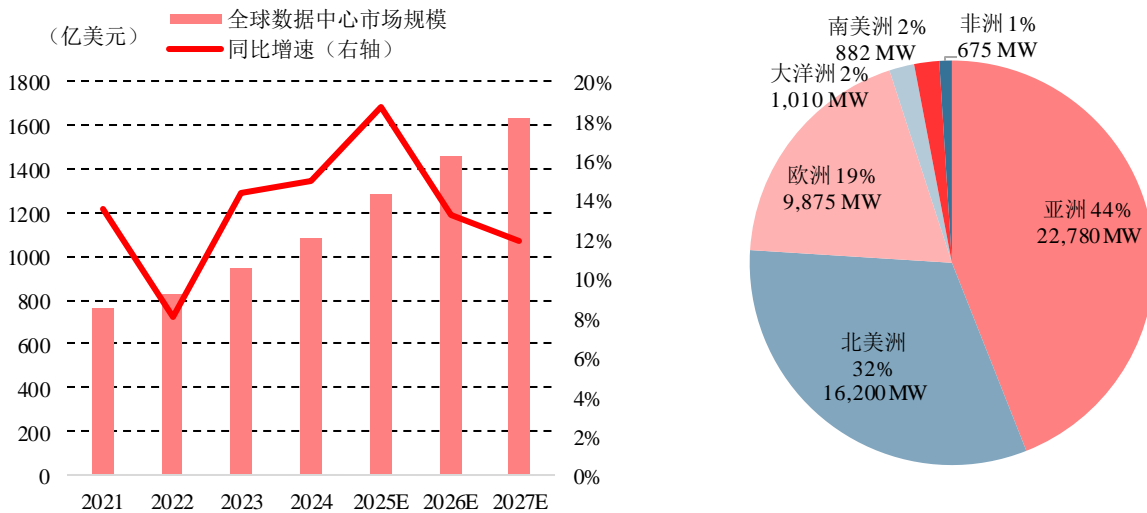
图 45：数据中心产业链概览



数据来源：各公司公告，中信建投

数据中心市场规模达千亿美金，亚洲、北美洲、欧洲占据超 90% 市场份额。数字服务、云计算、人工智能和 5G 技术的普及将持续推高对数据中心容量的需求，预计到 2027 年，全球数据中心市场将达到 1632.5 亿美元，2025-2027 年年均增长率保持在 10% 以上。其中 AI 相关需求预计将贡献超过 60% 的新增市场增量，成为产业增长的核心引擎。地区分布来看，全球数据中心市场呈现高度集中的区域格局，北美、亚洲与欧洲主导全球产业规模与资源配置，2024 年按 IT 负载规模来看，亚洲、北美洲、欧洲分别占比 44%、32%、19%。

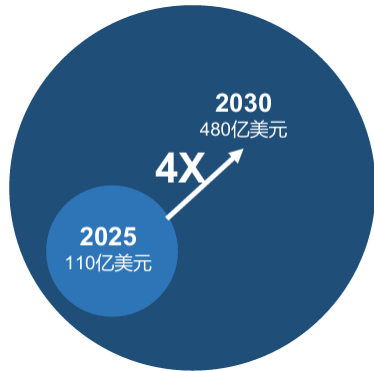
图 46：预计 2027 年全球数据中心市场规模将达 1633 亿美元 图 47：全球数据中心区域分布（2024，按 IT 负载规模）



数据来源：科智咨询，中信建投

数据来源：科智咨询，中信建投

模块化数据中心市场有望实现快速增长。针对模块化数据中心建设，我们认为随着数据中心建设需求快速增长，对于建设提效的诉求有望提升，同时数据中心当地建设人数有限，预计模块化数据中心方案渗透率将持续提升，根据公司 2025 年度业绩会资料，2025 年模块化数据中心市场规模约为 110 亿美元，预计 2030 年增长至 480 亿美元，CAGR 达 34.27%。

图 48：2030 年模块化数据中心市场将达 480 亿美元


数据来源：公司公告，中信建投

（三）格局方面，当前除公司以外仅美国舒适系统模块化业务进展较快

模块化数据中心市场中，舒适系统与中集集团进展相对较快。美国公司舒适系统模块化业务主要系暖通空调（HVAC）和电气模块化解决方案，2025 年模块化业务已实现 16.38 亿美元，为行业内第一大龙头，此外，中集集团在累计交付规模已超 1000MW，目前公司在手项目超过 300MW，模块化数据中心业务快速增长。此外，如施耐德电气、森松国际、东元电机等公司均有相关产品提供，进展相对早期。

表 4：当前模块化数据中心市场中，舒适系统与中集集团进展相对较快

相关公司	股票代码	国家/地区	模块化数据中心业务进展
舒适系统	FIX.N	美国	机械、电气和管道建筑系统领域的领先建筑与服务提供商，模块化业务主要系暖通空调（HVAC）和电气模块化解决方案，2025 年模块化营收 16.38 亿美元，预计到 2026 年底将模块化产能增加至约 400 万平方英尺。
施耐德电气	SND.DF	法国	配电、自动化管理和生产用于能源管理的安装部件供应商，提供 IMDC 智能模块化数据中心产品。
中集集团	000039.SZ 2039.HK	中国	物流装备和能源装备供应商，当前全球累计交付规模超 1000MW，累计交付模块数量超 17000 个，目前公司正同时为超过 300MW 的 AI、Cloud 计算的客户提供预制化数据中心的技术与制造交付服务。
森松国际	2155.HK	中国香港	压力设备的制造及提供综合压力设备解决方案提供商，可提供集装箱式数据中心和模块化非标定制数据中心（包括冷冻站模块、机房模块、配电模块等）。
东元电机	1504.TW	中国台湾	全球领先的电机与自动化解决方案提供商，2025 年与富士康成为战略合作伙伴，在 AI 服务器、机电与资通讯的优势展开深度合作；11 月参与鸿海科技日活动展示模块化数据中心（MDC）解决方案。

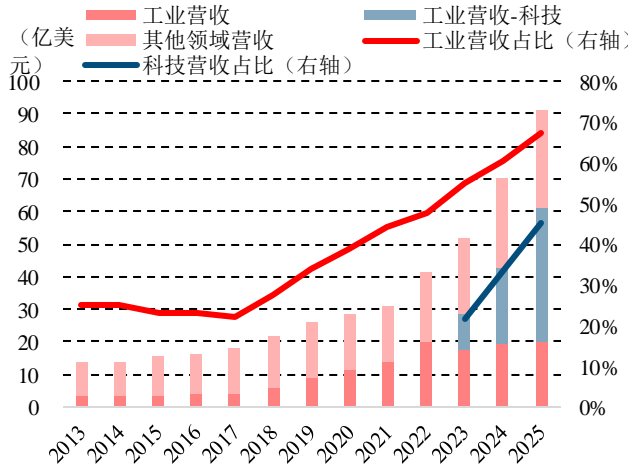
资料来源：各公司官网，中信建投

舒适系统以数据中心需求为主的科技领域营收高增，2025 年整体订单跃升式增长。以美股上市公司舒适系统（FIX.N）为例，作为美国领先的建筑及服务提供商，2013-2025 年公司总营收从 13.57 亿美元增长至 91.02 亿美元，CAGR 达 17.18%；工业营收从 3.39 亿美元增长至 61.10 亿美元，CAGR 达 27.24%，工业领域营收增速远超公司整体营收，工业领域近年来又被拆分为制造及科技两大领域，其中以数据中心业务为主的科技领域 2023-2025 年营收分别为 11.14 亿美元、23.31 亿美元、40.99 亿美元，2024-2025 年分别同比增长 109.21%、75.81%，实现大幅增长，同时收入占比实现大幅提升，从 2023 年的 21% 提升至 2025 年的 45%。订单层面来看，2013-2025 年公司建造订单从 6.04 亿美元增长至 119.45 亿美元，CAGR 达 28.24%，2025 年同比

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

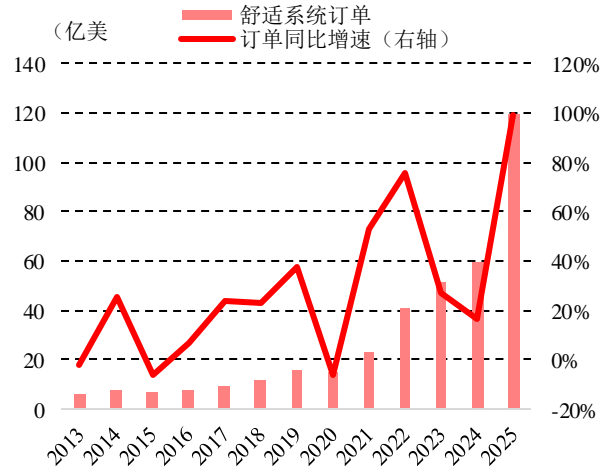
增速高达 99.28%，主要由科技领域的订单驱动，包括传统建筑和模块化业务，增量中有一半以上是新的模块化订单。

图 49：舒适系统以科技为主的工业领域占比快速提升



数据来源：舒适系统公告，中信建投

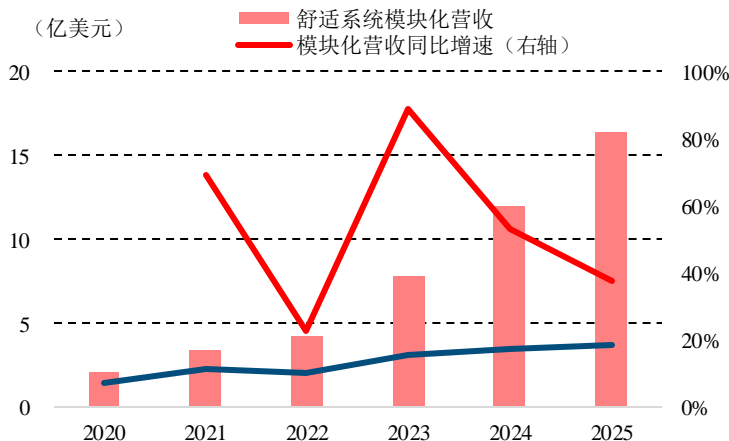
图 50：2025 年舒适系统建造订单同比接近翻倍



数据来源：舒适系统公告，中信建投

模块化建设需求快速提升，舒适系统持续推进产能扩张。舒适系统大力投资于预制化（Prefabrication）和模块化建筑技术，以提高生产力、质量和项目可建造性，近年来已初见成效。**模块化营收方面**，2020-2025 年舒适系统模块化业务从 2.00 亿美元增长至 16.38 亿美元，CAGR 约 52.30%，营收占比从 2020 年的 7% 提升至 18%，根据公司 2025Q4 业绩会，近年来公司常在年末收到大量模块化采购订单，以 2025Q4 为例，订单环比增量 26 亿美元中略超一半是新的模块化订单，体现以数据中心需求为最终落点，模块化需求持续旺盛。**模块化产能方面**，2025 年底公司模块化产能约为 300 万平方英尺，并预计到 2026 年底将增加至约 400 万平方英尺，计划在德克萨斯州和北卡罗来纳州进行扩建。

图 51：舒适系统模块化营收及占比持续提升



数据来源：舒适系统公告，中信建投

三、海工板块景气度上行，海上化、深水化趋势下公司在手订单饱满

3.1 油气资本开支向深水化、海上化集聚，油价高企有望带动资本开支上行

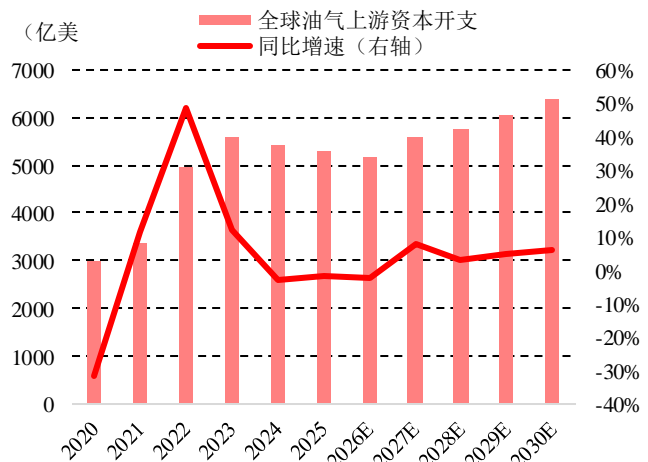
行业近年来呈现结构性景气，上游资本开支加速向深水、超深水等高价值区块集聚。从头部公司资本开支角度看，2025 年国际油公司资本开支同比持平微增，聚焦油气上游资产；从全球情况来看，2025 年全球油气上游资本开支加速向深水、超深水等高价值区块集聚，全球油服市场呈现结构性复苏态势，海上勘探开发仍呈现上涨趋势，热点主要集中在南美、亚太及非洲等区域；根据 IHS Markit 数据显示，预计未来 5 年全球上游勘探开发支出将以 5.5% 的复合年均增长率增长。展望来看，油价短时间内仍将保持高位震荡，油气资本开支意愿较强，油服设备需求有望持续提升。

图 52: 国际油公司资本开支同比持平微增



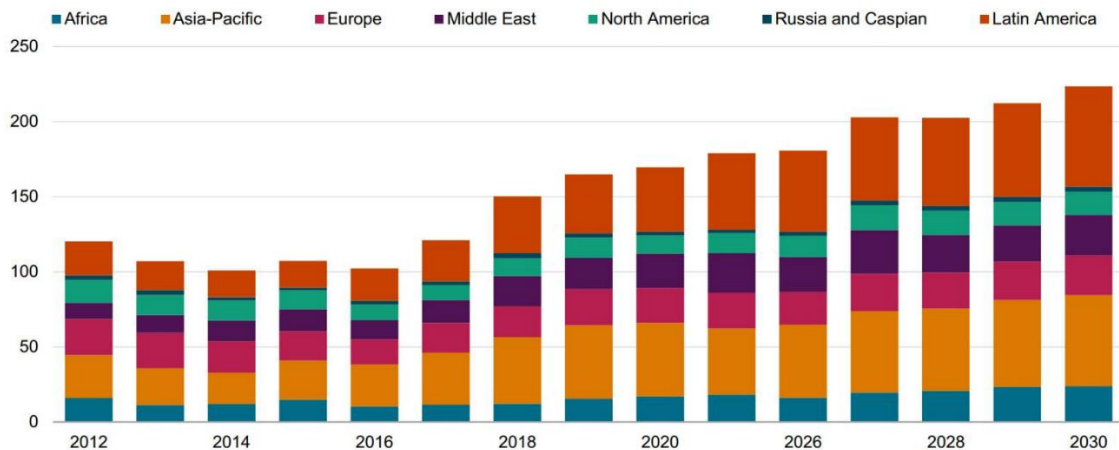
数据来源: 中海油服, 公司公告, 中信建投

图 53: 预计未来 5 年油气资本开支 CAGR 达 5.5%



数据来源: IHS Markit, 中信建投

图 54: 海上区域勘探开发资本支出

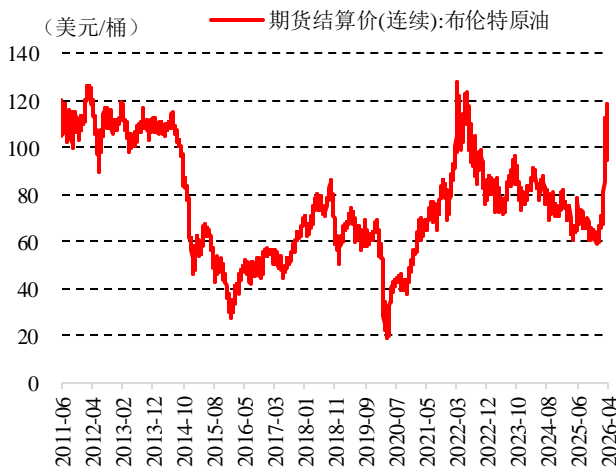


数据来源: 中海油服, IHSMarkit, 中信建投

中东地缘政治风险升温带动油价上行，预计后续波动加剧。自 2022 年高点以来，布伦特原油价格经历了剧烈波动，2022 年 3 月，在俄乌冲突爆发初期，市场因担忧俄罗斯石油供应中断而恐慌性推高油价，布伦特原油盘中一度突破 130 美元/桶，创下自 2008 年以来的最高水平；此后，受欧美对俄制裁、全球通胀高企、美

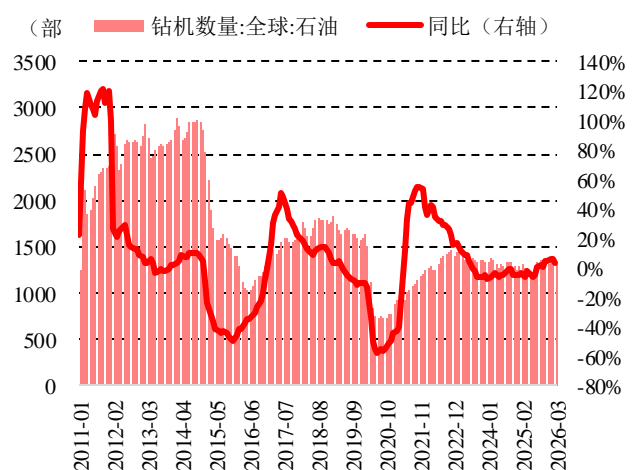
联储激进加息以及世界卫生事件等因素影响，市场焦点从“供应担忧”转向“需求疲软”，油价自下半年开始逐步回落。进入 2023-2025 年，油价震荡下行，主要受 OPEC+减产支撑与全球经济放缓预期相互博弈所致。然而，自 2026 年初以来，中东地缘政治风险升温——尤其是红海危机持续、伊朗与以色列冲突升级、霍尔木兹海峡航运几近瘫痪，再度引发供应中断恐慌，推动布伦特原油价格在 2026 年 3 月近 120 美元/桶，创 2022 年以来新高，反映出当前市场对地缘风险的高度敏感和避险情绪的集中释放。此外，受原油价格上行带动，2026 年以来全球石油钻机数量同比增速转正，进入温和复苏阶段。

图 55: 地缘政治风险带动油价波动加剧



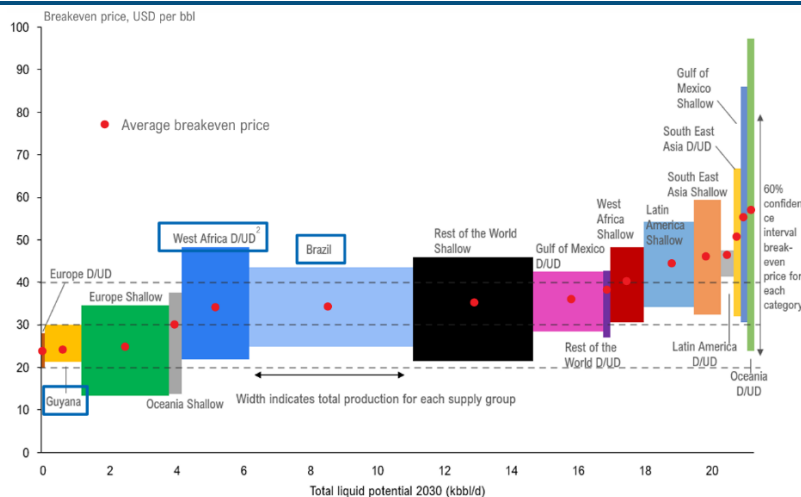
数据来源: Wind, ICE, 中信建投

图 56: 全球钻机数量进入温和复苏



数据来源: Wind, 贝克休斯, 中信建投

图 57: 海油开采项目盈亏平衡点多分布在 30-40 美元/桶的油价区间



数据来源: MODEC, 中信建投

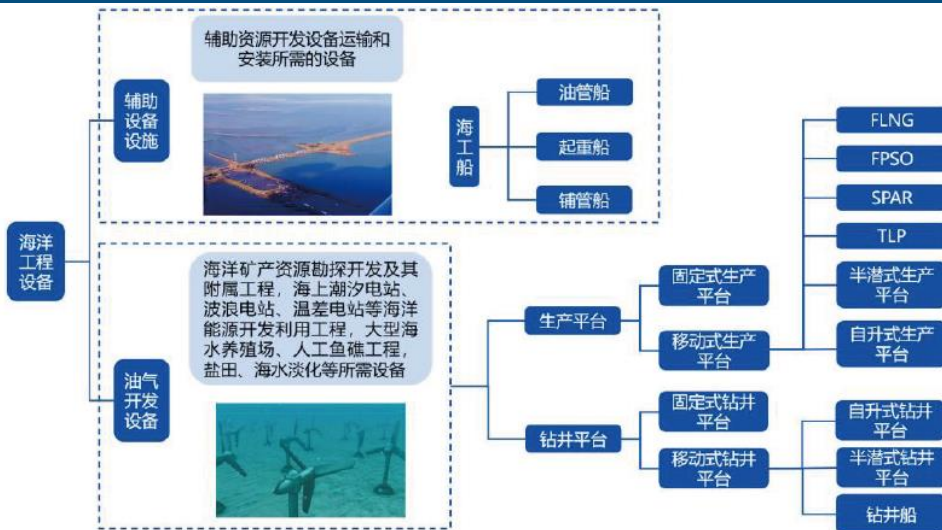
3.2 海工装备：下游高景气度有望延续，深海设备需求有望逐步释放

3.2.1 行业端：浮式装置 CAPEX 迎来高峰期，FPSO、FLNG 需求持续旺盛

海洋工程设备分为油气开发设备及辅助设备设施两大类。其中油气开发设备，直接用于资源开发与生产，辅助设备用于运输与安装。油气开发设备进一步细分为生产平台（如固定式、移动式平台）和钻井平台（固定式、移动式、自升式、半潜式、钻井船）。典型移动式生产平台包括：①FPSO（Floating Production Storage and Offloading，浮式生产储卸油装置）：集生产处理、储存外输及生活、动力供应于一体的海洋油气开发平台；②FLNG（Floating Liquefied Natural Gas，浮式液化天然气装置）：在海上直接将天然气液化并储存，省去海底管道，适用于偏远气田；③SPAR（Spar Platform，立柱式平台）、TLP（Tension Leg Platform，张力腿平台）：均为深水固定平台，通过锚链或张力筋腱稳定，适用于 1000 米以上水深。

未来新增油气供应将主要来自深水及超深水区域。这类区域普遍存在基础设施匮乏、离岸距离远、海况恶劣等特点，对于油气运营商而言，FPSO 凭借成本效益高、风险低、投产速度快的核心优势，成为当前此类区域油气开发的最优解决方案，这也为全球 FPSO 市场的持续增长奠定了坚实基础。

图 58：海洋工程设备一览

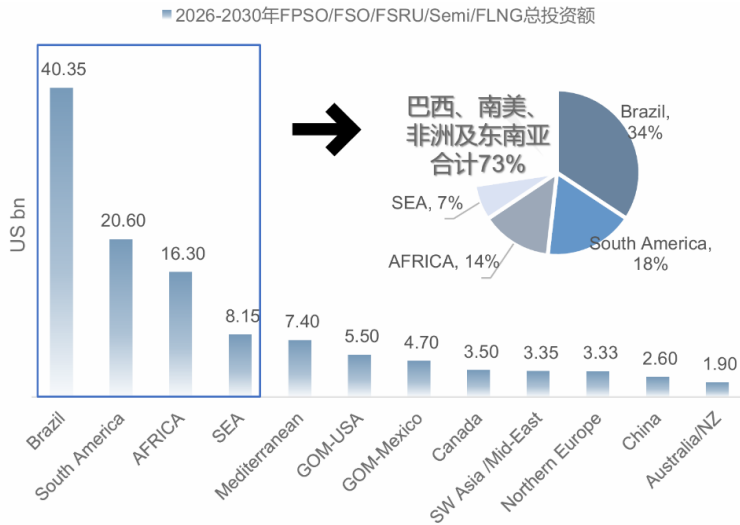


数据来源：全景网，中信建投

浮式装置 EPCI 投资迎来高峰期，5 年累计 CAPEX 超千亿美金。根据 EMA 预测，中性假设下，2026-2030 年浮式装置 EPCI（Engineering, Procurement, Construction, and Installation，设计、采购、建造与安装）将达 1177 亿美金，其中绝大部分为 FPSO/FLNG，资本开支迎来高峰期。其中分区域来看，巴西总投资约 403.5 亿美元，占比约 34%，位居第一；南美（巴西以外）总投资约 206.0 亿美元，占比约 18%，位居第二；非洲及东南亚投资额分别为 163.0 亿美元、81.5 亿美元，占比分别为 14%、7%，位居第三、第四，四大区域合计占总投资的 73%。未来全球 FPSO 需求将摆脱单一市场依赖，呈现多区域共振增长态势，市场波动性将较上一周期显著降低，行业发展稳定性进一步提升。

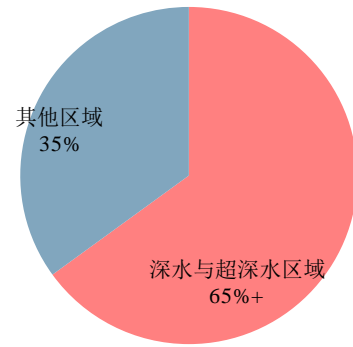
此外，新兴资源富集区（尤其深水与超深水项目集中地）将成为未来浮式设施投资的核心增长极。根据船舶前线公众号，全球新投产及在建的 FPSO 项目中，超过 65%集中在深水与超深水区域，主要分布在巴西、圭亚那及西非地区。

图 59: 未来 5 年浮式装置 EPCI 超千亿美元



数据来源: EMA, 中信建投

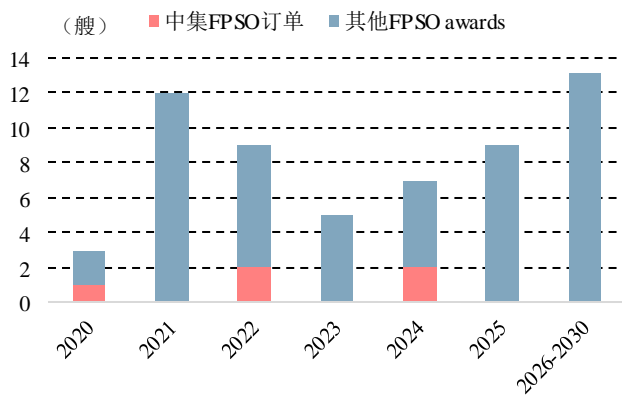
图 60: FPSO 项目深水与超深水比例超 65%



数据来源: 船舶前线, 中信建投

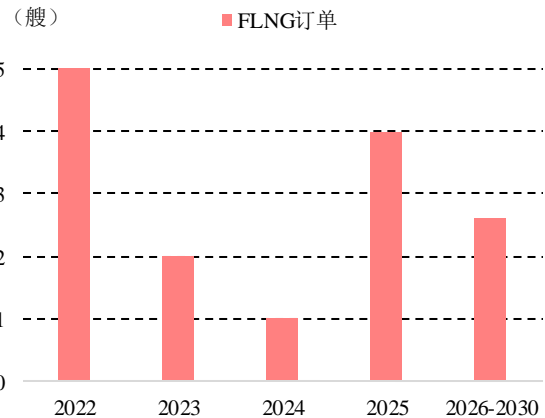
受益于深水及超深水的资源开发需求, 行业 FPSO、FLNG 订单预期充足。FPSO 方面, 根据 SBM offshore, 预计行业 2026-2030 年年均 13.2 艘/年 FPSO 新合同授予, 累计共 66 艘, 2021-2025 年合计约 42 艘, 整体增幅达 57.14%。FLNG 方面, 根据 Energy Maritime Associates 预测, 预计 2026-2030 年年均 2.6 艘/年 FPSO 新合同授予, 累计共约 13 艘。

图 61: 预计 2026-2030 年年均 13.2 艘/年 FPSO 新合同授予



数据来源: SBM offshore, EMA, Clarkson, 中信建投

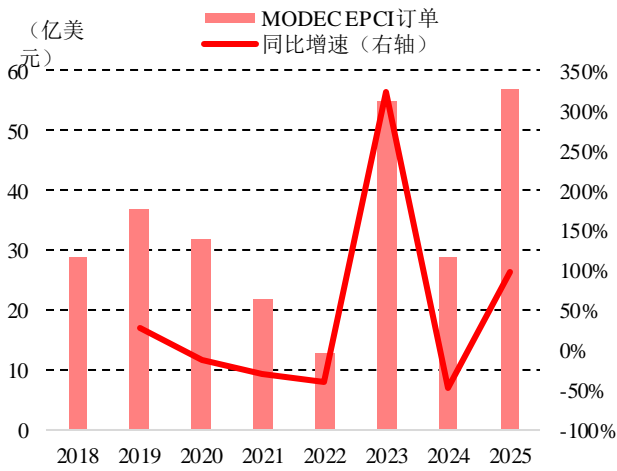
图 62: 乐观预计 2026-2030 年 FLNG 订单累计约 13 艘



数据来源: Energy Maritime Associates, 中信建投

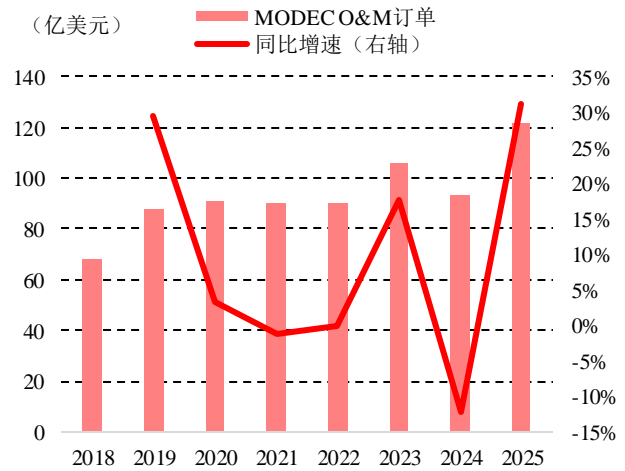
头部 FPSO 租赁总包商 MODEC 在手 EPCI、FPSO 运营订单均创历史新高, 映证 2025 年以来海工需求持续旺盛。EPCI 方面, 在有利的市场环境支持下, 公司 EPCI (工程、采购、施工与安装) 在手订单持续强劲, 受长期合同的推动, 2025 年达到 57 亿美元, 同比增长 96.55%, 为历史最高水平; FPSO 运营方面, 自 2022 年以来, MODEC 通过每年均有新的 FPSO (浮式生产储卸油装置) 投入运营, 稳步推进其运营与维护 (O&M) 业务的扩张。2025 年, O&M 在手订单也显著增长, 对应壳牌 Gato do Mato 20 年期 O&M 合同以及埃克森美孚 Hammerhead 10 年期 O&M 合同, O&M 在手订单达到创历史新高的 122 亿美元, 同比增长 31.18%, 剩余平均合同期限为 14.2 年。

图 63: MODEC EPCI 订单达历史峰值



数据来源: MODEC, 中信建投

图 64: MODEC O&M 订单达历史峰值



数据来源: MODEC, 中信建投

3.2.2 公司端：海工板块盈利持续改善，前期订单进入建造期有望持续贡献业绩增量

公司海工业务以 FPSO、FLNG 为主的油气装备制造为主，涉及海洋渔业、海洋清洁能源、特种船、海洋空间利用、资产管理等。公司主要通过中集来福士运营海洋工程业务，是中国领先的高端海洋工程装备总包建造商之一，截至 2025 年 12 月 31 日，本集团间接持有中集来福士股权比例约 83.30%，围绕“大海洋、新海工”战略，海工板块业务涵盖海洋油气、海洋渔业、海洋清洁能源、特种船、海洋空间利用、资产管理等领域，构建海洋资源综合开发的产业格局。主要业务包括以 FPSO、FLNG 为主的油气装备制造，以海上风电安装船、升压站等为主的海上风电装备建造及风场运维，以及特种船舶制造等。

图 65: 公司海工板块业务矩阵



数据来源: 中集来福士官网, 中信建投

由于多系统高度集成、严苛作业环境、超长服役周期及全生命周期高可靠性要求，FPSO 被认为是海洋工程领域技术难度最高、管理最复杂的项目之一。具体而言，FPSO 需在远离陆地的深水海域长期连续运行，集成油气处理、发电、海水淡化、储油、外输、生活支持等数十个复杂子系统，涉及工艺、结构、机械、电气、仪表、通信、系泊、立管等多个专业深度交叉。同时，其设计必须同时满足船级社规范、石油公司标准、国际海事法规（如 IMO、SOLAS）及目标海域特殊环境条件（如台风、内波、洋流），对安全性、冗余性和可维护性提出极高要求。

公司在高端海工装备领域实现超复杂系统的突围，FPSO 能力持续完善。公司自 2017 年正式进军 FPSO 油气业务以来，技术能力与项目层级持续进阶：从 2019 年承接首个电气间模块，到 2020 年实现首个工艺模块 EPC 总包，再到 2021 年首次整体承接 Mero3 上部模块建造；2022 年成功获取巴西国油 FPSO EPC 总包资质并签约 P80/83 船体及公用模块项目，标志其具备全船体 EPC 能力；2023 年完成 Agogo 化学注入模块，拓展工艺覆盖范围；至 2024 年，公司更首次主导 ENI 项目整体上部模块的 FEED 前端工程设计（涵盖 21 个模块、总重 3 万吨），初步形成整体 FPSO 上部模块 EPC 总包能力，完成了从单一模块建造向系统集成的战略跃迁。

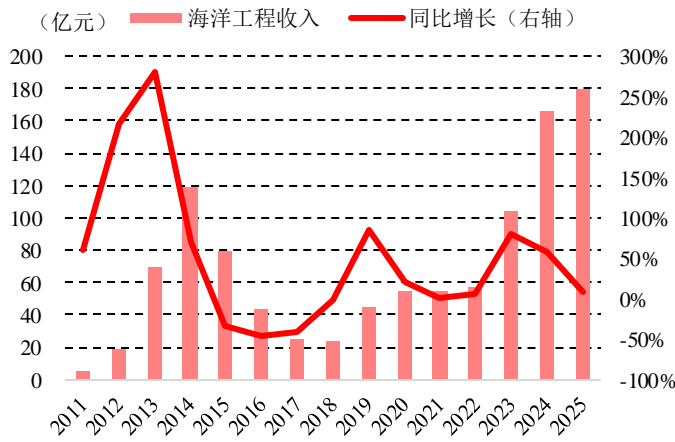
表 5：公司 FPSO 发展历程及里程碑事件

时间	里程碑	项目	事件描述
2017 年	进军 FPSO 油气业务	-	正式组建油气业务攻关团队，进军 FPSO 油气业务市场。
2019 年	首个电气间模块建造	H473-电气间模块	油气业务线成立后第一个 FPSO 模块项目。
2020 年	首个工艺模块 EPC 总包	M001 管汇模块	首次承接的 FPSO 上部工艺模块 EP 总包项目。
2021 年	首个整体 FPSO 模块建造	Mero3 整体上部模块	首次承接整体 FPSO 上部模块的建造及生产设计。
2022 年	首个 FPSO 船体 EPC 总包	P80/83 船体+公用模块	获得巴油 FPSO EPC 总包资质，签订 P80/83 首个船体 EPC+上部部分模块 EPC 总包合同。
2023 年	首个 FPSO 化学注入模块	Agogo 工艺+化学注入模块	首次完成化学注入模块 EPC 项目。
2024 年	首次整体 FPSO 上部模块 FEED 设计	ENI 整体上部模块 FEED	共 21 个模块，总重 30000 吨，首次完成整体 FPSO 上部模块的 FEED 设计，标志着来福士初步具备现整体 FPSO 上部模块 EPC 总包能力。

资料来源：公司公告，中信建投

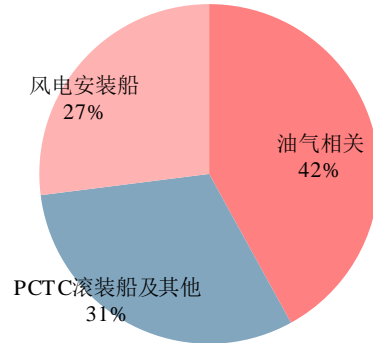
海工板块营收规模持续扩大，净利润 2025 年实现大幅增长。2014 年-2018 年由于原油价格持续调整，导致全球海工行业进入深度调整期，市场萎缩、行业亏损，公司海工板块营收出现大幅下降，随后公司加快布局非传统油气行业，开拓滚装船、海上风电安装船等来对冲油气板块下行影响；2023 年以来，由于国际油价处于相对高位水平，对油气生产平台仍存在促进作用，持续增长的海洋作业活动推动海工装备利用率和租金连续走高。2025 年全球海工市场继续呈现结构性复苏，以 FPSO/FLNG 为代表的高端油气装备需求强劲，同时全行业新能源装备订单保持稳定增长，前期订单进入建造期，公司营收实现快速增长，海工板块从 2022 年的 57.71 亿元增长至 2025 年的 179.38 亿元，CAGR 达 45.94%。

图 66: 公司海工板块营收快速增长



数据来源: Wind, 中信建投

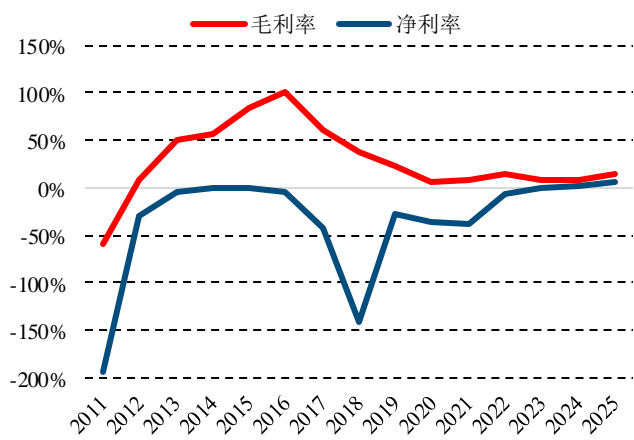
图 67: 2025 年海工业务拆分



数据来源: 公司公告, 中信建投

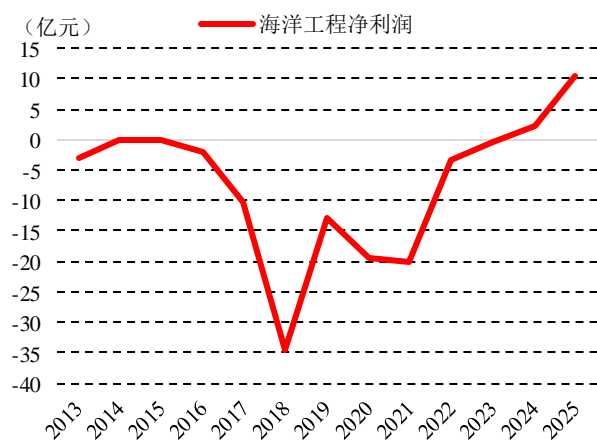
近年来公司盈利能力稳健修复，净利润端改善提速。从盈利能力来看，新收入准则下，2020-2025 年公司盈利能力稳健提升，毛利率从 5.85% 提升至 14.83%，提升幅度约 8.98pct；净利率从 -35.81% 提升至 5.89%，提升幅度约 41.71pct。净利润绝对值来看，海工板块逐步从减亏转为盈利，2025 年实现净利润 10.57 亿元，同比增长约 371.79%。

图 68: 公司盈利能力稳健修复



数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

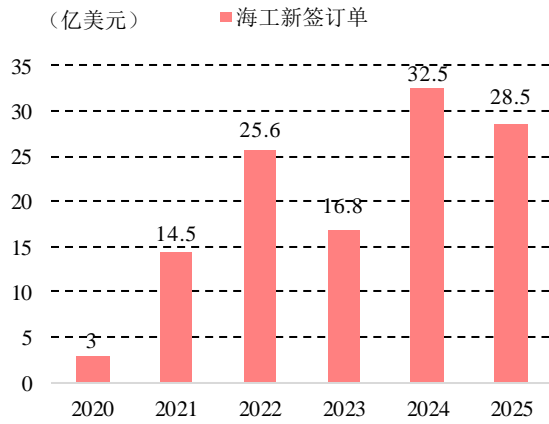
图 69: 2021 年以来海工板块净利润持续改善



数据来源: Wind, 公司公告, 中信建投

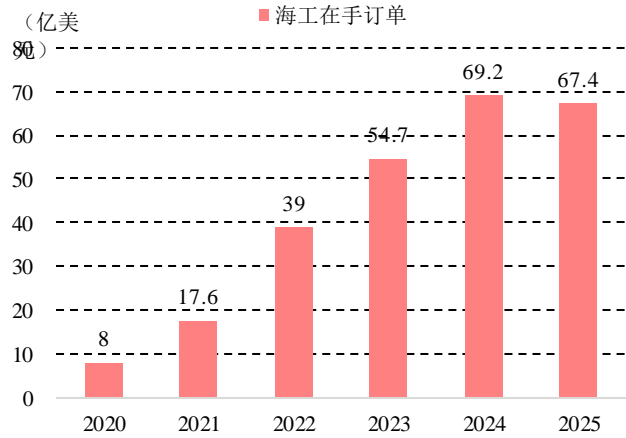
在手订单饱满，后续业绩存在较强支撑。随着海工板块景气度持续向上，公司在手订单保持较快增长，2025 年末累计持有在手订单价值 67.4 亿美元，其中包括①累计持有在手订单价值 50.9 亿美元，其中油气、特种船订单占比约为 7:3，其中龙口基地已排产至 2030 年；②1 个 FPSO 总包订单 16.5 亿美金已中标尚待生效，同比基本持平，维持在历史高位。目前公司在手订单饱满，通常情况下，船厂从接单到排产需要 1.5-2 年及以上，目前在手订单为公司后续业绩提供较强支撑。

图 70：2024 年公司海工新签订单创新高



数据来源：公司公告，中信建投；注：2025 年新签订单金额包含 1 个 FPSO 总包订单 16.5 亿美金已中标尚待生效

图 71：当前海工在手订单充足，业绩支撑强劲

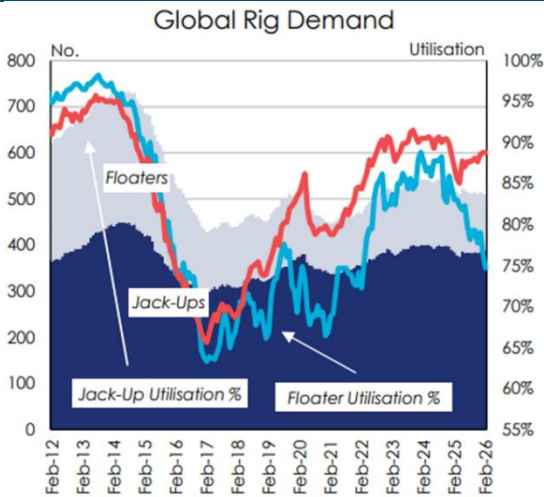


数据来源：公司公告，中信建投；注：2025 年新签订单金额包含 1 个 FPSO 总包订单 16.5 亿美金已中标尚待生效

3.3 海工资产池运营：市场回升确定性强，公司推进存量平台租赁与处置

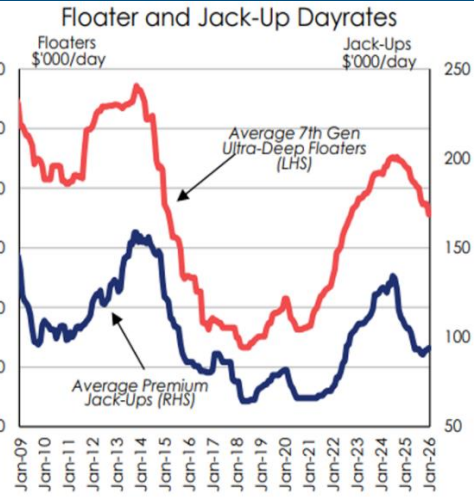
钻井平台利用率持续改善，新建平台价格稳健。利用率上来看，截至 2025 年 12 月，全球自升式平台市场利用率为约 88%，较 2025 年中期提升 1pct；浮式钻井平台市场利用率约为 75%，较 2025 年中期下降 9pct；结构上来看，全球自升式平台使用率略有下滑，浮式平台使用率较同期稳步上升。新建钻井平台价格依旧坚挺，2025 年末相比年中来看，自升式平台价格降至 \$9.3 万/天，降幅约 \$1.7 万/天；浮式钻井平台价格降至 \$35.6 万/天，降幅约 \$4.4 万/天，但整体仍处于历史中部偏高位置，且 2026 年以来有进一步回升趋势。

图 72：全球自升式平台市场利用率改善



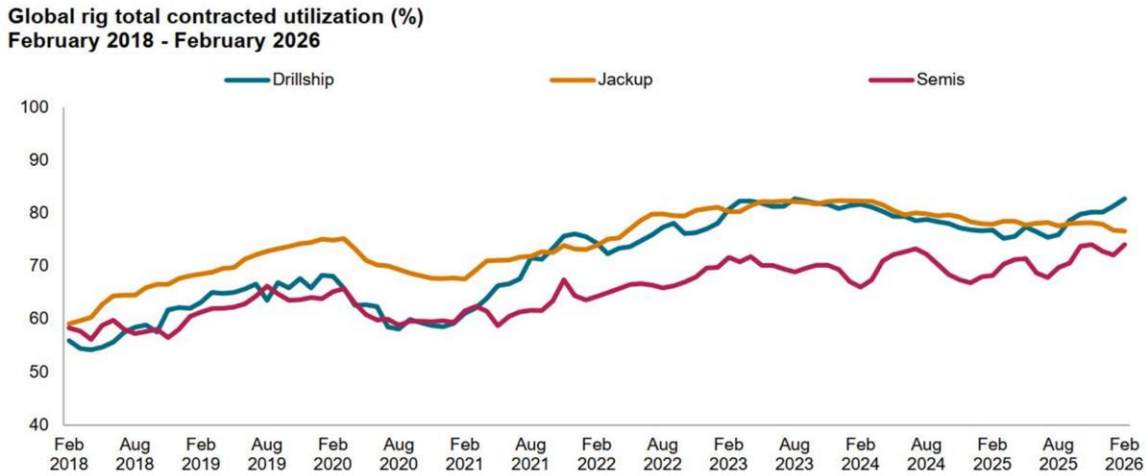
数据来源：Clarkson，公司公告，中信建投

图 73：新建钻井平台价格依旧坚挺



数据来源：Clarkson，公司公告，中信建投

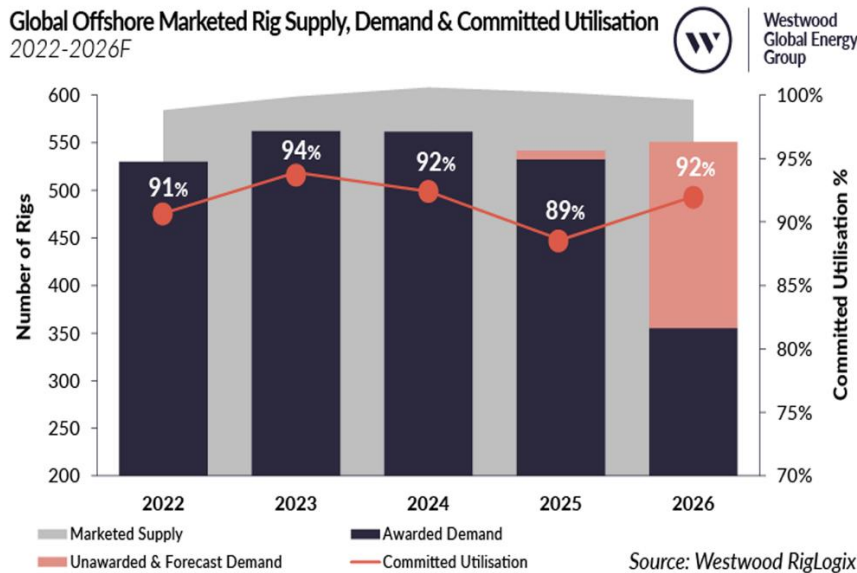
图 74：钻井平台使用率整体呈现上升趋势



数据来源：中海油服，HIS，中信建投

Westwood 预计 2026 年市场将有所回升，2026 年下半年至 2027 年需求和利用率将显著提升。据 Westwood 预测，2022-2026 年全球海上市场化钻井平台供应量稳中有升，从约 580 座增至 600+座，其中已签约需求（Awarded Demand）在 2023 年达峰值，约 540 座，对应 94% 合同利用率，随后因部分项目延期或资本开支审慎而小幅回落至 2025 年的约 490 座，利用率降至 89%，但 2026 年有望回升至约 550 座（92% 利用率），反映深水/超深水开发节奏虽短期波动，但中长期需求韧性充足；利用率水平维持高位且有望回升，凸显行业处于紧平衡状态。

图 75：2026 年钻井平台需求及利用率有望显著回升



数据来源：Westwood，中信建投

公司金融及资产管理分部主要负责海工存量资产平台运营，以获取资产收益，主要经营主体为中集财务公司和海工资产池管理平台公司。得益于 2024-2025 年延期项目的集中入场，深水钻井平台日费率在供应链紧平衡背景下依然坚挺，并伴随利用率的高企表现出稳中有升的趋势。金融板块 2025 年净利润为-14.26 亿元，实

现同比减亏，主要是由于海工资产池管理平台公司本年因借款利率降低、债务置换及归还等导致的利息费用下降。

图 76：公司金融资产管理板块业务营收中枢上移

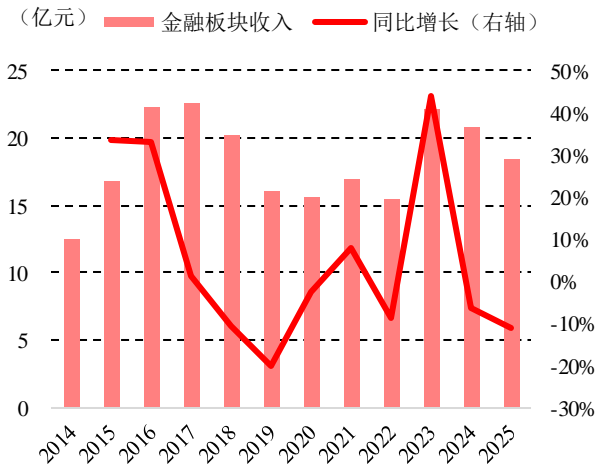
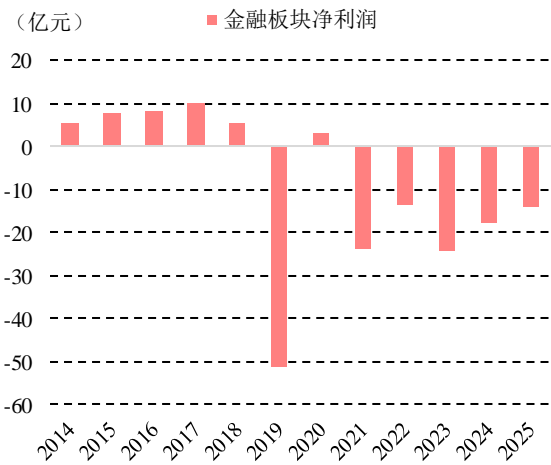


图 77：金融板块亏损逐年收窄



数据来源：Wind，公司公告，中信建投

数据来源：Wind，公司公告，中信建投

存量资产平台租金稳步上涨，待租/处置平台有望贡献增量利润。公司海工平台运营管理能力优秀，通过提高资产上租率，同时结合市场变化持续推动资产处置业务。截至 2025 年末，公司海工资产运营管理业务涉及各类海工船舶资产共 14 个，包括：2 座超深水半潜式钻井平台、3 座恶劣海况半潜式钻井平台、3 座半潜式起重/生活支持平台、3 座 400 尺自升式钻井平台、3 座 300 尺自升式钻井平台。**2025 年租赁情况来看**，自升式钻井平台利用率 88%（较 2025 年中期提升 1 个百分点），浮式钻井平台利用率 75%；Jackup 平台全部上租，中深水半潜钻井平台“仙境烟台”成功与挪威油公司签订新租约；超深水半潜钻井平台“蓝鲸一号”与国际客户签署新租约。**费率方面**，上租半潜钻井平台及自升式钻井平台的平均日费率均实现同比增长。

表 6: 2025 年末公司存量平台出租情况

名称	类型	位置	租约到期
Deepsea Yantai	第六代恶劣环境半潜	North Sea	Dec-26
OOS Tiradentes	半潜生活平台	Brazil	Apr-27
Gulf Driller VI	400 尺自升式	Mexico	Dec-26（续约租金上涨）
Perro Negro 11	400 尺自升式	Middle East	Jul-28
Gulf Driller VIII	400 尺自升式	Mexico	Dec-26（续约租金上涨）
Caspian Driller	300 尺自升式	Caspian Sea	Jan-27
Gulf Driller III	300 尺自升式	South China Sea	Apr-26
Blue Whale I	第七代超深水半潜	South East	Dec-26（新签租金明显上涨）
CIMC Gretha	半潜生活平台	Nigeria	Jul-27（新签租金上涨）
Blue Whale II	第七代超深水半潜	Yantai, China	温停状态，积极寻找租约或处置
North Dragon	第六代恶劣环境半潜	Yantai, China	
Beacon Pacific	第六代恶劣环境半潜	Yantai, China	
Perro Negro 12	300 尺自升式	Middle East	寻找处置机会
HAI SHI SHEN LOU	半潜生活平台	Yantai, China	寻找处置机会

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

资料来源：公司公告，中信建投

四、盈利预测及投资建议

预计 2026-2028 年公司实现营收分别为 1713.83 亿元、1918.56 亿元、2126.72 亿元，同比分别增长 9.43%、11.95%、10.85%，归母净利润分别为 34.63 亿元、47.42 亿元、57.66 亿元，同比分别增长 1468.44%、36.91%、21.61%，对应 PE 分别为 17.67x、12.91x、10.61x，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	177,664.10	156,611.45	171,382.93	191,856.43	212,671.94
YoY(%)	39.01	-11.85	9.43	11.95	10.85
净利润(百万元)	2,972.34	220.82	3,463.44	4,741.72	5,766.34
YoY(%)	605.60	-92.57	1,468.44	36.91	21.61
毛利率(%)	12.52	12.45	13.87	14.54	15.36
净利率(%)	1.67	0.14	2.02	2.47	2.71
ROE(%)	5.76	0.44	6.47	8.19	9.13
EPS(摊薄/元)	0.55	0.04	0.64	0.88	1.07
P/E(倍)	20.59	277.17	17.67	12.91	10.61
P/B(倍)	1.29	1.32	1.24	1.14	1.04

资料来源：Wind，中信建投

表 8：公司分业务拆分预测

单位：亿元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1776.64	1566.11	1713.83	1918.56	2126.72
同比增长	39.01%	-11.85%	9.43%	11.95%	10.85%
营业成本	1554.17	1371.16	1476.07	1639.54	1800.06
毛利	222.47	194.95	237.76	279.02	326.66
毛利率	12.52%	12.45%	13.87%	14.54%	15.36%
1.1 集装箱业务	35.01%	27.46%	28.22%	31.17%	32.97%
收入	622.05	430.09	483.60	598.00	701.20
同比增长	105.89%	-30.86%	12.44%	23.66%	17.26%
成本	525.06	372.54	415.90	508.30	589.01
毛利	96.99	57.55	67.70	89.70	112.19
毛利率	15.59%	13.38%	14.00%	15.00%	16.00%
1.2 道路运输车辆	11.82%	12.88%	12.36%	11.60%	10.98%
收入	209.98	201.78	211.87	222.46	233.58
同比增长	-16.30%	-3.91%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	175.71	169.72	176.19	188.20	197.61
毛利	34.27	32.06	35.68	34.26	35.97
毛利率	16.32%	15.89%	16.84%	15.40%	15.40%
1.3 物流服务	17.67%	17.11%	15.75%	14.78%	14.00%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

收入	313.89	267.93	270.00	283.50	297.68
同比增长	55.65%	-14.64%	0.77%	5.00%	5.00%
成本	294.51	251.24	252.45	265.07	278.33
毛利	19.39	16.70	17.55	18.43	19.35
毛利率	6.18%	6.23%	6.50%	6.50%	6.50%
1.4 空港设备业务	4.05%	4.86%	4.67%	4.38%	4.15%
收入	71.93	76.19	80.00	84.00	88.20
同比增长	3.33%	5.92%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	57.18	61.06	61.83	64.68	67.91
毛利	14.75	15.14	18.17	19.32	20.29
毛利率	20.50%	19.87%	22.71%	23.00%	23.00%
1.5 单元载具业务	1.37%	1.73%	1.75%	1.72%	1.69%
收入	24.29	27.02	30.00	33.00	36.00
同比增长	-14.29%	11.23%	11.03%	10.00%	9.09%
成本	21.90	22.52	24.99	27.46	29.92
毛利	2.39	4.50	5.01	5.54	6.08
毛利率	9.85%	16.65%	16.70%	16.80%	16.90%
2.1 能源化工设备业务	14.40%	17.36%	17.45%	17.15%	17.02%
收入	255.79	271.92	299.12	329.03	361.93
同比增长	2.21%	6.31%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	220.46	231.68	251.26	273.09	296.78
毛利	35.33	40.24	47.86	55.93	65.15
毛利率	13.81%	14.80%	16.00%	17.00%	18.00%
2.2 海洋工程业务	9.32%	11.45%	12.25%	12.51%	12.70%
收入	165.56	179.38	210.00	240.00	270.00
同比增长	58.41%	8.35%	17.07%	14.29%	12.50%
成本	150.48	152.78	176.76	199.61	221.86
毛利	15.08	26.60	33.24	40.39	48.14
毛利率	9.11%	14.83%	15.83%	16.83%	17.83%
2.3 金融（主要为钻井租赁）	1.17%	1.18%	1.75%	1.20%	1.23%
收入	20.79	18.49	30.00	23.09	26.09
同比增长	-6.30%	-11.03%	62.23%	-23.04%	12.99%
成本	22.40	21.68	28.50	19.62	19.57
毛利	(1.61)	(3.18)	1.50	3.46	6.52
毛利率	-7.77%	-17.21%	5.00%	15.00%	25.00%
3 其他分部	6.74%	7.59%	7.28%	6.83%	6.47%
收入	119.83	118.90	124.84	131.08	137.64
同比增长	48.44%	-0.78%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	106.26	102.80	106.12	111.42	116.99
毛利	13.57	16.09	18.73	19.66	20.65

毛利率	11.33%	13.54%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	-1.55%	-1.63%	-1.49%	-1.33%	-1.20%
收入	(27.48)	(25.60)	(25.60)	(25.60)	(25.60)
同比增长	-14.67%	-6.87%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	(19.80)	(14.85)	(17.92)	(17.92)	(17.92)
毛利	(7.69)	(10.75)	(7.68)	(7.68)	(7.68)
毛利率	27.98%	41.99%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: Wind, 中信建投

表 9: 公司利润表预测 (单位: 百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	177,664.10	156,611.45	171,382.93	191,856.43	212,671.94
营业成本	155,417.34	137,116.42	147,606.95	163,953.98	180,005.88
营业税金及附加	656.08	599.78	671.69	751.93	833.51
销售费用	2,627.87	2,706.85	2,227.98	2,302.28	2,339.39
管理费用	6,955.04	6,319.43	4,455.96	4,604.55	5,104.13
研发费用	2,709.11	2,787.78	2,570.74	2,494.13	2,339.39
财务费用	1,364.88	2,033.32	994.37	442.70	79.55
资产减值损失	-416.49	-760.75	-171.38	-191.86	-212.67
信用减值损失	-491.54	-649.61	-171.38	-191.86	-212.67
其他收益	575.54	613.32	586.51	586.51	586.51
公允价值变动收益	-669.04	-31.14	600.00	1,000.00	800.00
投资净收益	-493.75	-1,409.78	500.00	1,000.00	800.00
资产处置收益	114.40	31.73	73.06	52.40	62.73
营业利润	6,552.90	2,841.62	14,272.05	19,562.05	23,793.98
营业外收入	249.80	224.28	237.04	230.66	233.85
营业外支出	207.45	249.84	193.47	193.47	193.47
利润总额	6,595.25	2,816.06	14,315.62	19,599.25	23,834.36
所得税	2,400.09	1,478.69	4,867.31	6,663.74	8,103.68
净利润	4,195.16	1,337.38	9,448.31	12,935.50	15,730.68
少数股东损益	1,222.81	1,116.56	5,984.88	8,193.78	9,964.34
归属母公司净利润	2,972.34	220.82	3,463.44	4,741.72	5,766.34
EBITDA	12,012.08	9,328.98	23,879.22	28,670.61	32,294.32
EPS (元)	0.55	0.04	0.64	0.88	1.07

资料来源: Wind, 中信建投

表 10：公司资产负债表预测（单位：百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	100,763.43	94,435.15	102,917.78	124,629.86	149,630.09
现金	21,621.31	24,264.40	22,036.31	34,418.91	50,015.94
应收票据及应收账款合计	43,321.90	37,036.32	41,717.27	46,700.84	51,767.66
其他应收款	4,823.89	4,432.63	5,210.30	5,832.72	6,465.54
预付账款	7,048.97	6,764.94	8,526.22	9,544.77	10,580.33
存货	19,735.69	18,150.47	21,332.58	23,695.10	26,014.96
其他流动资产	4,211.67	3,786.39	4,095.10	4,437.52	4,785.66
非流动资产	73,988.81	72,360.35	64,287.10	56,658.44	49,078.04
长期投资	12,016.87	10,319.20	10,819.20	11,819.20	12,619.20
固定资产	45,071.50	44,952.54	38,228.54	31,445.36	24,603.00
无形资产	5,871.88	5,734.88	4,780.34	3,825.54	2,870.49
其他非流动资产	11,028.56	11,353.73	10,459.03	9,568.34	8,985.35
资产总计	174,752.24	166,795.50	167,204.88	181,288.30	198,708.12
流动负债	80,856.81	76,328.48	74,988.76	83,363.55	91,670.82
短期借款	11,260.72	8,679.78	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合计	32,986.90	31,129.23	32,713.02	36,335.89	39,893.35
其他流动负债	36,609.20	36,519.47	42,275.74	47,027.66	51,777.47
非流动负债	25,875.63	23,656.18	16,250.05	9,424.41	3,294.24
长期借款	24,282.62	21,983.75	14,577.62	7,751.98	1,621.81
其他非流动负债	1,593.00	1,672.43	1,672.43	1,672.43	1,672.43
负债合计	106,732.43	99,984.66	91,238.80	92,787.96	94,965.06
少数股东权益	16,400.47	16,419.32	22,404.19	30,597.97	40,562.31
股本	5,392.52	5,392.52	5,392.52	5,392.52	5,392.52
资本公积	4,336.58	4,127.27	4,127.27	4,127.27	4,127.27
留存收益	41,890.24	40,871.74	44,042.10	48,382.58	53,660.97
归属母公司股东权益	51,619.33	50,391.53	53,561.89	57,902.37	63,180.76
负债和股东权益	174,752.24	166,795.50	167,204.88	181,288.30	198,708.12

资料来源：Wind，中信建投

表 11：公司现金流量表预测（单位：百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	9,263.87	18,514.45	15,085.27	19,909.65	22,210.44
净利润	4,195.16	1,337.38	9,448.31	12,935.50	15,730.68
折旧摊销	4,051.95	4,479.59	8,569.23	8,628.66	8,380.40
财务费用	1,364.88	2,033.32	994.37	442.70	79.55
投资损失	493.75	1,409.78	-500.00	-1,000.00	-800.00

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

营运资金变动	-2,677.54	7,778.55	-3,370.66	-954.69	-1,095.94
其他经营现金流	1,835.67	1,475.82	-55.98	-142.52	-84.26
投资活动现金流	-6,630.29	-3,766.53	59.99	142.52	84.26
资本支出	3,819.04	4,639.30	0.00	0.00	0.00
长期投资	-2,760.50	721.38	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-7,688.82	-9,127.21	59.99	142.52	84.26
筹资活动现金流	-4,243.99	-10,319.81	-17,373.36	-7,669.58	-6,697.68
短期借款	-1,140.15	-2,580.94	-8,679.78	0.00	0.00
长期借款	7,978.08	-2,298.88	-7,406.13	-6,825.63	-6,130.17
其他筹资现金流	-11,081.92	-5,439.99	-1,287.45	-843.94	-567.50
现金净增加额	-1,365.66	3,806.35	-2,228.09	12,382.60	15,597.03

资料来源: Wind, 中信建投

五、风险分析

（一）经济周期波动的风险：公司各项主营业务所处的行业均依赖于全球和中国经济的表现，并随着经济周期的波动而变化。近年来，全球经济环境日趋复杂，不确定因素增多，尤其是贸易保护主义将对全球经济和贸易的增长带来负面影响。若贸易需求修复不及预期，则公司集装箱、物流等业务将有所承压。

（二）汇率风险：公司合并报表的列报货币是人民币，汇率风险主要来自以非人民币结算之销售、采购以及融资产生的外币敞口。在全球金融市场持续波动可能导致的人民币对美元汇率波动幅度与频率加大，进而可能对公司业务造成影响。

（三）市场竞争风险：公司各项主营业务都存在来自国内外企业的竞争。尤其是需求不振或产能相对过剩导致供求关系不平衡，从而引起行业内竞争加剧。另外，行业的竞争格局亦可能因新企业的加入或现有竞争对手的产能提升而改变。

（四）毛利率波动风险及敏感性分析：综合毛利率是未来盈利预测及估值模型的重要假设，公司毛利率将持续受到市场竞争、原材料价格、汇率、运费等外部因素的影响产生波动，如公司无法较好应对上述因素，则毛利率将会受到不利影响。若公司毛利率不及预期，相对应公司未来的盈利预测均存在下滑风险。我们对毛利率预期变化对公司盈利敏感性影响测算如下。

在当前预期情景下，我们预计公司 2026 年至 2028 年毛利率分别为 13.87%、14.54%、15.36%，相应归母净利润分别为 34.63、47.42、57.66 亿元。

如果公司未来三年毛利率小幅低于预期，较预期毛利率下降 0.5% 时，2026-2028 年公司归母净利润分别为 32.56 亿元、45.09 亿元、55.08 亿元，业绩较预期分别下降 2.07 亿元、2.33 亿元、2.58 亿元。

如果公司未来三年毛利率大幅低于预期，较预期毛利率下降 1% 时，2026-2028 年公司归母净利润分别为 30.49 亿元、42.76 亿元、52.50 亿元，业绩较预期分别下降 4.15 亿元、4.65 亿元、5.17 亿元。

如果公司未来三年毛利率极端低于预期，较预期毛利率下降 1.5% 时，2026-2028 年公司归母净利润分别为 28.41 亿元、40.44 亿元、49.91 亿元，业绩较预期分别下降 6.22 亿元、6.98 亿元、7.75 亿元。

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 etc 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。

吴雨瑄

机械行业分析师，上海财经大学会计学硕士、财务管理学士，重点覆盖机械出口链（工具五金、流程工业设备、液态食品包装机械等）、半导体设备零部件、工业气体、激光、3D 打印等。2023 年加入中信建投证券，2023、2024 年新财富最佳分析师机械行业第三名团队成员。

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。

利益披露声明

截至本报告发布前十二个月内,中信建投(国际)证券有限公司或其在香港经营的集团公司向本报告所评述的中海油服(601808)提供过投资银行服务。

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