

松发股份 (603268)

民营造船新锐，技术与效率加持下量价利齐升 增持 (首次)

2026年06月02日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 韦译捷

执业证书: S0600524080006
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	5,771	21,639	45,442	68,163	81,795
同比 (%)	2,700.26	274.95	110.00	50.00	20.00
归母净利润 (百万元)	224.39	2,654.61	7,184.36	12,456.76	16,408.16
同比 (%)	291.79	1,083.05	170.64	73.39	31.72
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.23	2.73	7.40	12.83	16.90
P/E (现价&最新摊薄)	563.73	47.65	17.61	10.15	7.71

股价走势



市场数据

收盘价(元)	130.30
一年最低/最高价	37.10/168.53
市净率(倍)	12.00
流通A股市值(百万元)	30,392.45
总市值(百万元)	126,492.41

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.86
资产负债率(% ,LF)	81.49
总股本(百万股)	970.78
流通A股(百万股)	233.25

相关研究

投资要点

■ 松发股份：盘活前国内最大外资船厂韩国 STX，打造民营造船核心标的

松发股份为恒力集团下属子公司，原主营陶瓷制品。2025年5月公司通过实施资产置换与发行股份，购买同一实控人下造船资产——恒力重工100%股权，完成企业战略转型，成为民营造船核心标的。恒力重工前身为韩国 STX (大连)，曾是中国最大的外资船厂，船坞等造船基础设施优良，2013年受造船周期下行影响破产。恒力集团2022年7月耗资21亿元将其收购，随后依托于集团的资金、管理和产业链优势，快速盘活其资产。至今恒力重工已实现主流船型全覆盖，船用发动机自主可控，凭借产能弹性、高效率 and 低成本，市场地位快速提升。截至2026年4月末，恒力重工在手订单277艘/5078万DWT/1028万CGT，交期已排至2030年，全球造船集团中排名第三。2024年以来公司业绩快速增长：2025年公司实现营业收入216亿元，同比增长275%，归母净利润27亿元，同比增长1083%，2026年Q1实现营收89亿元，同比增长199%，归母净利润11亿元，同比增长330%。2025年公司实现销售毛利率/净利率20.4%/12.3%，依托于恒力集团极高的管理效率、规模化采购降本和高效的造船基础设施，盈利能力业内领先。展望后续，恒力重工的①产能仍在继续扩张、②高毛利率和高附加值的船型占交付比重将提升(2026-2028年箱船+油轮交付占比25%/40%/87%)、③生产管理降本增效继续推进，将成为本轮周期中弹性最大，成长确定性最强的造船集团。

■ 供需缺口与政策缓和共存，船舶行业景气周期延续

我们看好新造船市场景气度与头部船厂增长持续性：1) 供需缺口中期难以消解：供给侧，2025年全球船厂交付量为0.44亿CGT，较2011年高点下降19%。当前造船产能逐步修复，克拉克森预计2026-2027年全球船舶交付量分别为5005/5543万CGT，同比分别增长14%/11%，但中国以外区域均难以大规模重启和扩张产能：造船业具备劳动力密集、钢材占比高等特征，日韩等区域人力缺口大、钢板价格高，扩产困难，且已有船厂经历此前漫长的下行周期后，比起扩产，战略更多聚焦于高端化。此外，尽管到2027年，全球新造船产能恢复至2011年水准(按CGT计算持平，按DWT计算距离2011年高点仍有13%的差距)，但15年间(2011-2025年)全球船队规模(CGT)已增长约58%，存量更新制裁下，供给并未过剩。需求侧，全球船队平均船龄仍在增长，约33%的现有船舶将在未来10年(2026-2035年)更新迭代。其中，油轮、散货船老龄化更加严重，将为更新需求主力军。同时，新能源转型为船舶行业中长期发展趋势，可替代能源船舶占新签订单比率逐年提升，2025年达46%。随环保政策趋严，去碳化进程较慢的船东可能面临航运成本上升、监管罚款和竞争力下降，低碳转型将加快更新替换节奏。保守测算2025-2030年全球船舶年均交付需求约1.0亿载重吨，老船更新需求占比超50%。2) 船厂在手订单饱满且结构持续优化：2026Q1全球船厂在手订单合计4.8亿载重吨，同比增长20%/11%，手持订单覆盖度已至4年以上，降价接单意愿低。船价和原材料价格2021年以来呈剪刀差，双燃料等高价船型占比提升，结构仍将持续优化。

■ 规模、效率、控本业内领先，看好公司长期成长性

造船行业属于资本密集、技术密集、重资产、长周期的行业，头部船厂核心竞争力并非来自单一制造能力，而是大型、复杂工业体系的综合组织能力。恒力重工具备如下优势，阿尔法属性凸显：(1) 产能弹性大：截至2026/3/31，集团产能可分四期，一期(海洋工厂)、二期(未来工厂)已满产，年钢加工量达230万吨，年产能约1200万DWT，三期即将投产(满产后产能预计再+30%)，还有四期产能储备。(2) 综合效率高：①实控人、董事长陈建华为国内第三大民营企业恒力集团创始人，依托于恒力企业文化和人才生态，决策效率高。同时，多位高管来自国内头部船厂，产业资源、技术积累深厚。②拥有业内领先的重型起重装备集群，坞期短，造船效率高。(3) 成本控制优异：船舶配套产业链自供比率高，能源支出可与恒力集团协同。截至2025年底，恒力重工发

动机总产能约 180 台，总功率 320 万马力，可实现 LNG、LPG、甲醇、氨四种低碳零碳双燃料发动机全覆盖。发动机自主可控不仅为公司的交付能力背书、帮助公司节省成本，还将贡献业绩增量：大致估算，按 2026 年发动机出货 110 台，其中 70% 自供，30% 外售，均价 5000 万人民币/台，净利率 20%，则贡献 16.5 亿收入、3.3 亿净利润。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 72/125/164 亿元，对应 PE 18/10/8 倍（2026 年 6 月 2 日）。公司为全球第三大船厂，背靠恒力集团，资金、效率、成本、产能等优势显著，为本轮周期弹性最大、成长性最优的标的之一，首次覆盖给予“增持”评级。

■ **风险提示：**原材料价格和汇率波动、地缘政治冲突加剧、产能扩张不及预期、订单交付不及预期

内容目录

1. 松发股份：置入恒力重工，转型“民营造船第一股”	6
1.1. 恒力重工：盘活 STX 优质资产，打造世界一流船厂	6
1.2. 股权结构集中，总装与核心配套一体化协同	6
1.3. 订单高增、结构优化，业绩快速释放.....	8
2. 供需缺口与政策缓和共存，船舶行业景气周期延续	11
2.1. 新造船市场：十年周期维度波动，本轮景气上行将持续至 2030+	11
2.2. 美国 301 法案不影响中国造船业实际地位.....	13
2.3. 2026 年 Q1 新造船市场表现强劲，新签订单同比+40%（按 CGT）	15
2.4. 供给端：活跃船厂数量减少，复工扩产难以满足需求.....	18
3. AIDC 缺电带动“船改燃”技术渗透，有望打造新增长曲线	22
3.1. 造船业重资产、高技术、长周期，进入壁垒高企.....	22
3.2. 恒力重工资本、技术、效率与控本实力均强， α 属性明显	23
4. 盈利预测与投资建议	27
5. 风险提示	29

图表目录

图 1: 恒力重工资产重组时间线.....	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2025/12/31)	7
图 3: 恒力重工部分船舶产品.....	7
图 4: 2026Q1 公司营业总收入 89 亿元, 同比增长 199%	8
图 5: 2024/2025/2026 年 Q1 公司新签订单 98/101/82 艘	8
(单位: 艘)	8
图 6: 2024 年起公司合同负债持续高增.....	8
图 7: 2024/2025/2026 年 Q1 公司新签订单 364/360/316 万 CGT (单位: 万 CGT)	8
图 8: 2026Q1 公司归母净利润 11 亿元, 同比增长 330%	9
图 9: 收入翻倍增长, 费用率被快速摊薄.....	9
图 10: 2026 年 Q1 公司销售毛利率 21.5%, 同比增长 2.0pct	9
图 11: 2026 年 Q1 公司销售净利率 12.3%, 同比增长 3.8pct.....	9
图 12: 公司交付结构由以散货船为主向以油轮、集装箱船为主变化 (单位: 万 CGT)	10
图 13: 2024-2025 年船价、钢材价格剪刀差明显 (左轴: 价格指数; 右轴: 元/吨)	10
图 14: 按吨计算, 全球航运需求中, 干散货: 液体散货: 集装箱≈5:3:2。	11
图 15: 船舶行业研究框架.....	12
图 16: 本轮周期逻辑为寿命更新+供给刚性, 交付高点弱于以往, 预计船价、订单维持高位至 2030 年.....	12
图 17: 2025 年全球新签订单同比下降 24%, 但较过去 10 年 (2015-2024 年) 均值高出 39% (单位: 万 CGT)	13
图 18: 2024-2025 年中本美本轮船船行业政策博弈进程表	14
图 19: 美国 301 法案收费准则拆分.....	15
图 20: 2026 年 3 月, 全球船舶新签订单 1575 万载重吨, 同比+93.6%.....	15
图 21: 全球船厂新签订单结构 (按载重吨)	16
图 22: 2026 年 3 月末新造船价格指数 182, 同比-2.9%.....	16
图 23: 2026 年 3 月末二手船价格指数 204, 同比+15.5%.....	16
图 24: 按载重吨, 2026Q1 全球船厂手持订单同比增长 20%	17
图 25: 按修正总吨, 2026Q1 全球船厂手持订单同比增长 11%	17
图 26: 2025 年全球船厂手持订单覆盖率约 4.2 年.....	17
图 27: 2025 年全球船厂手持订单运力占比约 17%	17
图 28: 2025 年全球活跃船厂数较 2008 年下降约 57% (单位: 个)	18
图 29: 船舶行业供需缺口短中期难以消解.....	18
图 30: 各区域船舶年度交付量 (单位: 万 CGT)	18
图 31: 全球船队平均船龄持续增长 (单位: 年)	19
图 32: 45% 的船舶船龄在 15 年以上 (截至 2025 年末, 按总吨)	19
图 33: 我们预计 2025-2030 年全球船舶年均交付需求约 1.1 亿载重吨, 寿命更新需求占比超 50%	19
图 34: 可替代能源船舶占交付比重逐年提升.....	20
图 35: 可替代能源船舶占新签订单比重逐年提升.....	20
图 36: 船价高位震荡, 2024 年全球船队拆船量达历史低点.....	20
图 37: 2026Q1 中国船厂新签订单同比+91%.....	21
图 38: 2026Q1 中国船厂新签订单份额约 71% (按 CGT)	21

图 39: 2026Q1 中国船厂在手订单同比+19%.....	21
图 40: 2026Q1 中国船厂在手订单份额约 64% (按 CGT).....	21
图 41: 2025 年全球前十大造船集团份额 (按新签订单).....	22
图 42: 2025 年全球前十大造船集团份额 (按在手订单).....	22
图 43: 造船流程复杂, 要求船厂具备复杂工业体系组织能力.....	22
图 44: 恒力重工产能梳理 (截至 2026/3/31).....	23
图 45: 恒力重工与全球头部船厂核心造船设施及建造能力对比.....	23
图 46: 恒力重工 70 亿定增具体建设内容.....	24
图 47: 恒力重工部分管理层背景介绍.....	25
图 48: 2025 年全球主要船厂龙门吊配备情况 (单位: 台).....	26
图 49: 2025 年全球主要船厂陆上吊装能力对比 (单位: 吨).....	26
图 50: 2025 年 10 月恒力重工交付第一台自主生产的 LPG 双燃料发动机.....	26
图 51: 2026 年 4 月恒力重工交付国内首台 8G95 LNG 双燃料发动机 (国内最大功率), 实现进口替代.....	26
图 52: 松发股份盈利预测表 (单位: 百万元).....	27
图 53: 可比公司估值表.....	28

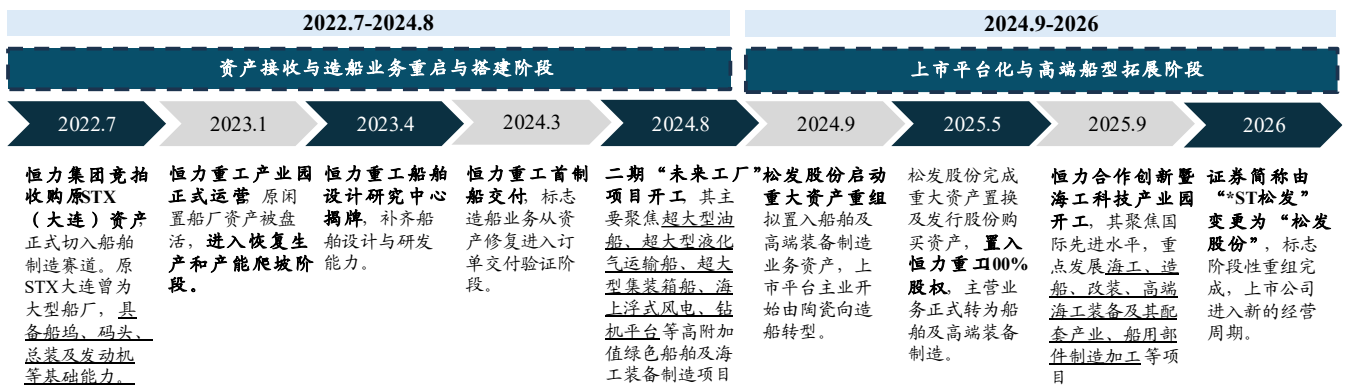
1. 松发股份：置入恒力重工，转型“民营造船第一股”

1.1. 恒力重工：盘活 STX 优质资产，打造世界一流船厂

松发股份为中国第三大民企——恒力集团下属子公司，原主营陶瓷制品。2025 年 5 月，公司通过实施资产置换与发行股份，购买同一实控人下造船资产——恒力重工 100% 股权，并置出全部原有资产，全面完成企业战略转型，成为中国“民营造船第一股”。

恒力重工前身为韩国 STX（大连）。STX（大连）集团曾是中国最大的外资船厂，成立于 2006 年，后受到金融危机、周期下行影响，2013 年进入破产程序。2022 年 7 月，恒力集团成立恒力重工，耗资 21 亿元收购闲置多年的 STX，并计划投资 180 亿元盘活资产，打造世界一流的绿色船舶建造基地。2023 年，恒力重工产业园正式运营，一期项目“海洋工厂”投产，2024 年实现实现首制船提前交付、首台发动机交付。截至 2026 年 4 月末，恒力重工在手订单 277 艘/5078 万 DWT/1028 万 CGT，全球排名第三，且仍在做产能扩张和接单规划，成长性较强。

图1：恒力重工资产重组时间线



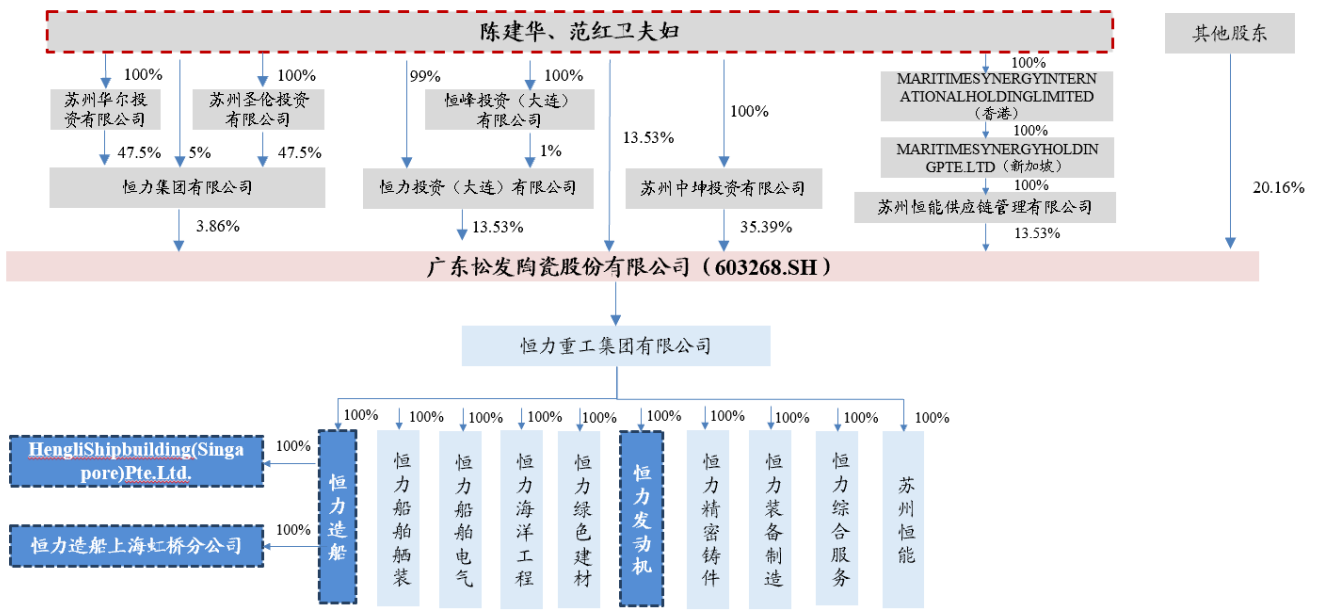
数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中，总装与核心配套一体化协同

股权结构集中，总装与核心配套一体化协同。公司实际控制人为陈建华、范红卫夫妇，截至 2025 年 12 月 31 日，两人通过恒力集团、恒能投资、苏州中坤、苏州恒能供应链等主体合计控制公司 85.67% 的股份。

业务架构上，松发股份通过全资控股子公司恒力重工集团有限公司开展船舶及高端装备制造业务。其中，恒力造船（大连）主要负责整船建造；恒力发动机（大连）定位为动力系统核心配套平台，专注于船用发动机的研发与制造，已取得 MAN 发动机技术授权。

图2: 公司股权结构 (截至 2025/12/31)



数据来源: 公司年报, Wind, 东吴证券研究所

恒力重工业务贯通发动机自主生产和船舶制造等关键环节, 船型覆盖散货船、油轮、集装箱和气体运输船等, 船用发动机涵盖 12G95 主机及以下机型, 具备 LNG、甲醇、氨、LPG 四种双燃料生产能力。

公司已构建起覆盖超大型船舶和高端装备的制造能力, 聚焦高技术、高难度、高附加值的超大型油轮 (VLCC)、超大型矿砂船 (VLOC)、超大型液化气船 (VLGC)、超大型集装箱船、液化天然气船 (LNG)、浮式液化天然气生产储卸装置 (FLNG)、浮式生产储卸油装置 (FPSO) 及半潜式钻井平台等, 业务结构将不断优化升级, 全球竞争力持续提升。根据克拉克森, 2026 年一季度全球 VLCC 新签订单 85 艘, 恒力重工占比约六成。

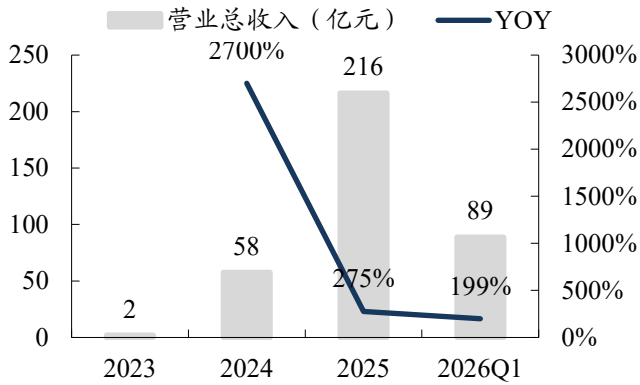
图3: 恒力重工部分船舶产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

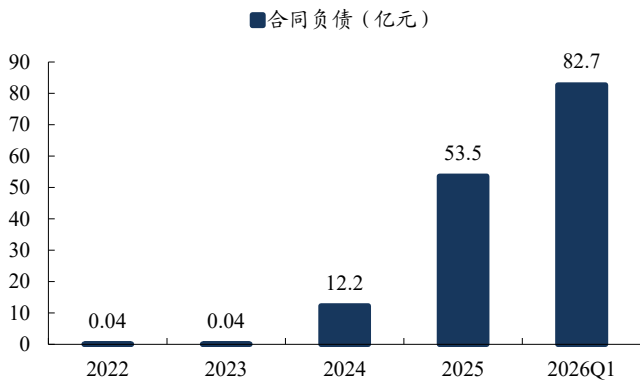
2024 年公司业绩迎来向上拐点，营收、利润均翻倍增长。2023 年 1 月末恒力重工产业园正式运营，并于 2024 年 4 月首制船成功交付。凭借极高的产能弹性、生产效率和技术实力，2024 年起公司新签订单爆发式增长，而后随产能扩张节奏同步增加。2025 年公司实现营业收入 216 亿元，同比增长 275%，2026 年 Q1 实现营收 89 亿元，同比增长 199%。

图4：2026Q1 公司营业总收入 89 亿元，同比增长 199%



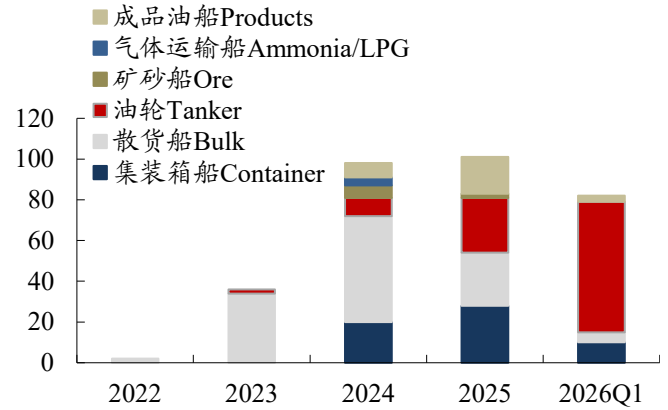
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图6：2024 年起公司合同负债持续高增



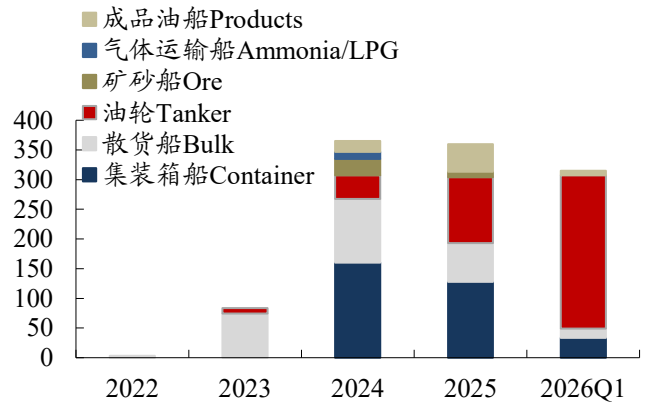
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图5：2024/2025/2026 年 Q1 公司新签订单 98/101/82 艘 (单位：艘)



数据来源：clarksons，东吴证券研究所

图7：2024/2025/2026 年 Q1 公司新签订单 364/360/316 万 CGT (单位：万 CGT)



数据来源：clarksons，东吴证券研究所

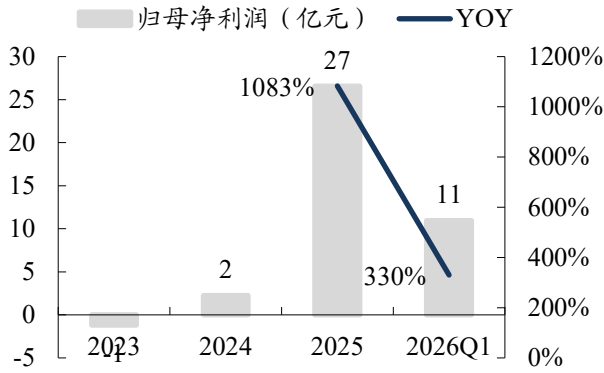
1.3. 订单高增、结构优化，业绩快速释放

规模效应、结构优化，利润增速强于营收。随新船订单分段确收，公司于 2024 年扭亏，2025 年实现归母净利润 27 亿元，同比增长 1083%，且规模效应摊薄费用、高附加值船型占比提升，盈利能力逐年提升。

2025 年公司实现销售毛利率/销售净利率 20.4%/12.3%，盈利能力业内领先且仍有提升空间。依托于恒力集团极高的管理效率、规模化采购降本和高效的造船基础设施(大

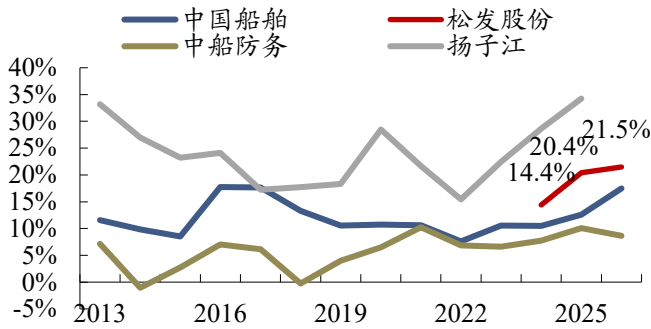
吨位龙门吊等), 公司盈利能力业内领先。展望后续, 高毛利率和高附加值的船型占交付比重将提升、生产管理降本增效继续推进, 公司的盈利能力还有提升空间。

图8: 2026Q1 公司归母净利润 11 亿元, 同比增长 330%



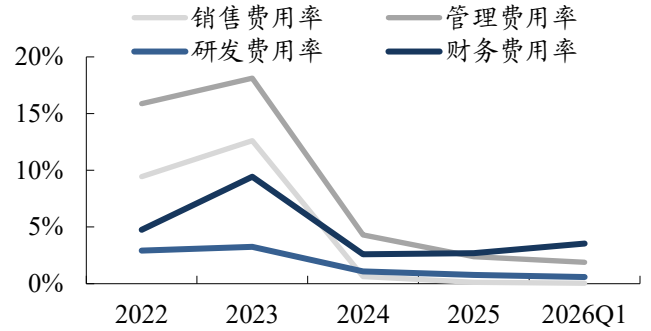
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 2026 年 Q1 公司销售毛利率 21.5%, 同比增长 2.0pct



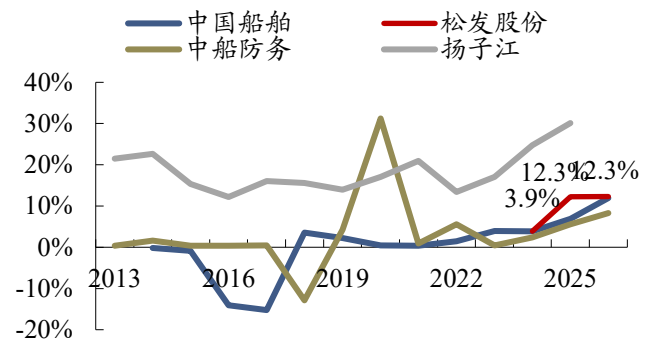
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 收入翻倍增长, 费用率被快速摊薄



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

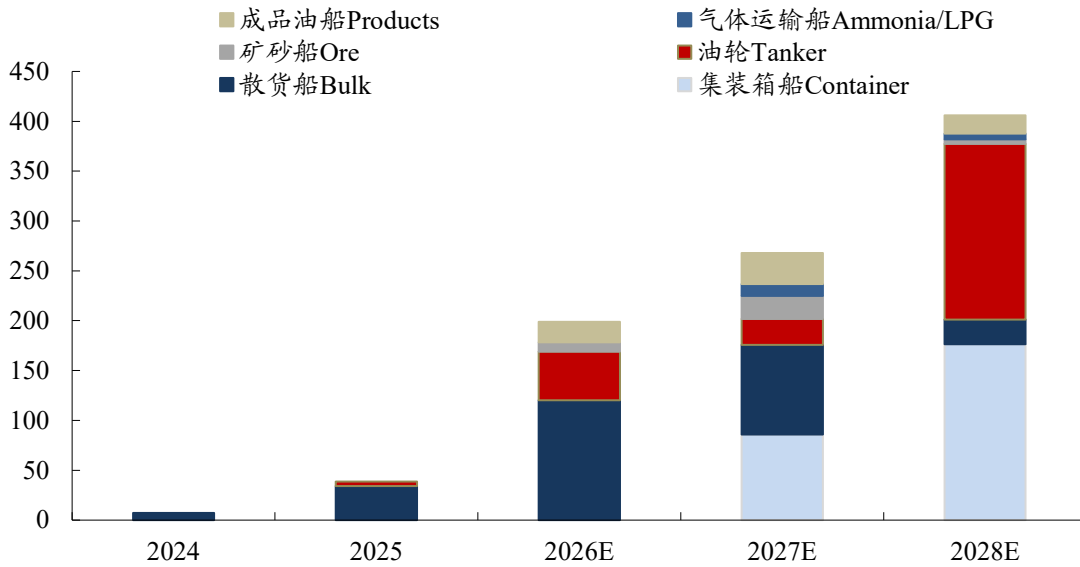
图11: 2026 年 Q1 公司销售净利率 12.3%, 同比增长 3.8pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

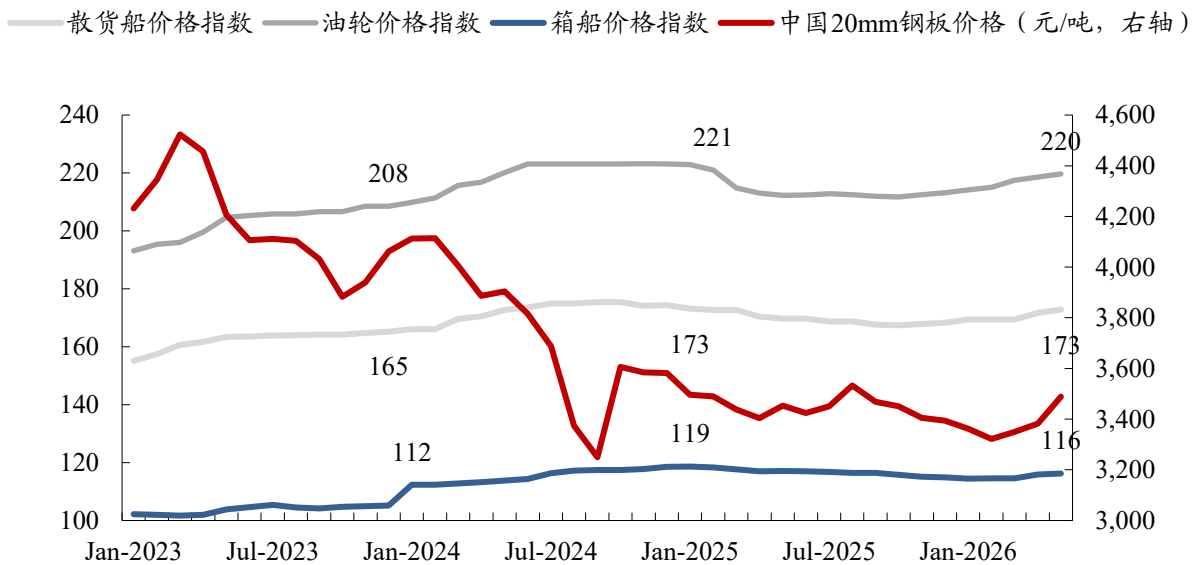
订单已排至 2030 年, 高附加值船型占交付比持续提升。截至 2026 年 4 月末, 恒力重工在手订单 5079 万 DWT/1028 万 CGT, 交期已排至 2030 年, 且 (1) 订单交付持续优化, 从以散货船为主 (按 CGT, 2025/2026 年占比 88%/60%), 向油轮+集装箱船为主 (2027/2028 占比 42%/87%) 的结构转型, (2) 公司仍在继续通过新增投资和优化效率扩张产能 (一二期满产、三期 2026 年投产、还有四期新建规划), 保障交付和留有签单余地。恒力将成为本轮周期中弹性最大, 成长确定性最强的造船集团。

图12: 公司交付结构由以散货船为主向以油轮、集装箱船为主变化 (单位: 万 CGT)



数据来源: clarksons, 东吴证券研究所

图13: 2024-2025 年船价、钢材价格剪刀差明显 (左轴: 价格指数; 右轴: 元/吨)



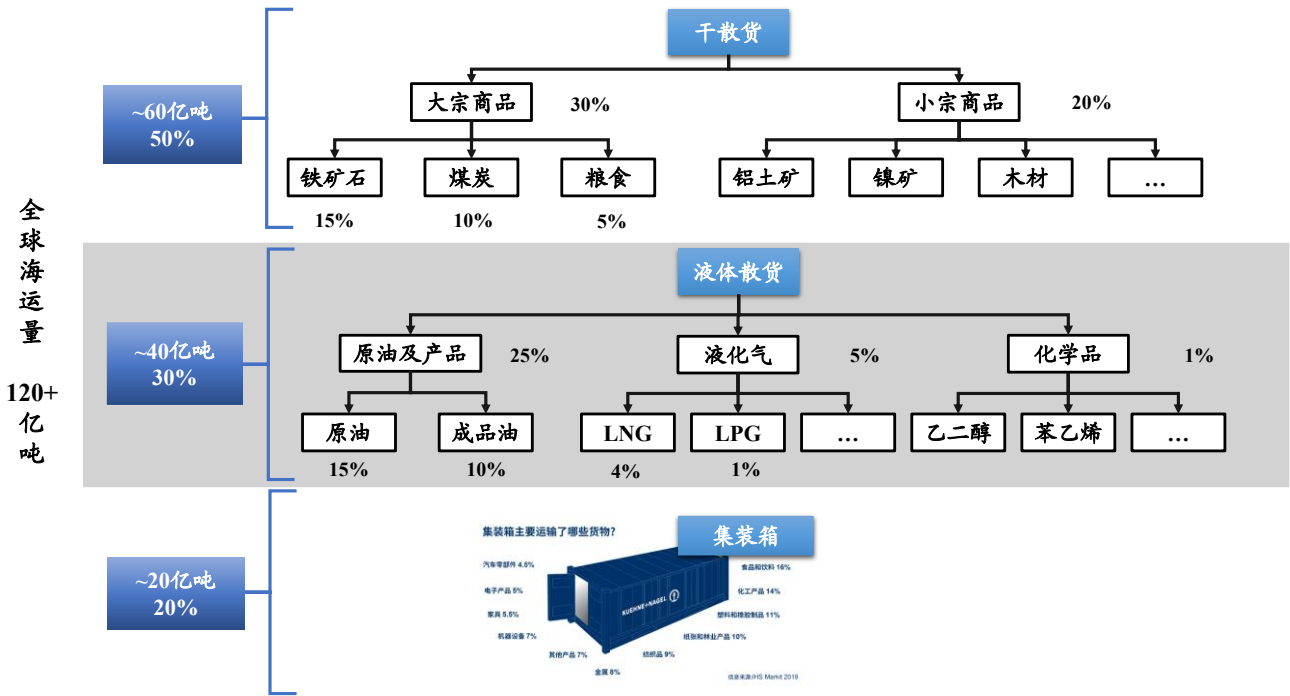
数据来源: clarksons, 东吴证券研究所

2. 供需缺口与政策缓和共存，船舶行业景气周期延续

2.1. 新造船市场：十年周期维度波动，本轮景气上行将持续至 2030+

按吨计算，全球航运需求中,干散货：液体散货：集装箱≈5:3:2。

图14：按吨计算，全球航运需求中,干散货：液体散货：集装箱≈5:3:2。



数据来源：clarksons，东吴证券研究所

船舶为航运的载体。由于船舶使用年限约 15-20 年，新造船市场以十年以上维度周期波动。

船舶的需求可分为新增需求与替换需求：

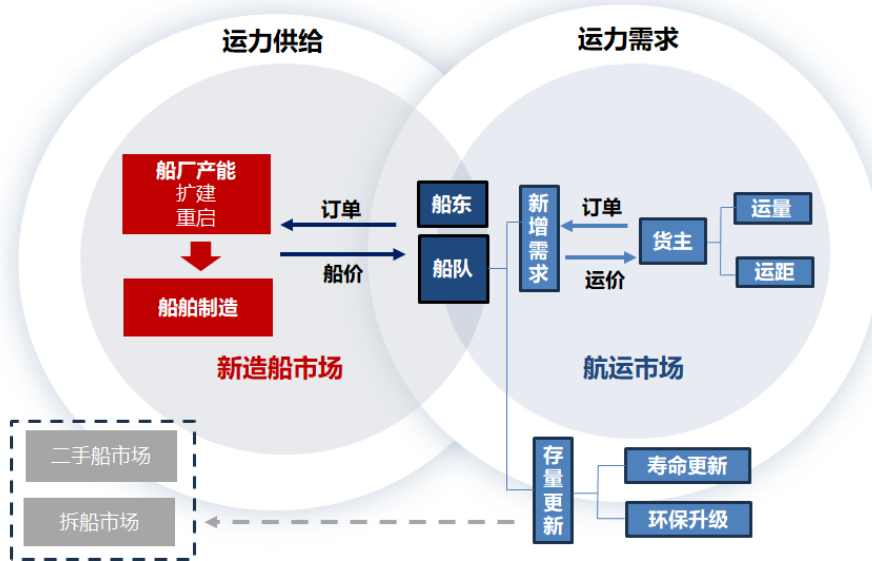
(1) **新增需求**：与货运总量、海运运距和海运效率相关。全球贸易总量增长（慢变量）、贸易路线重构（快变量）、平均航速等，均会影响需求。

(2) **存量更新**：

①**寿命更新**：船舶平均拆解年龄为 20-25 年（*运行效率会随着老龄化下降，实际使用年限并没有这么长），2025 年全球船队规模约 2500mDWT，折算年更新量 100-125mDWT。

②**环保升级**：IMO（国际海事组织）对航运业减排有阶段性的要求。船东为了避免被处罚，会选择减速、改装或更新为更环保的双燃料船型。

图15: 船舶行业研究框架



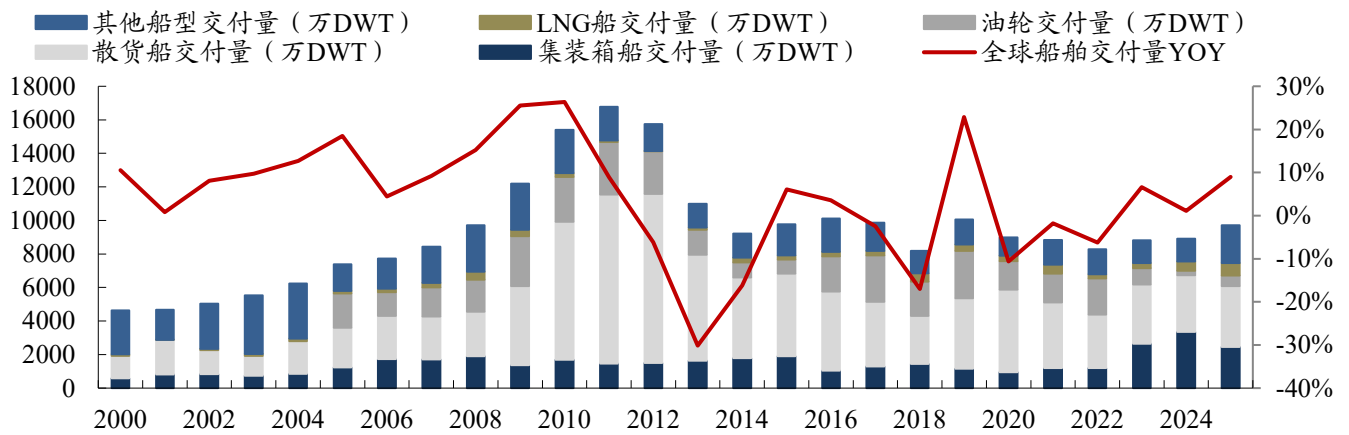
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

上一轮船周期 (2000-2008) 主要驱动力来自需求侧: 全球贸易增长, 运力需求提升 (另也伴随着双壳船替代单壳船的更新需求)。

本轮船周期启动于 2021 年, 船厂在手订单逐年增长、新船价格高位震荡。但与上一轮周期不同, 本轮船周期主要驱动力来自于存量更新, 且供给弹性弱, 导致订单/交付高点弱于以往, 但持续时间更长。

当前时点, 新造船市场供需缺口尚存, 油轮和散货船船龄仍在持续增长, 中国以外船厂扩产困难, 船价和新签订单有望在 2030 年前维持高位。在此背景下, 产能弹性大、经营效率高的船厂将最为受益。

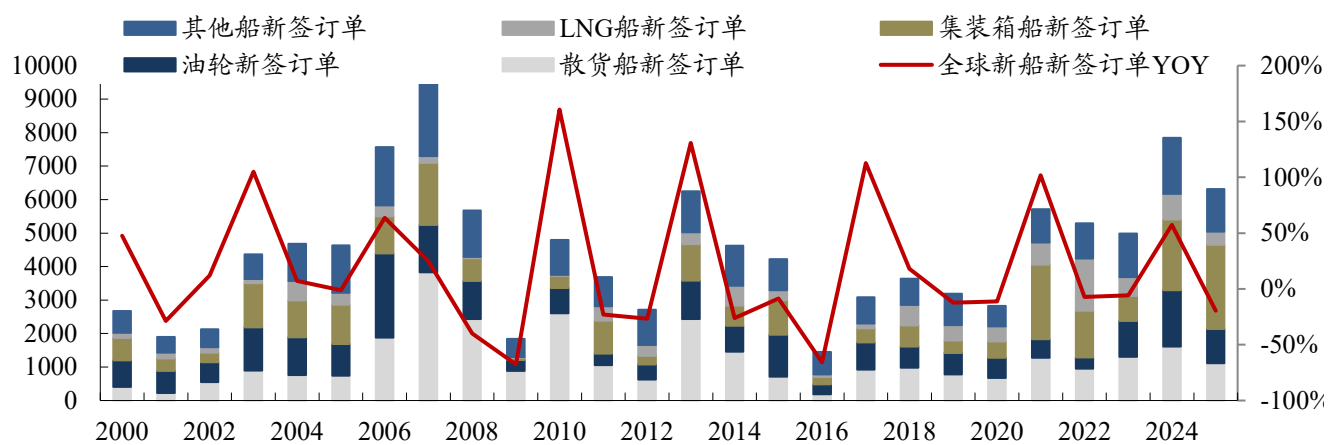
图16: 本轮周期逻辑为寿命更新+供给刚性, 交付高点弱于以往, 预计船价、订单维持高位至 2030 年



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

2025 年全球新造船市场新签订单 2159 艘/5841 万 CGT/1.56 亿 DWT。受到高基数、美国船舶法案的影响，2025 年全球新签订单同比下降 24%（按 CGT），但较过去 10 年（2015-2024 年）均值高出 39%。船价较 2024 年峰值回落 3%，但仍高于 2020 年低位船价 47%。**2025 年中国船厂新签订单 3540 万 CGT，同比下降 35%，占全球份额 63%，同比下降 7pct，全年前低后高：**下半年中美就船舶法案协商达成一致、市场情绪消化，中国造船产业链优势显著，订单持续修复。由于新造船市场扩产困难且缓慢，2025 年船厂在手订单继续增长，头部船厂排产已至 2030 年后。

图17: 2025 年全球新签订单同比下降 24%，但较过去 10 年（2015-2024 年）均值高出 39%（单位：万 CGT）



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

2.2. 美国 301 法案不影响中国造船业实际地位

2025 年 10 月 10 日，美国贸易代表办公室宣布自 2025 年 11 月 9 日起，对特定中国制造港口设备进一步加征高额关税，中国随即反制，发布《关于对美船舶收取船舶特别港务费的公告》，对美国建造、拥有或运营的船舶征收特别港务费。2025 年 11 月，中美双方达成协议，暂缓互征港口费一年。

中美本轮博弈告一段落，船东观望情绪消解，前期被压抑的下单需求在短期迎来修复。中期维度下，全球造船周期高点已过但远未结束，需求端环保约束和船龄增长将持续支持存量更新；供给端虽整体面临产能刚性，但中国造船业凭借产业链完整度、原材料成本有事，是全球极少数具备实质性扩产潜力的区域，份额有望回升。

图18: 2024-2025 年中美本轮船船行业政策博弈进程表

时间	政策/事件	具体内容
2024 年 4 月	美方启动 301 调查	美国贸易代表办公室 (USTR) 宣布, 应美国钢铁工人联合会等五大工会请愿, 正式对中国在海事、物流和造船及相关行业的主导地位启动“301 条款”调查, 指控中国利用非市场手段占据行业主导地位。
2024 年 12 月	推出《美国船舶法案》 (SHIPSforAmericaAct)	核心条款: 1. 针对性港口税: 对停靠美国港口的中国建造、维修或拥有的船舶征收特别费用。 2. “国货国运”强制令: 规定美国从中国进口的集装箱货物中, 必须有一定比例 (最终目标 10%) 由美国建造和运营的船舶运输。 3. 维修关税翻倍: 将美国船舶在中国船厂进行维修的关税从 50% 大幅提升至 200%, 意在切断中国船厂的维修订单来源。
2025 年 4 月	法案升级(2.0 版本)	美国国会重新提交并强化了该法案, 进一步细化了对中国造船企业的制裁措施, 并将 USTR 调查的初步结论纳入立法框架, 试图为后续行政制裁提供法律依据。
2025 年 10 月	美方关税加征令	USTR 正式宣布, 基于 301 调查结论, 认定中国存在不公平贸易行为。宣布自 2025 年 11 月 9 日起, 对特定中国制造的港口设备 (如岸桥起重机) 进一步加征高额关税, 并计划对中国造船业实施更广泛的制裁。
2025 年 10 月	中方反制措施	中国发布《关于对美船舶收取船舶特别港务费的公告》, 针对美方关税壁垒进行精准反制。公告规定, 对美国建造、拥有或由美国企业运营的靠泊中国港口的商用船舶, 征收“船舶特别港务费”。
2025 年 11 月	中美达成阶段性协议	双方签署港口费互免/暂缓备忘录。鉴于可能引发的供应链中断风险及航运成本激增, 中美经贸高层磋商达成共识, 双方同意暂缓互征港口费及相关惩罚性关税一年。此举标志本轮博弈告一段落, 前期因政策不确定性导致的船东观望情绪有望逐步消解。

数据来源: 政府官网, 东吴证券研究所

美国 301 法案内容对中国造船业的实际地位影响有限。法案虽对中国船东无豁免收费, 但对非中国船东运营的中国建造船舶却设置了多项豁免条件, 且船东能够通过运力调配, 将非中国建造船舶安排至美线运输以规避收费。因此, 该政策更多引发航线运营层面的调配, 不会实质性影响中国船企的核心竞争力。

图19: 美国 301 法案收费准则拆分

时间	美国4月版301法案			中国10月版港费	
	中国船东/中国运营商	中国建造的船舶但非中国船东运营, 按照两者孰高	非美国建造的汽车运输船	美国船东/船旗/运营/股东中美国比例超25%	人民币/每净吨
	美元/每净吨	美元/每净吨	美元/每TEU	美元/每CEU	
2025/4/17	0	0	0	0	0
2025/10/14	50	18	120	150	400
2026/4/14	80	23	153	150	640
2027/4/14	110	28	195	150	880
2028/4/14	140	33	250	150	1120
上限	单船每年最多收费5次				单船每年最多收费5次
暂停	订购一艘同等/更大净吨的美国建造船舶则可豁免费用, 不超过3年				无
豁免	无豁免	(1) 空船到美; (2) <4000TEU箱船; (3) <5.5wDWT船; (4) 从距离美国2000海里以内的港口驶入			无

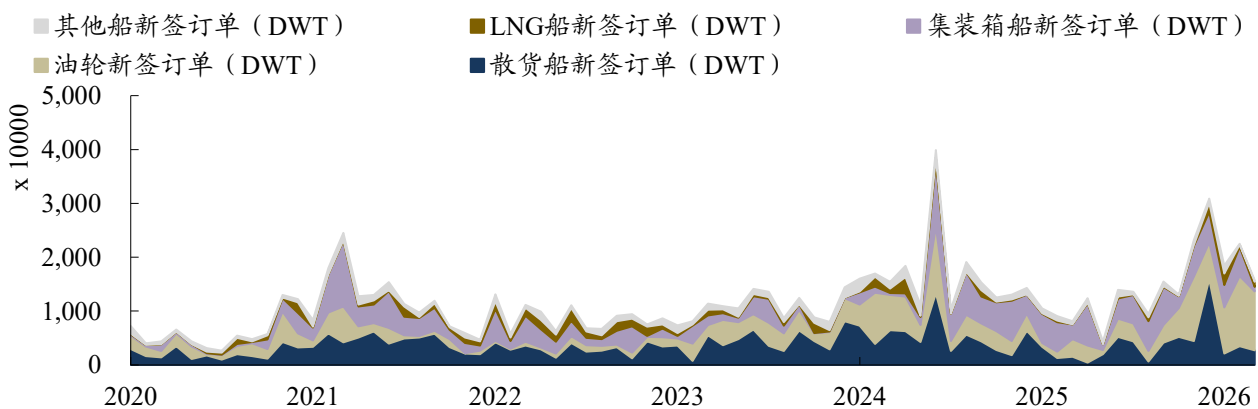
数据来源: 政府官网, 东吴证券研究所

2.3. 2026 年 Q1 新造船市场表现强劲, 新签订单同比+40% (按 CGT)

2026 年 Q1 全球新造船市场表现强劲: 新签订单 554 艘/1758 万 CGT/523 亿美元, 按 CGT 同比增长 40%, 且几乎与 2025 年下半年新签订单持平。

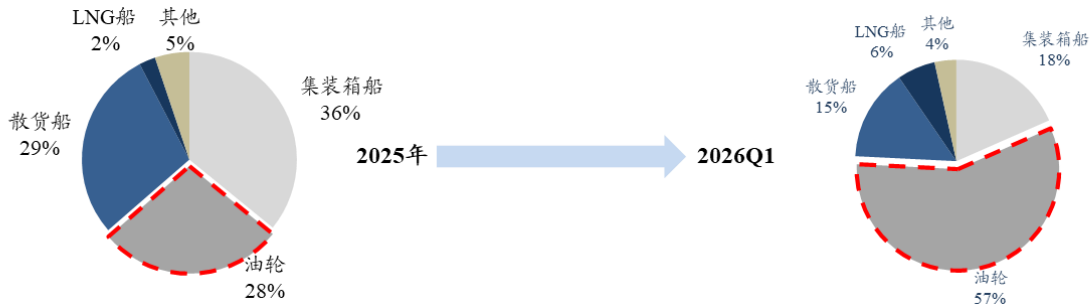
油轮为主要驱动力, 2026 年 Q1 油轮新签订单 3255 万 DWT/167 艘: 2026 年 Q1 集装箱船/散货船/油轮/LNG 船新签订单分别为 483/173/564/314 万 CGT, 同比分别-14%/+16%/+246%/+547%。**2025Q4 以来油运价格中枢上移, 油轮供需缺口加剧:** ①“影子船队”打击力度增强, 合规运力短缺, ②霍尔木兹海峡封锁, 全球能源供给格局重塑提速, ③油轮老龄化严重, 存量更新需求庞大。叠加供给端来看, ④优质船坞前期已被集装箱船、散货船挤占, 导致油轮新船产能受限。后续油轮在需求端仍将为支持新造船市场的核心动力。

图20: 2026 年 3 月, 全球船舶新签订单 1575 万载重吨, 同比+93.6%



数据来源: clarksons, 东吴证券研究所

图21: 全球船厂新签订单结构 (按载重吨)



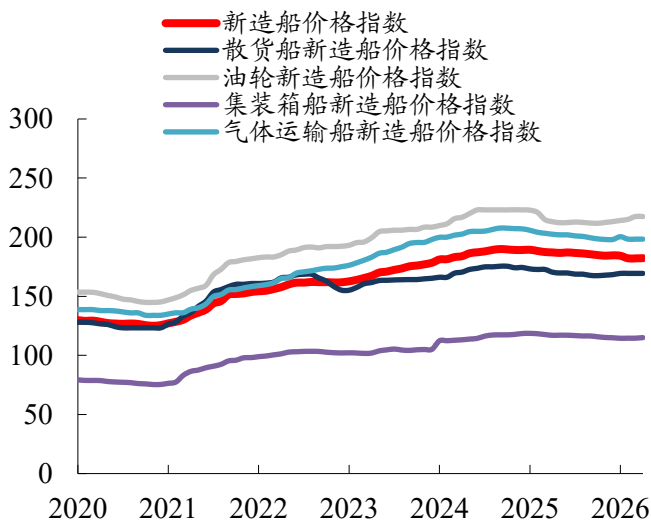
数据来源: clarksons, 东吴证券研究所

2026年Q1新造船价格指数维持较高水平: 截至2026年3月底, 新造船价格指数为182, 同比下降2.9%, 环比下降0.04%, 高于2015-2024年平均水平22%, 较2024年9月高点仅回落4%。

分船型, 截至2026年3月底, 散货船/油轮/集装箱船/气体运输船价格指数为169/217/115/198, 同比分别-1.9%/+1.2%/-2.6%/-2.4%, 其中, **大型油轮价格指数较2025年Q4已上涨约5%**。

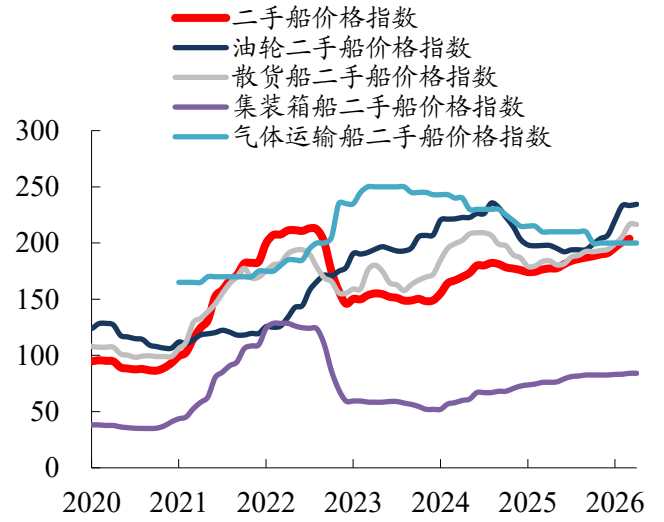
2026年Q1末二手船价格指数为204, 同比提升15.5%, 环比提升1.5%。 2025年2月至2026年3月, 二手船价格指数已连续上行13个月, 其中油轮涨幅最为明显。二手船价为即期运力供需情况的直观反映, 也是新造船价的领先指标, 二手船价持续上行反映运力供需仍较紧俏, 新造船订单有支撑。

图22: 2026年3月末新造船价格指数182, 同比-2.9%



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图23: 2026年3月末二手船价格指数204, 同比+15.5%

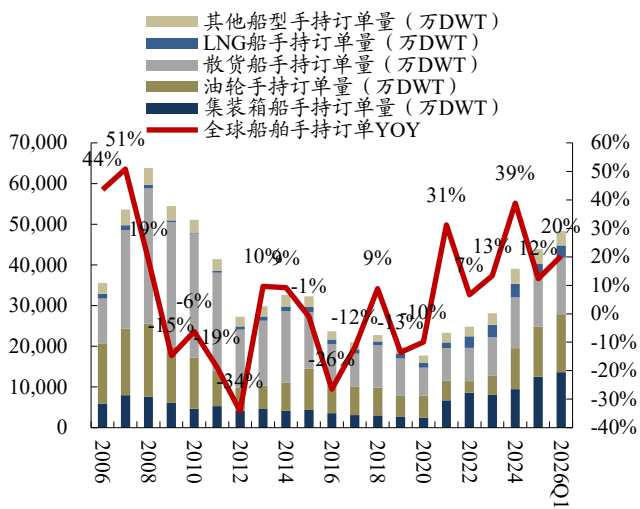


数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

船厂在手订单继续增长：2026Q1，全球船厂在手订单合计 4.8 亿载重吨/1.9 亿修正总吨，同比增长 20%/11%。

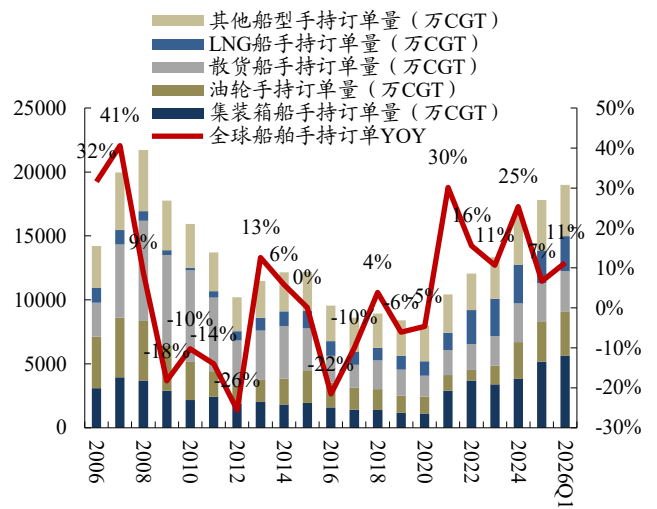
2025 年全球船厂手持订单覆盖率 4.2 年（船厂手持订单/过去一年交付总量，用于衡量船厂船台工作饱和度），接近上轮周期高点，2025 年手持订单运力占比为 17%（船厂手持订单/现有船队总运力，衡航运市场未来的供需水平）。

图24：按载重吨，2026Q1 全球船厂手持订单同比增长 20%



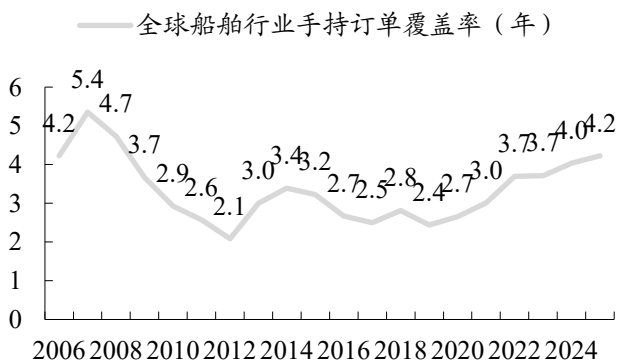
数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

图25：按修正总吨，2026Q1 全球船厂手持订单同比增长 11%



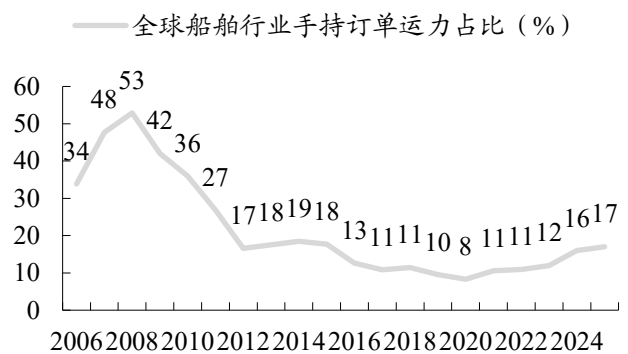
数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

图26：2025 年全球船厂手持订单覆盖率约 4.2 年



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

图27：2025 年全球船厂手持订单运力占比约 17%



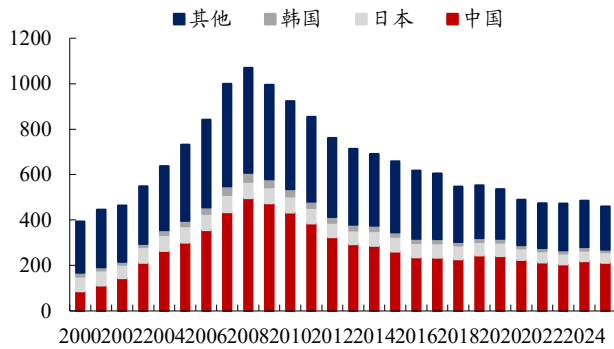
数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

2.4. 供给端：活跃船厂数量减少，复工扩产难以满足需求

供给端，全球造船业于 2011 年开始进入产能出清阶段：根据克拉克森，2025 年全球船厂交付量为 0.44 亿 CGT，较 2011 年高点下降 19%，而同期全球船队规模增长了 63%。

当前造船产能正在逐步修复，但较上一轮周期供给端仍具备明显刚性。根据克拉克森，预计 2026-2027 年全球船舶交付量分别为 5005/5543 万 CGT（1.2/1.5 亿载重吨），同比分别增长 14%/11%（21%/24%），增幅有限，2027 年中/日/韩交付量分别为 2010 年高点的 1.6/0.6/0.8 倍，中国以外区域难以大规模重启和扩张产能。

图28：2025 年全球活跃船厂数较 2008 年下降约 57%
(单位：个)



数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

图29：船舶行业供需缺口短中期难以消解

指标/年份	2011	2025	变动幅度
全球船队规模 (亿CGT)	6.4	10.5	63%
全球船厂交付量 (亿CGT)	0.54	0.44	-19%
全球船厂产能 (亿CGT)	0.65	0.48	-26%

数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

图30：各区域船舶年度交付量 (单位：万 CGT)

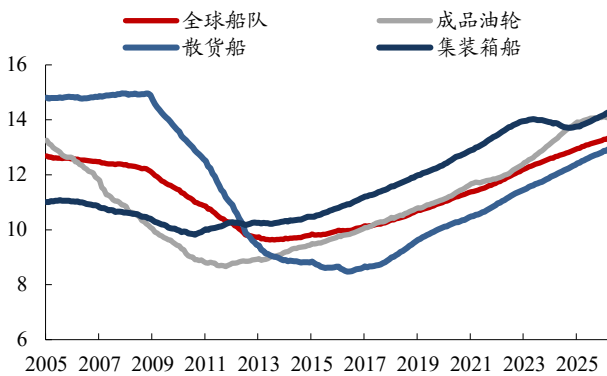
年份	全球	全球 YOY	中国	中国 YOY	韩国	韩国 YOY	日本	日本 YOY
2010	5448	-	2111	-	1582	-	988	-
2025	4400	7%	2284	4%	1220	6%	517	7%
2026E	5005	14%	2826	24%	1117	-8%	582	13%
2027E	5543	11%	3380	20%	1199	7%	544	-6%

数据来源：Clarkson，东吴证券研究所

需求端，全球船队平均船龄仍在持续增长。截至 2026 年 3 月，按载重吨位计算，全球船队的平均船龄为 13.3 年，同比增长 2.5%，按船只数量计算，平均船龄约 22.4 年，同比增长 1.5%。

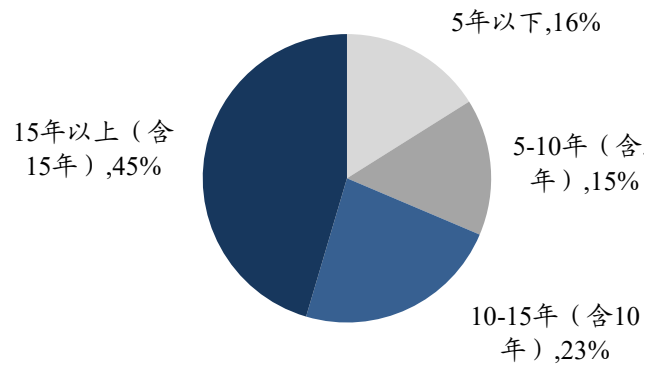
船舶老龄化持续带来存量更新需求。截至 2025 年底，按总吨，15 年以上船龄的船占比约 45%，10-15 年船龄的船占比约 23%，5-10 年船龄的船占比约 15%。参考克拉克森、贸发会对未来海运贸易量、船队规模增速的预测，以及现有船队船龄结构，我们保守测算 2025-2030 年全球船舶年均交付需求约 1.1 亿载重吨，寿命更新需求占比超 50%。

图31: 全球船队平均船龄持续增长 (单位: 年)



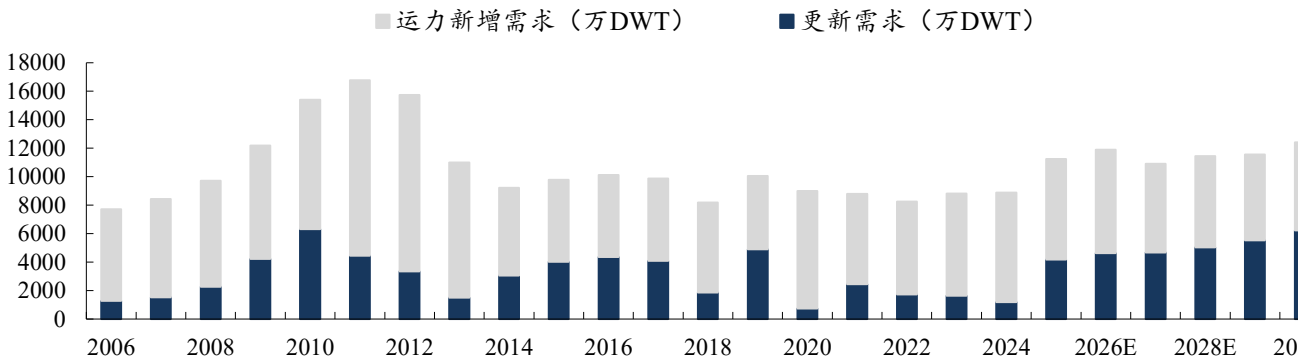
数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图32: 45%的船舶船龄在 15 年以上 (截至 2025 年末, 按总吨)



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

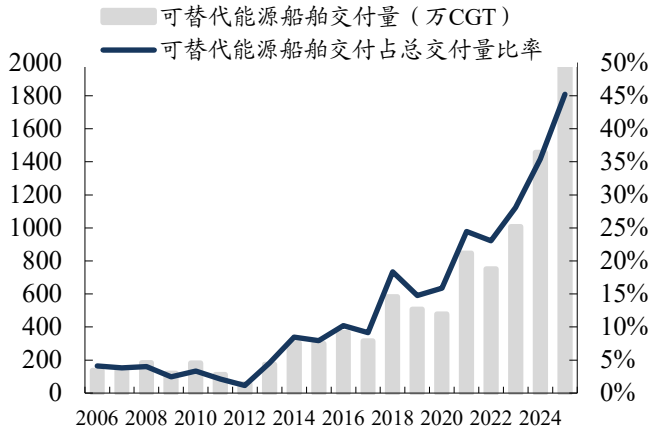
图33: 我们预计 2025-2030 年全球船舶年均交付需求约 1.1 亿载重吨, 寿命更新需求占比超 50%



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

2024 年航运业二氧化碳排放约占全球 2~3%。根据国际海事组织 (IMO) 2023 年制定的新目标, 2030 年国际海运温室气体排放需较 2008 年至少降低 20% (碳排放降低 40%), 2040 年较 2008 年至少减排 70%, 2050 年实现零排放。新能源转型为船舶行业中长期发展趋势, 可替代能源船舶占交付/新签订单比率逐年提升, 2025 年分别达 45%/40%。随环保政策趋严, 去碳化进程较慢的船东可能面临航运成本上升、监管罚款和竞争力下降, 我们判断船舶低碳转型将加快更新替换节奏。

图34: 可替代能源船舶占交付比重逐年提升



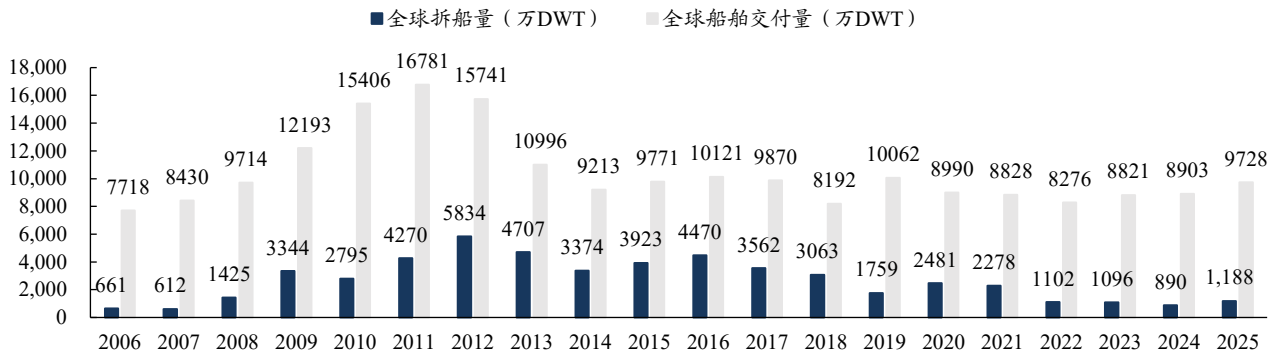
数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图35: 可替代能源船舶占新签订单比重逐年提升



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

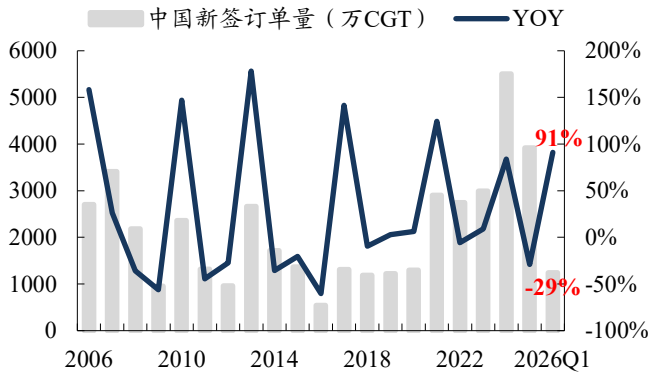
图36: 船价高位震荡, 2024年全球船队拆船量达历史低点



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

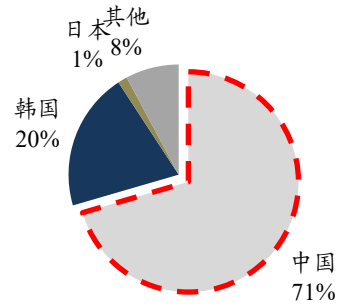
中国为全球第一造船大国, 市场地位稳固: (1) **新签订单:** 2026Q1, 中国船厂新签订单 1239 万修正总吨/4621 万载重吨, 同比分别+91%/+227%。按修正总吨, 中国船厂新签订单份额达 71%, 同比+20pct。(2) **在手订单:** 截止 2026Q1 中国船厂在手订单 1.2 亿修正吨/3.5 亿载重吨, 同比分别增长 19%/28%。按修正吨, 中国船厂份额约 64%。现代造船业为资金、技术和人力密集型产业, 我国的产业链完整度、原材料成本和汇率等比较优势难以超越, 市场份额有望稳定于 60%以上, 仍将持续受益于景气延续。

图37: 2026Q1 中国船厂新签订单同比+91%



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图38: 2026Q1 中国船厂新签订单份额约 71%(按 CGT)



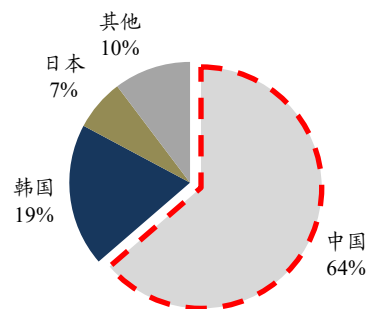
数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

图39: 2026Q1 中国船厂在手订单同比+19%



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

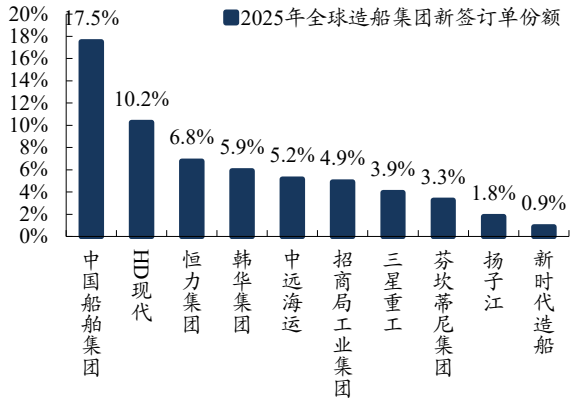
图40: 2026Q1 中国船厂在手订单份额约 64%(按 CGT)



数据来源: Clarkson, 东吴证券研究所

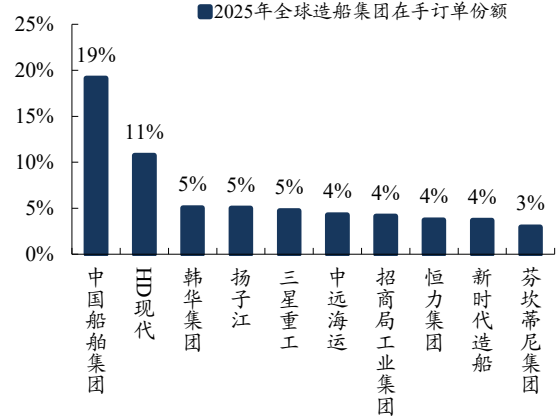
全球前十大造船集团中，中国企业占六家。按 CGT 计算，上榜六家中国造船集团 2025 年合计新签订单占全球造船集团新签订单份额的 37%，合计在手订单占全球造船集团在手订单份额的 40%。其中，恒力集团 2025 年船舶新签订单量和在手订单分别达 383 万、637 万修正总吨，全球份额分别为 7%、4%。

图41：2025年全球前十大造船集团份额（按新签订单）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图42：2025年全球前十大造船集团份额（按在手订单）



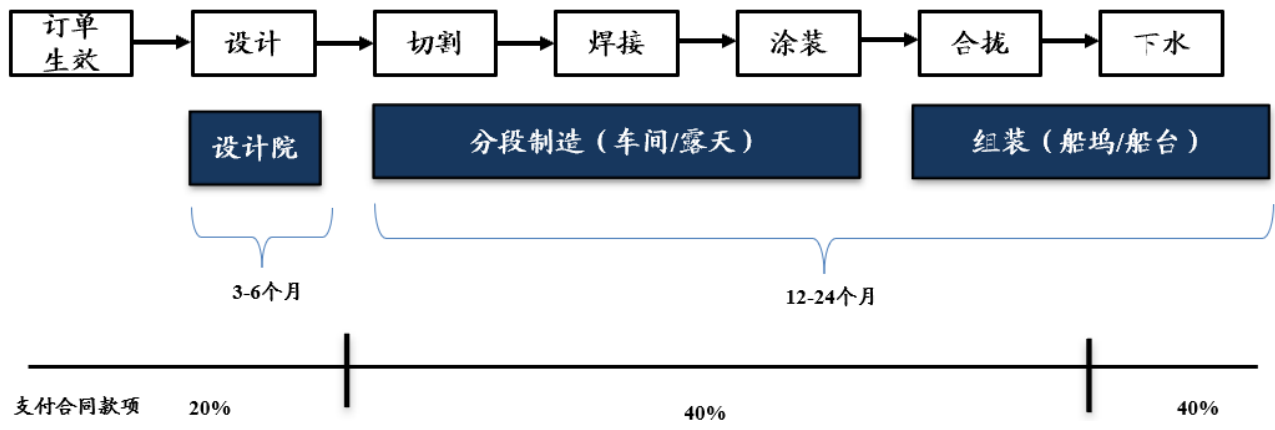
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. AIDC 缺电带动“船改燃”技术渗透，有望打造新增长曲线

3.1. 造船业重资产、高技术、长周期，进入壁垒高企

造船行业属于资本密集、技术密集、重资产、长周期的行业，头部船厂核心竞争力并非来自单一制造能力，而是大型、复杂工业体系的综合组织能力，包括：1) **船坞和岸线资源**：造船行业核心基础设施为干船坞、深水岸线和舾装码头等，大型船 VLCC、超大型集装箱船、LNG 船等对船坞尺寸、岸线条件和吊装能力要求极高。船坞是最紧缺的环节，新建船坞需要大量资本开支，且审批严格，建设周期长。2) **工程管理水平**：现代船舶建造本质上属于大型系统工程，涉及数百万零部件、数千人协同作业及长周期项目管理。工期控制、成本控制、分段协同管理等都会影响厂商综合竞争力。3) **资金充裕度**（船东需预付 40%以上款项）、技术积累、供应链响应度、施工团队熟练度等。

图43：造船流程复杂，要求船厂具备复杂工业体系组织能力



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.2. 恒力重工资本、技术、效率与控本实力均强， α 属性明显

恒力重工具备产能弹性大、综合效率高和成本控制优秀等优势，将成为本轮船周期中弹性最大的标的。具体地：

(1) **产能弹性大**：恒力重工前身 STX 为中国北方最大单体船厂，本身已有大型船坞和重型吊装体系等，经过升级改造后产能快速释放。截至 2026/3/31，恒力重工产能可分四期，一期（海洋工厂）、二期（未来工厂）已满产，年钢加工量达 230 万吨，年产能约 1200 万 DWT，预计三期将于 2026 下半年投产，公司正在做四期产能储备。

由于背靠恒力集团，公司资金实力、供应链管理、工业组织能力强，扩产速度快，此前二期未来工厂仅 5 个月就实现投产。

图44：恒力重工产能梳理（截至 2026/3/31）

恒力重工产能建设		投建时间	投产时间	投资规模 (亿元)	产值		
					钢加工 (≈万吨/年)	万DWT	亿元
满产	一期 (海洋工厂)	-	2022	-	100	1200+	700+
	二期 (未来工厂)	2024.7	2025.1	产业园92+配套20	130		
即将投产	三期	2025.9	2026H2	135	90	-	-
战略储备	四期	-	-	-	-	-	-

船坞		尺寸 (长*宽*深, m)		同时建造量 (艘, ≥20万DWT)	年交付能力 (艘)
满产	一期 (海洋工厂)	1号 (STX改造)	741*135*14.5	4	16
		2号 (新建)	860*85*13.5	2	8
	二期 (未来工厂)	3号 (新建)	860*85*13.5	2	8
即将投产	三期	4号	860*135	4	16

船台		尺寸 (长*宽, m)		同时建造量 (艘, <20万DWT)	年交付能力 (艘)
满产	一期 (海洋工厂)	1号	615*66	3	10
		2号	615*50	3	10
		3号	680*69	3	10
		4号	680*77	3	10
		5号	-	3	10
即将投产	三期	6号	-	3	10

数据来源：Wind, WoodMackenzie, EIA, 东吴证券研究所

图45：恒力重工与全球头部船厂核心造船设施及建造能力对比

船厂	历史最高年度产出 (单位: 万 DWT)	历史最大单船 (单位: 万 DWT)	最大船坞/核心设施尺寸	船坞/船台资源
恒力重工	181.8	32.5 万	干船坞最大 860×146m; 另有 741×135m 坞	4 座干船坞、4 条船台、1 座浮船坞、2 条码头
现代重工 (HHI, 蔚山)	1266.3	37.6 万	最大 672×92m; 海工坞 487×115m	蔚山基地 9 座干船坞, 14 个泊位, 泊位总长 7624m
韩华海洋 (巨济/玉浦)	973.7	32.7 万	530×131m、540×81m 干船坞	2 座百万吨级干船坞, 4 座大型浮船坞
三星重工 (巨济)	860.5	39.4 万	最大干船坞 640×97.5m	3 座干船坞, 4 座浮船坞, 泊位能力 24 艘
上海外高桥造船	563.3	40.0 万	740×76m、480×106m 干船坞	2 座大型干船坞, 泊位 648m、

			760m
新时代造船	442.3	32.4 万	588×119m 、 588×106m 、 4 座干船坞, 舾装码头 940m、360×76m、280×83m 干船坞 920m、305m
新扬子造船	319.7	18.1 万	440×96m、390×56m 干船坞 2 座干船坞、2 条船台、900m 舾装码头
江南造船	237.3	24.1 万	580×120m、365×82m 干船坞 30 万 DWT 级干船坞、多条码头
沪东中华造船	208.2	24.2 万	660×76m 、 510×106m 、 多座干船坞及舾装码头; 新 440×92m、340×50m 干船坞 厂区规划强化 LNG 船能力

数据来源: Clarksons, 东吴证券研究所

2026 年 1 月 15 日, 公司发布公告, 拟定增不超过 70 亿元扩张产能 (三期工厂): 该募投项目总投资 135 亿元, 其中 101 亿元投向整船制造, 21 亿元投向曲组配套 (组立装焊、分段预舾装、分段涂装等环节), 13 亿元投向舾装环节, 将改建 4 个可同时建造 20 万 DWT 以上的船位用于超大型箱船和 VLCC。

我们预计三期工厂建成投产后, 公司产能将再提升 20%~30% (钢加工量 300 万吨/年, 1500+万 DWT)

图46: 恒力重工 70 亿定增具体建设内容

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)
1	绿色智能高端船舶制造一体化项目	101	50
2	恒力造船 (大连) 有限公司绿色船舶制造曲组配套升级项目	21	15
3	绿色高端船舶制造项目配套 3 号-6 号码头项目	13	5
合计		135	70

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

(2) 综合效率高:

①实控人大型集团管理经验丰富，核心高管产业背景深厚。公司实控人、董事长陈建华为国内第三大民营企业恒力集团创始人，依托于集团的企业文化和人才生态，决策效率高。同时，公司多位高管来自国内头部船厂，产业资源、技术积累深厚。

图47: 恒力重工部分管理层背景介绍

姓名	职务	年龄	学历	核心履历/背景
陈建华	恒力集团/松发股份董事长、董事	55	工商管理博士	恒力集团创始人，主导集团收购原 STX 大连资产并切入造船业
陈汉伦	恒力集团副总裁、松发股份总经理	25	应用金融硕士	陈建华之子，曾任普华永道（新加坡）企业所得税税务咨询顾问，2024 年 3 月至今任恒力集团有限公司副总裁。2025 年 8 月至今任松发股份董事、总经理。
史玉高	副总经理	57	大连理工大学 MBA 硕士	曾任大连船用柴油机有限公司董事长、中国船舶重工集团柴油机有限公司总经理。2024 年 1 月至今，任恒力发动机（大连）有限公司总经理。
王孝海	副总经理	54	哈尔滨工程大学船舶工程硕士	曾任天津新港船舶重工有限公司董事长、总经理，大连船舶工业有限公司副总经理。2023 年 6 月至今任恒力造船（大连）有限公司总经理。
张恩国	副总经理	59	工程硕士	曾任中船（天津）船舶制造有限公司副总经理。2023 年 3 月至今任恒力造船（大连）有限公司副总经理。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

②重型龙门吊配备齐全，大幅缩短坞期：恒力重工拥有业内领先的重型起重装备集群，包括 4/1/2 台 2000 吨/1500 吨/1200 吨的龙门起重机，同时三期还将再配备 2 台 2000 吨起重机。

船坞为船厂产能最紧缺的环节，龙门吊等配套设施越完善、承重越大、连调能力越强，则坞期越短，造船效率越高（现代造船为分段建造，分段完成后用龙门吊吊至船坞合拢，因此龙门吊的承重决定分段大小，分段越大则在厂房花费时间越长，坞期越短）。重型龙门吊价格昂贵（恒力三期龙门吊均价 1.85 亿元/台）、建造周期长，因此成为船厂护城河之一。

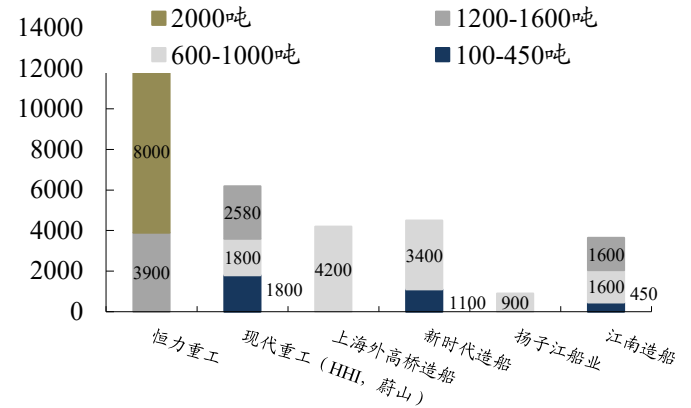
图48: 2025 年全球主要船厂龙门吊配备情况(单位: 台)

船厂	100-450吨	600-1000吨	1200-1600吨	2000吨
恒力重工	-	-	3	4
现代重工 (HHI, 蔚山)	4	2	2	-
上海外高桥造船	-	6	-	-
新时代造船	5	4	-	-
扬子江船业	-	1	-	-
江南造船	1	2	1	-

注: 恒力重工使用官网口径, 其他船厂使用Clarksons口径

数据来源: 公司官网, 公司年报, Clarksons, 东吴证券研究所

图49: 2025 年全球主要船厂陆上吊装能力对比(单位: 吨)



数据来源: 公司官网, 公司年报, Clarksons, 东吴证券研究所

(3) 成本控制优异: 船舶配套产业链自供比率高, 能源支出可与恒力集团协同。 恒力重工产业园场地充足, 公司釜罐、铁舳件等造船配套部件已实现自供, 且船舶核心零部件发动机, 同样实现自主可控。

截至 2025 年底, 恒力重工发动机总产能约 180 台, 总功率 320 万马力, 可实现 LNG、LPG、甲醇、氨四种低碳零碳双燃料发动机全覆盖。

发动机自主可控不仅为公司的交付能力背书、帮助公司节省成本, 还将贡献业绩增量: 我们大致估算, 按 2026 年发动机出货 110 台, 其中 70% 自供, 30% 外售, 均价 5000 万人民币/台, 净利率 20%, 则贡献 16.5 亿收入、3.3 亿净利润。

图50: 2025 年 10 月恒力重工交付第一台自主生产的 LPG 双燃料发动机



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图51: 2026 年 4 月恒力重工交付国内首台 8G95 LNG 双燃料发动机 (国内最大功率), 实现进口替代



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计松发股份 2026-2028 年订单交付量为 199/268/406 万 CGT，其中集装箱船交付量为 0/86/176 万 CGT，散货船交付量为 120/90/25 万 CGT，油轮交付量为 49/26/176 万 CGT，矿砂船交付量为 9/23/5 万 CGT，气体运输船交付量为 0/12/6 万 CGT，成品油轮交付量为 21/31/18 万 CGT。随着高毛利率和高附加值的船型占交付比重提升，我们预计公司 2026-2028 年的毛利率为 22%/24%/26%，营业收入为 454/682/818 亿元。

图52: 松发股份盈利预测表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	271	206	270	21639	45442	68163	81795
YOY				275%	110%	50%	20%
毛利率	-7.5%	4.6%	14.4%	20.4%	22%	24%	26%
归母净利润 (百万元)	-171.0	-117.0	-77.0	2655.0	7184	12457	16408
PE (2026 年 6 月 2 日)					18	10	8
订单交付 (艘)			4	17	80	75	98
YOY				325%	371%	-6%	31%
集装箱船 Container			0	0	0	13	37
散货船 Bulk			4	16	59	35	9
油轮 Tanker			0	1	11	6	42
矿砂船 Ore			0	0	2	5	1
气体运输船 Ammonia/LPG			0	0	0	4	2
成品油船 Products			0	0	8	12	7
订单交付 (万 CGT)			7	39	199	268	406
YOY				430%	415%	35%	52%
集装箱船 Container			0	0	0	86	176
散货船 Bulk			7	34	120	90	25
油轮 Tanker			0	4	49	26	176
矿砂船 Ore			0	0	9	23	5
气体运输船 Ammonia/LPG			0	0	0	12	6
成品油船 Products			0	0	21	31	18
订单交付 (万 DWT)			29	182	1022	1195	1931
YOY				537%	462%	17%	62%
集装箱船 Container			0	0	0	221	447
散货船 Bulk			29	151	529	468	135
油轮 Tanker			0	31	337	184	1226
矿砂船 Ore			0	0	65	163	33
气体运输船 Ammonia/LPG			0	0	0	23	12
成品油船 Products			0	0	91	137	80

数据来源: Clarksons, 东吴证券研究所测算

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 72/125/164 亿元，对应 PE 18/10/8 倍（2026 年 6 月 2 日）。公司为全球第三大船厂，背靠恒力集团，资金、效率、成本、产能等优势显著。公司业绩主要受船舶产业景气度影响，因此选取 A 股船舶产业链相关公司作为可比公司：中国船舶、中船防务主营业务涵盖船舶制造、修理及海洋工程等，与松发股份主营业务具有较强可比性；中国动力主要从事船舶动力及配套设备业务，下游需求与新造船及存量船队更新密切相关，同样受船舶行业周期影响显著。相较于可比公司，松发股份兼具周期向上、产能扩张和盈利弹性释放多重优势，为本轮周期弹性最大、成长性最优的标的之一，首次覆盖给予“增持”评级。

图53：可比公司估值表

2026/6/2		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
600150.SH	中国船舶	CNY	36.74	2,765	78.5	200.4	257.1	312.7	35	14	11	9
600685.SH	中船防务	CNY	27.86	303	10.1	16.8	21.5	28.7	30	18	14	11
600482.SH	中国动力	CNY	36.41	826	13.0	28.8	43.4	54.0	63	29	19	15
平均					33.9	82.0	107.3	131.8	43	20	15	12
603268.SH	松发股份	CNY	130.30	1,265	26.6	71.8	124.6	164.1	48	18	10	8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：中国船舶、中国动力归母净利润预测来自东吴证券预测，中船防务归母净利润预测来自 Wind 一致预期（时间：2026/6/2）。

5. 风险提示

(1) 原材料价格波动风险： 公司船舶建造业务原材料及外购设备成本占比较高，若钢材等大宗商品价格大幅上涨，可能对项目毛利率及盈利能力产生不利影响。

(2) 汇率波动风险： 公司境外客户销售主要以美元等外币结算，若人民币兑美元等主要结算货币汇率大幅波动，可能影响公司收入确认、利润水平及经营现金流。

(3) 偿债能力及现金流波动风险： 船舶建造具有单船价值高、建造周期长、资金占用大的特点，若订单交付、预收款安排、融资环境或营运资金周转出现不利变化，可能加大公司短期偿债压力。

(4) 订单交付及履约风险： 船舶建造周期较长、工序复杂，若受到安全生产事件、关键设备交付延迟、极端天气或客户需求变化等影响，可能导致项目交付延期、违约赔付或客户关系受损。

松发股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	29,032	52,602	78,690	100,825	营业总收入	21,639	45,442	68,163	81,795
货币资金及交易性金融资产	7,225	9,762	14,623	22,803	营业成本(含金融类)	17,224	35,672	51,804	60,529
经营性应收款项	3,534	7,450	10,834	12,674	税金及附加	100	182	273	327
存货	5,175	9,909	12,951	13,451	销售费用	27	45	68	82
合同资产	10,380	22,721	37,490	49,077	管理费用	518	1,000	1,227	1,309
其他流动资产	2,719	2,760	2,793	2,820	研发费用	166	318	409	491
非流动资产	20,360	22,945	22,030	19,996	财务费用	585	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	165	227	273	245
固定资产及使用权资产	16,618	18,021	16,234	13,353	投资净收益	15	0	0	0
在建工程	1,519	2,519	3,519	4,519	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	1,840	1,737	1,609	1,456	减值损失	(6)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(17)	0	0	0
长期待摊费用	236	236	236	236	营业利润	3,176	8,452	14,655	19,304
其他非流动资产	146	432	432	432	营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	49,392	75,548	100,721	120,821	利润总额	3,181	8,452	14,655	19,304
流动负债	31,840	50,215	62,932	66,623	减:所得税	527	1,268	2,198	2,896
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,126	11,073	11,073	11,073	净利润	2,655	7,184	12,457	16,408
经营性应付款项	7,443	13,872	17,987	20,176	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5,354	10,452	14,996	16,359	归属母公司净利润	2,655	7,184	12,457	16,408
其他流动负债	7,917	14,818	18,875	19,015	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.73	7.40	12.83	16.90
非流动负债	8,100	8,803	8,803	8,803	EBIT	3,765	8,452	14,655	19,304
长期借款	3,644	3,644	3,644	3,644	EBITDA	4,264	12,652	19,070	23,839
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.40	21.50	24.00	26.00
租赁负债	1,032	1,032	1,032	1,032	归母净利率(%)	12.27	15.81	18.28	20.06
其他非流动负债	3,425	4,127	4,127	4,127	收入增长率(%)	274.95	110.00	50.00	20.00
负债合计	39,940	59,018	71,734	75,426	归母净利润增长率(%)	1,083.05	170.64	73.39	31.72
归属母公司股东权益	9,452	16,530	28,986	45,395					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	9,452	16,530	28,986	45,395					
负债和股东权益	49,392	75,548	100,721	120,821					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(1,458)	8,753	8,361	10,680	每股净资产(元)	9.74	17.03	29.86	46.76
投资活动现金流	(9,600)	(6,758)	(3,500)	(2,500)	最新发行在外股份(百万股)	971	971	971	971
筹资活动现金流	16,406	649	0	0	ROIC(%)	19.23	24.98	32.35	30.99
现金净增加额	5,308	2,538	4,861	8,180	ROE-摊薄(%)	28.08	43.46	42.97	36.15
折旧和摊销	499	4,200	4,415	4,535	资产负债率(%)	80.86	78.12	71.22	62.43
资本开支	(9,615)	(6,500)	(3,500)	(2,500)	P/E (现价&最新股本摊薄)	47.65	17.61	10.15	7.71
营运资本变动	(5,218)	(2,604)	(8,511)	(10,263)	P/B (现价)	13.38	7.65	4.36	2.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>