

松发股份（603268.SH） 陶瓷蝶变千亿船企，一体化造船龙头起航

2026 年 10 月 26 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余炜超（分析师）

张豪杰（分析师）

韩笑（分析师）

sheweichao@kysec.cn

zhanghaojie@kysec.cn

hanxiao2@kysec.cn

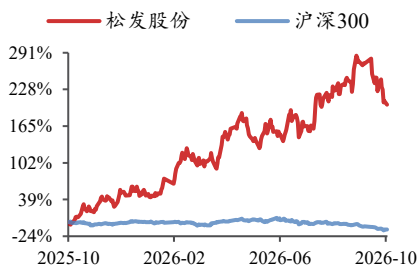
证书编号：S0790526080004

证书编号：S0790526020001

证书编号：S0790526070001

日期	2026/10/26
当前股价(元)	173.04
一年最高最低(元)	228.00/53.52
总市值(亿元)	1,762.79
流通市值(亿元)	403.62
总股本(亿股)	10.19
流通股本(亿股)	2.33
近 3 个月换手率(%)	173.05

股价走势图



数据来源：聚源

● 一体化造船龙头起航

松发股份（603268.SH）置出全部陶瓷资产、置入恒力重工 100%股权，目前运价高涨、造船需求旺盛，且更新需求逐渐释放，船价也有望提升。未来随着公司产能继续释放，公司业绩有望迎来持续上涨。我们预计 2026-2028 年净利润为 89、184、255 亿元，EPS 为 8.72、18.10、25.07 元/股，当前股价对应 PE 为 22.7、11.0、7.9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 造船业处于高景气周期，需求旺盛

当前全球造船业正处于 2008 年产能深度出清后的高景气周期，核心驱动为全球船队老龄化带来的替换需求、国际海事环保新规（EEXI/CII）推动的绿色船舶替换潮，以及地缘政治与制裁重塑油轮贸易格局。新造船价格指数高位运行、手持订单处于历史高位、头部船厂排期已至 2027—2030 年，供给紧张格局短期难以逆转。2021 年后集装箱船迎来周期起势，而随着霍尔木兹海峡运输风险加剧，VLCC 订单迎来增长。我们认为集装箱船和 VLCC 将成为未来一段时间的订单主力。

● 一体化带来竞争优势

➢ 造船产业中，原材料成本占比约 26%-33%，其中船体钢材占材料成本比约 65%-77%，占全成本大概 19%。如果提升 5%利用效率，造船成本有望下降 1%以上。

➢ 发动机自主生产是差异化核心。恒力发动机与德国 MAN 签订专利许可授权协议，自研 8G95 高压 LNG 双燃料发动机，已实现 LNG、LPG、甲醇、氨四种燃料发动机全覆盖。船用柴油发动机毛利率约 26%，如果按此水平测算，公司可降低成本 3%-3.4%。

➢ 公司 4 号船坞逐步投产，此外还有船台继续建设、未来四期也有望投产，支撑高涨需求。公司 VLCC 首制交付、双燃料集装箱船开工、VLAC 搭载下水、首制 VLOC 交付，逐步具备 VLCC、VLOC、VLGC、集装箱船、LNG 船等制造能力。

● **风险提示：**造船行业周期回落风险；经营现金流风险；存货高企与交付执行风险；汇率风险；原料价格波动风险；地缘政治风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,771	21,639	65,855	123,696	148,482
YOY(%)	2700.3	275.0	204.3	87.8	20.0
归母净利润(百万元)	224	2,655	8,882	18,441	25,540
YOY(%)	291.8	1083.1	234.6	107.6	38.5
毛利率(%)	14.4	20.4	22.2	24.2	27.0
净利率(%)	3.9	12.3	13.5	14.9	17.2
ROE(%)	6.8	28.1	35.1	42.1	36.8
EPS(摊薄/元)	0.22	2.61	8.72	18.10	25.07
P/E(倍)	900.1	76.1	22.7	11.0	7.9
P/B(倍)	61.6	21.4	8.0	4.6	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、公司概况与重组历程	4
1.1、从陶瓷到千亿船企	4
1.2、重组方案拆解：资产置换+发行股份+配套募资	6
2、当前时点，全球造船周期进入高点	7
2.1、当前正处于老船换新节点	8
2.2、环保政策促进船舶制造升级	9
2.3、供给：上一轮产能退出，后续新增产能谨慎	10
2.4、当前主要船型景气度旺盛	11
2.4.1、油轮：地缘冲突带来格局重塑	12
2.4.2、集运市场：红海复航影响有限，供需错配现象仍为主流	13
2.4.3、散货船：散货船供需格局结构性扭转	15
3、公司一体化后发优势明显	16
3.1、钢材是造船主要原材料	17
3.2、发动机是公司核心优势	18
3.3、多船型布局，产能持续增长	20
3.4、在手订单量高企	22
3.5、公司交期有较大优势	22
4、盈利预测与投资建议	24
5、风险提示	24
附：财务预测摘要	26

图表目录

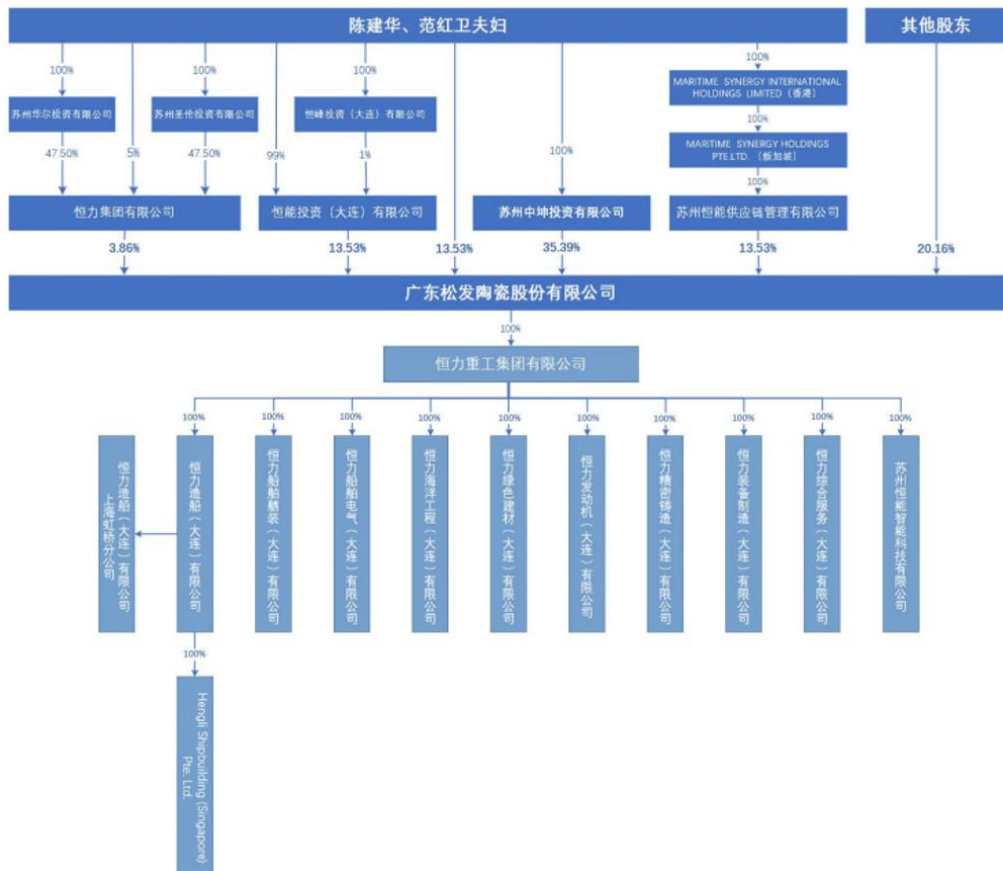
图 1：实控人为陈建华、范红卫夫妇	4
图 2：2025 年完成重组上市	5
图 3：披露重组预案后松发股份股价快速上行（元/股）	5
图 4：公司置出全部资产，注入恒力重工 100%股权	6
图 5：重组后控股股东变更为苏州中坤投资	6
图 6：全球价格指数快速增长（点）	7
图 7：全球订单量快速增长（万载重吨）	7
图 8：中国造船业占全球份额较大（%）	8
图 9：目前散货船仍是市场主力	8
图 10：船队平均年龄较大	9
图 11：LNG 船是环保政策受益主体（艘）	10
图 12：08 年后造船厂数量锐减	11
图 13：恒力重工 2026 上半年新接订单以油轮为主	11
图 14：冲突后海湾产油国石油出口整体下降	12
图 15：油品运输价格快速提升（点）	13
图 16：2026 年油价快速提升（美元/桶）	13
图 17：集装箱运价再度攀升	14
图 18：中国集装箱吞吐量持续增长（万 TEU）	15
图 19：巴拿马运河水位受厄尔尼诺影响下降（米）	15

图 20: 干散货运价提升 (点)	15
图 21: 铜铝价格提升 (元/吨)	16
图 22: 2026 年煤价逐渐上涨 (元/吨)	16
图 23: 造船环节中设备成本占比最大	17
图 24: 材料中钢材成本占比最大	17
图 25: 船用发动机动力系统	19
图 26: 设备中主机和甲板成本占比最大	20
图 27: 恒力石化产业园位于长兴岛	20
图 28: 恒力重工项目距离化工项目不远	20
图 29: 恒力重工集团有限公司两艘 30.6 万载重吨超大型油轮 (VLCC) 同日命名交付	23
表 1: 集装箱船耗钢系数较大	18
表 2: 公司自产发动机进步迅速	19
表 3: 公司 1-3 期陆续投产	21
表 4: 公司定增 69.41 亿元, 继续提升自身产能 (万元)	21
表 5: 从全球较为出名的几艘船来看, 箱船 GT 和载重接近	22
表 6: 公司订单增速较快	22
表 7: 业绩拆分及预测	24
表 8: 2027-2028 年公司 PE 低于行业平均	24

1、公司概况与重组历程

松发股份（603268）原为A股“日用陶瓷第一股”。2024年10月，公司启动重大资产重组，置出全部陶瓷资产、置入恒力重工集团有限公司100%股权；2025年5月重组完成，主营业务变更为船舶及高端装备的研发、生产和销售。重组完成后，公司最大股东由恒力集团转变为中坤投资，实控人依然为陈建华、范红卫夫妇。重组落地的当年，公司实现营业收入216.39亿元，同比+274.95%，实现归母净利润26.55亿元，同比+1083.05%，成为A股“民营造船第一股”。

图1：实控人为陈建华、范红卫夫妇



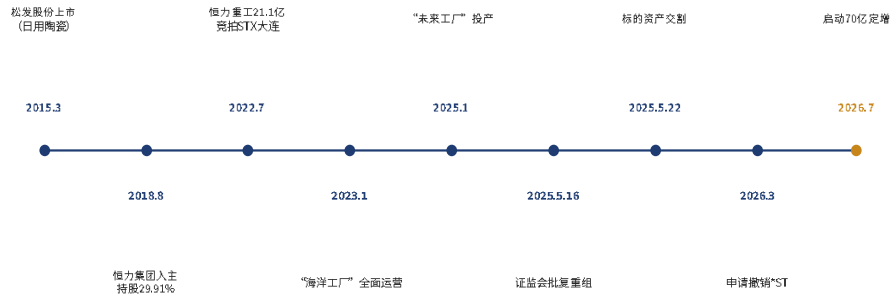
资料来源：公司公告

1.1、从陶瓷到千亿船企

公司沿革可概括为“陶瓷起家—恒力入主—重组上市”三个阶段。松发股份2015年3月上市，为“日用陶瓷第一股”。2018年8月恒力集团以8.2亿元受让29.91%股权入主；2022年7月，恒力重工以21.1亿元竞拍获得已破产清算的原STX大连核心资产，切入造船赛道。韩国STX（大连）造船有限公司是我国北方最大的单体船厂，于2006年投产、2015年进入破产清算，厂区拥有4座大型船坞、3条完整生

产线、127 公顷临港工业土地长期闲置。2022 年 7 月恒力集团以 21.1 亿元竞拍取得后，以 25 天装备制造板块投产、52 天精密铸造板块落地、150 天园区全面恢复运转的速度完成复产；2023 年 1 月一期“海洋工厂”全面运营，2025 年 1 月二期“未来工厂”投产，整体建设周期仅 5 个月。2024 年 4 月交付重启后的首艘 6.1 万载重吨散货船，2025 年全年斩获订单 115 艘、承接总金额超 1000 亿元。

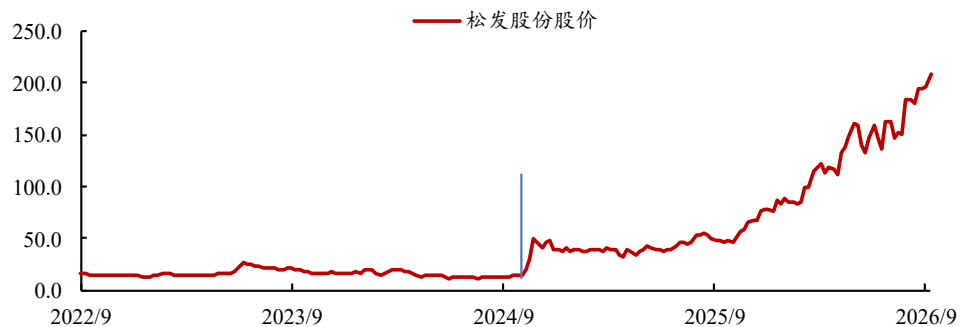
图2：2025 年完成重组上市



资料来源：公司公告、经济参考网、长兴岛发布、开源证券研究所

资本市场操作迅速。2024 年 9 月，中央“并购六条”出台支持上市公司产业转型，公司当年 10 月即披露重组预案；2025 年 1 月获上交所受理、4 月过会，成为“并购六条”后首单过会跨界并购项目；5 月完成交割，从受理到资产交割仅 4 个月。2025 年 8 月完成近 40 亿元配套融资，公司市值突破 460 亿元；2026 年 4 月撤销退市风险警示，仅用一年摆脱*ST 身份；随后启动 70 亿元定增，于 2026 年 7 月完成发行。

图3：披露重组预案后松发股份股价快速上行（元/股）

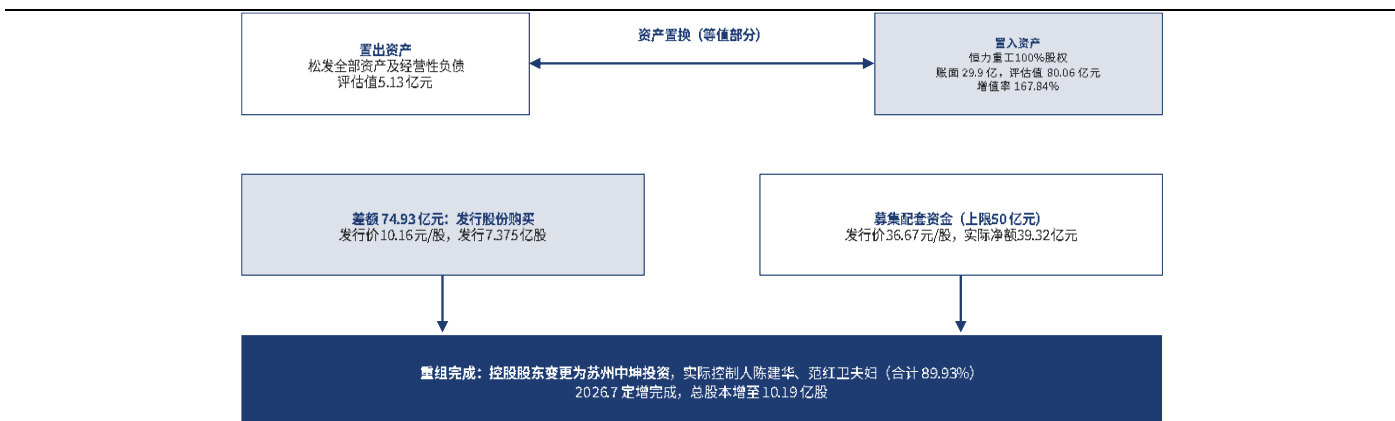


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、重组方案拆解：资产置换+发行股份+配套募资

重组交易以“资产置换+发行股份购买资产+募集配套资金”的方式一揽子实施。置出资产为松发股份全部资产及经营性负债，置入资产为恒力重工 100%股权，差额部分以发行股份方式购买。由于交易双方均受陈建华、范红卫夫妇最终控制，本次重组构成同一控制下企业合并，2025 年财务数据按追溯调整口径披露。

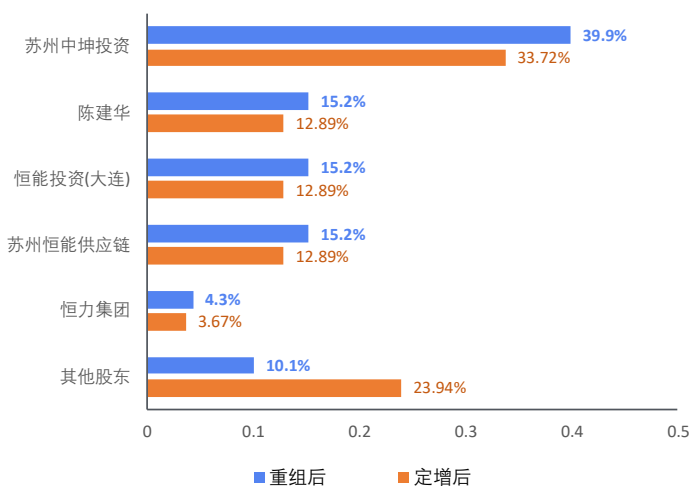
图4：公司置出全部资产，注入恒力重工 100%股权



资料来源：公司公告、开源证券研究所

重组完成后，公司控股股东由恒力集团变更为苏州中坤投资有限公司，持股 39.86%，实际控制人仍为陈建华、范红卫夫妇，穿透后合计控制公司 89.93%股份。2026 年 7 月定增完成后，公司总股本由 9.71 亿股增至 10.19 亿股，中坤投资持股比例降至 33.72%，控制权保持稳定。

图5：重组后控股股东变更为苏州中坤投资

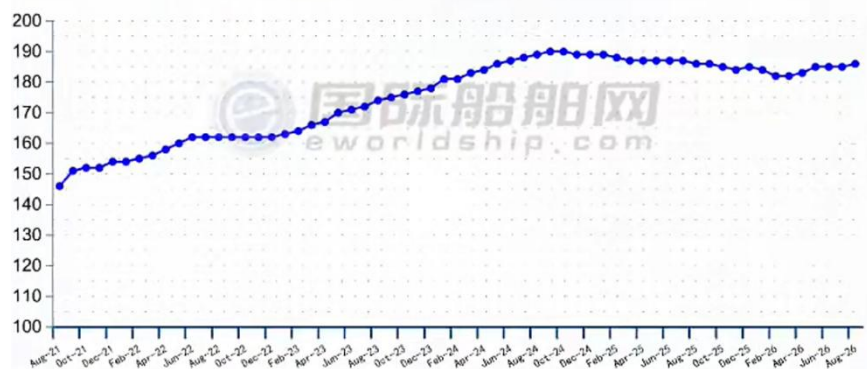


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、当前时点，全球造船周期进入高点

当前全球造船业正处于 2008 年产能深度出清后的高景气周期，核心驱动为全球船队老龄化带来的替换需求、国际海事环保新规（EEXI/CII）推动的绿色船舶替换潮、以及地缘政治与制裁重塑油轮贸易格局。新造船价格指数高位运行、手持订单处于历史高位、头部船厂排期已至 2027—2030 年，供给紧张格局短期难以逆转。2021 年后集装箱船迎来周期拐点，而随着霍尔木兹海峡运输风险加剧，VLCC 订单迎来上涨。我们认为集装箱船和 VLCC 将成为未来一段时间的订单主力。随着需求提升，造船指数也在随之提升，2026 年 8 月，克拉克森新船指数 186 点，环比上升 1 点，其中油船新船价格指数环比上升 2 点至 224 点，散货船和集装箱船新船价格指数环比均持平，分别为 177 点、117 点。

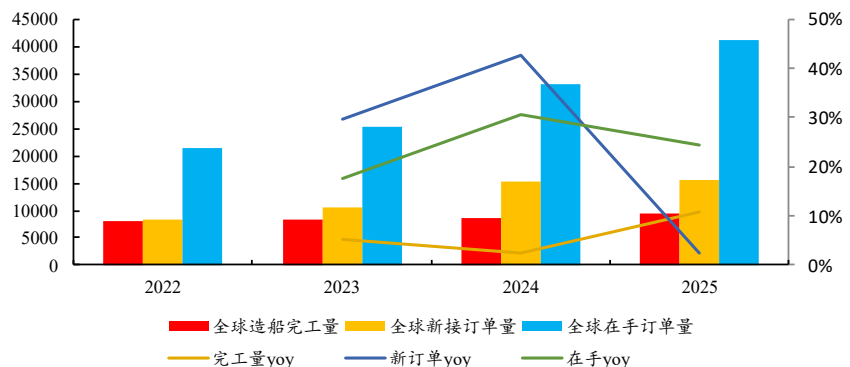
图6：全球价格指数快速增长（点）



数据来源：克拉克森、国际船舶网

近年来，全球造船业的三大指标整体呈现增长趋势，造船行业正处于需求景气上行的早期阶段。根据中国船舶工业行业协会数据，全球造船新接订单量从 2022 年的 8241 万载重吨增长至 2025 年的 15256 万载重吨，有较大幅度增长。

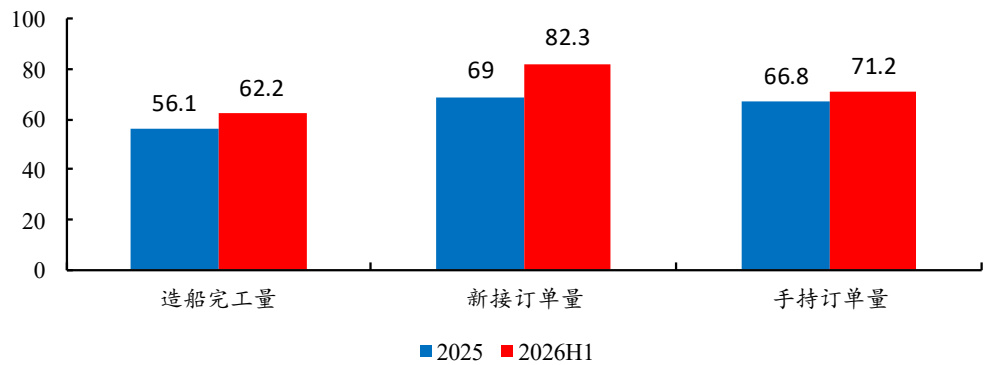
图7：全球订单量快速增长（万载重吨）



数据来源：iFinD、中国船舶工业行业协会、工业和信息化部、克拉克森、开源证券研究所

2025 年，中国造船完工量 5369 万载重吨，~~同比增长 11.4%~~ 新接订单 10782 万载重吨，同比-4.6%；手持订单 27442 万载重吨，同比+31.5%。以载重吨计，完工量、新接订单、手持订单分别占世界总量的 56.1%、69.0%、66.8%，市场份额连续 16 年居世界第一。2026 年上半年，中国三大指标进一步增长至 3650 万、12106 万、36325 万载重吨，国际份额分别达 62.2%、82.3%、71.2%。Clarksons 数据显示，2026 年 1—8 月全球新船订单 2128 艘、5970 万 CGT，签约节奏与 2007 年纪录年相当、为十年均值两倍。

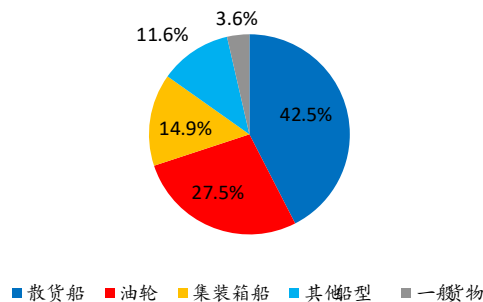
图8：中国造船业占全球份额较大（%）



数据来源：船舶工业行业协会、工信部、开源证券研究所

造船行业的三大主力船型为散货船、油轮和集装箱船。据 United Nations 发布的《Review of Maritime Transport 2025》报告数据，2024 年散货船、油轮、集装箱船三大船型的运力占比分别为 42.5%、27.5%及 14.9%，合计占比为 84.8%。

图9：目前散货船仍是市场主力



数据来源：《Review of Maritime Transport 2025》,United Nations、开源证券研究所

2.1、当前正处于老船换新节点

全球船队平均船龄持续上升，超三分之一船队运力船龄超过 15 年，老旧船替换

需求仍待释放。目前，全球船舶老龄化问题日益严峻，船队平均船龄已超过历史最高水平。为避免安全隐患并维持船队的正常运营，船东需对老龄船舶进行更新替换。根据 United Nations 发布的《Review of Maritime Transport 2025》报告，全球船队正日趋老化。按总吨位计算，2024 年全球船队平均使用年限为 12.6 年，较 2023 年增长 3.2%。按船舶数量计算，船队平均使用年限为 22.2 年，较上年同期增长 1.8%。通常情况下，船舶的平均使用寿命为 20 年至 25 年，大量船舶将在未来五年至十五年内逐步更换。

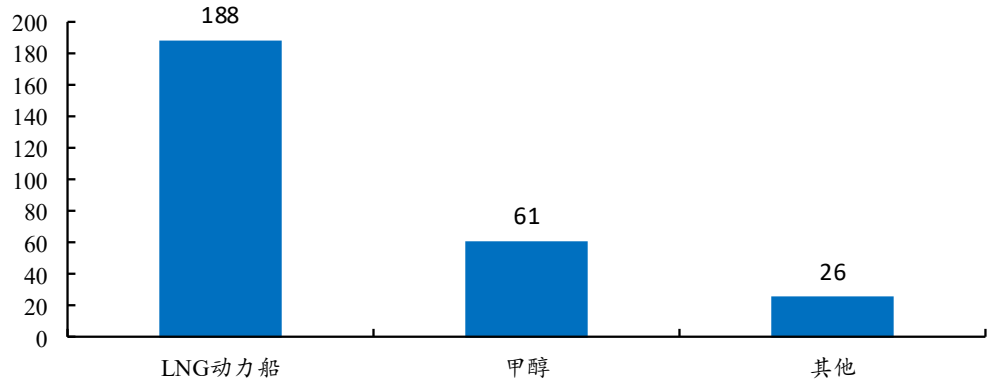
图10：船队平均年龄较大



数据来源：《Review of Maritime Transport 2025》, United Nations

2.2、环保政策促进船舶制造升级

环保政策也是本轮造船景气的核心需求变量。国际海事组织（IMO）EEXI/CH 规则自 2023 年 1 月 1 日起实施，2024 年起船舶按 A-E 评级、持续低评级船舶须实施纠正措施；2023 IMO GHG 战略设定 2030 年碳强度较 2008 年至少下降 40%、约 2050 年净零排放的中期目标。国内方面，工信部等五部门《船舶制造业绿色发展行动纲要（2024—2030 年）》提出到 2025 年 LNG、甲醇等绿色动力船舶国际市场份额超过 50%。在此背景下，替代燃料新船需求快速扩张：DNV 数据显示 2025 年替代燃料船舶占新船订单吨位的 38%，其中 LNG 动力船订单 188 艘领先、甲醇 61 艘；2025 年上半年全球新订购 87 艘 LNG 双燃料船，高于 2024 年同期的 53 艘。

图11: LNG 船是环保政策受益主体 (艘)


数据来源: 船行宝、开源证券研究所

2.3、供给: 上一轮产能退出, 后续新增产能谨慎

全球造船产能高度集中于中韩两国。2025 年以载重吨计, 中国造船完工量占世界 56.1%、韩国占 23.6%; 新接订单中国占 69.0%、韩国占 21.6%; 手持订单中国占 66.8%、韩国占 19.0%, 中韩合计占比均超 85%。中国在 18 种主要船型中有 16 种新接订单量居全球首位, 新接绿色船舶订单国际市场份额达 69.2%。

全球船舶产能已于上轮周期大幅出清, 当前船舶市场处于供不应求状态。2008 年金融危机以来, 全球经济增长降速, 造船企业加速整合并逐步消化过剩产能, 小型造船企业关停倒闭, 造船产能向大型造船企业集中。根据克拉克森数据显示, 全球活跃船厂数量已从 2008 年峰值时的 1069 家下降至 2025 年的 469 家, 下降幅度为 56%。

图12：08年后造船厂数量锐减



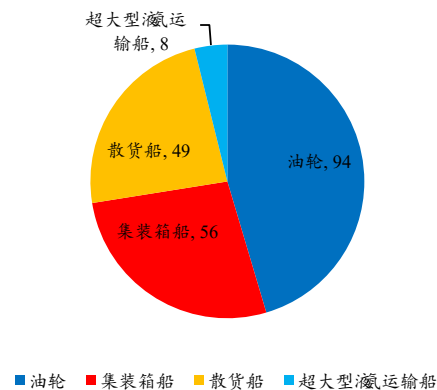
数据来源：公司债券募集说明书、开源证券研究所

供给约束方面，船坞资源、劳动力与配套产能构成刚性瓶颈，头部船厂交船排期普遍延伸至2030年，船位稀缺是当前船价与盈利韧性的重要支撑。2026年2月13日，美国虽提出《美国海事行动计划》，重振造船，但短期难以撼动中韩主导格局。

2.4、当前主要船型景气度旺盛

分船型看，油轮板块景气度最高。在地缘政治影响下，全球约16%的油轮运力被列制裁名单，VLCC平均船龄21.2年，老旧运力替换与贸易结构重构共同推升新造船需求；集装箱船受益于LNG双燃料替换，2025年新船订单回升至547艘；散货船订单2025年同比下滑，景气相对温和，随着西芒杜铁矿放量，散货船订单也有望提升。

图13：恒力重工2026上半年新接订单以油轮为主

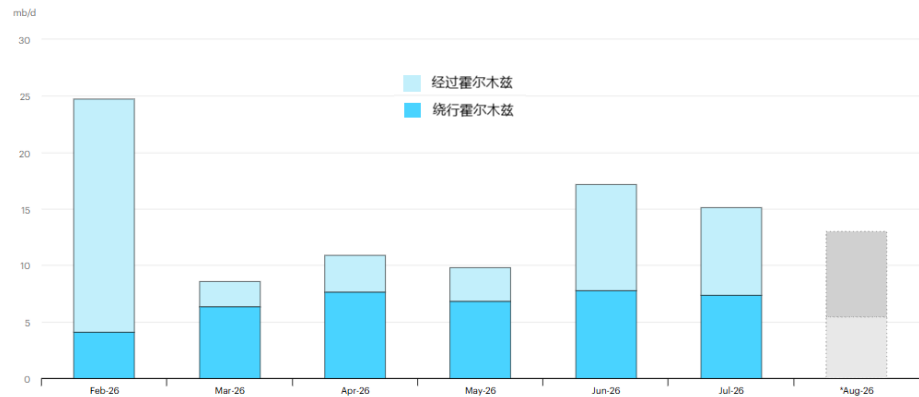


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4.1、油轮：地缘冲突带来格局重塑

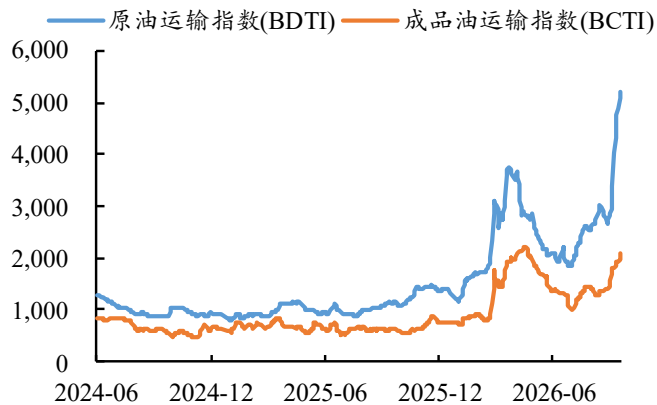
油船是对中东地缘政治最为敏感的船型。霍尔木兹海峡承载着全球 20% 的石油供应，该区域的持续紧张局势促进油轮新造船市场需求上涨。伊朗对霍尔木兹海峡的封锁，导致中东地区原油难以运输到全球。受中东原油出口受阻影响，全球原油买家纷纷跳出中东传统采购区域，亚洲买家大规模转向美国、拉美等地采购，长距离远洋运输需求激增，超大型油轮（VLCC）供不应求，多个地区租赁资源濒临枯竭。航运分析平台数据显示，2026 年年初至今，全球 VLCC 新船订购量已达 217 艘，远超 2025 年全年 93 艘，总价值超 200 亿美元。路透社分析称，这是全球航运市场至少 25 年来规模最大的“买船潮”。彭博社数据显示，从美国休斯敦运输一船原油到亚洲，单船运输费用已高达 5200 万美元。托克集团首席经济学家拉希姆指出：“石油运输成本从未如此高昂。”

图14：冲突后海湾产油国石油出口整体下降



数据来源：IEA、开源证券研究所

为保障能源出口，中东主要产油国开始加速组建和扩充国家级自有油船舰队，直接向船厂下达大额订单。虽然有大量面临退役的老龄油船被转售进入“影子舰队”，但主流市场逐渐转向，航运市场运价高涨，且只能依靠新造船来满足日益严格的环保法规要求。Braemar 测算，油轮订造热潮已将该板块手持订单占现有船队的比例 27%，订单数目前还难以覆盖更新需求

图15：油品运输价格快速提升（点）


数据来源：Wind、开源证券研究所

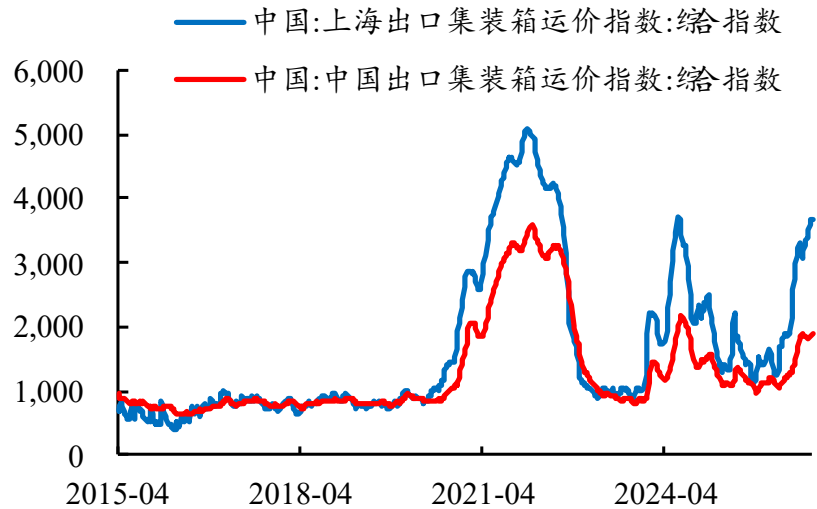
图16：2026年油价快速提升（美元/桶）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4.2、集运市场：红海复航影响有限，供需错配现象仍为主流

集运市场在2021年开启一波牛市，集装箱船租金与2020年相比上涨260%，达到历史最高水平。同时运价较前一年~~200%~~了但是这轮牛市持续时间较短，是公共卫生事件期间被临时制造出的“有需求”。当全球供应链恢复正常后，集运牛市开始逐渐退潮。但随着中东地缘局势持续发酵，霍尔木兹海峡叠加红海曼德海峡两大国际航运要道风险共振，胡塞武装在红海开始袭击商船，导致航运公司选择绕行好望角。红海是连接地中海与印度洋的关键航道，承载着全球约15%的海运贸易，其中包括近30%的集装箱运输，战略地位十分重要，红海危机导致全球商船航行周期延长、周转率下降和运输成本上升。

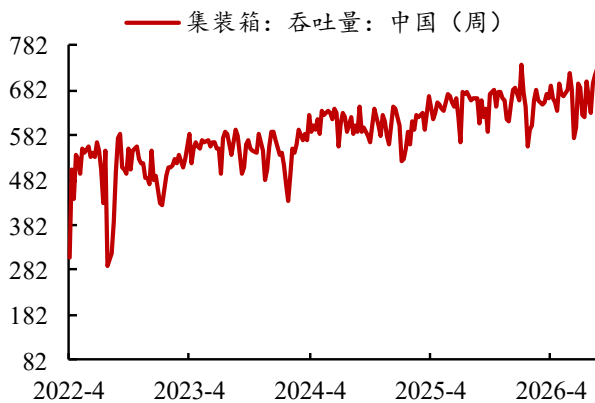
目前红海复航仍然较难，且对全球集运市场影响在逐渐下降。近日，地中海航运发布通知，确定有限度、分批次恢复苏伊士运河及红海航线通行，地中海航运、马士基、达飞海运、赫伯罗特等头部集装箱运输企业均重返红海。因此市面上出现红海复航、集运牛市结束的声音。但根据中国船舶报报道，地中海航运此次仅将原本绕行好望角的4条东西向主干航线、合计5个特定航次，切换回苏伊士运河—红海传统航道，与达飞、马士基类似均为小范围航次试点。目前全行业无一家集运企业实现红海航线全面复航，而是采用试点通航、动态调整的策略，红海航线相较绕行好望角航程周期最多缩短14天，但当前集运市场的火爆由多种因素促成，很难因单一因素发生逆转。例如跨太平洋航线运价不降反升，远东—美西约7960美元/FEU，远东—美东约11259美元/FEU，双双较2月底的危机前基线高出320%以上，其中美东距疫情时期的历史高点只差11%。目前集运市场不仅是红海绕行带来单吨海运费提升，整体需求也比较旺盛，集运市场短期内仍将维持高位运行。

图17：集装箱运价再度攀升


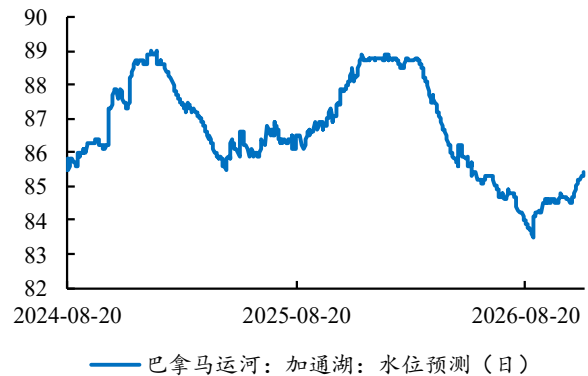
数据来源：Wind、开源证券研究所

集装箱货运量的增加导致对集装箱船需求旺盛。根据近期集运企业发布的半年报，多家企业的货运量实现了大幅增长，如东方海外、以星航运等企业的货运量就实现了两位数增长。马士基和赫伯罗特则不约而同地认为，第二季度市场改善的重要动力是亚洲市场运输需求的上升。马士基明确提到远东，尤其是中国出口持续强劲；赫伯罗特则表示，亚洲强劲出口和美国需求改善，是其第二季度业绩从第一季度低谷中恢复的主要推动力量。Braemar 测算，集装箱船手持订单占现有船队的比例约 42%。

霍尔木兹海峡、巴拿马运河等全球重要航道航行受限导致的全球航线重构带来的运输效率低下。目前来看，霍尔木兹海峡、巴拿马运河等航道的正常通航可能有点遥远。霍尔木兹海峡正常通航取决于美伊冲突是否结束——短期内希望不大。而巴拿马因受厄尔尼诺现象影响，导致的水位下降。厄尔尼诺可能持续至 2027 年，通航船舶数量下降的趋势或将延续。这些都意味着港口的拥堵、船期的延长或成常态，并成为集运价格维持高位的推动力。

图18：中国集装箱吞吐量持续增长（万 TEU）


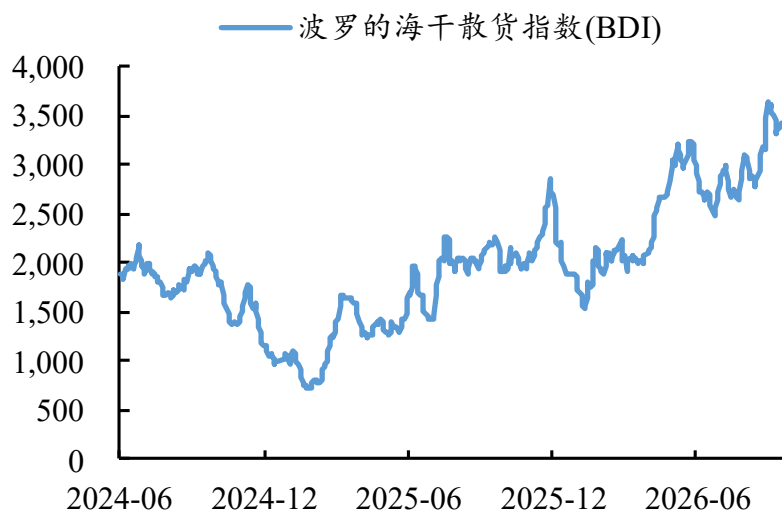
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：巴拿马运河水位受厄尔尼诺影响下降（米）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4.3、散货船：散货船供需格局结构性扭转

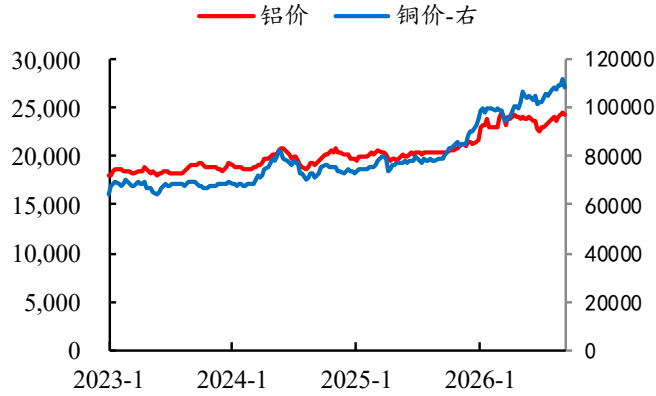
散货运力供需格局结构性变化。海岬型船在手订单占现有船队比重已降至约 10% 的历史低位，2026 年初计划交付的新船大量延期，名义船队载重吨全年增速仅约 1.5%-2%；同时老旧船降速航行或退出即期现货市场。需求端，几内亚西芒杜、铝土矿长航线货盘持续释放，长距离吨海里占用船舶时间约为西澳短线的 3 倍，从年初起就持续抽走太平洋区域空船。随着西芒杜铁矿放量、巴拿马运河运力继续受限，整体供需紧张的局面持续强化。Braemar 测算，散货船手持订单占现有船队的比例从干散货约 10%，占比较小，未来需求提升供需缺口有望放大。

图20：干散货运价提升（点）


数据来源：Wind、开源证券研究所

大宗商品海运价格提升。东南亚进口矿产海运成本涨幅显著，东南亚铝土矿海运到中国航线因远洋运力挤占、近洋船期紧张，综合海运费环比上月提升 8%-12%，叠加港口装卸、滞期附加成本，下游企业原材料物流成本持续攀升，但需求依然强

劲，如电解铝、煤炭价格持续高位。同时，内贸散货运输市场同步联动上行，干线船期收紧、舱位紧张，内贸散货船舱位预订难度显著增加，节前备货周期拉长，市场供需偏紧格局持续强化。

图21：铜铝价格提升（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2026 年煤价逐渐上涨（元/吨）


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、公司一体化后发优势明显

现代造船不用“搭积木式”一层层往上垒，而是分段建造法：把整条船切成几十甚至上百块，在车间里同时造，最后拉到船坞里拼起来。**对钢材的处理基本上蕴含了整个造船过程。**钢材进场后先预处理，喷砂除锈、刷上底漆防锈等，然后送进数控切割机。切割机按设计图纸把钢板切成各种形状：外板的曲边、肋板的轮廓、加强筋的条料，精度控制在毫米级。切好的零件进入小组立工位。几个人配合，把加强筋焊在钢板上，把T型梁拼出来。几个小组件拼在一起，形成一段完整的舱壁、一块甲板板块、一个肋板框架。

现在造船流程是模块化组装的形式，分段成型。中组立部件在胎架上完成总装焊接，形成一个独立的立体分段，一个分段可能有十几米长、上百吨重，包含了船体结构、管系预装、电缆托架。到此阶段再对分段进行涂装房喷砂涂漆，然后等待吊装。分阶段建造的最大好处是并行作业，船头、船尾、船中可以在不同车间同时造，船坞里的总装时间被压缩到最短。

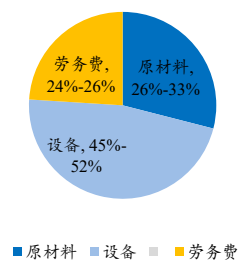
松发股份（恒力重工）的核心商业模式为“船用发动机自主生产+船舶总装”的一体化垂直整合：从钢板预处理、船用发动机制造到船体建造、舾装交付实现全流程自主可控。借助该模式，公司构成了成本、交期与船型创新三方面的竞争壁垒。

3.1、钢材是造船主要原材料

公司构建了从钢板预处理到动力配套的全流程自主可控产业体系。目前公司年钢材加工能力 300 万吨、船用发动机年产能 300 台，配备 4 座超大型船坞及世界级船台，可同步批量建造 VLCC、万箱级集装箱船等高附加值船型。在公司具备钢板、动力等环节资产的情况下，公司成本得以用较大程度缩减。

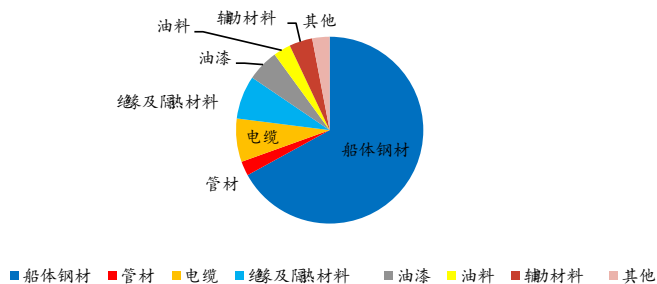
全产业链优势带来了显著的成本控制能力，对于钢材处理来说，就有钢材利用率提升、节省处理费两种降本方式。根据中证鹏元报告，中国船企的钢材利用率达 92%，比韩国高 5 个百分点。我们认为相对于海外，钢材自加工的恒力重工可以提升的效率或能大于该水平，可以进一步降低成本。造船产业中，原材料成本占比约 26%-33%，其中船体钢材占材料成本比约 65%-77%，占全成本大概 19%。如果提升 5% 利用效率，造船成本有望下降 1% 以上。

图23：造船环节中设备成本占比最大



数据来源：并购优塾、开源证券研究所

图24：材料中钢材成本占比最大



数据来源：并购优塾、开源证券研究所

处理费方面，目前造船业钢板预处理费用约 598 元/吨，假设毛利率 24%，也就是自处理钢材可以节省 143.5 元/吨的处理费。30 万吨 VLCC 油船用钢量为 4.3 万吨，预计 1 艘 30 万吨 VLCC 可以节省约 600 万元处理费，假设成本 1 亿美元，可节省成本约 0.9%。叠加钢材的处理效率提升，合计约降本 1.9%。

表1：集装箱船耗钢系数较大

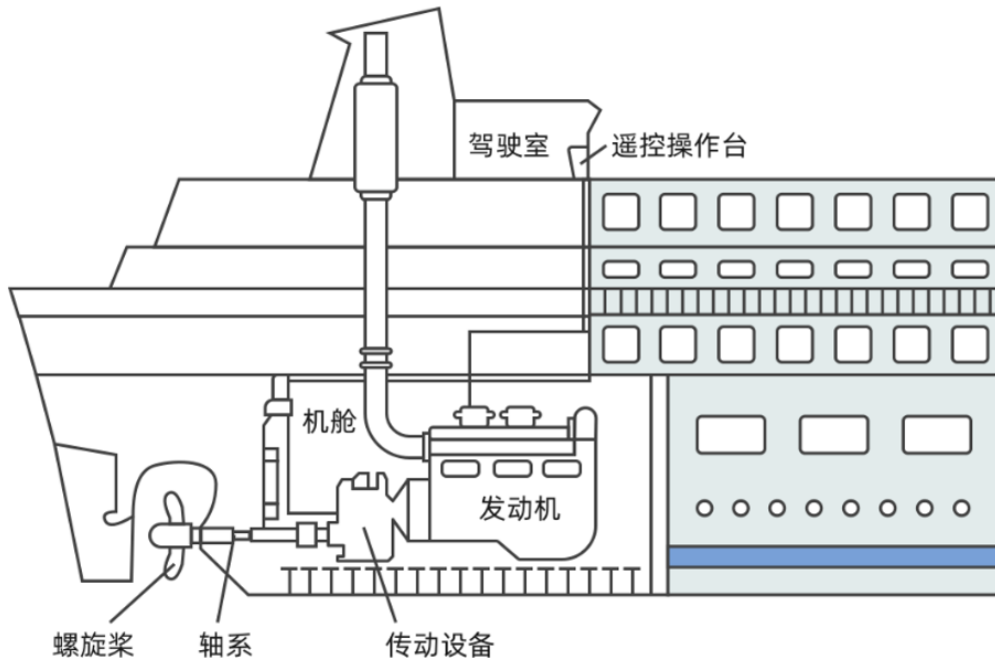
型号	VLCC	散货船	集装箱船
规格	30 万吨	40 万吨	6600TEU
耗钢量（万吨）	4.3	5	2.5
耗钢系数	0.14	0.13	0.29

数据来源：36 氪、开源证券研究所

3.2、发动机是公司核心优势

船舶主机是整艘船的动力来源，相当于轮船的“心脏”，轮船通过燃烧柴油或替代燃料驱动曲轴旋转，再经传动轴带动螺旋桨，推动船舶在海上航行。

图25：船用发动机动力系统



资料来源：迪捷软件

发动机自主生产是差异化核心。2023 年 7 月，恒力发动机与德国 MAN 签订专利许可授权协议，正式启动发动机造机业务。2026 年公司自研的 8G95 高压 LNG 双燃料发动机为全球最大、国内首台 LNG 双燃料发动机，机身高度达 16 米，重 1600 余吨，最大功率可达 74725 马力，是目前国内功率最大的高压天然气双燃料发动机，无需外置减排装置即可满足 IMO Tier III 最严苛标准。此外，2025 年，恒力重工自主生产的第一台液化石油气（LPG）双燃料发动机成功交付，采用 LPG 或柴油作为燃料，也满足国际海事组织（IMO）最严格的 Tier III 排放标准，标志着恒力重工已完全具备绿色燃料发动机制造能力。目前公司已实现 LNG、LPG、甲醇、氨四种低碳零碳双燃料发动机的全覆盖。

表2：公司自产发动机进步迅速

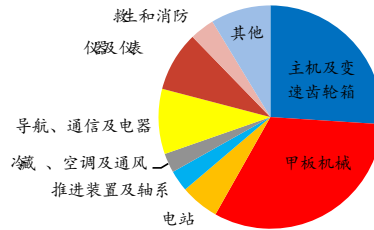
型号	6G50ME	8G95	6G60
全称	6G50ME-C9.6-HPSCR (HE0001)	8G95ME-C10.5-GI- EcoEGR	6G60ME-C10.5-LGIP-HPS CR
燃料	燃油	LNG 或柴油	LPG 或柴油
高度	11 米	16 米	12 米
重量	250 吨	1600 吨	450 吨
最大功率	-	74725 马力	2.3 万马力

资料来源：中国船舶报、DLICC、人民日报、开源证券研究所

船舶主机也是整船价值量最高的核心单体设备。轮船的设备成本占比约 45%-52%，其中主机及变速齿轮箱成本占设备比重约 22%-29%，即占总成本比重约为

11%-13%。船用柴油发动机毛利率约 26%，如果按此水平测算，公司可降低成本 3%-3.4%。综合来看，自身配套 钢材加工和自产发动机可降低成本约 5%以上。

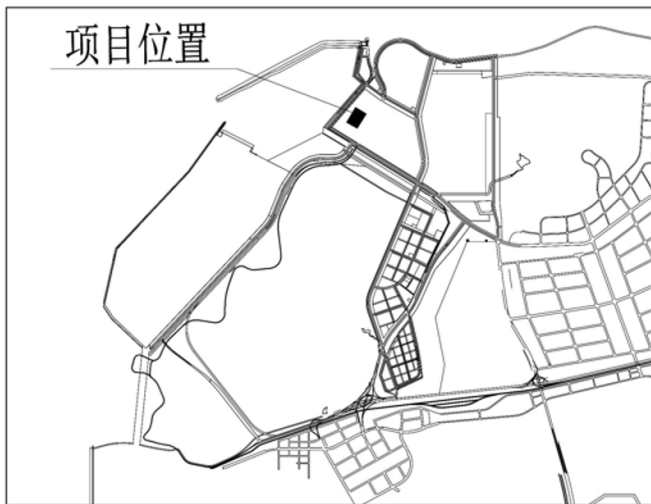
图26：设备中主机和甲板成本占比最大



数据来源：并购优塾、开源证券研究所

此外，公司的热能也有廉价保障。公司造船厂位于大连长兴岛，毗邻恒力（大连）石化产业园，石化产业园将本应直接排放的气体运往恒力重工造船厂，作为重工产业当中持续稳定、价格低廉的生产动能。

图27：恒力石化产业园位于长兴岛



资料来源：自然资源局

图28：恒力重工项目距离化工项目不远



资料来源：自然资源局

3.3、多船型布局，产能持续增长

公司生产基地位于辽宁大连长兴岛，已发展成为全球单体规模领先、配套较齐备的造船基地之一。扩产方面，公司 4 号船坞逐步投产，4 号坞有两台 2000 吨级龙门吊，跨距达 256 米，创下全球之最；起升高度 100 米；整机重量高达 12700 吨，刷新全球最重纪录。公司 70 亿元定增投向绿色智能高端船舶制造一体化等三大项目，

支撑交船排期至 2030 年后的产能需求。

表3：公司 1-3 期陆续投产

项目	投产花费时间	船坞	产能
一期 海洋工厂	150 天	1 号船坞	年钢材加工量 180 万吨、年产量 710 万载重吨
二期 未来工厂	5 个月	2、3 号船坞	加工钢板 230 万吨、建造超大型船舶 150 艘、生产发动机 180 台
三期 海工、造船、改装、装备制造等项目	2-3 年	4 号船坞及船台	加工钢板 300 万吨、生产发动机 300 台、4 个大型船坞及多个船台

资料来源：上海证券报、中国科技网、中国新闻网、九派快讯、中国船舶报、开源证券研究所

2026 年公司定增 69.41 亿元，投向三大项目继续提升自身产能。2026 年 1 月，为保障在手订单高效交付、提升接单能力并巩固行业地位，公司拟通过向特定对象发行股票募集资金不超过 70 亿元，专项用于绿色智能高端船舶制造一体化项目、曲组配套升级项目及 3 号-6 号码头建设项目，提升智能制造能力、生产配套效率与码头承载能力。资金于 2026 年 7 月 16 日到账，截至 8 月 24 日累计已使用募集资金 37.48 亿元，整体投入进度为 53.99%。

表4：公司定增 69.41 亿元，继续提升自身产能（万元）

序号	募集资金用途	拟投资金额	调整前拟投入募集资金金额	调整后拟投入募集资金金额
1	绿色智能高端船舶制造一体化项目	1,006,497.68	500,000.00	500,000.00
1.1	恒力造船（大连）有限公司绿色智能装备制造项目	728,590.80		
1.2	恒力造船（大连）有限公司绿色高端船舶建造项目配套设施	277,906.88	500,000.00	500,000.00
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	212,615.30	150,000.00	150,000.00
3	绿色高端船舶制造项目配套 3 号-6 号码头项目	131,752.98	50,000.00	44,102.56
合计		1,350,865.96	700,000.00	694,102.56

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司技术实力体现在动力系统自主与高端船型批量建造两个层面。动力端，已形成 LNG/LPG/甲醇等多种低碳零碳双燃料发动机的自主生产能力，8G95 高压 LNG

双燃料发动机填补国内功率等级空白；船型端，30.6 万载重吨 VLCC 首制交付、首批 21000TEU 双燃料集装箱船集中开工、全球首艘 9.3 万立方米 VLAC 搭载下水并顺利试航、首制 VLOC 命名交付。此外，公司与法国 GTT 公司签署大型 LNG 船薄膜维护系统专利合作协议，成为国内第二家获此资质、具备大型 LNG 船建造能力的民营船企。公司目标是具备超大型油轮（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）等制造能力。

表5：从全球较为出名的几艘船来看，箱船 GT 和载重接近

船名	类型	子类型	规格	最大吃水（米）	长度（米）	型宽（米）	GT（吨）	建成日期
Vale Brasil	散货船	Valemax	402,347 DWT	23	362	65	199,000	2011
Typical VLCC	油轮	VLCC	300,000 DWT	20	330	60	160000	-
Q-Max (LNG)Q-Max	油轮	LNG	266,000 m³	12	345	53.8	163000	2008
COSCO Universe	箱船	ULCV	21,237 TEU	16	400	58.6	215,000	2018

数据来源：国科装备、开源证券研究所

3.4、在手订单量高企

公司在手订单量足、结构优、能见度高：2025 年按载重吨计新签订单量位居中国第二、全球第二；2026 年上半年新接订单 207 艘；截至 2026 年 7 月累计在手订单超 500 艘，交船计划排至 2030 年。交付端 2026 年全年计划交付 82 艘（上半年已交付 40 艘）；客户以欧洲及亚洲国际知名航运公司为主，2025 年前五大客户销售额占比 67.12%。

表6：公司订单增速较快

项目	数据
2025 年新签订单	115 艘，按载重吨计中国第二、全球第二
2026 年一季度	新签 108 艘、交付 14 艘（历史同期最佳）
2026 年上半年	新接 207 艘（刷新单体船厂纪录）、交付 40 艘
2026 年全年交付计划	82 艘
在手订单	截至 2026 年 7 月超 500 艘，交船计划排至 2030 年

资料来源：中国船舶网、德信海事、公司公告、金融时报、华夏时报、开源证券研究所

3.5、公司交期有较大优势

公司交期有较大优势。2026 年 6 月公司交付的两艘 VLCC 从同一船坞同时出坞下水，从坞内建造到命名交付一气呵成，单船较合同交期至少提前了三个月。交期快也带来了订单需求增多，目前恒力重工手持订单已排至 2030 年，客户基本均来自海外。据克拉克森数据显示，2026 年一季度，全球 75 艘 VLCC 订单中，中国船企承接 69 艘，市场份额高达 92%。

图29：恒力重工集团有限公司两艘 30.6 万载重吨超大型油轮（VLCC）同日命名交付



资料来源：经济参考报

4、盈利预测与投资建议

我们根据公司产能释放时间，假设 2026-2028 年交付 82、120、171 艘船。根据 2026 年新船价格指数走势，预计 2026 年新船均价同比+1.4%，同时考虑到公司结构改善，单船价值量提升，预测公司 2026 年每艘船均价同比提升，同时看好未来市场需求持续旺盛，叠加公司 VLCC、集装箱船占比提升，LNG 船开始生产，结构持续改善，假设 2027-2028 年公司单船价值相比 2026 年仍有小幅度提升。

表7：业绩拆分及预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
生产总量（投入法）	29	88	160	184
交付总量	17	82	120	171
收入（亿元）	209	651	1,229	1,477
成本（亿元）	169	510	934	1,080
其他收入（亿元）	7.7	7.7	7.7	7.7
其他成本（亿元）	3.0	3.0	3.0	3.0
总收入（亿元）	216	659	1,237	1,485
总成本（亿元）	172	513	937	1,083

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

我们预计 2026-2028 年净利润为 89、184、255 亿元，EPS 为 8.72、18.10、25.07 元/股，当前股价对应 PE 为 22.7、11.0、7.9 倍。我们选取中国船舶、中船防务、中国动力作为可比公司，可比公司 PB 均值为 1.9 倍，2026-2028 年 Wind 一致预期净利润对应 PE 为 20/15/11 倍，松发股份 2027-2028 年预测 PE 估值低于可比公司，我们认为松发股份估值仍具性价比。首次覆盖给予“买入”评级。

表8：2027-2028 年公司 PE 低于行业平均

	归母净利润				PB	PE			
	2025A	2026E	2027E	2028E	2026/10/24	2025A	2026E	2027E	2028E
中国船舶	78	198	265	325	1.8	34	13	10	8
中船防务	10	18	23	31	2.1	38	22	17	12
中国动力	13	30	43	56	1.8	56	24	17	13
均值					1.9	43	20	15	11
松发股份	26.55	89	184	255	9.0	67.9	20.3	9.8	7.1

数据来源：Wind、开源证券研究所。可比公司业绩来自 Wind 一致预期。

5、风险提示

造船行业周期回落风险：周期提前下行带来需求下跌；

经营现金流风险：公司现金流吃紧或导致投资不及预期；

存货高企与交付执行风险：库存高导致收入确定时间延长；

汇率风险：公司主要是海外客户，汇率风险对公司收入干扰较大；

原料价格波动风险：公司主要原料钢铁价格波动影响利润；

地缘政治风险：地缘政治对海运影响较大，进而影响新船需求。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10769	29032	69305	100635	103682
现金	2372	7215	4610	8659	10394
应收票据及应收账款	225	118	928	1037	1321
其他应收款	10	4	37	40	53
预付账款	3320	3415	17084	21420	24799
存货	1852	5175	15740	22504	21694
其他流动资产	2989	13104	30907	46975	45421
非流动资产	8674	20360	54629	98328	116050
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3961	15065	46036	86258	102804
无形资产	1291	1840	2675	3315	4024
其他非流动资产	3422	3455	5918	8754	9222
资产总计	19443	49392	123934	198963	219732
流动负债	12672	31840	85315	136100	131062
短期借款	1838	5887	22927	54503	46972
应付票据及应付账款	4454	7443	27962	36777	38041
其他流动负债	6381	18510	34427	44819	46049
非流动负债	3492	8100	13285	19088	19355
长期借款	1502	3644	8828	14632	14898
其他非流动负债	1990	4457	4457	4457	4457
负债合计	16164	39940	98600	155188	150417
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	124	971	1019	1019	1019
资本公积	3247	5919	12871	12871	12871
留存收益	-87	2561	11443	29884	55424
归属母公司股东权益	3279	9452	25334	43775	69315
负债和股东权益	19443	49392	123934	198963	219732

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-2881	-1458	8723	14353	32971
净利润	224	2655	8882	18441	25540
折旧摊销	169	466	877	1824	2616
财务费用	150	585	1636	3371	4122
投资损失	0	-15	-15	-15	-15
营运资金变动	-3422	-5218	-2687	-9310	662
其他经营现金流	-2	70	30	42	47
投资活动现金流	-4837	-9600	-35149	-45525	-20341
资本支出	4848	9630	35146	45523	20339
长期投资	0	21	0	0	0
其他投资现金流	11	9	-3	-3	-3
筹资活动现金流	7998	16406	6781	3645	-3363
短期借款	1663	4049	17040	31577	-7532
长期借款	1488	2141	5185	5803	267
普通股增加	0	847	48	0	0
资本公积增加	3003	2672	6952	0	0
其他筹资现金流	1844	6697	-22443	-33735	3902
现金净增加额	293	5308	-19645	-27528	9267

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5771	21639	65855	123696	148482
营业成本	4940	17224	51259	93730	108324
营业税金及附加	68	100	303	569	683
营业费用	36	27	81	152	182
管理费用	248	518	1575	2958	3551
研发费用	62	166	506	950	1141
财务费用	150	585	1636	3371	4122
资产减值损失	-2	-1	-4	-8	-10
其他收益	69	165	165	165	165
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	0	15	15	15	15
资产处置收益	5	-17	-17	-17	-17
营业利润	331	3176	10639	22095	30602
营业外收入	3	6	6	6	6
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	331	3181	10644	22100	30607
所得税	107	527	1762	3659	5067
净利润	224	2655	8882	18441	25540
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	224	2655	8882	18441	25540
EBITDA	561	3802	11848	24836	34393
EPS(元)	0.22	2.61	8.72	18.10	25.07

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	2700.3	275.0	204.3	87.8	20.0
营业利润(%)	379.8	860.2	235.0	107.7	38.5
归属于母公司净利润(%)	291.8	1083.1	234.6	107.6	38.5
获利能力					
毛利率(%)	14.4	20.4	22.2	24.2	27.0
净利率(%)	3.9	12.3	13.5	14.9	17.2
ROE(%)	6.8	28.1	35.1	42.1	36.8
ROIC(%)	2.8	10.1	14.8	16.1	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	83.1	80.9	79.6	78.0	68.5
净负债比率(%)	113.6	115.5	126.2	152.0	83.7
流动比率	0.8	0.9	0.8	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	39.5	134.7	134.7	134.7	134.7
应付账款周转率	5.0	5.6	5.6	5.6	5.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	2.61	8.72	18.10	25.07
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.83	-1.43	8.56	14.09	32.37
每股净资产(最新摊薄)	3.22	9.28	24.87	42.97	68.04
估值比率					
P/E	900.1	76.1	22.7	11.0	7.9
P/B	61.6	21.4	8.0	4.6	2.9
EV/EBITDA	366.4	56.0	19.7	10.8	7.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn