

松发股份（603268.SH）

恒力重工赋能新生，民营高端船企新星开启成长新周期

恒力重工是松发股份的核心资产，完成重组注入后，松发股份全面转型为船舶制造企业，成为国内“民营造船第一股”。2025 年松发股份通过实施重大资产置换及发行股份购买资产，置入恒力重工 100% 股权，公司主营业务全面转向船舶制造。恒力重工作为国内民营船厂的新锐力量，已构建起覆盖超大型船舶与高端装备的制造能力。截至 2026 年 3 月 31 日，公司已签约在手订单为 284 艘，订单金额为 275.13 亿美元。2025 年新签订单量排名位居中国第二、全球第二。

造船市场景气上行，造船产能加速向头部船企集中

需求端：全球新船订单创历史同期最高水平，能源运输船舶订单数倍增长。2026 上半年原油船、成品油船成交订单量分别同比上涨 515.6% 和 438.5%；新船价格经过短期回调后略有回升，仍处于历史高位。2026 年 6 月，新船价格指数收报 185.15 点，较年初上涨 0.5%，同比下降 1.0%；船舶老龄化问题依然存在，但部分船型手持订单占船队比重已开始提升。供给端：造船供给完成出清，中大型船厂持续扩产、集中接单，中国船厂继续领跑新造船市场三大指标。

恒力重工：多维构筑核心竞争力，民营船厂龙头优势凸显

1、把握油轮历史性高增周期红利，在手订单居全球前列：2026 年上半年全球超大型原油运输船（VLCC）市场迎来历史性高速增长阶段，船价处于本轮周期高位。恒力重工以 86 艘 VLCC 订单稳居全球首位。除油轮以外，恒力重工在散货船、集装箱船方面新接订单位居全球前列。

2、船用发动机自主可控，稳固船舶交付保障能力：发动机是船舶的核心部件，公司具备船用发动机自主生产能力，可保证发动机的稳定供应和船舶交付的及时性。

3、地理位置好、基础设施优，实现规模化、高效率、高技术船舶建造：公司地处大连长兴岛造船基地，具备优秀的地理优势；同时，公司拥有现代化船坞、船台，以及船用发动机自主生产能力，具备业内领先的船舶建造基础设施。

4、研发团队经验丰富，设计能力行业领先。

5、造船稀缺产能持续扩张，交付能力快速提升：公司通过定增募集资金净额约 69 亿元，系统性提升生产能力，通过优化资源配置，加速消化在手订单的同时增强承接新订单的能力。

投资建议：公司是民营造船龙头企业，有望充分受益于本轮造船周期景气上行；同时公司自身持续扩张产能，有望持续驱动业绩增长。我们预计公司 2026~2028 年归母净利润分别为 77.22/129.63/178.52 亿元，对应 PE 分别为 24X/14X/10X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨风险、新船订单及价格不及预期、造船行业竞争格局恶化风险、产能扩张不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,771	21,639	46,710	71,992	86,259
增长率 yoy（%）	2,700.3	275.0	115.9	54.1	19.8
归母净利润（百万元）	224	2,655	7,722	12,963	17,852
增长率 yoy（%）	291.8	1,083.1	190.9	67.9	37.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.22	2.61	7.58	12.72	17.52
净资产收益率（%）	6.8	28.1	32.2	35.1	32.6
P/E（倍）	831.3	70.3	24.2	14.4	10.4
P/B（倍）	56.9	19.7	7.8	5.0	3.4

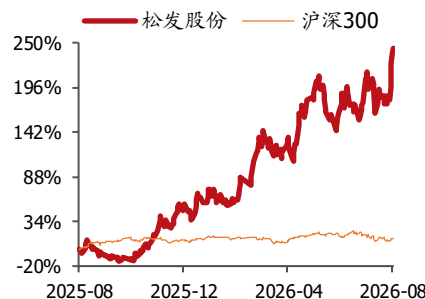
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 08 月 07 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	航海装备 II
08 月 07 日收盘价（元）	183.11
总市值（百万元）	186,537.26
总股本（百万股）	1,018.72
其中自由流通股（%）	22.90
30 日日均成交量（百万股）	10.03

股价走势



作者

分析师 乾亮

执业证书编号：S0680522120001

邮箱：qianliang@gszq.com

分析师 张一鸣

执业证书编号：S0680522070009

邮箱：zhangyiming@gszq.com

分析师 方晓舟

执业证书编号：S0680523060003

邮箱：fangxiaozhou@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	10769	29032	45058	61923	84137
现金	2372	7215	10936	12772	28794
应收票据及应收账款	225	118	134	205	246
其他应收款	10	4	5	11	11
预付账款	3320	3415	4724	5510	5716
存货	1852	5175	6057	7653	7939
其他流动资产	2989	13104	23202	35771	41430
非流动资产	8674	20360	24669	25966	22664
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3961	15065	16654	15691	10042
无形资产	1291	1840	2741	4094	5221
其他非流动资产	3422	3455	5273	6180	7400
资产总计	19443	49392	69727	87888	106801
流动负债	12672	31840	37294	43082	44833
短期借款	1838	5887	5097	3315	1118
应付票据及应付账款	4454	7443	8580	10714	11467
其他流动负债	6381	18510	23617	29052	32248
非流动负债	3492	8100	8425	7836	7146
长期借款	1502	3644	3266	2677	1987
其他非流动负债	1990	4457	5159	5159	5159
负债合计	16164	39940	45719	50918	51979
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	124	971	1019	1019	1019
资本公积	3247	5919	12812	12812	12812
留存收益	-87	2561	10176	23139	40991
归属母公司股东权益	3279	9452	24008	36971	54822
负债和股东权益	19443	49392	69727	87888	106801

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-2881	-1458	7995	18118	30944
净利润	224	2655	7722	12963	17852
折旧摊销	174	499	6028	12393	15172
财务费用	157	617	286	230	148
投资损失	0	-15	0	0	0
营运资金变动	-3421	-5218	-6007	-7459	-2244
其他经营现金流	-15	4	-34	-9	16
投资活动现金流	-4837	-9600	-10304	-13681	-11887
资本支出	-4837	-9615	-10047	-13681	-11887
长期投资	0	21	0	0	0
其他投资现金流	0	-7	-258	0	0
筹资活动现金流	7998	16406	6137	-2601	-3035
短期借款	1663	4049	-790	-1782	-2197
长期借款	1488	2141	-378	-589	-690
普通股增加	0	847	48	0	0
资本公积增加	3003	2672	6893	0	0
其他筹资现金流	1844	6697	364	-230	-148
现金净增加额	293	5308	3721	1836	16023

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5771	21639	46710	71992	86259
营业成本	4940	17224	36340	55102	63509
营业税金及附加	68	100	187	274	328
营业费用	36	27	47	72	86
管理费用	248	518	654	864	863
研发费用	62	166	257	360	431
财务费用	150	585	141	11	-107
资产减值损失	-2	-1	4	6	5
其他收益	69	165	163	216	259
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	15	0	0	0
资产处置收益	5	-17	-1	-1	-24
营业利润	331	3176	9250	15530	21389
营业外收入	3	6	5	6	5
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	331	3181	9253	15534	21392
所得税	107	527	1531	2571	3540
净利润	224	2655	7722	12963	17852
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	224	2655	7722	12963	17852
EBITDA	650	4264	15423	27938	36457
EPS (元/股)	0.22	2.61	7.58	12.72	17.52

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	2700.3	275.0	115.9	54.1	19.8
营业利润(%)	379.8	860.2	191.2	67.9	37.7
归属母公司净利润(%)	291.8	1083.1	190.9	67.9	37.7
获利能力					
毛利率(%)	14.4	20.4	22.2	23.5	26.4
净利率(%)	3.9	12.3	16.5	18.0	20.7
ROE(%)	6.8	28.1	32.2	35.1	32.6
ROIC(%)	4.4	12.4	20.3	26.4	27.7
偿债能力					
资产负债率(%)	83.1	80.9	65.6	57.9	48.7
净负债比率(%)	53.8	90.8	15.2	-1.5	-35.5
流动比率	0.8	0.9	1.2	1.4	1.9
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	39.5	134.7	378.7	436.7	392.5
应付账款周转率	5.0	5.6	8.3	10.3	9.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	2.61	7.58	12.72	17.52
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.83	-1.43	7.85	17.79	30.38
每股净资产(最新摊薄)	3.22	9.28	23.57	36.29	53.82
估值比率					
P/E	831.3	70.3	24.2	14.4	10.4
P/B	56.9	19.7	7.8	5.0	3.4
EV/EBITDA	10.3	21.0	12.3	6.7	4.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 08 月 07 日收盘价

内容目录

1.松发股份：注入恒力重工，打造稀缺民营船舶平台	4
2.造船市场景气上行，造船产能加速向头部船企集中	7
3.恒力重工：多维构筑核心竞争力，民营船厂龙头优势凸显	10
3.1 把握油轮历史性高增周期红利，在手订单居全球前列	10
3.2 船用发动机自主可控，稳固船舶交付保障能力	11
3.3 地理位置好、基础设施优，实现规模化、高效率、高技术船舶建造	12
3.4 研发团队经验丰富，设计能力行业领先	13
3.5 造船稀缺产能持续扩张，交付能力快速提升	13
4.盈利预测与投资建议	15
5.风险提示	16

图表目录

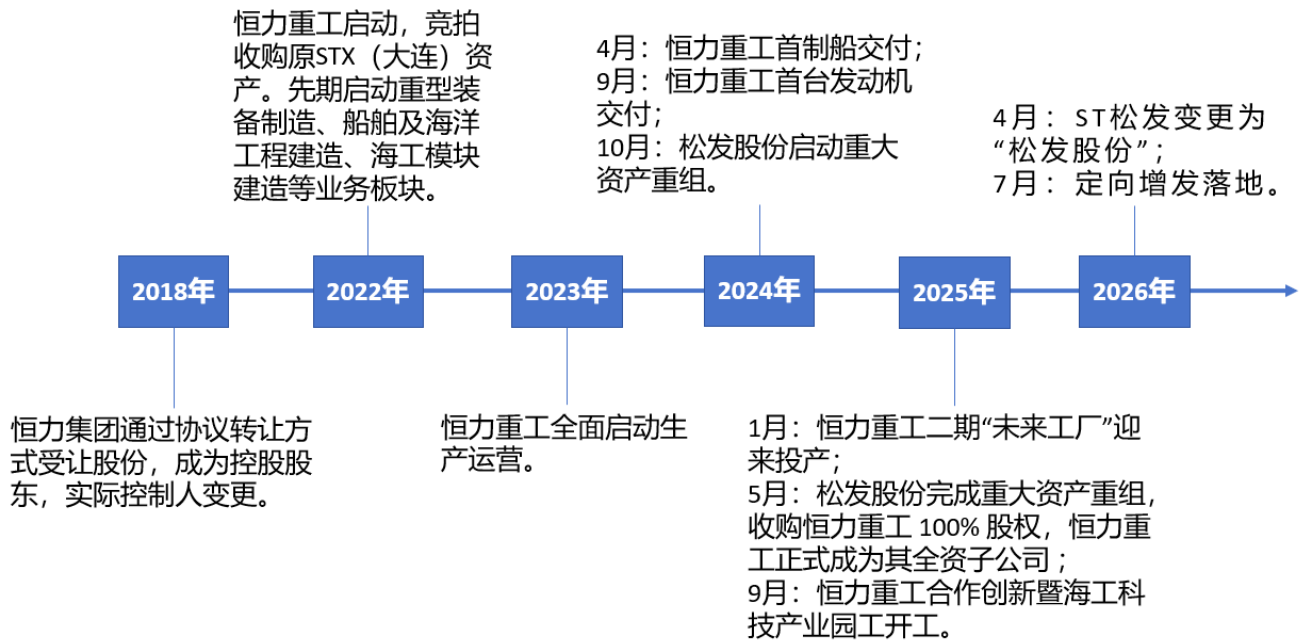
图表 1: 恒力重工历史沿革	4
图表 2: 松发股份股权架构（截止至 2026.7.31）	5
图表 3: 松发股份营业收入（2022-2026（1-3））	5
图表 4: 松发股份归母净利润（2022-2026（1-3））	5
图表 5: 恒力重工营业收入（2022-2025）	6
图表 6: 恒力重工净利润&净利率（2022-2025）	6
图表 7: 全球新船订单成交走势	7
图表 8: 主要船型订单成交情况	7
图表 9: 典型船型新船价格变动趋势（万美元）	8
图表 10: 2026 年 6 月底全球船队运力船龄分布	8
图表 11: 主要船型手持订单占船队比重及老龄船队比重	8
图表 12: 2026H1 中日韩三国新造船市场三大指标	9
图表 13: 全球造船船厂数量和行业集中度	9
图表 14: VLCC 新造船价格（单位：百万美元）	10
图表 15: 细分船型主要接单造船集团	11
图表 16: 前募研发项目计划开展的研发项目情况	13
图表 17: 公司 2026 年定增募投项目情况（单位：万元）	14
图表 18: 松发股份盈利预测（单位：亿元）	15
图表 19: 松发股份和可比企业估值对比	15

1. 松发股份：注入恒力重工，打造稀缺民营船舶平台

恒力重工是松发股份的核心资产，完成重组注入后，松发股份全面转型为船舶制造企业，成为国内“民营造船第一股”。2025 年松发股份通过实施重大资产置换及发行股份购买资产，置入恒力重工 100% 股权，公司主营业务由陶瓷制造业务变更为船舶及高端装备的研发、生产和销售，致力打造世界一流的高端化、智能化、绿色化船舶制造及高端装备制造企业。公司业务涵盖发动机自主生产、船舶制造等多个环节，主要产品包括散货船、油轮、集装箱船及气体运输船等。

恒力重工作为国内民营船厂的新起之秀，已构建起覆盖超大型船舶与高端装备的制造能力。2022 年 7 月，恒力集团以 21.1 亿元战略收购 STX（大连）资产。STX（大连）曾是中国最大外资船厂，恒力集团正式组建恒力重工，重点锚定船舶建造、海洋工程、船舶发动机等核心业务；2022 年四季度，恒力重工正式启动造船业务；2023 年，恒力重工产业园正式运营；2024 年，实现首制船和首台发动机的顺利交付，并启动“绿色高端装备制造项目”，聚焦 VLCC、VLGC、超大型集装箱船等高附加值绿色船型，以及尖端海工装备；2025 年，恒力重工二期项目“未来工厂”正式投产，项目从开工到投产仅耗时 5 个月，全年实现承接船舶数量达到 115 艘、经营承接总金额超千亿元人民币。

图表1：恒力重工历史沿革

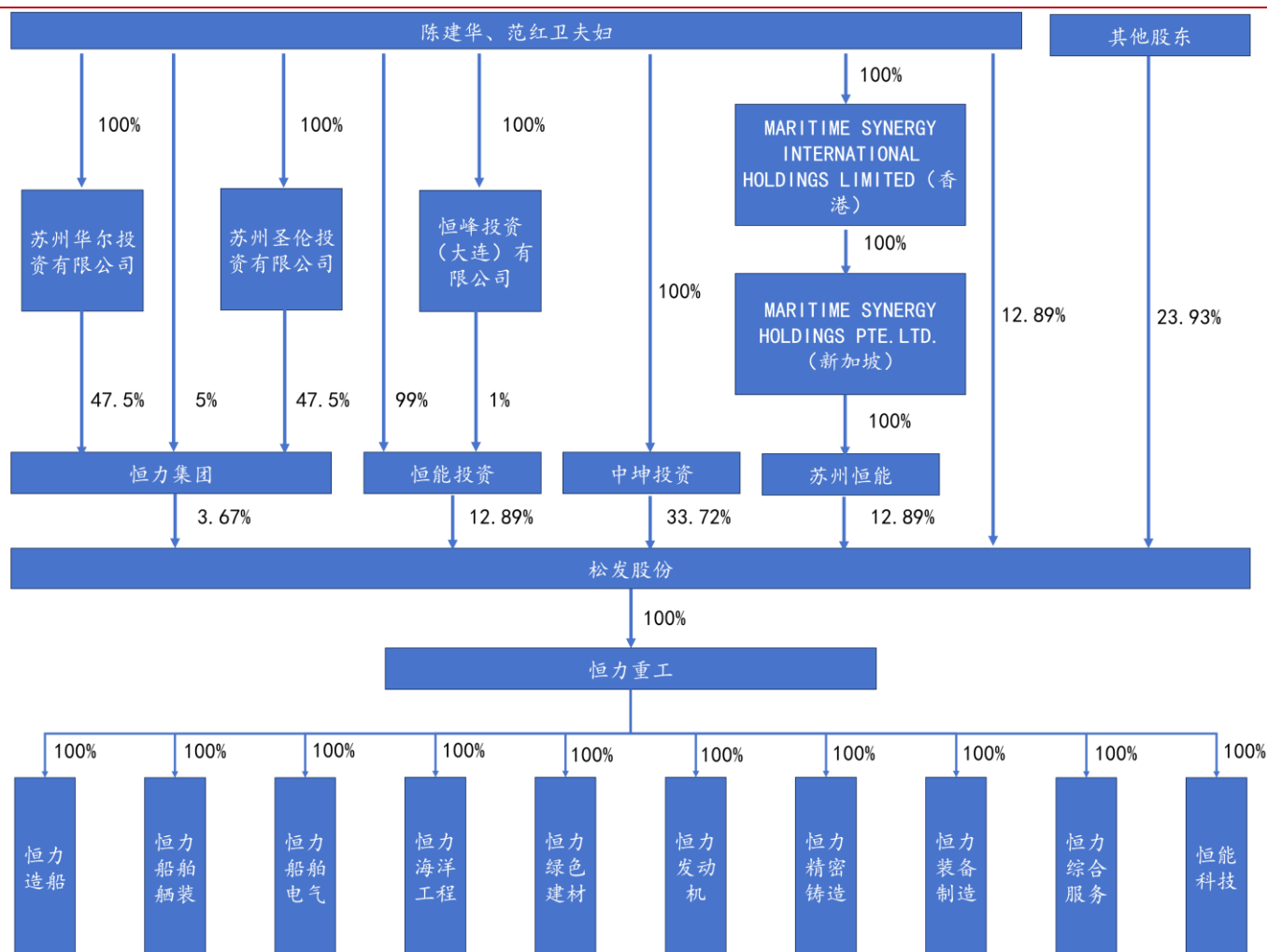


资料来源：公司公告，财经网，中国船级社 CCS，中国船舶报，大连规划，大连发布，国盛证券研究所

公司股权架构集中，陈建华和范红卫夫妇为公司实控人。截止至 2026.7.31，公司控股股东为苏州中坤投资有限公司，持股比例 33.72%；公司实控人为陈建华和范红卫夫妇。

公司通过子公司全面布局船海产业链。公司下属全资子公司涵盖恒力造船、恒力船舶舾装、恒力船舶电气、恒力海洋工程、恒力绿色建材、恒力发动机、恒力精密铸造、恒力装备制造及恒力综合服务，完整覆盖船舶全产业链。其中恒力发动机专注发动机业务。发动机是船舶的“心脏”，公司具备船用发动机自主生产能力，可保障船舶按期交付，提升交付稳定性。

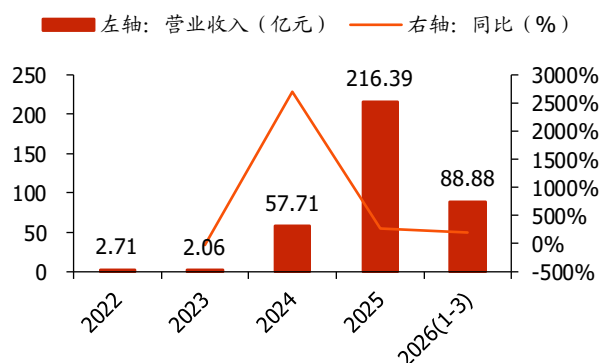
图表2: 松发股份股权架构 (截止至 2026.7.31)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

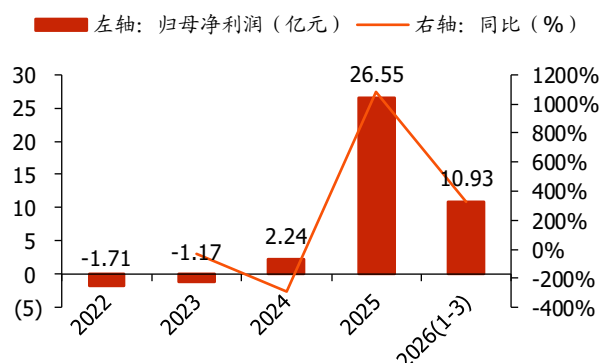
2025 年松发股份成功置入恒力重工 100% 股权，主营业务实现战略转型，船舶建造成为公司主要收入来源。2025 年公司行业变更为船舶及高端装备制造行业，业务涵盖发动机自主生产、船舶制造等环节，主要产品包括散货船、油轮、集装箱船及气体运输船等。2025 年实现营业收入 216.39 亿元，同比+274.95%；归母净利润 26.55 亿元，同比+1083.05%。其中船舶建造及相关产品收入 208.64 亿元，占比 96.42%。

图表3: 松发股份营业收入 (2022-2026 (1-3))



资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

图表4: 松发股份归母净利润 (2022-2026 (1-3))

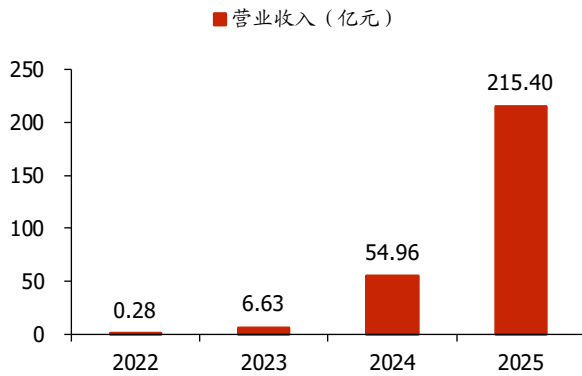


资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

恒力重工自重启以来，产能释放与订单获取呈现快速增长，收入与利润实现快速提升，盈利能力大幅改善，提前完成业绩承诺。恒力重工自 2022 年启动以来，2023 年净利润

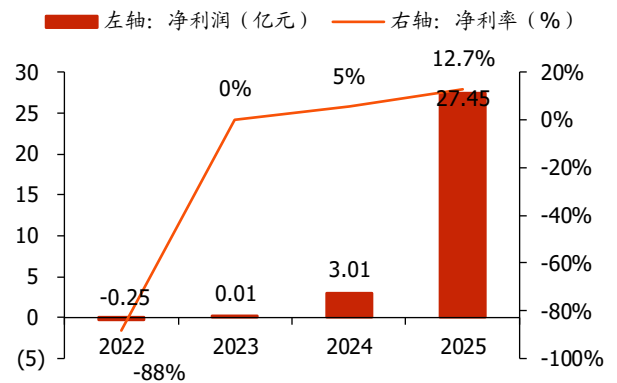
为 113.71 万元，实现扭亏为盈；2024 年、2025 年持续实现高速增长。公司净利率持续改善，2025 年实现净利率 12.7%。2026H1 松发股份预计实现归母净利润 36 亿元，此前根据《业绩补偿协议》预计 2025、2026、2027 年度分别实现净利润 11.27 亿元、16.41 亿元、20.63 亿元，目前已提前完成 2026 年业绩承诺。

图表5: 恒力重工营业收入 (2022-2025)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 恒力重工净利润&净利率 (2022-2025)



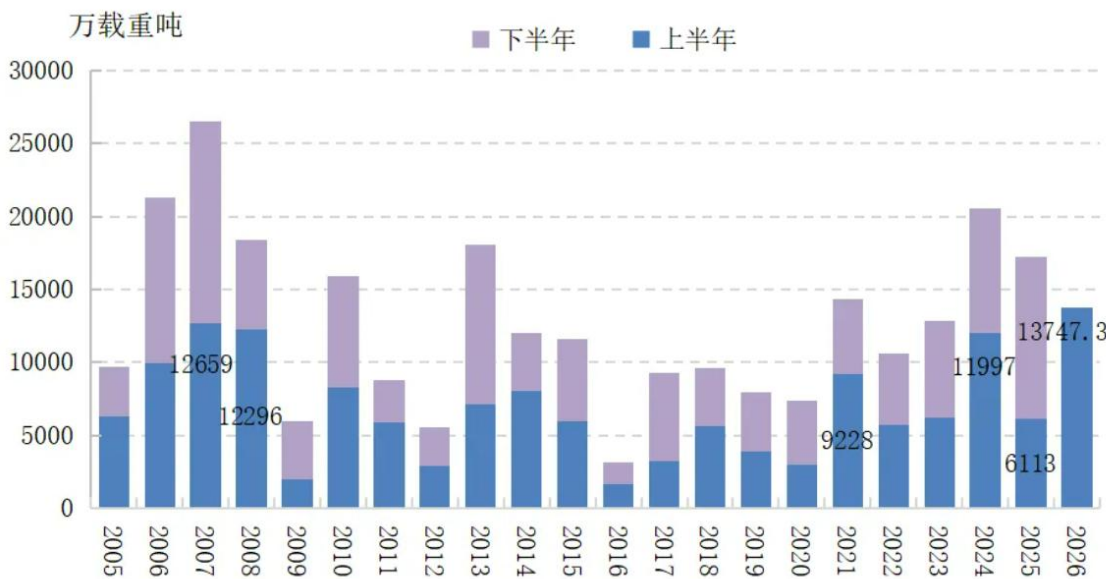
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.造船市场景气上行，造船产能加速向头部船企集中

全球新船订单创历史同期最高水平，能源运输船舶订单实现数倍增长。据海事早知道数据，上半年，全球共成交新船订单 1641 艘、13747.3 万载重吨；以载重吨计，同比增加 125.7%，已高于 2007 年同期的 12659 万载重吨、2008 年同期的 12296 万载重吨和 2024 年同期的 11997 万载重吨，创历史同期最高水平。主要驱动因素如下：

- 1) 上半年地缘格局扰动海运贸易，海运周转量增长催生船队运力扩充需求和船东订造需求，部分船型的全球船东投资热情较高；
- 2) 全球造船交船位资源紧张，使船东订单投放更加活跃；
- 3) 美国 301 调查限制措施暂缓一年，船东对于全球经济和航运市场的不确定性担忧有所缓解，前期积压的部分订单需求逐步释放。

图表7：全球新船订单成交走势



资料来源：海事早知道，国盛证券研究所

能源运输船订单同比数倍增长，散货船订单上涨明显，集装箱船订单仍维持在历史较高水平。据海事早知道数据，2026 年上半年，原油船、成品油船分别成交 5860.5 万载重吨和 1160.1 万载重吨，分别同比上涨 515.6%和 438.5%；LNG 船和 LPG 船分别成交 542.6 万载重吨和 372.9 万载重吨，分别同比上涨 553.1%和 235.1%；散货船成交 2813.1 万载重吨，同比上涨 87.0%；集装箱船成交 2468.2 万载重吨，同比下降 9.8%。

图表8：主要船型订单成交情况

船型	艘数	万载重吨	订单占比	同比
原油船	230	5860.5	43%	515.6%
成品油船	157	1160.1	8%	438.5%
LNG 船	60	542.6	4%	553.1%
LPG 船	76	372.9	3%	235.1%
散货船	295	2813.1	20%	87.0%
集装箱船	379	2468.2	18%	-9.8%
其他	444	529.8	4%	8.8%
合计	1641	13747.3	100%	125.7%

资料来源：海事早知道，国盛证券研究所

新船价格经过短期回调后略有回升，仍处于历史高位。据海事早知道数据，2026 年 6 月，新船价格指数收报 185.15 点，较年初上涨 0.5%，同比下降 1.0%。分船型看，油船、散货船、集装箱船、液化气船 6 月新船价格指数分别收报 222.1 点、176.2 点、116.8 点、201.7 点，较年初分别上涨 3.7%、4.0%、2.0%、0.6%，同比分别上涨 4.6%、上涨 3.8%、下跌 0.2%、下跌 0.2%。与本轮峰值和历史高点比较，油船和散货船新船价格仍处在本轮高位，集装箱船大小船型走势分化，液化气船小幅回落，但全类型新船价格还未出现趋势性走弱信号，整体价格仍然高企。

图表9：典型船型新船价格变动趋势（万美元）

细分船型	2008 以来最低(A)	历史最高(B)	本轮最高(C)	2026.6(D)	D/C*100%
VLCC	8000	16200	13050	13050	100%
MR	3250	5350	5200	5150	99%
好望角型散货船	4175	9900	7650	7600	99%
大灵便型散货船	2225	4850	3500	3500	100%
13000TEU 箱船	8525	18500	18500	17300	94%
2750TEU 箱船	2600	5650	4350	4500	103%
17.4 万方 LNG 船	18000	26500	26500	24850	94%
VLGC	6950	12300	12300	11300	92%
综合指数(点)	121	192	190	185	97%

资料来源：海事早知道，国盛证券研究所

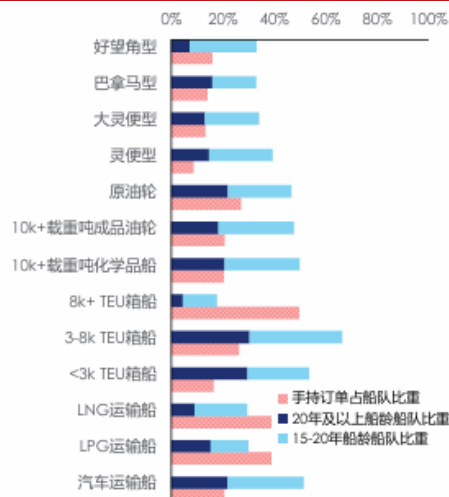
船舶老龄化问题依然存在，但部分船型手持订单占船队比重已开始提升。据海事早知道数据，目前全球船队运力为 25.7 亿载重吨，船龄 25 年以上船队运力为 1.9 亿载重吨，占比 7.5%；20 年以上为 4.8 亿载重吨，占比 18.6%；船龄 15 年以上为 10.7 亿载重吨，占比 41.4%。分船型来看，散货船、油船老龄船占比较高，其中油船手持订单占船队比重可覆盖 20 年及以上船龄船；集装箱船方面，支线集装箱船老龄化问题依然突出，新增订单仍具备增长潜力。

图表10：2026 年 6 月底全球船队运力船龄分布

船龄分布	万载重吨	占比
0-4 年	45,275	17.6%
5-9 年	46,865	18.2%
10-14 年	58,844	22.8%
15-19 年	59,198	23.0%
20-24 年	28,391	11.0%
25-29 年	10,984	4.3%
30 年以上	8,167	3.2%
合计	257,724	100%

资料来源：海事早知道，国盛证券研究所

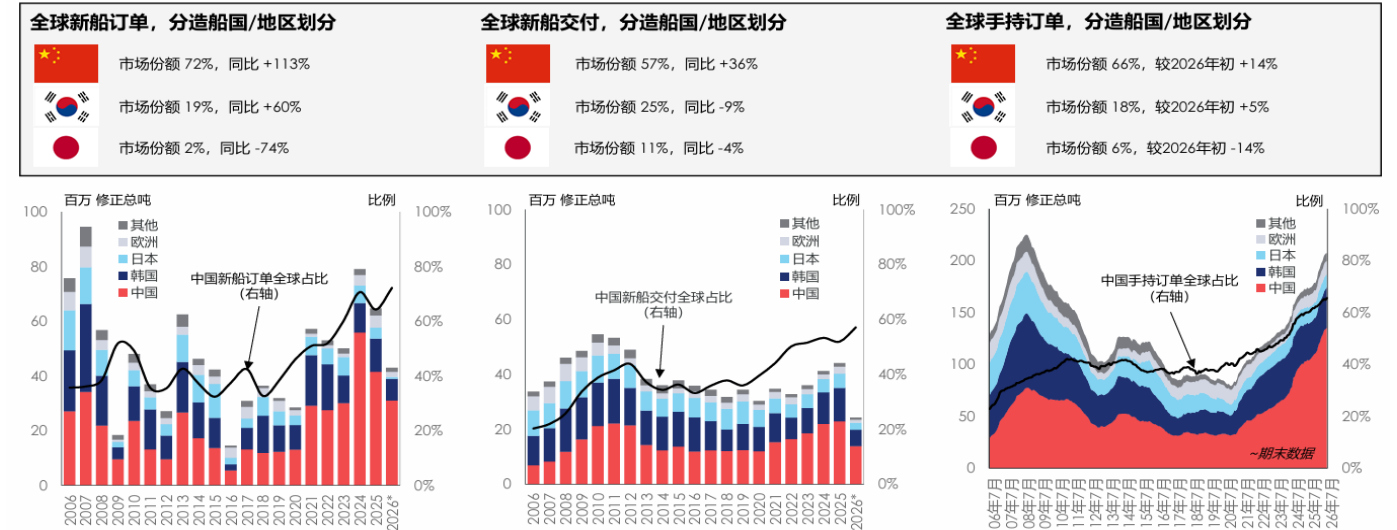
图表11：主要船型手持订单占船队比重及老龄船队比重



资料来源：克拉克森，国盛证券研究所

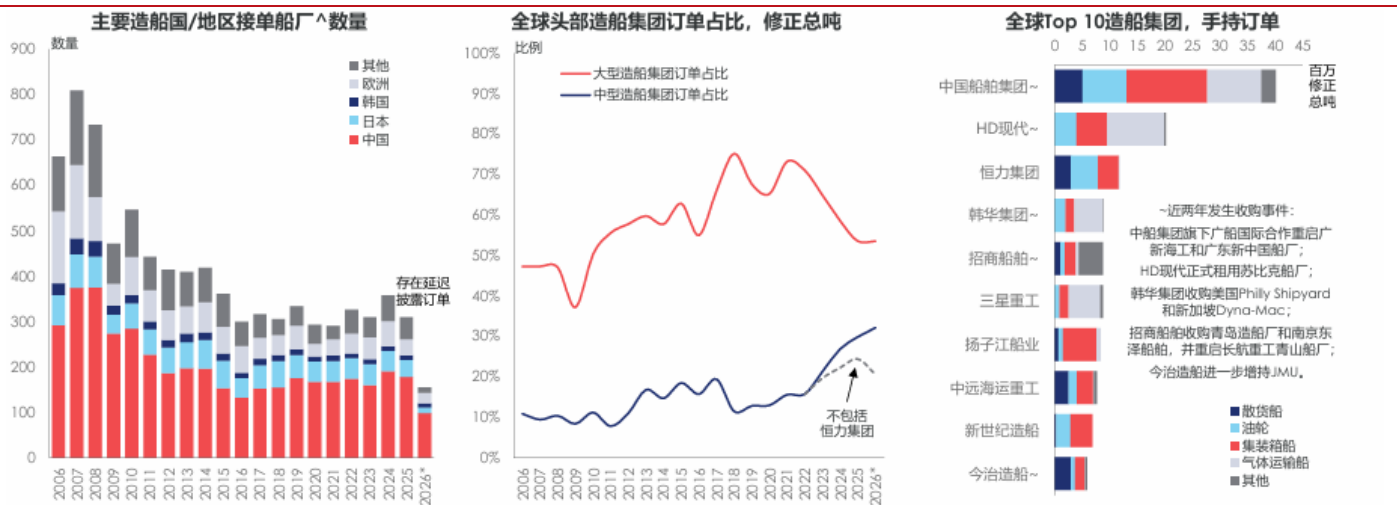
造船供给完成出清，中大型船厂持续扩产、集中接单，中国船厂继续领跑新造船市场三大指标。此前造船行业周期下行阶段已完成船厂产能出清，全球具备接单能力的船厂数量较上一轮周期腰斩，造船订单持续向头部中大型船企集中。目前全球前十大造船集团主要集中在中国和韩国，其中 6 家为中国企业。2026 年上半年，中国船厂全球新船订单占比 72%，同比增长 113%；全球新船交付占比 57%，同比增长 36%；全球手持订单占比 66%，较年初提升 14%。

图表12: 2026H1 中日韩三国新造船市场三大指标



资料来源：克拉克森，国盛证券研究所（数据截止至 2026.7）

图表13: 全球造船船厂数量和行业集中度



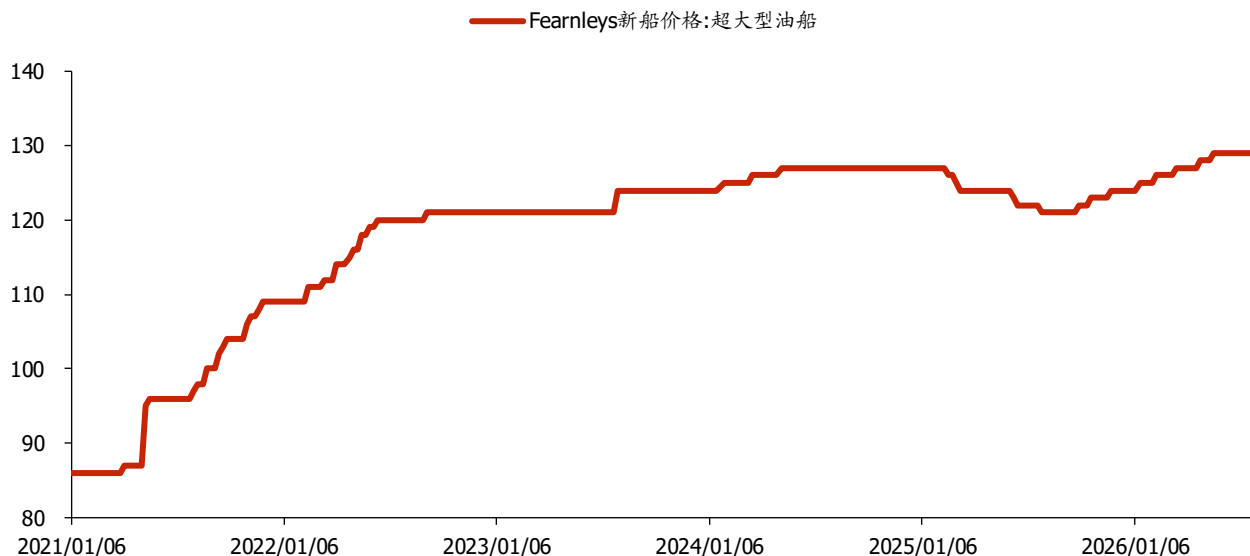
资料来源：克拉克森，国盛证券研究所（数据截止至 2026.7）

3.恒力重工：多维构筑核心竞争力，民营船厂龙头优势凸显

3.1 把握油轮历史性高增周期红利，在手订单居全球前列

2026 年上半年，全球超大型原油运输船（VLCC）市场迎来历史性高速增长阶段，新船订造与二手船交易双双创下纪录。根据信德海事数据，2026 年 1 至 6 月全球 VLCC 新船订单量达到 197 艘（含追加权订单），二手 VLCC 成交量达 127 艘，两大指标均远超近年同期水平，标志着油轮航运周期正处于强势上行通道。船价方面，油船价格仍处于本轮周期高位。

图表14: VLCC 新造船价格（单位：百万美元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所（数据截止至 2026.8.5）

中国船厂成为本轮 VLCC 订单潮最大赢家，恒力重工 2026 年上半年新接订单规模居全球前列。2026 年上半年，中国船厂拿下约 89% 的 VLCC 订单；其中恒力重工以 86 艘稳居全球首位，大连重工 18 艘，韩华海洋 16 艘，分列第二位、第三位。目前全球手持订单排名前十的单体船厂中，七家为中国船厂，头部船厂交付周期已排至 2030 年。除油轮外，恒力重工在散货船、集装箱船领域新接订单同样处于全球前列。

图表15: 细分船型主要接单造船集团

2026 年上半年散货船订单，按数量计										
好望角型 (>100,000 dwt)	恒力集团	33%	大金重工	20%	中国船舶集团	14%	象屿集团	12%	芜湖造船厂	9%
巴拿马型 (70-99,999 dwt)	恒力集团	28%	韩通集团	14%	芜湖造船厂	14%	国机集团	14%	Swan Corp	7%
大灵便型 (45-69,999 dwt)	江门南洋船厂	29%	国机集团	11%	象屿集团	10%	苏豪控股集团	9%	今治造船	7%
灵便型 (10-44,999 dwt)	江门南洋船厂	67%	启东乾耀重工	7%	江西宏通重工	7%	今治造船	4%	钦实集团	4%
2026 年上半年集装箱船订单，按数量计										
集装箱船 (>17,000 TEU)	中国船舶集团	60%	新世纪造船	40%						
集装箱船 (8-16,999 TEU)	中国船舶集团	52%	HD 现代	16%	蓬莱中柏京鲁船业	13%	HJ 造船	6%	招商船舶	6%
集装箱船 (3-7,999 TEU)	中国船舶集团	30%	恒力集团	16%	泰州三福船舶	9%	扬州国裕船舶	8%	招商船舶	7%
集装箱船 (<3,000 TEU)	中国船舶集团	17%	HD 现代	13%	招商船舶	12%	扬子江船业	11%	黄海造船	9%
2026 年上半年气体运输船订单，按数量计										
LNG 运输船 (>140,000 cbm)	中国船舶集团	35%	HD 现代	30%	三星重工	24%	韩华集团	11%		
LNG 运输船 (<40,000 cbm)	中集集团	60%	中国船舶集团	20%	招商船舶	20%				
LPG 运输船 (<65,000 cbm)	HD 现代	59%	中国船舶集团	20%	三星重工	10%	韩华集团	5%	恒力集团	3%
LPG 运输船 (<65,000 cbm)	Estaleiro Rio Grande	29%	HD 现代	24%	台州五洲船业	18%	招商船舶	12%	大船海工	12%
2026 年上半年油轮订单，按载重吨计										
原油油轮	恒力集团	33%	中国船舶集团	22%	韩通集团	15%	韩华集团	7%	HD 现代	4%
成品油轮	HD 现代	19%	中国船舶集团	17%	恒力集团	8%	台州东海船舶	6%	江苏海丰造船	6%
化学品船	芜湖造船厂	20%	Swan Corp	14%	蓬莱中柏京鲁船业	12%	中国船舶集团	10%	理工造船 (鄂州)	10%

资料来源：克拉克森，国盛证券研究所（数据截止至 2026.7）

3.2 船用发动机自主可控，稳固船舶交付保障能力

发动机是船舶的核心部件，公司具备船用发动机自主生产能力，可保证发动机的稳定供应和船舶交付的及时性。发动机视为船舶的“心脏”，为船舶提供动力，确保其正常航行及各项功能的实现。发动机作为船舶采购周期最长的原材料之一，其供货稳定性直接影响船舶的建造进度。如果发动机不能按时到货，可能会导致船舶建造过程中的停工待料，从而延误整个船舶的交付时间。通过发动机自供，公司可实现产业链整合，增强对供应链的控制力，确保关键部件的稳定供应，降低供应链风险，从而保障船舶供应稳定性和交付及时性，优化整船的成本结构，提高公司竞争力和盈利能力。目前，公司成功交付的发动机满足 IMO 最新排放标准，且与传统机型相比，该机型冲程更长，推进效率更高，更加节能环保，有利于公司船舶产品逐步向绿色高端发展趋势转变。

3.3 地理位置好、基础设施优，实现规模化、高效率、高技术船舶建造

恒力重工目前已是高端化、智能化、绿色化、数字化的船舶制造及高端装备制造基地。公司坐落于大连长兴岛造船基地，具备优秀的地理优势；同时，公司拥有现代化船坞、船台，并具备发动机自主生产能力，拥有业内领先的船舶建造基础设施。依托上述条件，公司创下了 4 艘 VLCC 同日出坞的全球造船行业新纪录，在现有散货船、集装箱船、油船建造优势基础上，构建覆盖航运市场主流船型的全谱系产品体系。公司整体具备规模化、高效率、高技术的船舶建造能力。公司的地理优势和基础设施优势具体体现如下：

1、地理位置优势：自然条件好、造船底蕴厚

公司造船业务生产基地位于辽宁省大连长兴岛，属于中国三大造船基地之一，也处于全球最适合造船的地理位置之一。船舶建造生产过程复杂，建造期长，且露天作业时间长，造船厂不宜分布在炎热、酷寒、多雨、过湿地区，以避免因恶劣天气导致的生产延误和质量问题。因此，船舶制造对水域条件、地质条件、水运交通条件、气候适宜性等要求极高。

1) 自然条件好：公司造船基地具有天然的港口条件及深水岸线优势，适合建造和停靠大型船舶，现代化码头及泊位充足，整个港湾处于防波堤保护下的避风港，全年不冻、少雨，无极端高温及低温天气，气候及水文条件优异，可保障全年开工时间，有利于提升船舶建造效率，缩短造船周期。

2) 造船底蕴厚：大连造船业历史悠久，技术实力雄厚，多年来在船舶制造领域积累了丰富的经验和技術储备，能够应对各种复杂和高端的造船需求。

未来，公司将充分发挥地理位置优势，致力打造世界级船厂。

2、基础设施优势：设备现代化、配套齐全

公司致力于打造世界一流的船舶及高端装备制造企业，目前已建成一个高端化、绿色化、智能化、数字化的船舶与海工装备制造产业基地，并重点聚焦超大型油轮、超大型矿砂船、超大型液化气运输船、超大型集装箱船、液化天然气船、浮式液化天然气生产储卸装置、浮式生产储卸油装置及半潜式钻井平台等高附加值船舶及高端装备生产制造业务。

1) 设备现代化：

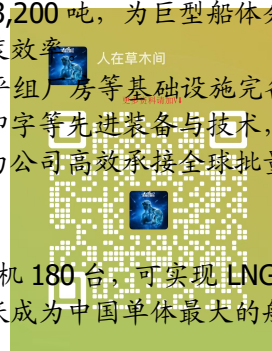
船坞方面，公司拥有现代化船坞、船台，具备世界级船舶建造能力；公司拥有的超大船坞可同步建造 4 艘 30 万吨级 VLCC，2026 年 1 月实现 4 艘 VLCC 同日出坞，创造了全球造船行业新纪录。

起重装备方面，公司在起重装备方面配套 900 吨、1,000 吨、1,500 吨、2,000 吨级龙门吊组成的重型起重装备群，联吊最大起重能力达 3,200 吨，为巨型船体分段快速搭载、空中翻身及总段合拢提供强劲支撑，大幅提升总装效率。

其他基础设施方面，公司钢加厂房、曲组厂房及平组厂房等基础设施完备，并大规模应用自动焊接机器人、自动切割、钢板动态自动化印字等先进装备与技术，智能化水平业内领先。公司目前已构建了一体化的生产体系，为公司高效承接全球批量订单、稳定兑现交付承诺提供坚实的硬件支撑。

2) 配套齐全：公司发动机总装车间可年生产发动机 180 台，可实现 LNG、LPG、甲醇、氨四种低碳零碳双燃料发动机全覆盖，使公司一跃成为中国单体最大的船用发动机制造企业之一。

未来，公司将持续加强现代化的顶尖生产设备投入，通过绿色生产方式、提高资源利用效率等措施，提高船舶的制造精度、性能和环保水平，实现高端绿色船舶的全生命周期管理，满足市场对高端、绿色船舶的需求。



3.4 研发团队经验丰富，设计能力行业领先

公司研发团队经验丰富，设计能力行业领先。公司专门设立船舶设计研究中心进行船舶的研发及设计工作，研究中心拥有多名国际一流设计专家，引领设计团队对标国际先进设计理念和设计技术，各专业室主任牵头把关设计质量，船舶性能指标均处于行业领先水平。公司对标国际先进设计理念及技术，自主研发的绿色环保超大型油轮（VLCC）。该船型采用减阻型线和节能型艏楼设计，可以降低船舶在风浪中的阻力，提高船舶营运航速；该船在国内首次采用上层建筑及尾部甲板整体下沉式设计方案，减少了结构重量。该船遵从以人为本的设计理念，按邮轮标准进行生活区设计建造，大大提高了船员生活的舒适性，打造了一型具有“绿色、环保、安全、舒适”特点的 VLCC。未来，公司紧跟国家政策导向及船舶行业发展趋势，积极开发低碳、零碳船舶及低温和超低温气体运输船等高附加值船舶，不断满足高端绿色船舶研发及建造需求，助力船舶行业实现高质量发展及转型升级。

图表16：前募研发项目计划开展的研发项目情况

序号	船型	所需研发时长	目前进展
1	100,000 立方米乙烷运输船（VLEC）	1.5 年	目前，船舶处于承接前的合同设计阶段，已经完成了船舶基本说明书、总布置图等文件；完成船体型线优化和水池试验。
2	175,000 立方米 LNG 运输船	2 年	LNG 气体运输船已完成 MARKIII 薄膜型货物围护系统模拟舱的施工认证、GTT 资质认证；完成 LNG 运输船初步方案设计，主要船型参数及设备参数确定；完成 LNG 运输船快速性评估及双尾鳍型线设计优化；完成第一轮船模水池试验。
3	210,000 吨散货船	1.5 年	开展总体布置及总体性能研究，以及结构设计、动力系统方案细化研究。
4	SUEZMAX 原油船	1.5 年	完成常规燃料详细设计方案，送审设计图纸，设计获得船东认可已获得订单。迭代研发该船型 LNG 双燃料方案，已完成详细设计，获得船东批量订单，创新研发实现经营效益。
5	AFRAMAXFLEX 成品油油船	1.5 年	完成总体布置及总体性能研究，开展结构设计、液货系统、动力系统方案细化研究。
6	27,000TEU 集装箱船	1.5 年	针对目标船东开展对于其船队中超大型集装箱船以及运营航线信息（含港口、航道等）的收集分析、建立初步数据体系。开展船舶主尺度优选和总体设计研究，装箱方案优化，桥楼布置筛选等工作。
7	25,000TEU 集装箱船	1.5 年	计划于 2027 年立项
8	ULOC	1.5 年	计划于 2027 年立项
9	200,000 立方米 LNG 运输船	2 年	计划于 2027 年立项

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.5 造船稀缺产能持续扩张，交付能力快速提升

全球造船产能供给紧张，头部船企加速整合，掌握造船产能即掌握行业核心优势。全球造船供给端，自 2008 年以来，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 Clarkson 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 56.13%。全球船舶产能的大幅出清，近年来造船产能供给持续紧张。全球主流船企生产排期均已排至 2029-2030 年，船位档期紧张；同时，全球头部船企正在加速整合，以及通过资本性投资提升全球竞争力。在造船行业持续处于需求景气上行的背景下，拥有造船产能的多少就决定了造船企业在此轮景气周期中的行业竞争力和地位。

公司已是全球头部造船企业，在手订单快速增长，积极募投扩充产能，保障在手订单交付。公司依托国际化研发团队、国内领先的造船基础设施、持续优化的造船工艺以及船用发动机的自主生产能力等核心竞争优势，已经成为全球造船市场的主要参与者，在手订单持续攀升，排名位居全球前列。今年以来，受益于全球航运业的影响，公司在手订单呈现快速增长，订单结构持续优化，高附加值船型数量显著增加。在订单量节节攀升的背后，公司现有交付能力承压，部分订单交付已排期至 2030 年及以后。公司通过定增募集资金净额约 69 亿元，系统性提升生产能力，通过优化资源配置，一方面加速消化在手订单，保障在手订单如期交付，另一方面增强承接新订单的能力，保障公司业绩长期稳定增长。

图表17: 公司 2026 年定增募投项目情况 (单位: 万元)

序号	募集资金用途	拟投资金额	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
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	500,000.00
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
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
3	绿色高端船舶制造项目配套 3 号-6 号码头项目	131,752.98	44,102.56
合计	-	1,350,865.96	694,102.56

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

1、船舶建造及相关产品：公司已全面转型为船舶制造企业，目前造船行业正处于景气上行周期，订单持续向头部船厂集中。公司作为民营船厂龙头，有望在本轮造船周期中充分受益。同时，目前正处于油轮历史性快速增长阶段，公司在手订单处于全球前列，自身具备船用发动机自主生产能力，且船厂具备良好的地理位置和优质的基础设施，并持续扩大产能，交付能力和盈利能力均有望持续提升。因此我们预计，公司船舶建造及相关产品 2026-2028 年收入增速分别为 120%、55%、20%，毛利率分别为 21.5%、23%、26%。

2、其他主营业务：公司重点发力船舶建造，我们预计其他主营业务将保持平稳，预计其他主营业务 2026-2028 年收入增速均为 0%，毛利率维持在 6.1%。

3、其他业务：随着公司业务发展，有望逐步增长，我们预计其他业务 2026-2028 年收入增速均为 5%，毛利率维持在 70%。

图表18: 松发股份盈利预测 (单位: 亿元)

	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	216.39	467.10	719.92	862.59
YoY	274.95%	116%	54%	20%
毛利率 (%)	20.40%	22.20%	23.46%	26.37%
船舶建造及相关产品	208.64	459.02	711.48	853.77
YoY	320.19%	120%	55%	20%
毛利率 (%)	18.87%	21.50%	23%	26%
其他主营业务	0.98	0.98	0.98	0.98
YoY	-79.59%	0%	0%	0%
毛利率 (%)	6.10%	6.10%	6.10%	6.10%
其他业务	6.76	7.10	7.46	7.83
YoY	109%	5%	5%	5%
毛利率 (%)	70%	70%	70%	70%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

投资建议：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 77.2/129.6/178.5 亿元，对应 PE 估值分别为 24.2X/14.4X/10.4X。我们选择同属造船行业的企业中国船舶、中船防务、中国动力、天海防务进行对比，松发股份 2027-2028 年 PE 较低。公司是民营造船龙头企业，有望充分受益于本轮造船周期景气上行；同时公司自身持续扩张产能，有望持续驱动业绩增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表19: 松发股份和可比企业估值对比

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
中国船舶	2,622.7	187.1	253.9	313.9	14.0	10.3	8.4
中船防务	275.0	16.8	21.5	28.7	16.4	12.8	9.6
中国动力	685.9	30.2	43.7	56.2	22.7	15.7	12.2
天海防务	107.5	3.3	4.0	4.8	32.5	27.0	22.3
平均					21.4	16.4	13.1
松发股份	1,865.4	77.2	129.6	178.5	24.2	14.4	10.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (数据截止至 2026.8.9, 中国船舶、中船防务、中国动力、天海防务采用 Wind 一致预期)

5.风险提示

- 1) 原材料价格上涨风险:** 钢板等原材料价格受宏观经济影响明显，其价格上涨将会带动预期关联的各类部件价格上涨，从而增加造船成本。
- 2) 新船订单及价格不及预期:** 船舶需求受到国际宏观经济、国际贸易形势的影响，同时也会受到产业政策等影响，下游需求存在一定的不确定性，可能存在新造船订单、价格不及预期带来的经营压力。
- 3) 造船行业竞争格局恶化风险:** 全球造船市场属于充分竞争市场，随着船舶市场的活跃越来越多的造船产能开始重启，未来或存在造船供给过剩带来的竞争格局恶化，导致公司盈利能力下滑。
- 4) 产能扩张不及预期:** 若公司产能扩张进展放缓，或将导致公司交船进展不及预期，从而影响业绩。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com