

国内油服民企龙头，进军美国高端市场。 公司是国内领先的油田专用设备制造商与油田服务提供商，业务范围涵盖高端装备制造、油气工程及油气田技术服务、环境治理、新能源领域。公司成立于1999年，以经营油田、矿山进口专用设备及配件销售为起点，2002年，公司成立固压设备研发部，在设备维修的基础上逐步开发并掌握固井橇、压裂泵橇等油田专用设备的生产技术与工艺，并于2004年组建石油装备公司，专门从事固井设备、压裂设备、天然气压缩/输送设备等油田专用设备的研发生产与销售。

公司长期经营稳健，具备较强跨周期成长能力。 2010-2023年公司营业收入由9.44亿元增长至139.15亿元，CAGR为22.99%，归母净利润由2.82亿元增长至24.54亿元，CAGR为18.47%，实现长期稳健增长。分阶段来看，2010-2014年为公司的高速增长期，收入及利润复合增速均超40%，主要受益于公司的国际化进程加速以及高油价下油气投资持续活跃。2015-2017年油价大幅下跌且持续低位震荡，油服行业低迷，公司营收及业绩有所调整。2018-2019年原油价格上涨，境内外油公司增加上游勘探开发资本支出的影响，全球油田服务行业经营环境持续复苏，公司营业收入高速增长。2020年至今，油价维持高位，油服公司资本开支持续提升，公司业绩稳中有升。

国内外油气行业景气，油服需求有望提升。 国内上游资本开支维持高位，海洋油气勘探开发有望成为重点。2023年中国石油、中国石化、中国海洋石油总资本开支分别为2753亿元、1768亿元、1279亿元，均处于历史较高水平。海外需求方面，2020-2023年国际三大油服公司营收均呈上升趋势，资本开支有望提升。

公司积极布局海外市场，北美、中东进展不断。 在北美市场，2023年公司成功实现第二套燃气轮机发电机组的销售及交付，推动多个油服客户试用电驱压裂设备并获得客户认可，与战略客户签订在北美市场首套电驱压裂成套设备订单，成功实现柴驱压裂、涡轮压裂、电驱压裂、发电机组的全系列高端装备在北美市场的突围。中东市场方面，公司与沙特阿美、阿布扎比国家石油公司(ADNOC)、科威特国家石油公司(KOC)等战略客户建立了长期稳定的合作关系，在高端装备制造方面，公司的固井设备、连续油管设备等高端装备在中东地区市场占有率逐年提升

投资建议： 我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为26.99/31.42/36.95亿元，同比增长率分别为10.0%/16.4%/17.6%，对应PE分别为14X/12X/10X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示： 油价下跌导致上游资本开支缩减风险、北美新客户拓展及新签订单不及预期、汇率风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,912	14,252	16,377	18,819
增长率(%)	21.9	2.4	14.9	14.9
归属母公司股东净利润(百万元)	2,454	2,699	3,142	3,695
增长率(%)	9.3	10.0	16.4	17.6
每股收益(元)	2.40	2.64	3.07	3.61
PE	15	14	12	10
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年11月18日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:
36.02元

分析师 李哲

执业证书: S0100521110006

邮箱: lizhe_yj@mszq.com

目录

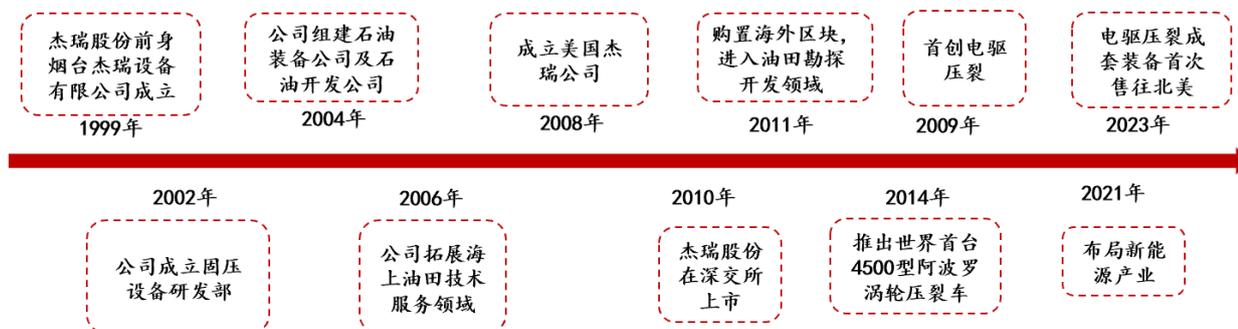
1 民营油服设备龙头，电驱化打开成长空间	3
1.1 民营油服设备龙头企业，深耕产业多年	3
1.2 公司经营稳健，跨周期成长能力强	6
2 油服行业：需求回暖，长期呈扩张趋势	9
2.1 油服行业位于产业链上游，贯穿油气开采五大环节	9
2.2 油服设备市场回暖，长期呈现扩张趋势	11
3 油价呈高位运行态势，国际油气开发支出有望增加	14
3.1 供给端：“OPEC”减产+俄乌冲突+红海危机直接影响原油产量及原油贸易	14
3.2 需求端：全球经济增长背景下原油需求稳健	15
3.3 库存端：美国原油库存处于低位，补库需求显著	15
3.4 海外油服巨头盈利向上，资本开支有望上升	16
4 国内市场：受益于非常规油气开发，资本开支有望上行	17
4.1 油、气进口依存度较高，非常规油气有望补充	17
4.2 我国页岩油、气资源丰富，页岩油气有望成为能源消费增量	19
4.3 非常规油气开发背景下，压裂设备优先受益	20
5 海外市场：存量替换周期在即，北美电驱压裂加速替代	23
5.1 北美市场：存量替换在即，电驱渗透率有望提升	23
5.2 中东地区潜力巨大，公司积极布局	25
6 盈利预测与投资建议	27
6.1 盈利预测假设与业务拆分	27
6.2 估值分析	28
6.3 投资建议	28
7 风险提示	29
插图目录	31
表格目录	31

1 民营油服设备龙头，电驱化打开成长空间

1.1 民营油服设备龙头企业，深耕产业多年

民营油服设备龙头，业务范围不断拓展。杰瑞股份是国内领先的油田专用设备制造商与油田服务提供商，业务范围涵盖高端装备制造、油气工程及油气田技术服务、环境治理、新能源领域。公司成立于1999年12月，以经营油田、矿山进口专用设备及配件销售为起点，业务逐步拓展至设备维修服务，同时设备维修和技术服务又进一步促进了配件销售，为公司开拓油田市场奠定了技术和客户基础。2002年，公司成立固压设备研发部，在设备维修的基础上逐步开发并掌握固井橇、压裂泵橇等油田专用设备的生产技术与工艺，并于2004年2月在该研发部基础上组建石油装备公司，专门从事固井设备、压裂设备、天然气压缩/输送设备等油田专用设备的研发生产与销售。2004年8月公司设立石油开发公司，于2006年将业务拓展至泵送类、岩屑回注等海上油田技术服务领域。至此，公司形成以油田、矿山设备维修改造及配件销售业务为基础，以油田专用设备制造和海上油田技术服务为战略发展方向，集油田专用设备的研发、生产、销售、维修以及油田工程技术服务于一体的综合业务体系。2010年，公司于深交所上市。2021年，杰瑞新能源科技有限公司成立，公司油气和新能源双主业战略成形。2023年，公司电驱压裂成套装备首次售往北美，国际化进程大大推进。

图1：公司发展历程



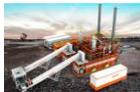
资料来源：公司官网，招股说明书，民生证券研究院整理

公司从事的主要业务涵盖高端装备制造、油气工程及油气田技术服务、环境治理、新能源领域。公司的产品和服务主要应用于石油天然气的勘探开发、集运输送，环境治理、新能源等。

- 1) 高端装备制造领域包括钻完井设备、天然气设备、环保设备。作为全球领先的油气田成套装备制造制造商，公司能够向客户提供全套油田开发解决方案，并基于非常规能源开发不断推出尖端产品。钻完井设备产品主要包括固井成套装备、压裂成套装备、连续油管成套装备、氮气发生及泵送设备、燃气轮机发电机组等160余种。

- 2) 天然气设备主要为气体增压设备、燃气发电设备等，公司压缩机组广泛应用于地下储气库注气和采气、天然气外输增压、天然气处理和加工、燃料气增压、酸气注气、生物质燃气、煤层气集输、CNG 母站、标准站、子站，LNG 液化工厂、制冷剂压缩以及化工等领域。环保设备主要包括油泥处理设备、土壤修复设备、污泥减量化设备、新能源环保设备及环境清洁设备。
- 3) 油气工程业务主要聚焦油气田地面工程、气处理及 LNG 工程、天然气集输及储运工程。
- 4) 油气田技术服务主要业务包括智慧油田解决方案、地质及油藏研究服务、钻完井一体化技术服务、油气田增产技术服务、采油技术服务、油气田运维管理服务。
- 5) 环境治理领域相关业务主要涉及油泥处理、污泥减量化、土壤修复、新能源环保等，公司为客户提供环保服务、环保设备等一体化解决方案。
- 6) 新能源领域相关业务主要涉及锂离子电池负极材料研发、生产、销售，报告期内新能源领域相关业务尚在建设期。

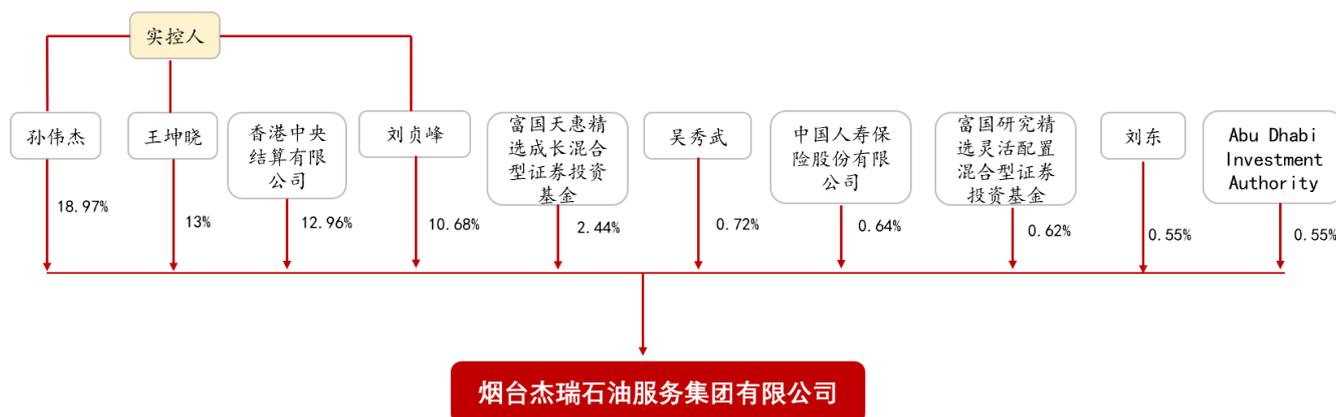
表1：公司主要业务与产品信息

业务种类	产品类别	产品	主要应用领域及案例
高端装备制造	油田装备	固井成套装备、压裂成套装备、连续油管成套装备、氮气发生及泵送设备、燃气轮机发电机组等 160 余种	
	天然气设备	气体增压设备、燃气发电设备等	
	环保设备	油泥处理设备、土壤修复设备、污泥减量化设备、新能源环保设备及环境清洁设备	
	海洋工程装备	主要业务方向为 FPSO 核心模块、甲板装备、水下装备，为客户提供定制化、一体化解决方案	
油气工程服务		油气田地面工程、气处理及 LNG 工程、天然气集输及储运工程	
油气田技术服务		智慧油田解决方案、地质及油藏研究服务、钻完井一体化技术服务、油气田增产技术服务、采油技术服务、油气田运维管理服务	
环境治理领域		油泥处理、污泥减量化、土壤修复、新能源环保等，公司为客户提供环保服务、环保设备等一体化解决方案	
新能源领域		新能源电池负极材料的研制以及锂离子电池、风电叶片、光伏组件的资源化循环利用	

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院整理

公司股权架构稳定，实控人合计持股 42.65%。公司实控人为三位创始人孙伟杰、王坤晓、刘贞峰，截至 2024 年 Q3 持股比例分别为 18.97%、13.00%、10.68%，合计持有公司股份比例为 42.65%。公司共有 22 家一级子公司，全资子公司杰瑞石油装备、杰瑞能源服务、杰瑞机械装备、杰瑞环保科技等分别为公司各业务条线的经营主体。

图2：公司股权结构



资料来源：公司 2024 第三季度报告，民生证券研究院

管理层连续两年增持股份，彰显对公司未来的信心。根据公司公告，公司董事长李慧涛先生、总裁李志勇先生、副总裁路伟先生计划自 2024 年 9 月 19 日起 6 个月内，增持公司股票，增持金额合计不低于 700 万元且不超过 900 万元，2023 年，三人累计增持公司股票合计 310,600 股，成交金额合计 878.38 万元。公司管理层连续两年增持股份，彰显了管理层对公司未来发展的信心。

股权激励计划激发员工积极性。2014 年 12 月，公司发布“奋斗者 1 号”员工持股计划，面向监事以及在公司或其控股公司任职的中层管理人员及核心员工，截止目前已经推出至“奋斗者 9 号”。2021 年 4 月，公司又推出“事业合伙人 1 期”员工持股计划，面向更高层的公司员工：董事（不含独立董事）、高级管理人员、各业务板块核心人员，截止目前计划已经推行至“事业合伙 3 期”。两个系列的员工持股计划平行进行，激发员工积极性。

表2：公司“奋斗者”、“事业合伙人”持股计划

计划名称	实施时间	员工人数	持股总数 (万股)	股份占比
奋斗者 1 号	2014 年 12 月	811	2000.12	2.08%
奋斗者 2 号	2017 年 1 月	220	135	0.14%
奋斗者 3 号	2018 年 1 月	495	380	0.40%
奋斗者 4 号	2019 年 1 月	660	340	0.36%
奋斗者 5 号	2020 年 1 月	730	200	0.21%
奋斗者 6 号	2021 年 4 月	684	155	0.16%
奋斗者 7 号	2022 年 9 月	690	160	0.16%
奋斗者 8 号	2023 年 5 月	700	516.99	0.50%
奋斗者 9 号	2024 年 4 月	780	482.01	0.47%
事业合伙人 1 号	2021 年 4 月	30	64.58	0.07%
事业合伙人 2 号	2022 年 9 月	28	51.39	0.05%
事业合伙人 3 号	2023 年 5 月	33	173.95	0.17%
事业合伙人 4 号	2024 年 4 月	35	148.56	0.15%

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

1.2 公司经营稳健，跨周期成长能力强

公司长期经营稳健，具备较强跨周期成长能力。2010-2023 年公司营业收入由 9.44 亿元增长至 139.15 亿元，CAGR 为 22.99%，归母净利润由 2.82 亿元增长至 24.54 亿元，CAGR 为 18.47%，实现长期稳健增长。分阶段来看，2010-2014 年为公司的高速增长期，营业收入及归母净利润复合增速均超 40%，主要受益于公司的国际化进程加速以及高油价下油气投资持续活跃。2015-2017 年油价大幅下跌且持续低位震荡，油服行业持续低迷，公司营收及业绩有所调整。2018-2019 年原油价格上涨，境内外油公司增加上游勘探开发资本支出的影响，全球油田服务行业经营环境持续复苏，公司营业收入高速增长。2020 年至今，油价维持高位，油服公司资本开支持续提升，公司业绩稳中有升。2024 年前三季度公司实现营业收入 80.47 亿元，同比下降 8.1%，归属母公司净利润 15.98 亿元，同比增长 2.21%，主要受业务结构调整影响，公司持续优化业务结构，主动减少低毛利订单接单。

图3：2010-2024年前三季度公司收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

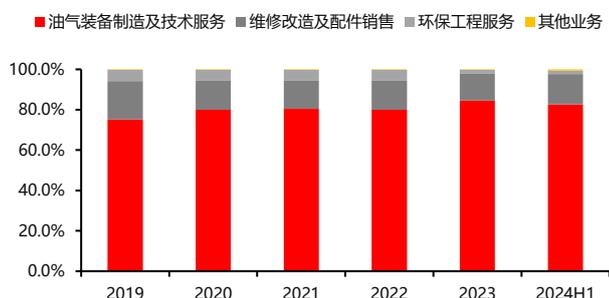
图4：2010-2024年前三季度公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

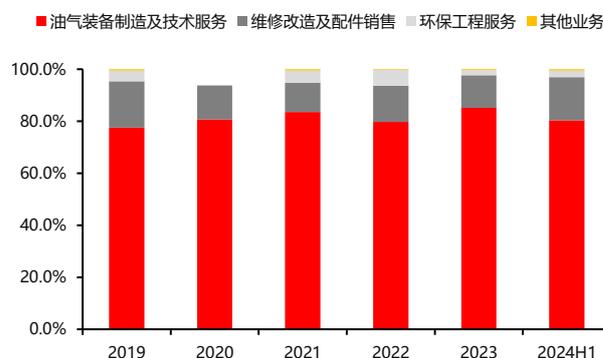
2019 年以来公司油气装备制造收入及毛利占比呈上升趋势。营收方面，油气装备制造从 2019 年的 75.3% 上升至 2022 年的 80.0%，毛利润方面，油气装备制造占比从 2019 年的 77.5% 提升至 2022 年 79.8%，贡献了公司主要的利润来源。其次是维修改造及配件销售，2023 年营收、毛利占比分别为 13.4%、12.5%。

图5：2019-2024H1 公司收入结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2019-2024H1 年公司毛利结构

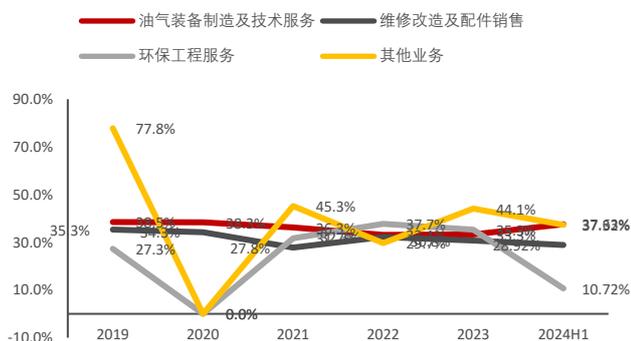


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司毛利率自 2019 年以来有所下滑，主要系产品结构有所调整。2019-2023 年，公司油气装备制造及技术服务毛利率分别为由 38.5% 下降至 33.3%，维修改造及配件销售毛利率由 35.3% 下降至 30.28%，主系产品结构调整所致。环保工程业务毛利率有所提升，由 27.3% 提升至 35.3%，主要系订单及客户差异带来的影响。

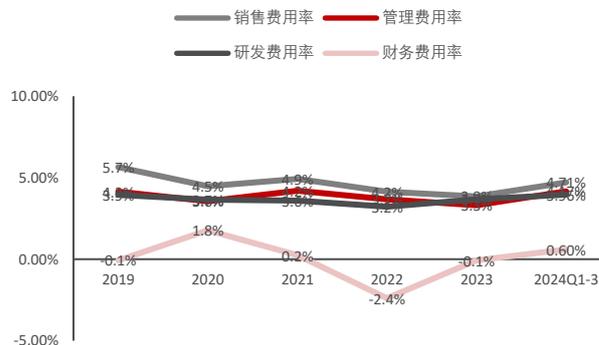
费用率方面，2019-2023 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率呈稳步下降趋势。2019-2023 年，公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别从 5.7%、4.2%、3.9%、-0.1% 下降至 3.9%、3.3%、3.7%、-0.1%，下降趋势明显，主要系营收规模上升叠加公司降本增效。

图7：2019-2024H1 公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

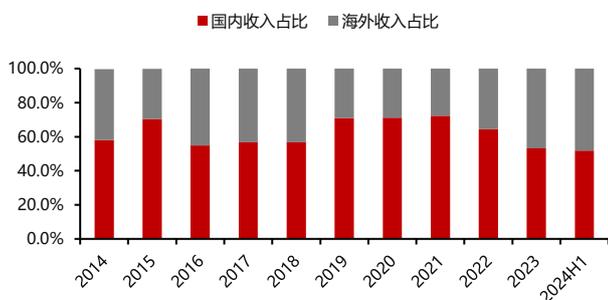
图8：2019-2024 年前三季度公司费用率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司继续推进海外市场战略，聚焦重点国家和地区，实现了海外市场的进一步突破。公司聚焦全球战略客户，在高端油气装备及配件销售、油气田技术服务、油气工程、环保等业务领域不断开拓，市场和品牌影响力进一步提升。2022 年，高端装备领域，35WM 移动式燃气轮机发电机组在美国成功交付，顺利运转超过 5000 小时；第二、第三套涡轮压裂设备在美国顺利交付使用，并与客户成功签署第四、第五套涡轮压裂成套设备订单，再度收获来自北美高端市场的认可；公司自主研发的中国首台井架连续油管在阿尔及利亚成功交付并应用，打破了欧美国家对井架连管作业设备的长期技术垄断；自主设计的天然气供气系统设备在巴基斯坦正式交付并投入运营，该设备保障了卡拉奇及周边地区 2500 万人口稳定的电力供应。在环保领域，30 余台环保设备成功交付阿尔及利亚客户，涵盖了在含油废弃物处置从油罐清洗到油品回收的全套工艺；阿曼环保项目 SOR 预处理设备的交付，最大程度解决了炼化含油废弃物的行业处置难题。在油气田技术服务领域，公司与 UNG 签署三年服务合同，与阿布扎比国家石油公司签署第六套连续油管服务合同，持续推进海外市场开拓。2024 年上半年公司海外业务收入占比达到 51.96%，同比提升 1.19pct。

图9：2014-2024H1 公司国内外收入结构 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2014-2024H1 公司国内及海外业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 油服行业：需求回暖，长期呈扩张趋势

2.1 油服行业位于产业链上游，贯穿油气开采五大环节

油气田勘探开发的主要流程：**地质勘察—物探—钻井—录井—测井—固井—完井—射孔—采油—修井—增采—运输—加工**等。其中，勘探是探明油气储量而进行的地质调查、地球物理勘探、钻探及相关活动；钻完井是利用机械设备从地面将地层钻成孔眼，并在裸眼井钻达设计井深后，使井底和油层以一定结构连通起来的工艺；测录井是在井孔中使用测井仪器对地层进行测量，并在井口对钻头取出的岩心进行分析，发现油气显示、评价油气层，并为石油工程提供钻井信息服务的过程；开采是将埋藏在地下油层中的石油与天然气等从地下开采出来的过程；运输是将石油与天然气由产地运送至加工厂、或将油气直接就地加工然后再运输至用户的环节。

表3：石油勘探开发全流程

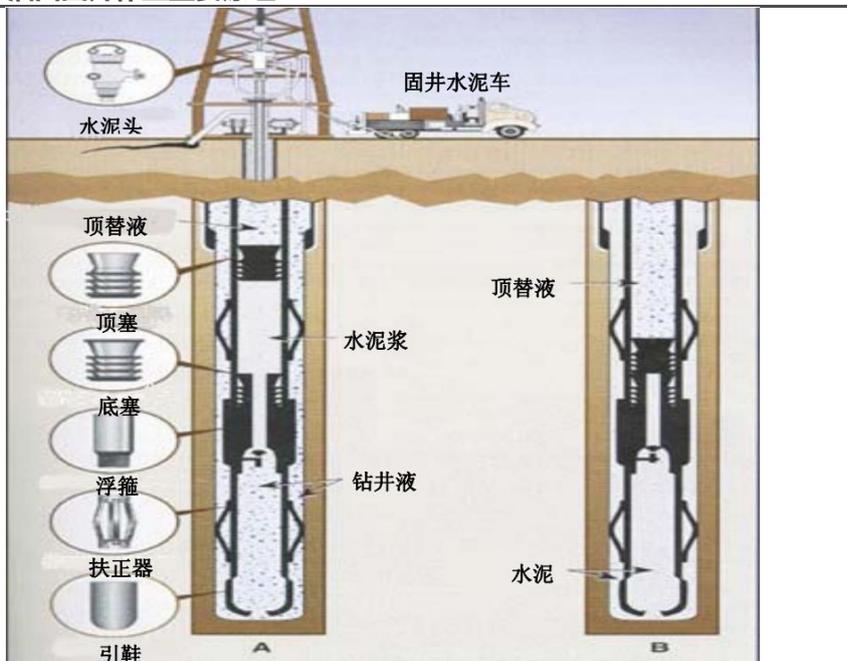
公司	文件	内容
勘探	地质勘探	收集地质资料，以便查明油气生成和聚集的有利地带和分布规律，从而找到油气田
	钻井	利用专用设备和工具，在预先选定的地表位置处，向下或一侧钻出一定直径的圆柱孔眼，并钻达地下油气层
	录井	录井是用地球化学、地球物理、岩矿分析等方法，观察、收集、分析、记录随钻过程中的固体、液体、气体等返出物信息，以此建立录井剖面，发现油气显示，评价油气层，为石油工程提供钻井信息服务的过程。
开发	测井	测量地层岩石的物理参数
	固井	为了达到加固井壁，保证继续安全钻进，封隔油、气和水层，保证勘探期间的分层测试及在整个开采过程中合理的油气生产等目的而下入优质钢管，并在井筒与钢管环空充填好水泥的作业，称为固井工程。
	完井	根据油气层的地质特性和开发开采的技术要求，在井底建立油气层与油气井井筒之间的合理连通渠道或连通方式的过程叫做完井。
采油	采油	根据油田开发需要，最大限度地地下原油开采到地面上来，提高油井产量和原油采收率
增产工艺	水力压裂	水力压裂是以超过地层吸收能力的大排量向井内注入粘度较高的压裂液，使井底压力提高，将地层压裂。随着压裂液的不间断注入，裂缝向地层深处延伸。压裂液中带有一定数量的支撑剂(主要是砂子)，以防止停泵后裂缝闭合。充填了支撑剂的裂缝，改变了地层中油、气的渗流方式，增加了渗流面积，减少了流动阻力，使油井的产量成倍增加。
	油井酸化处理	酸溶岩地层的盐酸处理：石灰岩与白云岩等碳酸盐岩与盐酸反应生成易溶于水的氯化钙或氯化镁，增加了地层的渗透性，有效地提高油井的生产能力。

资料来源：中国石油和化学工业联合会，民生证券研究院整理

固井作业是石油开发核心环节，其流程是在石油开采过程中，将套管下入井中，将水泥浆注入并填满井壁和套管之间的环形空间，从而将套管和地层岩石固结起来的过程。固井水泥车(橇)是进行固井作业的主要设备，其主要功能是把水泥和水连续混合，并同时连续将混合完成的水泥浆注入套管与井筒形成的环形空间。一般而言，每口油井需进行 2 次固井作业(表层固井和油层固井)，因此，固井工艺的使用频率与钻井口数，特别是与新钻井口数有直接关系。固井作业的目

的在于封隔疏松、易塌、易漏的复杂地层，封隔油、气、水层以防止互相窜漏，安装井口，控制油气流，以利于钻进和生产油气等。一旦固井不彻底，则形成油层和水层等的套管外贯通，严重影响后续开发，甚至使整口钻井报废。

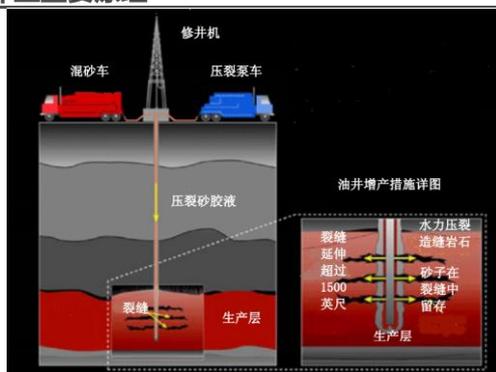
图11：油田固井作业主要原理



资料来源：杰瑞股份招股说明书，民生证券研究院

增产工艺中压裂方式被普遍采用。压裂作业是利用压裂车(橇)组，将携带化学添加剂和石英砂的液体(压裂液)通过高压泵(一般压力在 15,000PSI)注入到目的地层，使油层岩石破裂产生裂缝。压裂液中的石英砂比地层砂密度大数倍，因此能够在裂缝中起到支撑作用，使裂缝长期处于开启状态，从而形成原油渗出通道，改善油流环境，提高原油产量。油井压裂之后，单井日产油量比压裂以前可以提高 3-5 倍，平均增产有效期大约 6 个月，部分油井甚至可以达到一年以上。当油井产量递减到压裂之前的产量之后，可以进行重复压裂，部分油井可以重复压裂 5-6 次，甚至 7-8 次。

图12：油田压裂作业主要原理

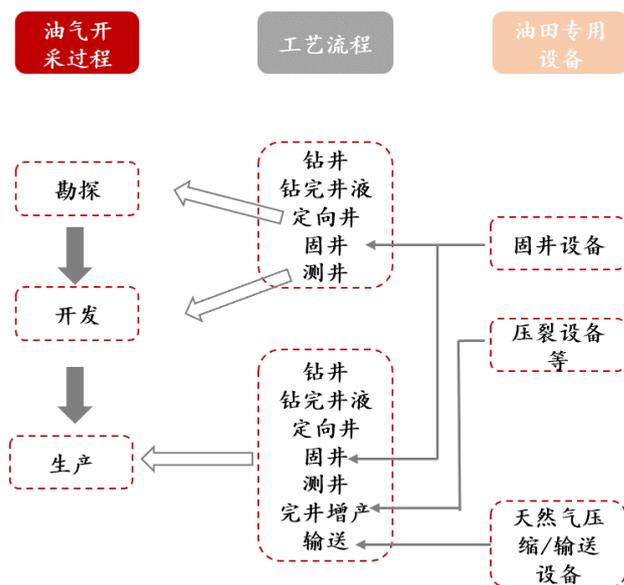


资料来源：杰瑞股份招股说明书，民生证券研究院

油田专用设备(即石油钻采专用设备)涵盖的产品种类繁多，主要包括钻井设

备(钻机、动力设备等)、采油设备(抽油机、抽油杆、油管、套管、井口装置等)、井下作业设备(修井机、固井压裂设备等)、油田专用车等。

图13: 油田专用设备



资料来源: 杰瑞股份招股说明书, 民生证券研究院

从产业链来看, 油服行业上游为油气勘探与开发, 涉及油气设备的生产供应商以及油服厂商; 中游为油气运输环节, 包括油气管材、储罐等材料以及油气储运服务; 下游则是油气炼制与销售阶段, 含括了石化加工、成品销售等。

图14: 油服行业产业链

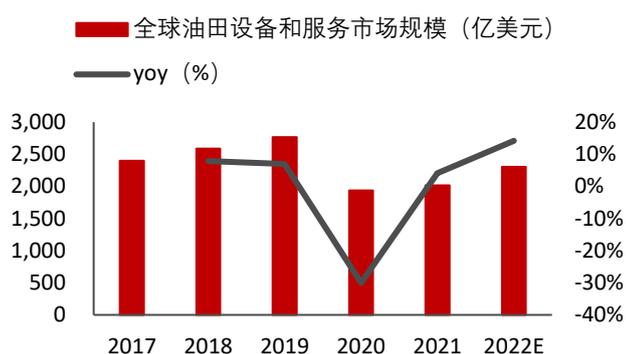


资料来源: 华经产业研究院, 民生证券研究院

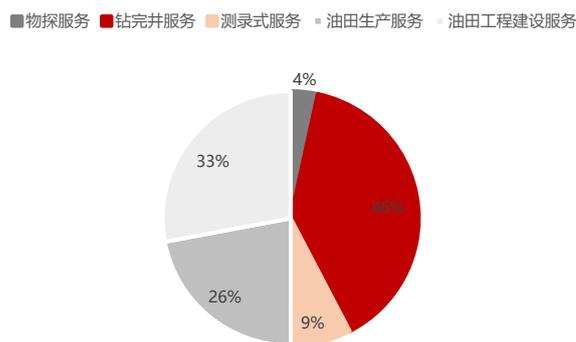
2.2 油服设备市场回暖, 长期呈现扩张趋势

国际能源需求为油田设备和服务行业带来了巨大的市场需求。Spears&Associates 的统计数据显示, 2017 年起油田设备和服务市场规模恢复增长, 2018 年全球油田设备和服务市场规模增长 10.74%, 达到 2586 亿美元。2020 年, 由于公共卫生事件影响, 国际能源需求大幅下降, 油服行业市场规模

也随之下降近 30%。2021 年国际能源需求回暖，油服行业市场规模增长再次回正。市场结构方面，五大板块中占比最高的为钻完井服务板块，占总市场的 46.2%，钻完井服务板块主要由钻完井服务和钻完井装备两大细分市场，分别贡献 60%和 40%的市场规模。油田工程建设服务板块占总市场的 33.4%，此外油田生产服务板块占总市场份额 26%，物探服务板块和测录试服务板块分别占比 4%和 9.3%。

图15：2017-2022 年全球油田设备和服务市场规模


资料来源：Spears&Associate, 思瀚产业研究院, 民生证券研究院

图16：国际油服市场五大板块占比情况 (2021 年)


资料来源：华经产业研究院, 民生证券研究院

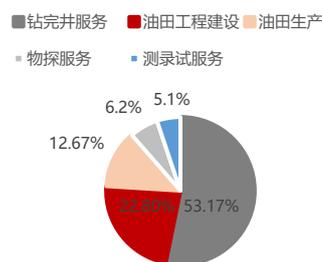
国内油服市场呈周期上行态势，钻完井服务占比过半。2014 年以来，全球油价进入下行周期，油气开发公司利润大幅萎缩，促使资本开支急剧降低。由于油服公司业务量的减少，油服行业市场规模出现了显著的回落。2014 年至 2016 年，中国油服行业市场规模由 1717 亿元下降至 1099 亿元，一大批中小型油服公司被迫退出市场，行业经历了一轮清整阶段。2016 年起，全球油价开始回暖，带动中石油、中石化、中海油三家国家石油公司加大资本开支，中国油服行业重获活力，市场规模逐渐恢复，上升至 2019 年的 1762 亿元，2020 年我国油服行业规模下滑至 1416 亿元，2021 年行业规模回升至 1598 亿元，2022 年国际原油价格显著上涨且保持高位徘徊，石油巨头盈利能力显著提升，提升资本开支，油服行业直接受益行业市场规模达到了 1808 亿元，较上年增加了 13.15%。**细分来看**，2021 年的钻完井服务规模为 849.7 亿元，占油服市场总规模比重的 53.17%；油田工程建设规模为 364.4 亿元、油田生产规模为 202.5 亿元，市场份额分别为 22.80%、12.67%；其中物探服务市场规模为 99.7 亿元、测录试服务规模为 81.7 亿元，合计占比为 11.35%。

图17: 2014-2022 年中国油田服务市场规模



资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

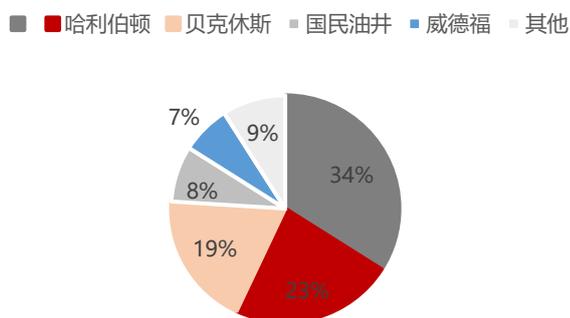
图18: 我国油服市场五大板块占比情况 (2021 年)



资料来源: 华经产业研究院, 民生证券研究院

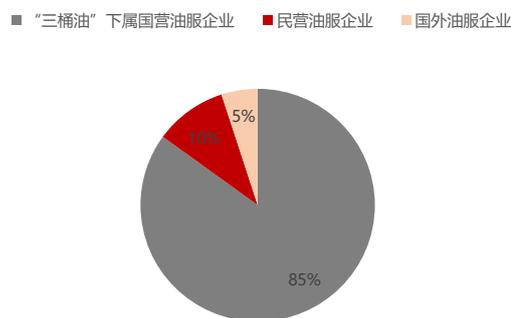
国际油服行业格局集中, CR4 超过 50%。全球油服行业约有 50%以上市场份额, 长期被四大油服 SLB、HAL、BHI 和 WTF 占据。**国内油服市场以国营为主, 民营油服企业市占率提升空间较大。**随着国内油服产业国产化推进, 目前国内油服行业已形成寡头垄断的竞争格局, 国有企业占比进一步提高, “三桶油”下属国营油服企业合计市占率达到 85%, 民营油服企业市占率为 10%, 国外油服企业市占率为 5%。

图19: 全球油服产业主要企业市场占比情况 (2021 年)



资料来源: 智研咨询, 民生证券研究院

图20: 中国油服市场竞争格局 (2020 年)



资料来源: 华经产业研究院, 民生证券研究院

3 油价呈高位运行态势，国际油气开发支出有望增加

2023 年，国际石油市场呈现油价地缘溢价削减但波动加剧、需求加快复苏但分化加剧、供给侧管理强化但博弈加大、市场与贸易格局加快重塑等诸多新特征。从全年油价看，布伦特原油期货均价为 82.17 美元/桶，较 2022 年的 99.04 美元/桶下跌 17%。上半年，美联储连续加息以及欧美银行业动荡、宏观经济形势担忧主导市场情绪，国际油价震荡下行。三季度，美元加息周期接近尾声，沙特、俄罗斯自愿延续减产至年底，市场供应显著收紧，石油库存降至低位水平，国际油价一度持续反弹。四季度，石油消费进入淡季，石油降库速度放缓，国际油价再次回落。

2024 年 H1，供给侧驱动下，国际油价整体呈现震荡上行态势。沙特坚定维持自愿减产，“欧佩克+”也基本履约减产；美国 1 月份遭遇寒潮导致上游产量意外减产；也门胡塞武装对曼德海峡通行的商船发动攻击，抗议欧美支持以色列，地缘危机陡然升温。在上述因素的共同影响下，供需从宽松转向偏紧导致国际油价上行。

图21：国际油价高位震荡（美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

3.1 供给端：“OPEC”减产+俄乌冲突+红海危机直接影响原油产量及原油贸易

OPEC+延长减产推高油价，国际油价维持在中高位水平。2023 年 11 月，包括沙特、俄罗斯、阿联酋、伊拉克在内的八个欧佩克和非欧佩克产油国宣布，将日均 220 万桶的自愿减产措施延长至 2024 年 9 月底。2024 年 9 月份，八国宣布将原定 9 月底到期的自愿减产措施延长至 11 月底。目前，OPEC 原油供应量

已经较前两年下降 10%左右，截至 2024 年 8 月，OPEC 原油供应量已经降至 2737 万桶/天。产油国的持续减产防止国际石油供大于求出现产能过剩，支撑起了国际油价，石油价格稳定维持在 70 美元/桶-90 美元/桶，仍旧处于国际油价的历史相对高位。

3.2 需求端：全球经济增长背景下原油需求稳健

国际能源署 (IEA) 2024 年 3 月 14 日发布的月报将 2024 年全球石油需求预期上调 11 万桶/日，理由是美国经济前景更加乐观，以及船用燃料需求增加——大量船只需要更长的路线来避开胡塞武装在红海的袭击。**该机构预计 2024 年全球石油需求将增长 134 万桶/日，至 1.032 亿桶/日。**

欧佩克月报上调 2024 年全球经济增速至 2.8%。欧佩克 2024 年 3 月 12 日公布的月报将 2024 年全球经济增长预测从 2.7%上调至 2.8%，将 2025 年预测维持在 2.9%；将 2024 年和 2025 年的全球原油需求增速分别维持为 225 万桶/日和 185 万桶/日。此前，OPEC+ 宣布减产措施延长，预计未来原油供给端增长有限，原油生产国仍有能力将原油维持在供需紧平衡的状态；叠加地缘政治冲突以及可能由此引发的供应链中断风险，这些对油价维持在高位水平形成了一定的支撑。

3.3 库存端：美国原油库存处于低位，补库需求显著

美国原油库存绝对值仍偏低，2021 年以来持续下滑。根据美国能源信息署 (EIA) 的数据，2024 年 3 月 15 日 SPR (战略石油储备) 库存为 3.62 亿桶。高峰时期，其库存在 2009 年 12 月曾达到 7.27 亿桶。在过去十年的大多数时间里，SPR 原油库存都在 6 亿桶以上，当前补库需求显著。

图22：美国原油总库存（亿桶）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图23：美国战略石油储备（亿桶）

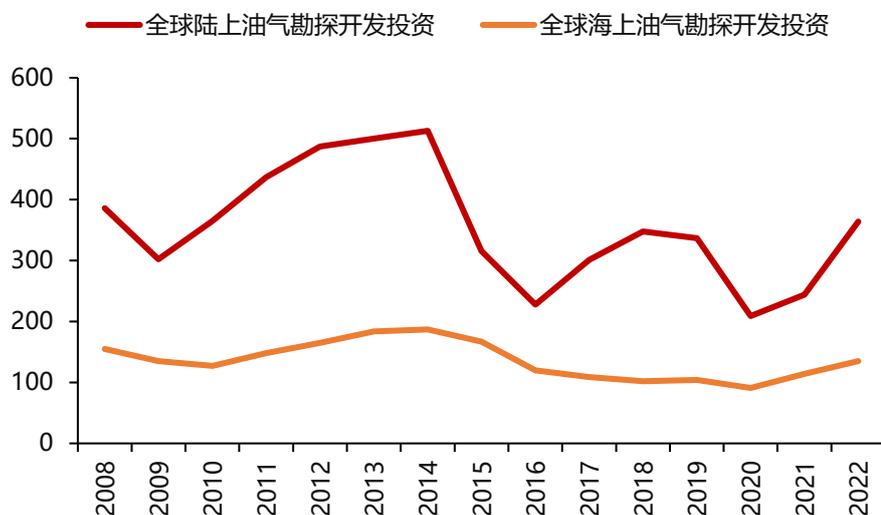


资料来源：iFinD，民生证券研究院

受益于油价高位运行，全球油气勘探资本开支上行。2022 年全球油气勘探开发投资支出 4993 亿美元，较 2021 年增长 1410 亿美元，同比增长 39.4%。其中陆上油气勘探开发投资增长 1200 亿美元，涨幅达到 49%，海上油气勘探开发

投资增长 21 亿美元，同比增长 18.42%。

图24：2008-2022 年全球陆上/海上油气勘探开发投资（10 亿美元）

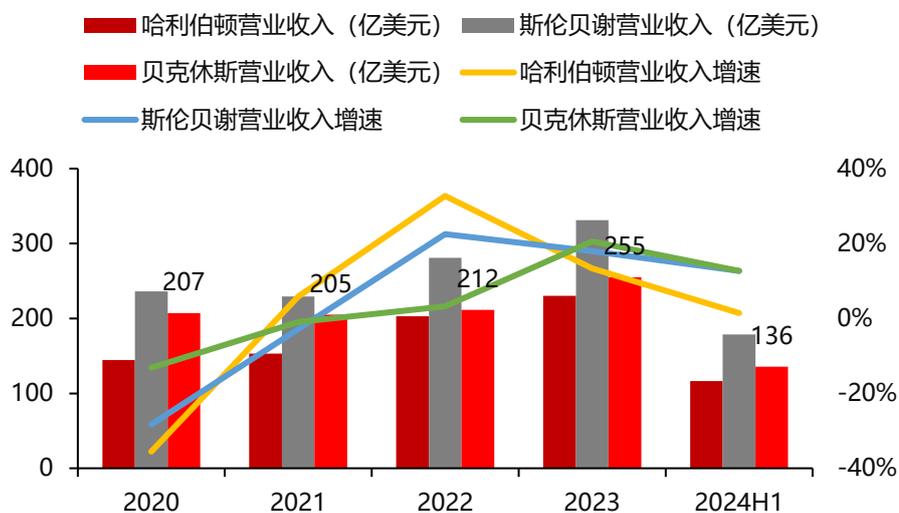


资料来源：IHS-Markit，民生证券研究院

3.4 海外油服巨头盈利向上，资本开支有望上升

近年来海外油服巨头盈利持续向上，资本开支有望上升。2020-2023 年，国际三大油服公司营业收入均呈现上升趋势：哈利伯顿营业收入由 144.45 亿美元增长至 230.18 亿美元，CAGR 约为 16.80%；斯伦贝谢营业收入由 236.01 亿美元上升至 331.35 亿美元，CAGR 为 11.97%；贝克休斯营业收入由 207.05 亿美元提升至 255.06 亿美元，CAGR 为 7.20%。2024 年上半年，三大油服企业营业收入继续保持增长势头，同比均实现正增长，平均增速达到了约 9%，未来油服企业经营状况有望持续向好。

图25：海外主要油服公司营业收入及情况



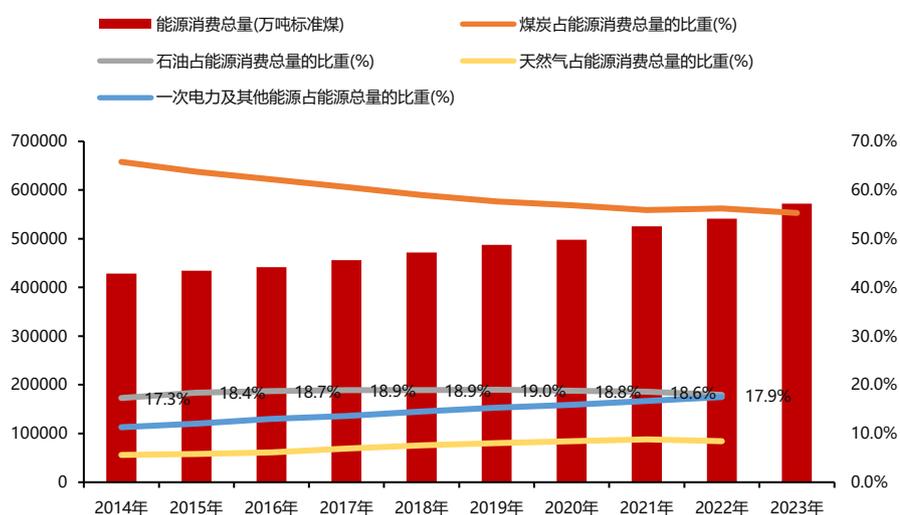
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 国内市场：受益于非常规油气开发，资本开支有望上行

4.1 油、气进口依存度较高，非常规油气有望补充

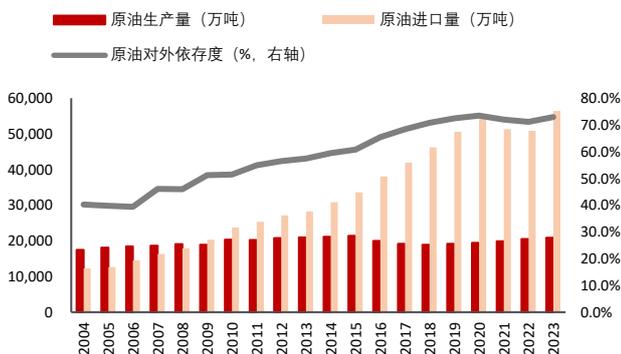
国内能源消费需求稳步增长，非煤能源占比逐步提升。2014-2023年，我国能源消费总量由42.83亿吨标准煤提升至57.2亿吨标准煤，CAGR为3.3%，其中煤炭占能源消费总量的比重由65.8%下降至55.3%，石油、天然气、一次电力及其他能源占能源比重分别由17.3%、5.6%、11.3%提升至17.9%、8.4%、17.5%。

图26：2014-2023年中国能源消费总量及结构

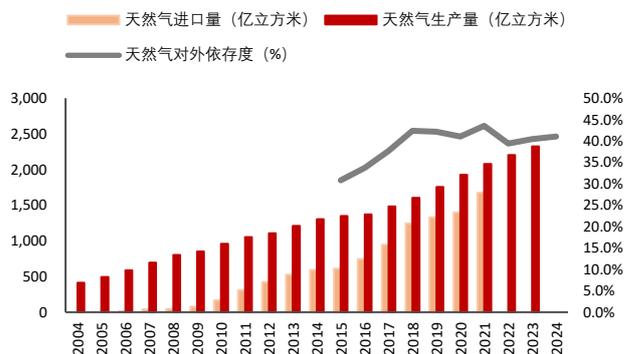


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

我国石油、天然气进口依存度较高，发展非常规能源关乎国家能源安全问题。国家统计局和海关总署数据显示，2023年，我国原油产量2.09亿吨，同比增长430万吨，增幅为2.1%，原油进口量5.64亿吨，同比增长5576万吨，增幅为10.97%，原油对外依存度达到72.93%，同比增加1.72pct；2023年天然气产量2334亿立方米，同比增长105亿立方米，增幅为4.7%，天然气进口量1652亿立方米，同比增长170亿立方米，增幅11.5%，天然气对外依存度42.2%，同比增加1.8pct。伴随着中国能源需求逐步提高，虽然国内原油和天然气产量有所增长，但还不足以跟上消费的增长，进口需求依然旺盛，发展非常规能源提高能源自给率关乎国家能源安全。

图27：2004-2023 年我国原油对外依存度情况


资料来源：iFind，民生证券研究院

图28：2004-2023 年我国天然气对外依存度情况


资料来源：iFind，民生证券研究院

“七年行动计划”保障国家能源安全，增储上产是内在要求。2018年，中国原油对外依存度不断攀升至 70.83%；天然气进口超过日本，成为全球第一大天然气进口国，对外依存度大幅攀升至 42.42%，体现了我国能源安全问题迫在眉睫，加快国产油气供给是必然选择。2019年5月24日，国家能源局召开“大力提升油气勘探开发力度工作推进会”并提出“石油企业要落实增储上产主体责任，2019-2025 七年行动方案工作要求”。“七年行动计划”提出之后，国内三大石油集团均开始调整各自的油气勘探开发部署，持续加大上游发展力度。

表4：中石油、中海油响应“七年行动计划”

公司	文件	内容
中石油	《2019—2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》	1) 中国石油未来的风险勘探投资将进一步加大，2019-2025 年每年安排 50 亿元，是目前年度投资的 5 倍。2) 2020 年页岩气产量力争达到 120 亿立方米，到 2025 年产量达到 240 亿立方米，产量再翻一番。
中海油	《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》	到 2025 年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番。

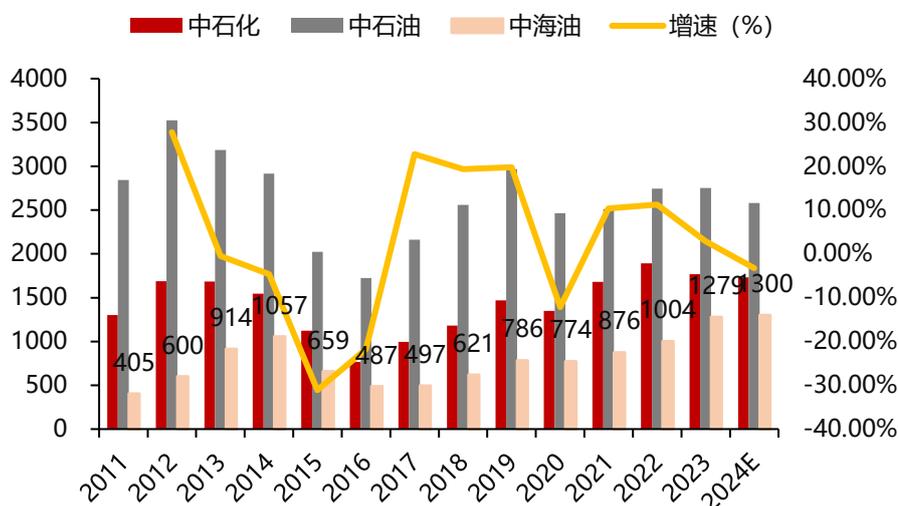
资料来源：凤凰网，石油圈，民生证券研究院整理

国内上游资本开支维持高位，海洋油气勘探开发有望成为重点。“七年行动计划”公布之后，国内石油企业纷纷公布并实施了自身的油气资本开支计划，2023年中国石油、中国石化、中国海洋石油总资本开支分别为 2753 亿元、1768 亿元、1279 亿元，均处于历史较高水平。其中，中海油发布的《2023 年战略展望》中提到 2023 年的资本支出预算总额为 1000-1100 亿元，相比 2022 年的 900-1000 亿元资本开支预算有所增加，其中，勘探、开发、生产资本化和其他资本支出预计分别占资本支出预算总额的 18%、59%、21%和 2%；根据同花顺数据显示，2023 年中海油实际资本开支为 1279 亿元，超过年初的预算。

2024 年三桶油资本开支规划出现分歧，中石油、中石化和中海油预计资本开支分别为 2580 亿元、1730 亿元和 1250-1350 亿元。中石油和中石化同比下降 173 亿元、38 亿元，中海油按照预算平均值计算同比增加 21 亿元；同时 2023 年海洋原油产量突破 6200 万吨，yoy+370 万吨，占全国原油增量比例达 87%；

同时中海油 23 年实际资本开支为 1296 亿元，超年初 1000-1100 亿元的预算，说明海洋油气勘探开发有望成为未来重点。

图29：三桶油资本开支（亿元）及增速（%）

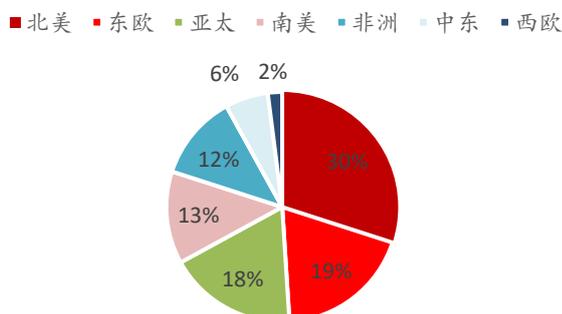


资料来源：iFind，民生证券研究院

4.2 我国页岩油、气资源丰富，页岩油气有望成为能源消费增量

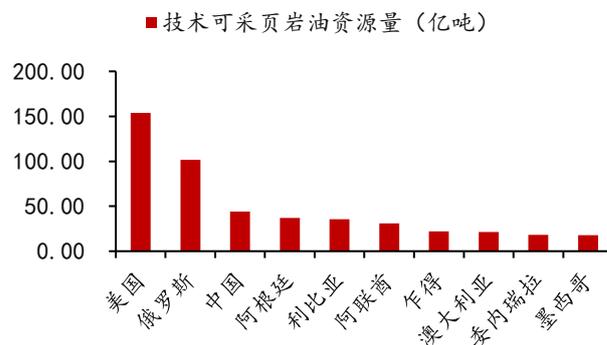
我国页岩油资源丰富，页岩油有望成为能源消费增量。根据美国能源信息署（EIA）和美国先进资源国际公司，截至 2017 年底，全球页岩油地质资源总量 9368.35 亿吨，其中技术可采资源量为 618.47 亿吨，其中超过 20%分布在北美地区。从大区上看，全球页岩油主要分布在北美和欧亚大陆。北美地区页岩油技术可采资源量为 183.68 亿吨，占比 30%；其次为包括俄罗斯在内的东欧地区，技术可采资源量为 114.73 亿吨，占比 19%；亚太地区可采资源量为 112.69 亿吨，占全球的 18%。从分布国家上看，全球页岩油资源广泛分布。美国页岩油资源量最大，技术可采资源量达 153.75 亿吨，约占全球总量的 21%。美国页岩油资源量占比较高的原因主要是勘查程度较高，远高于世界其他国家，随着页岩油开发的兴起，其他国家的可采资源量将有大幅上升。排名第二的国家是俄罗斯，技术可采资源量 101.77 亿吨，约占全球 14%；中国排名全球第三，技术可采资源量 43.93 亿吨，约占全球的 6%。

图30: 页岩油全球大区分布 (%)



资料来源:《全球页岩油资源分布与开发现状》, 方圆等, 民生证券研究院

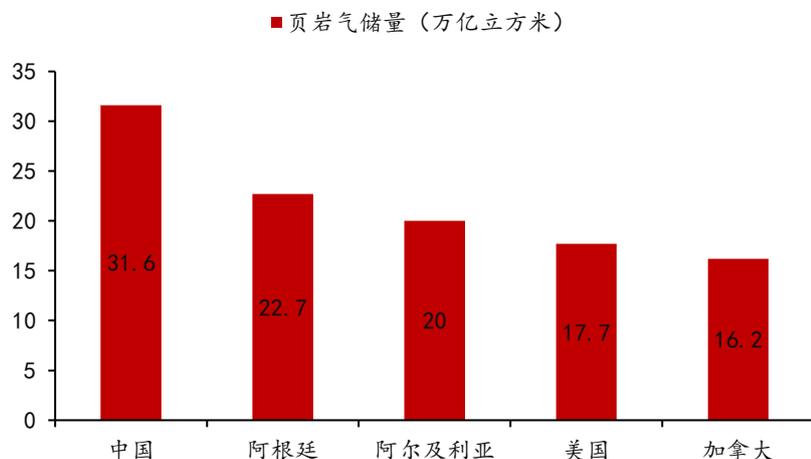
图31: 全球各国页岩油分布情况



资料来源:《全球页岩油资源分布与开发现状》, 方圆等, 民生证券研究院

我国在页岩气地质资源丰富, 储量位居世界第一。联合国贸易和发展会议2018年5月发布的报告显示, 中国的页岩气储量排名全球第一 (31.6 万亿立方米), 其次分别为阿根廷(22.7 万亿立方米)、阿尔及利亚(20 万亿立方米)、美国 (17.7 万亿立方米)和加拿大(16.2 万亿立方米)。从国内最新统计数据来看, 根据中国自然资源部发布的《中国矿产资源报告 2019》显示, 中国埋深在 4500 米以内的页岩气地质资源量为 122 万亿立方米, 可采资源量 22 万亿立方米, 探明储量在 18 年突破 1 万亿立方米, 探明率仍仅有 4.79%。

图32: 各国页岩气储量 (万亿立方米)



资料来源: 联合国, 智研咨询, 民生证券研究院

4.3 非常规油气开发背景下, 压裂设备优先受益

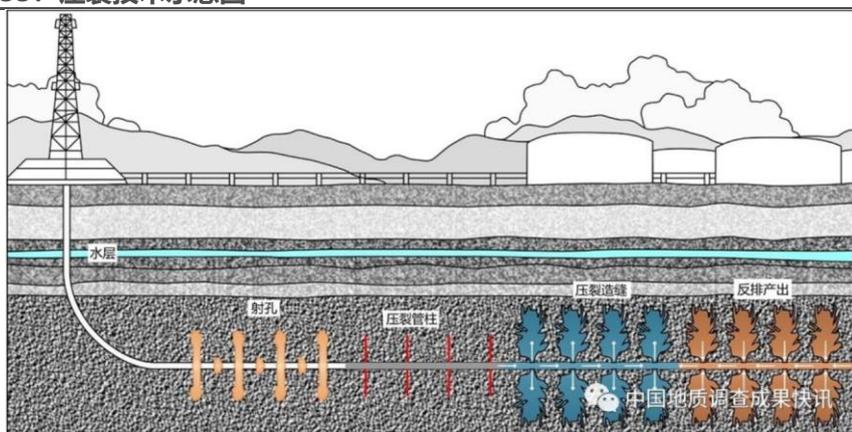
页岩油开发与页岩气开发类似, 依赖先进高效的井工厂技术进行钻探开发。

井工厂技术即使用同一个可移动钻井平台, 按照顺序批量完成多口径的表层、直井段和水平段的钻井作业, 通过流水化作业, 大大提高钻井作业效率, 实现页岩油藏的安全、经济、高效开发。井工厂技术可以实现在同一井组中不同钻井的相同井段配置同样的钻机和钻具组合, 节省大量更换钻具的时间。多口井依次一开、固井, 依次二开、固井, 从而使钻井、固井、测井设备连续运转, 减少非生产时间, 提高作业效率。井工厂可以实现钻井液重复利用, 减少钻井液的交替, 尤其

是减少了油基钻井液回收及岩屑处理时间，降低了单井钻井液费用。此外，充分利用一次井场，通过共用土地、钻井设备、泥浆罐，水处理系统也可以降低作业成本，实现区块总体效益的提升。

由于地质环境复杂，页岩油、页岩气需要经过储层的大规模人工改造（压裂）后才能有效开发。压裂指利用地面高压泵，通过井筒向油层挤注具有较高粘度的压裂液，使致密的页岩储层破裂，并利用压裂液中的支撑剂，维持裂缝通路，以此形成流体通道，提高页岩油采收率。压裂液一般需要大量用水，因此压裂过程也称为水力压裂。

图33：压裂技术示意图



资料来源：智研咨询，民生证券研究院

受益于国内非常规油气发展趋势，我国压裂设备市场空间稳步提升。根据我们的测算，非常规油气扩产预计对应压裂设备设备预计 2025 年可达 95.3 亿元，2030 年可达 218.7 亿元。假设如下：

1) 页岩气总产量：根据国家能源局关于印发页岩气发展规划(2016-2020 年)的通知，“十四五”及“十五五”期间，我国页岩气产业加快发展，海相、陆相及海陆过渡相页岩气开发均获得突破，新发现一批大型页岩气田，并实现规模有效开发，2030 年实现页岩气产量 800-1000 亿立方米，我们审慎选取下限值，预计 2030 年我国实现页岩气年产量 800 亿平米。

2) 单井平均产量：以中国石油在泸州首口深层页岩气评价井——泸 203 为例，累计探明储量 5138 亿立方米，投产水平井 237 口，年产气 23.3 亿立方米，单井年产量 0.098 亿立方米，我们在此假设国内页岩气单井平均年产量为 0.098 亿立方米。

3) 单套压裂车队产能：根据《国内电驱压裂经济性和制约因素分析》，单机组配备 5 万水马力，柴驱机组需配备 20 台 2500 型柴驱压裂车，按 20 天/井的周期计算，有效压裂时间为 50 小时/井，单机组完成 16 井/年。

4) 柴驱压裂车队价格：根据《国内电驱压裂经济性和制约因素分析》，单台 2500 型柴驱压裂车售价 1400 万元，以一套机组 20 台压裂车计算，单套机组压裂车需求 2.8 亿元。

表5：我国压裂设备市场空间测算

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
页岩气总产量 (亿立方米)	240	250	295	349	412	486	574	678	800
单井平均产量 (亿立方米)	0.098	0.098	0.098	0.098	0.098	0.098	0.098	0.098	0.098
页岩气井数量 (口)		2551	3012	3557	4200	4959	5855	6914	8163
新建页岩气数量 (口)			461	544	643	759	896	1058	1250
单套压裂车队产能 (口井/年)			16	16	16	16	16	16	16
压裂车队需求 (套)			29	34	40	47	56	66	78
柴驱压裂设备市场价 (亿元/套)			2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
国内压裂设备市场空间 (亿元)			80.7	95.3	112.5	132.9	156.9	185.2	218.7

资料来源：国家能源局，石油商报，《国内电驱压裂经济性和制约因素分析》，童征等，民生证券研究院预测

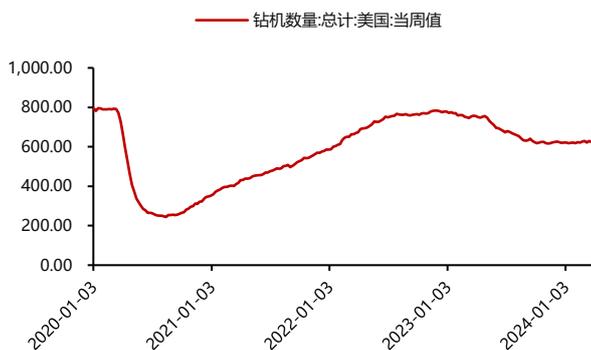
5 海外市场：存量替换周期在即，北美电驱压裂加速替代

5.1 北美市场：存量替换在即，电驱渗透率有望提升

5.1.1 北美油服景气度提升，驱动更新替换周期加速

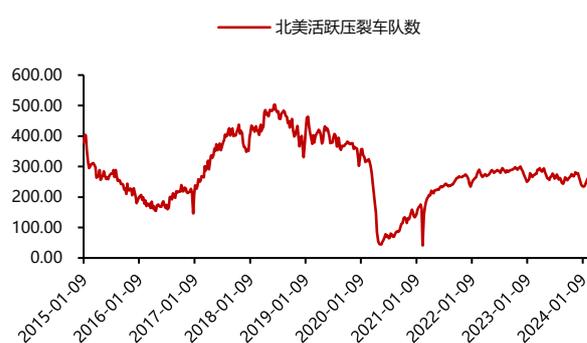
北美活跃钻机数和活跃压裂车队维持高位，油服景气度持续提升。根据美国贝克休斯公司数据，作为衡量未来产出的先行指标，2022 年以来美国石油和天然气钻机数量维持高位，2024 年日均 600+部。根据 wind 数据，截至 2024 年 3 月 22 日北美活跃压裂车队数量为 265 支，活跃压裂车队数呈上升趋势，反映出当前北美油服行业景气度高。

图34：北美钻机数（部）



资料来源：贝克休斯，民生证券研究院

图35：北美活跃压裂车队数（支）



资料来源：wind，民生证券研究院

北美存量压裂设备进入更新替换周期，设备替换需求逐渐抬升。根据杰瑞股份投资者关系活动记录表，美国存量市场有 2400 万水马力压裂设备，大约 1 万台设备，其中仅 7%-8%为新型涡轮压裂及电驱压裂设备，从传统柴驱设备向新能源大功率涡轮压裂设备及电驱压裂设备过渡的市场空间巨大。

5.1.2 电驱压裂具备降本、环保等优势，有望替代柴驱压裂

目前传统压裂装备主要是燃油型，常见的包括车载机械式压裂装备、涡轮驱动压裂装备、撬装压裂装备等类型。

1) **车载机械式压裂装备**。采用传统的车载结构，在重型底盘上安装台上设备，如发动机、传动箱和压裂泵德国。车载压裂装备具备运移方便、机动性强、调配响应迅速、施工过程中减震效果好、现场适用性强等特点。缺点是油耗高、噪声大、长时间作业期间汽车底盘利用率不高；超限车辆存在上户难、上路难等问题。

2) **涡轮驱动压裂装备**。工作原理是涡轮发动机带一个减速箱，通过传动轴驱动压裂泵工作。涡轮驱动压裂设备具有体积小、质量轻、单位质量输出功率大的优点，但涡轮发动机热效率低、调速范围小、噪声大，且购置成本、运行成本、

维护成本 较高。

3) 液压驱动压裂装备。通过多台小型通用化发动机提供动力，多级液压泵、液压马达驱动压裂柱塞泵做往复运动，从而实现液体的吸入与排出。液压传动可以实现无极调速，消除换挡冲击，而且整机大部分元部件已实现国产化。但液压系统装配过程复杂，检维修较为困难，液压控制元件的响应速度不及电气控制的响应速度，而且整车属于超限运输车，存在上户难、上路难等问题。

4) 撬装压裂装备。与传统的车载式压裂装备相比，撬装结构方便运输，节省了底盘车的采购成本。现用的传统撬装压裂装备仍采用发动机、传动箱与柱塞泵的组合模式，体积较大，现场组装过程繁琐，而且对井场地面要求较高，存在油耗高、噪声大的缺点。

5) 电驱压裂。将传统的柴油发动机变成电机直接驱动，由变频器控制异步电机驱动压裂柱塞泵。电驱压裂主要由供电系统、变配电系统、变频压裂系统、智能控制系统、压裂配套系统等构成。电驱压裂具备降本、环保等优势，有望逐步替代柴驱压裂。

北美压裂市场空间广阔，假设 2025 年北美存量压裂设备更新比例为 10%，则对应柴驱替换需求 48 套，电驱替换需求 28 套。假设如下：

1) 北美存量压裂设备：根据杰瑞股份投资者关系交流，目前美国市场约有 2400 万水马力的存量压裂设备，按照常规柴驱压裂设备单台 2500HHP 测算，对应大约 1 万台设备。

2) 存量设备替换比例：当前北美存量设备以柴驱压裂设备为主，其中仅 7%-8%为新型涡轮压裂及电驱压裂设备，且考虑到北美页岩气开采快速增长的阶段为 2011-2012 年，现有设备存在大量刚性替换需求，我们针对北美存量柴驱压裂设备替换需求做敏感性分析，假设 2025 年北美存量柴驱压裂设备替换率为 5%、10%、15%。根据杰瑞股份，压裂设备在常规油气开采寿命在 10 年左右，因此我们假设 2025 年北美压裂设备替换率为 10%。

3) 根据我们的测算，假设 2025 年北美存量压裂设备更新比例为 10%，若以传统柴驱压裂设备对北美老旧压裂设备进行替换，则 2025 年北美柴驱压裂对应替换需求为 48 套，根据《国内电驱压裂经济性和制约因素分析》，单套电驱压裂设备数量仅为柴驱的一半，若以电驱压裂设备对北美老旧压裂设备进行替换，则 2025 年对应替换需求为 24 套。

表6：北美压裂市场空间测算

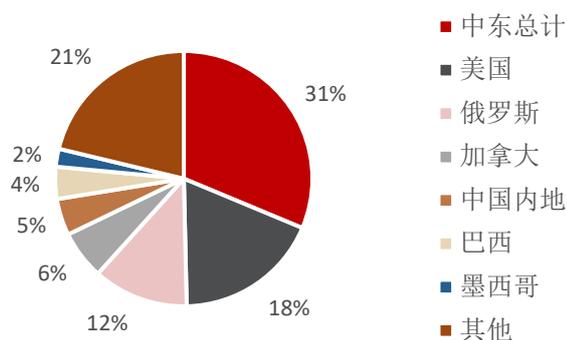
项目	单位	假设 1	假设 2	假设 3
北美存量压裂设备	万水马力	2400	2400	2400
北美存量压裂设备数量	套	480	480	480
2025 年北美存量设备更新比重	%	5%	10%	15%
2025 年更新需求对应柴驱设备需求量	套	24	48	72
2025 年更新需求对应电驱设备需求量	套	12	24	36

资料来源：公司公告，《国内电驱压裂经济性和制约因素分析》，董征等，民生证券研究院测算

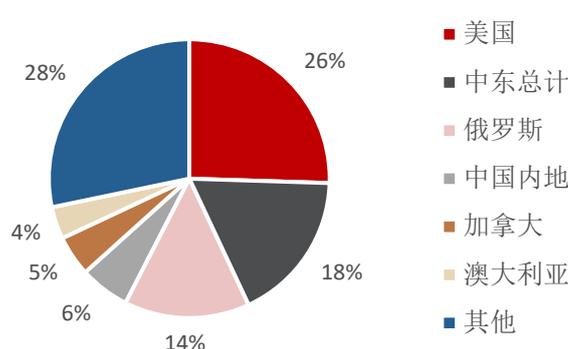
公司积极布局北美市场，已取得较大进展。公司北美市场在研、产、供、销、服全产业链职能布局初具规模，本地化团队建设健康发展。2023 年公司成功实现第二套燃气轮机发电机组的销售及交付，推动多个油服客户试用电驱压裂设备并获得客户认可，成功与战略客户签订在北美市场首套电驱压裂成套设备订单，公司在北美高端市场成功实现柴驱压裂、涡轮压裂、电驱压裂、发电机组的全系列高端装备突围，北美客户对公司品牌和产品认可度进一步提升。

5.2 中东地区潜力巨大，公司积极布局

中东市场是公司重要战略市场，也是公司业务布局最全的市场。根据《世界能源统计年鉴（2024 年）》报告显示，中东地区目前石油探明储量为 8359 亿桶，占全球总储量的近一半；天然气探明储量达 75.8 万亿立方米，超过全球天然气总探明储量的 40%。2023 年，中东地区石油日均产量达 3036 万桶，约占全球日均产量的 31.5%；天然气日均产量为 7127 亿立方米，约占全球日均产量的 17.6%。

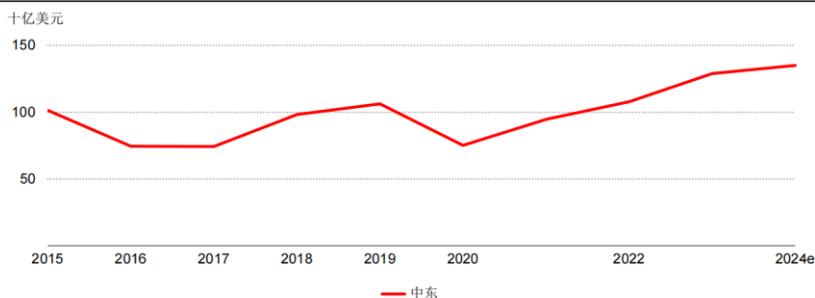
图36：2023 年全球石油产量分布情况


资料来源：世界能源统计年鉴（2024 年），民生证券研究院

图37：2023 年全球天然气产量分布情况


资料来源：世界能源统计年鉴（2024 年），民生证券研究院

根据国际能源机构（IEA）统计，中东能源投资最多的领域仍是化石燃料，达 1350 亿美元，占中东能源投资总额的 78%，占全球化石燃料总投资的 33.6%。其中，石油 920 亿美元，天然气 430 亿美元。化石燃料资本开支除由此可见，中东是全球油服行业的重要市场，也是公司发展的战略关键。

图38：2015-2024E 中东地区油气勘探支持


资料来源：智研咨询，民生证券研究院

近几年，公司积极布局中东，与沙特阿美、阿布扎比国家石油公司(ADNOC)、科威特国家石油公司(KOC)等战略客户建立了长期稳定的合作关系。在高端装备制造方面，公司的固井设备、连续油管设备等高端装备在中东地区市场占有率逐年提升，成功完成 KOC JPF-5 项目竣工验收，土耳其地下储气库设备、B9LPG 脱硫醇设备按节点交付。2024 年 5 月，公司与伊拉克中部石油公司等相关合作方初步签署伊拉克第二大气田——曼苏里亚气田开发合同，公司作为承包商将承担该项目地面工程建设，包括但不限于气处理设施等。随着中东地区新一轮油气开发进程的逐步推进，油气勘探开发支出连年升高，对于油气设备及服务的需求将会提高，公司市场机会也会相应增加。

为更好推进大海外战略，进一步增强公司在国际市场的竞争力和影响力，公司于 2024 年为中东子公司增资 1.2 亿美元，用于在阿拉伯联合酋长国迪拜建设生产及办公基地。新建的生产基地规划为集生产制造、采购、物流和服务于一体的高端油气装备制造基地，可以更好地满足海外市场对于交付周期及售后服务的需求，利用中东的区位优势与设施优势，辐射中东、北非等海外市场，进一步推动公司国际化战略、强化自身在全球油气行业的影响力。同时，公司也已经与中东地区最具影响力的自由贸易区——位于阿联酋迪拜的杰贝阿里自由贸易区签署战略合作协议，进一步推进杰瑞品牌中东实体化，更好地集中各业务板块优势资源，助力海外市场开发、业务开拓和订单执行。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

(1) 油气装备制造与技术服务

主要为与石油天然气相关的设备及服务，包括钻完井设备、油气田技术服务、油气工程设备、油气工程服务、环保设备。随着国内非常规油气稳步推进，叠加海外北美、中东、俄语区等市场拓展，预计订单保持稳定增长。我们预计 2024-2026 年公司油气装备制造与技术服务营业收入分别增长 0%、15%、15%，考虑到海外占比逐步提升，毛利率有所改善，分别为 36.0%、36.5%、37.0%。

(2) 维修改造及配件服务

公司向油气田服务公司提供后续维修改造和配件，包括高压柱塞泵及配件、高压管汇、井口井控部件及井下工具、螺杆钻具、散热系统、发动机部件等，业务需求与公司油气装备制造业务高度相关，我们预计 2024-2026 年公司维修改造及配件服务营业收入分别增长 20%、15%、15%的，毛利率分别为 28.92%、28.92%、28.93%。

(3) 环保工程服务

环保业务是主要包括油泥处理、土壤修复、污泥减量化、新能源环保等，过去多年该项业务收入变动不大，占收入比重较小，我们预计 2024-2026 年营业收入分别增长-15%、10%、10%，毛利率维持稳定，分别为 10%、10%、10%。

(4) 其他业务

其他业务收入占比较小，我们预计 2023-2025 年公司其他业务营业收入保持小幅增长，同比增速分别为 10%、10%、10%，毛利率保持稳定，分别为 37%、37%、37%。

表7：公司盈利预测假设

		2023	2024E	2025E	2026E
油气装备制造及服务	主营业务收入 (百万元)	11756	11756	13519	15547
	同比增长率%	28.7%	0%	15.0%	15.0%
	毛利率%	33.32%	36.0%	36.5%	37.0%
维修改造及配件贸易	主营业务收入 (百万元)	1864	2237	2572	2958
	同比增长率%	14.2%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率%	30.79%	30.79%	30.79%	30.79%
环保工程服务	主营业务收入 (百万元)	253	215	237	260
	同比增长率%	-58.7%	-15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率%	35.34%	35.34%	35.34%	35.34%
其他服务	主营业务收入 (百万元)	40	44	48	53
	同比增长率%	10.0%	1.0%	10.0%	10.0%
	毛利率%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
营收总计	主营业务收入 (百万元)	13913	14252	16377	18819
	同比增长率%	21.9%	2.4%	14.9%	14.9%
	毛利率%	33.3%	35.6%	36.0%	36.4%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

6.2 估值分析

根据公司所属行业特性、业务情况等因素，我们选择相对估值法，对公司的估值情况进行分析。我们选取跟公司同属于油气装备制造及技术服务行业，并且竞争力相当的中海油服、海油发展、海油工程这3家上市公司作为对比。以2024年11月18日收盘价为基准，可比公司2024-2026年平均PE分别为15、12、11倍，杰瑞股份2024-2026年平均PE为14、12、10。

表8：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601808.SH	中海油服	15.51	0.74	0.93	1.12	21	17	14
600968.SH	海油发展	4.28	0.36	0.41	0.46	12	10	9
600583.SH	海油工程	5.57	0.42	0.56	0.6	13	10	9
可比公司均值						15	12	11
002353.SZ	杰瑞股份	36.02	2.64	3.12	3.71	14	12	10

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 11 月 18 日

6.3 投资建议

基于油气行业整体需求向上，公司海外市场开拓如火如荼，我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为26.99/31.42/36.95亿元，同比增长率分别为10.0%/16.4%/17.6%，对应PE分别为14X/12X/10X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

7 风险提示

1) 油价下跌导致上游资本开支缩减风险。原油价格与油气勘探和开采的利润直接挂钩。原油作为大宗商品，价格受到宏观经济发展、地缘政治、气候等多重因素影响，周期性较强。若油价持续下行或低位震荡，使得油气上游资本开支较为谨慎，石油公司的油气勘探与开采意愿很可能下降，对于油服设备行业景气度产生不利影响，公司的订单和业绩将承压。

2) 北美新客户拓展及新签订单不及预期。公司在北美市场处于高速发展期，若公司在北美市场的拓展进度不及预期，公司业绩增速将受到影响。

3) 汇率风险。公司海外业务所占比重逐渐增加，目前比例将近 50%，未来汇率变动可能会对整体业绩产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,912	14,252	16,377	18,819
营业成本	9,314	9,239	10,549	12,044
营业税金及附加	76	76	87	100
销售费用	536	570	655	753
管理费用	461	470	540	621
研发费用	511	527	606	696
EBIT	2,817	3,262	3,816	4,463
财务费用	-9	125	155	150
资产减值损失	-44	-46	-61	-75
投资收益	140	143	164	188
营业利润	2,932	3,233	3,764	4,426
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	2,930	3,233	3,764	4,426
所得税	436	482	561	659
净利润	2,493	2,751	3,203	3,766
归属于母公司净利润	2,454	2,699	3,142	3,695
EBITDA	3,453	3,922	4,521	5,206

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,799	6,124	6,555	7,362
应收账款及票据	7,997	8,873	10,166	11,682
预付款项	488	1,386	1,582	1,807
存货	5,124	5,086	6,679	8,289
其他流动资产	4,209	4,435	4,560	4,704
流动资产合计	22,618	25,905	29,543	33,844
长期股权投资	240	240	240	240
固定资产	3,255	3,717	4,125	4,497
无形资产	726	726	726	726
非流动资产合计	9,159	9,597	9,895	10,196
资产合计	31,777	35,501	39,438	44,040
短期借款	2,062	2,062	2,062	2,062
应付账款及票据	4,597	4,517	5,157	5,888
其他流动负债	3,039	2,620	2,835	3,083
流动负债合计	9,698	9,198	10,054	11,033
长期借款	1,030	3,230	3,230	3,230
其他长期负债	900	938	938	938
非流动负债合计	1,931	4,168	4,168	4,168
负债合计	11,629	13,366	14,222	15,201
股本	1,024	1,024	1,024	1,024
少数股东权益	827	879	940	1,011
股东权益合计	20,148	22,135	25,215	28,839
负债和股东权益合计	31,777	35,501	39,438	44,040

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.94	2.44	14.91	14.91
EBIT 增长率	31.26	15.80	17.00	16.95
净利润增长率	9.33	9.97	16.42	17.58
盈利能力 (%)				
毛利率	33.05	35.18	35.59	36.00
净利润率	17.64	18.94	19.19	19.63
总资产收益率 ROA	7.72	7.60	7.97	8.39
净资产收益率 ROE	12.70	12.70	12.94	13.28
偿债能力				
流动比率	2.33	2.82	2.94	3.07
速动比率	1.51	1.82	1.84	1.88
现金比率	0.49	0.67	0.65	0.67
资产负债率 (%)	36.60	37.65	36.06	34.52
经营效率				
应收账款周转天数	157.46	165.86	158.69	158.48
存货周转天数	195.07	198.94	200.76	223.69
总资产周转率	0.46	0.42	0.44	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	2.40	2.64	3.07	3.61
每股净资产	18.87	20.76	23.71	27.18
每股经营现金流	1.02	1.27	1.58	1.99
每股股利	0.49	0.12	0.14	0.16
估值分析				
PE	15	14	12	10
PB	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.77	9.49	8.23	7.14
股息收益率 (%)	1.34	0.33	0.38	0.45

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,493	2,751	3,203	3,766
折旧和摊销	636	660	705	744
营运资金变动	-2,196	-2,347	-2,617	-2,827
经营活动现金流	1,049	1,300	1,622	2,035
资本开支	-1,709	-952	-997	-1,037
投资	74	0	0	0
投资活动现金流	-1,206	-1,140	-833	-849
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,161	2,125	0	0
筹资活动现金流	1,237	1,166	-359	-379
现金净流量	1,103	1,326	431	807

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 2010-2024 年前三季度公司收入 (亿元) 及增速.....	7
图 4: 2010-2024 年前三季度公司归母净利润 (亿元) 及增速.....	7
图 5: 2019-2024H1 公司收入结构.....	7
图 6: 2019-2024H1 年公司毛利结构.....	7
图 7: 2019-2024H1 公司分业务毛利率情况.....	8
图 8: 2019-2024 年前三季度公司费用率情况.....	8
图 9: 2014-2024H1 公司国内外收入结构 (%).....	8
图 10: 2014-2024H1 公司国内及海外业务毛利率 (%).....	8
图 11: 油田固井作业主要原理.....	10
图 12: 油田压裂作业主要原理.....	10
图 13: 油田专用设备.....	11
图 14: 油服行业产业链.....	11
图 15: 2017-2022 年全球油田设备和服务市场规模.....	12
图 16: 国际油服市场五大板块占比情况 (2021 年).....	12
图 17: 2014-2022 年中国油田服务市场规模.....	13
图 18: 我国油服市场五大板块占比情况 (2021 年).....	13
图 19: 全球油服产业主要企业市场占比情况 (2021 年).....	13
图 20: 中国油服市场竞争格局 (2020 年).....	13
图 21: 国际油价高位震荡 (美元).....	14
图 22: 美国原油总库存 (亿桶).....	15
图 23: 美国战略石油储备 (亿桶).....	15
图 24: 2008-2022 年全球陆上/海上油气勘探开发投资 (10 亿美元).....	16
图 25: 海外主要油服公司营业收入及情况.....	16
图 26: 2014-2023 年中国能源消费总量及结构.....	17
图 27: 2004-2023 年我国原油对外依存度情况.....	18
图 28: 2004-2023 年我国天然气对外依存度情况.....	18
图 29: 三桶油资本开支 (亿元) 及增速 (%).....	19
图 30: 页岩油全球大区分布 (%).....	20
图 31: 全球各国页岩油分布情况.....	20
图 32: 各国页岩气储量 (万亿立方米).....	20
图 33: 压裂技术示意图.....	21
图 34: 北美钻机数 (部).....	23
图 35: 北美活跃车队数 (支).....	23
图 36: 2023 年全球石油产量分布情况.....	25
图 37: 2023 年全球天然气产量分布情况.....	25
图 38: 2015-2024E 中东地区油气勘探支持.....	26

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司主要业务与产品信息.....	4
表 2: 公司“奋斗者”、“事业合伙人”持股计划.....	6
表 3: 石油勘探开发全流程.....	9
表 4: 中石油、中海油响应“七年行动计划”.....	18
表 5: 我国压裂设备市场空间测算.....	22
表 6: 北美压裂市场空间测算.....	25
表 7: 公司盈利预测假设.....	28
表 8: 可比公司 PE 数据对比.....	28

公司财务报表数据预测汇总.....30

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026