



中海油服 (601808.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

海上油气资本开支持续上行，海上油服或将持续受益

投资逻辑

1、全球油气资本开支下滑，结构性调整海上资本开支上升

2023 年以来全球上游油气勘探开发资本开支达峰并呈现下滑趋势，但是海上油气资本开支维持上升的趋势，北美页岩油及其他陆上油气的资本开支在近几年略有下降。在油气资本开支整体下滑的背景下，海上资本开支占比从 2022 年的 32% 增长至 2025 年的 36%，相应的北美页岩油资本开支占比从 2022 年的 24% 下降至 2025 年的 20%。美国三家龙头油气公司的 CAPEX 从 2021 年的 271.92 亿美元增长至 2025 年的 531.02 亿美元，CAGR 达 18.2%。

2、结构性转变的主要原因在于海上油田的高效低成本

油气资本开支的结构性转变主要是海上油田的开发成本较低，且回报周期及资源量较为可观。从当前全球油田的成本曲线来看，中东地区陆上及海上油田开发成本较低，平均盈亏平衡布油价格分别为 33 美元/桶及 40 美元/桶，其次成本较低的是页岩油和深水油田，平均盈亏平衡布油价格分别为 47 美元/桶和 48 美元/桶，海上油田将成为未来油公司重点投入的方向之一。

3、海上油服景气度上行带来钻井平台日费率持续提升

随着近年海上油气资本开支的高景气度，海上钻井平台的日费率及使用率也随之持续提升：钻井船日费率从 2022 年 12 月的 27.9 万美元增长至 2025 年的 41.0 万美元。半潜式钻井平台 2025 年使用率及日费率均有所回升，半潜式平台日费率达到 30.2 万美元，同比+33.6%；使用率从 42.3% 回升至 57.1%。自升式钻井平台日费率及使用率持续提升，日费率从 2022 年底 8.76 万美元增长至 2025 年底 11.01 万美元，使用率从 75.7% 增长至 83.8%。

盈利预测、估值和评级

我们预测 2026/2027/2028 年公司实现营业收入 524.63/556.48/586.55 亿元，同比+4.3%/+6.1%/+5.4%，归母净利润 42.43/51.01/59.69 亿元，同比+10.5%/+20.2%/+17.0%，对应 EPS 为 0.89/1.07/1.25 元。给予公司 2026 年 22 倍估值，目标股价 19.56 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

油气能源价格及油公司资本开支下降风险，当前美伊冲突对公司在中东地区业务带来的地缘政治风险，自然灾害风险，海外业务发展不及预期风险，汇率波动风险。

石油化工组

分析师：孙羲昱 (执业 S1130525090005)

sunxiyu@gjzq.com.cn

联系人：杨啸

yangxiao@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 15.53 元

目标价 (人民币): 19.56 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	48,302	50,282	52,463	55,648	58,655
营业收入增长率	9.51%	4.10%	4.34%	6.07%	5.40%
归母净利润(百万元)	3,137	3,842	4,243	5,101	5,969
归母净利润增长率	4.11%	22.47%	10.45%	20.21%	17.01%
摊薄每股收益(元)	0.657	0.805	0.889	1.069	1.251
每股经营性现金流净额	2.39	2.43	2.19	2.51	2.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.16%	8.25%	8.72%	9.96%	11.01%
P/E	23.20	17.44	18.60	15.47	13.22
P/B	1.66	1.44	1.62	1.54	1.46

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、海上油田低成本与高效率，带动海上钻井服务景气度上行	4
1.1 全球油气资本开支下滑，结构性调整带来海上勘探开发景气度上行	4
1.2 南美海上项目成为未来非 OPEC 主要的原油供给增长点	5
1.3 海上钻井平台日费率随海上钻探景气度上行而持续提升	6
二、从重资产钻井服务到技术与资产双轨并行的一流油服公司	8
2.1 中海油集团下属的国际一流油田服务公司	8
2.2 从重资产的钻井业务穿越到重技术的油田技术服务	8
三、打造世界一流水平的油田技术服务公司	10
3.1 公司油田技术已迈入世界一流水平	10
3.2 船舶服务景气度与钻井平台业务关联度较高	11
四、盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 投资建议与估值	14
风险提示	15

图表目录

图表 1： 全球上游油气资本开支及预测	4
图表 2： 全球海上及北美页岩油气资本开支及预测	4
图表 3： 2016 年以来全球国际油气公司新增开采油气储量下滑	4
图表 4： 中东陆上及部分海上油田成本较低	5
图表 5： 南美等非 OPEC+ 国家支持着近年主要产量增量	5
图表 6： 美国油气龙头公司资本开支（百万美元）与布油价格关联在减弱	6
图表 7： 钻井船日费率近年持续提升	6
图表 8： 半潜式钻井平台日费率及使用率有所回升	7
图表 9： 自升式钻井平台日费率维持上升趋势	7
图表 10： 公司自升式平台日收入（万美元）及使用率	8
图表 11： 公司半潜式平台日收入（万美元）及使用率	8
图表 12： 公司为国资委直接控股的央企	8
图表 13： 公司与控股股东销售的营收占比	8
图表 14： 公司 2009-2025 年营业收入（亿元）	9
图表 15： 公司 2009-2025 年各业务营收占比	9
图表 16： 公司 2009-2025 年各业务毛利率	9



图表 17: 公司 2009-2025 年钻井平台数	9
图表 18: 公司 2009-2025 年国内外业务营收占比	10
图表 19: 公司 2015-2025 年国内外业务毛利率	10
图表 20: 从式井井眼轨迹示意图	10
图表 21: “璇玑”地下钻井演示图	10
图表 22: 公司主要钻完井液添加剂类型与相应适用情景	11
图表 23: 公司的研发费率在海内外可比公司中较为领先	11
图表 24: 公司主要船舶 2012-2025 年作业天数	12
图表 25: 公司各船舶 2012-2025 年作业天数占比	12
图表 26: 公司单船平均作业天数与布油价格关联较高	12
图表 27: 公司单船作业天数与钻井平台使用率关联较高	12
图表 28: 公司钻井服务业务盈利预测	13
图表 29: 公司船舶服务业务盈利预测	14
图表 30: 公司细分业务营收拆分	14
图表 31: 可比公司估值比较	15



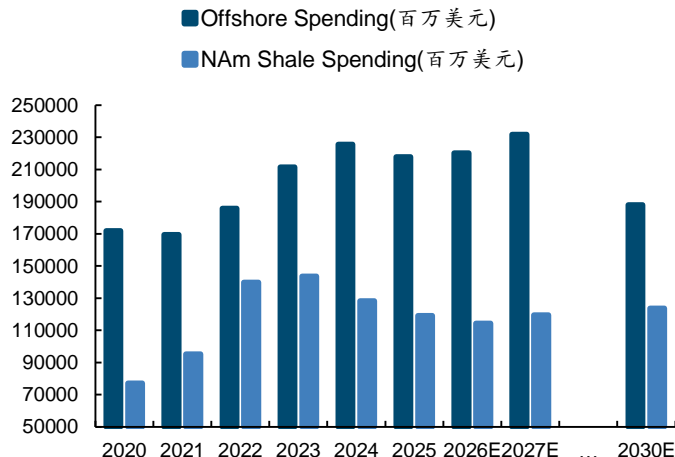
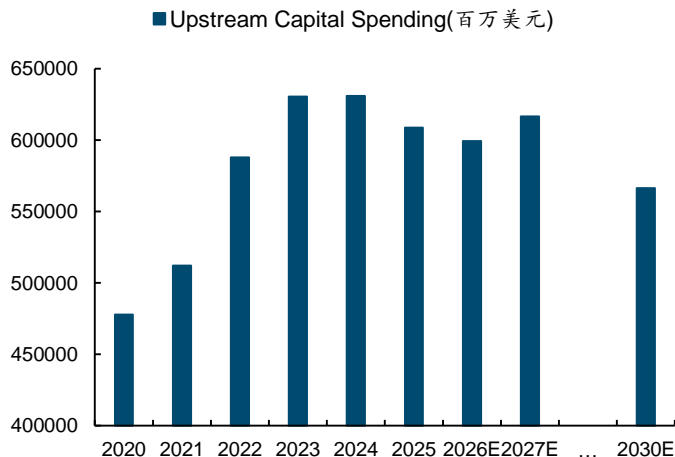
一、海上油田低成本与高效率，带动海上钻井服务景气度上行

1.1 全球油气资本开支下滑，结构性调整带来海上勘探开发景气度上行

2023 年以来全球上游油气勘探开发资本开支达峰并呈现下滑趋势；从资本开支的结构上来看，海上（Offshore）油气资本开支维持上升的趋势，而北美页岩油（NAm Shale）及其他陆上油气的资本开支在近几年略有下降。在油气资本开支整体下滑的背景下，海上资本开支占比从 2022 年的 32% 增长至 2025 年的 36%，相应的北美页岩油资本开支占比从 2022 年的 24% 下降至 2025 年的 20%。上游资本开支的结构性调整也带来了海上油气勘探开发的景气度上行。

图表1：全球上游油气资本开支及预测

图表2：全球海上及北美页岩油气资本开支及预测



来源：Rystad Energy, 国金证券研究所

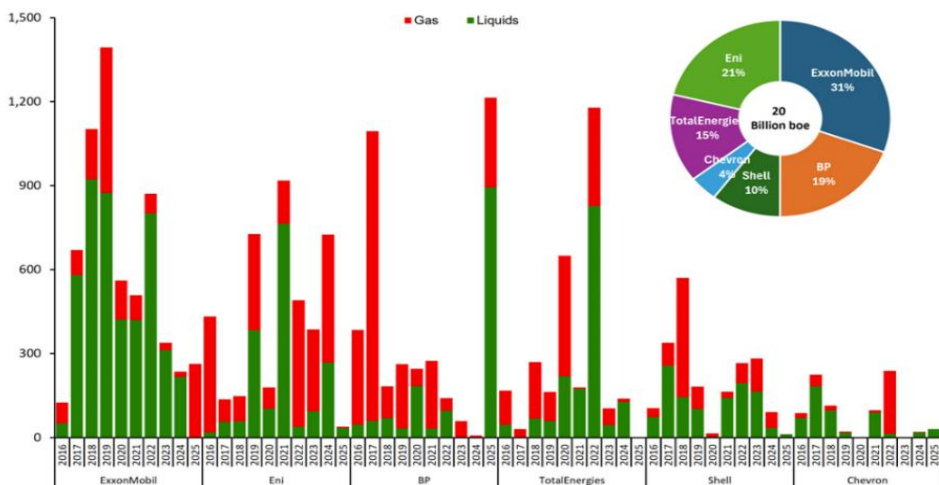
来源：Rystad Energy, 国金证券研究所

而发生这种结构性转变主要是 2024 年起油价下跌，油公司的资本开支纪律优先级明显提升；当前勘探资本开支较 2014 年高油价周期明显下降，这也使得 2016 年以来全球国际石油公司的新增可采油气储量下降。油公司的战略重心进而转向周期短，回报可控的开发项目，聚焦于成熟盆地，而非高风险勘探新区。

图表3：2016 年以来全球国际油气公司新增开采油气储量下滑

百万桶油当量

Figure 2: Discovered volumes for majors
Million barrels of oil equivalent



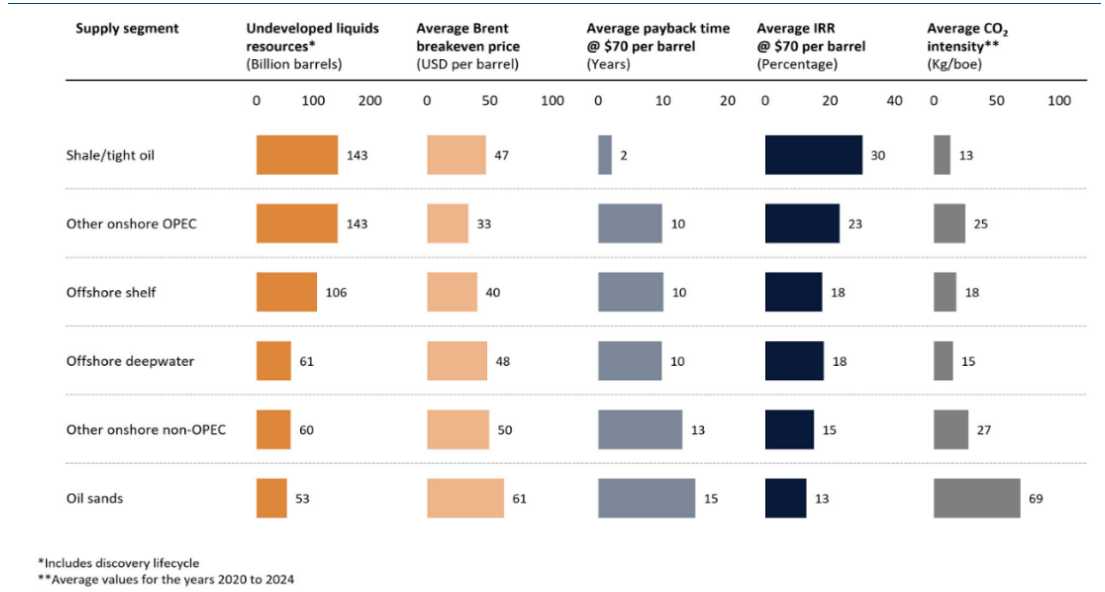
来源：Rystad Energy, 国金证券研究所

从当前全球油田的成本曲线来看，中东地区陆上及海上油田开发成本较低，平均盈亏平衡布油价格分别为 33 美元/桶及 40 美元/桶，其次成本较低的是页岩油和深水油田，平均盈亏平衡布油价格分别为 47 美元/桶和 48 美元/桶。油公司优先选择将资本开支投入于生



产效率较高的区块，除了中东地区政治因素等限制外，海上油田将成为未来油公司重点投入的方向之一。

图表4：中东陆上及部分海上油田成本较低

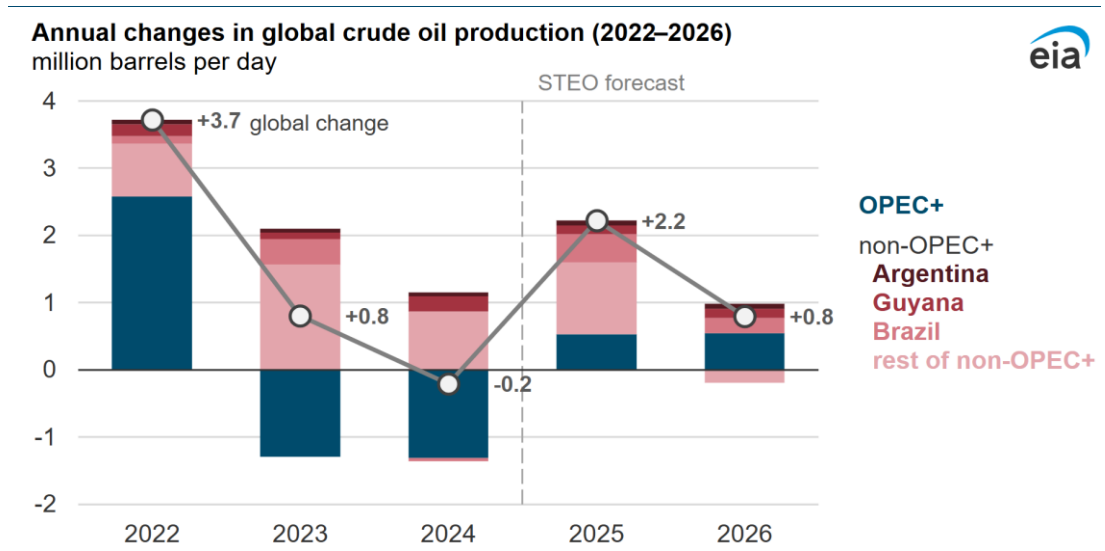


来源：Rystad Energy, 国金证券研究所

1.2 南美海上项目成为未来非 OPEC 主要的原油供给增长点

根据 EIA 预测，2026 年全球原油产量将增加 80 万桶/天，其中巴西、圭亚那和阿根廷的原油供应增量占 40 万桶/天；自 2023 年以来，全球原油产量增长主要由 OPEC+ 以外的国家推动。巴西 2025 年原油产量显著增长得益于 Bacalhau 油田启动的 FPSO 船启动，预计 2026 年随着 Buzios 油田启动两艘新的 FPSO 船，原油产量增量将达到 20 万桶/天。圭亚那在 2020 年至 2025 年间原油产量增长近 10 倍，产量增量主要集中在海上 Stabroek 区块项目主要由埃克森美孚、赫斯和中海油合作运营管理；与巴西类似，2026 年圭亚那预计将开发更多的 FPSO 船来支撑产量的提升，预计产量增量将达到 14 万桶/日。

图表5：南美等非 OPEC+ 国家支持着近年主要产量增量



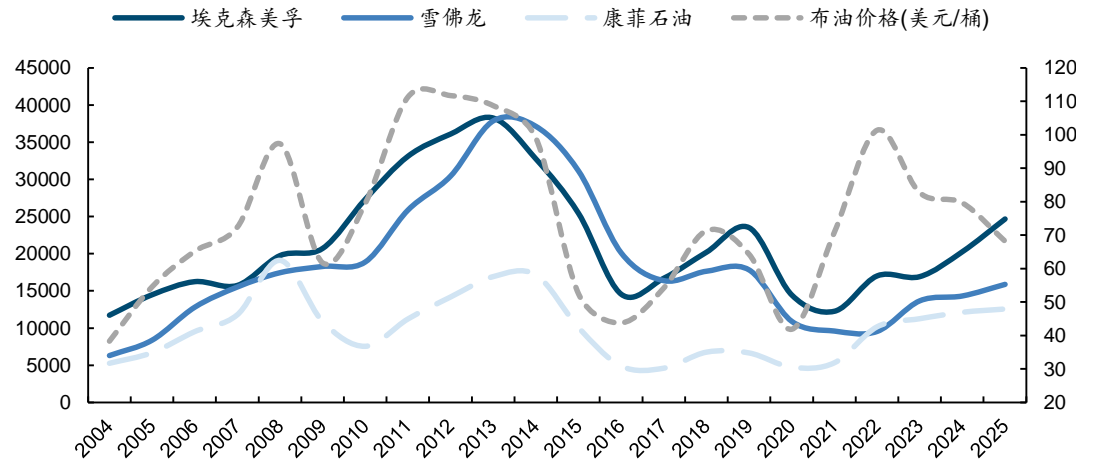
来源：EIA, 国金证券研究所

海上油田项目成本较低，生产效率较高，是未来中短期油公司开发和生产的重点；同时伴随着优质油气资源的日益枯竭，抢占优质油气战略资源，即使在 2024-2025 年油价下行的年份，提高资本开支争夺、勘探发现优质油气项目也逐步成为行业共识。从美国油气龙头公司的 CAPEX 数据来看，埃克森美孚、雪佛龙、康菲石油三家油气巨头的 CAPEX 从 2021 年的 271.92 亿美元增长至 2025 年的 531.02 亿美元，CAGR 达 18.2%；未来油公司继续加大资本开支力度的可能性较大，即使原油的中枢价格可能下行，但是资本开支依旧能维持



上游油服行业的景气。

图表6: 美国油气龙头公司资本开支 (百万美元) 与布油价格关联在减弱

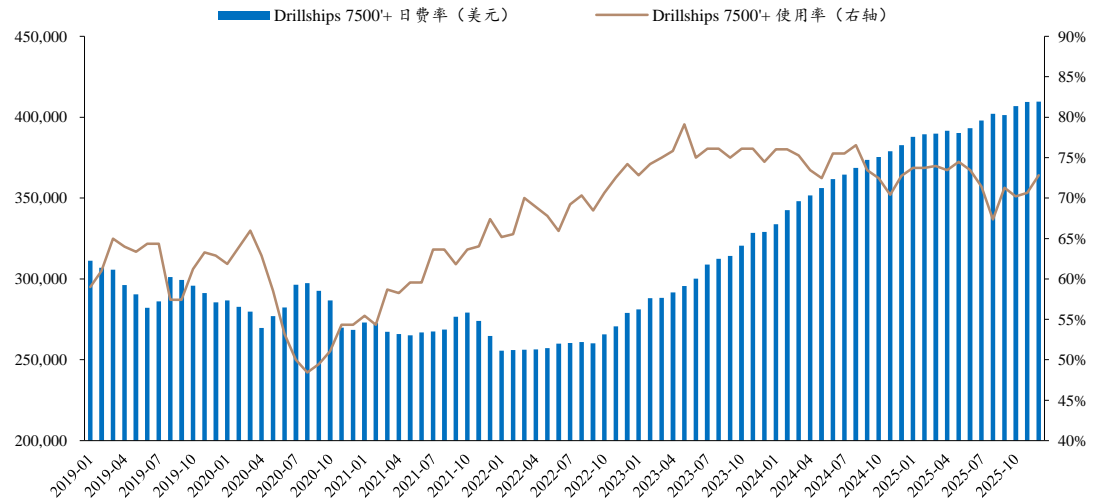


来源: 各公司年报, iFind, 国金证券研究所

1.3 海上钻井平台日费率随海上钻探景气度上行而持续提升

随着近年海上油气资本开支的高景气度, 海上钻井平台的日费率及使用率也随之持续提升: 钻井船 (Drillships) 日费率从 2022 年 12 月的 27.9 万美元增长至 2025 年的 41.0 万美元, CAGR 达到 13.7%。半潜式钻井平台 (SemiSub) 2025 年使用率及日费率均有所回升, 截至 2025 年底, 半潜式平台日费率达到 30.2 万美元, 同比+33.6%; 使用率从 42.3% 回升至 57.1%。自升式钻井平台 (Jackup) 日费率及使用率持续提升, 日费率从 2022 年底 8.76 万美元增长至 2025 年底 11.01 万美元, 使用率从 75.7% 增长至 83.8%。

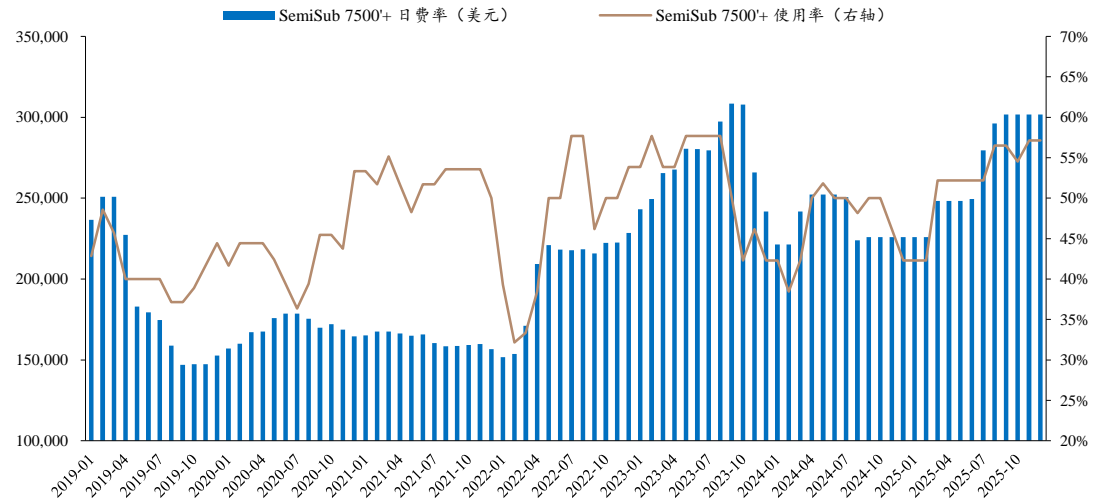
图表7: 钻井船日费率近年持续提升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

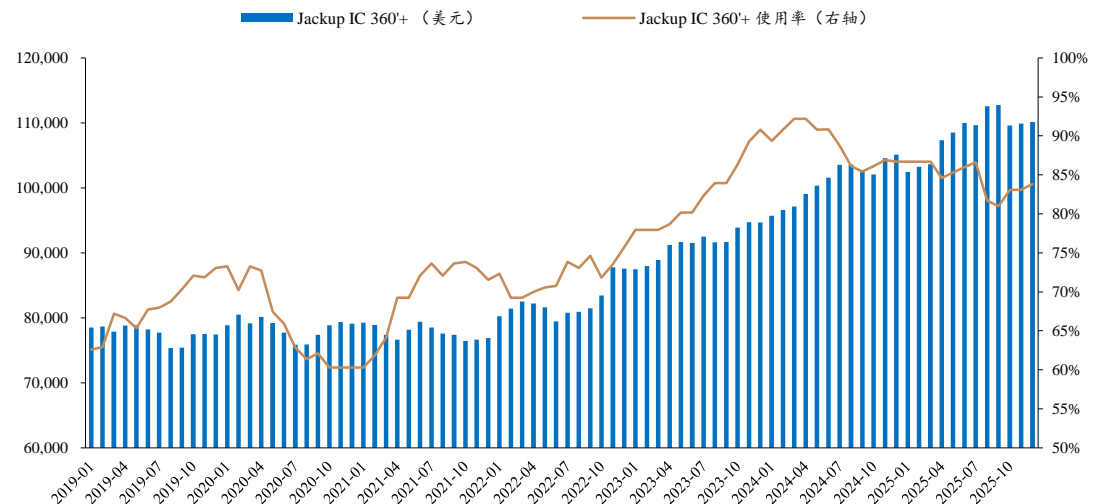


图表8：半潜式钻井平台日费率及使用率有所回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表9：自升式钻井平台日费率维持上升趋势

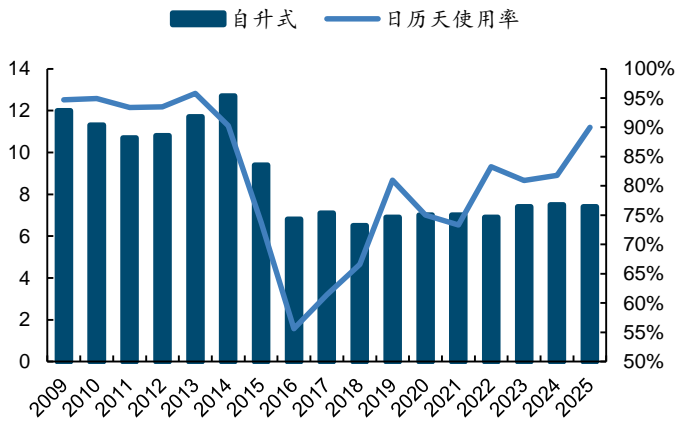


来源：Bloomberg，国金证券研究所

从公司钻井平台日收入数据来看，2023 年以来自升式及半潜式平台日收入均有所提高，而平台使用率则逐年迅速提高；公司自升式平台日历史使用率 2025 年 H1 达到 93.4%，处于历史较高水平，逼近 2012-2014 年油服超高景气周期的使用率；半潜式平台日历史使用率 2025 年 H1 也达到 84.0%也位于历史较高分位。公司钻井平台使用率已经达到 2016 年以来的历史最高值，随着未来几年海上勘探资本开支的提升，以及油气资源的战略重要性的提升，海上钻井业务将持续处于高景气度区间。

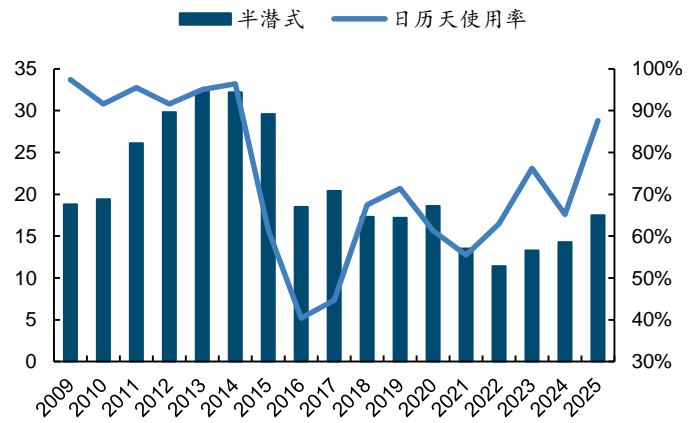


图表10: 公司自升式平台日收入(万美元)及使用率



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表11: 公司半潜式平台日收入(万美元)及使用率



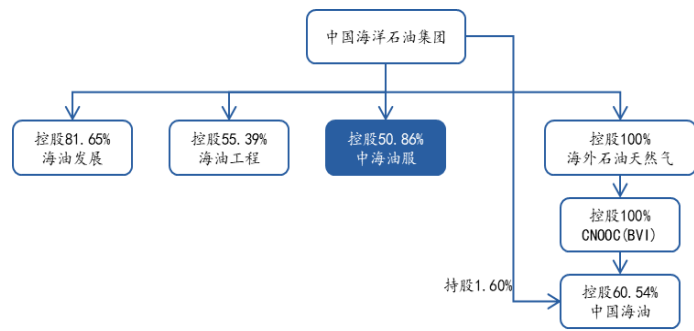
来源: 公司年报, 国金证券研究所

二、从重资产钻井服务到技术与资产双轨并行的一流油服公司

2.1 中海油集团下属的国际一流油田服务公司

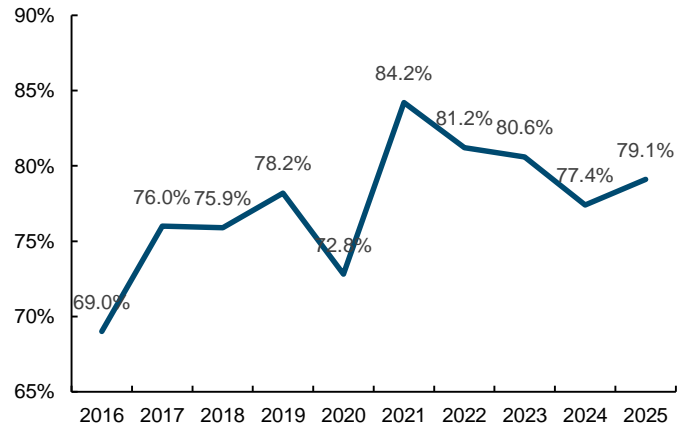
公司控股股东为国资委直属的中国海洋石油集团有限公司(以下简称中海油集团),集团内部有多家上市主体,包括中海油服、海油发展、海油工程、中国海油等。2001年12月中海油集团将五家从事钻井、油井服务和石油物探的公司合并为中海油服;2008年公司收购了挪威海上钻井承包公司Awilco Offshore ASA,拓展了公司的全球业务;公司在境内主要为中海油集团及集团子公司提供相应的油田服务,中海油集团为公司最大的销售客户,历年关联交易占总营收的比例约为70%-80%,2024年关联交易销售占比为77.4%。

图表12: 公司为国资委直接控股的央企



来源: iFind, 国金证券研究所

图表13: 公司与控股股东销售的营收占比



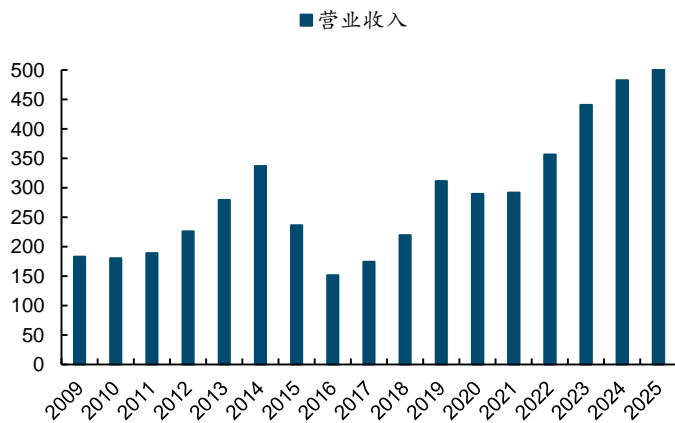
来源: 公司年报, 国金证券研究所

2.2 从重资产的钻井业务穿越到重技术的油田技术服务

公司是全球最具规模的综合型油田服务供应商之一,拥有完整的服务链条和强大的海上石油服务装备群,是全球油田服务行业屈指可数的有能力提供一体化服务的供应商之一。公司的服务贯穿石油和天然气勘探、开发及生产的各个阶段,主要业务包括钻井服务、油田技术服务、物探采集和工程勘察服务、船舶服务等。公司共运营和管理物探勘察船13艘(支);钻井装备57座(包括36座自升式钻井平台,12座半潜式钻井平台,3座生活平台,6套模块钻机);近海工作船舶130多艘;拥有自主研发的随钻测井、旋转导向、钻井等超过430台套先进的测井、泥浆、定向井、固井和修井等油田技术服务设备。

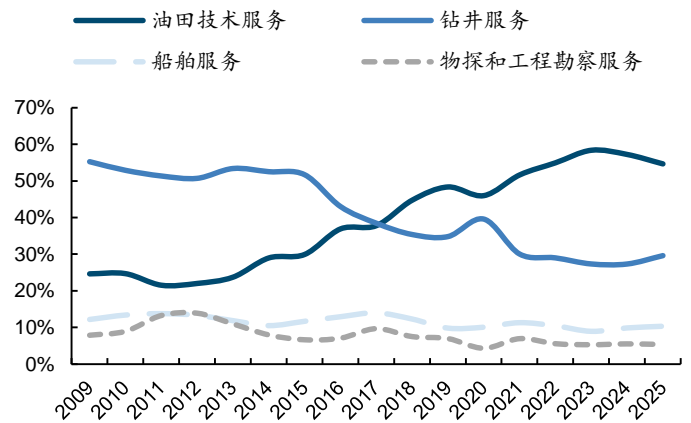


图表14: 公司 2009-2025 年营业收入 (亿元)



来源: iFind, 国金证券研究所

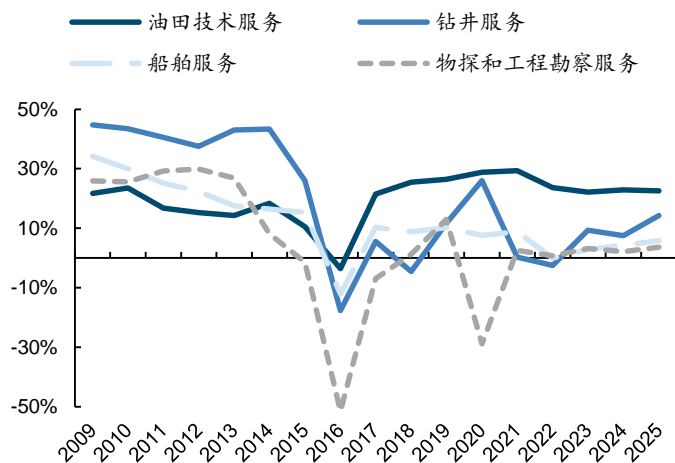
图表15: 公司 2009-2025 年各业务营收占比



来源: iFind, 国金证券研究所

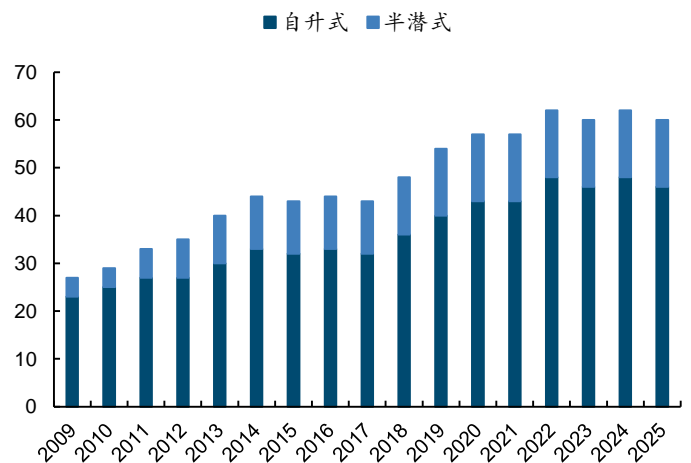
纵观公司自 2009 年以来各业务的营收占比及毛利率变化, 也能充分反映历史上油田服务行业正在发生的重大转变: 钻井服务业务在 2010-2014 年高景气度区间营收占比较高, 业务毛利率也领先较多, 但是钻井业务属于重资产型业务, 仅仅是提供钻井平台的使用; 随着后续油价回落行业景气度下行, 以及油田服务行业的资产收购整合集中度提高, 公司钻井平台数量的快速提升带来的高折旧成本, 使得钻井服务行业整体的毛利率下行和公司钻井服务业务的利润空间收窄。因此公司为了应对行业产生的变化及提高公司长期的竞争实力, 油田技术服务业务的营收占比逐步上升, 超过钻井服务业务成为公司最大的业务, 同时油田技术服务业务的毛利率也有所提高, 成为公司利润中流砥柱的业务。油田技术服务业务相比于钻井服务业务属于轻资产业务, 重在提供先进的油气勘探开采技术, 具有较强的先进性和不可替代性, 将会是未来油服公司的长期核心竞争力与壁垒。

图表16: 公司 2009-2025 年各业务毛利率



来源: iFind, 国金证券研究所

图表17: 公司 2009-2025 年钻井平台数

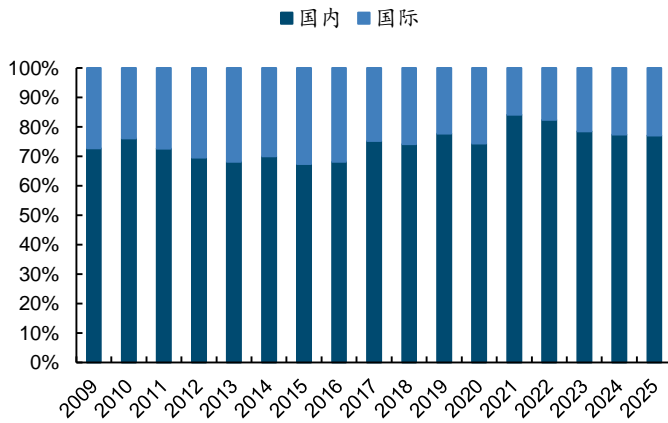


来源: 公司年报, 国金证券研究所

公司海内外业务营收占比较为稳定, 国内业务营收多年维持在 70%-80%; 毛利率方面, 2016 年以后公司国内业务毛利率超过国际业务, 也与全球钻井服务业务利润收缩和公司大力发展油田技术服务业务有关。

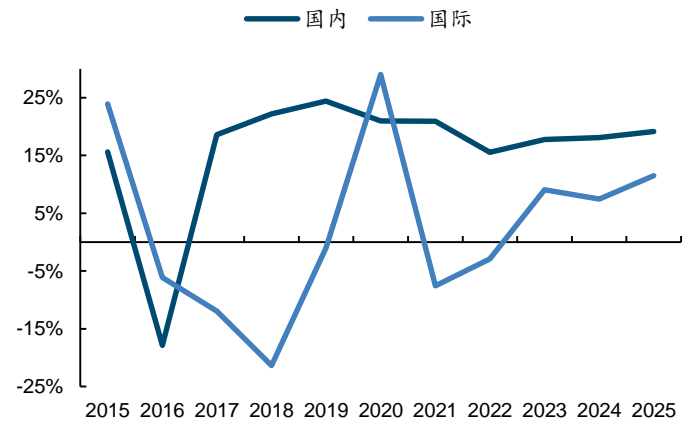


图表18: 公司 2009-2025 年国内外业务营收占比



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表19: 公司 2015-2025 年国内外业务毛利率



来源: iFinD, 国金证券研究所

三、打造世界一流水平的油田技术服务公司

3.1 公司油田技术已迈入世界一流水平

公司的油田技术服务业务主要是为客户提供完整的油田技术服务,包括但不限于测井、钻井液、定向井、固完井、修井、增产和资料集成等服务。相比于钻井服务业务,油田技术服务相对轻资产,主要提供先进的技术设备和优秀专业的团队,可以反映公司的核心竞争力与行业壁垒。

①测井业务方面,“璇玑”是公司研发的具有自主知识产权的新一代电缆测井系统,于探明和评价油气储量的关键技术;目前“璇玑”已实现谱系化发展,包含 175°C/140MPa 系列、205°C/140MPa 系列和 235°C/175MPa 系列,共计 52 类、161 种仪器,具备从常规储层到非常规储层、从浅层到深层的综合全面的储层评价技术体系,整体技术实力达到世界一流水平。

图表20: 从式井井眼轨迹示意图



来源: 贵州省监察委员会网站, 国金证券研究所

图表21: “璇玑”地下钻井演示图



来源: 中国自然资源报, 国金证券研究所

“璇玑”是由公司历经十八年精心打造的一套旋转导向和随钻测井系统,能深入地下数千米精准导向油气矿藏,是尖端精密仪器设计制造技术的智慧凝结,并于 2015 年开始商业化作业。该系统具备了旋转钻井条件下,实时调整井眼轨迹的地质导向钻井和随钻测井功能,实现了准确地层评价、低风险井下施工,成为油气勘探开发所必须的核心关键技术,使公司成为全球第四家完全拥有此项技术的公司,让中国成为第二个完整拥有该项技术的国家,填补了国内在高端定向井技术、装备领域的空白。

②钻完井液方面,公司具备一系列先进的水基/非水基钻井液以及钻完井液添加剂,适用于各种不同地区环境的钻井作业,以及不同情景下的定制化针对解决方案: BIODRILL A 水



基钻井液具有低生物毒性、可回收重复利用特点，适用于环境敏感地区作业；THERMDRILL 水基钻井液适用于高温高压窄压力环境下的勘探开发；HEMUL 水基钻井液具有优异的泥页岩抑制性和水合物抑制能力，适用于泥页岩地层、超深水作业；非水基钻井液具备更高的抑制性和稳定性。

图表22：公司主要钻完井液添加剂类型与相应适用情景

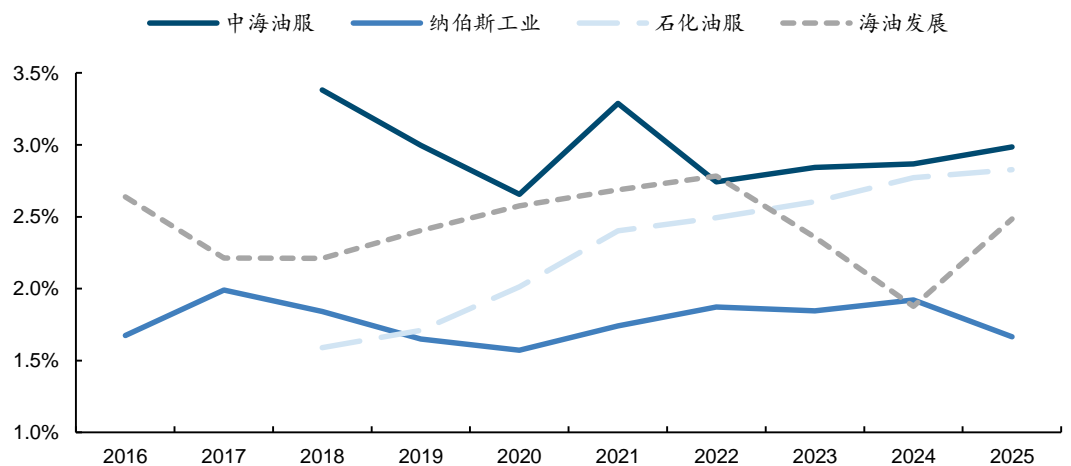
钻完井液添加剂类型	主要用途与解决方案
完修井液处理剂	用于完井阶段，包括有机胺抑制剂、稠油降黏剂等
润湿剂	提高乳液稳定性和固相颗粒润湿性
防漏堵漏剂	封堵漏失地层，保持井筒稳定性
润滑剂	减少钻屑在钻具上聚集和粘附，降低扭矩和摩阻
降滤失剂	减少钻井液的滤失量
表面活性剂	油基钻井液作业管柱清洗
乳化剂	降低油水界面张力，改善固相表面润湿，提高乳化稳定性
封堵剂	降低钻井液漏失，增强泥饼强度，稳定井壁
抑制剂	抑制泥页岩水化分散、膨胀
流型调节剂	用于钻井液的流型调节

来源：公司官网，国金证券研究所

③增产/提高采收率方面，公司经过十余年的发展，围绕调剖/调驱、堵控水、复合解堵等技术需求，建立了十分全面的提高采收率技术体系，业务覆盖渤海、南海东部、南海西部各大油田，并拓展到陆地市场及印尼、伊拉克等海外市场，有效地解决油田开发各阶段稳产、增产问题。例如渤海油田某井组微球调驱作业效果：井组含水由 72% 降至 64%，日产油量由 240 吨/天增加至 320 吨/天；有效期超过 1 年，有效期内累计增油 2.1 万吨，吨剂增油达到 138 吨，投入产出比 1:7.5，经济效益显著。

除此之外，公司还拥有十分完善的固井技术、修井技术、完井技术体系，各项技术跻身世界一流行列，在保持公司的竞争力的同时，也为国家油气能源的供应保驾护航。公司在油田技术上的领先，与公司持续地重视研发投入同样密不可分，公司的研发费率在海内外可比公司中较为领先；持续高水平的研发投入有助于公司加强自主技术能力，摆脱外国企业的技术封锁，推动公司海外市场资质认证，加速国际化布局，建立核心技术壁垒。

图表23：公司的研发费率在海内外可比公司中较为领先



来源：iFinD，国金证券研究所

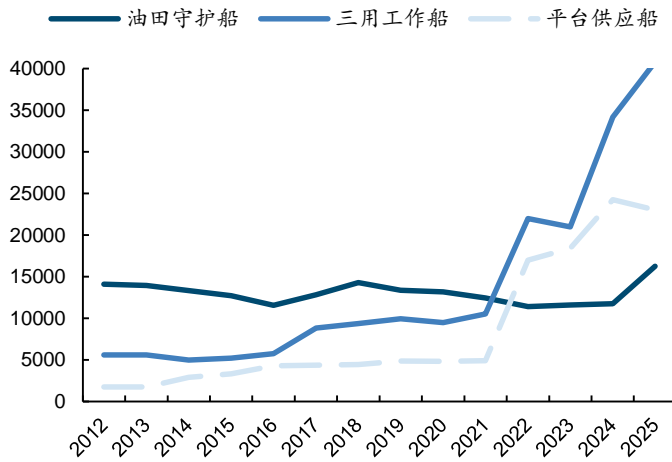
3.2 船舶服务景气度与钻井平台业务关联度较高

公司经营和管理着中国规模最大及功能最齐全的近海工作船船队，截至 2025 年底共运营三用工作船、平台供应船、油田守护船等 240 余艘船，能够为海上石油和天然气的勘探、开发、工程建设和油/气田生产提供全面的作业支持和服务，其中包括各种水深的起抛锚作业、钻井/工程平台（船）拖航、海上运输、油气田守护、消防、救助、海上油污处理

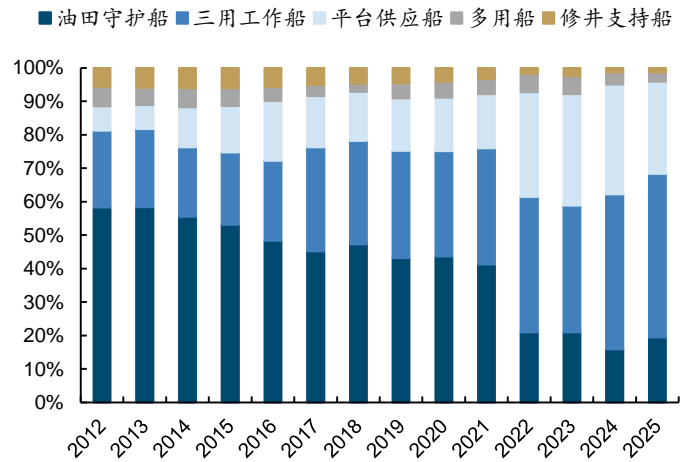


等，可以满足客户的多维度需要。

图表24：公司主要船舶 2012-2025 年作业天数



图表25：公司各船舶 2012-2025 年作业天数占比

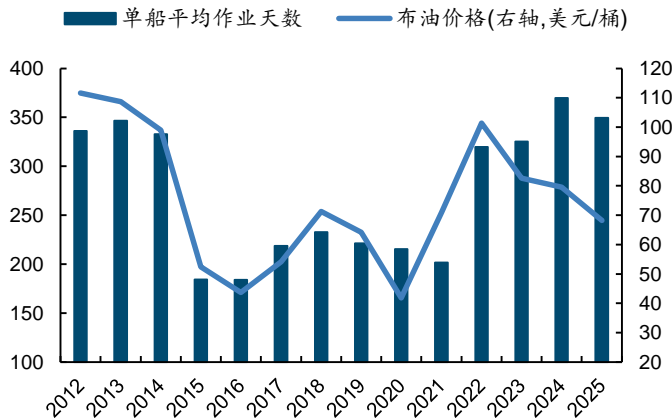


来源：公司年报，国金证券研究所

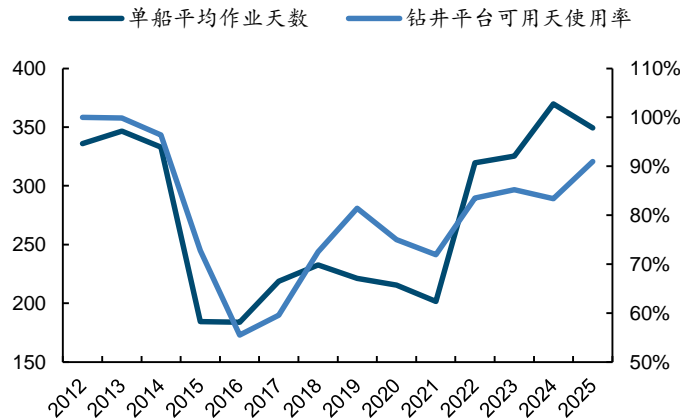
来源：公司年报，国金证券研究所

从公司主要工作船的历史作业天数变化来看，2021 年之前主要以油田守护船的作业为主，三用工作船及平台供应船缓慢增长；21 年之后三用工作船和平台供应船的作业天数迅速增长，超过油田守护船成为主要的作业工作船种，2025 年三用工作船和平台供应船作业天数占比分别达到 48.6%和 27.4%，而油田守护船作业天数占比仅有 19.4%。各船种作业天数的变化主要原因是 2020 年之后油价回升，带来油服行业整体的景气度回升；同时公司 2018 年起自升式及半潜式钻井平台数量进入上升期，对应的钻井平台服务船的作业天数因此也迅速提升。从公司历史上工作船单船平均作业天数的数据可以看到，船舶服务业务的景气度与油公司资本支出、国际布伦特原油价格以及公司自身钻井平台使用率关联度较高，工作船大部分是依附于钻井平台进行作业。

图表26：公司单船平均作业天数与布油价格关联较高



图表27：公司单船作业天数与钻井平台使用率关联较高



来源：公司年报，iFind，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

在物探采集和工程勘察服务业务方面，公司是中国近海物探采集、工程勘察服务的主要供应商，是全球地球物理勘探的有力竞争者和高效优质服务的提供者。截至 2025 年底，公司拥有 5 艘拖缆物探船、5 艘海底地震物探船和 4 艘综合性海洋工程勘察船。为客户提供包括但不限于宽方位、宽频、高密度地震采集服务，海底电缆和海底节点多分量地震采集服务，综合海洋工程勘察等服务。

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

①公司钻井服务业务得益于当前自升式/半潜式钻井平台日费率及使用率的提升，业务营



收核心公式为：

$$\text{营收} = \text{自升式作业天数} \times \text{自升式日费率} + \text{半潜式作业天数} \times \text{半潜式日费率}$$

在我们的盈利预测模型中，平均日收入为自升式平台及半潜式平台日费率的加权平均，代表每个平台每运营一天的收入；平均日收入与平均日历史使用率相乘即得到平均日历史收入（平均日历史使用率为两种平台日历史使用率的加权平均），代表每个平台平均每天的收入，与毛利率数据即可得到理论的日历史成本。

由于当前下游油公司的资本开支持续向上，带动国际油服行业景气度持续提升，所以我们预计公司未来钻井平台日历史使用率和日费率均有所提升，但是考虑到2026年初由于美伊冲突导致霍尔木兹海峡封锁，导致未来中东相关油气及上游行业具备一定的不确定性，因此综合预测公司26年有效的自升式平台数可能会有所下降到约44台，日历史使用率也下降至约85%，随着地缘冲突的缓和后续平台数和日历史使用率将逐步恢复正常。此外由于钻井平台的运营成本多为固定成本，成本变动变化较小，日费率和日历史使用率的提升均有助于钻井平台毛利率的提升。因此我们预计2026-2028年公司钻井服务业务营收147.68/158.14/165.90亿元，毛利率为14.74%/17.57%/21.53%。

图表28：公司钻井服务业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
实际营收（百万元）	8779	10346	12068	13207	14898	14768	15814	16590
作业天数	11383	13605	13830	14160	15109	13651	14607	15768
自升式								
日历史使用率	73.3%	83.3%	80.9%	81.8%	90.0%	85.0%	87.0%	90.0%
平台数	43	48	46	48	46	44	46	48
日费率（万美元/天）		6.9	7.4	7.5	7.4	7.5	7.6	7.7
半潜式								
作业天数	2699	3122	3896	3342	4251	4497	4548	4599
日历史使用率	55.5%	63.0%	76.2%	65.2%	87.6%	88.0%	89.0%	90.0%
平台数	14	14	14	14	14	14	14	14
日费率（万美元/天）	13.5	11.4	13.3	14.3	17.5	17.6	17.8	18.0
理论收入（百万美元）	1161	1295	1542	1540	1862	1815	1920	2041
实际营收/理论收入	7.56	7.99	7.83	8.58	8.00	8.14	8.24	8.12
毛利率	0.31%	-2.47%	9.29%	7.46%	14.30%	14.74%	17.57%	21.53%
平均日收入（万美元/天）	8.2	7.8	8.7	8.8	9.6	9.9	10.0	10.0
平均日历史使用率	69.1%	78.5%	79.9%	78.0%	88.4%	85.7%	87.5%	90.0%
理论成本（万美元/天）	5.65	6.28	6.26	6.39	7.42	7.42	7.42	7.42

来源：公司年报，国金证券研究所

②公司油田技术服务业务营收持续保持增长势头，技术类业务同样成本较为固定；公司该业务过去几年稳定增长，2021-2025年CAGR达14.55%。预计未来三年油田技术服务业务营收保持稳定增长，分别为288.68/303.11/318.27亿元，毛利率为22.54%/22.68%/22.61%。

③从公司历史上工作船单船平均作业天数的数据可以看到，船舶服务业务的景气度与油公司资本支出、国际布伦特原油价格以及公司自身钻井平台使用率关联度较高，工作船大部分是依附于钻井平台进行作业，因此公司船舶服务业务景气度与钻井平台业务关联较为密切。随着未来三年钻井平台业务景气度上行，预计公司单船平均作业天数未来三年依旧有所提升，船舶业务毛利率随平台日费率及单船平均作业天数提升同步略有提升，同时工作船总量持续提升。因此预计船舶服务业务未来三年实现营收60.00/65.54/71.21亿元，毛利率为6.50%/7.00%/7.50%。


图表29：公司船舶服务业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营收（百万元）	3307	3725	3944	4769	5198	6000	6554	7121
合计工作天数	30223	54335	55292	73959	83851	91000	99400	10800
工作船总量	150	170	170	200	240	260		300
单船平均作业天数	201	320	325	370	349	350	355	360
平均日收入（万元/天）	10.94	6.86	7.13	6.45	6.20	6.59	6.59	6.59
毛利率	8.82%	-0.07%	2.91%	4.28%	5.75%	6.50%	7.00%	7.50%

来源：公司年报，国金证券研究所

④公司物探和工程勘探服务营收多年来增长较为稳定，因此预计未来三年物探和工程勘探服务业务营收保持稳定增长，分别为 28.28/29.69/31.17 亿元，毛利率保持稳定。

图表30：公司细分业务营收拆分

板块		2024	2025	2026E	2027E	2028E
油田技术服务	营收（亿元）	276.55	274.93	288.68	303.11	318.27
	yoy	7.37%	-0.59%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	22.90%	22.61%	22.54%	22.68%	22.61%
钻井服务	营收（亿元）	132.07	148.98	147.68	158.14	165.90
	yoy	9.44%	12.80%	-0.88%	7.08%	4.91%
	毛利率	7.46%	14.30%	14.74%	17.57%	21.53%
船舶服务	营收（亿元）	47.69	51.98	60.00	65.54	71.21
	yoy	20.90%	9.00%	15.43%	9.23%	8.65%
	毛利率	4.28%	5.75%	6.50%	7.00%	7.50%
物探和工程勘探服务	营收（亿元）	26.70	26.93	28.28	29.69	31.17
	yoy	14.14%	0.86%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	2.12%	3.58%	3.58%	3.58%	3.58%
合计	营收（亿元）	483.02	502.82	524.63	556.48	586.55
	yoy	9.51%	4.10%	4.34%	6.07%	5.40%
	毛利率	15.69%	17.39%	17.49%	18.36%	19.46%

来源：iFinD，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

我们预测 2026/2027/2028 年公司实现营业收入 524.63/556.48/586.55 亿元，同比 +4.3%/+6.1%/+5.4%，归母净利润 42.43/51.01/59.69 亿元，同比 +10.5%/+20.2%/+17.0%，对应 EPS 为 0.89/1.07/1.25 元。给予公司 2026 年 22 倍估值，目标股价 19.56 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。


图表31：可比公司估值比较

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE		
			2024	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
002353.SZ	杰瑞股份	100.41	2.57	3.03(E)	3.66	4.34		27.46	23.13	
600968.SH	海油发展	4.45	0.36	0.38	0.44	0.47	0.52	10.17	9.39	8.62
000039.SZ	中集集团	11.22	0.55	0.04	0.60	0.79	0.96	18.03	13.77	11.35
	平均值		1.16	1.15	1.57	1.87	0.74	18.56	15.43	9.99
	中位数		0.55	0.38	0.60	0.79		18.03	13.77	
601808.SH	中海油服	15.53	0.66	0.81	0.89	1.07	1.25	18.60	15.47	13.22

来源：iFinD，国金证券研究所（可比公司估值为 iFinD 一致预测均值，数据截至 2026 年 4 月 1 日收盘，杰瑞股份 2025 年数据为 iFinD 一致预期）

风险提示

- 1、油气能源价格及油公司资本开支下降风险：油服行业作为油气开采的上游行业，行业景气度与上游油公司未来的资本开支强度以及国际原油价格关联性较强。当未来国际油气能源价格大幅下降带来油公司资本开支减少时，会使公司业绩不及预期。
- 2、地缘政治风险：根据公司年报披露，公司在沙特、科威特、伊拉克等中东地区存在子公司及海外业务，当前美伊冲突带来的地缘政治风险以及霍尔木兹海峡的封锁可能会使得公司的在该地区钻井的日常作业受到影响甚至暂停。
- 3、台风地震等自然灾害风险：公司钻井平台及工作船舶在海上进行作业，当遇到台风及地震等自然灾害时，会使得平台及船舶作业天数减少，影响公司正常的生产经营。
- 4、海外业务发展不及预期风险：国际油公司的资本开支较为审慎，同时当前国际油服行业集中度持续提高，油服行业竞争依旧激烈，海外钻井平台作业费率及使用率的下降会使公司业绩不及预期。
- 5、汇率波动风险：公司海外营业收入占总收入的约二成，货币汇率大幅波动会对公司业绩带来一定影响。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	44,109	48,302	50,282	52,463	55,648	58,655
增长率		9.5%	4.1%	4.3%	6.1%	5.4%
主营业务成本	-37,104	-40,722	-41,540	-43,288	-45,428	-47,241
%销售收入	84.1%	84.3%	82.6%	82.5%	81.6%	80.5%
毛利	7,005	7,579	8,742	9,175	10,219	11,414
%销售收入	15.9%	15.7%	17.4%	17.5%	18.4%	19.5%
营业税金及附加	-66	-83	-72	-73	-78	-82
%销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-6	-3	-4	-5	-6	-6
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-1,036	-1,133	-1,067	-1,112	-1,180	-1,243
%销售收入	2.3%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-1,254	-1,385	-1,501	-1,569	-1,664	-1,754
%销售收入	2.8%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	4,643	4,975	6,098	6,416	7,292	8,329
%销售收入	10.5%	10.3%	12.1%	12.2%	13.1%	14.2%
财务费用	-853	-624	-996	-633	-392	-310
%销售收入	1.9%	1.3%	2.0%	1.2%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-67	25	-230	-65	-65	-65
公允价值变动收益	71	43	13	0	0	0
投资收益	193	220	219	219	219	219
%税前利润	4.6%	4.7%	4.3%	3.8%	3.2%	2.7%
营业利润	4,262	4,836	5,263	5,936	7,054	8,172
营业利润率	9.7%	10.0%	10.5%	11.3%	12.7%	13.9%
营业外收支	-19	-168	-149	-150	-150	-150
税前利润	4,243	4,667	5,114	5,786	6,904	8,022
利润率	9.6%	9.7%	10.2%	11.0%	12.4%	13.7%
所得税	-960	-1,268	-1,054	-1,192	-1,423	-1,653
所得税率	22.6%	27.2%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%
净利润	3,283	3,399	4,060	4,593	5,481	6,369
少数股东损益	269	262	218	350	380	400
归属于母公司的净利润	3,013	3,137	3,842	4,243	5,101	5,969
净利率	6.8%	6.5%	7.6%	8.1%	9.2%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,283	3,399	4,060	4,593	5,481	6,369
少数股东损益	269	262	218	350	380	400
非现金支出	5,677	6,310	7,294	5,774	6,186	6,585
非经营收益	661	355	781	291	231	220
营运资金变动	2,529	1,337	-562	-194	61	-6
经营活动现金净流	12,149	11,401	11,573	10,464	11,959	13,167
资本开支	-9,372	-6,015	-5,864	-4,229	-4,850	-4,850
投资	1,598	510	441	0	0	0
其他	193	312	166	219	219	219
投资活动现金净流	-7,581	-5,193	-5,256	-4,010	-4,631	-4,631
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-1,382	-4,549	-2,057	7,230	0	0
其他	-1,901	-1,916	-1,987	-2,572	-2,850	-3,272
筹资活动现金净流	-3,284	-6,465	-4,045	4,658	-2,850	-3,272
现金净流量	1,350	-286	2,232	11,112	4,477	5,263

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,539	5,974	7,578	18,372	22,622	27,722
应收款项	14,703	14,407	15,094	15,393	16,328	17,210
存货	2,370	2,296	2,429	2,467	2,589	2,692
其他流动资产	6,658	5,989	6,098	6,209	6,219	6,227
流动资产	30,270	28,666	31,199	42,441	47,757	53,851
%总资产	36.4%	34.6%	36.9%	45.2%	48.8%	52.8%
长期投资	1,064	1,194	1,259	1,259	1,259	1,259
固定资产	46,267	47,574	46,243	44,762	42,946	40,793
%总资产	55.6%	57.4%	54.7%	47.6%	43.9%	40.0%
无形资产	3,264	3,480	3,434	3,923	4,331	4,673
非流动资产	52,976	54,281	53,264	51,501	50,015	48,130
%总资产	63.6%	65.4%	63.1%	54.8%	51.2%	47.2%
资产总计	83,246	82,948	84,463	93,943	97,772	101,981
短期借款	5,890	10,330	10,168	18,000	18,000	18,000
应付款项	13,760	15,955	16,372	16,835	17,668	18,373
其他流动负债	3,714	3,318	2,979	2,836	3,114	3,381
流动负债	23,365	29,603	29,519	37,671	38,782	39,755
长期贷款	2,806	1,675	3,505	3,505	3,505	3,505
其他长期负债	14,819	7,245	4,287	3,165	2,953	2,805
负债	40,990	38,523	37,312	44,342	45,241	46,065
普通股股东权益	41,643	43,797	46,573	48,673	51,223	54,207
其中：股本	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772	4,772
未分配利润	22,586	24,721	27,463	29,584	32,135	35,119
少数股东权益	613	627	578	928	1,308	1,708
负债股东权益合计	83,246	82,948	84,463	93,943	97,772	101,981

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.631	0.657	0.805	0.889	1.069	1.251
每股净资产	8.727	9.179	9.760	10.201	10.735	11.360
每股经营现金净流	2.546	2.389	2.425	2.193	2.506	2.759
每股股利	0.210	0.231	0.000	0.445	0.534	0.625
回报率						
净资产收益率	7.24%	7.16%	8.25%	8.72%	9.96%	11.01%
总资产收益率	3.62%	3.78%	4.55%	4.52%	5.22%	5.85%
投入资本收益率	5.65%	5.86%	7.68%	6.96%	7.60%	8.32%
增长率						
主营业务收入增长率	23.70%	9.51%	4.10%	4.34%	6.07%	5.40%
EBIT 增长率	87.71%	7.16%	22.58%	5.20%	13.66%	14.22%
净利润增长率	28.08%	4.11%	22.47%	10.45%	20.21%	17.01%
总资产增长率	7.85%	-0.36%	1.83%	11.22%	4.08%	4.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	117.1	106.5	105.3	105.3	105.3	105.3
存货周转天数	24.3	20.9	20.8	20.8	20.8	20.8
应付账款周转天数	118.4	128.5	137.3	137.3	137.3	137.3
固定资产周转天数	360.1	333.1	307.7	281.6	250.7	221.8
偿债能力						
净负债/股东权益	23.28%	12.77%	5.71%	-0.54%	-8.60%	-17.20%
EBIT 利息保障倍数	5.4	8.0	6.1	10.1	18.6	26.8
资产负债率	49.24%	46.44%	44.18%	47.20%	46.27%	45.17%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	7	13	16	17	32
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.07	1.06	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究