

杰瑞股份（002353）

油服龙头海外增长亮眼，第二增长极落地可期

买入（维持）

2024 年 02 月 20 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书：S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2,025E
营业总收入（百万元）	8,776	11,409	13,908	16,089	18,435
同比	5.80%	30.00%	21.90%	15.68%	14.58%
归母净利润（百万元）	1,586	2,245	2,462	2,972	3,461
同比	-6.17%	41.54%	9.69%	20.70%	16.44%
EPS-最新摊薄（元/股）	1.55	2.19	2.41	2.90	3.38
P/E（现价&最新摊薄）	18.43	13.02	11.87	9.83	8.45

关键词：#出口导向 #第二曲线

投资要点

■ 杰瑞股份：民营油气设备及服务龙头，订单及业绩趋势回暖

杰瑞股份为国内民营油气设备及服务龙头，以压裂设备为核心的装备制造为公司利润的主要来源。从财务表现看，2023 年前三季度公司收入/归母净利润 87.6/15.6 亿元，同比+23.1%/+4.6%，毛利率 34%、净利率 18%，2023H1 公司新增订单/存量订单 60/90 亿元，同比-16%/+6%。海外业务增长亮眼，2023H1 公司海外收入占比 46%，同比增长 78%，主要出口地区包括中东及北美。公司业绩核心跟踪变量为宏观油价、中观行业资本开支及微观订单情况，结合公司国内外拓展情况，我们判断公司订单及业绩趋势回暖。

■ 基本盘：主业稳健向上，受益一带一路合作、国内非常规油气开发

公司基本盘主要分为国内及中东市场，主业稳健向上，具体来看：①国内市场：受益国内非常规油气开采+压裂设备电动化趋势，2023 年国内压裂设备市场 83 亿元，预计 2023-2025 年国内电驱压裂设备市场为 15/20/23 元，复合增速 24%。公司国内柴驱压裂份额约 35%，而电驱压裂份额达 80%-90%以上，电动化趋势下公司市场地位强化、销售结构改善。②中东地区：受益“一带一路”油气合作深化。2022 年 12 月习近平主席出席首届中阿国家峰会，就扩大原油、天然气领域合作达成共识。公司与沙特阿美、阿布扎比国家石油公司、科威特国家石油公司等大客户长期合作，装备及油服市占率逐年提升。

■ 增长极：北美市场电驱压裂拓展加速，第二增长极落地可期

北美为全球最大压裂设备市场，2023 年底北美压裂设备保有量为 1750 万 HHP，存量压裂设备占全球 70%以上，十年寿命替换下迎来更新替换浪潮，以电驱、涡轮压裂等新技术替代传统柴驱成为一大方向。2023-2025 年北美压裂设备市场规模 216/298/286 亿元，其中电驱+涡轮压裂设备市场分别为 10/25/37 亿元，远期市场规模达到 127 亿元。公司电驱、涡轮压裂设备全球竞争力远高于柴驱，核心零部件柱塞泵单机单泵 7000HHP（水马力），领先竞争对手 3-5 年。2023 年底公司落地首套北美电驱压裂设备订单，北美拓展迎来收获期。整体来看，我们认为北美业务可视为公司看涨期权，第二增长极落地可期。

■ 盈利预测与投资评级：公司主业稳健向上，第二增长极北美市场落地加速，看好公司业绩兑现带来的估值弹性。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 25/30/35 亿元，对应估值为 11.9/9.9/8.5 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：原油价格下行风险；下游资本开支不及预期；市场竞争加剧；国内页岩油气拓展进程缓慢；北美市场拓展不及预期；汇率变动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.55
一年最低/最高价	23.04/33.36
市净率(倍)	1.59
流通 A 股市值(百万元)	19,797.58
总市值(百万元)	29,231.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	17.96
资产负债率(% ,LF)	37.21
总股本(百万股)	1,023.86
流通 A 股(百万股)	693.44

相关研究

《杰瑞股份(002353)：2023 年三季度点评：利润端受汇兑短期扰动，关注海外市场拓展》

2023-10-29

《杰瑞股份(002353)：2023 年中报点评：业绩符合预期，海外市场拓展提速》

2023-08-12

内容目录

1. 杰瑞股份：民营油气设备及服务龙头，订单及业绩趋势回暖	5
1.1. 民营油服设备龙头，压裂设备行业领军者	5
1.2. 订单及业绩趋势回暖，海外业务步入收获期	6
2. 基本盘：主业向上，受益一带一路合作、国内非常规油气开发	9
2.1. 国内市场：受益非常规油气开发+电动化趋势，增长稳健	9
2.2. 海外市场：受益“一带一路”合作深化，高速拓展	15
3. 增长极：北美市场电驱压裂拓展加速，第二增长极落地可期	17
3.1. 全球最大压裂设备市场迎更新潮，电动化进程加速	17
3.2. 北美业务可视为公司看涨期权，第二增长极落地可期	20
4. 盈利预测及投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1:	油服行业产业链.....	5
图 2:	杰瑞股份发展历程.....	6
图 3:	杰瑞股份分业务拆分.....	6
图 4:	杰瑞股份分业务毛利率.....	6
图 5:	油服公司业绩传导机制.....	7
图 6:	2023 年前三季度公司收入/归母净利润 87.6/15.6 亿元, 同比+23.1%/+4.6%.....	7
图 7:	2023H1 公司新增订单/存量订单 60/90 亿元, 同比-16%/+6%.....	7
图 8:	公司盈利能力较强, 2023 年前三季度毛利率 33.5%、净利率 18.3%.....	8
图 9:	公司管理费用及销售费用率随着规模下降, 研发费用率维持在 3.5%左右.....	8
图 10:	2023H1 公司海外收入占比 46%, 仍保持提升趋势.....	8
图 11:	2023H1 公司海外业务增长亮眼, 海外/国内收入同比+78%/-10%.....	8
图 12:	2023H1 公司海外/国内业务毛利率分别为 35.9%/35.5%, 海外利润率超过国内.....	9
图 13:	复盘“三桶油”业绩: 当油价稳定于 50 美元/桶以上时, “三桶油”可实现盈利.....	9
图 14:	2012-2023 年“三桶油”资本开支.....	10
图 15:	2022 年我国原油自给率为 29%.....	10
图 16:	2022 年我国天然气自给率 60%.....	10
图 17:	2017 年中国已探明页岩油储量 44 亿吨, 位居世界第三 (单位: 亿吨).....	11
图 18:	2015 年中国已探明页岩气储量 32 万亿立方米, 位居世界第一 (单位: 亿立方米).....	11
图 19:	2023 年国内页岩气产量约为 250 亿立方米, 占天然气总产量仅 11%.....	11
图 20:	2022 年国内页岩气产量仅为美国同期 3%, 页岩气占天然气比重显著低于美国.....	11
图 21:	中国页岩油气主要分布在四川盆地、鄂尔多斯盆地等地区.....	12
图 22:	压裂设备: 喷射流体以破裂岩层, 使天然气和石油流到地表上.....	13
图 23:	压裂设备主要应用于页岩气钻完井和常规油气增产阶段.....	13
图 24:	水平井分段压裂技术使页岩油气开发具备经济性.....	13
图 25:	2023 年国内公开招标中, 电驱压裂设备占 25%左右.....	15
图 26:	2023 年中石油公开招标中, 电驱压裂设备占 70%以上.....	15
图 27:	2023 年国内柴驱压裂设备竞争格局.....	15
图 28:	2023 年国内电驱压裂设备竞争格局.....	15
图 29:	截止 2023 年底, 国际油价位于 80 美金/桶附近 (单位: 美元/桶).....	16
图 30:	2015-2022 年 OPEC 出口原油里中国占比由 17.4%提升至 24.1%.....	16
图 31:	2021 年 11 月公司中标科威特石油公司 (KOC) 27 亿元大订单.....	17
图 32:	压裂作业主要工作原理.....	18
图 33:	2021 年美国存量压裂设备占全球 70%以上.....	18
图 34:	2017-2023 年美国压裂设备存量 (单位: 万 HHP).....	18
图 35:	国际油价走势 (单位: 美元/桶).....	20
图 36:	北美天然气价格走势 (单位: 美元/百万英热).....	20
表 1:	我们测算 2023 年国内压裂设备市场 83 亿元, 关注电动化下结构性机会.....	14
表 2:	电驱压裂装备较传统压裂装备成本优势明显.....	19
表 3:	我们测算 2023 年北美压裂设备市场 298 亿元, 远期电驱+涡轮设备市场为 127 亿元.....	21
表 4:	我们测算 2023 年北美发电机组市场规模为 3 亿元, 远期市场空间为 25 亿元.....	22

表 5: 杰瑞新型 Apollo 涡轮驱动压裂泵性能参数 22

表 6: 杰瑞股份分业务拆分 (单位: 亿元) 24

1. 杰瑞股份：民营油气设备及服务龙头，订单及业绩趋势回暖

1.1. 民营油服设备龙头，压裂设备行业领军者

油服行业为油气开采提供设备和服务，行业景气度与油价具有相关性。油服行业即油田技术服务和装备，按照时点可进一步细分为：①油气开采前的勘探、钻完井等油气田服务和装备；②油气开采后的分离净化、储运等油气工程服务和装备。油价高低会影响油气开发收益，因此石油公司参考油价走势调整勘探和开采的资本开支。当油价升至原油开发成本以上，石油公司将提高勘探和开采强度，油服行业景气度上行。

图1：油服行业产业链



数据来源：Wind，《中国石油钻井》，东吴证券研究所整理

杰瑞股份为民营油气设备及服务龙头，海外业务持续突破。杰瑞股份成立于 1999 年，于 2010 年在深交所上市，是业内领先的油气田设备和技术工程服务提供商。公司拥有以烟台为总部的多个工业园区和制造基地，业务遍及 70 多个国家和地区。公司在完善上下游产业链的同时，积极面向出口链进行结构调整。2011 年，公司买下加拿大的三个主要油田区块，产业链延伸至上游。2014 年，推出全球首台阿波罗 4500 型涡轮压裂车，标志着中国页岩气商业进入发展阶段。2019 年公司发布全球首套电驱压裂设备，为非常规能源特别是页岩气在复杂地理环境下的大规模开采利用助力。2021 年，油气工程业务获科威特石油公司 27 亿元订单，涡轮压裂整套车组在北美获 4 亿元订单。

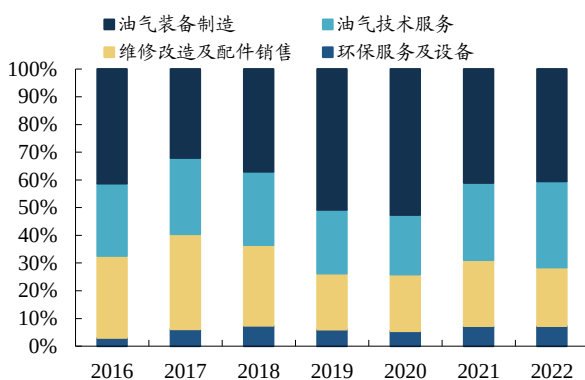
图2：杰瑞股份发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

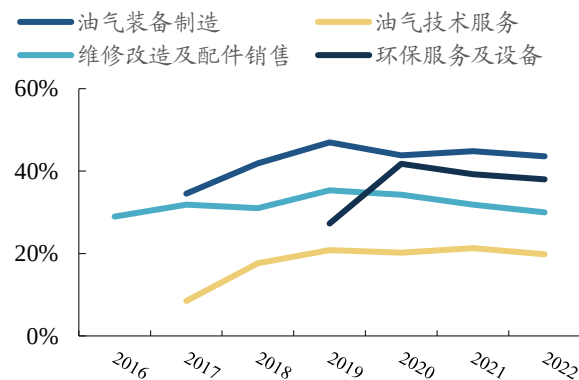
装备制造是公司主要利润来源，压裂设备板块表现亮眼。公司业务主要分为油气装备、油气服务、维修配件及环保设备四大板块，其中油气装备主要包括钻完井设备（压裂设备、固井装备、连续油管、泵送设备、发电机组等）、天然气设备等，其中压裂设备价值量及利润率较高，占公司油气装备制造业务比例约50%，总收入比例约20%。2022年公司收入占比为油气装备40%、油气服务31%、维修配件21%、环保设备7%，油气装备制造对收入及利润贡献最大，公司油气装备毛利率长期稳定于45%左右，高于油气技术服务毛利率15%-20%，以压裂设备为核心的钻完井设备是公司利润的主要来源。

图3：杰瑞股份分业务拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：杰瑞股份分业务毛利率



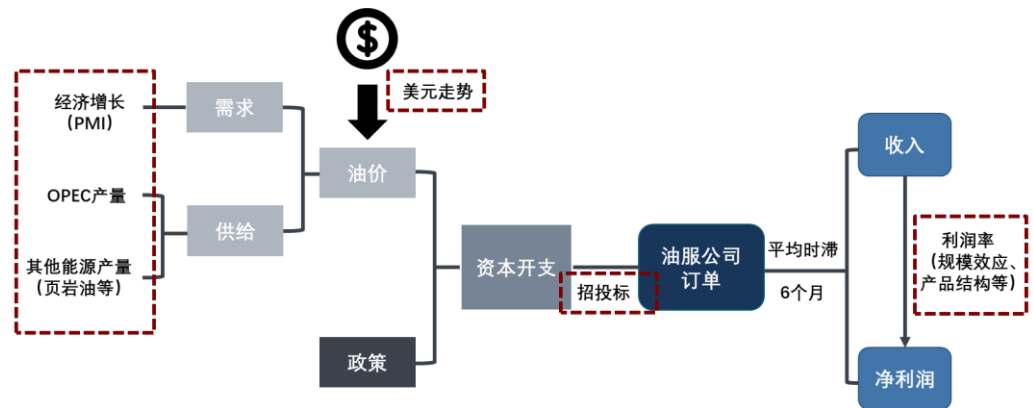
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 订单及业绩趋势回暖，海外业务步入收获期

根据油价对油服公司业绩的传导机制，可从宏观油价、中观油服政策、微观公司订单三个变量前瞻油服行业的景气度。原油供需方面，宏观经济的景气度影响原油消费需求，OPEC等主要产油区影响国际能源供给。此外美元作为石油的主要计价货币，短期影响油价表现。国家政策方面，各国基于能源安全、国际政治考虑，出台政策调控油气

勘探和开采投资，影响油服行业景气度。

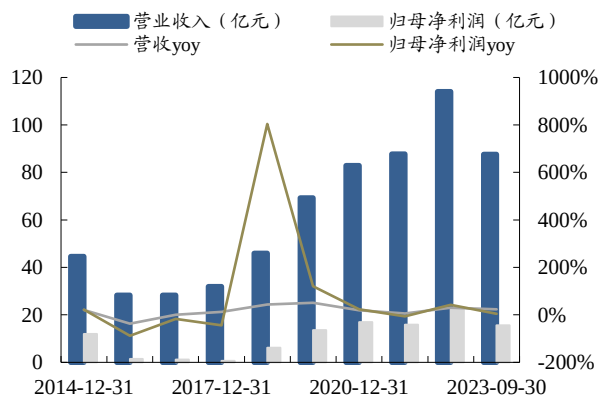
图5：油服公司业绩传导机制



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

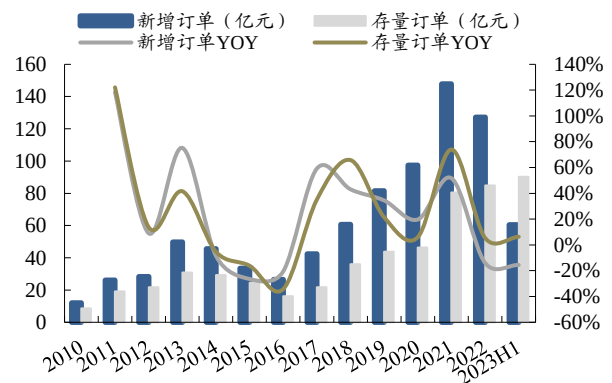
公司业绩核心跟踪变量为宏观油价、中观行业资本开支及微观订单情况，结合公司国内外拓展情况，我们判断公司订单及业绩趋势回暖。公司历史上业绩具有一定波动性，主要分为三个阶段：（1）2011-2014 年，国际油价站稳 100 美金以上，公司国内外订单持续增长，净利润 CAGR 达 41%；（2）2015-2017 年，国际油价跌至 50 美金/桶，公司订单及利润回落。（3）2018-2019 年，国内油气政策大力支持增储上产，三桶油资本开支连续两年增长 20%以上，公司国内订单及业绩呈现快速修复；（4）2020 年至今，受益于压裂设备电驱化及海外市场拓展，公司订单及业绩持续增长。2023 年前三季度公司实现营收 87.56 亿元，同比增长 23%，归母净利润 15.64 亿元，同比增长 5%，利润增速低于应收，主要系业务结构及汇率波动。2023H1 公司新增订单同比略有下滑，主要因下游客户招标延后至下半年、环保板块及油气工程服务板块订单有所下滑根据公司公告，公司全面中标中石油 2023 年四季度电驱压裂设备采购项目，北美市场成功销售首套电驱压裂成套装备，带动公司订单及业绩回暖。

图6：2023 年前三季度公司收入/归母净利润 87.6/15.6 亿元，同比+23.1%/+4.6%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

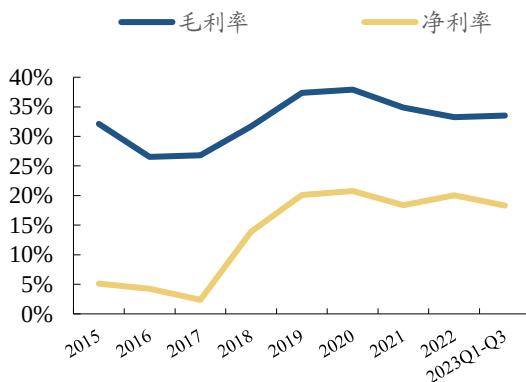
图7：2023H1 公司新增订单/存量订单 60/90 亿元，同比 -16%/+6%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

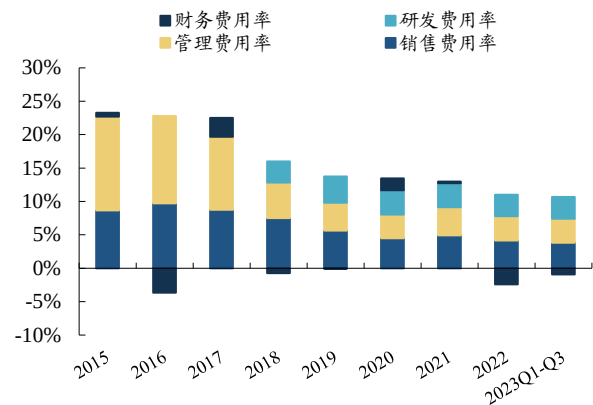
公司盈利能力较强，2023 年前三季度毛利率 34%、净利率 18%。整体来看，公司影响利润率的因素主要为规模效应及销售结构。从销售结构看，公司装备制造利润率较高，贡献主要利润来源。从规模效应看，公司期间费用率随收入规模呈下降趋势，2018-2023 年前三季度，公司期间费用率从 15.2%下降至 2022 年的 9.8%，同比下降 5.5 个百分点，其中销售费用、管理费用率分别下降 4pct、2pct，研发费用率稳定于 3.5%左右。

图8：公司盈利能力较强，2023 年前三季度毛利率 33.5%、净利率 18.3%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

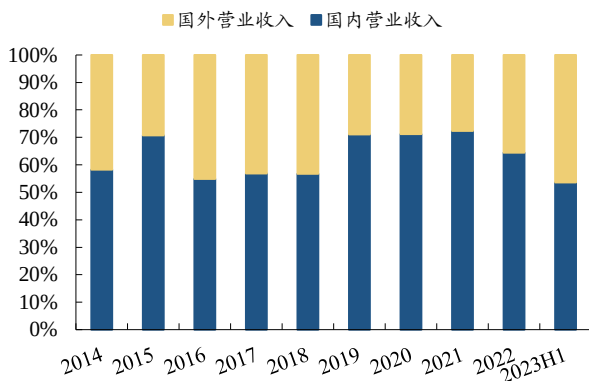
图9：公司管理费用及销售费用率随着规模下降，研发费用率维持在 3.5%左右



数据来源：Wind，东吴证券研究所

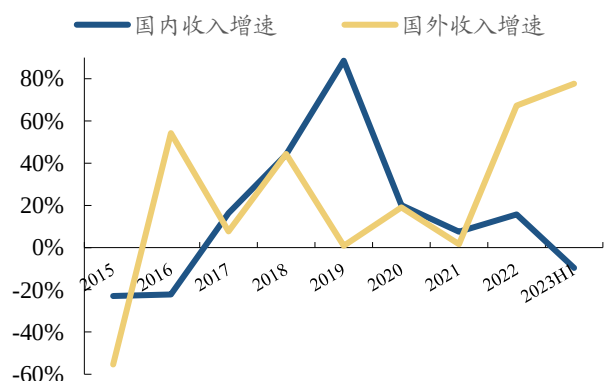
海外业务增长亮眼，2023 年上半年公司海外收入占比 46%，同比增长 78%。2023H1 公司国内营业收入 29.04 亿元，同比下滑 8%；海外收入 25.17 亿元，同比增长 78%，占总收入比例达到 46%。公司海外战略布局取得显著成效，全球性战略客户开发持续取得突破，海外业务收入占比达到 46.43%，收入同比大幅增长 77.63%。2023H1 国外业务毛利率 35.94%，同比提升 7.63pct，已超过国内业务毛利率 35.46%。

图10：2023H1 公司海外收入占比 46%，仍保持提升趋势



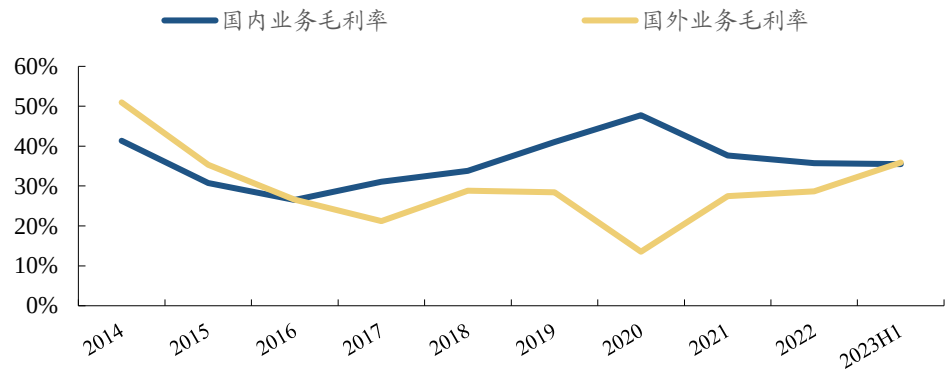
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2023H1 公司海外业务增长亮眼，海外/国内收入同比 +78%/-10%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 2023H1 公司海外/国内业务毛利率分别为 35.9%/35.5%，海外利润率超过国内



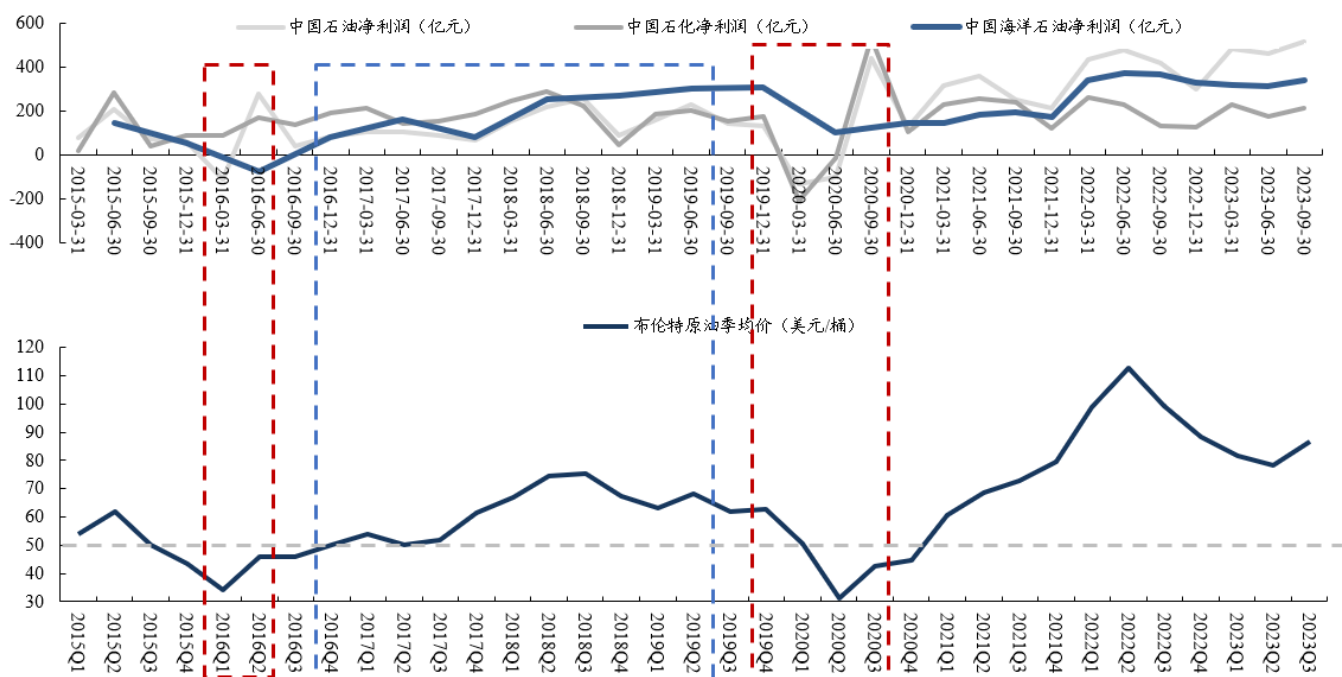
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 基本盘：主业向上，受益一带一路合作、国内非常规油气开发

2.1. 国内市场：受益非常规油气开发+电动化趋势，增长稳健

油价稳定于 50 美元/桶成本线以上，“三桶油”具备加大资本开支动力。复盘“三桶油”盈利情况，当油价大于 50 美元/桶时，“三桶油”即可实现盈利，具有加大勘探开发意向。“三桶油”年初根据油价基本面制定当年资本开支计划，年内根据实际情况调整，资本开支基本滞后于油价约一年周期。中海油已首先公布 2024 年资本支出预算总额为 1250-1,350 亿元，较上年 1000-1100 亿元增长 14%-35%。

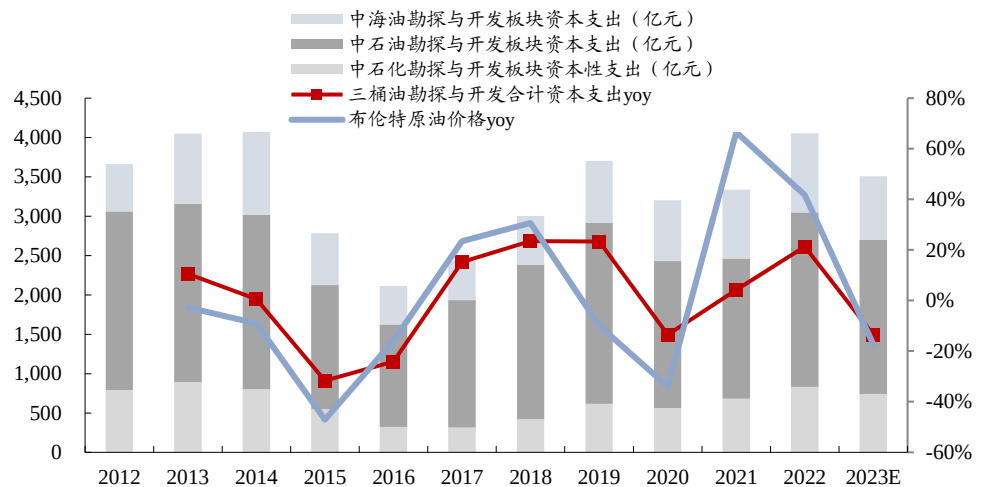
图13: 复盘“三桶油”业绩：当油价稳定于 50 美元/桶以上时，“三桶油”可实现盈利



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 中海油净利润 2021 年前为半年度统计, 2021 年后与中石油、中石化净利润均为单季度统计

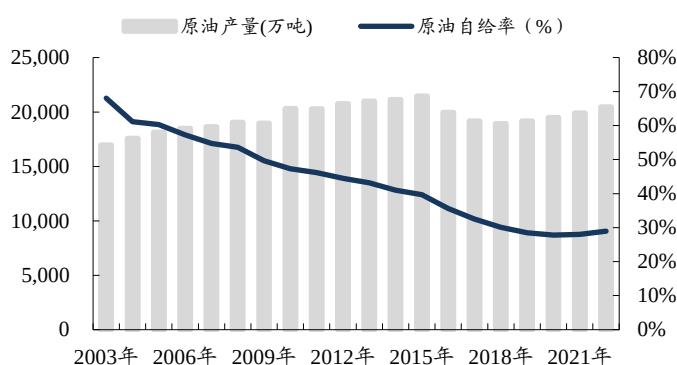
图14: 2012-2023 年“三桶油”资本开支



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

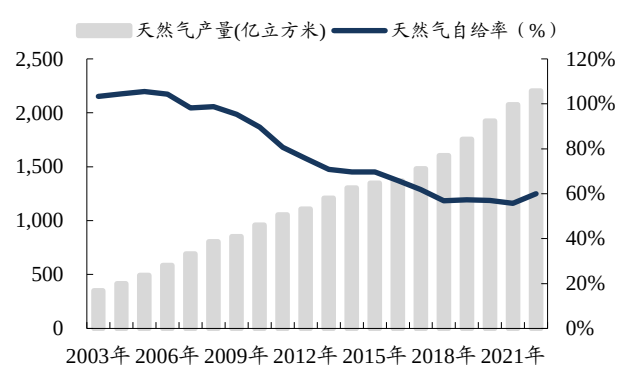
能源事关国家安全，页岩油气成为未来增储上产主力。2022 年原油、天然气自给率分别仅为 29%、60%，能源的对外依赖度依然处于较高水平。出于保证能源安全的需要，我国增储上产力度将持续增强。我国页岩油气储量分别位居世界第三、第一，已探明页岩油、页岩气储量分别为 44 亿吨、32 亿立方米。我国常规油气资源禀赋受限，且中西部地区常规油气的增长将被东部的自然衰减抵消，我们判断未来我国油气资源增储上产主要依靠非常规油气资源。

图15: 2022 年我国原油自给率为 29%



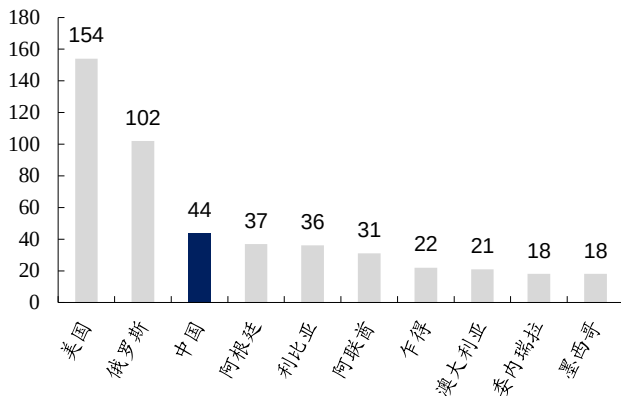
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图16: 2022 年我国天然气自给率 60%



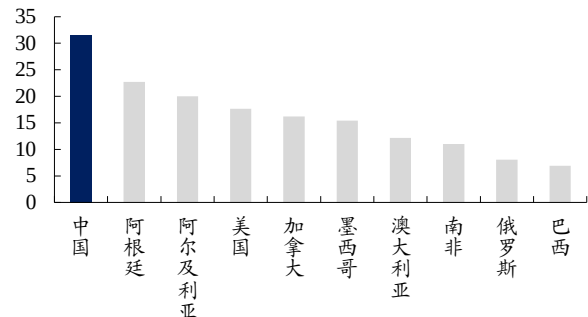
数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图17：2017年中国已探明页岩油储量44亿吨，位居世界第三（单位：亿吨）



数据来源：方圆：《全球页岩油资源分布与开发现状》（2019年），东吴证券研究所

图18：2015年中国已探明页岩气储量32万亿立方米，位居世界第一（单位：亿立方米）

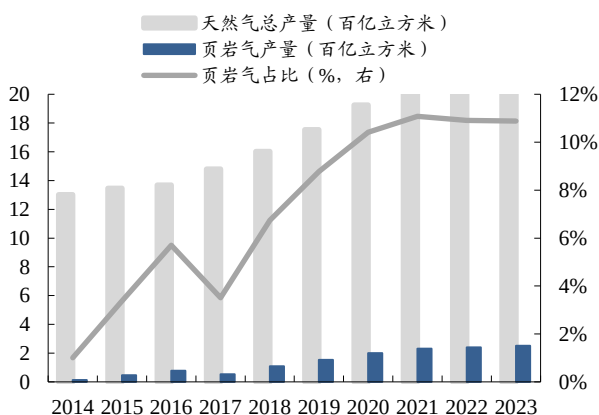


数据来源：EIA，东吴证券研究所

2023年国内页岩气产量约为250亿立方米，占天然气总产量仅11%，发展潜力大。

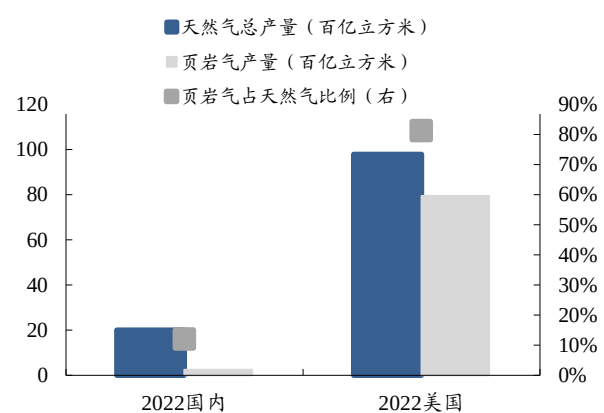
国内页岩油气开采仍处于初期阶段，具有较大开采潜力。据国家能源局，2023年我国页岩油气开采量分别300万吨、250亿立方米，按照我国已探明页岩油气储量44亿吨、32亿立方米，可供开采一千年以上。但2022年国内页岩气产量仅相当于美国同年页岩气产量的3%。此外，根据国家统计局数据，2022年国内天然气产量20.01千亿立方米，页岩气占比仅11%；而2022年美国天然气产量为9786千亿立方米，其中页岩气占比已达81%。国内页岩气开发目前主要仍处于早期阶段，发展潜力较大。

图19：2023年国内页岩气产量约为250亿立方米，占天然气总产量仅11%



数据来源：中国能源局，东吴证券研究所

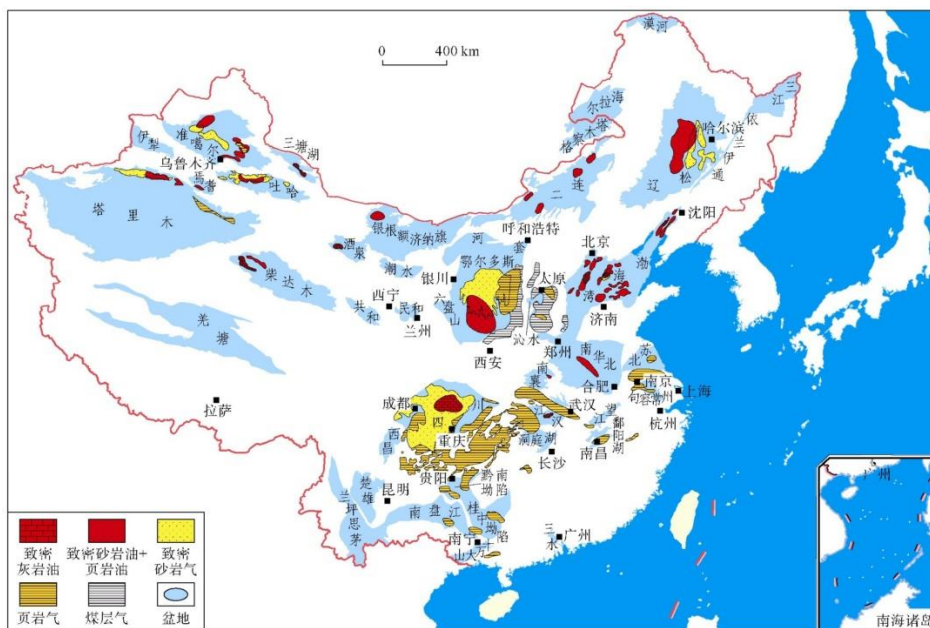
图20：2022年国内页岩气产量仅为美国同期3%，页岩气占天然气比重显著低于美国



数据来源：世界能源统计年鉴（2023年），EIA，东吴证券研究所

国内页岩油气开采技术、成本有望得到改善。中国页岩油气开采仍处于早期，主要由于开采技术及成本两个原因。从技术来看，中国页岩油气资源的地质条件较为复杂，北美页岩油气资源集中在地质条件较为理想的地区，如巴肯山、巴肯盆地等，这些地区的页岩层厚度较大，质量较高，相对容易开采。而中国页岩层地质条件复杂，页岩层较深、厚度较薄，存在页岩油气资源分布不集中、地质构造复杂、断块、褶皱等现象，增加了勘探和开采的难度。从成本来看，中国页岩油气开采成本通常高于传统油气开采成本，大致在每桶 50 美金以上，主要由于传统油气通常处于较浅地层，开采技术简单，成本较低，一般有较高的产量及较短的投资回收期；而页岩油气通常需求水平钻井、水力压裂等高端技术，开采技术相对复杂。尽管存在这些挑战，国内政府和企业仍在加大技术研发和投入，提高页岩油气的开采效率和利用率，随着技术的不断进步和经验的积累，页岩油气开采技术和成本也有望得到改善。

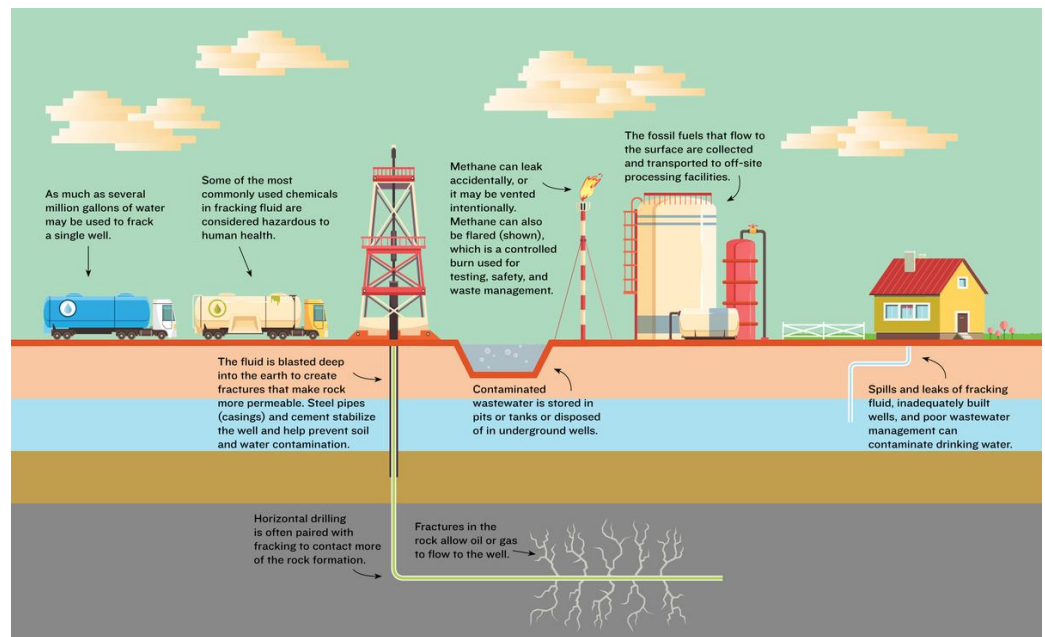
图21：中国页岩油气主要分布在四川盆地、鄂尔多斯盆地等地区



数据来源：孙龙德等《中国致密油气发展特征与方向》，东吴证券研究所

受益国内非常规油气开发趋势，杰瑞股份压裂设备板块深度受益。压裂技术作用是使岩石破裂，使天然气和石油流到地表上，主要应用于常规油气增产和页岩气钻完井阶段。对于常规油气资源，油气井储量随开采时间的增加而逐渐减少，通过压裂作业重新开启裂缝，可以增强油气流动性，使老井恢复高产。相对于常规油气，页岩油气藏的储层一般呈低孔、低渗透率特征，最终采收率大幅依赖于压裂效率。分段压裂技术是页岩油气开采关键技术之一，可一次性完成对多个储层的压裂，使开采成本大幅降低，大大提高储层中页岩油气的开采量。换句话说，非常规油气开采将增加压裂设备使用。

图22：压裂设备：喷射流体以破裂岩层，使天然气和石油流到地表上



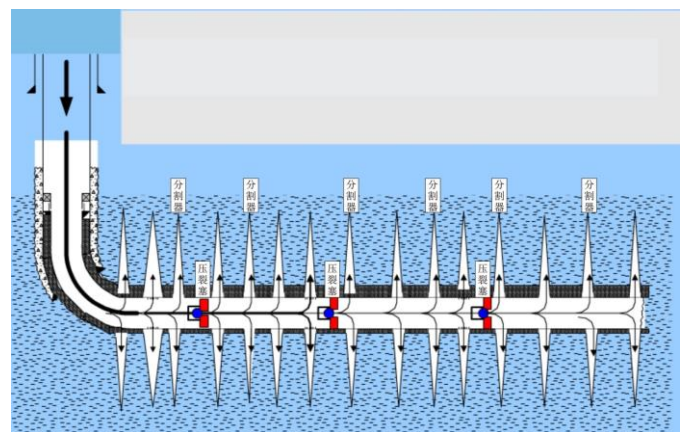
数据来源：NRDC，东吴证券研究所

图23：压裂设备主要应用于页岩气钻完井和常规油气增产阶段



数据来源：《水平井分段压裂技术》，东吴证券研究所

图24：水平井分段压裂技术使页岩油气开发具备经济性



数据来源：《页岩气水平井分段压裂排采规律研究》，东吴证券研究所

我们测算 2023-2025 年国内压裂设备市场规模分别为 83/88/86 亿元人民币左右，关注电驱压裂设备市场增长的结构性的趋势。主要测算依据如下：

(1) 国内压裂车队需求：2022 年国内页岩气总产量约为 240 亿立方米，按照未来三年复合增速 25%，单井平均年产量 0.15 亿立方米计算，得到国内页岩气井口数，按照新建页岩气井数及单套压裂车队产能 16 口井/年测算，得到 2023-2025 年国内新增压裂车队需求为 30/33/33 套。

(2)国内电驱压裂设备市场:按照 2023-2025 年电驱压裂车队渗透率 30%/35%/40% 测算,得到国内电驱压裂车队需求分别为 8/10/11 套,国内电驱压裂车队均价为 2 亿元人民币/套,预计 2023-2025 年国内电驱压裂设备市场规模为 15/20/23 元,复合增速为 24%

(3)国内压裂市场规模合计:按照压裂设备总需求减去电驱设备需求,得到柴驱压裂设备需求量,按照柴驱压裂设备均价 3 亿元/套,得到国内柴驱压裂设备市场规模。将电驱及柴驱压裂设备需求相加,预计 2023-2025 年国内压裂设备市场合计为 83/88/86 亿元。

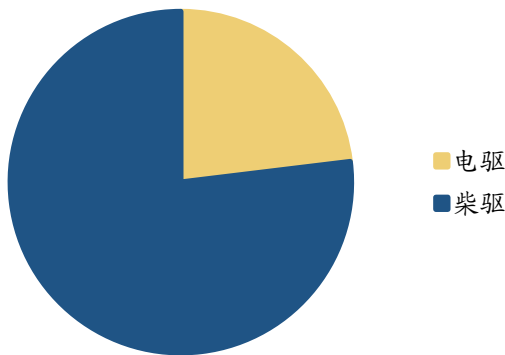
表1: 我们测算 2023 年国内压裂设备市场 83 亿元, 关注电动化下结构性机会

	2022	2023E	2024E	2025E
页岩气总产量(亿立方米)①	240	312	390	468
单井平均产气量(亿立方米)②	0.15	0.15	0.15	0.15
页岩气井(口)③=①/②	1600	2080	2600	3120
新建页岩气井数(口)④		480	520	520
单套压裂车队产能(口井/年)⑤		16	16	16
压裂车队需求(套)⑥=④/⑤		30	33	33
其中:(1)电驱压裂车队渗透率⑦		25%	30%	35%
电驱压裂车队需求(套)⑧=⑥*⑦		8	10	11
电驱压裂车队均价(亿元/套)⑨		2	2	2
电驱压裂设备市场(亿元)⑩=⑧*⑨		15	20	23
其中:(2)柴驱压裂车队需求⑪=⑥-⑧		23	23	21
柴驱压裂车队均价(亿元/套)⑫		3	3	3
柴驱压裂设备市场(亿元)⑬=⑪*⑫		68	68	63
国内压裂车队均价(亿元/套)⑭=⑬/⑥		2.75	2.7	2.65
国内压裂市场规模合计(亿元)⑮=⑩+⑬		83	88	86

数据来源: 国家能源局, 东吴证券研究所测算

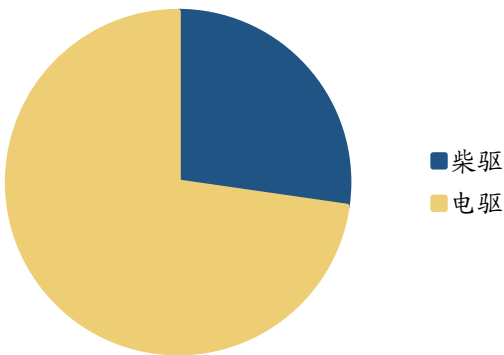
公司深度受益国内非常规油气开采+压裂设备电动化趋势。从国内压裂设备公开招标来看,目前电驱压裂设备招标以中石油为主,2023 年中石油招标中电驱压裂设备占总压裂设备招标量 70%以上,从总招标量来看,目前国内压裂设备电动化率为 25%左右,基于经济性及 EGS 优势趋势明显。从竞争格局看,杰瑞股份在电驱压裂设备竞争力更加突出,公司在柴驱压裂设备份额约 35%,电驱压裂设备份额达到 80%-90%,电驱压裂设备主要竞争对手为四川宏华,其他厂商石化机械、宝石机械等电驱产品仍处于试用阶段,未有市场销售。我们认为杰瑞股份在电驱压裂设备领域优势更加明显,深度受益国内非常规油气开采及压裂设备电动化趋势。

图25：2023 年国内公开招标中，电驱压裂设备占 25% 左右



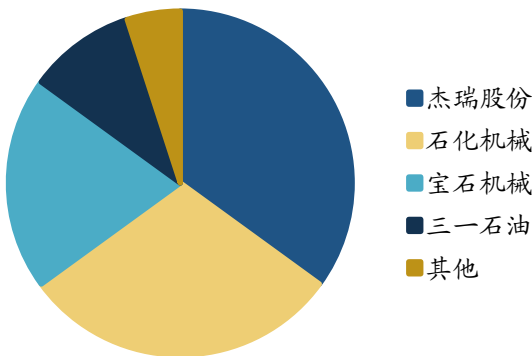
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：2023 年中石油公开招标中，电驱压裂设备占 70% 以上



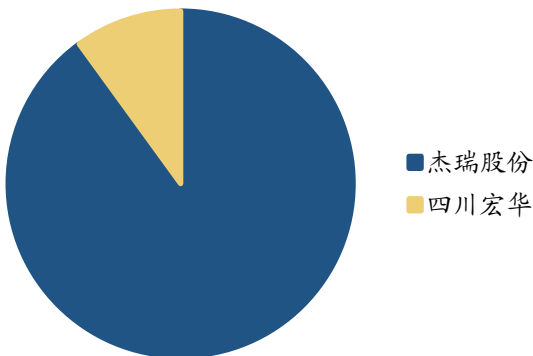
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：2023 年国内柴驱压裂设备竞争格局



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：2023 年国内电驱压裂设备竞争格局



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 海外市场：受益“一带一路”合作深化，高速拓展

国际油价处于油气开采成本线之上，带动全球油气资本开支增长。2022 年俄乌冲突爆发，欧洲全球能源扫货带动石油价格飙升至 120+美元/桶，随后震荡下行，在 2023 年底前后维持在 85 美元/桶附近。全球油气开采成本线约为 50 美金/桶，其中中东地区开采成本仅为 10-20 美金/桶，目前油价高于成本线之上，油气行业维持较高景气。市场预期 2024 年油价预期波动下行但底部有限，区间在 75 美元~85 美元/桶，仍高于油气开采成本线。

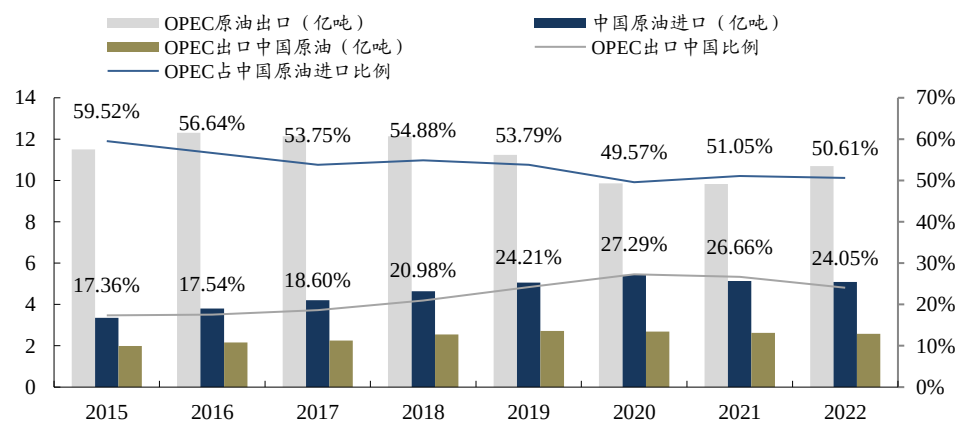
图29：截止 2023 年底，国际油价位于 80 美金/桶附近（单位：美元/桶）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

中东地区“一带一路”油气合作深化，国内油服及设备厂商迎来机遇。2022 年 12 月习近平主席出席首届中阿国家峰会与首届中国-海湾阿拉伯国家峰会，双方就扩大原油、LNG 进口，开展人民币结算等方面达成共识。2022 年中国进口原油共计 5.08 亿吨，其中来自 OPEC 成员国原油共计 2.57 亿吨，占中国总进口比例 50.6%。2022 年 OPEC 全球出口原油共计 10.7 亿吨，出口中国原油占总出口比例达 24.1%，自 2015 年以来这一比例呈上升趋势。

图30：2015-2022 年 OPEC 出口原油里中国占比由 17.4%提升至 24.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司在中东地区产品、客户资源完善，深度受益中东地区油气合作。根据公司公告，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合作，高端装备市场占有率逐年提升，在中东地区公司的固井、连续油管、天然气压缩机组等高端装备订单多年保持增长；同时公司将加强在中东油服市场的投入，提升在中东油服领域的市场份额。2021 年 11 月，杰瑞股份中标科威特石油公司

(KOC) 27 亿元大订单，杰瑞是入围竞标短名单的唯一一家中国民营工程总承包商，并且以非最低价成功中标，标志公司跻身国际高端油气田地面工程总承包服务商行列，为进一步开发中东北非市场奠定了基础。

图31: 2021 年 11 月公司中标科威特石油公司 (KOC) 27 亿元大订单



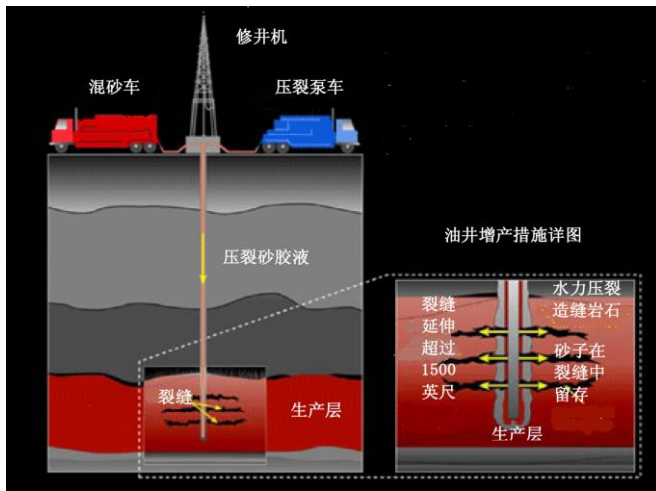
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 增长极：北美市场电驱压裂拓展加速，第二增长极落地可期

3.1. 全球最大压裂设备市场迎更新潮，电动化进程加速

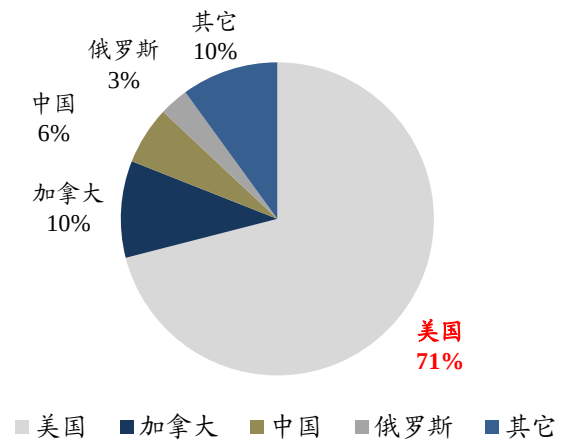
美国是全球最大压裂设备市场，存量压裂设备占全球 70% 以上。压裂技术作用是使岩石破裂，使天然气和石油流到地表上，主要应用于常规油气增产和页岩气钻完井阶段，其中页岩气开采对压裂设备的需求远大于常规油气。受益于页岩革命，美国成为全球最大的页岩油气开采国，根据立鼎产业研究网 2021 年报告中引用 PacWest 的数据，美国存量压裂设备占全球存量压裂设备的 71%。

图32：压裂作业主要工作原理



数据来源：杰瑞股份招股说明书，东吴证券研究所

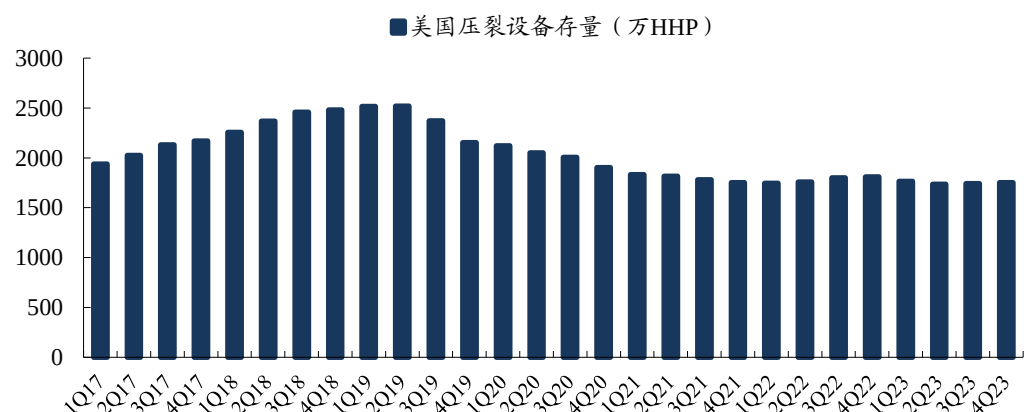
图33：2021年美国存量压裂设备占全球70%以上



数据来源：PacWest，立鼎产业研究网，东吴证券研究所

2023 年底北美压裂设备保有量为 1750 万 HHP，迎来十年更换大周期。根据 Rystad Energy 数据，2023 年底美国压裂设备存量约为 1750 万 HHP（水马力）。考虑到 2010-2014 年高油价及北美页岩油气开采背景下，北美压裂设备大量增长，十年寿命替换下迎来更新替换浪潮。2019 年以来北美压裂设备保有量自 2500 万 HHP 逐年下滑，主要系疫情影响压裂设备更新延后。我们预计北美压裂设备将迎来更新替换浪潮，刚性替换需求空间广阔。

图34：2017-2023 年美国压裂设备存量（单位：万 HHP）



数据来源：Rystad Energy，东吴证券研究所

从北美替换需求来看，电驱压裂设备有望取代传统柴驱，新型压裂技术迎来结构性机遇。电驱压裂设备具备明显经济性及 ESG 优势。根据中石油测算，单电驱压裂车组的

初始投资成本 2.1 亿元,年人工+能耗成本 0.3 亿元,相对柴驱压裂车组合计降本达 33%;电驱压裂车组能够降低 20%以上噪声,满足居民区 24 小时连续作业需求,优势显著。2023 年国内电驱压裂设备渗透率已达约 25%,而北美市场渗透率仅为 5%左右,我们认为公司电驱产品竞争力突出,随着公司在北美市场拓展电驱设备,北美压裂设备电动化迎来机遇。

表2: 电驱压裂装备较传统压裂装备成本优势明显

指标	柴驱压裂车组 (2500 型)	电驱压裂车组 (5000 型)
单机组配备数量 (台/组)	20	10 (节省 30%以上的占地面积)
噪音(分贝)	110	88
设备投资(亿元)	3.2	2.1 (可在居民区附近 24 小时连续作业)
能源成本(亿元/年)	0.36	0.26
人工成本(万元/年)	750	450

数据来源:《国内电驱压裂经济性和制约因素分析——童征》,东吴证券研究所

北美天然气价格保持相对低位,利好电驱替代进程加速。电驱压裂设备供电主要采用燃气发电和电网供电两种模式,其中燃气发电又分区域集中供电和可移动式发电机组直供,北美地区主要采取后者。燃气发电机组以天然气作为燃料,自欧洲能源危机以来,北美天然气价格相较高位已下跌 70%,而国际油价自 2023 年下半年以来重回上行通道,高位震荡运行可能性较大,与柴驱相比,电驱设备经济性优势凸显,天然气及柴油价差拉大背景下,电驱替代进程有望加速。

图35: 国际油价走势 (单位: 美元/桶)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图36: 北美天然气价格走势 (单位: 美元/百万英热)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 北美业务可视为公司看涨期权, 第二增长极落地可期

北美压裂市场空间大, 我们测算 2023-2025 年北美压裂设备市场规模 216/298/286 亿元, 其中电驱+涡轮压裂设备市场分别为 10/25/37 亿元, 2030 年市场规模达到 127 亿元, 新技术渗透率提升下增长明显, 计算过程及具体假设如下

(1) **北美压裂设备存量 (HHP):** 2022 年美国页岩气产量为 8070 亿立方米, 压裂设备市场存量为 1770 万 HHP, 页岩气产量/压裂设备存量比值为 4.6-4.75 (主要系压裂技术效率提升), 我们假设未来十年美国页岩气产量复合增速 3%, 页岩气产量/压裂设备存量比值未来三年稳定在 4.75, 远期略微提升至 5, 计算得出每年北美压裂设备存量

(2) **北美压裂设备总需求 (套):** ①新增需求: 由本年压裂设备存量减去上一年得到; ②更新需求: 北美柴驱压裂设备寿命周期约为 10 年, 本部分压裂设备将退出市场, 故将 10 年前出售的压裂设备数量作为更新需求。新增需求加上更新需求得到合计需求, 按照一套压裂车队平均 5 万水马力计算, 计算得出当年北美压裂设备总需求套数

(3) **电驱+涡轮压裂设备需求:** 2022 年电驱+涡轮压裂设备渗透率约为 2%, 基于经济性+ESG 优势, 我们预计 2027 年提升至 30%, 2030 年提升至 50%, 得出当年电驱+涡轮压裂设备需求。按照电驱/涡轮压裂设备单套价值量 2.5 亿元计算, 计算得出 2023-2025 年电驱+涡轮压裂设备市场为 10/25/37 亿元, 远期市场空间达到 127 亿元。

(4) **北美压裂设备总需求:** 按照北美压裂设备总需求套数, 减去电驱+涡轮需求套数, 得到柴驱压裂设备需求, 按照柴驱设备单套价值量 3 亿元, 得到当年柴驱压裂设备市场规模。加上电驱+涡轮压裂设备市场, 我们测算 2023-2025 年北美压裂设备市场规模为 216/298/286 亿元。

表3: 我们测算 2023 年北美压裂设备市场 298 亿元, 远期电驱+涡轮设备市场为 127 亿元

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2030E
美国页岩气产量 (亿立方米) ①	8,070	8,312	8,561	8,818	9,083	9,355	10,223
美国压裂设备存量 (万 HHP) ②	1770	1750	1,803	1,857	1,912	1,970	2,044
美国页岩油气产量/设备存量水马力 比值 ③=①/②	4.6	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	5.00
增量需求 (万 HHP) ④=③-上一年③	197	155	233	240	247	254	279
寿命替换率 (按 10 年寿命) ⑤	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
存量更新需求 (万 HHP) ⑥	103	209	271	249	224	346	228
合计增量需求 (万 HHP) ⑦=④+⑥	300	364	504	489	471	600	507
一套压裂车队水马力 (万 HHP) ⑧	5	5	5	5	5	5	5
压裂设备总需求 (套) ⑨=⑦/⑧	60	73	101	98	94	120	101
其中: (1) 电驱+涡轮							
设备渗透率 ⑩	2%	5%	10%	15%	20%	30%	50%
电驱+涡轮压裂设备需求 (套) ⑪=⑩*⑨	1	4	10	15	19	36	51
电驱/涡轮单套价值量 (亿元/套) ⑫	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
电驱+涡轮压裂设备市场规模 (亿元) ⑬=⑪*⑫	2.5	10.0	25.0	36.7	47.1	90.0	126.7
其中: (2) 柴驱							
压裂设备需求 (套) ⑭=⑨-⑪	59	69	91	83	75	84	51
柴驱单套价值量 (亿元/套) ⑮	3	3	3	3	3	3	3
柴驱压裂设备市场规模 (亿元) ⑯=⑭*⑮	177	206	273	249	226	252	152
北美压裂设备市场规模合计 (亿元) ⑰=⑬+⑯	179	216	298	286	273	342	279

数据来源: Wind, Rystad Energy, 东吴证券研究所测算

公司在北美另有发电机组业务, 为电驱设备作配套。我们测算 2023-2025 年北美发电机组市场规模为 3/7/7 亿元, 远期市场空间为 25 亿元。具体测算过程如下:

(1) 发电机组保有量: 发电机组为电驱压裂设备配套设备, 在北美地区作用电驱设备动力源使用, 按照电驱压裂设备保有量, 计算得出本年发电机组保有量需求。

(2) 销售模式下发电机组市场: 北美发电机组分为租赁模式及销售模式, 预计市场各占一半。按照 (本年保有量减去上一年保有量) * 50%, 得到销售模组下发电机组需求量, 按照发电机组均价 1.8 亿元, 得到销售模式下发电机组市场规模, 我们预计 2023-2025 年该需求为 3/5/4 亿元, 2023 年市场空间为 13 亿元

(3) 租赁模式下发电机组市场: 租赁模式下发电机组数量为保有量 * 50%, 按照北美发电机组市场租金 100 万美金/月, 70% 出租率计算, 得到年租金约 840 万美金。将年

租金*租赁模式下发电机组需求量，得到租赁模式下发电机组市场规模，我们预计 2023-2025 年该需求为 1/3/4 亿元，远期市场空间为 15 亿元

(4) 北美发电机组市场规模合计：将销售模式加上租赁模式发电机组市场规模，我们测算 2023-2025 年北美发电机组市场空间为 4/8/9 亿元，2023 年市场空间为 28 亿元。

表4：我们测算 2023 年北美发电机组市场规模为 3 亿元，远期市场空间为 25 亿元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2030E
北美电驱+涡轮压裂设备需求（套）	1	4	10	15	19	36	51
发电机组保有量（1:1 电驱设备）	1	4	10	15	19	36	51
销售模式占比	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
发电机组新增销售	1	2	3	2	2	9	7
发电机组均价（亿元/套）	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
发电机组销售市场（亿元）	1	3	5	4	4	15	13
租赁模式发电机组数量（套）		2	5	7	9	18	25
发电机组租金（亿元/年）		0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
发电机组租赁市场（亿元）		1	3	4	6	11	15
发电机组市场规模合计（亿元）		4	8	9	9	26	28

数据来源：Wind，Rystad Energy，东吴证券研究所测算

电驱压裂核心技术为压裂泵（柱塞泵），电动化趋势下公司竞争优势进一步提升。

柱塞泵是压裂设备核心部件，对于环境作业质量、故障率具有决定性意义。公司自研已推向市场柱塞泵的可达到单机单泵 5000HHP/7000HHP，领先同行 3-5 年。电驱压裂设备需要单台具备 5000HHP 以上，国内及北美公司多用两台 2500HHP 的柱塞泵组合工作，但故障率明显高于公司。由于压裂现场问题特别多，主要故障与柱塞泵相关，一台泵即容易出问题，两台配合工作问题就更多，故公司电驱设备产品竞争力明显高于同行，电动化趋势下公司竞争优势进一步提升。

表5：杰瑞新型 Apollo 涡轮驱动压裂泵性能参数

载体	卡车/拖车
引擎	MTU
变速器	杰瑞超级变速器
柱塞泵型号	JR5000QP
工作最大强度（兆帕）	138
工作最大卸料速度（立方米/分钟）	2.54
额定输出功率	3,355 kW (4,500 hp)

数据来源：杰瑞股份官网，东吴证券研究所

2023 年底公司落地首套电驱压裂设备订单，北美市场拓展步入收获期。2023 年 12 月 21 日公司公告，于北美客户成功签署电驱压裂成套车组订单，包含杰瑞 7000 型电驱压裂拖车、仪表拖车等高端装备，标志着中国电驱压裂成套设备首次进入北美高端市场。杰瑞 7000 型电驱压裂装备在北美作业时长已累计超 3000 小时，各项数据表现远优于北美当地老牌产品。与传统装备相比，一台 7000 型电驱压裂装备的输出功率相当于 3 台 2500 型柴驱压裂车，能极佳地满足大排量、高压、长时间作业的需要，单机功率的提升，也为油服公司带来装备购置费、维保支出等的大幅降低。我们认为公司产品调试、客户验证阶段已基本完成，北美电驱压裂拓展迎来收获期。

4. 盈利预测及投资建议

核心假设：

1) 油气装备制造及技术服务：公司的核心业务包括钻完井及油田工程设备、油田技术开发及工程服务。随着海外北美、中东及俄语区市场拓展，国内非常规油气开采推进，我们预计公司钻完井设备和油田技术服务订单持续增长，我们预计 2023-2025 年该板块收入增速为+14%/+9%/+11%；随着海外业务拓展、电驱压裂设备渗透率提升，毛利率为 32.3%/33.7%/34.9%。

2) 维修改造及配件服务：该业务是钻完井设备后服务市场，随着公司零部件自产率提高和油服设备存量上升，业务规模逐步扩大。我们预计 2023-2025 年该板块收入增速为 15%/15%/15%，毛利率稳定在 30%。

3) 环保服务及设备：环保业务是指对油气勘探开发、生产过程中产生的含油、重金属、有毒化学品等固态、液态废弃物的无害化处理。我们预计该业务将随着行业发展稳步增长，预计 2023-2025 年该板块收入增速为 30%/20%/20%，毛利率稳定在 38%。

4) 其他业务：包含公司锂电负极材料业务，根据公司规模及投产进程，我们预计 2023-2025 年该板块收入为 8/15/20 亿元，毛利率分别为 15%/18%/20%。

表6: 杰瑞股份分业务拆分 (单位: 亿元)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
1、油气装备制造及技术服务	18.87	29.09	47.55	62.04	60.31	81.41	92.65	101.16	112.27
YOY	2%	54%	63%	30%	-3%	35%	14%	9%	11%
毛利率	22.5%	31.8%	38.8%	37.0%	35.3%	33.3%	32.3%	33.7%	34.9%
2、维修改造及配件销售	10.88	13.36	13.07	17.18	20.80	24.07	27.68	31.83	36.61
YOY	22.8%	-2.1%	26.5%	31.4%	17.4%	15.7%	15%	15%	15%
毛利率	31.8%	31.0%	35.3%	34.3%	31.9%	30.0%	30%	30%	30%
3、环保服务及设备	1.94	3.38	3.89	4.55	6.35	8.26	10.74	12.89	15.47
YOY	134.9%	73.9%	38.0%	17.2%	26.3%	30.1%	30%	20%	20%
毛利率			27.3%	41.8%	39.3%	38.0%	38%	38%	38%
4、其他业务	0.18	0.14	0.18	0.19	0.30	0.34	8.00	15.00	20.00
YOY	21.8%	-18.9%	28.8%	3.5%	59.6%	13.5%	2229%	88%	33%
毛利率	11.8%	-4.6%	77.8%	72.4%	50.0%	50.0%	15%	18%	20%
营业总收入	31.87	45.97	69.25	82.95	87.76	114.09	139.1	160.9	184.3
YOY	12.5%	44.2%	50.7%	19.8%	5.8%	30.0%	21.9%	15.7%	14.6%
归母净利润	0.68	6.15	13.61	16.90	15.86	22.45	24.6	29.7	34.6
YOY	-43.8%	807.6%	121.2%	24.2%	-6.2%	41.5%	9.7%	20.7%	16.4%
综合毛利率	26.8%	31.7%	37.4%	37.9%	34.9%	33.2%	31.3%	31.9%	32.6%
期间费用率	22.5%	15.2%	13.7%	13.5%	13.0%	8.6%	12.1%	11.2%	11.1%
归母净利润率	2.1%	13.4%	19.7%	20.4%	18.1%	19.7%	16.2%	17.7%	18.5%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

我们预计公司 2023-2025 年营业收入 139/161/184 亿元, 同比增长 22%/16%/15%; 归母净利润为 25/30/35 亿元, 同比增长 10%/21%/16%, 当前市值对应估值分别为 11.9/9.9/8.5 倍。可比公司方面, 我们选取同属于油服行业的海外龙头斯伦贝谢、贝克休斯、哈利伯顿, 国内油服厂商中海油服、海油工程、博迈科, 以及国内油气设备公司迪威尔, 2023-2025 年可比公司 PE 均值为 18/24/15 倍, 公司估值整体低于可比公司, 维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

2024/2/19		货币	收盘价 (LC)	市值 (亿)	净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
601808.SH	中海油服	CNY	14.67	546.0	23.53	35.5100	43.05	49.76	23	15	13	11
600583.SH	海油工程	CNY	6.00	265.3	14.57	17.4100	25.32	35.19	18	15	10	8
688377.SH	迪威尔	CNY	18.00	35.0	1.21	0.97	1.33	1.80	29	36	26	20
603727.SH	博迈科	CNY	11.09	31.2	0.65	-0.34	0.38	0.88	48	/	83	35
HAL.N	哈利伯顿	USD	35.31	314.3	15.72	26.38	30.50	34.73	20	12	10	9
SLB.N	斯伦贝谢	USD	48.57	693.1	34.41	42.03	51.19	60.27	20	16	14	11
BKR.O	贝克休斯	USD	29.15	291.8	-0.06	19.43	20.51	25.01	/	15	14	12
平均									26	18	24	15
002353.SZ	杰瑞股份	CNY	28.55	292.3	22.45	24.62	29.72	34.61	13.0	11.9	9.8	8.4

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所 (注: 杰瑞股份、中海油服、迪威尔为东吴预测, 哈利伯顿、斯伦贝谢、贝克休斯为 Bloomberg 一致预测; 其他为 Wind 一致预测)

5. 风险提示

(1) 原油价格下行风险。原油价格与油气勘探和开采的利润直接挂钩，因此公司的主要下游——油气勘探与开采行业景气度受油价影响较大。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，周期性强。若油价持续下行或低位震荡，石油公司的油气勘探与开采意愿很可能下降，公司的订单和业绩将承压。

(2) 下游资本开支不及预期。能源结构转型可能会影响石油公司进一步扩张资本开支的意愿，打击油服市场需求。为应对气候变化，能源结构将持续转向低碳化，中长期化石能源占能源消费结构比重将持续下降。在“双碳”目标的约束下，石油公司可能加速转型，导致油气勘探和开采活动开支不及预期，油服行业发展承压。

(3) 市场竞争加剧风险。2019年12月22日，中共中央、国务院发布《关于营造更好发展环境支持民营企业改革发展的意见》，要求在石油、天然气等重点行业和领域，放开竞争性业务，进一步引入市场竞争机制。政策支持背景下油服市场竞争可能加剧，公司若不能维持在技术研发、产品和服务质量方面的优势，经营业绩可能会受到影响。

(4) 国内页岩油气拓展进程缓慢。尽管我国页岩油气储量丰富，国家能源局将页岩油勘探开发推进会上将加强页岩油勘探开发列入“十四五”能源、油气发展规划，但目前我国页岩油气开采成本还相对较高，技术也尚未完全成熟。若页岩油气开采技术突破缓慢、降本速度不及预期、开采进程受阻，公司的业绩将受到影响。

(5) 北美市场拓展不及预期。北美是页岩油气产业最为发达的地区，随着疫情影响消退和油价的触底回升，开采活跃度持续上行。若公司在北美市场的拓展进度不及预期，产品未能通过当地客户验证、获得市场认可，业绩增速将受到影响。

(6) 汇率变动风险。2023年上半年，公司海外营收占比达46%，部分国际业务采用外币结算，汇率波动可能会带来汇兑损失，对公司的利润造成影响。

杰瑞股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21,843	23,764	29,287	32,831	营业总收入	11,409	13,908	16,089	18,435
货币资金及交易性金融资产	6,101	7,608	11,191	11,963	营业成本(含金融类)	7,618	9,558	10,962	12,432
经营性应收款项	8,633	9,312	10,557	13,209	税金及附加	56	83	97	111
存货	4,970	4,593	5,146	5,195	销售费用	473	556	644	737
合同资产	335	448	517	584	管理费用	419	556	515	571
其他流动资产	1,804	1,803	1,877	1,881	研发费用	367	417	483	553
非流动资产	7,383	7,356	7,316	7,258	财务费用	(274)	153	161	184
长期股权投资	227	276	333	392	加:其他收益	67	111	120	136
固定资产及使用权资产	2,224	2,989	3,138	3,086	投资净收益	134	167	161	147
在建工程	1,231	384	130	54	公允价值变动	19	0	0	0
无形资产	813	813	813	813	减值损失	(399)	(42)	(27)	(27)
商誉	88	94	103	113	资产处置收益	5	0	0	0
长期待摊费用	6	6	6	6	营业利润	2,577	2,820	3,482	4,102
其他非流动资产	2,794	2,794	2,794	2,794	营业外净收支	36	16	0	0
资产总计	29,226	31,120	36,603	40,090	利润总额	2,613	2,836	3,482	4,102
流动负债	10,085	9,973	12,407	12,346	减:所得税	325	326	453	574
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,785	1,785	1,785	1,785	净利润	2,288	2,510	3,029	3,527
经营性应付款项	5,398	4,820	6,869	6,450	减:少数股东损益	43	47	57	66
合同负债	1,047	1,321	1,539	1,730	归属母公司净利润	2,245	2,462	2,972	3,461
其他流动负债	1,856	2,048	2,215	2,382	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.19	2.41	2.90	3.38
非流动负债	1,019	1,019	1,019	1,019	EBIT	2,146	2,898	3,509	4,166
长期借款	552	552	552	552	EBITDA	2,718	3,291	3,926	4,604
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.23	31.28	31.87	32.56
租赁负债	9	9	9	9	归母净利率(%)	19.68	17.71	18.47	18.77
其他非流动负债	458	458	458	458	收入增长率(%)	30.00	21.90	15.68	14.58
负债合计	11,104	10,992	13,426	13,365	归母净利润增长率(%)	41.54	9.69	20.70	16.44
归属母公司股东权益	17,266	19,225	22,217	25,698					
少数股东权益	855	903	960	1,026					
所有者权益合计	18,122	20,127	23,177	26,724					
负债和股东权益	29,226	31,120	36,603	40,090					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,008	2,337	3,941	1,147	每股净资产(元)	16.81	18.78	21.70	25.10
投资活动现金流	(3,898)	(181)	(214)	(231)	最新发行在外股份(百万股)	1,024	1,024	1,024	1,024
筹资活动现金流	3,391	(649)	(145)	(145)	ROIC(%)	10.84	11.94	12.72	13.12
现金净增加额	571	1,507	3,582	771	ROE-摊薄(%)	13.00	12.81	13.38	13.47
折旧和摊销	572	393	417	439	资产负债率(%)	37.99	35.32	36.68	33.34
资本开支	(1,527)	(298)	(318)	(318)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.02	11.87	9.83	8.45
营运资本变动	(2,205)	(570)	483	(2,844)	P/B(现价)	1.70	1.52	1.32	1.14

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

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>