

2024 年 03 月 01 日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

油服龙头海外增长亮眼，第二增长极落地可期

买入（维持）

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）	19.50	13.77	12.56	10.40	8.93

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。

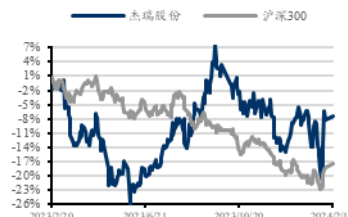
■ 增长极：北美市场电驱压裂拓展加速，第二增长极落地可期

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 12.6/10.4/9.0 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



数据来源：Wind

市场数据

收盘价(元)	30.20
一年最低/最高价	23.04/33.36
市净率(倍)	1.68
流通 A 股市值(百万元)	20,941.75
总市值(百万元)	30,920.45

数据来源：Wind

基础数据

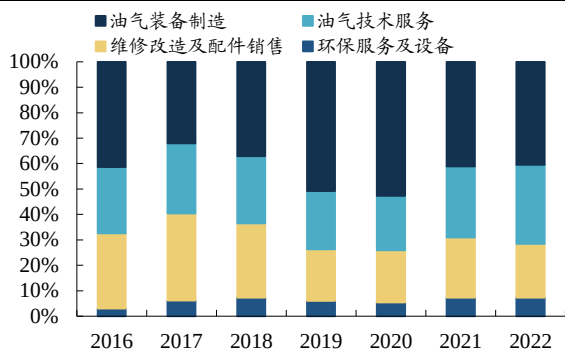
每股净资产(元,LF)	17.96
资产负债率(% ,LF)	37.21
总股本(百万股)	1,023.86
流通 A 股(百万股)	693.44

数据来源：Wind

Soochow Securities International Brokerage Limited appreciates the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees **Ershuang Zhou (周尔双)**, **Yue Luo (罗悦)** and **Yijie Wei (韦译捷)**.

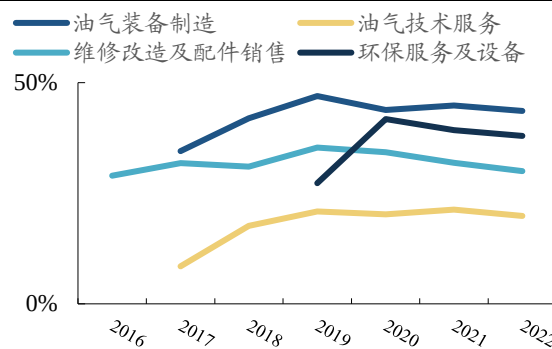
杰瑞股份为民营油气设备及服务龙头，海外业务持续突破。杰瑞股份成立于 1999 年，于 2010 年在深交所上市，是业内领先的油气田设备和技术工程服务提供商。公司业务主要分为油气装备、油气服务、维修配件及环保设备四大板块，其中油气装备主要包括钻完井设备（压裂设备、固井装备、连续油管、泵送设备、发电机组等）、天然气设备等，其中压裂设备价值量及利润率较高，占公司油气装备制造业务比例约 50%，总收入比例约 20%。

图1：杰瑞股份分业务拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：杰瑞股份分业务毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

基本盘：主业向上，受益一带一路合作、国内非常规油气开发。1) **国内市场：受益非常规油气开发+电动化趋势。**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。2) **海外市场：受益“一带一路”合作深化。**2022 年 12 月习近平主席出席首届中阿国家峰会与首届中阿国家峰会，双方就扩大原油、LNG 进口，开展人民币结算等方面达成共识。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。

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

增长极：北美市场电驱压裂拓展加速，第二增长极落地可期。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。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

盈利预测及投资建议：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，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。

杰瑞股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		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					
非流动负债	1,019	1,019	1,019	1,019	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.19	2.41	2.90	3.38
长期借款	552	552	552	552					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	2,146	2,898	3,509	4,166
租赁负债	9	9	9	9	EBITDA	2,718	3,291	3,926	4,604
其他非流动负债	458	458	458	458					
负债合计	11,104	10,992	13,426	13,365	毛利率(%)	33.23	31.28	31.87	32.56
归属母公司股东权益	17,266	19,225	22,217	25,698	归母净利率(%)	19.68	17.71	18.47	18.77
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	收入增长率(%)	30.00	21.90	15.68	14.58
负债和股东权益	29,226	31,120	36,603	40,090	归母净利润增长率(%)	41.54	9.69	20.70	16.44

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		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	21.68	25.08
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	13.13
现金净增加额	571	1,507	3,582	771	ROE-摊薄(%)	13.00	12.81	13.39	13.48
折旧和摊销	572	393	417	439	资产负债率(%)	37.99	35.32	36.70	33.35
资本开支	(1,527)	(298)	(318)	(318)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.77	12.56	10.40	8.93
营运资本变动	(2,205)	(570)	483	(2,844)	P/B (现价)	1.80	1.61	1.39	1.20

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。

免责及评级说明部分

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

此外，分析员确认，无论是本人或关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）没有担任本报告所述上市公司之高级职员；未持有相关证券的任何权益；没有在发表本报告 30 日前交易或买卖相关证券；不会在本报告发出后的 3 个营业日内交易或买卖本报告所提及的发行人的任何证券。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将

此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。東吳證券國際及其集團公司的各業務部門，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決策可能與本報告所述觀點並不一致。

本報告及其所載內容均屬機密，僅限指定收件人閱覽。本報告版權歸東吳證券國際所有，未經本公司同意，不得以任何方式複製、分發或使用本報告中的任何資料。本報告僅作參考用途，任何部分不得在任何司法管轄權下的地方解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券、投資產品、交易策略或其他金融工具。東吳證券國際毋須承擔因使用本報告所載數據而可能直接或間接引致之任何責任，損害或損失。

特別聲明

東吳證券國際可能在法律准許的情況下參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，也可能為有關發行人提供投資銀行業務服務或招攬業務，及／或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。閣下應考慮到東吳證券國際及／或其相關人員可能存在影響本報告及所載觀點客觀性的潛在利益衝突，請勿將本報告視為投資或其他決策的唯一信賴依據。

本報告及其所載信息並非針對或意圖發送給任何就分派、刊發、可得到或使用此報告而導致東吳證券國際違反當地法律或規例或可致使東吳證券國際受制於相關法律或規例的任何地區、國家或其他司法管轄區域的公民或居民。接收者須自行確保使用本報告符合當地的法律及規例。

評級標準：

公司投資評級：

- 買入：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤在 15%以上；
- 增持：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介於 5%與 15%之間；
- 中性：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介於-5%與 5%之間；
- 減持：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤介於-15%與-5%之間；
- 賣出：預期未來 6 個月个股漲跌幅相對大盤在-15%以下。

行業投資評級：

- 增持：預期未來 6 個月內，行業指數相對強於大盤 5%以上；
- 中性：預期未來 6 個月內，行業指數相對大盤-5%與 5%；
- 減持：預期未來 6 個月內，行業指數相對弱於大盤 5%以上。

東吳證券國際經紀有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道東 1 號太古廣場 3 座 17 樓

Tel 電話：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客戶服務)

公司網址：<http://www.dwzq.com.hk/>

