



受益于油气行业高景气，海外市场持续突破

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 油气行业高景气，非常规油气开发驱动压裂设备需求增长。根据 Spears & Associates 预测，2024 年全球油田服务市场规模将达 3280 亿美元，同比增长 7.1%。全球非常规油气的大力开发将刺激涡轮、电驱等压裂设备需求增长。2) 高端市场持续突破，国际市场继续拓展，打开成长空间。公司聚焦全球战略客户，业务覆盖全球 70 多个国家与地区，海外市场、品牌影响力持续提升。公司目前已实现北美高端电驱市场突破，欧洲、中东市场持续拓展，打开公司成长天花板。3) 积极布局新能源，开启“油气”、“新能源”双主线。2021 年，公司进军新能源领域，聚焦油气、新能源双主业战略，形成产业协同、多元化、可持续发展。2023 年，公司推出锂电池资源化回收成套装备解决方案，已实现订单交付。
- 油价维持高位，油企资本开支增加；国内油气增储上产持续推进。** 2021 年以来，油价整体回暖，带动上游油企资本开支增加。2023 年，“三桶油”勘探开发资本支出合计为 4565.8 亿元，同比增长 12.1%。根据 Spears & Associates 预测，2024 年全球油田服务市场规模将达到 3280 亿美元，同比增长 7.1%。公司压裂设备在非常规油气开发领域优势明显，伴随国内非常规油气开采力度持续增强，公司有望持续受益。
- 国际市场加速拓展，北美高端市场成功破局，进一步打开成长空间。** 2023 年公司北美油服公司签署电驱压裂成套车组订单，目前已完成电驱压裂设备交付，设备正在客户井场进行作业，各项数据表现远优于北美当地老牌产品。根据我们测算，2024-2026 年北美压裂设备市场空间将分别达到 130.0、144.0、156.1 亿元，其中电驱压裂设备规模分别为 28.3、43.5、61.5 亿元。公司电驱产品在北美高端市场实现成功突围，中东及欧洲地区市占率持续提升，打开公司未来成长空间。
- 油气装备领域持续领跑，新能源领域加速拓展。** 油气装备领域方面，公司在压裂设备、固井设备等领域市占率位居行业前列。新能源领域，新能源锂离子电池负极材料项目全产线拉通；2023 年，公司推出锂电池资源化回收成套装备解决方案，回收率可达 98%，实现行业突破。公司“油气+新能源”双主线齐头并进，助力业绩可持续发展。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 28.0、32.8、36.8 亿元，对应 EPS 分别为 2.73、3.21、3.60 元，对应当前股价 PE 分别为 13、11、10 倍，未来三年归母净利润复合增速为 15%。考虑油服行业高景气延续，公司电驱压裂设备技术领先以及海外业务持续突破，给予公司 2024 年 16 倍目标 PE，目标价 43.72 元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 油气价格波动风险；原材料价格上涨风险；海外业务拓展或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13912.09	15187.73	17162.05	19249.82
增长率	21.94%	9.17%	13.00%	12.17%
归属母公司净利润(百万元)	2454.38	2797.78	3282.07	3684.93
增长率	9.33%	13.99%	17.31%	12.27%
每股收益EPS(元)	2.40	2.73	3.21	3.60
净资产收益率 ROE	12.38%	12.59%	13.17%	13.18%
PE	15	13	11	10
PB	1.92	1.70	1.51	1.35

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn
联系人: 杨云杰
电话: 021-58351893
邮箱: yyjie@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.24
流通 A 股(亿股)	6.93
52 周内股价区间(元)	24.23-36.31
总市值(亿元)	370.23
总资产(亿元)	325.56
每股净资产(元)	19.15

相关研究

- 杰瑞股份(002353): 24Q1 业绩维持稳健, 海外市场有序推进 (2024-04-28)
- 杰瑞股份(002353): 业绩实现稳健增长, 海外市场持续向好 (2024-04-06)
- 杰瑞股份(002353): 北美电驱市场实现突破, 成长天花板有望打开 (2023-12-22)
- 杰瑞股份(002353): 业绩稳健增长, 期待北美市场电驱破局 (2023-10-31)
- 杰瑞股份(002353): 海外市场拓展迅速, 业绩有望再创新高 (2023-08-18)

投资要件

关键假设

1) 国家能源安全战略背景下，非常规油气资源开发已成为我国“稳油增气”的战略性资源，页岩油气开发力度加强驱动压裂设备需求增长。公司电驱压裂设备技术处于行业前列，品牌影响力持续提升。我们预计 2024-2026 年油气装备制造及技术服务业务营收同比增长 9.0%、13.0%、12.0%，毛利率分别为 33.5%、34.0%、34.0%。

2) 维修改造及贸易配件属于后市场业务，油气行业景气向上及公司油气装备制造业务规模逐渐增长有望带动该板块规模增长，预计 2024-2026 年维修改造及贸易配件业务营收同比增长 10.0%、12.0%、12.0%，毛利率分别为 31.0%、31.5%、31.5%。

3) 环保服务业务板块，公司持续推出包括锂电池资源化循环利用设备等新品，并已完成销售，预计 2024-2026 年环保服务营收同比增长 10.0%、20.0%、20.0%，毛利率分别为 35.5%、36.0%、36.0%。

区别于市场的观点

市场认为，在全球油服行业景气度持续上升和国内能源安全战略背景下，公司海内外油气装备制造及技术服务、维修改造及贸易配件业务订单和业绩有望持续增长。我们认为，公司不仅受益于油气行业高景气，同时公司海外市场包括中东、北美、欧洲等地区产业布局日趋完善，北美地区高端装备持续突破，中东地区优势产品及服务带动其他业务协同发展，欧洲地区紧抓供应链重构机会，海外市场有望在未来提供公司重要增量。

股价上涨的催化因素

油服行业高景气延续；电驱压裂设备需求增长；海外市场快速突破。

估值和目标价格

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 28.0、32.8、36.8 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 15%。考虑油服行业高景气延续，公司电驱压裂设备技术领先以及海外业务持续突破，给予公司 2024 年 16 倍目标 PE，目标价 43.72 元，维持“买入”评级。

投资风险

油气价格波动风险，原材料价格上涨风险，海外业务拓展或不及预期。

目 录

1 杰瑞股份：深耕国内，发力海外	1
1.1 民营油服龙头，积极拓展新兴业务.....	1
1.2 发力国际市场，海外业务高速增长.....	3
1.3 股权结构清晰稳定，员工持股计划激励效果显著.....	4
2 政策驱动叠加油价高位，油服行业景气向上	5
2.1 国家能源安全战略驱动，油气产量稳步增长.....	5
2.2 高油价带动上游资本开支增加，油服行业景气向上.....	7
2.3 页岩油气产量持续提升，驱动压裂设备需求增长.....	14
3 新产品、新市场助力公司业绩高速增长	22
3.1 持续加大研发力度，新型压裂设备陆续推出.....	22
3.2 积极布局海外，海外市场实现进一步突破.....	25
3.3 进军新能源领域，开启第二成长曲线.....	26
4 财务分析	28
5 盈利预测与估值	30
5.1 盈利预测.....	30
5.2 绝对估值.....	30
5.3 相对估值.....	31
6 风险提示	32

图 目 录

图 1: 杰瑞股份深耕油气行业 20 余年, 为国内民营油服龙头企业	1
图 2: 压裂作业主要工作原理	2
图 3: 油田固井作业主要原理	2
图 4: 公司产品矩阵	2
图 5: 2019-2023 年, 公司业务收入结构基本维持稳定	3
图 6: 公司各业务板块毛利率维持在较高水平	3
图 7: 2024Q1, 公司实现营收 21.3 亿元, 同比-6.5%	3
图 8: 2024Q1, 公司实现归母净利润 3.8 亿元, 同比+6.8%	3
图 9: 2023 年, 公司新增订单 139.6 亿元, 同比+9.7%	4
图 10: 公司在手订单充足, 保障未来业绩增长	4
图 11: 公司股权结构集中, 孙伟杰、王坤晓、刘贞峰为公司实际控制人	4
图 12: 2019 年以来我国原油产量持续增长	6
图 13: 我国天然气产量持续增长	6
图 14: 2023 年, 我国原油对外依存度为 73%	6
图 15: 2023 年我国天然气对外依存度为 41%	6
图 16: 我国一次能源消费结构预测	7
图 17: 我国终端能源消费结构预测	7
图 18: 短期来看, 我国石油消费需求仍将继续增长	7
图 19: 我国天然气消费需求中长期将持续增长	7
图 20: 油服行业处于油气产业链中游, 主要包括 5 大市场	8
图 21: 原油价格波动影响因素及传导路径	8
图 22: 2022 年以来, 国际原油价格维持在较高水平 (美元/桶)	9
图 23: 2022 年以来, 国际油公司龙头加大资本开支力度	9
图 24: 2023 年, “三桶油” 资本开支同比增长 2.8%	10
图 25: 2022 年来, 国际油服巨头营收快速增长 (亿美元)	10
图 26: 国内油服公司营收规模持续增长 (亿元)	10
图 27: 2024 年, 预计全球油田服务市场规模为 3280 亿美元	11
图 28: 2022 年, 我国油田服务市场规模达到 1808 亿元	11
图 29: 2021 年以来, 全球、美国活跃钻机数量逐渐回升	11
图 30: 2021 年以来, 北美活跃压裂车队数量开始回升	11
图 31: 钻完井服务占全球油服市场的 39%	12
图 32: 水力压裂占钻完井成本的 28%	12
图 33: 2023 年, 全球油服行业竞争格局	13
图 34: 国营油服企业占我国油服行业 85% 份额	13
图 35: 页岩油赋存方式示意图	14
图 36: 页岩油气开采示意图	14
图 37: 全球油气产量持续攀升	16
图 38: 三大类油气资源呈现 “一降一升一稳” 态势	16
图 39: 美国页岩油气开发发展周期	16

图 40: 2023 年, 美国页岩气产量超 8300 亿立方米.....	17
图 41: 2023 年, 美国页岩气产量占比为 77%.....	17
图 42: 2023 年, 美国页岩油产量约为 3.8 亿吨.....	17
图 43: 7 大页岩油产区产量占比达 75%.....	17
图 44: 中国页岩油气开发发展周期.....	17
图 45: 2023 年, 我国页岩油产量突破 400 万吨.....	18
图 46: 2023 年, 我国页岩气产量达 250 亿立方米.....	18
图 47: 美国页岩油平均运营成本约为 37 美元/桶.....	18
图 48: 美国页岩油平均新钻井成本约为 62 美元/桶.....	18
图 49: 截至 2017 年, 我国页岩油技术可采资源量约 44 亿吨, 约占全球的 7%, 位列世界第三 (吨)	19
图 50: 截至 2015 年, 我国页岩气技术可采资源量约 32 万亿立方米, 约占全球的 15%, 位列世界第一 (亿立方米) 19	
图 51: 中国主要页岩气储层分布图.....	19
图 52: 2022 年, 全球压裂市场规模为 179 亿美元, 同比+23.5%.....	20
图 53: 2022 年, 北美压裂市场占比为 78%.....	20
图 54: 北美压裂设备水马力存量情况.....	20
图 55: 2023 年, 公司研发费用 5.1 亿元, 同比增长 39.3%.....	22
图 56: 2023 年, 公司研发人员占比达 20.8%.....	22
图 57: 杰瑞涡轮压裂设备.....	23
图 58: 杰瑞 4500 型涡轮压裂车在大港油田作业.....	23
图 59: 杰瑞电驱压裂设备结构紧凑.....	23
图 60: 杰瑞电驱压裂成套解决方案.....	23
图 61: 公司业务覆盖世界 70 多个国家和地区.....	25
图 62: 杰瑞电驱压裂装备在美国井场作业.....	25
图 63: 2023 年, 公司海外业务收入 65.2 亿元, 同比+60.6%.....	26
图 64: 2023 年, 海外业务毛利率为 31.8%, 同比+3.2pp.....	26
图 65: 锂电池拆解装备.....	27
图 66: 美国锂电池循环利用项目.....	27
图 67: 我国新能源汽车动力电池装机量持续增长.....	27
图 68: 我国动力电池理论报废量近 50 万吨.....	27
图 69: 锂电池回收技术路线示意图.....	28
图 70: 2025 年, 我国锂电池回收市场空间有望超 300 亿元.....	28
图 71: 公司净资产收益率及增速.....	29
图 72: 可比公司 ROE.....	29
图 73: 公司盈利能力维持在较高水平.....	29
图 74: 公司费用管控能力持续优化.....	29
图 75: 公司毛利率处于行业领先地位.....	29
图 76: 公司净利率远高于行业平均水平.....	29

表 目 录

表 1: 国内油气增产政策推动油服行业景气度持续提升	5
表 2: 国际油服公司业务范围及收入情况对比	12
表 3: 中国油服公司业务范围及收入情况对比	13
表 4: 中美页岩气扶持政策对比	15
表 5: 预计到 2026 年北美压裂设备市场空间超 150 亿元, 电驱压裂设备市场空间超 60 亿元	21
表 6: 杰瑞涡轮压裂设备种类丰富	22
表 7: 杰瑞电驱压裂撬配备高功率自产柱塞泵	23
表 8: 杰瑞电驱压裂设备体积小, 重量轻, 功率密度大	24
表 9: 公司高端制造产品竞争力强	24
表 10: 我国政策大力支持锂离子电池及其负极材料的研发与应用	26
表 11: 公司负极材料产品丰富	28
表 12: 分业务收入及毛利率	30
表 13: 绝对估值假设条件	31
表 14: FCFE 估值结果	31
表 15: 可比公司估值 (截至 2024 年 6 月 20 日)	32
附表: 财务预测与估值	33

1 杰瑞股份：深耕国内，发力海外

1.1 民营油服龙头，积极拓展新兴业务

杰瑞股份是全球领先的油气田成套装备制造制造商，国内油服装备制造龙头公司，业务多元化布局。公司成立于1999年，总部位于山东烟台，主要业务包括高端装备制造、油气工程及油气田技术服务、环境治理、新能源领域，主要应用于石油天然气的勘探开发、集运输送，环境治理、新能源等领域。公司发展历史可以分为四个阶段：

1) 1999-2006年：自主研发制造奠基期。1999年，公司成立并开始从事进口矿山配件贸易。2000年，公司进军油田行业，从事油田配件销售与设备维修业务，知名度持续扩大。2002年起，公司成立装备研发部开启自主研发之路。2006年，公司进军油田服务和天然气装备制造领域，产业链进一步延伸。

2) 2007-2013年：国际市场持续扩张期。2007年，公司业务扩展至美国、墨西哥地区，开启全球化发展征程。2008年，美国杰瑞公司成立。2010年，公司在深交所上市，上下游产业链逐步完善，开始布局海外市场。2012年，公司向美国交付压裂车组，成为首家向北美提供全套页岩气压裂装备的中国企业。

3) 2014-2020年：以创新变革为核心的多元化发展期。公司以持续创新驱动企业发展，在高端装备、环保、工业协同研发等领域，持续优化产业布局。2014年，公司推出世界首台4500型涡轮压裂车，开启油田涡轮时代，同年建设LNG液化工厂，推动我国页岩气商业化发展。2015年，公司开始拓展环保业务。2019年，公司自主研发全球首套电驱压裂成套设备和页岩气开发解决方案，助力页岩气革命。2020年，公司开启数字化转型新篇章。

4) 2021年-至今：入局新能源，确定双主业。2021年以来，公司持续研发创新，先后推出压裂智能控制系统、涡轮压裂新品，重新定义涡轮压裂新时代，推动我国页岩油气规模开发和产能建设。同年，成立杰瑞新能源科技公司进军锂离子电池负极材料领域，确定“油气产业”和“新能源产业”双主业战略。2023年，杰瑞新能源10万吨锂离子电池负极材料一体化项目成功点火试运行；自主研发全新一代锂电池资源化循环利用成套装备，为废旧锂电池高效、安全、清洁回收提供保障，推动锂电池产业绿色循环发展。

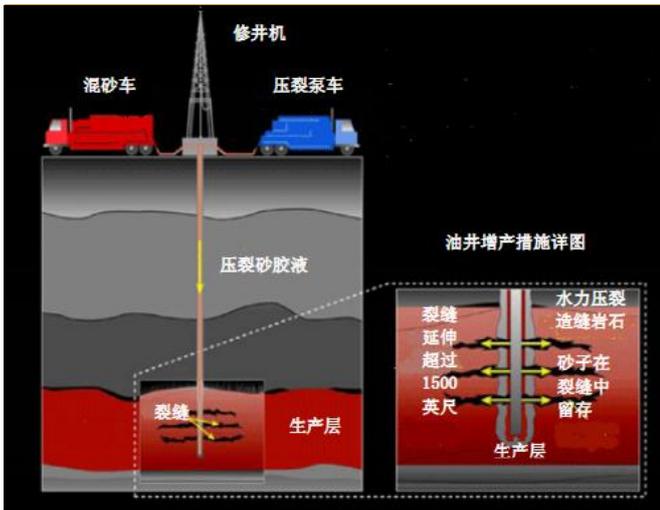
图 1：杰瑞股份深耕油气行业 20 余年，为国内民营油服龙头企业



数据来源：公司官网，西南证券整理

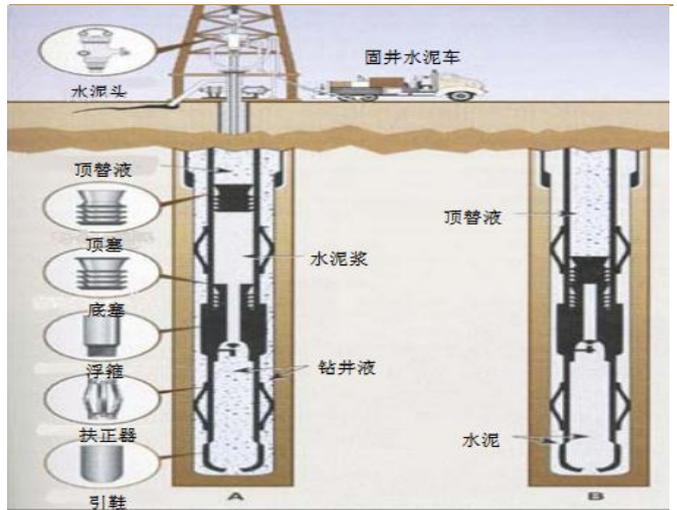
依托油气装备制造及技术服务推动多元化业务共同发展。1) 油气装备制造及技术服务为公司主营业务，主要是为石油天然气公司勘探开发和集输油气提供产品和服务。以油气生产井口为界，井口以下部分完成勘探、钻完井、形成井口为油气田服务，在此过程中涉及油气田设备包括压裂、固井、连接油管等设备，其中以压裂成套设备为主；井口以上部分完成井口形成后的分离、净化及集运输送工程为油气田工程服务，油气工程设备包括形成工程本体的设备模块。2) 维修改造及配件业务是向油气田公司提供后续维修改造和配件，包括高压柱塞泵及配件、高压管汇、井口井控部件及井下工具、螺杆钻具、散热系统、发动机部件等。3) 环保服务是为客户提供油泥处理、污泥减量化、土壤修复等环保服务以及环保设备等一体化解决方案。

图 2：压裂作业主要工作原理



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 3：油田固井作业主要原理



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 4：公司产品矩阵

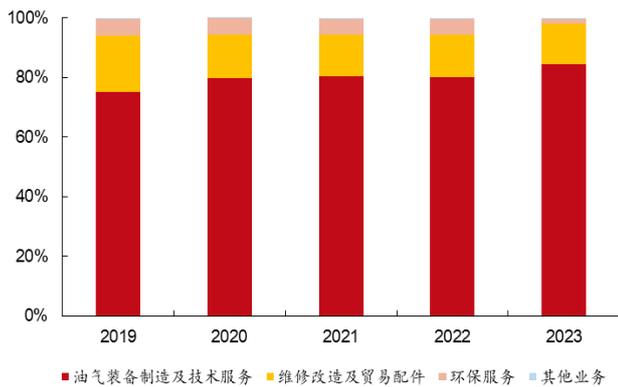
产品领域	油气领域				新能源领域	
	油气设备	油气田服务	油气工程	环保服务	锂电池回收	负极材料
详情及示意图	<p>压裂成套设备</p> <p>智能固井设备</p> <p>连续油管设备</p> <p>柱塞泵</p> <p>柱塞泵配件</p> <p>天然气装备</p> <p>海洋工程装备</p>	<p>专注于为全球油气田勘探开发提供一体化综合解决方案及服务，主要业务包括智慧油田解决方案、地质及油藏研究服务、钻完井一体化技术服务、油气田增产技术服务、采油技术服务、油气田运维管理服务、井下工具</p>	<p>业务覆盖油气田地面工程、气处理及LNG工程及分布式能源等</p> <p>为客户提供从可研规划、工程设计、采购、装备制造，到施工管理、开车、运维的一体化解决方案</p>	<p>主营业务涉及油泥处理、污泥减量化、土壤修复。为客户提供环保技术研发、装备制造、技术服务、项目投融资等一体化解决方案</p>	<p>综合分选设备</p> <p>低温挥发设备</p> <p>致力于实现全球废旧锂电池高效、安全、环保回收，自主研发锂电池资源化回收一体化解决方案，推动锂电池回收向智能化、绿色化、标准化转型发展，实现废旧锂电池回收产业链融合发展</p>	<p>天然石墨、人造石墨</p> <p>致力于新能源电池负极材料包括人造石墨、硬碳 / 软碳的研制，通过基础材料领域的潜心探索，以及关键装备技术的突破，支持新能源电池的品质提升</p>

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业务结构稳定，收入主要来自油气设备销售和提供油气相关服务。2023年，油气装备制造及技术服务、维修改造及配件和环保服务业务占比分别为84.5%、13.4%和1.8%。

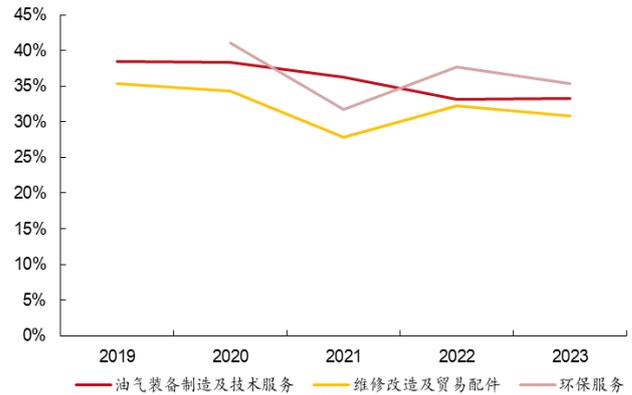
1) 油气装备制造及技术服务：2019-2023年，油气装备制造及技术服务收入由52.1亿元提升至117.6亿元，CAGR为22.6%。其中，装备类业务毛利率维持在行业较高水平，服务类收入占比逐渐提升。2) 维修改造及贸易配件：2023年，维修改造及贸易配件业务收入18.6亿元，同比增长14.2%，毛利率为30.8%。3) 环保服务：2023年，环保服务收入2.5亿元，同比减少58.6%，毛利率为35.3%。

图 5：2019-2023 年，公司业务收入结构基本维持稳定



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司各业务板块毛利率维持在较高水平

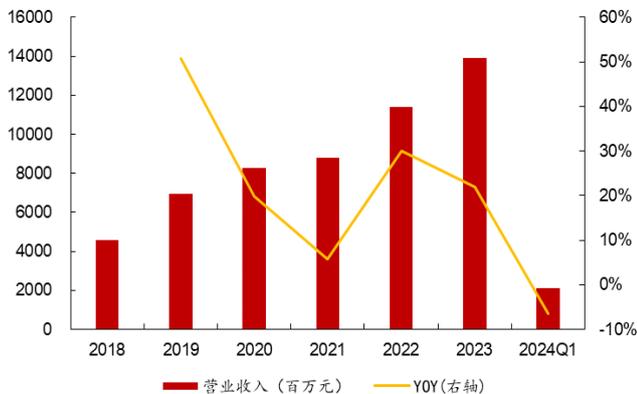


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 发力国际市场，海外业务高速增长

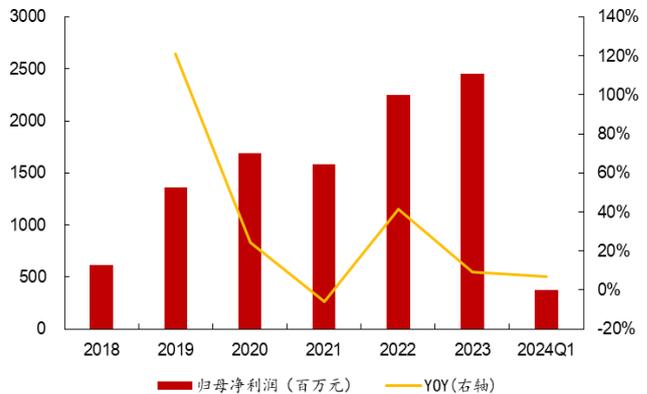
海外业务加速拓展，收入规模持续扩张。2018-2023年，公司实现营收由46.0亿元增长至139.1亿元，期间CAGR为24.8%，归母净利润由6.2亿元增长至24.5亿元，CAGR高达31.9%。2022、2023年，公司海外业务分别实现收入40.6、65.2亿元，营收增速均超过60%，海外业务增长强劲。2024Q1，公司实现营收21.3亿元，同比减少6.5%，实现归母净利润3.8亿元，同比增长6.8%，单季度受部分项目交付周期影响，营收规模有所下滑。

图 7：2024Q1，公司实现营收 21.3 亿元，同比-6.5%



数据来源：Wind，西南证券整理

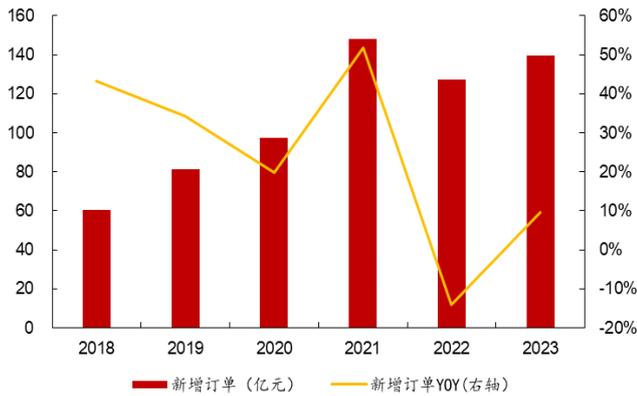
图 8：2024Q1，公司实现归母净利润 3.8 亿元，同比+6.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

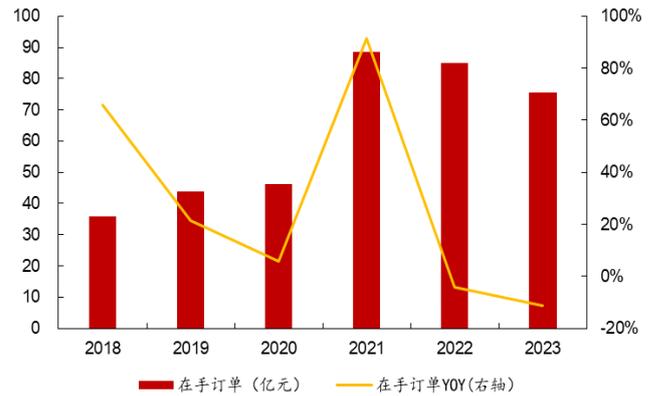
新签订单稳步增长，在手订单维持高位。2023年，公司新签订单 139.6 亿元，同比增长 9.7%，国内市场公司中标 2023 年中石油全部压裂设备带量集中采购项目，海外市场电驱压裂成套装备首次进入北美高端市场；年末在手订单 75.5 亿元，同比减少 11.2%，主要系 KOC JPF-5 油气工程项目确认收入约 20 亿元。综合来看，公司在手订单维持在高位，保障业绩持续增长。

图 9：2023 年，公司新增订单 139.6 亿元，同比+9.7%



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：公司在手订单充足，保障未来业绩增长



数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 股权结构清晰稳定，员工持股计划激励效果显著

股权结构清晰稳定，“奋斗者”员工持股计划激励充分。公司实际控制人为孙伟杰、王坤晓、刘贞峰，三人具有一致行动关系，合计直接持股 42.65%。公司股权结构清晰稳定，决策效率高。自 2015 年起，公司持续推出“奋斗者”员工持股计划，激励充分，员工积极性调动充分。公司下设多家子公司各司其职，主要包括石油装备技术、能源服务、环境科技、新能源科技、机械设备公司等。

图 11：公司股权结构集中，孙伟杰、王坤晓、刘贞峰为公司实际控制人



数据来源：Wind, 西南证券整理

2 政策驱动叠加油价高位，油服行业景气向上

2.1 国家能源安全战略驱动，油气产量稳步增长

能源安全战略驱动，油服行业景气度有望持续提升。《“十四五”现代能源体系规划》提出，到 2025 年，国内原油年产量回升并稳定在 2 亿吨水平，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上。同时，非常规石油产量在未来 15 年或将保持增长至 5000 万吨。顶层规划出台，推动国内原油产量增长，油田勘探和开发活动将呈现上升趋势。在政策推动下，包括页岩气在内的非常规石油产业将逐步发展，进一步提升对高精密设备和油服公司的依赖程度。在此背景下，油服公司将承担更多勘探、钻井等服务，行业景气度有望持续提升。

表 1：国内油气增产政策推动油服行业景气度持续提升

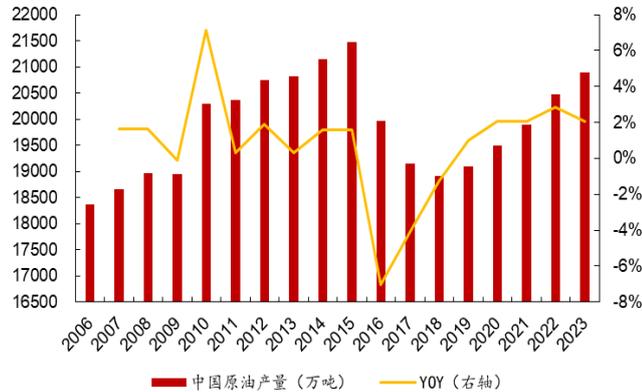
颁布时间	颁布部门	政策名称	政策内容
2016 年	发改委	《石油发展“十三五”规划》	到 2020 年，国内石油产量达到 2 亿吨以上，构建开放条件下的多元石油供应安全体系，保障国内 5.9 亿吨的石油消费水平
2017 年	能源局	《2017 年能源工作指导意见》	提高油气保障能力。重点支持陆上深层、海洋深水和非常规油气勘探开发重大理论技术创新。加强用海协调，进一步推动海洋油气勘探开发
2018 年	能源局	《2018 年能源工作指导意见》	加强常规油气资源勘探开发，保证石油产量基本稳定，天然气产量较快增长。加大页岩气、煤层气、深水石油天然气资源的勘探开发力度
2020 年	发改委 能源局	《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》	加快页岩油气、致密气、煤层气等非常规油气资源勘探开发力度，保障持续稳产增产
2020 年	能源局	《2020 年能源工作指导意见》	加大油气勘探开发力度。大力提升油气勘探开发力度保障能源安全，进一步巩固增储上产良好态势
2021 年	能源局	《2021 年能源工作指导意见》	推动油气增储上产，确保勘探开发投资力度不减，强化重点盆地和海域油气基础地质调查和勘探，推动东部老油田稳产，加大新区产能建设力度。加快页岩油气、致密气、煤层气等非常规资源开发
2021 年	国务院	《全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	加快推进页岩气、煤层气、致密油气等非常规油气资源规模化开发。强化风险管控，确保能源安全稳定供应和平稳过渡
2022 年	发改委 能源局	《“十四五”现代能源体系规划》	到 2025 年，国内原油年产量回升并稳定在 2 亿吨水平，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上。同时，非常规石油产量在未来 15 年或将保持增长至 5000 万吨
2022 年	能源局	《2022 年能源工作指导意见》	加快油气先进开采技术开发应用，巩固增储上产良好势头，坚决完成 2022 年原油产量重回 2 亿吨、天然气产量持续稳步上产的既定目标
2024 年	能源局	《2024 年能源工作指导意见》	深入研究实施油气中长期增储上产发展战略。加大油气勘探开发力度，推进老油田稳产，加快新区建产，强化“两深一非一稳”重点领域油气产能建设。原油产量稳定在 2 亿吨以上，天然气保持快速上产态势

数据来源：政府公告，西南证券整理

“增储上产”背景下，我国原油产量持续增长。2016-2018 年，我国原油产量从 19969 万吨降至 18932 万吨，降至 2010 年以来最低点。2019 年以来我国原油产量逐年递增，从 2019 年 19163 万吨，增至 2023 年 20891 万吨，非常规油气勘探领域在近年来频繁实现技术突破，页岩油加速发展成为原油稳产生力军。2023 年，我国页岩油产量突破 400 万吨，同比增长约 18.0%。根据中国能源报记载，2030 年我国原油产量有望达 2.5 亿吨以上。

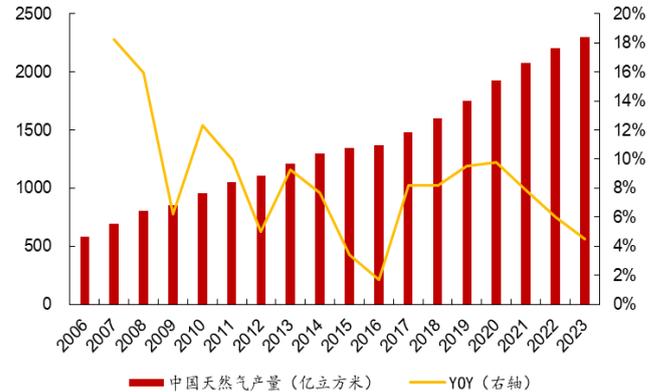
我国天然气产量呈现持续增长态势，非常规油气提供重要增量。根据国家统计局数据显示，2023年我国天然气产量达到2300亿立方米，同比增长4.5%，连续7年保持百亿立方米增产势头，其中非常规天然气产量突破960亿立方米，同比增长14.3%，占比提升至43%，成为天然气增储上产的重要增长极。

图 12：2019 年以来我国原油产量持续增长



数据来源：Wind, 西南证券整理

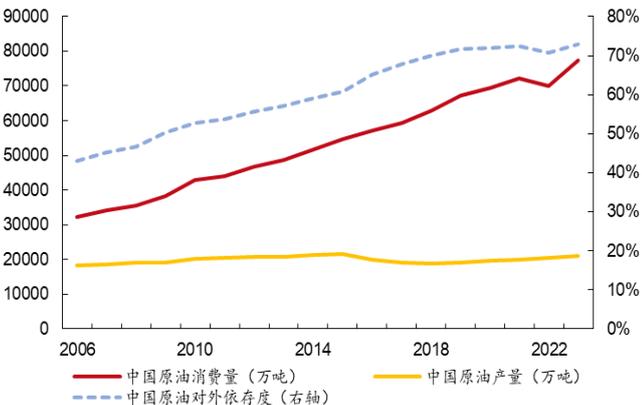
图 13：我国天然气产量持续增长



数据来源：Wind, 西南证券整理

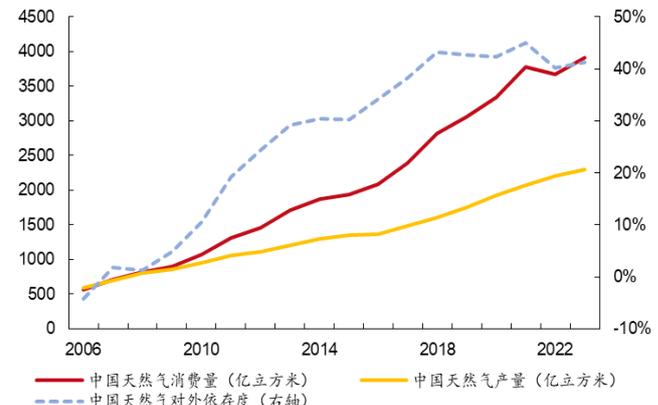
从能源安全角度来看，我国油气对外依存度较高。原油方面，我国是石油消耗大国，同时也是最大的石油进口国，近年来原油对外依存度持续增高，从2006年43%，增长至2023年73%。石油进口贸易中各种风险愈发复杂，过高的原油对外依存度对我国能源安全造成威胁。从长远来看，我国原油产量仍存在提升空间。天然气方面，我国是全球天然气主要的消费市场，2008年以来我国天然气对外依存度从1%提升至2023年的41%。

图 14：2023 年，我国原油对外依存度为 73%



数据来源：Wind, 西南证券整理

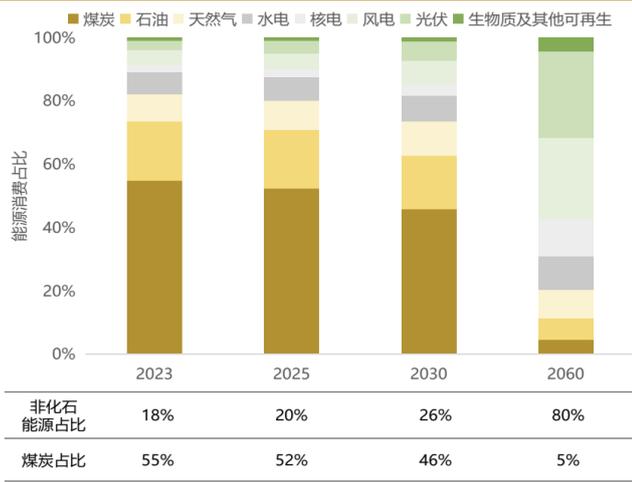
图 15：2023 年我国天然气对外依存度为 41%



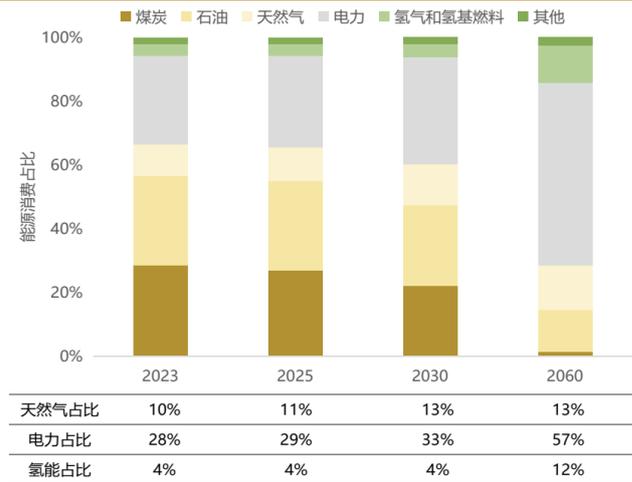
数据来源：Wind, 西南证券整理

中长期来看石油仍是我国重要能源组成部分。石油是我国的第二大能源品种，2023年在我国一次能源消费结构中占比约为18.8%，从消费领域来看，石油主要用于交通、石化、工业、建筑等领域。中长期看，石油将从重要的交通燃料向必不可少的石化原材料转化，在我国一次能源中长期保持重要地位。预计当前到2026年前后石油需求达高峰期，年均增长1%~2%，2027-2030年，石油需求将维持在8亿吨左右平台期。

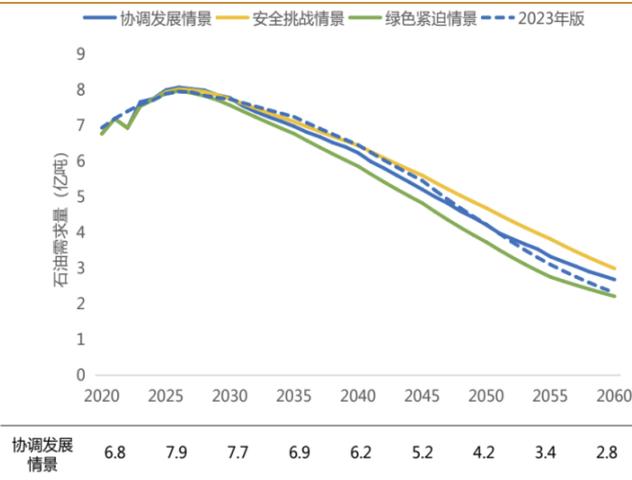
我国新型能源体系建设进程中，天然气需求增长潜力巨大。近期来看，天然气作为桥梁能源，预计到 2025 年，天然气消费量约 4250 亿立方米，占一次能源的比例约 9%。在可再生能源加快发展和“碳达峰”的压力下，在经济逐渐向好和天然气进口成本降低的利好下，天然气消费增长加快，预计到 2030 年，天然气消费量 5240 亿立方米，占一次能源的比例约 11%。远期来看，预计我国天然气需求将于 2040 年前后达峰，峰值约 6100 亿立方米，占一次能源的比例将近 13%。

图 16：我国一次能源消费结构预测


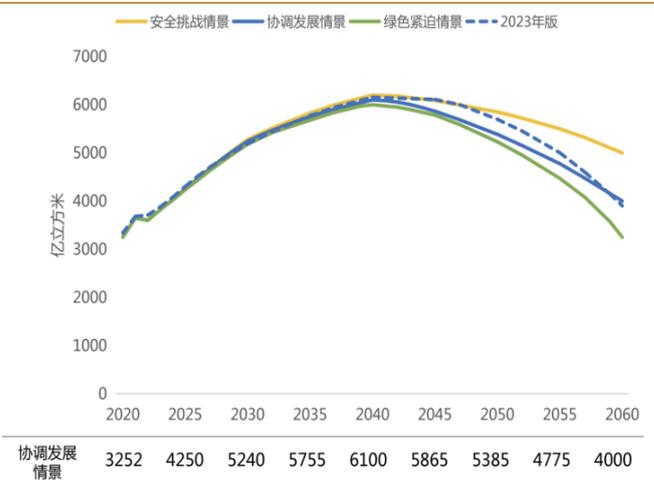
数据来源：《中国能源展望 2060 (2024 年版)》，西南证券整理

图 17：我国终端能源消费结构预测


数据来源：《中国能源展望 2060 (2024 年版)》，西南证券整理

图 18：短期来看，我国石油消费需求仍将继续增长


数据来源：《中国能源展望 2060 (2024 年版)》，西南证券整理

图 19：我国天然气消费需求中长期将持续增长


数据来源：《中国能源展望 2060 (2024 年版)》，西南证券整理

2.2 高油价带动上游资本开支增加，油服行业景气向上

油服行业位于整个油气行业产业链中游，具体可细分为物探、钻井与完井服务、测录井与录井、油气开采和油田工程建设等五大板块。物探、钻完井和测录井是采油工程的开端环节，主要为寻找油气、证实油气存在以及获取钻井信息等提供相关设备及服务；油田生产指采油环节，主要是提供油气开采相关设备以及借助前期获取的信息进行油气开采；油田工程

建设为后期环节，从事油气生产后续的平台建造、管道铺设等总包工程以及生产环节中的安装、维护拆除工作。

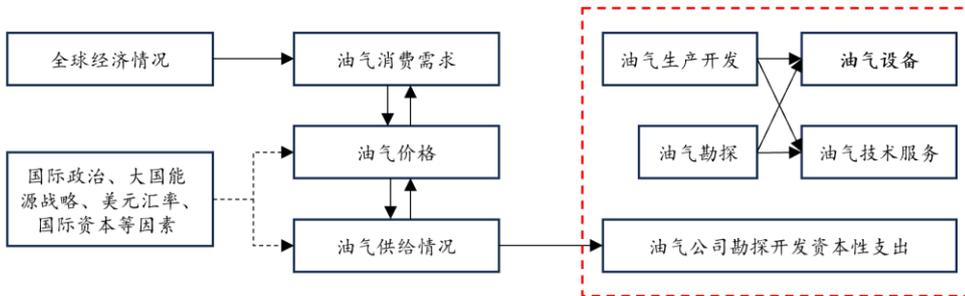
图 20：油服行业处于油气产业链中游，主要包括 5 大市场



数据来源：思瀚产业研究院，西南证券整理

油服公司业绩与油价、油企资本开支高度相关。高油价周期，油气公司更倾向于提高资本开支和勘探开发力度，同时我国国家能源安全战略的实施也助推了油企扩大资本开支的进程，传导至油服企业表现为订单、业绩增长。

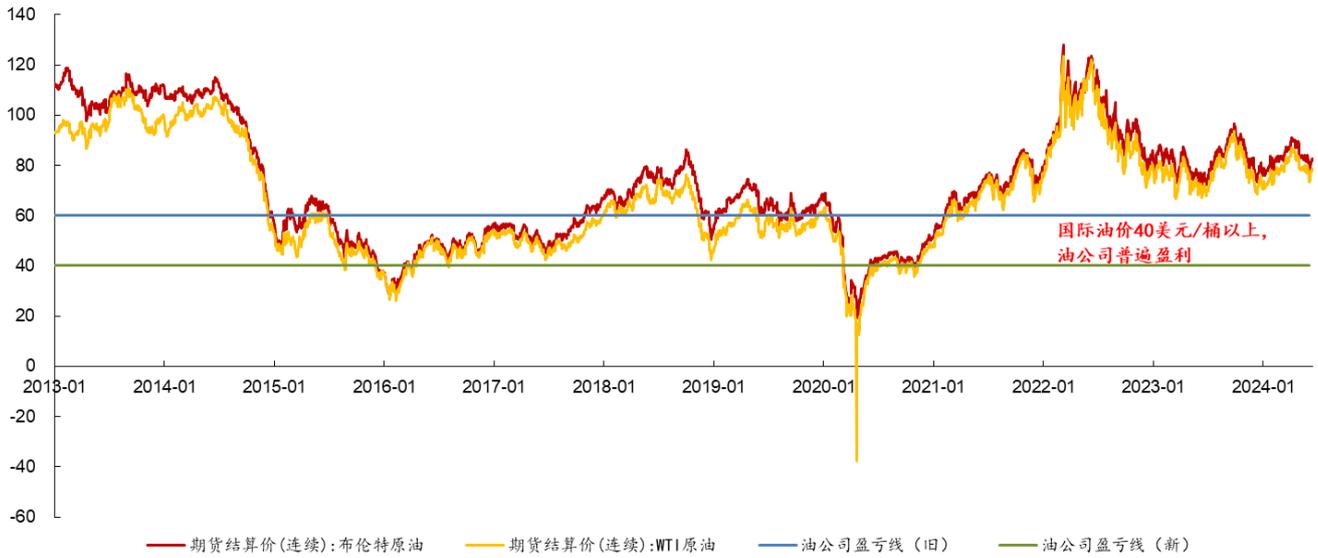
图 21：原油价格波动影响因素及传导路径



数据来源：迪威尔招股说明书，西南证券整理

原油价格高位震荡，远高于桶油成本线。2022 年，地缘政治、全球油气需求增长、OPEC+ 减产等因素推高油价，全年布伦特原油期货均价为 99.0 美元/桶，WTI 原油期货均价为 94.3 美元/桶。2023 年以来，受美国银行风险和美联储加息、需求下降等影响，原油价格有所回落，但仍然维持在 80 美元/桶的较高水平。随着油气开采技术、管理方法逐渐提升，国际桶油成本逐渐下降至 40 美元/桶左右。根据中国海油公告，2023 年，中国海油桶油主要成本为 28.8 美元，同比减少 5.4%，油价远高于桶油生产成本。

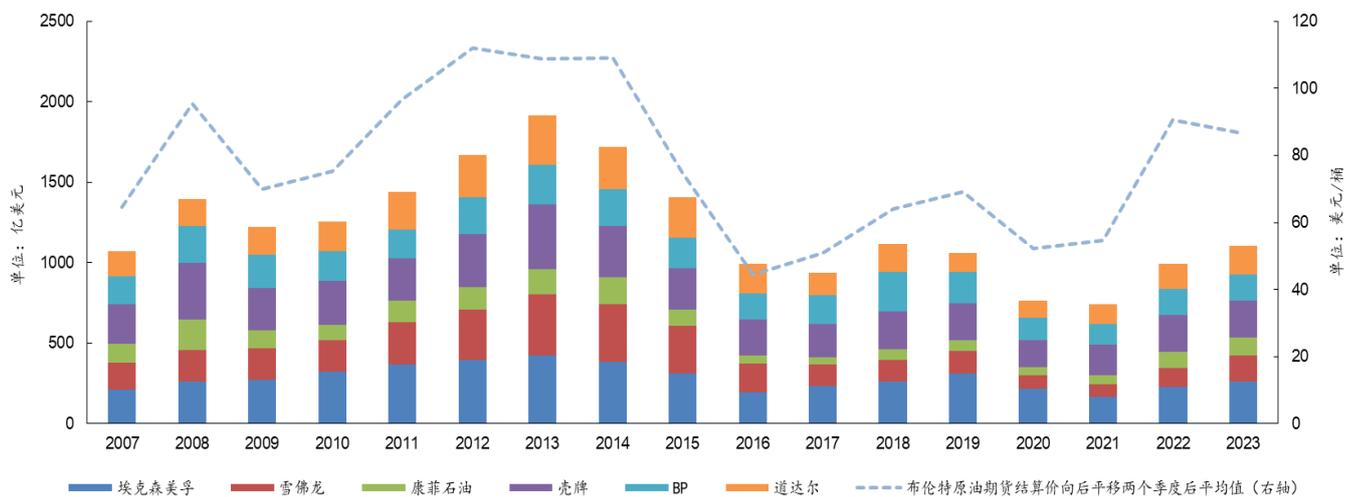
图 22：2022 年以来，国际原油价格维持在较高水平（美元/桶）



数据来源：Wind, 西南证券整理

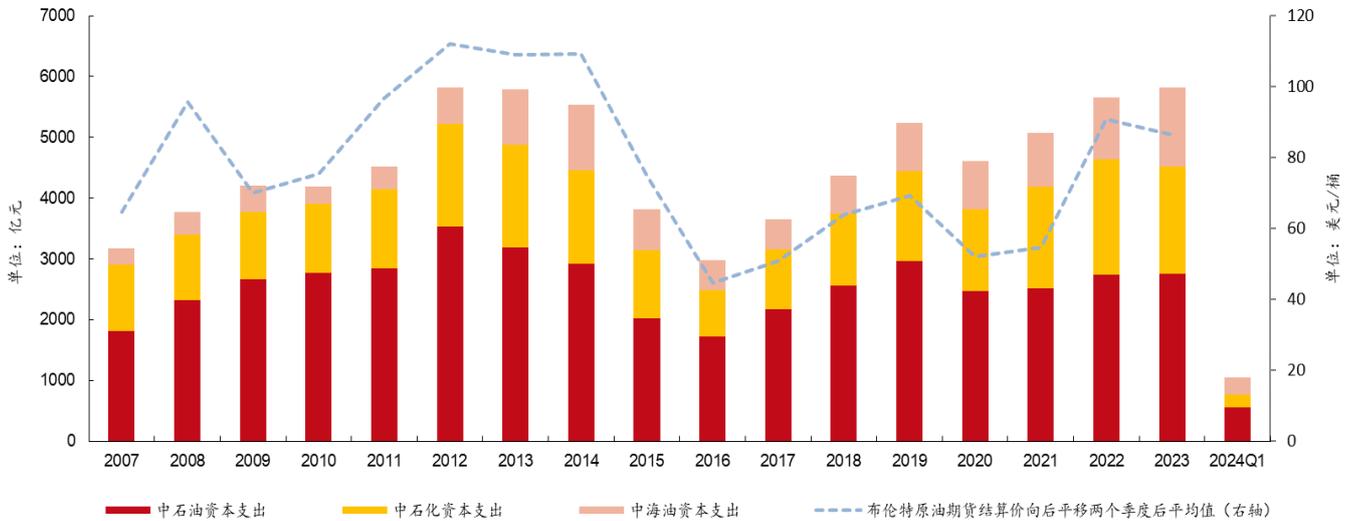
高油价驱动油公司资本开支增加。海外市场来看，国际油企巨头埃克森美孚、雪佛龙、康菲石油、壳牌、BP、道达尔 2023 年资本开支合计超 1100 亿美元，同比增长 10.9%。国内来看，2021 年以来，“三桶油”资本开支持续增长。2023 年，“三桶油”合计资本开支 5817.4 亿元，同比增长 2.8%，其中勘探开发资本支出为 4565.8 亿元，同比增长 12.1%。我们通过复盘发现，资本开支相较于油价存在约 2 个季度的滞后期。目前国际油价仍然维持在相对高位，短期来看，我们认为 2024 年油企仍然愿意保持较高的资本开支力度。

图 23：2022 年以来，国际油公司龙头加大资本开支力度



数据来源：Wind, 西南证券整理

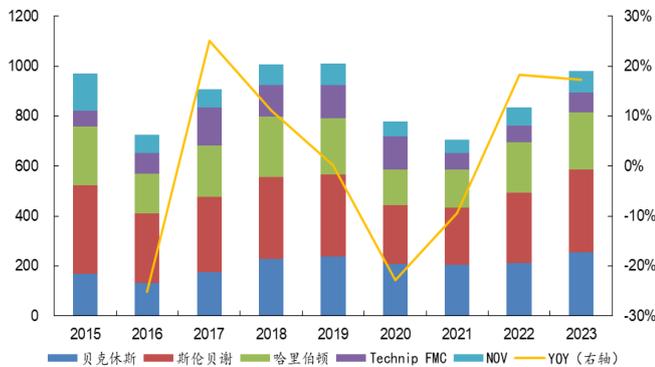
图 24：2023 年，“三桶油”资本开支同比增长 2.8%



数据来源：Wind, 西南证券整理

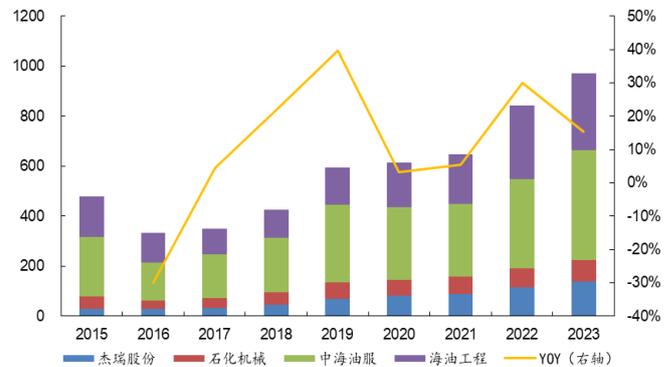
油公司资本开支增长，油服企业普遍受益。2023 年，贝克休斯、斯伦贝谢、哈里伯顿、Technip FMC、NOV 五家油服龙头合计营收为 980 亿美元，同比增长 17.4%。国内市场，中海油服、海油工程、石化机械、杰瑞股份 4 家营收合计为 972 亿元，同比增长 15.5%。我们预计在国内外油公司高资本开支情况下，油服公司盈利势头仍将延续。

图 25：2022 年来，国际油服巨头营收快速增长（亿美元）



数据来源：Wind, 西南证券整理

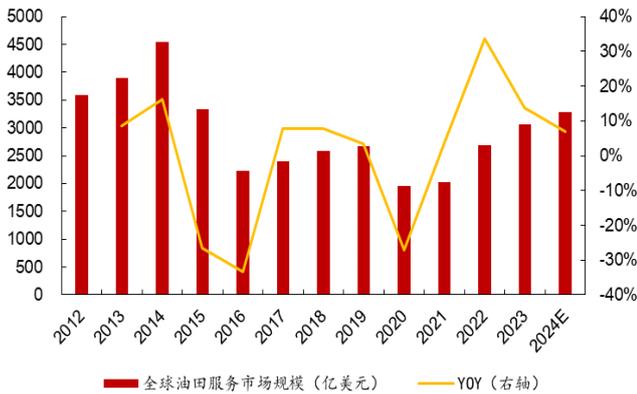
图 26：国内油服公司营收规模持续增长（亿元）



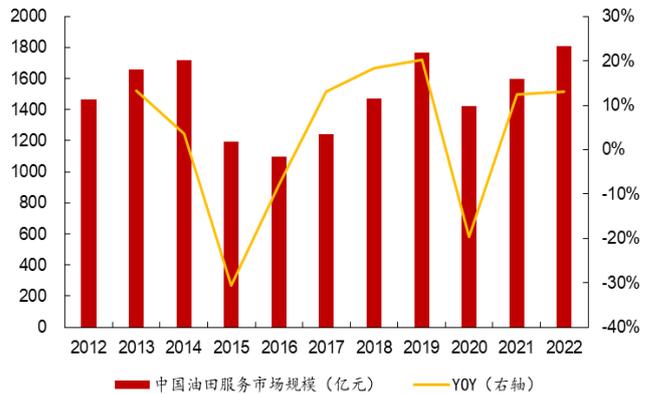
数据来源：Wind, 西南证券整理

油气行业景气度持续提升，全球油服市场上升势头回归。受 2020 年疫情影响，全球经济低迷，天然气、原油价格下滑明显，油服行业受到拖累市场规模下降明显。根据 Spears & Associates 数据显示，2020 年全球油服行业市场规模 1949 亿美元，同比减少 27.2%，为 2005 年以来最低水平。随着疫情后全球经济逐步复苏，油服市场规模重回增长轨道。2023 年，全球油田服务市场规模为 3063 亿美元，同比+13.7%。根据 Spears & Associates 预测，2024 年全球油田服务市场规模达 3280 亿美元，同比+7.1%。

国家增储上产政策推动，我国油服行业景气度有望持续上行。根据智研咨询数据显示，2020年，受全球疫情和低油价等因素冲击，我国油服行业规模下滑至1421亿元，同比减少19.7%。2021年、2022年我国油田服务市场规模分别为1598、1808亿元，同比分别增长12.5%、13.1%。在“十四五”期间，随着国家增储上产计划的深入实施，我国油田服务市场规模有望实现持续增长。

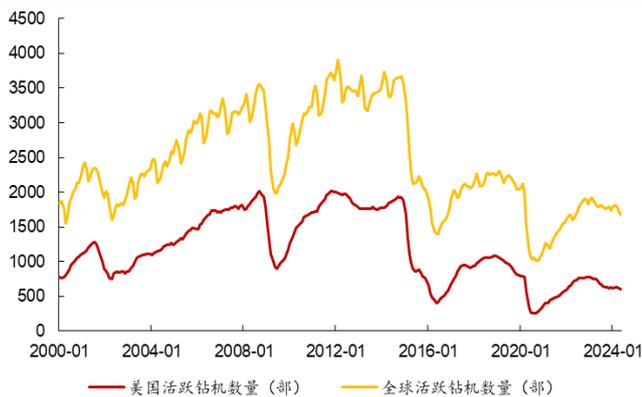
图 27：2024 年，预计全球油田服务市场规模为 3280 亿美元


数据来源：Spears & Associates，西南证券整理

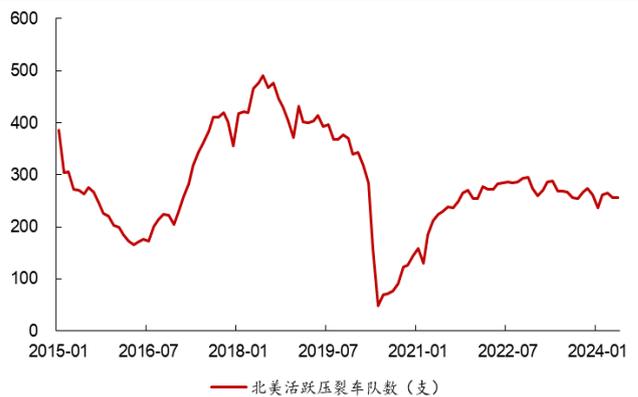
图 28：2022 年，我国油田服务市场规模达到 1808 亿元


数据来源：智研咨询，西南证券整理

油价回升驱动设备增长，美国及全球活跃钻机数量回升。根据 Baker Hughes 报告显示，在 2020 年油价低迷阶段，美国及全球活跃钻机数量触底，美国月均活跃钻机 436 台，全球月均活跃钻机 1351 台。2021 年以来，随着油价回升，美国及全球活跃钻机数量逐渐回升，其中 2023 年美国及全球月均活跃钻机数量分别为 689 台、1814 台。北美活跃压裂车队数量也从 2020 年底部逐渐回升。Baker Hughes 活跃钻机数量报告作为钻机行业晴雨表，活跃钻机数量回升，意味着油服行业逐渐回暖，油服设备需求量得以增加。

图 29：2021 年以来，全球、美国活跃钻机数量逐渐回升


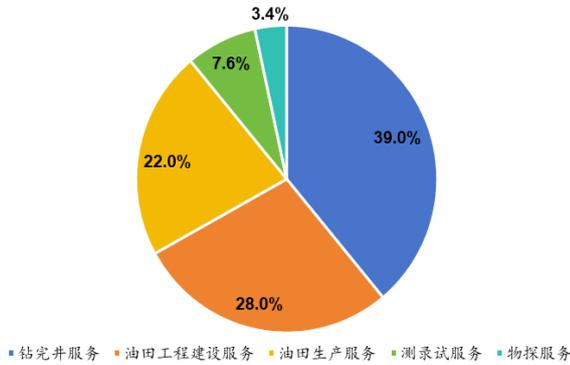
数据来源：Baker Hughes，西南证券整理

图 30：2021 年以来，北美活跃压裂车队数量开始回升


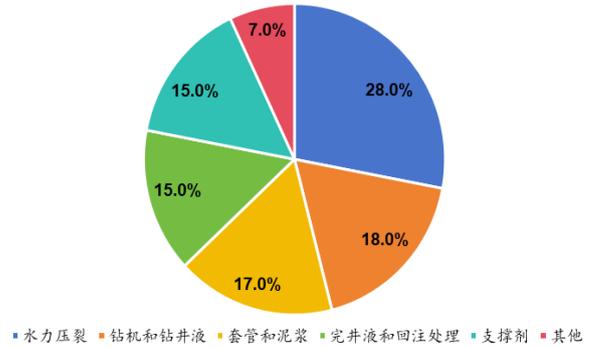
数据来源：Wind，西南证券整理

钻完井服务、油田工程建设服务、油田生产服务占油服行业市场近 90%。全球油服市场可按作业顺序分为，物探、钻完井、测录试、油田生产、工程建设 5 个板块，其中前 4 项为油气田开发过程中基础环节，工程建设服务指原油开采后的处理与运输。钻完井服务在全球油服市场中占比最高，达到 39%，其次是油田工程建设服务和油田生产服务，分别为 28%、22%。

水力压裂设备、钻机和钻井液为钻完井两大主要成本构成部分。钻完井成本可细分为水力压裂、钻机和钻井液、套管和泥浆、完井液和回注处理、支撑剂，其中水力压裂、钻机和钻井液成本占比处于前二，分别为28%、18%。

图 31：钻完井服务占全球油服市场的 39%


数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

图 32：水力压裂占钻完井成本的 28%


数据来源：中石油研究院，西南证券整理

全球油服龙头布局完善。全球油服行业竞争市场化，斯伦贝谢、哈里伯顿、贝克休斯、Technip FMC、威德福等国际主要油服公司产业链完善，具备一体化油气田技术服务能力。同时中小企业数量众多，在物探服务、专业钻井服务等板块占据一定份额。

“三桶油”旗下国营油服企业保持中国油服行业垄断地位。中国绝大多数油服企业依附于中石油、中石化、中海油，技术、规模、渠道、资金等优势显著，市场份额占比达 85%。包括杰瑞股份、中曼石油、惠博普、通源石油等公司在内的民营油服企业具有机制灵活、市场反应迅速等特点，市场份额占比约 10%。斯伦贝谢、哈里伯顿等海外国际油服公司占比约为 5%。

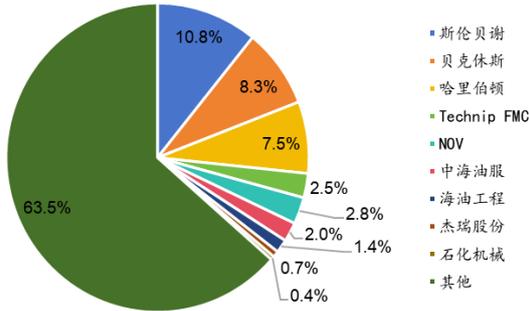
表 2：国际油服公司业务范围及收入情况对比

国外油服公司	公司商标	成立时间	主要业务范围	2023 年营收	同比变化
斯伦贝谢		1927 年	油井工程服务、油藏服务、数字&集成服务、生产系统	331 亿美元	同比增长 15%
哈里伯顿		1919 年	钻井及储层评价、完井和生产	230 亿美元	同比增长 13%
贝克休斯		1987 年	油田服务、涡轮机械以及流程解决方案、油田设备和数字解决方案	255 亿美元	同比增长 21%
Technip FMC		2017 年	主要提供海底技术、海面技术、基础设施建设服务	78 亿美元	同比增长 17%
威德福		1973 年	钻井服务、人工举升系统、井施工、钻探工具	51 亿美元	同比增长 19%

国外油服公司	公司商标	成立时间	主要业务范围	2023年营收	同比变化
国民油井		1962年	钻机制造、井眼技术服务(钻井自动化、钻井优化等)、完井及生产解决方案	86亿美元	同比增长19%

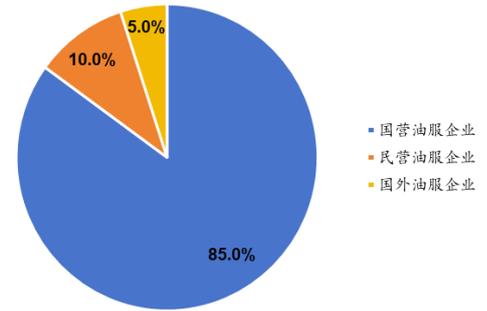
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

图 33：2023 年，全球油服行业竞争格局



数据来源：Spears & Associates, Wind, 西南证券整理

图 34：国营油服企业占我国油服行业 85% 份额



数据来源：智研咨询，西南证券整理

中海油服、海油发展凸显国营企业规模优势，杰瑞股份民营油服龙头地位稳固。2023 年国营油服企业中，中海油服、海油发展营收分别为 441、493 亿元，国营企业规模优势明显；民营油服企业中，中曼石油、通源石油、惠博普、贝肯能源、杰瑞股份营收分别为 37、10、35、10、139 亿元，同比增长分别为 17%、34%、78%、47%、22%。杰瑞股份营收规模显著高于其他民营油服企业。

表 3：中国油服公司业务范围及收入情况对比

国内油服公司	公司商标	成立时间	公司类型	主营业务	2023年营收	同比变化
中海油服		2001年	国营企业	钻井服务、油田技术服务、物探和工程勘探服务、船舶服务	441亿元	同比增长24%
石化机械		1998年	国营企业	石油机械、油气管道、钻头系列销售、天然气、环保工程、化工等	84亿元	同比增长8%
海油发展		2005年	国营企业	能源物流服务、能源技术服务、石油化工、安全环保与节能等	493亿元	同比增长3%
海油工程		1982年	国营企业	海洋油气工程 EPCI (设计、采购、建造、安装) 总承包	308亿元	同比增长5%
中曼石油		2003年	民营企业	原油销售、钻井工程服务、钻机装备制造、石油及制品类	37亿元	同比增长17%

国内油服公司	公司商标	成立时间	公司类型	主营业务	2023年营收	同比变化
通源石油		1995年	民营企业	复合射孔业务、钻井服务、爆燃压裂增产服务、原油销售等	10亿元	同比增长34%
惠博普		1998年	民营企业	油气田装备及工程、油气资源开发及利用、石化环保装备及服务	35亿元	同比增长78%
贝肯能源		2009年	民营企业	钻井工程、定向井技术服务、产品销售、贸易流通等	10亿元	同比增长47%
杰瑞股份		1999年	民营企业	油气装备制造及技术服务、维修改造及配件销售、环保工程	139亿元	同比增长22%

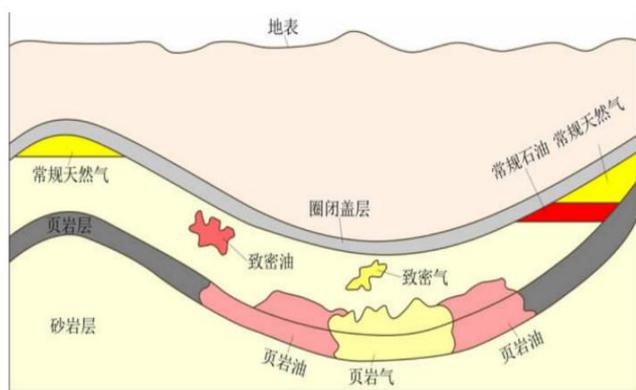
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

2.3 页岩油气产量持续提升，驱动压裂设备需求增长

页岩油气是“泥页岩孔隙、裂缝以及泥页岩层系中的致密碳酸岩或碎屑岩邻层和夹层中的油气资源”。按照存储地层划分，可分为海相页岩和陆相页岩。美国主要以海相页岩为主，我国以陆相页岩为主。海相盆地具有优越、稳定的水下环境，有利于有机质的堆积与保存，存储条件相对较好，商业化开采技术、开采成本相对较低。

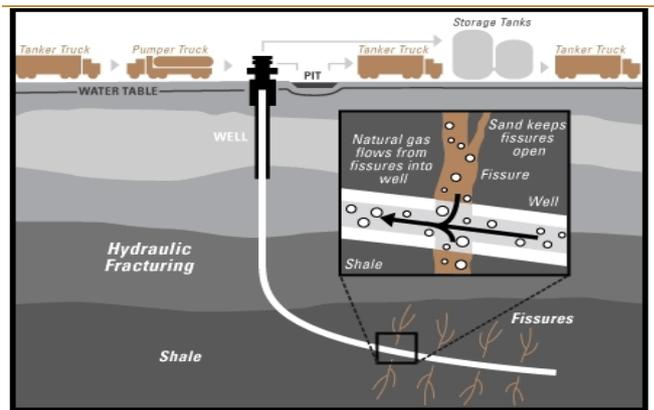
水平钻井、水力压裂技术是页岩气开发中的两项关键技术。水平钻井提供储层页岩气运移通道。水力压裂技术，利用储层的天然或诱导裂缝系统，使用含有各种添加剂的压裂液在高压下注入地层，使储层裂缝网络扩大，并依靠沙粒或陶瓷粒等支撑剂使裂缝在压裂液返回以后不会封闭，从而改善储层的裂缝网络系统，使赋存其中的页岩气持续不断地释放并输送至地表。

图 35：页岩油赋存方式示意图



数据来源：《全球页岩油资源分布与开发现状》方图，西南证券整理

图 36：页岩油气开采示意图



数据来源：Transition Culture，西南证券整理

美国页岩油气产业的发展历程较早，得益于其成熟的技术和政策支持，已经形成了一套完善的开发体系。自 20 世纪初以来，美国就开始了页岩油气的勘探与开发，随着时间的推移，政策的不断优化和技术创新，美国页岩油气产业迅速发展，成为全球能源市场的重要力量。美国政府在税收优惠、环境保护、技术研发等方面提供了有力的政策支持，促进了页岩油气产业的繁荣。中国的页岩油气产业发展起步较晚，但近年来也取得了显著的进展。

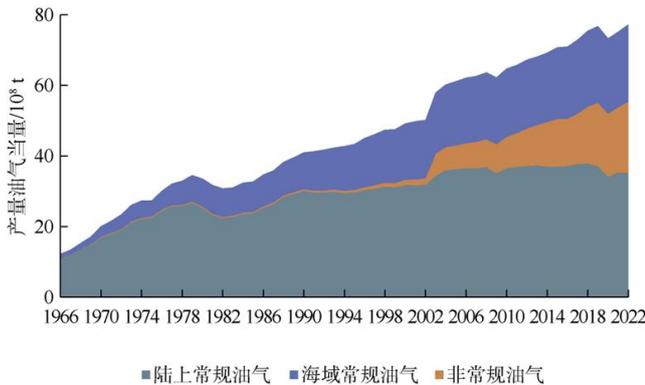
表 4：中美页岩气扶持政策对比

项目	类别	美国	中国
财政补贴	持续时间	1980-2002 年，2006-2010 年，共计 28 年	2012 年至今，共计 12 年
	补贴方式	定额补贴	2012-2018 年定额补贴，2019 年开始取消定额补贴
	补贴标准	1980-2002 年为 1.75 美分/m ³ ，2006-2010 年为 1.76 美分/m ³	2012-2015 年为 0.4 元/m ³ ，2016-2018 年为 0.3 元/m ³ ，2019 年开始取消定额补贴
税收优惠	增值税、消费税	由州消费税和地方消费税组成，税率在 8%~12% 区间浮动	增值税减按 9% 征收
	企业所得税	一般企业为 21%，页岩气享有资源耗竭补贴，对税前净利润的 15% 进行税收减免，即减按 17.85% 征收	一般企业为 25%，西部大开发企业减按 15% 征收
	开采税、资源税	4%~6% 的开采税，部分州免征	减按 4.2% 征收
投融资激励	市场准入	市场开放，准入门槛低，中小企业开采页岩气的比例高达 85%	鼓励社会资本入驻，但市场主体地位仍由中国石油、中国石化等国企占据
	投资渠道	政府设立专门的能源项目资助页岩气有关投资	不断健全能源企业投资管理制度，但投资结构仍较为单一
	融资渠道	融资渠道较为成熟，主要有财政拨款、发放贷款、贷款担保 3 种方式	处于初级阶段，鼓励直接融资和与金融机构的合作
技术研发支持	资金支持	2005-2014 年，每年资助 4500 万美元用于含页岩气在内的非常规天然气资源开发技术	-
	项目支持	开展“东部页岩气项目”，极大地促进了美国页岩气的初步发展	将页岩气项目纳入国家重大科技专项中
	机构支持	设立美国页岩气技术研究所	设立国家能源页岩气研发中心

数据来源：《中美页岩气扶持政策梳理和比较研究》马学俊，西南证券整理

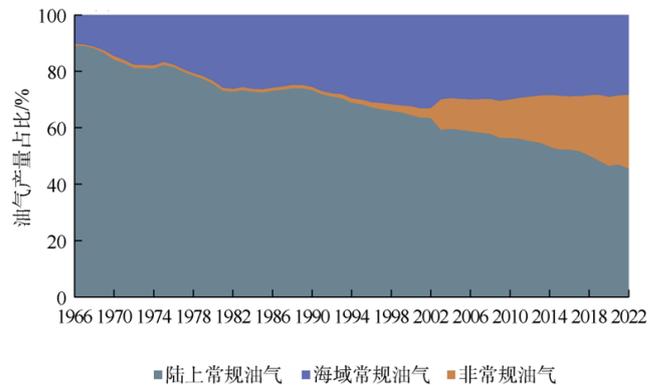
全球非常规油气产量快速攀升，占比持续扩大。为满足全球不断增长的油气能源需求，勘探开发活动日益活跃，全球油气产量持续攀升。2000 年后陆上常规产量油气当量常年稳定在 35.0 亿吨左右，期间非常规油气和海域常规油气是全球油气产量的主要增长力量和重要接替来源。2022 年陆上常规产量油气当量 35.9 亿吨，在全球油气产量中的占比下降为 45.4%；非常规产量油气当量为 20.9 亿吨，占比快速上升至 26.4%；海域常规产量油气当量 22.4 亿吨，其占比自 1990 年以来长期稳定在 30% 左右。整体来看，三大类油气资源呈现“一降一升一稳”的态势。

图 37：全球油气产量持续攀升



数据来源：《2022 年度全球油气开发现状、形势及启示》王作乾，西南证券整理

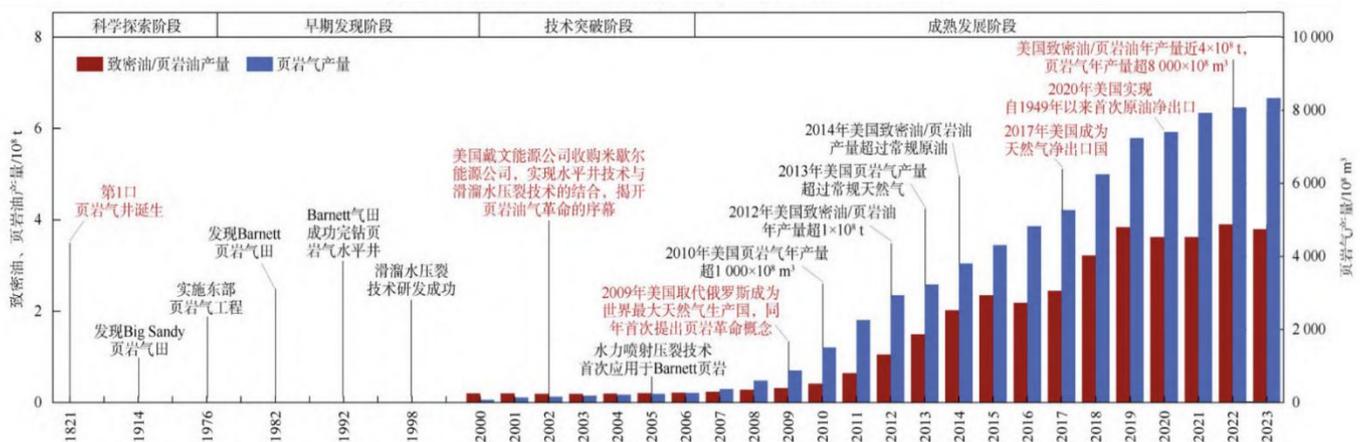
图 38：三大类油气资源呈现“一降一升一稳”态势



数据来源：《2022 年度全球油气开发现状、形势及启示》王作乾，西南证券整理

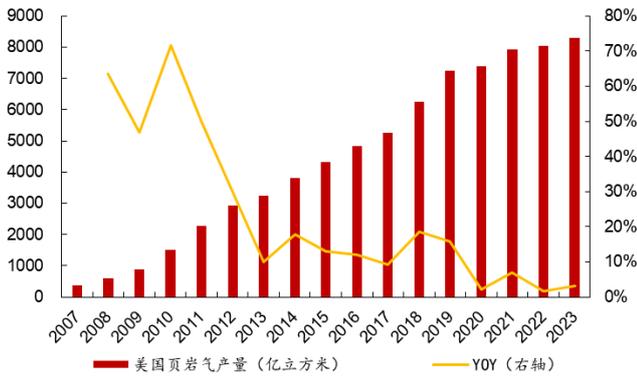
美国非常规油气发展较早，页岩油气已成为产量增长主力军。页岩气革命深刻改变全球能源格局，助力美国实现能源独立。根据 EIA 数据显示，2007 年至 2023 年，美国页岩气产量持续增长，期间 CAGR 达 21.5%，其中 2023 年美国页岩气产量超 8300 亿立方米，同比增长约 3.0%，占整体天然气产量 77%。2010 年至 2023 年，美国页岩油产量从 0.4 亿吨增长至 3.8 亿吨，CAGR 达 18.5%，目前美国原油产量中页岩油占比接近 75%。据美国能源信息署预测，美国页岩油会在 2025 年前后达到 5 亿吨以上的年产量峰值，占美国石油总产量的三分之二以上。

图 39：美国页岩油气开发发展周期



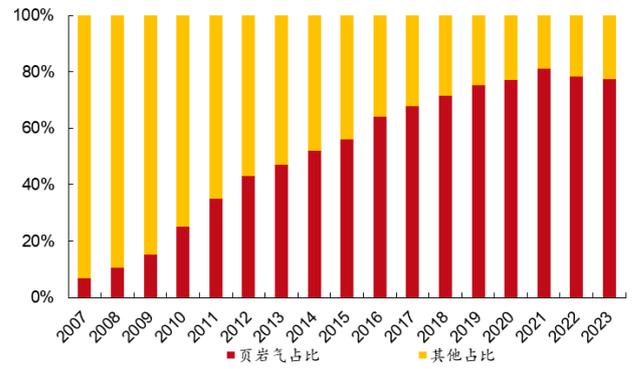
数据来源：《2022 年度全球油气开发现状、形势及启示》王作乾，西南证券整理

图 40: 2023 年, 美国页岩气产量超 8300 亿立方米



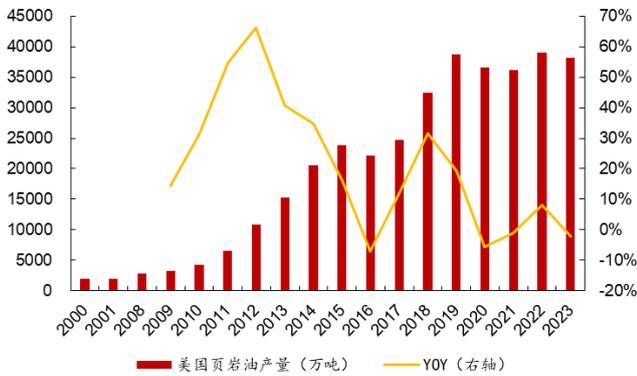
数据来源: EIA, 西南证券整理

图 41: 2023 年, 美国页岩气产量占比为 77%



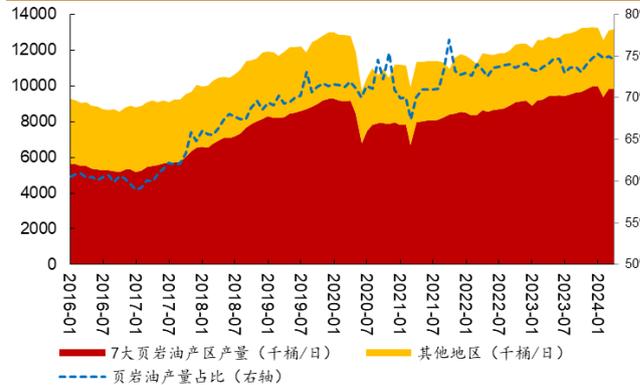
数据来源: EIA, 西南证券整理

图 42: 2023 年, 美国页岩油产量约为 3.8 亿吨



数据来源: EIA, 西南证券整理

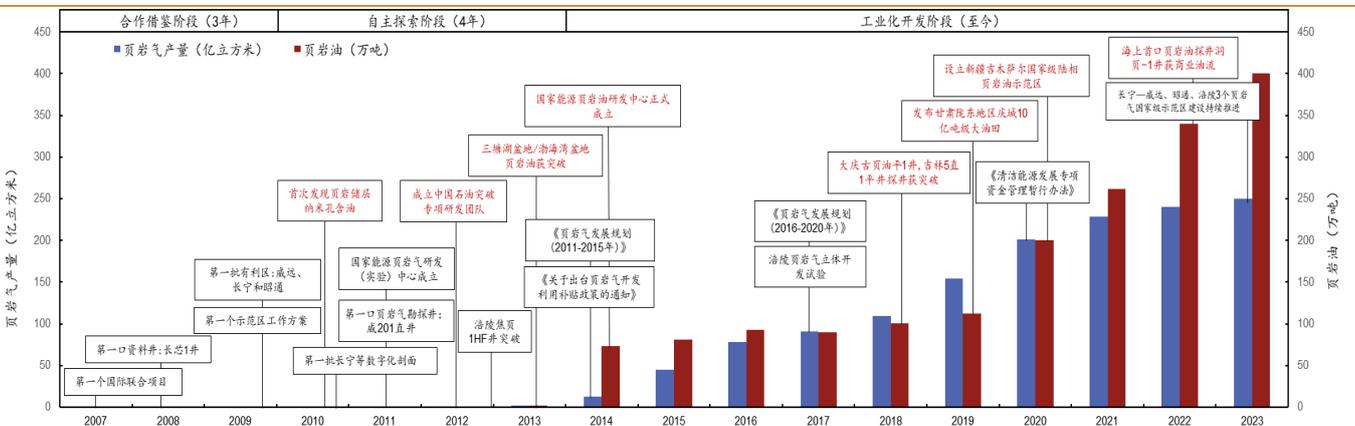
图 43: 7 大页岩油产区产量占比达 75%



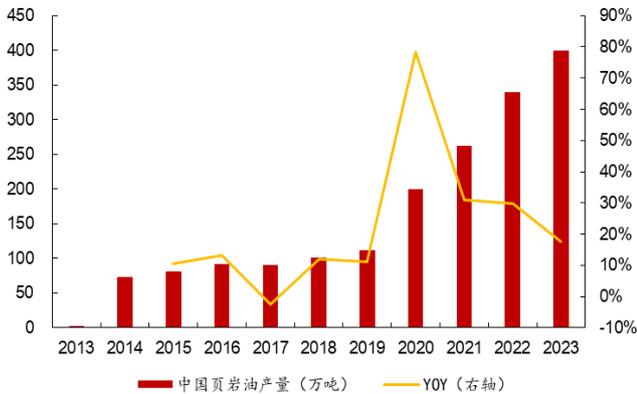
数据来源: EIA, 西南证券整理

我国页岩油气勘探开发正处于快速发展阶段, 页岩油气产量持续增长成为油气增储上产的重要支撑。根据国家统计局数据, 我国页岩油、页岩气产量从 2013 年的 2 万吨、2 亿立方米增长至 2023 年 400 万吨、250 亿立方米, 期间 CAGR 分别达到 70% 和 62%。随着页岩油气国家级示范区建设持续推进、钻采技术进步, 页岩油气或许将成为我国油气资源实现自给自足的突破口。

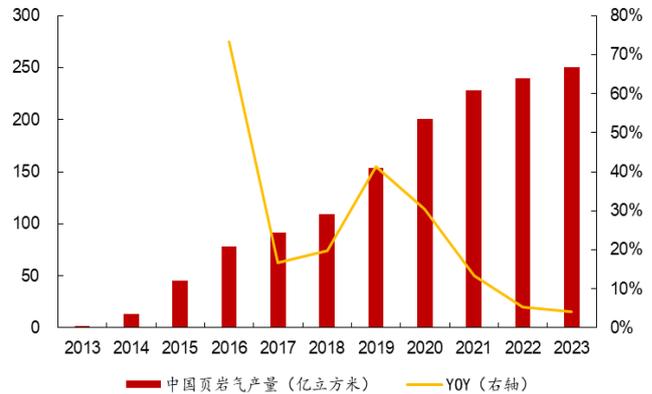
图 44: 中国页岩油气开发发展周期



数据来源: 国家能源局, 《中国页岩气开发进展、潜力及前景》邹才能, 西南证券整理

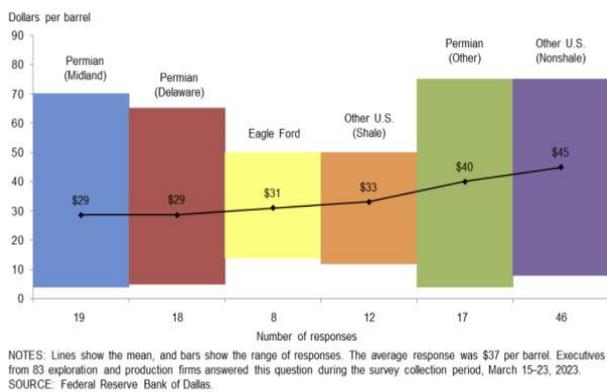
图 45：2023 年，我国页岩油产量突破 400 万吨


数据来源：Wind，国土资源部，西南证券整理

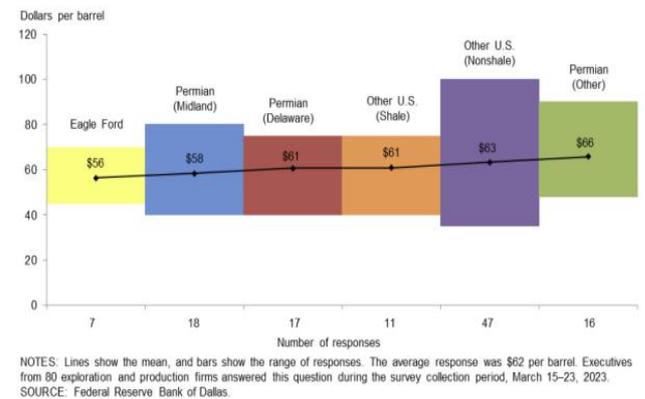
图 46：2023 年，我国页岩气产量达 250 亿立方米


数据来源：Wind，国土资源部，西南证券整理

页岩油开发成本虽有上涨，仍存在盈利空间。页岩油气属于非常规油气藏，开采成本相比常规油气高很多。根据达拉斯联储 2023 年 4 月报告，美国页岩油平均运营成本和新建井成本分别为 37、62 美元/桶，同比分别增加 3、5 美元/桶，成本虽有增加，但在当前油价下油企仍有足够的盈利空间。

图 47：美国页岩油平均运营成本约为 37 美元/桶


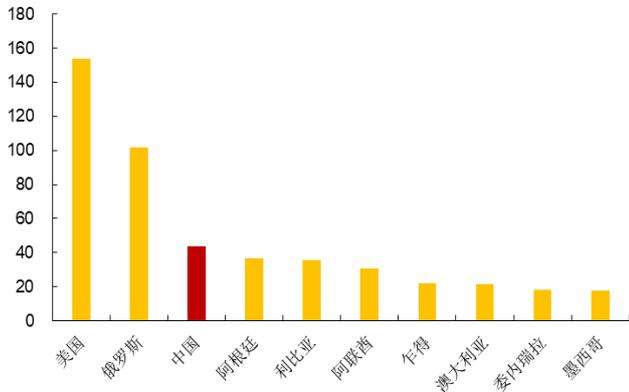
数据来源：达拉斯联储，西南证券整理

图 48：美国页岩油平均新建井成本约为 62 美元/桶


数据来源：达拉斯联储，西南证券整理

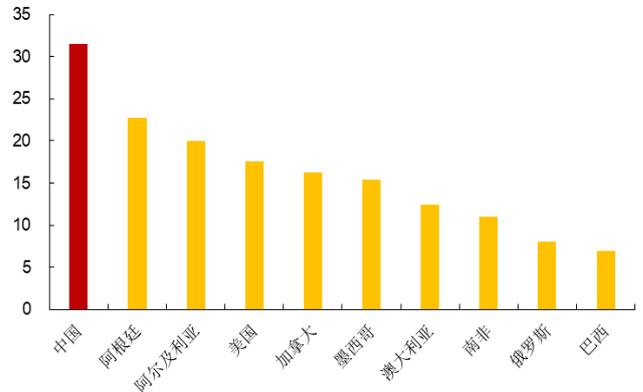
我国页岩油技术可采资源丰富，发展潜力巨大。从页岩油气分布国家来看，美国页岩油、气技术可采资源量分别为 154 亿吨、18 万亿立方米，分别位列全球第一和第四位，美国页岩油气源量占比较高主要系勘察程度远高于其他国家。中国页岩油、气资源量分别为 44 亿吨、32 万亿立方米，分别位列全球第三和第一位。我国页岩油气资源丰富，开发潜力大，目前是除北美以外全球最大页岩气生产国，也是全球唯一实现陆相页岩油商业化规模开发的国家。

图 49: 截至 2017 年, 我国页岩油技术可采资源量约 44 亿吨, 约占全球的 7%, 位列世界第三 (吨)



数据来源: 《全球页岩油资源分布与开发现状》方圆, 西南证券整理

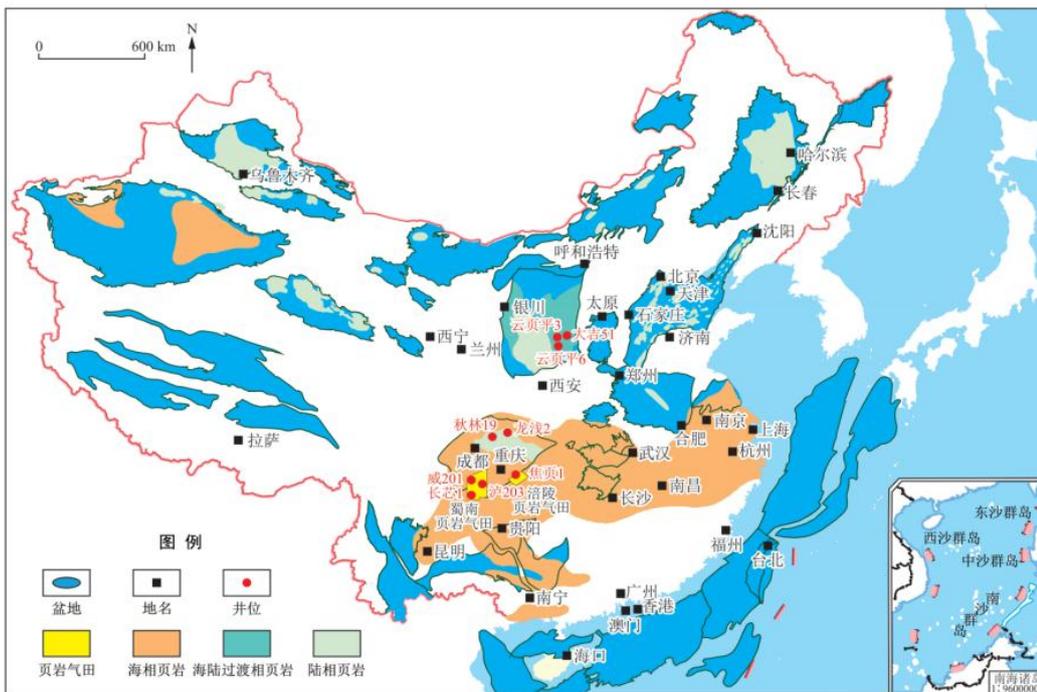
图 50: 截至 2015 年, 我国页岩气技术可采资源量约 32 万亿立方米, 约占全球的 15%, 位列世界第一 (亿立方米)



数据来源: EIA, 西南证券整理

中浅层海相页岩气是产业发展的“压舱石”，深层海相页岩气是未来产量增长的主体。我国以四川盆地及其邻区海相页岩气为主体，并且积极开展对海陆过渡相及陆相页岩气的勘探开发攻关研究，估算该区合计可再探明页岩气地质储量超过 6 万亿立方米。四川盆地及其邻区埋深介于 2500~3500m 的中浅层海相超压页岩气区已建成 200 亿立方米的年产气规模，未来以稳产为主，是页岩气产业发展的基石。四川盆地及其邻区埋深介于 3500~4500m 的深层海相超压页岩气区，具备建成年产页岩气 300 亿立方米以上规模的资源基础，是未来页岩气产量增长的主要领域。

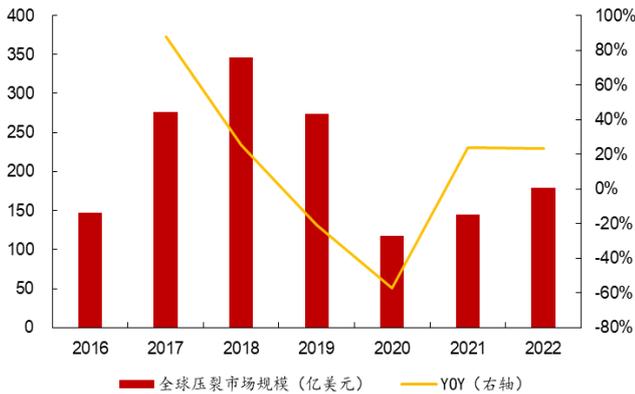
图 51: 中国主要页岩气储层分布图



数据来源: 《中国页岩气开发进展、潜力及前景》邹才能, 西南证券整理

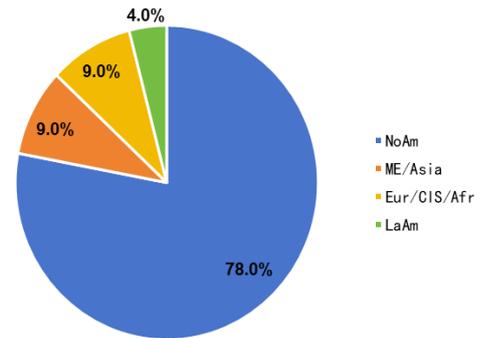
页岩油气开发力度提升，拉动全球压裂设备市场规模增长。根据 Spears & Associates 数据显示，全球压裂市场规模从 2016 年的 147 亿美元快速增长至 2018 年的 346 亿美元，2020 年受疫情影响跌回 117 亿美元。2021-2022 年，全球压裂市场重新回归增长趋势，2022 年市场规模为 179 亿元，同比增长 23.5%。从地区占比来看，北美市场为全球压裂行业最主要市场，占比接近 80%。

图 52：2022 年，全球压裂市场规模为 179 亿美元，同比+23.5%



数据来源：Spears & Associates，西南证券整理

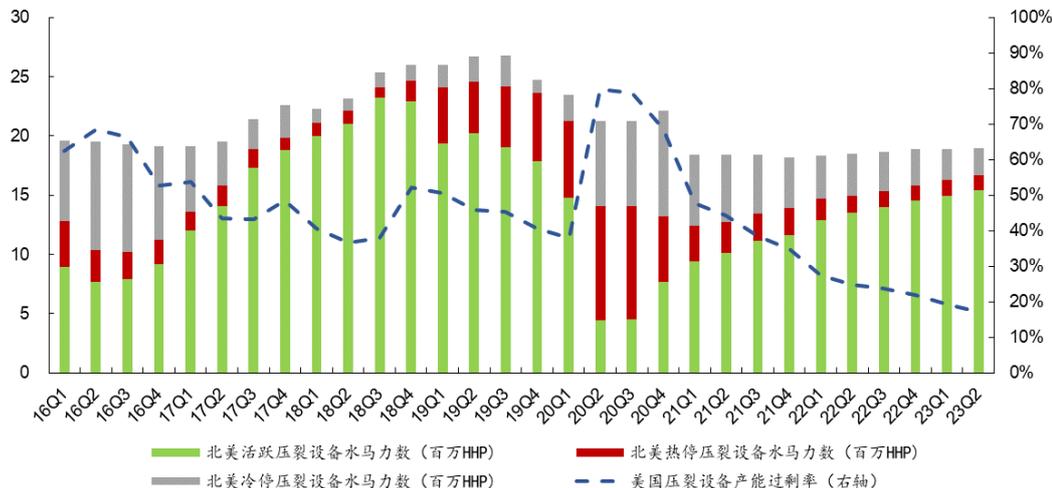
图 53：2022 年，北美压裂市场占比为 78%



数据来源：Spears & Associates，西南证券整理

北美压裂设备库存见底，新增设备需求提升。根据 IHS Markit 数据显示，2021Q1 以来，北美压裂设备存量基本稳定，热停设备重新启用带动活跃压裂设备水马力数提升，截至 2023Q2，北美热停设备库存已基本见底。在冷停设备重启费用高、部分冷停设备相对老旧、涡轮及电驱设备逐渐渗透的情况下，我们认为北美压裂市场设备更替有望加速。

图 54：北美压裂设备水马力存量情况



数据来源：IHS Markit，西南证券整理

根据测算，2024-2026 年北美压裂设备市场空间将分别达到 130.0、144.0、156.1 亿元，其中电驱压裂设备规模分别为 28.3、43.5、61.5 亿元，柴驱压裂设备市场规模分别为 101.7、100.5、94.6 亿元。具体假设如下所示：

- 1) 压裂水马力数：2020-2023 年，美国页岩气产量从 7402 亿立方米增长至 8311 亿立方米，期间 CAGR 为 3.9%，假设北美压裂设备水马力增速与其保持一致。
- 2) 设备规格及价格：假设单台电驱压裂设备水马力数为 5000HHP，单价为 1300 万元；单台柴驱压裂设备水马力数为 2500HHP，单价为 1000 万元。
- 3) 设备更换：通常情况，北美压裂设备更替周期在 10 年左右。但近年来，由于北美设备工作时间增加，设备使用寿命下降，我们假设更替周期缩减为 8 年，替换率为 15%。
- 4) 电驱压裂设备渗透率：从经济性、环保性角度，电驱为压裂市场未来发展趋势。一方面，北美主要油服公司陆续开始电驱压裂设备的研发与拓展；另一方面，技术领先的杰瑞股份电驱设备成功打入美国市场，有望加速行业电驱化发展。我们认为，电驱压裂设备渗透率会持续提升，2024-2026 年，电驱渗透率分别提升至 30%、40%、50%。

表 5：预计到 2026 年北美压裂设备市场空间超 150 亿元，电驱压裂设备市场空间超 60 亿元

项目		2023E	2024E	2025E	2026E
设备需求总量	北美存量设备水马力数 (万 HHP)	1960	2036	2115	2198
	压裂设备水马力数增速	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
	增量水马力数 (万 HHP)	74	76	79	83
	8 年前存量水马力数 (万 HHP)	1935	1912	2261	2603
	存量替换比例	15%	15%	15%	15%
	存量替换水马力数 (万 HHP)	290	287	339	390
	设备需求水马力数合计 (万 HHP)	364	363	419	473
电驱压裂	电驱压裂设备占比	15%	30%	40%	50%
	单台电驱压裂设备水马力 (HHP)	5000			
	电驱设备单机价格 (万元)	1300			
	新增电驱压裂设备水马力数 (万 HHP)	55	109	167	236
	新增电驱压裂设备台数 (台)	109	218	335	473
	新增电驱压裂设备市场规模 (亿元)	14.2	28.3	43.5	61.5
柴驱压裂	柴驱压裂设备占比	85%	70%	60%	50%
	单台柴驱压裂设备水马力 (HHP)	2500			
	柴驱设备单机价格 (万元)	1000			
	新增柴驱压裂设备水马力数 (万 HHP)	309	254	251	236
	新增柴驱压裂设备台数 (台)	1237	1017	1005	946
	新增柴驱压裂设备市场规模 (亿元)	123.7	101.7	100.5	94.6
北美压裂设备市场空间 (亿元)		137.9	130.0	144.0	156.1

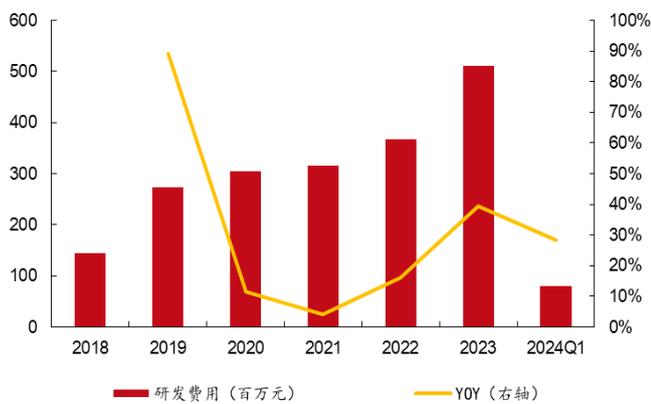
数据来源：西南证券整理

3 新产品、新市场助力公司业绩高速增长

3.1 持续加大研发力度，新型压裂设备陆续推出

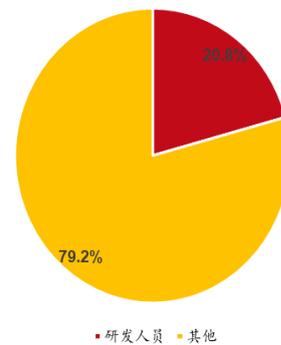
公司持续加大研发力度，多项技术达到国际领先水平。近年来，公司持续加大研发投入。2023 年公司研发费用为 5.1 亿元，同比增长 39.3%，研发费用率为 3.7%，研发人员 1273 人，占比达 20.8%。公司坚持技术研发，持续推进产品研发与创新。公司拥有 5 家国家级专精特新小巨人企业；10 余个国家和省部级科技创新平台；先后承担国家级地方科研项目 90 余项，23 项技术成果达到国际先进水平。

图 55：2023 年，公司研发费用 5.1 亿元，同比增长 39.3%



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 56：2023 年，公司研发人员占比达 20.8%



数据来源：公司公告，西南证券整理

在实践中寻创新，涡轮压裂设备持续更新。自 2013 年公司涡轮压裂设备研发成功以来，已拥有 9 年现场应用经验，并在实践中不断创新。2014 年，公司推出第一代涡轮压裂设备，我国成为世界上第一个拥有涡轮压裂装备的国家。2017 年，第二代涡轮压裂设备问世。2019 年杰瑞推出适用北美工况的涡轮压裂半挂车。涡轮压裂设备按设备输出水马力可分为 4500 型和 5000 型。相较于常规压裂设备，涡轮压裂设备具有节约空间、高效输出、安全可靠、隔音降噪、节能环保、降本增产等优点。一台 5000 型涡轮压裂设备的输出水马力相当于 2 台常规 2500 型压裂设备，设备占地面积可减少 50%。

表 6：杰瑞涡轮压裂设备种类丰富

型号	4500 型涡轮压裂设备			5000 型涡轮压裂设备	
	柱塞泵	JR 5000QP			JEREH 5000QPE
柱塞泵直径 (英寸)	4	4.5	5	4.5	5
最高工作压力 (MPa)	140	110	88	109	95
最大排出流量 (m ³ /min)	2.54	3.21	3.96	2	2.5

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 57: 杰瑞涡轮压裂设备



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 58: 杰瑞 4500 型涡轮压裂车在大港油田作业



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

技术进一步升级, 公司为客户提供电驱压裂成套解决方案。2018-2019 年公司陆续推出 5000 型、6000 型、7000 型电驱压裂撬产品, 搭配自主研发的 7000 型柱塞, 在电驱装备研发领域持续领跑。2019 年公司发布全球首个电驱压裂成套解决方案, 包括电驱压裂设备、电驱混砂设备、电驱混配设备、智能免破袋连续输砂装置、供电解决方案、大通径管汇解决方案, 电驱压裂成套解决方案实现装备性能、经济性能大幅度提高, 电力供需矛盾得以解决。压裂装备电驱化是页岩油气开采装备的发展趋势, 相较于传统压裂设备, 使用电驱设备能够大幅度提高开采过程中的经济性和环保性。传统压裂设备将被电驱压裂设备逐渐替代, 预计未来电驱压裂渗透率将不断提升。

表 7: 杰瑞电驱压裂撬配备高功率自产柱塞泵

型号	5000 型电驱压裂撬			6000 型电驱压裂撬		
柱塞泵	JEREH 5000QPD			JEREH 7000QP		
柱塞泵直径 (英寸)	4	4.5	5	4.5	5	5.5
最高工作压力 (MPa)	138	138	111.1	138	111	92.3
最大排出流量 (m ³ /min)	1.63	2.06	2.54	2.39	3	3.58
撬装尺寸 (m)	6.2x2.55x2.73			6.6x2.55x2.73		
撬装重量 (t)	30			34		

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 59: 杰瑞电驱压裂设备结构紧凑



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 60: 杰瑞电驱压裂成套解决方案



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司产品竞争力强；电驱压裂设备技术领先，具有体积小、重量轻、功率密度大等优势。通过优化设备整体布局，实现电驱压裂专用电机，使撬体尺寸减少三分之一，重量减少 9 吨，设备整体结构紧凑，搭配专为页岩气开发而定制的 JR5000QPN 柱塞泵，满足大排量、高压、长时间作业需要，功率密度达 120kw/t，为行业最高。

表 8：杰瑞电驱压裂设备体积小，重量轻，功率密度大

	杰瑞股份		宏华集团	
功率	5000 HHP		6000 HHP	
柱塞泵直径	4.5"	5"	4.5"	5"
最高工作压力	103.5 MPa	88 MPa	95 MPa	77 MPa
	15000 psi	12800 psi	13779 psi	11168 psi
最大流量	2.18 m³/min	2.69 m³/min	3.60 m³/min	4.44 m³/min
	575 GPM	575 GPM	950 GPM	1773 GPM
外形尺寸	6300×2550×2550 mm		6714×2600×3163 mm	
	249×100×100 in		264×102×125 in	
重量	27800 kg		37492 kg	
	61233 lbs.		82655 lbs.	

数据来源：杰瑞股份、宏华集团官网，西南证券整理

表 9：公司高端制造产品竞争力强

装备	具体产品	业务竞争力	产品图例
油田装备	压裂成套设备	1) 我国唯一向北美提供全套页岩气压裂设备的供应商 2) 世界首套大功率油气田开发涡轮压裂装备 3) 全球首个电驱压裂成套设备及页岩气开发解决方案	
	智控固井设备	1) 世界首台双混合大排量超大功率固井车 2) 世界首套下灰自动化设备	
	智能连续油管设备	1) 中国首台智能电控大管径连续油管设备 2) 中国首套 35 寸大管径连续油管作业撬组	
	柱塞泵	500~8000 马力系列的柱塞泵，全球柱塞泵提供范围最广	
天然气装备	天然气压缩机组	1) 中国首套通过欧盟 CE 认证高转速大功率压缩机组 2) 中国储气库领域首个进口离心式压缩机组项目 3) 往复式压缩机组最高功率可达 7457KW，最高出压力可达 62MPa	
	燃气发电设	1) 燃气发电机组覆盖 0.2MW 至 10.4MW 2) 向中国首个单井高低浓度瓦斯发电项目提供燃气发电机组	

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 积极布局海外，海外市场实现进一步突破

抓住机遇，做精做优海外市场。2016 年公司开始将战场转移到海外市场，关注国际营销体系建设。2017 年公司抓住国家“一带一路”发展机遇，深度推进国际市场开发。公司业务已覆盖世界 70 多个国家和地区。

中东市场：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，高端装备市场占有率逐年提升。2024 年，公司通过为中东子公司增资 1.2 亿美元，用于在阿拉伯联合酋长国迪拜新建生产及办公基地，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。

北美市场：2019 年，搭载双燃料系统的涡轮压裂设备在北美市场获得订单；2023 年，公司与北美知名油服公司成功签署电驱压裂成套车组订单，实现北美市场电驱“零的突破”。后续公司将计划通过在美国扩建设备生产车间、新建综合基地，提升公司在北美市场的综合竞争力。

图 61：公司业务覆盖世界 70 多个国家和地区



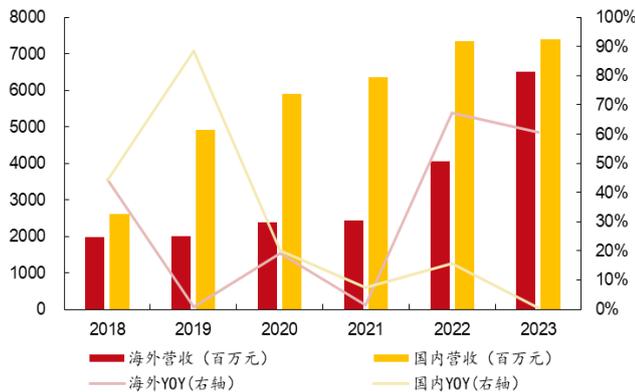
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 62：杰瑞电驱压裂装备在美国井场作业

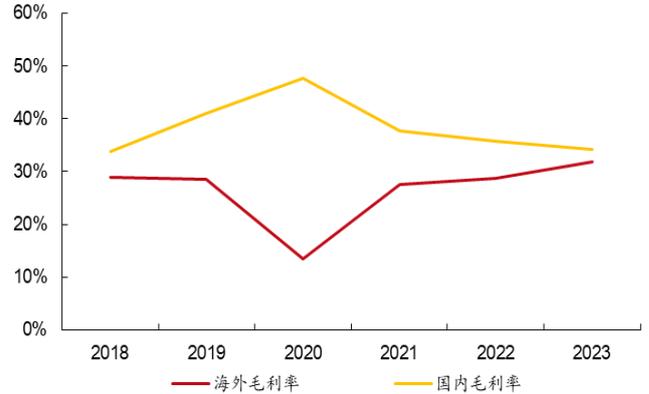


数据来源：公司公众号，西南证券整理

海外业务布局进展顺利，营收规模及盈利能力持续提升。2018-2023 年，公司海外业务收入从 19.9 亿元增长至 65.2 亿元，期间 CAGR 达 26.8%，同时海外业务毛利率水平逐渐向国内靠齐。2023 年，公司海外新签订单占比提升至 36.8%，占比持续提升。我们认为，随着公司海外市场持续拓展，通过优势产品带动协同发展公司其他业务产线，规模效应、供应链优化、资源优化有望带动海外业务毛利率进一步提升。

图 63：2023 年，公司海外业务收入 65.2 亿元，同比+60.6%


数据来源：Wind，西南证券整理

图 64：2023 年，海外业务毛利率为 31.8%，同比+3.2pp


数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 进军新能源领域，开启第二成长曲线

新能源汽车、储能政策驱动锂电池负极材料市场蓬勃发展。锂电池行业处于新能源汽车和储能行业上游，受相关政策影响较多。锂电池负极材料作为锂电池核心组成部分，其发展和应用受到锂电池产业政策影响。新能源汽车方面，我国《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》提出大力发展纯电动汽车和插电式混合动力汽车。储能方面，根据《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，到 2025 年，我国实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达 3000 万千瓦以上。我国高度重视锂电池产业发展，将其列为战略性新兴产业之一，大量投资用于研究、开发和生产锂电池负极材料，以提高电池性能、延长循环寿命和提高能量密度。

表 10：我国政策大力支持锂离子电池及其负极材料的研发与应用

颁布时间	颁布部门	政策名称	政策内容
2015 年	国务院	《中国制造 2025》战略行动纲领	提出“节能与新能源汽车”作为重点发展领域，要求继续支持电动汽车发展
2016 年	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	大力推进动力电池技术研发
2017 年	工信部	《促进汽车动力电池产业发展行动方案》	提出要加快在锂电池负极材料等动力电池产业链环节培育优势企业，促进动力电池产业整体协调发展
2018 年	财政部等	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	进一步提高纯电动乘用车、非快充类纯电动客车、专用车动力电池系统能量密度门槛要求，鼓励高性能动力电池应用
2019 年	工信部	《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件（2019 年本）》	应积极开展针对正负极材料、隔膜、电解液等再生利用技术、设备、工艺的研发和应用
2021 年	国务院	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	大力发展纯电动汽车和插电式混合动力汽车，重点突破动力电池能量密度、高低温适应性等关键技术
2021 年	发改委等	《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	到 2025 年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达 3000 万千瓦以上。到 2030 年，实现新型储能全面市场化发展
2022 年	发改委等	《“十四五”新型储能发展实施方案》	到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件。新型储能技术创新能力显著提高、核心技术设备自主可控水平大幅提升，标准体系基本完善。

数据来源：政府公告，西南证券整理

锂电池回收业务进展顺利。2021 年公司确定“油气产业”和“新能源产业”双主业战略进入新能源领域。2023 年，公司开发完成锂电资源化回收成套设备，并在国内外签订了多套设备销售合同。公司自主研发的锂电池资源化循环利用成套装备，由密封破碎模块、低温挥发模块、综合分选模块、中温热解模块、脱粉模块等组成，可实现磷酸铁锂、三元锂等多类型电池带电破碎，通过多级筛选，电池粉回收纯度和回收率均可达到 98%。

图 65：锂电池拆解装备



数据来源：公司官网，西南证券整理

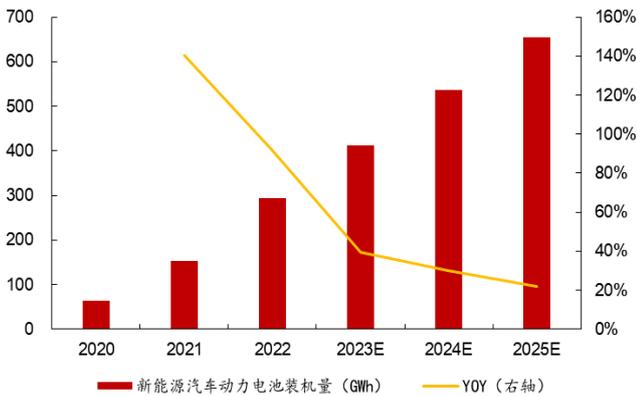
图 66：美国锂电池循环利用项目



数据来源：公司官网，西南证券整理

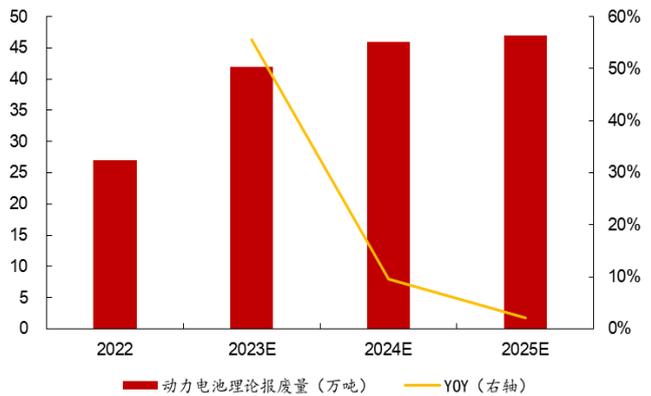
新能源汽车销量加速，带动动力电池报废量增长。新能源汽车动力电池平均使用年限为 5~8 年，随着新能源汽车销量屡创新高，动力电池装机规模快速放量，市场即将迎来大规模的动力电池退役潮，预计 2025 年我国动力电池装机量将达 654GWh，动力电池理论报废量达 47 万吨。

图 67：我国新能源汽车动力电池装机量持续增长



数据来源：观研天下，西南证券整理

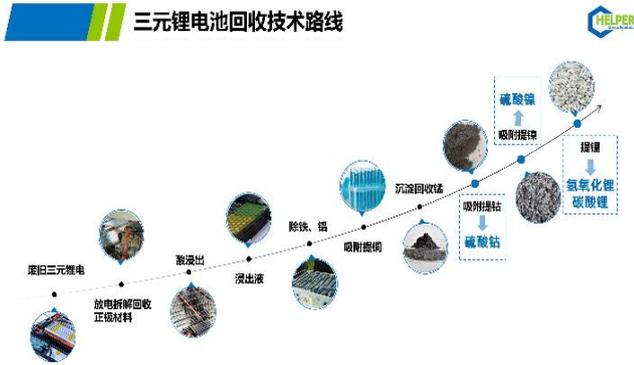
图 68：我国动力电池理论报废量近 50 万吨



数据来源：观研天下，西南证券整理

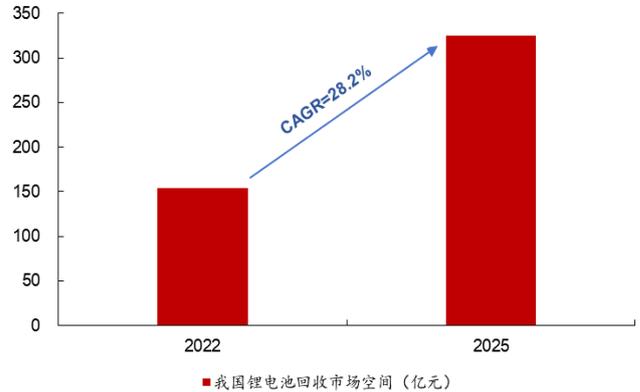
锂电回收前景广阔。废旧动力电池中含镍、钴、锰等重金属，电解液、含氟有机物等有机污染物，以及塑料等包装物，从保护环境和社会安全的角度考虑，锂电池回收是大势所趋。2022 年，我国锂电池回收市场空间为 154.4 亿元，预计 2025 年我国锂电池回收市场空间将达 325 亿元，期间 CAGR 为 28.2%。

图 69：锂电池回收技术路线示意图



数据来源：海普，西南证券整理

图 70：2025 年，我国锂电池回收市场空间有望超 300 亿元



数据来源：观研天下，西南证券整理

公司加大新产品开发力度，负极材料产品多样化。公司积极响应国家“碳达峰、碳中和”政策，实施多元化发展战略。2021-2022 年，公司在甘肃天水、福建厦门陆续实施石墨、硅基负极材料项目。2022 年依次成立厦门杰瑞嘉砂公司和常州研究院两大研究基地，分别聚焦锂离子电池硅碳及硅氧负极材料、锂离子和钠离子电池负极材料产品开发和研究。公司产品涵盖人造石墨、天然石墨、硅基负极材料和钠离子电池负极材料，负极材料类型覆盖广泛，能够满足不同类型电池需求，为各种应用提供多样化解决方案。

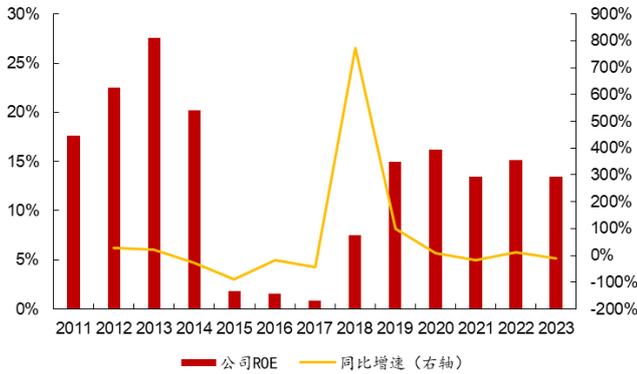
表 11：公司负极材料产品丰富

负极材料分类	产品描述
人造石墨	包括动力类、储能类、消费类人造石墨系列产品，能够全面满足电池市场多样化需求
天然石墨	高容量、高压实密度、加工性能优异，广泛应用于数码、动力电池领域
硅基负极材料	包括硅氧、硅碳系列产品，具有高比容量、低膨胀、高首效和优异的循环性能，广泛应用于高能量密度需求电池市场
钠离子电池负极材料	倍率、首效、循环寿命及安全性能优异，广泛应用于储能电池领域

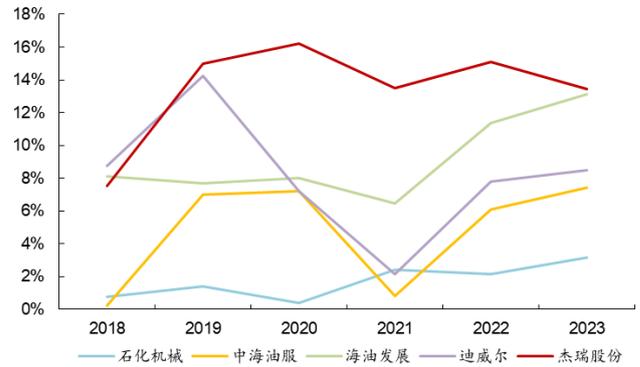
数据来源：公司官网，西南证券整理

4 财务分析

公司 ROE 处于行业前列，业务多元抵御行业周期波动。2011-2013 年，公司 ROE 从 17.6% 提升至 27.6%，主要得益于公司资产负债率提升。2014-2017 年，国际油价低迷，全球油气行业景气下滑，公司 ROE 受行业周期影响降至最低点。2018 年以来，公司度过行业寒冬期，随着油服行业回暖 ROE 逐渐回升，近几年净资产收益率均值保持在 14.5% 左右，位居行业前列。2021 年，公司进军新能源领域，聚焦油气、新能源双主业战略，形成产业协同、多元化、可持续发展，业务多元化有助于公司抵御油气行业周期波动。

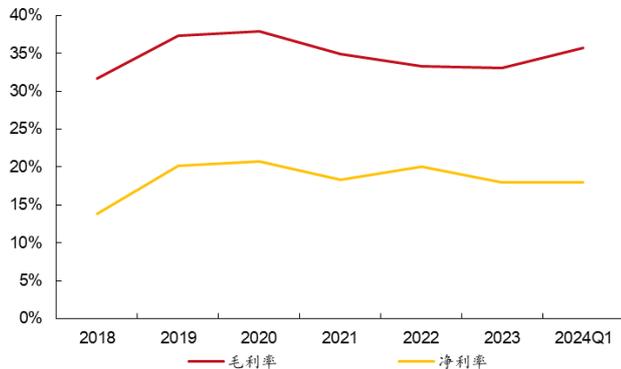
图 71：公司净资产收益率及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

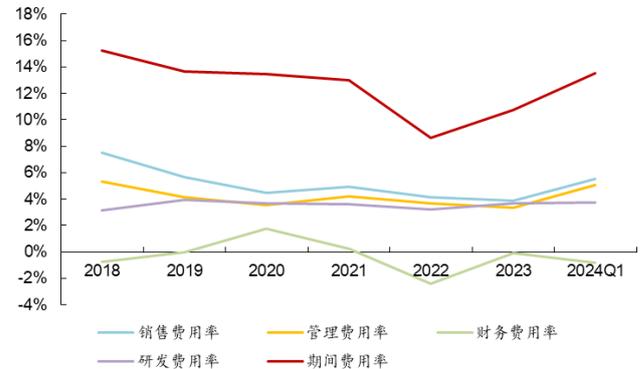
图 72：可比公司 ROE


数据来源：Wind, 西南证券整理

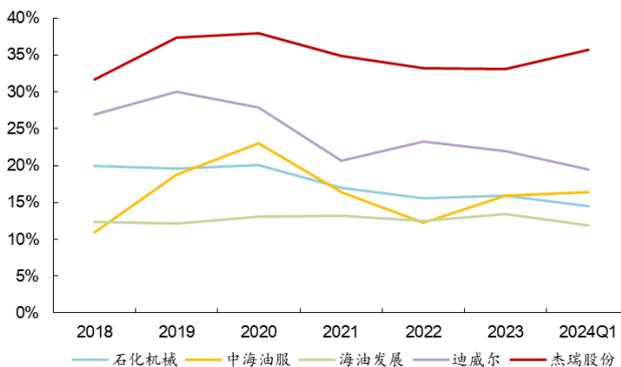
盈利能力强，费用管控良好。2018 年以来，公司毛利率及净利率维持在较高水平，费用管控能力稳中向好。2024Q1，公司毛利率为 33.2%，同比基本持平，净利率为 18.0%，同比增加 2.1 个百分点；期间费用率为 13.5%，同比减少 2.0 个百分点，主要系同期汇兑损失较高，本期财务费用率同比减少 3.1 个百分点。公司持续开展精细化运营且效果显著，费用管控能力强。与其他油服行业上市公司相比，公司毛利率、净利率均处于行业领先水平，盈利能力优势明显。

图 73：公司盈利能力维持在较高水平


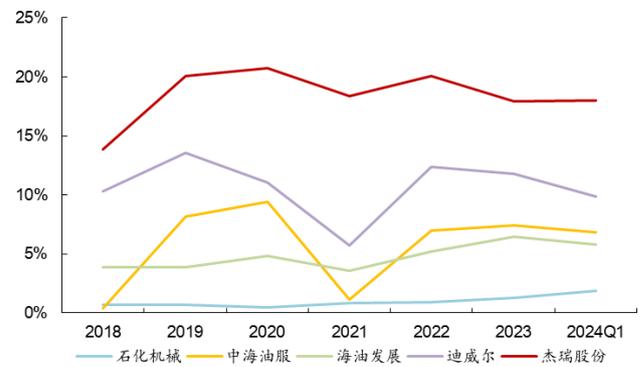
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 74：公司费用管控能力持续优化


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 75：公司毛利率处于行业领先地位


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 76：公司净利率远高于行业平均水平


数据来源：Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 国家能源安全战略背景下，非常规油气资源开发已成为我国“稳油增气”的战略性资源，页岩油气开发力度加强驱动压裂设备需求增长。公司电驱压裂设备技术处于行业前列，品牌影响力持续提升。我们预计 2024-2026 年油气装备制造及技术服务业务营收同比增长 9.0%、13.0%、12.0%，毛利率分别为 33.5%、34.0%、34.0%。

2) 维修改造及贸易配件属于后市场业务，油气行业景气向上及公司油气装备制造业务规模逐渐增长有望带动该板块规模增长，预计 2024-2026 年维修改造及贸易配件业务营收同比增长 10.0%、12.0%、12.0%，毛利率分别为 31.0%、31.5%、31.5%。

3) 环保服务业务板块，公司持续推出包括锂电池资源化循环利用设备等新品，并已实现销售，预计 2024-2026 年环保服务营收同比增长 10.0%、20.0%、20.0%，毛利率分别为 35.5%、36.0%、36.0%。

基于以上假设，预计公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
油气装备制造及技术服务	收入	11755.89	12813.92	14479.73	16217.30
	增速	28.75%	9.00%	13.00%	12.00%
	毛利率	33.32%	33.50%	34.00%	34.00%
维修改造及贸易配件	收入	1863.23	2049.56	2295.50	2570.96
	增速	14.18%	10.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	30.79%	31.00%	31.50%	31.50%
环保服务	收入	253.30	278.63	334.36	401.23
	增速	-58.62%	10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	35.34%	35.50%	36.00%	36.00%
其他业务	收入	39.67	45.62	52.46	60.33
	增速	15.48%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	44.09%	45.00%	45.00%	45.00%
合计	收入	13912.09	15187.73	17162.05	19249.82
	增速	21.9%	9.17%	13.00%	12.17%
	毛利率	33.0%	33.23%	33.74%	33.74%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 无风险利率选取中债国债 10 年期到期收益率 2.3%；
- 2) 市场组合报酬率参考上证指数基日以来年化收益率；
- 3) 有效税率继续保持 15%。

表 13：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15%
永续期增长率	1.5%
无风险利率 Rf	2.3%
市场组合报酬率 Rm	9.0%
有效税率 Tx	15%
β 系数	0.93
债务资本成本 Kd	4.3%
债务资本比重 Wd	18.1%
股权资本成本 Ke	9.0%
WACC	8.0%

数据来源：西南证券

表 14：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值
核心企业价值 (亿元)	37347.37
净债务价值 (亿元)	(8022.13)
股票价值 (亿元)	45369.50
每股价值 (元)	44.31

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 44.31 元。因机械设备类公司业绩受周期波动较大，故不采用绝对估值。

5.3 相对估值

综合考虑业务范围，选取 4 家油服行业上市公司作为估值参考。杰瑞股份业务覆盖油气生产服务、油气装备、环保服务、新能源等领域，各产业协同发展，具备一体化优势。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 28.0 亿元、32.8 亿元、36.8 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 15%。公司估值低于可比公司平均水平，考虑油服行业高景气延续，公司电驱压裂设备技术领先以及海外业务持续突破，给予公司 2024 年 16 倍目标 PE，目标价 43.72 元，维持“买入”评级。

表 15: 可比公司估值 (截至 2024 年 6 月 20 日)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
688377.SH	迪威尔	14.40	0.73	0.96	1.23	1.53	19.68	15.03	11.74	9.44
600583.SH	海油工程	5.94	0.37	0.45	0.53	0.62	16.21	13.17	11.22	9.53
601808.SH	中海油服	16.97	0.63	0.82	1.01	1.20	26.87	20.67	16.77	14.20
000852.SZ	石化机械	5.49	0.10	0.16	0.25	0.36	57.07	35.42	22.31	15.40
平均值							29.96	21.07	15.51	12.14
002353.SZ	杰瑞股份	36.16	2.40	2.73	3.21	3.60	15.08	13.23	11.28	10.05

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

油气价格波动风险: 油气价格波动会直接影响油气公司资本开支情况, 进而影响油服公司订单量及营业收入。

原材料价格上涨风险: 公司主要业务包括油气装备制造、贸易配件业务, 产品原材料主要包括铜、铁、铝等大宗商品, 原材料成本占比保持 60% 以上, 原材料价格上涨可能会导致毛利率下降。

海外业务拓展或不及预期: 公司在中东、北美、欧洲等市场处于高速发展期, 如果海外装备、服务业务拓展不及预期, 可能会对公司业绩产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13912.09	15187.73	17162.05	19249.82	净利润	2493.49	2845.78	3342.07	3752.93
营业成本	9314.15	10140.26	11371.88	12754.50	折旧与摊销	629.32	330.17	330.17	330.17
营业税金及附加	76.27	83.53	94.39	105.87	财务费用	-9.46	-15.20	-17.16	-19.26
销售费用	536.07	577.13	652.16	721.87	资产减值损失	-44.31	248.00	198.00	198.00
管理费用	461.11	1032.77	1158.44	1299.36	经营营运资本变动	-1661.80	-638.26	-1110.23	-1430.07
财务费用	-9.46	-15.20	-17.16	-19.26	其他	-358.45	-342.05	-296.49	-165.24
资产减值损失	-44.31	248.00	198.00	198.00	经营活动现金流净额	1048.77	2428.44	2446.35	2666.54
投资收益	140.03	126.50	132.34	131.68	资本支出	-1112.25	-1500.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-10.46	10.00	10.00	10.00	其他	-93.49	1194.65	142.34	141.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1205.74	-305.35	-857.66	-858.32
营业利润	2931.64	3257.74	3846.68	4331.16	短期借款	378.95	-61.81	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.93	90.23	85.16	84.06	长期借款	478.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	2929.71	3347.97	3931.84	4415.22	股权融资	-36.15	0.00	0.00	0.00
所得税	436.22	502.20	589.78	662.28	支付股利	-337.87	-490.88	-559.56	-656.41
净利润	2493.49	2845.78	3342.07	3752.93	其他	753.55	-400.85	17.16	19.26
少数股东损益	39.11	48.00	60.00	68.00	筹资活动现金流净额	1237.16	-953.54	-542.39	-637.16
归属母公司股东净利润	2454.38	2797.78	3282.07	3684.93	现金流量净额	1103.42	1169.55	1046.30	1171.06
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4798.70	5968.24	7014.54	8185.61	成长能力				
应收和预付款项	8607.48	10098.77	11232.49	12594.51	销售收入增长率	21.94%	9.17%	13.00%	12.17%
存货	5124.37	5582.45	6364.40	7092.95	营业利润增长率	13.74%	11.12%	18.08%	12.59%
其他流动资产	4087.00	2238.71	2302.09	2369.12	净利润增长率	8.98%	14.13%	17.44%	12.29%
长期股权投资	240.12	240.12	240.12	240.12	EBITDA 增长率	23.84%	0.60%	16.43%	11.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4335.61	5592.38	6349.16	7105.93	毛利率	33.05%	33.23%	33.74%	33.74%
无形资产和开发支出	813.93	727.62	641.31	555.00	三费率	7.10%	10.50%	10.45%	10.40%
其他非流动资产	3769.37	3768.73	3768.10	3767.46	净利率	17.92%	18.74%	19.47%	19.50%
资产总计	31776.57	34217.02	37912.22	41910.70	ROE	12.38%	12.59%	13.17%	13.18%
短期借款	2061.81	2000.00	2000.00	2000.00	ROA	7.85%	8.32%	8.82%	8.95%
应付和预收款项	5186.81	6395.81	7152.01	7878.31	ROIC	19.93%	19.03%	19.85%	19.89%
长期借款	1030.44	1030.44	1030.44	1030.44	EBITDA/销售收入	25.53%	23.52%	24.24%	24.11%
其他负债	3349.66	2188.58	2345.06	2520.72	营运能力				
负债合计	11628.73	11614.83	12527.51	13429.48	总资产周转率	0.46	0.46	0.48	0.48
股本	1023.86	1023.86	1023.86	1023.86	固定资产周转率	5.09	4.85	5.94	7.27
资本公积	6255.73	6255.73	6255.73	6255.73	应收账款周转率	2.02	1.96	1.97	1.96
留存收益	12307.34	14614.24	17336.75	20365.27	存货周转率	1.81	1.86	1.89	1.89
归属母公司股东权益	19321.27	21727.62	24450.13	27478.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.82%	—	—	—
少数股东权益	826.57	874.57	934.57	1002.57	资本结构				
股东权益合计	20147.85	22602.19	25384.70	28481.22	资产负债率	36.60%	33.94%	33.04%	32.04%
负债和股东权益合计	31776.57	34217.02	37912.22	41910.70	带息债务/总负债	26.59%	26.09%	24.19%	22.57%
					流动比率	2.33	2.47	2.54	2.63
					速动比率	1.80	1.89	1.94	2.01
					股利支付率	13.77%	17.55%	17.05%	17.81%
					每股指标				
					每股收益	2.40	2.73	3.21	3.60
					每股净资产	18.87	21.22	23.88	26.84
					每股经营现金	1.02	2.37	2.39	2.60
					每股股利	0.33	0.48	0.55	0.64
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	3551.50	3572.71	4159.69	4642.07					
PE	15.08	13.23	11.28	10.05					
PB	1.92	1.70	1.51	1.35					
PS	2.66	2.44	2.16	1.92					
EV/EBITDA	8.54	8.00	6.62	5.68					
股息率	0.91%	1.33%	1.51%	1.77%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
