

海洋油气持续高景气，业绩实现稳健增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 483.0 亿元，同比增长 9.5%；实现归母净利润 31.4 亿元，同比增长 4.1%。2024Q4 单季度来看，实现营收 146.4 亿元，同比增长 0.3%，环比增长 31.5%；实现归母净利润 6.9 亿元，同比减少 6.4%，环比减少 18.8%。2024 年整体业绩实现稳健增长。
- **国内业务稳中有升，海外市场加速拓展。**2024 年，公司国内业务实现营收 374.2 亿元，同比+8.0%，毛利率为 18.1%，同比+0.4pp，国内作业量保持稳中有升，服务价格趋于稳定；海外业务实现收入 108.8 亿元，同比+14.9%，毛利率 7.4%，同比-1.7pp，国际业务拓展顺利，收入规模快速增长，海外业务毛利率因新增作业平台准备成本影响略有下滑。
- **四大板块整体向好。**2024 年，公司钻井服务业务实现营收 132.1 亿元，同比+9.4%，自升式、半潜式平台作业天数同比分别+2.4%、-14.2%，受中国南方片区台风季影响，半潜式作业天数减少较多；自升式、半潜式平台日费分别为 7.5、14.3 万美元/日，同比分别+1.4%、+7.5%。油田技术服务业务实现收入 276.6 亿元，同比+7.4%，公司围绕客户需求，深化前瞻性技术布局与产业化能力建设，推动自主技术产品规模化应用及海外市场拓展，实现技术品牌价值与经营效益双提升。船舶业务实现营收 47.7 亿元，同比+20.9%，公司把握市场回暖契机，加强船舶资源池能力建设，作业规模大幅提升。物探采集和工程勘察服务营收 26.7 亿元，同比+14.1%，二维/三维采集作业量同比分别+52.0%/+33.8%。
- **盈利能力维持稳定，研发投入助力未来增长。**2024 年，公司毛利率、净利率分别为 15.7%、7.0%，同比-0.2pp、-0.4pp，整体盈利能力维持在较高水平；期间费用率为 6.5%，同比-0.6pp，主要因本年偿还借款，利息费用同比减少，财务费用率同比-0.6pp。Q4 单季度来看，公司毛利率为 12.1%，同比-3.1pp，环比-5.9pp；净利率为 5.2%，同比-0.4pp，环比-3.1pp；期间费用率为 5.2%，同比-3.3pp，环比-2.1pp。2024 年，公司研发投入 17.8 亿元，同比增加 1.4 亿元，研发投入持续加大，产业化、谱系化核心体系加速涌现，技术服务能力不断精进，整体技术覆盖度提升到 80%以上，核心技术攻关与成果转化质效不断提升。
- **资本开支维持高位，海洋油气高景气延续。**根据 Spears & Associates，预计 2025 年全球油田服务市场规模同比+2.2%，行业发展势头良好。2025 年中海油计划资本支出预算总额为 1250-1350 亿元，其中，勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%。公司作为海洋油服龙头，持续受益于行业高景气。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 36.2、39.6、42.6 亿元，对应当前股价 PE 为 19、18、16 倍，未来三年归母净利润复合增速为 10.7%。海洋油气高景气背景下公司有望持续受益，给予公司 2025 年 23 倍目标 PE，目标价 17.48 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际油价波动风险、汇率变动风险、境外经营不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	483.02	535.31	580.98	619.75
增长率	9.51%	10.83%	8.53%	6.67%
归属母公司净利润（亿元）	31.37	36.23	39.59	42.60
增长率	4.11%	15.50%	9.27%	7.59%
每股收益 EPS（元）	0.66	0.76	0.83	0.89
净资产收益率 ROE	7.65%	8.13%	8.31%	8.36%
PE	22	19	18	16
PB	1.59	1.47	1.37	1.28

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

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)	47.72
流通 A 股(亿股)	29.60
52 周内股价区间(元)	13.17-19.84
总市值(亿元)	694.27
总资产(亿元)	829.48
每股净资产(元)	9.18

相关研究

1. 中海油服(601808):盈利能力保持稳定，Q3 收入增速放缓（2024-10-31）
2. 中海油服(601808):平台日费持续修复，24H1 业绩快速增长（2024-08-28）
3. 中海油服(601808):业绩超预期，钻井业务表现亮眼（2024-04-26）

盈利预测

关键假设：

1) 海洋油气高景气延续，上游资本开支维持高水平。预计 2025-2027 年公司油田技术服务营收同比增长 8.0%、7.0%、5.0%；钻井服务营收同比增长 15.0%、10.0%、8.0%；船舶服务营收同比增长 15.0%、12.0%、10.0%；物探和工程勘察服务营收同比增长 12.0%、10.0%、10.0%。

2) 公司重点关注成本管理，通过建立系统性、结构性和长效性机制，把精益成本管理贯穿于各个环节、各个业务链条。预计 2025-2027 年公司整体毛利率将继续改善，其中油田技术服务毛利率分别为 23.2%、23.3%、23.5%；钻井服务毛利率分别为 8.0%、8.5%、9.0%；船舶服务毛利率分别为 4.3%、4.4%、4.5%；物探和工程勘察服务毛利率分别为 2.5%、3.0%、3.0%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
油田技术服务	收入	276.55	298.68	319.59	335.57
	增速	7.37%	8.00%	7.00%	5.00%
	毛利率	22.90%	23.20%	23.30%	23.50%
钻井服务	收入	132.07	151.88	167.07	180.43
	增速	9.44%	15.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	7.45%	8.00%	8.50%	9.00%
船舶服务	收入	47.69	54.84	61.43	67.57
	增速	20.90%	15.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	4.28%	4.30%	4.40%	4.50%
物探和工程勘察服务	收入	26.70	29.91	32.90	36.19
	增速	14.15%	12.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	2.12%	2.50%	3.00%	3.00%
合计	收入	483.02	535.31	580.98	619.75
	增速	9.5%	10.83%	8.53%	6.67%
	毛利率	15.7%	15.79%	15.90%	16.01%

数据来源：Wind，西南证券

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，分别为海油发展、海油工程、杰瑞股份、石化机械。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 36.2、39.6、42.6 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 10.7%。海洋油气高景气背景下公司有望持续受益，给予公司 2025 年 23 倍目标 PE，目标价 17.48 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600968.SH	海油发展	3.99	0.30	0.36	0.41	0.45	13.16	11.01	9.81	8.78
600583.SH	海油工程	5.92	0.37	0.49	0.54	0.60	16.15	12.08	10.93	9.81
002353.SZ	杰瑞股份	37.12	2.40	2.63	3.12	3.61	15.48	14.01	11.89	10.28
000852.SZ	石化机械	7.73	0.10	0.15	0.24	0.33	80.35	51.51	31.88	23.66
平均值							31.29	22.15	16.13	13.13

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	483.02	535.31	580.98	619.75	净利润	33.99	39.23	43.09	46.60
营业成本	407.22	450.76	488.62	520.53	折旧与摊销	57.95	50.45	50.45	50.45
营业税金及附加	0.83	0.80	0.87	0.93	财务费用	6.24	6.95	7.51	8.02
销售费用	0.03	0.05	0.06	0.06	资产减值损失	0.19	0.60	0.60	0.60
管理费用	11.33	27.84	29.86	31.48	经营营运资本变动	19.17	-31.27	3.51	-2.63
财务费用	6.24	6.95	7.51	8.02	其他	-7.37	3.05	0.41	-1.22
资产减值损失	0.19	0.60	0.60	0.60	经营活动现金流净额	110.17	69.01	105.57	101.81
投资收益	2.20	2.00	2.00	2.00	资本支出	-13.60	-72.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.43	0.50	0.50	0.50	其他	-37.16	2.50	2.50	2.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-50.77	-69.50	-47.50	-47.50
营业利润	48.36	50.81	55.96	60.63	短期借款	-29.10	79.97	-38.75	-34.50
其他非经营损益	-1.68	1.50	1.50	1.50	长期借款	-11.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	46.67	52.31	57.46	62.13	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	12.68	13.08	14.36	15.53	支付股利	-10.02	-6.27	-7.25	-7.92
净利润	33.99	39.23	43.09	46.60	其他	-14.21	-79.42	-7.51	-8.02
少数股东损益	2.62	3.00	3.50	4.00	筹资活动现金流净额	-64.65	-5.72	-53.51	-50.44
归属母公司股东净利润	31.37	36.23	39.59	42.60	现金流量净额	-5.54	-6.21	4.57	3.88
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	59.74	53.53	58.10	61.98	成长能力				
应收和预付款项	143.99	174.13	183.77	196.01	销售收入增长率	9.51%	10.83%	8.53%	6.67%
存货	22.96	25.40	26.20	28.75	营业利润增长率	13.47%	5.08%	10.13%	8.35%
其他流动资产	59.96	57.98	58.23	58.45	净利润增长率	3.55%	15.42%	9.84%	8.13%
长期股权投资	11.94	11.94	11.94	11.94	EBITDA 增长率	9.11%	-3.85%	5.27%	4.55%
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	475.74	501.86	505.98	510.10	毛利率	15.69%	15.79%	15.90%	16.01%
无形资产和开发支出	5.94	4.25	2.57	0.88	三费率	3.64%	6.51%	6.44%	6.38%
其他非流动资产	49.19	46.31	43.42	40.54	净利率	7.04%	7.33%	7.42%	7.52%
资产总计	829.48	875.41	890.22	908.64	ROE	7.65%	8.13%	8.31%	8.36%
短期借款	25.16	105.13	66.38	31.88	ROA	4.10%	4.48%	4.84%	5.13%
应付和预收款项	172.70	187.62	204.44	217.94	ROIC	7.71%	7.96%	8.32%	8.95%
长期借款	16.75	16.75	16.75	16.75	EBITDA/销售收入	23.30%	20.21%	19.61%	19.22%
其他负债	170.62	83.04	83.93	84.68	营运能力				
负债合计	385.23	392.54	371.50	351.25	总资产周转率	0.58	0.63	0.66	0.69
股本	47.72	47.72	47.72	47.72	固定资产周转率	1.10	1.28	1.56	1.90
资本公积	123.62	123.62	123.62	123.62	应收账款周转率	2.82	2.83	2.73	2.74
留存收益	272.30	302.26	334.61	369.28	存货周转率	16.99	18.20	18.02	17.87
归属母公司股东权益	437.97	473.59	505.94	540.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.84%	—	—	—
少数股东权益	6.27	9.27	12.77	16.77	资本结构				
股东权益合计	444.25	482.87	518.71	557.39	资产负债率	46.44%	44.84%	41.73%	38.66%
负债和股东权益合计	829.48	875.41	890.22	908.64	带息债务/总负债	24.23%	44.15%	36.22%	28.49%
					流动比率	0.97	1.03	1.16	1.32
					速动比率	0.89	0.94	1.06	1.21
					股利支付率	31.94%	17.32%	18.30%	18.59%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	112.54	108.21	113.91	119.10	每股收益	0.66	0.76	0.83	0.89
PE	22.13	19.16	17.54	16.30	每股净资产	9.18	9.93	10.60	11.33
PB	1.59	1.47	1.37	1.28	每股经营现金	2.31	1.45	2.21	2.13
PS	1.44	1.30	1.20	1.12	每股股利	0.21	0.13	0.15	0.17
EV/EBITDA	6.49	6.83	6.10	5.52					
股息率	1.44%	0.90%	1.04%	1.14%					

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

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。

西南证券研究院

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
上海	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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@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	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn