

杰瑞股份 (002353.SZ)

增持 (首次)

油服周期拨云见日，增量燃机如虎添翼

杰瑞股份是国内领先的油服装备龙头，核心业务覆盖高端油气装备制造、油气工程及技术服务、天然气装备及新能源相关领域。近年来，公司积极培育天然气装备及燃气轮机等新业务，形成多轮驱动的发展格局。其中，天然气方面屡获海外 EPC 总包订单，燃气轮机机组业务成功切入北美数据中心领域。我们首次覆盖杰瑞股份，给予“增持”的评级。

□ **经营表现稳健向上，收入与增长质量持续改善。**杰瑞股份是国内领先的油服装备龙头。公司历史上表现出优秀的抗周期能力，单看过去 10 年的复合增速，杰瑞股份的收入增长显著，超过典型的国际油服龙头公司。近两年来，公司经营质量持续改善，经营性现金流量净额从 2020 年的 3 亿元大幅攀升至 2025Q3 的 29.3 亿元；合同负债也从 2020 年的 5.7 亿元提升至 2025Q3 的 16.5 亿元，显示公司签单金额的持续增长。

□ **平台化能力的延展，赋予杰瑞多个方向的业绩推力：**

- 1) **油气装备平台赋能 EPC 总包平台：**从装备制造逐步转型为服务总包商，是国际油服公司的重要发展路线，也是极强的装备制造能力带来的持续正向反馈。杰瑞的油气工程及技术服务 2025H1 收入同比增长 88.1%，毛利率提升 6.6pct，业绩贡献占比持续提升。
- 2) **从钻井完井平台延展至天然气业务平台：**油田钻井完井工作和天然气处理、增压工作有一定的技术共通性。2025H1，公司天然气相关业务收入同比增长 112.7%，毛利率提升 5.6pct，新增订单增长 43.3%。
- 3) **从电驱压裂业务延展至发电机组业务：**杰瑞近年来通过积极推进油驱压裂转向电驱压裂，逐步积累了对于现场燃气发电机组的理解。2025 年以来，北美“电荒”逻辑持续演绎，燃气轮机需求显著增长，杰瑞连续斩获 3 笔数据中心供电订单，下游需求高涨，远期增量可观。

□ **油气行业前瞻：供给端约束延续，需求韧性支撑景气修复。**

- 1) **供给侧：**国际油服企业资本开支与人员规模恢复节奏偏慢，以固定资产净值统计的斯伦贝谢产能仅 2014 年峰值水平的 50%。交付周期延长，短期内行业供给弹性有限。
- 2) **需求侧：**全球油气勘探开发支出维持在历史中位水平，油田自然衰减率抬升形成刚性设备与服务需求。在能源安全约束下，油气资本开支具备长期韧性；天然气下游进入历史性扩产周期，2024 年，建设或批准开发的 LNG 产能占运营产能的 43%。

□ **燃气轮机市场前景：供需错配延续，景气度具备持续性。**

- 1) **供给侧：**全球市场由少数国际巨头主导，产能扩张存在显著时滞。当前订单快速增长叠加存量机组老化更新需求，行业整体仍处于供给偏紧状态，交付周期延长，供给约束短期难以明显缓解。
- 2) **需求侧：**全球电力需求爆发式增长，数据中心建设加速、工业用电增长及能源系统稳定性要求提升，共同推升燃气发电需求。燃气轮机成为最具现实可行性的增量方案，后续有望持续放量。

□ **首次覆盖，给予“增持”评级。**通过对杰瑞各方面业务的增长+利润预估，

中游制造

目标估值：100.40 - 114.10 元

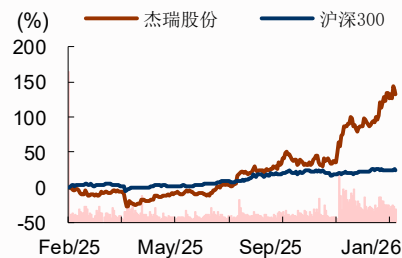
当前股价：88.25 元

基础数据

总股本 (百万股)	1024
已上市流通股 (百万股)	693
总市值 (十亿元)	90.4
流通市值 (十亿元)	61.2
每股净资产 (MRQ)	21.6
ROE (TTM)	12.8
资产负债率	39.5%
主要股东	孙伟杰
主要股东持股比例	19.04%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	125	128
相对表现	17	112	104



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

郭倩倩 S1090525060003

guoqianqian@cmschina.com.cn

吴洋 S1090523080001

wuyang2@cmschina.com.cn

我们预计 25-27 年杰瑞有望实现 159.6/222.6/288.7 亿元营业总收入，有望实现 33.0/43.9/52.0 亿元归母净利润，同比增速分别为 25%/33%/18%。分部估值下，我们预计 2027 年杰瑞在传统主业有望实现 38 亿元归母净利润，对应 16 PE；在燃气轮机机组业务有望实现 14 亿元归母净利润，对应 30-40 PE。2027 年目标市值为 1028-1168 亿元，对应 13.8%-29.3%的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

- 风险提示：油价波动可能影响下游资本开支；燃气轮机机组业务拓展不及预期；北美数据中心建设进度不及预期；公司应收账款金额较大；实际订单转化可能不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13912	13355	15960	22260	28865
同比增长	22%	-4%	20%	39%	30%
营业利润(百万元)	2932	3213	4037	5393	6390
同比增长	14%	10%	26%	34%	18%
归母净利润(百万元)	2454	2627	3295	4393	5201
同比增长	9%	7%	25%	33%	18%
每股收益(元)	2.40	2.57	3.22	4.29	5.08
PE	36.8	34.4	27.4	20.6	17.4
PB	4.7	4.3	3.8	3.3	2.9

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、杰瑞股份：国内油服龙头出海，三轮驱动打开多个成长曲线	6
1、基本情况梳理	6
2、股权结构相对集中，战略执行呈现连贯性	7
3、业绩表现：穿越周期的业绩韧性逐步显现，增长质量持续改善	7
二、油气装备稳中提质、天然气业务加速放量、燃气轮机业务突破成长	10
1、油气装备主业：高端压裂装备龙头地位稳固，天然气海外 EPC 总包订单频频落地	10
2、燃气轮机：增长曲线成型，进入商业化兑现期	13
三、油气行业：供给深度出清，需求刚性抬升，景气周期具备持续性	15
1、供给侧：国际油服公司持续减产，行业供给弹性受限	15
2、需求侧：化工原料及能源安全驱动资本开支韧性增强	18
3、天然气下游需求增长锚定能源转型	20
四、供需错配放大技术红利，燃气轮机市场打开长期成长空间	22
1、供给侧：寡头格局稳固，盈利中枢上移	22
2、需求侧：电力需求抬升，燃气轮机成为最具现实性的增量方案	24
3、燃机技术经济性优势明确，支撑多元应用落地	25
五、盈利预测与投资建议	27
六、风险提示	29

图目录

图 1：杰瑞股份历史沿革	6
图 2：杰瑞股份股权结构	7
图 3：公司新签订单及同比增速	8
图 4：公司存量订单及同比增速	8
图 5：公司新签订单与油价对比的复盘情况	8
图 6：公司营业收入及同比增速	9
图 7：公司归母净利润及同比增速	9
图 8：公司和各国际油服龙头收入对比情况	9
图 9：期间费用率变动情况	10

图 10: 研发投入及效率	10
图 11: 国内外营收占比及变动情况	10
图 12: 国内首台大功率电驱固井车	12
图 13: 5100 型涡轮压裂拖车在美国交付	12
图 14: 标准化处理后, 钻完井设备销量及新签订单变动情况	12
图 15: 油气工程设备销量及同比变化	13
图 16: 全球油田设备与服务市场规模	16
图 17: 部分区域的油气勘探开发支出	16
图 18: 全球油气发现量及勘探活动趋势	17
图 19: 各大国际油服公司人员变化趋势	17
图 20: 各大国际油服公司资本开支变化趋势	17
图 21: 各大国际油服公司 ROE 变化趋势	18
图 22: 炼油产能区域变化	18
图 23: 过去多年以来, 油气资本开支与油价关系	19
图 24: 若油气资本开支继续维持 2024 年水平, 25-30 年间, 代表性区域的原油 产能都将有萎缩风险	19
图 25: 油气 FID 与油气资本开支	20
图 26: 近年来天然气分下游的需求变化因素	20
图 27: 天然气价格与油价历史关系对比	21
图 28: 液化天然气产能预计将持续增加	22
图 29: 液化天然气 FID 项目资金量在 2025 年创下新高	22
图 30: 全球燃机销量 (MW 和台数)	23
图 31: GEV 新签及交付燃机情况	23
图 32: 全球分区域燃机机龄	23
图 33: 美国电力能源结构变化	24
图 34: 数据中心装机容量	24
图 35: 全球各区域的电力需求净值 (TWH) 的同比变化情况	25
图 36: 美国电力需求同比变化百分比及预测 (%)	25
图 37: 燃气轮机与燃料电池、内燃机的技术参数对比	27

表目录

表 1：传统油气装备业务板块在 2025 年实现的市场突破.....	11
表 2：燃气轮机业务应用.....	14
表 3：燃气轮机 2025 重要业务发展节点.....	15
表 4：不同油价水平下 LNG 供应商离岸价格（FOB）构成.....	21
表 5：燃气轮机与燃料电池、内燃机的技术参数对比.....	26
表 6：公司业务拆分与预测.....	28
表 7：公司主要财务指标及预测.....	29
附：财务预测表.....	30

一、杰瑞股份：国内油服龙头出海，三轮驱动打开多个成长曲线

1、基本情况梳理

杰瑞股份是国内油服装备龙头，在国内压裂设备市场占据领先地位，依托设备+服务一体化优势成功拓展北美、中东等海外市场。近年来，天然气业务和燃气轮机业务快速发展，逐渐成为杰瑞的第二、第三成长曲线。

从历史沿革来看，公司行稳致远，业务稳健发展：

初创期（1999-2009）：以油田设备维修服务起家。

成长期（2010-2014）：抓住国内页岩气开发机遇，推出压裂车等核心设备，成功上市，成为国内压裂设备领军者。

扩张与国际化期（2015-2020）：大力开拓北美、中东、俄罗斯等海外市场；推出全球首台电驱压裂成套装备；获得西门子 6MV 燃气轮机成套技术授权。

新发展期（2021 至今）：在巩固传统油气装备优势的同时，积极培育涡轮压裂、天然气压缩、锂电负极材料等第二、第三增长曲线。

图 1：杰瑞股份历史沿革

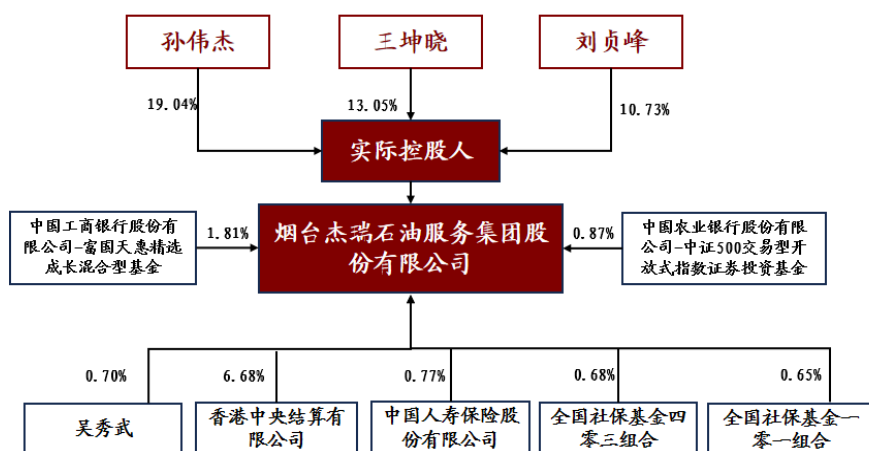


资料来源：公司官网、招商证券

2、股权结构相对集中，战略执行呈现连贯性

杰瑞股份的股权结构集中，主要股东持股比例显著。根据 2025 年披露的股东持股数据，公司前三大股东分别为孙伟杰、王坤晓和刘贞峰。持股比例分别为 19.04%、13.05%和 10.73%，合计持股 42.82%，且均为一致行动人，对公司战略方向、重大投资及高管任命具有决定性影响。CR3 显著高于 A 股油气装备行业的平均水平，公司股权结构高度集中，控制权集中于创始人团队。一方面，创始人团队的高持股比例有助于形成稳定的战略执行机制，减少因股权分散导致的决策效率低下问题。公司近年来在钻完井设备、天然气设备、燃气轮机发电机组等业务板块的全球市场拓展，以及在新能源与再生循环领域的布局，均体现出战略执行的一致性和连贯性。

图 2：杰瑞股份股权结构

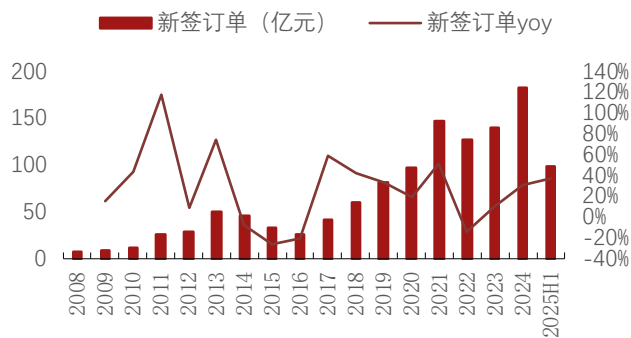


资料来源：公司公告、招商证券

3、业绩表现：穿越周期的业绩韧性逐步显现，增长质量持续改善

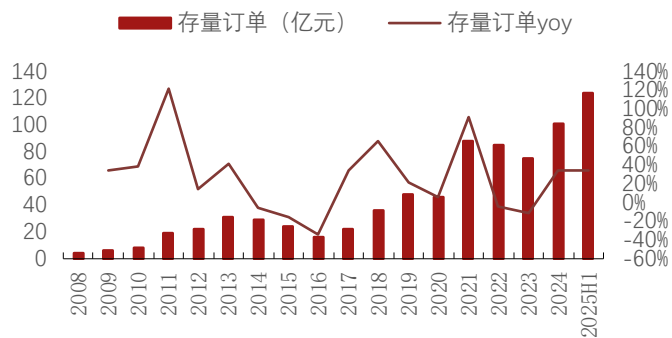
历史上来看，公司具备一定的穿越周期的能力。杰瑞股份的新签订单自 2008 年以来实现超 25 倍增长，并在多个周期波动中快速恢复，2010 年以来，新签订单大多年份都处于持续增长的状态。存量订单在 2025 年上半年已达 123.9 亿元，创历史新高且同比增长 34.8%，表明公司订单消化与执行效率持续提升，项目落地节奏加快，为未来 2-3 年的营收增长与利润释放提供了高能见度。

图 3: 公司新签订单及同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

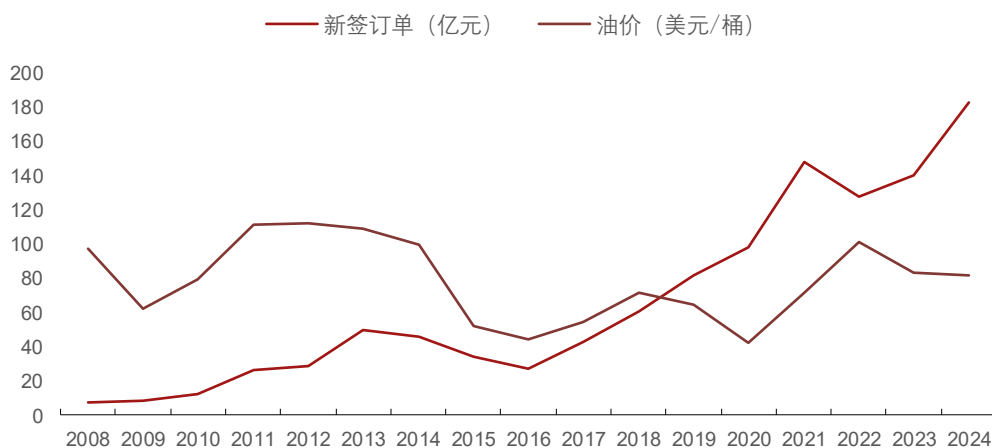
图 4: 公司存量订单及同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

公司业务展现出强劲的内生增长动力，其订单获取能力与油价周期的关联性较弱，抗波动特质显著。从新签订单与油价的长期关系来看，尽管国际油价在 2011-2020 年整体走低，公司新签订单自 2008 年以来依然整体保持稳健上升趋势，在 2014-2016 年剧烈下滑期间，公司新签订单并未出现同步趋势性下滑，反而在后续年份快速恢复并创出新高。因此，公司业务具备独立增长逻辑，油价波动对其新签订单的持续增长不再构成根本性制约。

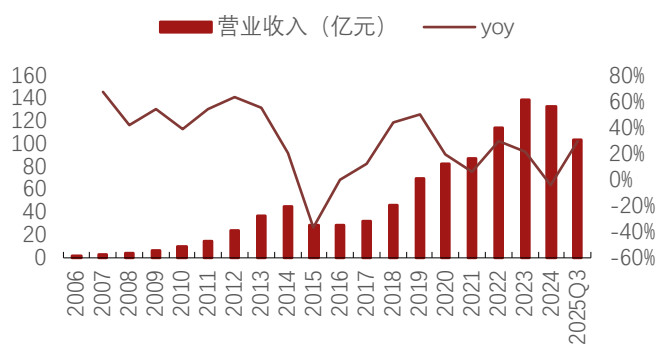
图 5: 公司新签订单与油价对比的复盘情况



资料来源: ifind、公司公告、招商证券

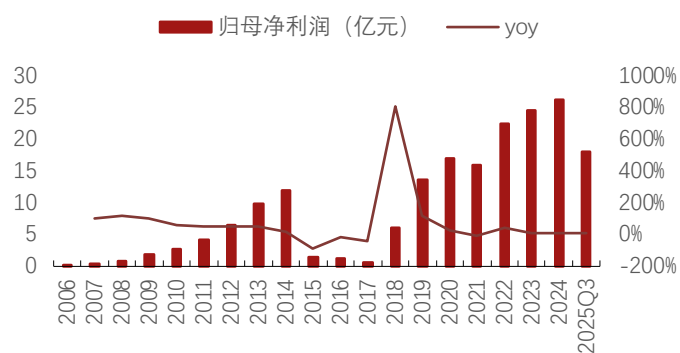
与新签订单的持续增长相对应的，是杰瑞股份的营业收入、归母净利润也经历过较长时间的持续上涨，回调的时间较短，回调幅度也相对有限。2006 年以来，杰瑞仅有两个年度的营业收入是下滑的，分别是 2015 年和 2024 年，其余年度的营收基本都在保持增长。如果单看过去 10 年的复合增速，杰瑞股份的收入增长显著（18.93%），超过了 SLB（0.26%）、BKR（-0.08%）这些国际油服龙头公司，显示出公司具备一定的穿越周期的能力。

图 6: 公司营业收入及同比增速



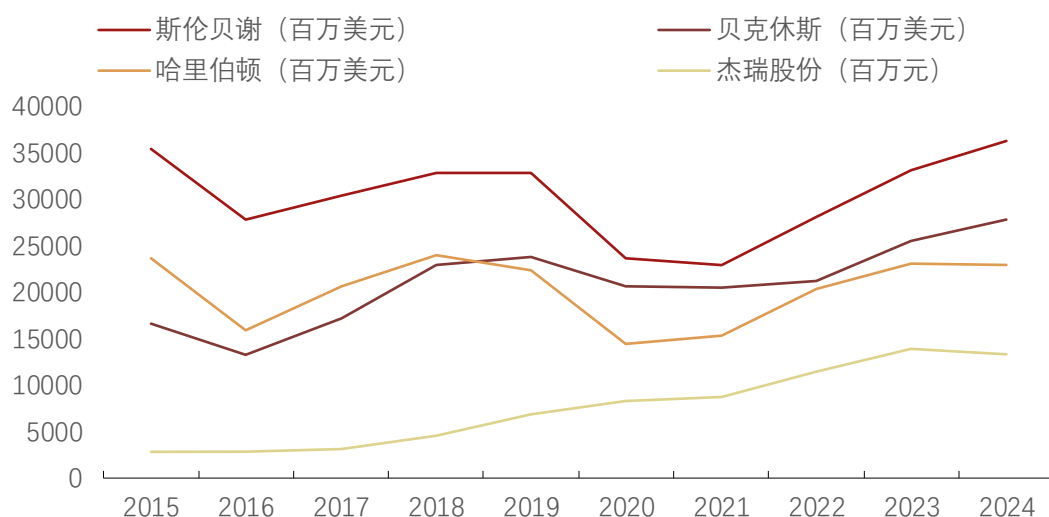
资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

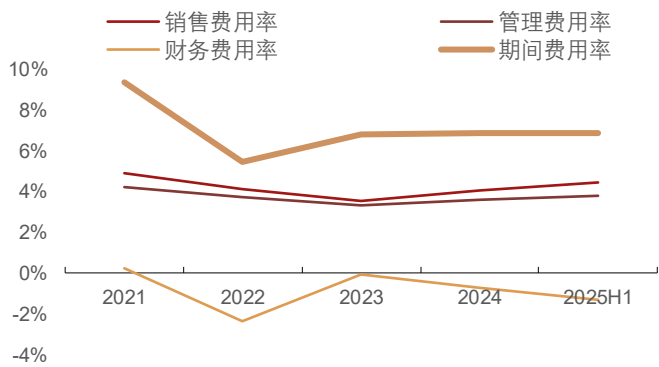
图 8: 公司和各国际油服龙头收入对比情况



资料来源: 公司公告、招商证券

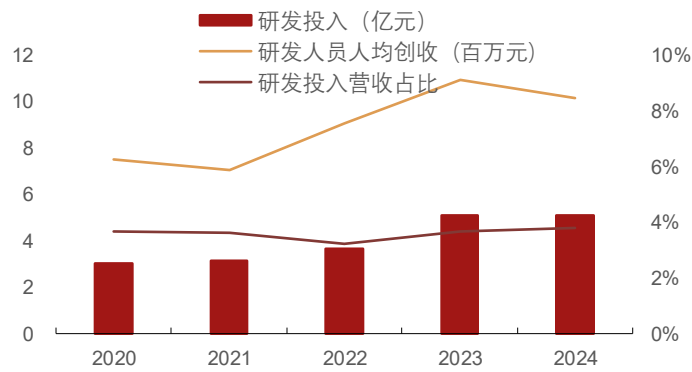
费用管控提升即期盈利韧性，资源倾斜于研发创新以构建长期技术壁垒。公司的销售与管理费用率随业务规模温和增长，期间费用率整体呈下降趋势，显示出良好的规模效应与费用控制能力。在营收从 88 亿元快速增长至 139 亿元的 2021-2023 年，公司期间费用率从 9.3% 显著优化至 6.8%，为战略性投入释放空间。同时研发转化效率突出，研发强度自 2020 年起稳定保持高位，过去五年总额复合增长 13.6%。研发人员人均创收整体显著增长，研发效率兑现能力强。

图 9：期间费用率变动情况



资料来源：公司公告、招商证券

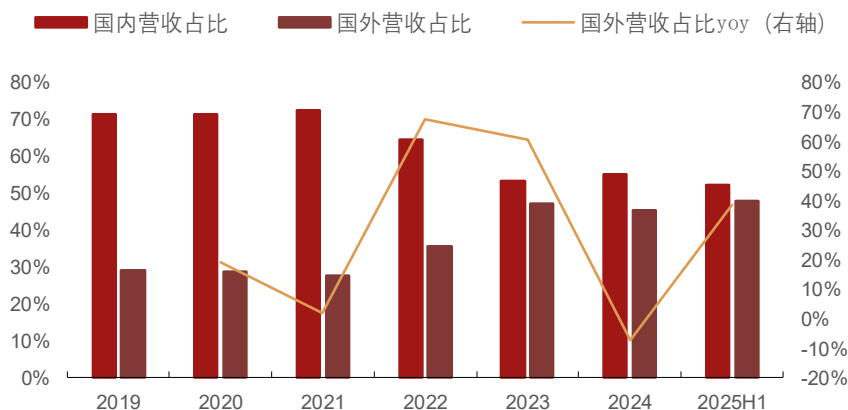
图 10：研发投入及效率



资料来源：公司公告、招商证券

公司海外业务发展迅速。杰瑞股份的海外市场拓展成果显著，海外营收贡献从 2019 年的 28.9% 快速提升至 2025 年的 47.8%，25 年上半年同比增长 38.4%。其中，中东已形成覆盖油气全价值链的本地化产业闭环；凭借全球领先的大功率涡轮压裂及一体化供电解决方案进军北美高端市场。

图 11：国内外营收占比及变动情况



资料来源：公司公告、招商证券

二、油气装备稳中提质、天然气业务加速放量、燃气轮机业务突破成长

1、油气装备主业：高端压裂装备龙头地位稳固，天然气海外 EPC 总包订单频频落地

杰瑞股份的传统业务以油气产业链为核心，围绕油气勘探开发的核心流程构建，形成了从钻井、完井到增产的全产业链装备与服务能力，包括高端装备制造、油气工程及技术服务、油气田开发、新能源及再生循环四大板块。产品和服务主要应用于石油及天然气领域，属于石油天然气设备制造及服务行业范畴。

表 1：传统油气装备业务板块在 2025 年实现的市场突破

业务板块	分类	市场突破
高端装备制造	钻完井设备	1.国内市场:顺利中标多个中石油电驱压裂设备采购项目
		2.海外市场:实现全系列国产化设备在海外成功交付;海外订单与收入双增长, 市场占比持续提升。
	天然气设备	1.海外突破:成功斩获海外多个国家石油公司超亿元项目。
		2.国内重大订单:成功中标价值 5 亿元的国内大型储气库离心机项目。
海洋工程设备	1.市场拓展:高端 LARS 产品在科考领域、深水作业方面持续获得订单并成功交付。	
	2.产品突破:在 FPSO 核心撬块领域持续深耕,并在 FLNG 高端装备市场取得突破。	
油气工程及服务	油气工程服务	1.国际项目里程碑:为科威特国家石油公司建设的 KOCJPF5 项目正式完工投产并进入 5 年运维期。
	油气技术服务	2.海外市场扩张:陆续取得马来西亚国家石油公司压缩机组、巴林国家石油公司天然气增压站等项目。
油气田开发		资质认证:是中国首家通过美国石油协会 APISpec Q2 认证的油服公司。

资料来源：公司公告、招商证券

高端装备制造业务领域占据重要市场地位，业务收入保持稳定增长。2025 年上半年，公司高端装备制造业务实现营业收入 42 亿元，占营业收入比重 61.22%，同比增速 22.42%，毛利率 38.28%，是其传统核心业务和盈利基础。该板块持续输出 7600 余台套油田开发装备，1200 余套年产能力。杰瑞股份在高端装备制造业务领域的技术创新显著，近年来研发投入持续增长，推动了新一代涡轮压裂车、AI·R FRAC 智能化指挥系统等成果的落地。

公司在国内压裂市场占据龙头地位，市场份额长期领先。2014 年，杰瑞推出第一代涡轮压裂设备，同时，杰瑞是唯一一家向北美高端市场提供全套压裂设备的中国企业，并于 2019 年推出世界首个电驱压裂成套装备。2020 年至 2022 年，杰瑞装备的压裂设备已占据了国内近 50% 的市场份额，稳居行业市占率第一的龙头地位。压裂设备增长逻辑：从需求端看，我国主力油田普遍进入高含水、高采出程度的开发阶段，而压裂设备可以增压，产生二次、三次驱替。可有效释放剩余油藏、保障能源安全。从技术端看，电驱压裂设备综合运行成本较柴驱降低约 36%，在响应“电代油”政策的环境下，正不可逆地替代传统柴驱设备。可以看到压裂设备的长期增长空间。

图 12: 国内首台大功率电驱固井车



资料来源: 公司官网、招商证券

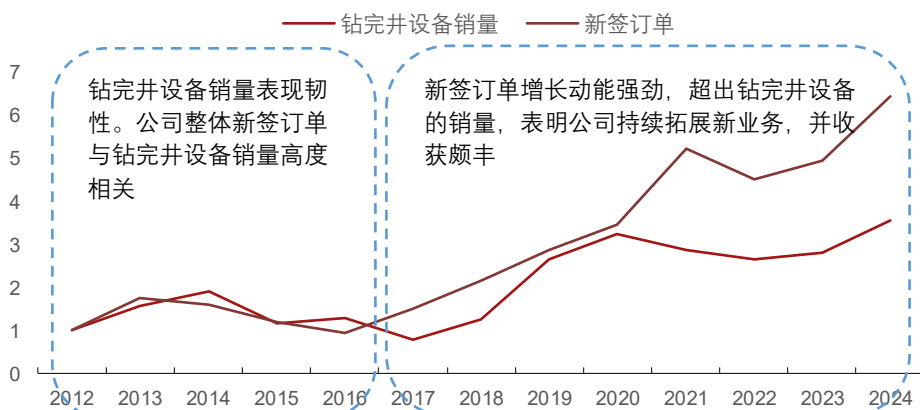
图 13: 5100 型涡轮压裂拖车在美国交付



资料来源: 公司官网、招商证券

领先的订单获取能力放大上行期业绩弹性。2014-2016 年行业下行期间公司设备销量表现出更强的业务韧性，销量并未与订单同步深跌。2017 年开始，订单爆发式增长，领先性显现，公司市场拓展能力已超越即期产能瓶颈。2021 年以后，公司整体新签订单进一步增长，甩开钻完井设备销售量，体现了业务转型的结果（天然气相关设备+总包的订单占比提升）。新签订单超越钻完井销售量，也表明公司在手订单持续积累，为后续的业绩释放提供动能。

图 14: 标准化处理后，钻完井设备销量及新签订单变动情况

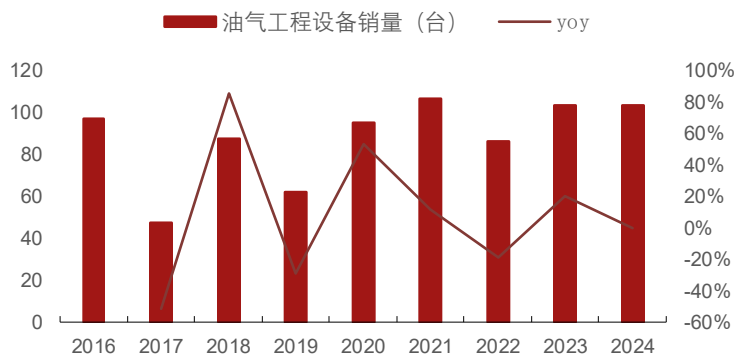


资料来源

源: 公司公告、招商证券

在油气工程及技术服务板块，公司成功突破北非油服市场，开辟了新的业务增长点，同时成功签署了 ADNOC 井场数字化改造项目合同，并斩获了多个国内超百万方级的 LNG 液化工厂合同，更是在百万方级煤层气制 LNG 项目订单上实现突破，继续保持国内百万方及以上规模液化工厂项目成单率市场第一的领先地位。该板块 2025 年上半年收入同比增长高达 88.14%，毛利率提升 6.62pct。油气工程设备销量整体呈现稳健趋势，为公司提供了持续且可预测的收入基础，支撑公司整体业绩的稳定性。

图 15: 油气工程设备销量及同比变化



资料来源: 公司公告、招商证券

2、燃气轮机: 增长曲线成型, 进入商业化兑现期

燃气轮机业务作为公司增量引擎, 正构建起杰瑞股份战略转型的核心支点。油气领域天然适配大量燃机的应用, 包括发电+注采蒸汽的模式, 或者联产循环发电的模式。燃气轮机业务与公司传统油气装备业务形成战略互补, 为公司开辟了全新的增长曲线。

子公司杰瑞敏电能源集团深耕电力能源领域核心技术。在发电、储能、电力传动、电源管理等关键领域, 构建起电力产品+发电服务+电力定制化解决方案的综合能力。公司围绕数据中心、油气田、工业制造、市政应急、船舶海工等领域, 为客户提供电力产品及解决方案。

表 2：燃气轮机业务应用

解决方案	示意图	应用场景
数据中心		依托成熟的能源系统集成能力和智能化微电网控制技术，推出敏捷供能体系，覆盖主电源解决方案、备用电源解决方案。可规避冗长的电网接入审批流程，缩小运营占地面积，降低成本。
石油和天然气		专注油气田高效、绿色能源解决方案，涵盖压裂供电、钻井供电、伴生气发电、微电网及变频控制五大关键领域，以先进技术和可靠服务助力油气田生产运营更高效，智能和可持续。
工业应用		专注工业领域综合能源解决方案，核心业务包括分布式能源、富氢气发电、沼气/瓦斯气发电及工商业储能，以先进技术和定制化服务助力企业节能降耗、绿色发展。
市政/应急		专注于应急备用电源与微电网快速部署解决方案，凭借模块化、集成化的设计优势，提供稳定、持续、清洁的电力供应，有效提升区域能源韧性与应急保障能力。

资料来源：公司官网、招商证券

依托多年在油气田开发与能源装备制造领域的深厚积累，杰瑞股份已构建覆盖气源处理—燃气增压—清洁发电—智能调控的全链条 Gas to Power 解决方案能力，实现了从“井口到用电终端”的端到端集成与自主可控。2025 年 11 月以来，公司燃气轮机发电业务已实现显著突破，连续在北美市场斩获三笔超 1 亿美元订单。巩固了杰瑞在工业及数据中心供电领域的竞争优势，也显著推动了其在全球高端数据中心能源赛道的纵深发展与战略布局。

表 3：燃气轮机 2025 重要业务发展节点

时间	事件
2025-11-11	杰瑞股份全资子公司杰瑞敏电能源集团与贝克休斯 (Baker Hughes) 在上海正式签署 NovaLT™燃气轮机全球战略合作和规模订单协议。根据协议，杰瑞将自主研发、制造并销售搭载 NovaLT™燃气轮机的成套发电装备，以更灵活、更高效、更环保的电力系统满足全球多样化能源需求。
2025-11-28	杰瑞股份全资子公司杰瑞敏电能源集团与全球 AI 行业巨头正式签署发电机组销售合同，合同金额超 1 亿美元。此次合作标志着杰瑞模块化、智能化的发电解决方案成功挺进北美高端电力市场，实现了杰瑞在北美数据中心领域的关键业务突破。
2025-12-02	杰瑞股份全资子公司杰瑞敏电能源集团与北美客户签署超亿美元发电机组销售合同，公司将继续在数据中心、工业能源和新型电力系统三大赛道持续深耕，通过不断的技术创新、产品迭代与工程交付能力，推动清洁能源装备的智能化、规模化应用。
2025-12-25	杰瑞敏电与川崎重工能源集团签署燃气轮机全球战略合作协议。此次签约标志着双方在燃气发电领域的伙伴关系迈入新阶段，将共同为全球 AI 数据中心、工业制造及油气能源等领域提供高效、低碳、智能的电力解决方案。
2026-1-13	杰瑞股份全资子公司杰瑞敏电能源集团再度与北美战略客户成功签署 1.06 亿美元发电机组销售合同，该设备将用于北美数据中心及工业供电等领域。仅隔一个月，客户再次复购，彰显其信赖与深度合作意愿。

资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

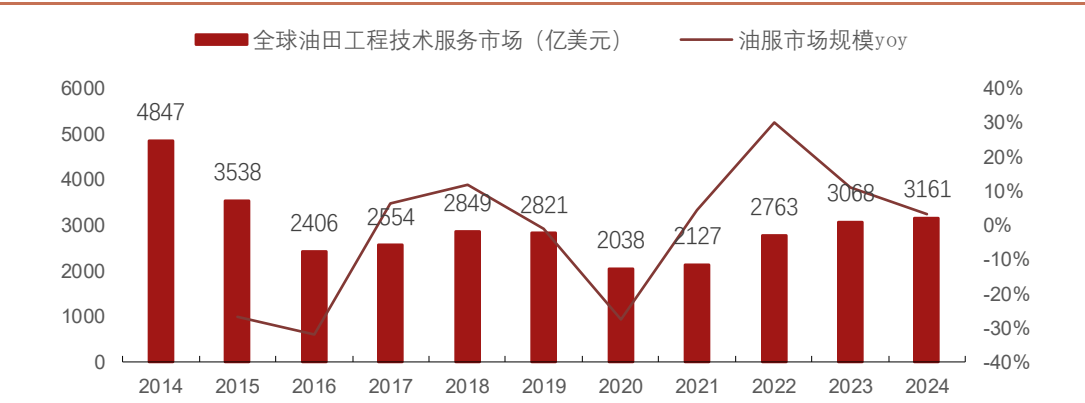
杰瑞股份凭借在油气装备领域积累的电力解决方案经验，成功将业务延伸至分布式能源、工业发电及数据中心供电等新兴应用场景。杰瑞股份在 2018 年便与西门子合作，拓展燃气轮机发电机组业务，并获得了 6MW 的 SGT-A05 的型号授权，这也是杰瑞起初在北美市场开拓电驱压裂时，搭配的供电设备。此后，杰瑞又陆续与 GEV、贝克休斯等机头厂商合作，拿到稳定供货。与此同时，杰瑞同步开发了移动式燃气轮机发电机组产品。目前公司燃气轮机机组产品的功率覆盖范围从 6MW 直达 35MW，产品序列丰富，供货能力有保障。

三、油气行业：供给深度出清，需求刚性抬升，景气周期具备持续性

1、供给侧：国际油服公司持续减产，行业供给弹性受限

全球油田设备与服务的市场规模在 2014 年达到历史高峰，此后持续回落，2020 年以来，全球油服设备的市场规模持续提升，2024 年达到 3161 亿美元。然而，这一水平仍显著低于 2006-2014 年的平均水平，仍有增长空间。

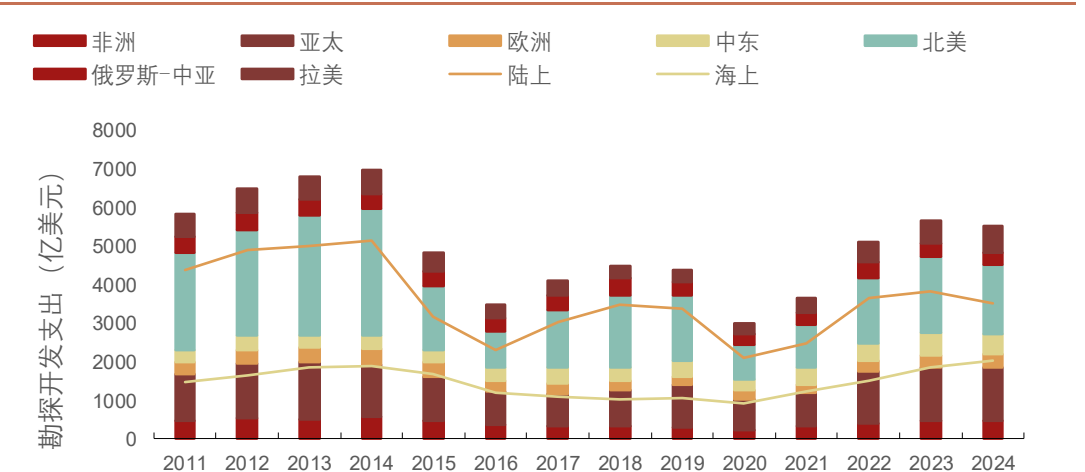
图 16: 全球油田设备与服务市场规模



资料来源: 油媒方、招商证券

全球油气勘探开发支出近年来有所回升，大体居于历史中位水平。从最前端的勘探开发支出来看，其整体走势与全球油服设备市场规模较为一致，也表明勘探投资与后端产业链的资本开支表现较强的趋同性。2024 年，全球勘探开发支出达到 5000 亿美元，同比略有下滑。相比陆上，海上勘探开发支出近年来的占比持续提升。

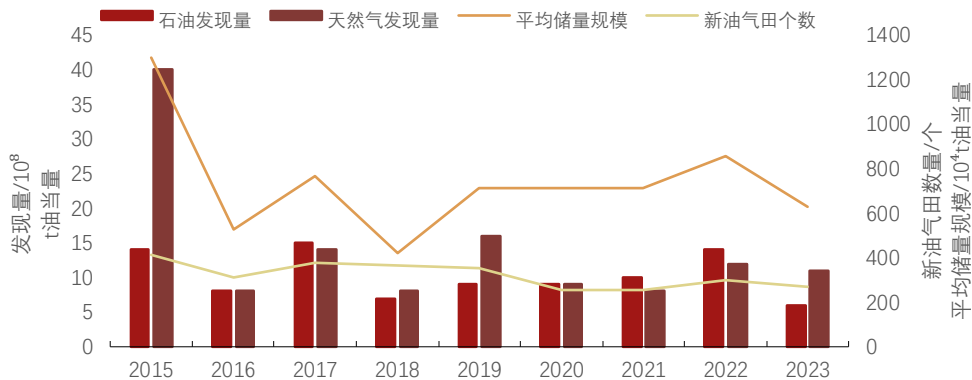
图 17: 部分区域的油气勘探开发支出



资料来源: 油媒方、招商证券

全球油气勘探正面临发现难度陡增，勘探效率边际递减的严峻挑战。尽管 2016 年后全球年均油气新发现储量规模相对平稳，但成本却急剧攀升。单位发现成本已从 2015 年的 89（美元/吨当量）飙升至 2024 年的 459（美元/吨当量）。这一成本曲线与同期勘探投资额的对比清晰表明行业正被迫投入更多资金以寻找规模相当的资源。成本曲线的陡峭化，迫使油公司必须通过投资更先进、更高效的装备来对冲，能够实现精准压裂与高效钻完井的电驱压裂设备销量获得直接提振；其次，投资也转向了技术门槛高，但储量更丰富的深海和非常规资源。

图 18: 全球油气发现量及勘探活动趋势

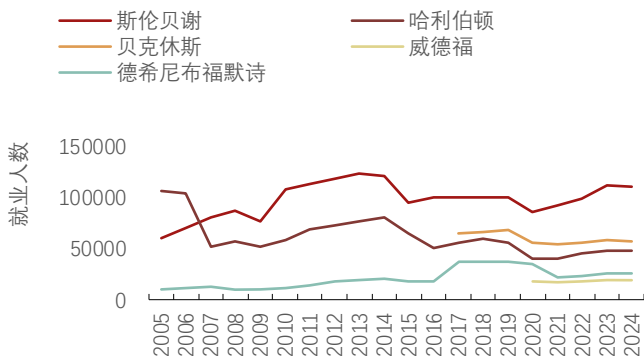


资料来源: 油媒方、招商证券

自 2014 年油价大幅下跌以来, 全球油服行业经历了长达数年的深度调整。不仅中小型油服企业大量退出市场, 即便是斯伦贝谢、贝克休斯等行业巨头也大幅削减了人员规模和资本开支, 行业整体产能收缩显著。

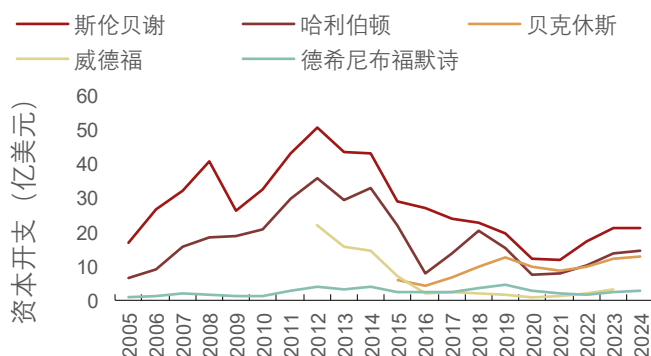
从竞争格局来看, 经过本轮周期洗礼后, 存活下来的企业普遍财务结构更加健康, 投资决策更加理性, 行业整体有望进入更加可持续的发展阶段。各大国际油服公司, 人员数量相对刚性, 但也经历了 2013-2014 年的高点后持续回落。2020 年以来, 仅 SLB 的人员数量有较大幅度的增长。资本开支角度, 2012 年是显著的高点; 2020 年以后, 资本开支有一定恢复, 但绝对值依然较低。

图 19: 各大国际油服公司人员变化趋势



资料来源: 公司公告、招商证券

图 20: 各大国际油服公司资本开支变化趋势

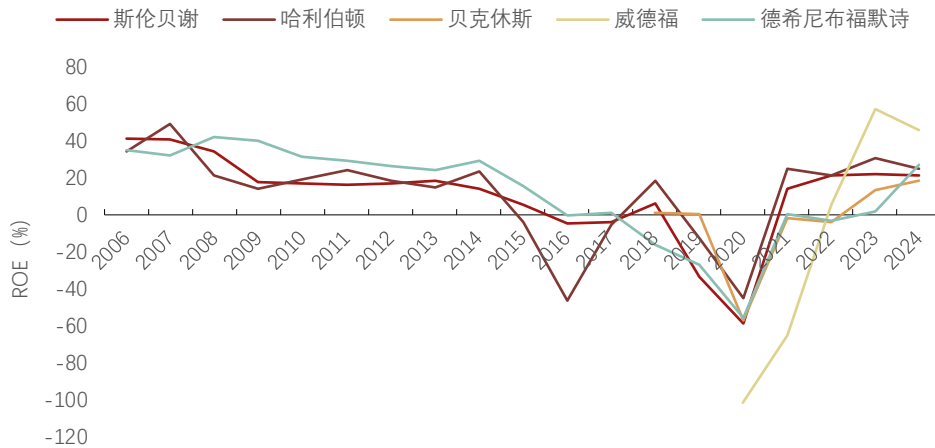


资料来源: 公司公告、招商证券

在供给收缩的同时, 油服行业的技术门槛和集中度正在提升。深海油气、非常规资源开采等技术复杂领域对装备和服务的专业性要求更高, 特别是数字化、自动化技术的应用, 进一步提升了行业的技术壁垒。

尽管产能处于底部小幅反转的状态, 各大油服公司的 ROE 反而在 2020 年以后持续提升。可以肯定的是, 当前各大油服公司的 ROE 基本已经恢复到了 2012 年左右的水平, 但距离 2006 年的相对高点, 仍有一定的距离。这主要由于需求持续回暖, 但供应链的恢复需要时间, 特别是高端装备的交付周期延长, 专业人员的培养也需要较长时间。这种供给约束导致设备利用率提升和服务价格上涨, 直接推动行业盈利能力显著改善。

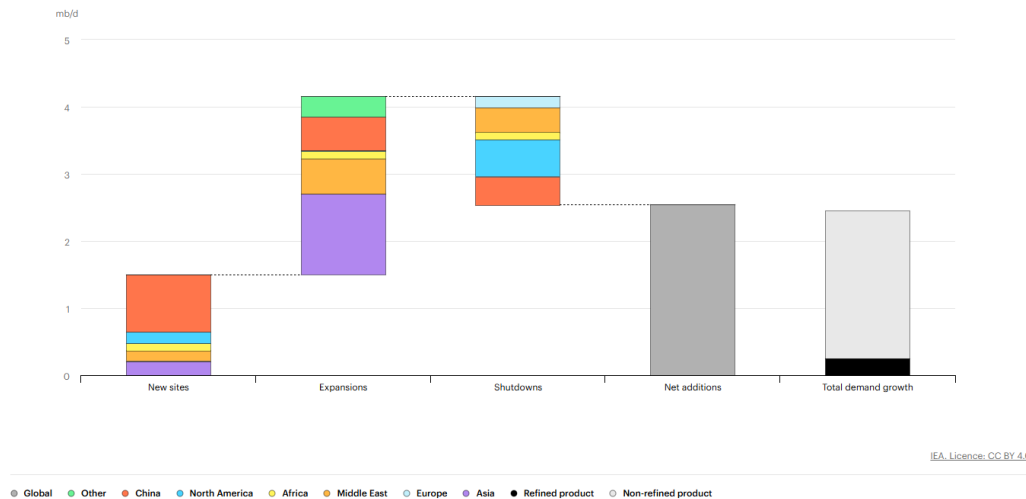
图 21: 各大国际油服公司 ROE 变化趋势



资料来源: 公司公告、招商证券

当前全球炼油产能也正经历显著的区域性重构。受碳减排政策、运营成本及市场需求结构变化影响，北美与欧洲地区持续推动炼油产能的优化与退出，预计至 2030 年将净减少约 150 万桶/日的处理能力。与此同时，亚洲、中东及部分新兴市场正成为炼能扩张的主导力量，其中中国、印度、沙特阿拉伯及科威特等国基于原料供应优势、市场需求增长及石化一体化战略，已规划并推进大规模的炼化新建与扩建项目。

图 22: 炼油产能区域变化



资料来源: IEA、招商证券

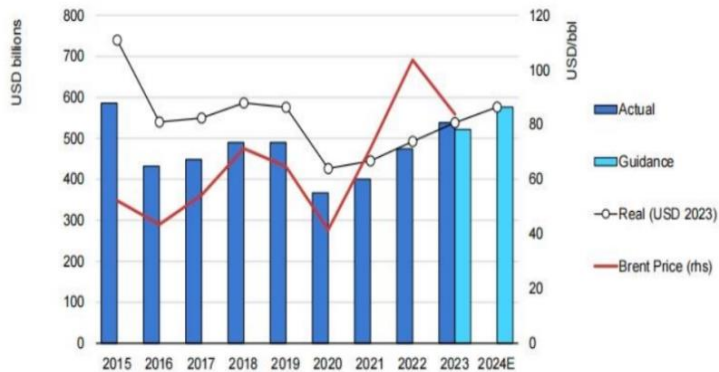
2、需求侧: 化工原料及能源安全驱动资本开支韧性增强

传统燃油需求在能源转型背景下趋于平稳甚至下滑，但化工原料需求展现出强劲的增长韧性。乙烯、石脑油等基础化工原料作为塑料、化纤、合成材料的基础，其需求与经济增长和消费升级密切相关，保持了持续增长态势。

与此同时，为保障能源安全，全球主要经济体正积极构建集体协作机制，以共同应对地缘政治冲突等重大事件可能引发的全球石油市场严重供应中断风险。石油

在未来几十年内仍将是全球能源结构，特别是交通运输领域的关键组成部分，其供应的稳定性直接关系到国家经济安全与战略自主。这种安全需求驱动的投资呈现明显的逆周期特征，在一定程度上削弱了油价短期波动对资本开支的直接影响。

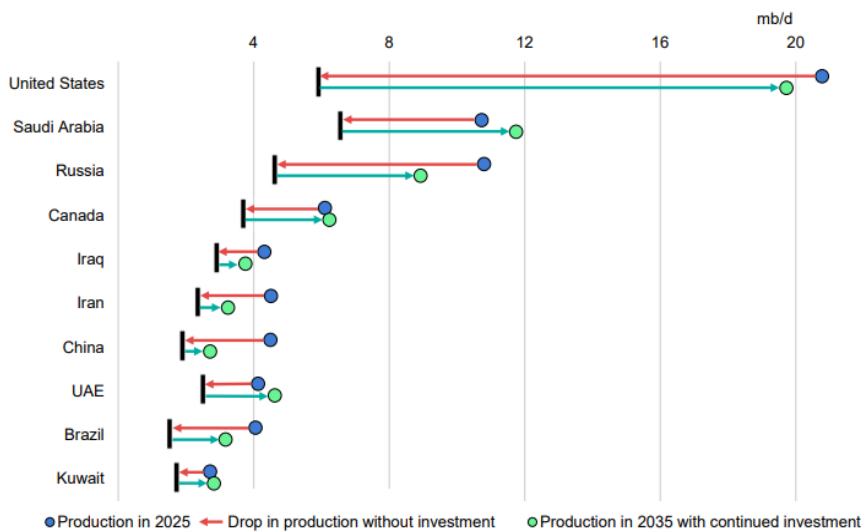
图 23: 过去多年以来，油气资本开支与油价关系



资料来源: IEA、招商证券

油田的自然衰减是油服设备硬性需求的核心。此前，国际能源署（IEA）发布报告《油气田递减率的影响意义与影响》，表明当前全球油田衰减率正在提升，其观察到的自然递减率较 2010 年更为陡峭。在 IEA 的框架中，若后续每年的资本开支依然维持 2024 年的状态，那么北美、俄罗斯、伊拉克、伊朗、巴西等市场都会经历持久的产能衰减。这意味着即使不考虑任何增量需求，仅维持现有产量就需要持续稳定的资本投入。

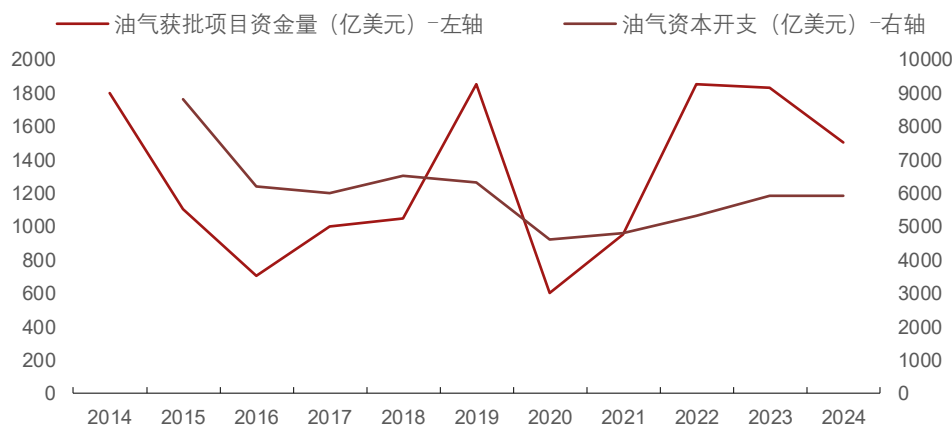
图 24: 若油气资本开支继续维持 2024 年水平，25-30 年间，代表性区域的原油产能都将有萎缩风险



资料来源: IEA、招商证券

油气项目 FID 资金量较大，反映了后续更为强劲的资本开支预期。2015 年以后，油气行业的整体资本开支持续下行，2020 年以后，尽管资本开支金额有一定程度的回升，但上涨幅度并不明显。相应的，油气项目获批（FID）资金量却在 2022 年快速上升，这意味着有大量新增项目存在潜在的投入需求。

图 25: 油气 FID 与油气资本开支

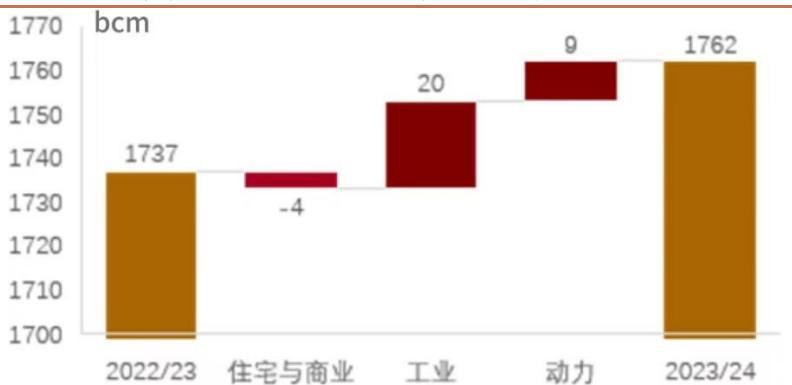


资料来源: IEA、Rystad、招商证券

3、天然气下游需求增长锚定能源转型

天然气下游需求的驱动是满足能源转型约束下的确定性资产配置。在工业领域，北美与中东依托廉价天然气形成的能源成本套利空间，正引导全球高耗能产业资本开支重配，投资于化工、制氢等资产是对长期低成本能源的锁定。交通领域则受国际海事法规强制驱动，LNG 船舶订单的爆发实质是船东为规避未来资产搁浅风险而进行的前置性合规投资。在电力领域，燃气发电稳定的容量收益与现金流吸引了大量基础设施资本。

图 26: 近年来天然气分下游的需求变化因素



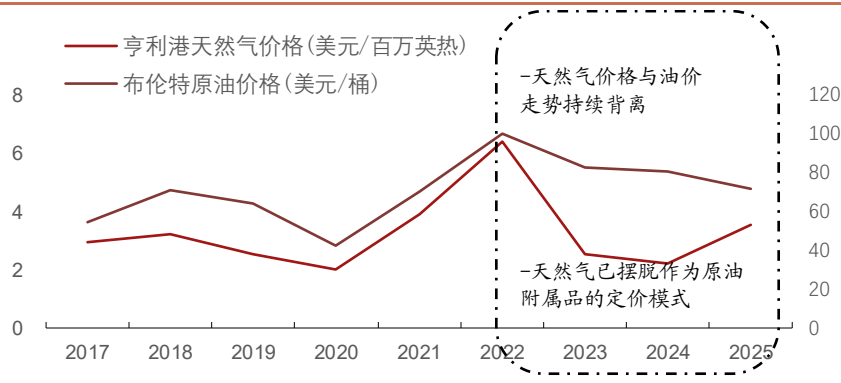
资料来源: IEA、招商证券

北美市场的需求增长则与出口能力深度绑定。美国凭借页岩气革命建立的巨大产量优势，已从净进口国转变为全球最大的 LNG 出口国。其国内需求相对成熟稳定，但庞大的出口基础设施（液化厂、出口码头）投资与运营，本身构成了巨大的天然气需求，且直接挂钩于全球的天然气价格，使其需求弹性增大，波动性增强。

整体上，天然气价格增长与油价逐步脱钩，其估值更紧密地挂钩于区域能源政策、碳价及特定产业链的资本回报率，为相关装备与服务市场提供了高确定性的增长赛道。在油气生产端，特别是页岩油气区，天然气常作为伴生气与原油一同产出。油价高低直接影响原油开采活动，进而影响伴生气的供应量。供应紧张时，天然

气作为替代能源的边际定价属性凸显，与油价因共同的能源危机风险溢价而表现出强关联。但随着北美亨利港枢纽定价、全球 LNG 现货贸易占比提升，天然气市场独立性增强，气-油价格联动性减弱，更多由自身的供需基本面决定。2023 年以来，气-油价格走势明显分离，天然气价格上涨区间独立。

图 27: 天然气价格与油价历史关系对比



资料来源: ifind、招商证券

中东，尤其卡塔尔是后续 LNG 产能增长的重要推动力。随着中东地区投资规模的扩大，天然气项目基建需求释放。IEA 统计及预测 2024-2030 年中东地区产量将增长超 20%，卡塔尔为增量做出主要贡献。卡塔尔扩大 LNG 产能的优势在于气体的资源足够好，导致其开采成本仅为 0.3-0.5 美元/百万英热，单位液化成本也仅为 1.69 美元/百万英热，显著低于其他国家。考虑到卡塔尔已经有了 LNG 船的百船计划，后续其产能扩张已势不可挡，预计液化产能将从 2025 年的 77mpta 增长到 2030 年的 142mpta。2025 年 7 月，杰瑞成功中标阿尔及利亚国家石油公司侯德努斯天然气增压站总承包工程项目，总金额约合 61.26 亿元。

表 4: 不同油价水平下 LNG 供应商离岸价格 (FOB) 构成

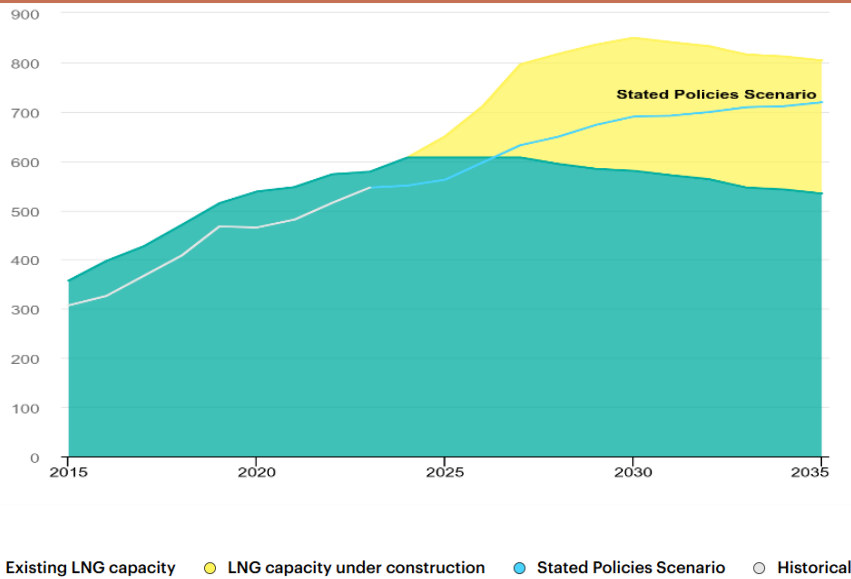
美元/百万英热

供应商	50 美元/桶				70 美元/桶				90 美元/桶			
	上游成本	管输成本	液化成本	FOB	上游成本	管输成本	液化成本	FOB	上游成本	管输成本	液化成本	FOB
Shell	2.94	0.14	4.38	7.46	2.76	0.14	4.36	7.26	2.60	0.14	4.35	7.09
道达尔	2.51	0	4.98	7.49	2.31	0	4.96	7.27	2.13	0	4.94	7.07
BP	2.87	0	3.07	5.94	2.61	0	3.05	5.66	2.43	0	3.04	5.47
雪佛龙	3.42	0	10.92	14.34	3.21	0	10.90	14.11	3.02	0	10.88	13.90
埃克森美孚	2.35	0	4.30	6.65	2.17	0	4.28	6.45	2.02	0	4.27	6.29
马来西亚国家石油公司	3.39	0.15	2.55	6.09	3.25	0.15	2.54	5.94	3.12	0.15	2.53	5.80
Cheniere	3.64	0	2.42	6.06	3.64	0	2.42	6.06	3.64	0	2.42	6.06
卡能源	0.60	0	2.26	2.86	0.36	0	2.24	2.60	0.17	0	4.35	4.52

资料来源: 天然气产业信息、招商证券

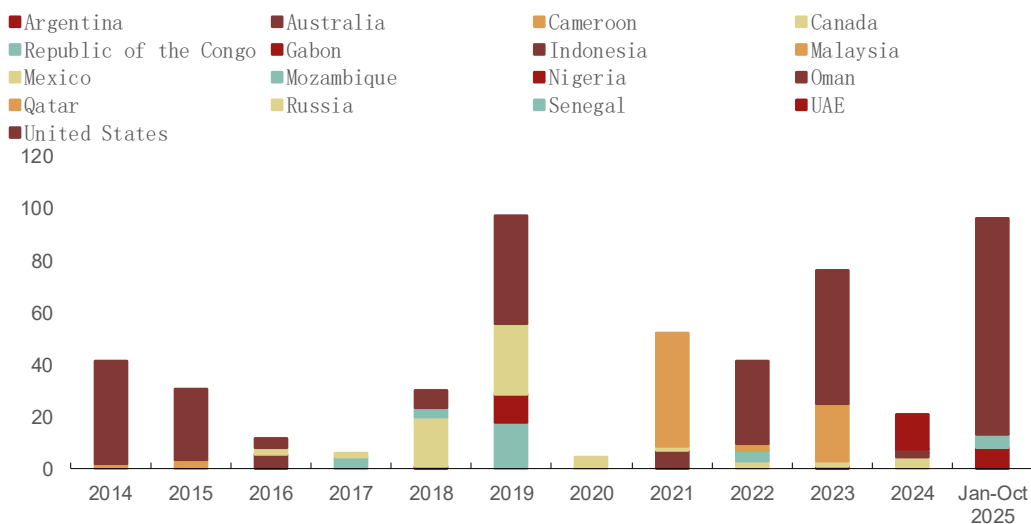
因此，天然气市场项目规划众多，即将进入历史上最大的产能增长阶段。天然气市场，可以有更乐观的展望。2024 年，运营 LNG 产能 4.944 亿吨，建设或批准开发产能 2.103 亿吨，拟议液化能力 11.219 亿吨。2015-2025 年，天然气项目 FID 的资金量有高有低。2025 年至 2030 年，预计已经达到最终投资决策和/或正在建设的项目，将新增近 2900 亿立方米/年 (约为 2.1 亿吨/年) 的液化出口能力，这代表了液化天然气市场历史上任何可比时期最大的产能增加。

图 28: 液化天然气产能预计将持续增加



资料来源: IEA、招商证券

图 29: 液化天然气 FID 项目资金量在 2025 年创下新高



资料来源: IEA、招商证券

四、供需错配放大技术红利，燃气轮机市场打开长期成长空间

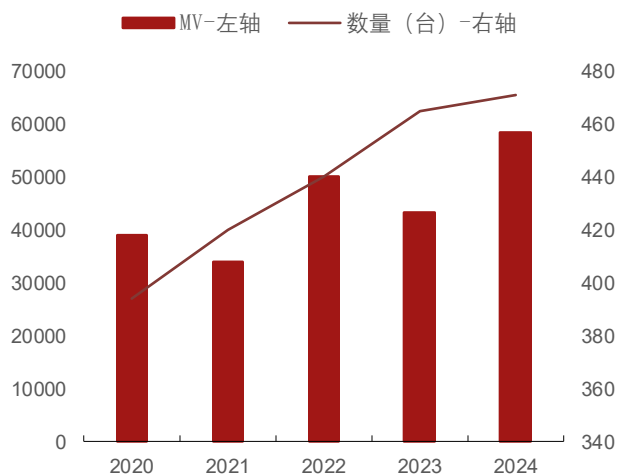
1、供给侧：寡头格局稳固，盈利中枢上移

市场由少数国际巨头垄断，产能紧张，技术壁垒高。运营的主要公司有：通用电气、西门子、三菱重工、卡特彼勒、川崎重工、贝克休斯等。各大巨头在燃气轮机基本性能参数上已不相上下。

燃气轮机订单呈现爆发式增长，产能扩张计划同步释放。根据 Gas Turbine World 的数据，过去五年全球燃气轮机销量从 2020 年的 38917MW 提高至 2024 年的 58381MW。订单方面，从 2020 年的 394 台订单缓升至 2024 年的 471 台。

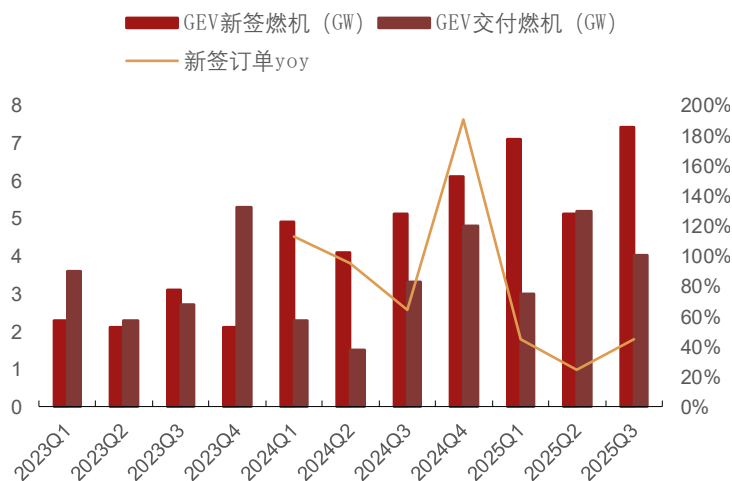
以通用电气为例，其 2025 前三季度燃气轮机总订单达 114 台，同比大幅增长 46.2%，2024 年末交付订单金额达 733.5 亿美元。2025 年 8 月，三菱重工宣布，计划在未来两年内将燃气轮机产能翻倍以应对市场需求。尽管如此，新增产能释放需要时间，上游供应也在限制短期产能提升。当前市场仍处于供应紧张状态，交付周期延长。

图 30: 全球燃机销量 (MW 和台数)



资料来源: Gas Turbine World、招商证券

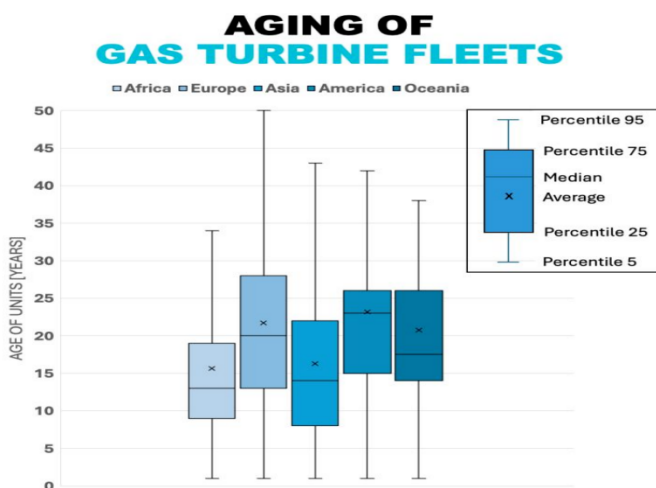
图 31: GEV 新签及交付燃机情况



资料来源: 公司公告、招商证券

同时，北美现役燃气轮机机组的老化问题持续存在。大量在 21 世纪初投入运行的燃机面临效率衰减、维护成本激增及排放标准落后的压力。全球分区域的燃机机龄统计数据显示，美洲区域的燃机中位数年龄与平均数年龄分别为 23 年与 23.3 年，显著高于其他地区，该区域集中了全球最为老旧的燃气轮机机组。

图 32: 全球分区域燃机机龄

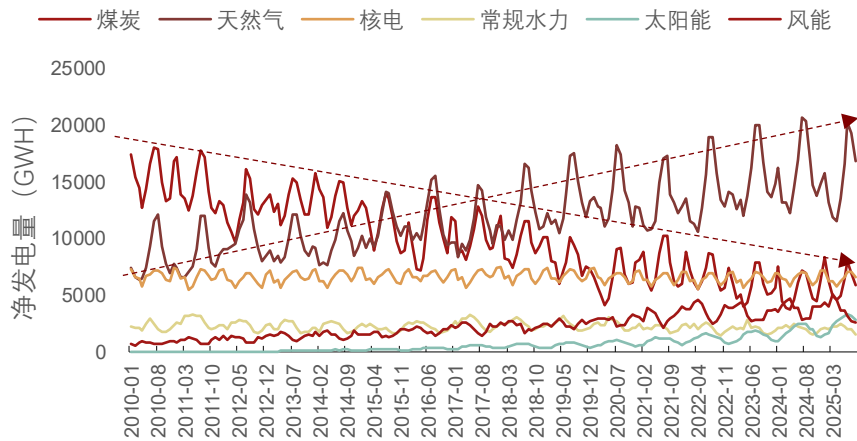


资料来源: 燃气轮机聚焦、招商证券

天然气的成本竞争力和在关键市场的可用性驱动燃气轮机需求持续增长。为满足全球数据中心持续飙升的电力需求，多元化能源供应已成为必然趋势。其中，天然气凭借其稳定、高效、灵活及相对清洁的特性，正成为数据中心基础负荷与调峰保障的领先能源选择。燃气轮机能够使用混合燃料且目前天然气是主要燃料，因此燃气轮机成为匹配可再生能源间歇性、保障电网稳定性的关键互补资产。这

一结构性需求直接驱动了针对数据中心场景的高效联合循环与航改型机组的市场增长，带来明确的增量机遇。

图 33: 美国电力能源结构变化

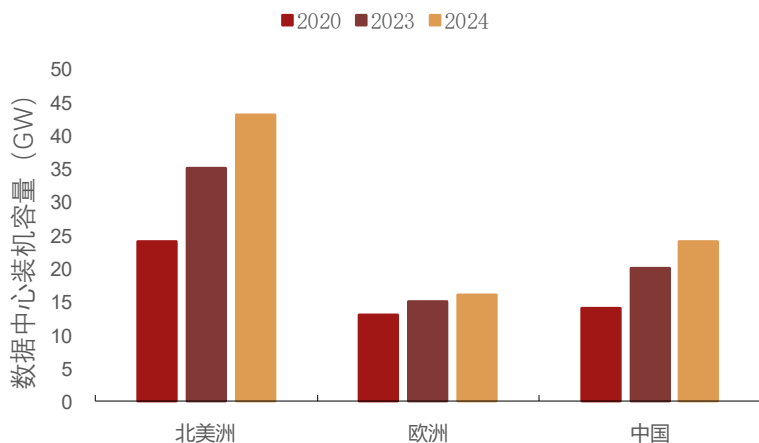


资料来源: EIA、招商证券

2、需求侧：电力需求抬升，燃气轮机成为最具现实性的增量方案

全球数据中心建设正进入高速发展期，北美地区是扩产主力。北美地区凭借领先的数字经济规模、密集的科技企业布局以及完善的网络基础设施，吸引了大规模资本投入，持续引领超大规模数据中心与边缘计算节点的建设浪潮。北美数据中心的快速扩张直接拉动了当地电力需求、制冷系统及网络设备市场，也因其对供电可靠性、密度和可持续性的严苛要求，正在重塑区域能源结构，并显著带动了燃气轮机产业链发展。

图 34: 数据中心装机容量



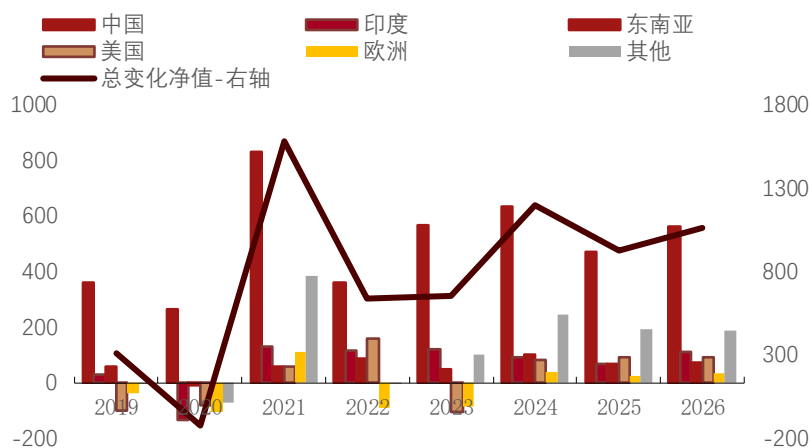
资料来源: IEA、招商证券

随着全球数据中心对高效、低碳供电解决方案的迫切需求，燃气轮机发电系统作

敬请阅读末页的重要说明

为核心基础设施正迎来黄金发展期。据 IEA 预测，2025 至 2026 年，全球电力需求预计将维持强劲增长态势，年增速分别达 3.3% 与 3.7%。这一增速预计将超过同期总能源需求增速的两倍以上。电力在能源系统中的核心地位正持续增强，尽管相较于 2024 年 4.4% 的激增水平，25-26 两年的增速预测有所放缓，但仍显著高于 2015-2023 年间的历史平均水平。未来，随着北美数据中心建设的持续推进，以及杰瑞在移动式燃气轮机发电机组市场拓展，该业务有望成为公司业绩增长的核心推力。

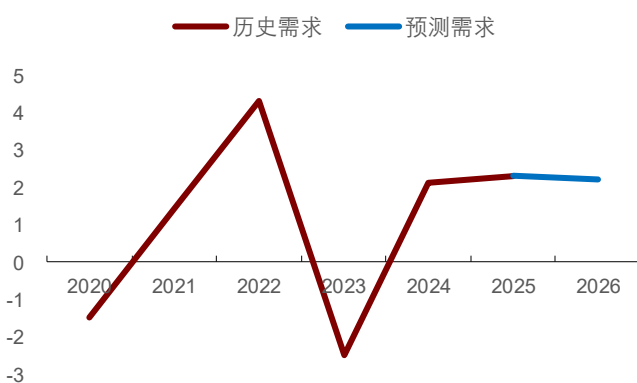
图 35: 全球各区域的电力需求净值 (TWH) 的同比变化情况



资料来源: IEA、招商证券

美国电力需求持续增长。单看美国，在数据中心爆发式增长、制造业回流、电动车普及及极端天气频发等多重因素推动下，电力需求曲线系统性上移。美国数据中心的用电需求有望从 2023 年的 20GW 增长到 2030 年的 100GW 以上。到 2028 年，他们可能消耗全国 12% 的电力。

图 36: 美国电力需求同比变化百分比及预测 (%)



资料来源: IEA、招商证券

3、燃机技术经济性优势明确，支撑多元应用落地

从技术路径看，燃气轮机业务具备显著的能源效率与经济性优势，契合全球能源转型趋势。燃气轮机发电系统以其高效低排的特征成为替代传统燃煤发电的理想方案，同体积下燃气轮机输出功率比柴油机高约 30%。目前 H 级重型燃气轮机

单循环净能量转化效率达 43%，远高于柴油发电机组的平均 30%-40%。同时，燃气轮机的建设成本低于其他类型能源发电。

有鉴于上述优势，AI 数据中心多使用大型重型燃气轮机做主力电源。北美主要电力公司及油气运营商已明确公布大幅提升资本开支计划，其中燃气发电及相关基础设施是重点投资方向。

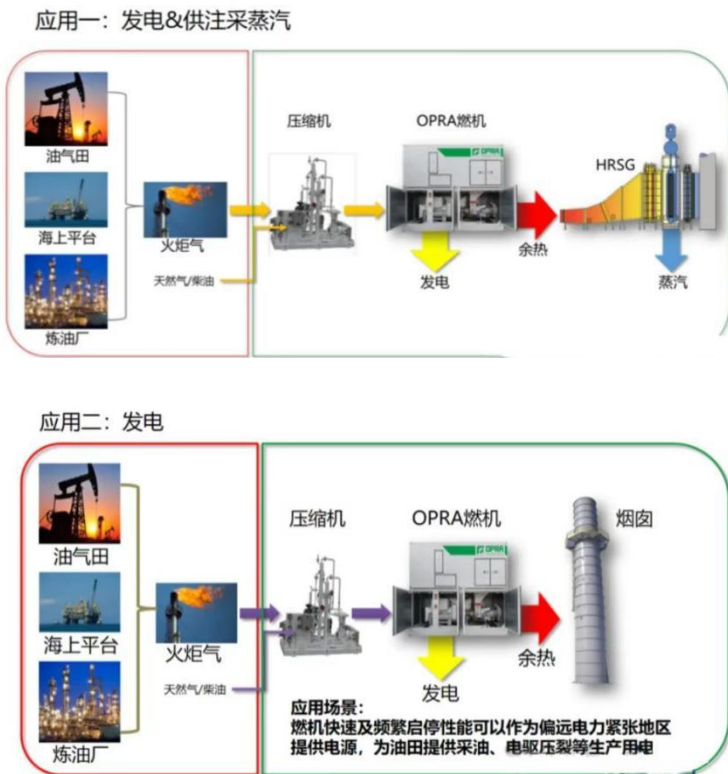
表 5：燃气轮机与燃料电池、内燃机的技术参数对比

指标	燃气轮机 CHP	燃料电池 CHP	内燃机 CHP
发电效率	中等 (30-40%)	高 (40-60%)	中等 (30-40%)
热效率	高	高	中等
噪音与振动	中等	极低	较高
启动速度	慢	中等	快
初期投资	中高	高	低
维护复杂度	中	高	低
碳排放	较低	极低/零碳	中高

资料来源：易普斯能源科技、招商证券

燃气轮机的下游市场包括发电，航空，海洋，石油和天然气以及工业应用在内的一系列行业。其中，以通用电气为代表的原始制造商，专注研发和生产核心热部件，其下游是广阔的发电、大型船舶及主干管道等基础行业；而杰瑞股份这样的企业，核心应用领域非常聚焦：就是油气田现场和中小型输气管道的机械驱动。具体来说，就是为天然气增压、注气采油、平台发电等油气生产环节，提供以燃气轮机为核心的撬撬化、模块化动力机组。因此燃气轮机业务的发展与油服行业是深度绑定、从属服务的关系。其业务成功依赖于油气行业的资本开支和持续开发活动，是油服行业向自动化、低碳化升级过程中的特定装备分支。

图 37: 燃气轮机与燃料电池、内燃机的技术参数对比



五、盈利预测与投资建议

杰瑞股份的细分业务包括高端装备制造、油气工程及技术服务、新能源再生循环、油气田开发及其他业务。

2025 年上半年，公司最核心的两块业务分别是高端装备制造、油气工程及技术服务，分别实现了 42.2 亿元和 20.7 亿元的收入，分别占上半年营业收入的 61.2% 和 30%。从增速上来看，2025H1 油气工程及技术服务的收入增速高达 88.1%，是公司收入增长的核心驱动力。

我们对公司各方面业务做了拆分和毛利率预估：

1) 高端装备制造：该业务是公司收入占比最高的板块。该业务包括钻完井相关设备、天然气压缩模块、油管设备、海工装备、燃气轮机等。

由于该业务影响较大，我们进一步拆分为油气装备与零部件、燃气轮机机组两部分做收入预测：

- A. 油气装备与零部件：预计 2025-2027 年的收入分别达到 95.7/99.8/105.7 亿元，整体收入增长较为平稳。
- B. 燃气轮机机组：预计 2025-2027 年的收入分别达到 5/28/50.7 亿元，收入增长强劲。其中，我们预计三笔数据中心的燃机机组订单就将在 26 年贡献 3 亿美金+的收入。

最后，我们预计高端装备制造在 2025-2027 年的毛利率分别为

39.9%/40.2%/37.8%。

2) 油气工程与技术服务: 由于公司近年来的重要海外 EPC 项目订单贡献的业绩均计入该板块, 因此我们预计未来 3 年内该业务的增长极为亮眼。通过对包括 ADONC、阿尔及利亚、曼苏里亚等重点项目后续交付+确收的节点预测, 我们预计 2025-2027 年, 该部分业务收入分别为 50/85.7/122.4 亿元; 预计毛利率分别为 24.6%/25.1%/25.6%。

3) 其他业务:

A. 新能源、再生循环: 我们预计 25-27 年收入分别为 4.72/4.96/5.21 亿元; 毛利率分别为 0%/5%/7%;

B. 油气田开发: 我们预计 25-27 年收入分别为 3.5/3.5/4.0 亿元; 毛利率分别为 40.5%/40.5%/38.5%;

C. 其他业务: 我们预计 25-27 年收入均为 0.7 亿元, 毛利率为 28.2%。

表 6: 公司业务拆分与预测

年份	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13912	13355	15960	22260	28865
高端装备制造	8145	9180	10068	12778	15638
油气工程及技术服务	4924	3293	5000	8566	12236
新能源、再生循环	429	463	472	496	521
油气田开发	374	349	349	350	400
其他业务	40	70	70	70	70
收入增长率	22.0%	-3.7%	19.5%	39.5%	29.7%
高端装备制造		12.7%	9.7%	26.9%	22.4%
油气工程及技术服务		-33.1%	51.8%	71.3%	42.8%
新能源、再生循环		7.9%	2.0%	5.0%	5.0%
油气田开发		-6.9%	0.1%	0.3%	14.3%
其他业务		78.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	32.9%	33.7%	33.9%	34.7%	34.6%
高端装备制造		39.4%	39.9%	40.2%	37.8%
油气工程及技术服务		23.8%	24.6%	25.1%	25.6%
新能源、再生循环		-13.9%	0.0%	5.0%	7.0%
油气田开发		40.5%	40.5%	40.5%	38.5%
其他业务		28.2%	28.2%	28.2%	28.2%

资料来源: 公司年报、招商证券

综合上述收入、成本、毛利率情况, 我们预计 25-27 年杰瑞有望实现 159.6/222.6/288.7 亿元营业总收入, 有望实现 33.0/43.9/52.0 亿元归母净利润, 同比增速分别为 25%/33%/18%。

我们对杰瑞股份做分部估值。

我们预计 2027 年的归母净利润构成中, 油气装备与技术服务贡献了约 38 亿元归母净利润。考虑到油气行业资本开支持续增长的需要+中东、北美 LNG 项目的持续投产, 增量较强; 而杰瑞过去 5 年 PE 中位数约为 16 倍, 且以斯伦贝谢为代表的海外油服巨头过去 3 年 PE 中枢也约为 15.5 倍, 因此该业务赋予 16 PE。

此外, 2027 年利润构成中, 燃气轮机机组业务贡献了 14 亿元归母净利润。考虑到北美电荒逻辑持续演绎+数据中心潜在建设需求极为庞大, 未来几年复合增速

将达到 30%以上，而杰瑞在燃机机组业务上具备独特优势（产品交付快+油气装备龙头对燃机理解较深），因此该业务可赋予 30- 40PE。

综上，杰瑞股份 2027 年目标市值为 1028-1168 亿元，对应 13.8%-29.3%的空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：公司主要财务指标及预测

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13912	13355	15960	22260	28865
同比增长	22%	-4%	20%	39%	30%
营业利润(百万元)	2932	3213	4037	5393	6390
同比增长	14%	10%	26%	34%	18%
归母净利润(百万元)	2454	2627	3295	4393	5201
同比增长	9%	7%	25%	33%	18%
每股收益(元)	2.40	2.57	3.22	4.29	5.08
P/E(倍)	36.8	34.4	27.4	20.6	17.4
P/B(倍)	4.7	4.3	3.8	3.3	2.9

资料来源：公司年报、招商证券

六、风险提示

- 1.油价波动可能影响下游资本开支：**油价的波动影响下游石油公司的资本开支意愿，进而影响油服公司订单。若油价持续走低，杰瑞的新签订单、业绩增长恐将承压。
- 2.燃气轮机机组业务拓展不及预期：**公司初步涉足北美数据中心供电业务，若后续市场开拓力度不足，有订单份额萎缩的风险。
- 3.北美数据中心建设进度不及预期：**若后续北美数据中心建设节奏放缓，可能迟滞杰瑞燃气轮机机组业务的增长。
- 4.公司应收账款金额较大：**公司下游有较多体量大的油气公司客户，账期拖长可能导致潜在的坏账风险。
- 5.实际订单转化可能不及预期：**杰瑞近年来斩获较多海外 EPC 项目订单、北美数据中心燃机订单，若这些订单转化不及时，或生产成本较高，利润兑现可能会低于预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	22618	25616	27402	34283	42131
现金	4799	5924	4508	3308	2429
交易性投资	1751	2550	2550	2550	2550
应收票据	1594	1601	1914	2669	3461
应收款项	6404	6721	7941	11075	14362
其它应收款	124	143	171	238	309
存货	5124	5351	6347	8897	11801
其他	2822	3326	3973	5546	7219
非流动资产	9159	10079	10049	10010	9964
长期股权投资	240	213	213	213	213
固定资产	3255	4601	4754	4879	4981
无形资产商誉	1663	1820	1638	1474	1327
其他	4001	3444	3444	3443	3443
资产总计	31777	35695	37452	44292	52094
流动负债	9698	10121	9339	12677	16480
短期借款	2062	1688	50	50	50
应付账款	4597	5433	6475	9075	12038
预收账款	751	1303	1553	2177	2888
其他	2289	1697	1261	1374	1503
长期负债	1931	3572	3572	3572	3572
长期借款	1030	2608	2608	2608	2608
其他	900	964	964	964	964
负债合计	11629	13693	12911	16249	20052
股本	1024	1024	1024	1024	1024
资本公积金	6090	6010	6010	6010	6010
留存收益	12208	14122	16587	19992	23875
少数股东权益	827	847	920	1018	1134
归属于母公司所有者权益	19321	21155	23621	27026	30909
负债及权益合计	31777	35695	37452	44292	52094

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1049	2594	2059	297	965
净利润	2493	2686	3368	4491	5317
折旧摊销	629	758	1030	1040	1046
财务费用	25	209	15	2	23
投资收益	(140)	(404)	(489)	(493)	(498)
营运资金变动	(1889)	(740)	(1884)	(4790)	(4975)
其它	(70)	85	19	48	52
投资活动现金流	(1206)	(1460)	(511)	(507)	(502)
资本支出	(1711)	(1078)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	505	(382)	489	493	498
筹资活动现金流	1237	(17)	(2964)	(990)	(1341)
借款变动	1284	555	(2119)	0	0
普通股增加	(3)	0	0	0	0
资本公积增加	(118)	(80)	0	0	0
股利分配	(359)	(502)	(829)	(988)	(1318)
其他	434	9	(15)	(2)	(23)
现金净增加额	1080	1116	(1416)	(1200)	(878)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13912	13355	15960	22260	28865
营业成本	9314	8855	10553	14792	19622
营业税金及附加	76	71	85	119	154
营业费用	536	539	644	898	1164
管理费用	461	478	542	752	975
研发费用	511	506	572	798	1035
财务费用	(9)	(100)	15	2	23
资产减值损失	(290)	(315)	0	0	0
公允价值变动收益	(10)	10	0	0	0
其他收益	68	103	80	84	89
投资收益	141	409	409	409	409
营业利润	2932	3213	4037	5393	6390
营业外收入	20	33	33	33	33
营业外支出	22	88	88	88	88
利润总额	2930	3158	3982	5338	6335
所得税	436	472	614	846	1018
少数股东损益	39	59	73	98	116
归属于母公司净利润	2454	2627	3295	4393	5201

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	22%	-4%	20%	39%	30%
营业利润	14%	10%	26%	34%	18%
归母净利润	9%	7%	25%	33%	18%
获利能力					
毛利率	33.0%	33.7%	33.9%	33.5%	32.0%
净利率	17.6%	19.7%	20.6%	19.7%	18.0%
ROE	12.7%	12.4%	13.9%	16.3%	16.8%
ROIC	10.4%	9.6%	12.3%	14.6%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	38.4%	34.5%	36.7%	38.5%
净负债比率	11.4%	13.4%	7.1%	6.0%	5.1%
流动比率	2.3	2.5	2.9	2.7	2.6
速动比率	1.8	2.0	2.3	2.0	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
存货周转率	1.8	1.7	1.8	1.9	1.9
应收账款周转率	1.8	1.6	1.8	1.9	1.8
应付账款周转率	1.9	1.8	1.8	1.9	1.9
每股资料(元)					
EPS	2.40	2.57	3.22	4.29	5.08
每股经营净现金	1.02	2.53	2.01	0.29	0.94
每股净资产	18.87	20.66	23.07	26.40	30.19
每股股利	0.49	0.81	0.97	1.29	1.52
估值比率					
PE	36.8	34.4	27.4	20.6	17.4
PB	4.7	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	25.4	23.2	17.5	13.8	11.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。