

利柏特 (605167.SH)

全球 FPSO 投资加速，看好公司南通基地
 投运后海工业务成长

公司评级	买入
当前价格	18.30 元
合理价值	20.41 元
前次评级	买入
报告日期	2026-02-01

核心观点:

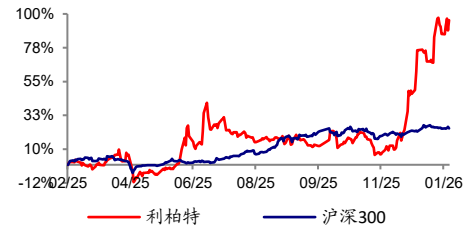
- **模块设计及制造是 FPSO 中游核心环节，模块化建造对比非模块化建造优势显著。** FPSO 是海洋油气开发设备的一种重要形式，模块化设计建造技术可有效缩短建造周期，提高建造质量，特别是在陆地调试成功后可以减少海上施工调试的工作量，安全性提升。产业链角度看，FPSO 产业链中游是核心环节，负责将设计图纸转化为实体模块。
- **能源安全催化国内海上油气发展提速、海外巴西石油资本开支维持高位，预计全年 FPSO 上部模块市场规模约 100 亿美元。** 能源安全战略驱动海上油气发展，后续国内油气行业相关政策持续落地。根据巴西石油：预计在 26-30 年战略计划中投资 1090 亿美元。根据 EMA 测算，25-29 年 FPS 总投资 1260 亿美元，其中 FPSO 占比 70%（上部模块在 FPSO 中价值量占比约为 60%，假设每年市场规模稳定，预计全球海上油气模块市场维持每年约 105.8 亿美元市场规模。
- **海外巨头掌握 FPSO 上部模块核心技术并长期绑定国际油企，利柏特已展现模块制造竞争力。** FPSO 行业大致上分为头部全球总包巨头、中部专业模块制造商、小型模块供应商。**全球油气模块巨头掌握 FPSO 上部模块核心技术，可主导深水项目总包，长期绑定国际油企。** 22 年 4 月荷兰 JOGS 项目是利柏特首次参与 FPSO 项目的设计与制造，近期拟建南通基地进一步扩张自身产能，南通基地紧邻黄海，同时可通过稀缺性的自有码头资源，大型船舶可以直接停靠南通基地码头，以便直接进行 FPSO 上部模块加工。
- **盈利预测及投资建议。** 预计 25-27 年归母净利润 2.15/2.62/3.55 亿元，同比-10.7%/+21.9%/+35.5%。维持合理价值 20.41 元/股不变，对应公司 26 年 35 倍 PE 估值，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 原材料价格波动、核电业务不及预期、资金实力不足。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,242	3,493	2,905	3,064	3,998
增长率 (%)	88.4%	7.7%	-16.8%	5.5%	30.5%
EBITDA	289	382	341	408	524
归母净利润	190	240	215	262	355
增长率 (%)	38.7%	26.5%	-10.7%	21.9%	35.5%
EPS (元/股)	0.42	0.54	0.48	0.58	0.79
市盈率 (P/E)	22.4	18.0	38.3	31.4	23.2
ROE (%)	11.7%	13.1%	10.7%	11.8%	14.2%
EV/EBITDA	13.5	9.8	22.4	18.6	13.9

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:	耿鹏智
	SAC 执证号: S0260524010001
	021-38003620
	gengpengzhi@gf.com.cn
分析师:	尉凯旋
	SAC 执证号: S0260520070006
	021-38003576
	yukaixuan@gf.com.cn
分析师:	谢璐
	SAC 执证号: S0260514080004
	SFC CE No. BMB592
	021-38003688
	xielu@gf.com.cn

请注意，耿鹏智、尉凯旋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

利柏特 (605167.SH): 中国 模块化设计和制造领先企业，核电、海工助力“第二”成长曲线	2026-01-16
利柏特 (605167.SH): 订单 放缓导致收入增速下滑，关注后续南通基地建设完成后产能释放	2025-11-05
利柏特 (605167.SH): 营收 放缓、毛利率提升，核电/油气模块业务有望加速	2025-09-05

目录索引

一、模块设计及制造是 FPSO 中游核心环节，模块化建造对比非模块化建造优势显著	4
(一) 行业介绍：海洋油气资源开发设施是目前海洋工程设施的主体	4
(二) 产业链：模块设计及制造是 FPSO 中游核心环节	5
二、能源安全催化国内海上油气发展提速、海外巴西石油资本开支维持高位，预计全年 FPSO 上部模块市场规模约 100 亿美元	8
(一) 行业驱动：政策叠加能源安全驱动国内海上油气资本开支增加，巴西石油出台未来资本开支加强 FPSO 投资	8
(二) 空间测算：预计全年 FPSO 上部模块年均市场规模约 100 亿美元	10
三、海外巨头掌握 FPSO 上部模块核心设计技术并长期绑定国际油企，国内海油工程、中集来福士、利柏特已展现模块制造竞争力	12
四、投资建议	15
五、风险提示	15
(一) 原材料价格波动	15
(二) 核电业务不及预期	15
(三) 资金实力不足	15

图表索引

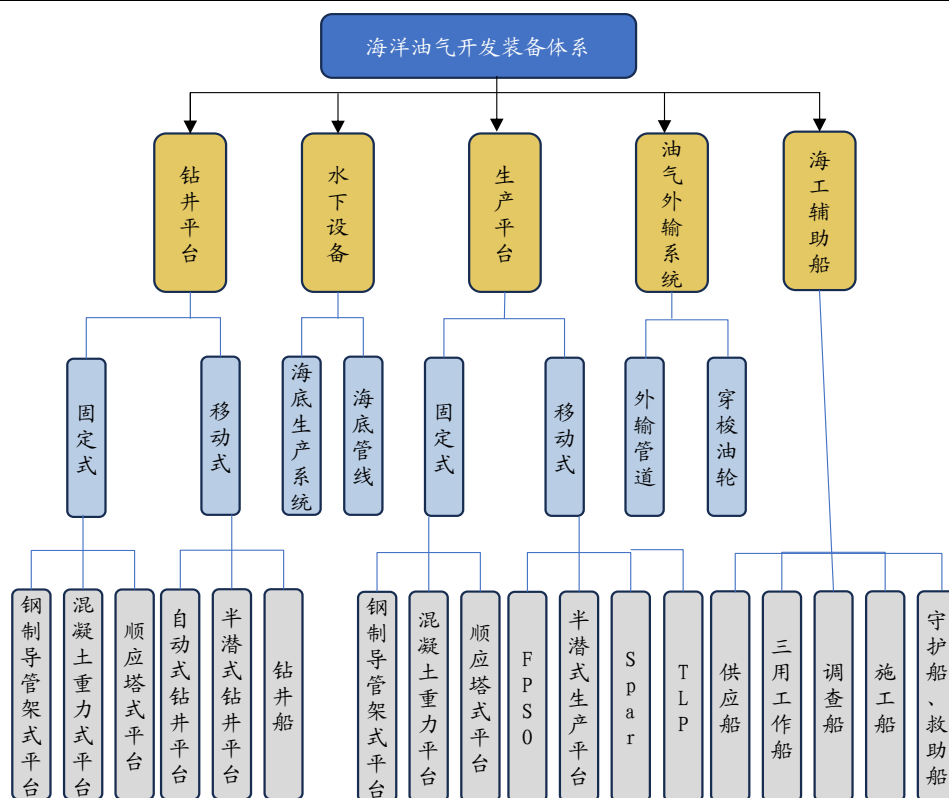
图 1: 海洋油气资源开发设施是目前海洋工程设施的主体	4
图 2: FSO (浮式储卸系统)	5
图 3: FPSO (浮式生产、储储、卸料系统)	5
图 4: FPSO 产业链图谱: 模块设计及制造是中游核心环节	6
图 5: FPSO 上部生产设施主要模块	7
图 6: 2019-2024, 中国海洋油气产业生产总值 GAGR10.5%。	9
图 7: 2019-2024 年, 中国海洋石油资本开支 CAGR14.7%	9
图 8: 2025 年, 中海油勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%	9
图 9: 巴西国家石油公司 2026-2030 年资本开支	10
图 10: 国内外 FPSO 头部企业差别	12
图 11: FPSO 行业呈阶梯分布, 国内船厂集群属第二梯队	13
表 1: 模块化建造对比非模块化建造优势显著	7
表 2: 海上油气行业政策梳理	8
表 3: 2025-2030 年全球海上油气模块市场空间测算表	11
表 4: FPSO 领域主要公司情况	14

一、模块设计及制造是 FPSO 中游核心环节，模块化建造对比非模块化建造优势显著

（一）行业介绍：海洋油气资源开发设施是目前海洋工程设施的主体

海洋工程设施是指用于海洋资源勘探、开采、加工、储运、管理及后勤服务等方面的大型工程设施和辅助性装备/设施。海洋工程设施通常分为三大类：海洋油气资源开发设施、其他海洋资源开发设施和海洋浮体结构物。其中，海洋油气资源开发设施是目前海洋工程设施的主体，包括钻井平台、生产平台、水下设备、油气外输系统、海工辅助船等。海洋油气开发设施的钻井平台和生产平台都可以分为固定式与移动式两大类。固定式平台是将采油平台与海底固定连接形成固定不动的装置，其结构及应用与水深、地理条件、环境条件有关。移动式平台与固定式平台相反，可以依靠自身动力或外界动力移动。导管架式采油平台是固定式平台中应用最多的；FPSO是移动式平台中应用最多的。

图 1：海洋油气资源开发设施是目前海洋工程设施的主体



数据来源：博迈科招股说明书、广发证券发展研究中心

具体设施看，FPSO（Floating Production Storage and Offloading）即海上浮式生产储油船是一种集生产处理、储存外输及生活、动力供应于一体的海洋油气开发平台。设施主要包括上部生产设施、船体和水下单点系泊系统。其核心功能包括：
生产处理：直接对接海底油井，完成原油 / 天然气的分离、净化、脱水等工艺；
储存中转：内置大型储油舱，通过穿梭油轮或管道外输；
灵活部署：无需依赖陆地基础设施，适用于深海、偏远海域，可通过系泊系统定位于海上，退役后可移至新油田重

复用。对比相似概念FSO(浮式储存卸油装置),FPSO具备完整的油气处理能力,而FSO仅负责储存和中转,无处理功能。

图2: FSO (浮式储卸系统)



数据来源: 三井株式会社官网、广发证券发展研究中心

图3: FPSO (浮式生产、储储、卸料系统)

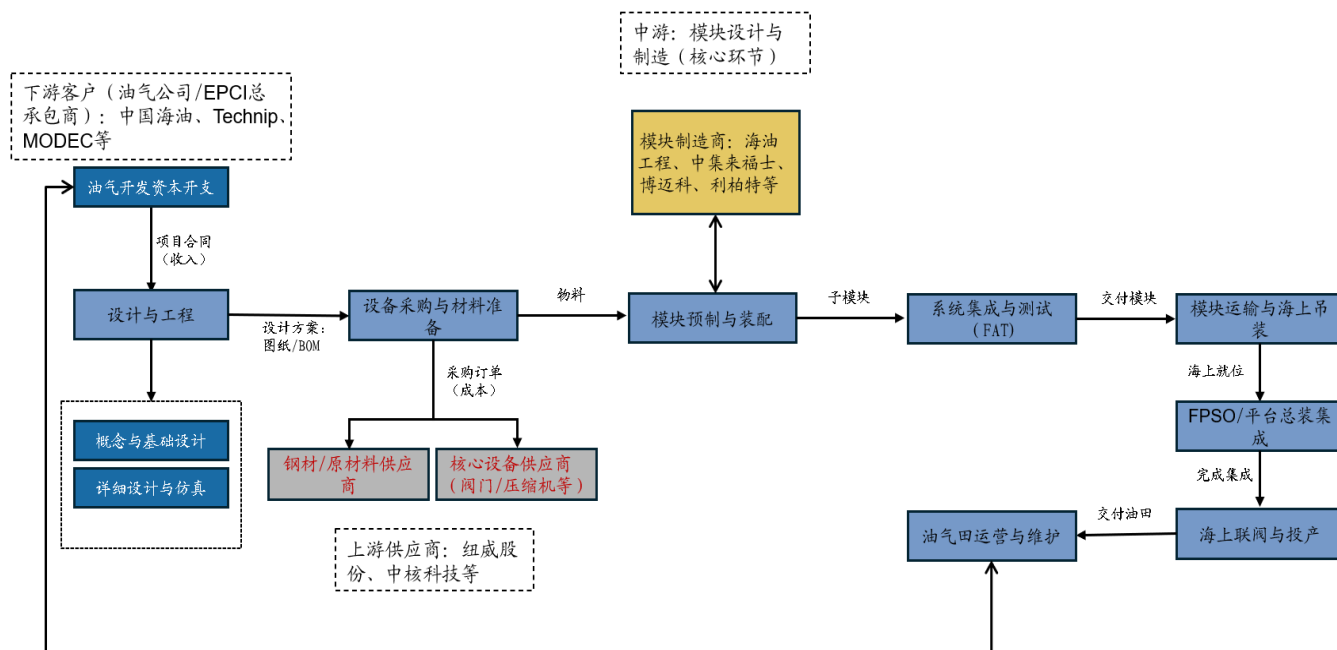


数据来源: 三井株式会社官网、广发证券发展研究中心

(二) 产业链: 模块设计及制造是 FPSO 中游核心环节

FPSO产业链主要由上游(原材料与设备供应商)、中游(模块设计与制造企业)与下游(客户公司)三部分组成。上游为模块制造提供基础材料和关键设备,其技术水平、成本和供应稳定性直接影响中游制造商的利润和项目进度。**从竞争格局来看**,上游领域呈现分化格局。在钢材、普通阀门等领域,国内已实现高度国产化,竞争充分。但在一些高端、关键设备上,如超深水动态海缆、特种阀门、大型压缩机、水下控制系统核心部件等,仍由少数欧美企业垄断,技术壁垒高,是产业链国产化替代的重点和难点。**中游**是核心环节,负责将设计图纸转化为实体模块。**从竞争格局来看**,中游市场高度集中,呈现“央企主导、民企追赶”的格局。目前以海油工程为绝对龙头,背靠中国海油集团,拥有从设计到EPCI(工程、采购、建造、安装)的全产业链能力,在亚太地区规模和实力首屈一指。中集来福士(CIMC Raffles)凭借其世界级的硬件设施(如2万吨吊车)和总包经验,同样位列行业顶端。而以利柏特等从其他领域(如化工)切入的民营企业。它们通常从分包或小型模块订单做起,凭借灵活性和成本优势,逐步向更复杂的项目渗透。但它们面临着激烈的竞争,且在客户关系和项目经验上与巨头有较大差距。**下游**主要是油气开发公司和为其服务的EPCI总包商。**从市场格局来看**,下游客户主要为各国的国家石油公司(如中国海油、巴西国油、沙特阿美)和国际石油巨头(如壳牌、道达尔、埃克森美孚)。下游客户的资本开支计划直接决定了整个行业的景气度。

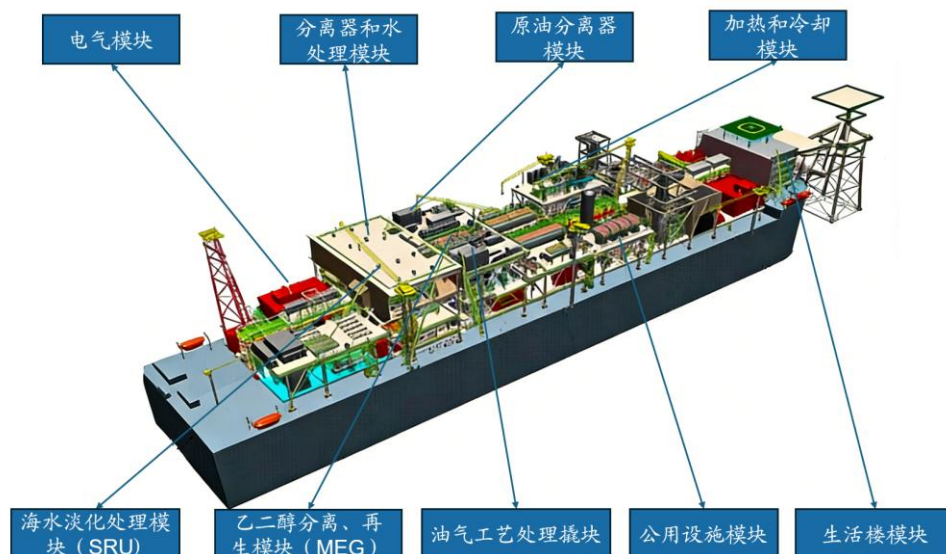
图4: FPSO产业链图谱: 模块设计及制造是中游核心环节



数据来源: 博迈科招股说明书、广发证券发展研究中心

FPSO的建造方式可分为模块化和非模块化建造，模块化建造优势显著。非模块方法建造FPSO时，通常在船体和水下单点系泊系统建造完成后，在船体上完成上部生产设施的建造。上部生产设施包括生活楼系统、电气系统和上部油气处理系统三大类系统，每个系统又包含若干子系统。船体上后期建造环境差，场地设施有限，人工成本和相关设施的配套使用成本较高。因此，非模块化建造FPSO建造时间较长，调试周期长，建造成本高，建造质量问题较多，建造过程的安全性差，工期的可控性差。相比之下，**模块化设计建造**技术可有效缩短建造周期，提高建造质量，特别是在陆地调试成功后可以减少海上施工调试的工作量，规避了大型项目施工的巨大风险，降低工程建设成本，是一种安全可靠、可以大幅提高经济效益的先进建造方式。20世纪80年代以来，FPSO模块化设计与建造已逐渐取代传统建造方法。

图 5: FPSO 上部生产设施主要模块



数据来源：博迈科招股说明书、广发证券发展研究中心

表 1: 模块化建造对比非模块化建造优势显著

项目	模块化建造	非模块化建造
建造步骤	水下单点系泊系统、船身和上部生产平台同步建造，最后拼接	按照水下单点系泊系统、船身和上部平台的顺序建造
建造周期	短	长
建造成本	低	高
作业难度	低	高
工期的可靠性	高	低
建造的安全性	高	低

数据来源：博迈科招股说明书、广发证券发展研究中心

二、能源安全催化国内海上油气发展提速、海外巴西石油资本开支维持高位，预计全年 FPSO 上部模块市场规模约 100 亿美元

（一）行业驱动：政策叠加能源安全驱动国内海上油气资本开支增加，巴西石油出台未来资本开支加强 FPSO 投资

国内：能源安全战略驱动海上油气发展发展，25年《政府工作报告》首次提出推动深海经济，政策催化推进海上油气行业提速。我国油气对外依存度长期处于高位，深海油气作为国内增储上产的核心阵地，FPSO 凭借其适配深海、边际油田开发的技术特性，成为保障国家能源安全的关键装备。政策端：国内油气行业相关政策持续落地，形成了从顶层立法到细分领域指引的完整政策矩阵。《中华人民共和国能源法》首次以法律形式明确国家将采取多种措施加大石油、天然气资源勘探开发力度，并强调油气开发坚持陆上与海上并重，为加大海上油气开发投入提供了最高层级的法律保障，长期利好行业发展；《关于推进能源装备高质量发展的指导意见》明确围绕千米深水、非常规和老油气田高效开发推动油气装备技术进步与产业升级，重点研发千米深水防喷器、隔水管等关键装备，直接推动了深水、超深水油气模块及相关装备的国产化与技术升级，为相关企业明确了研发方向与市场机遇；《石油天然气基础设施规划建设与运营管理办法》将管理范围从天然气扩展至油气全领域，对规划、建设、运营等环节做出系统安排，鼓励社会资本参与 LNG 接收站等设施投资建设，通过顶层规划统筹全国油气基础设施建设，间接拉动了再气化模块等相关需求。

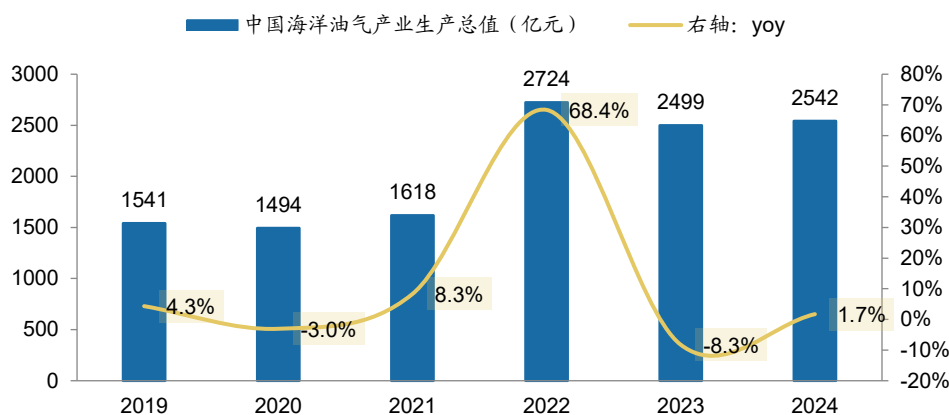
表2：海上油气行业政策梳理

政策名称	发布时间	核心内容	政策影响
《中华人民共和国能源法》	2025 年 1 月	首次以法律形式明确“国家采取多种措施，加大石油、天然气资源勘探开发力度”，并强调“石油、天然气开发坚持陆上与海上并重”。	为加大海上油气开发投入提供了最高层级的法律保障，长期利好行业发展。
《关于推进能源装备高质量发展的指导意见》	2025 年 9 月	明确提出要围绕“千米深水、非常规和老油气田高效开发”，推动油气装备技术进步和产业升级。重点研发千米深水防喷器、隔水管、深海钢悬链立管等关键装备。	直接推动了深水、超深水油气模块及相关装备的国产化和技术升级，为相关企业提供了明确的研发方向和市场机遇
《石油天然气基础设施规划建设与运营管理办法》	2025 年 11 月	将管理范围从天然气扩展至油气全领域，并对规划、建设、运营等环节做出系统安排，鼓励社会资本参与 LNG 接收站等设施投资建设。	通过顶层规划统筹全国油气基础设施建设，特别是 LNG 接收站等，间接拉动了相关模块(如再气化模块)的需求。

数据来源：中华人民共和国中央政府网、广发证券发展研究中心

国内市场看，海洋油气产业产值总体呈现上涨态势。2024年，中国海洋油气产业生产总产值2542亿元，同比上涨1.7%；2019-2024，海洋油气产业生产总产值由1541亿元增长至2542亿元，GAGR10.5%。其中2022年增幅较大，系深远海勘探加速，油气产量双增等。展望看，中国海洋油气市场有望维持稳定增长态势，同时带动FPSO需求增长。

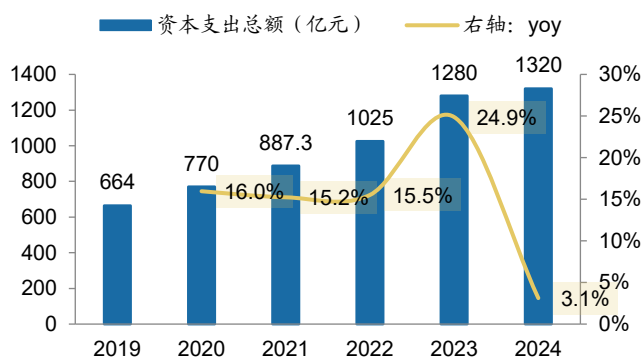
图6: 2019-2024, 中国海洋油气产业生产总值GAGR10.5%。



数据来源: iFind、广发证券发展研究中心

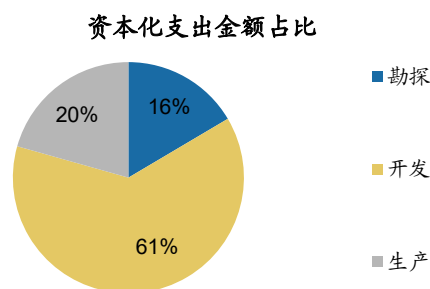
下游企业端看, 中国海洋油气领域企业需求不断扩张。以中国海洋石油为例, 2019-2024, 公司资本开支总额由664亿元增长至1320亿元, CAGR14.7%, 增长趋势持续; 2025 年中海油计划资本支出总预算为1250-1350亿元, 其中勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%; 中国、海外预计分别占 68%、32%。其资本支出主要用于勘探寻找大中型油气田, 开发新项目投产及现有油田扩产, 以及现有油气田维护、设施升级及绿色低碳改造等领域。

图7: 2019-2024 年, 中国海洋石油资本开支 CAGR14.7%



数据来源: 公司经营策略报告、公司年报、广发证券发展研究中心

图8: 2025 年, 中海油勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%



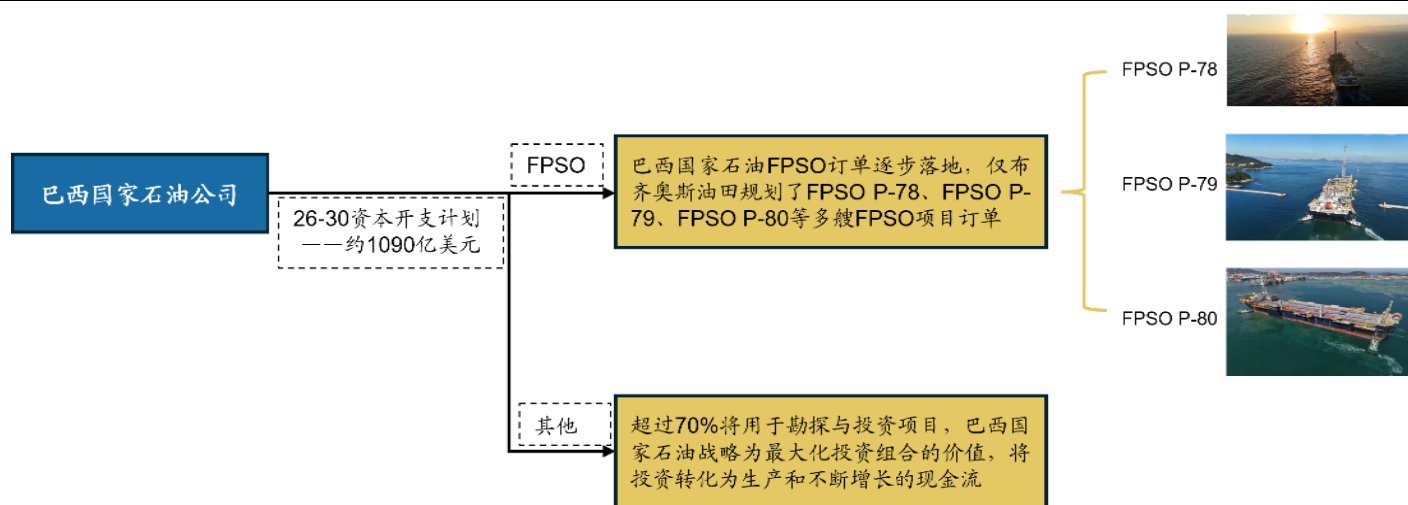
数据来源: 公司经营策略报告、广发证券发展研究中心

全球视角看, 陆地油气资源储量递减及开采成本攀升能源勘探开发加速向海上尤其是深海领域转移。2024 年全球海洋油气勘探开发投资达 2096 亿美元, 连续四年增长, 年均复合增速 11%, 预计 2025 年将进一步增至 2200 亿美元。产量方面, 海洋油气已成为全球能源增量的核心来源, 2024 年全球海洋石油产量约 2862 万桶 /日, 占全球原油总产量的 28%; 中国表现尤为突出, 2024 年海洋原油产量达 6550 万吨, 同比增产 330 万吨, 贡献全国原油增量的 80% 以上, 2025 年预计进一步增长至 6800 万吨。FPSO作为深海油气开发的核心装备, 凭借其适应 20-

3000 米水深、可重复利用的优势，需求随海上开发热潮持续扩张。从长期看，深海油气开发经济性持续提升，将进一步推动 FPSO 需求，全球市场规模有望回升。

南美石油开采正加速推进，核心由巴西、圭亚那、阿根廷三国驱动，2026 年合计增量将占非欧佩克国家总增量的一半，成为全球原油供应增长的关键引擎。根据2025年11月28日公布的电话会议内容，巴西国家石油公司(Petrobras)预计在2026-2030年的战略计划中投资1090亿美元。此外，根据Brazil Energy Insight和Offshore Network公布的巴西石油FPSO进展，已进入推进阶段的项目约4艘，另有约6艘被列入中期研究与储备范围，仅布齐奥斯油田已规划6艘FPSO项目，其中FPSO P-78已在12月进行交付，FPSO P-79预计在26年实现投产。

图9：巴西国家石油公司2026-2030年资本开支



数据来源：巴西国家石油公司、广发证券发展研究中心

（二）空间测算：预计全年 FPSO 上部模块年均市场规模约 100 亿美元

得益于全球能源转型及海上技术进步，FPSO市场有望持续扩张。根据Reports Insights，深水和超深水发现通常位于偏远且具挑战性的环境中，因其固有的灵活性、机动性以及处理复杂流体成分的能力，越来越依赖FPSO装置。根据能源海事协会(EMA)的预测数据，2025年到2029年，全球将有119个新的浮式生产系统(FPS)订单，涉及资本成本高达1260亿美元。其中，超过70%的投资将用于54个浮式生产储油卸油装置(FPSO)，假设每年投资规模不变，即每年约176.4亿美元。FPSO的上部模块是实现其核心生产功能的部分，其价值在整个FPSO造价中占比较高。根据中集集团，上部模块，作为FPSO的“心脏”，重量占全船1/3，价值超六成，我们假设上部模块(设计、采购、制造)的价值占FPSO总投资的60%。预计全球海上油气模块市场在未来五年将维持在每年105.8亿美元的市场规模。随着深远海开发的进一步推进和存量设施的更新换代，市场规模有望进一步增长。

表3: 2025-2030年全球海上油气模块市场空间测算表

项目/年份	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
全球 FPS 年均投资额 (亿美元)	252	252	252	252	252
FPSO (浮式生产储油船) 占比	70%	70%	70%	70%	70%
全球 FPSO 年均投资额 (亿美元)	176.4	176.4	176.4	176.4	176.4
上部模块价值占比	60%	60%	60%	60%	60%
全球 FPSO 上部模块市场空间 (亿美元)	105.8	105.8	105.8	105.8	105.8

数据来源: EMA, 中集集团公众号, 广发证券发展研究中心

三、海外巨头掌握 FPSO 上部模块核心设计技术并长期绑定国际油企，国内海油工程、中集来福士、利柏特已展现模块制造竞争力






全球海上油气模块制造市场已形成寡头竞争格局，中国企业凭借强大的制造能力和成本优势，地位日益凸显。从总体看，FPSO行业大致上分为三部分，头部全球总包巨头：海油工程、中集来福士、TechnipFMC、Saipem等；中部专业模块制造商：三星重工、现代重工、利柏特等；尾部零部件/小型模块供应商：众多专注于特定设备（如压力容器、换热器）或小型、非核心模块制造的企业。

从区域看，中国企业与国外企业在业务领域也有着不同的侧重。目前国内以海油工程、中集来福士和利柏特为代表，以制造为核心、依托本土供应链实现成本与产能优势，以产业链中游的制造、建造为核心竞争力。国外企业掌控海工核心技术与标准，以全产业链集成服务主导全球高端市场。

业务模式上，中国企业以工程总承包、装备制造交付为核心，盈利主要来自制造与工程施工环节；国外企业则以高附加值的集成服务、全生命周期服务为核心，TechnipFMC的iEPCI™集成解决方案可大幅缩短项目周期，Saipem 还结合了装备租赁与工程服务，盈利端兼具技术溢价与服务溢价。

竞争优势上，中国企业依托中国完整的工业供应链与劳动力成本优势具有较低的模块制造成本，海油工程、中集来福士均拥有世界级的建造基地，具备大型浮式装备、超大模块的规模化建造能力，且在陆地模块化建造、海上一体化安装等环节形成了成熟的工艺体系，可有效缩短项目交付周期。国外企业则主要以核心技术与专利优势制造壁垒，通过全球资源整合与客户优势积累竞争优势。

图10：国内外FPSO头部企业差别

	业务模式:	竞争优势:		
	中国企业（海油工程、中集来福士）以工程总承包、装备制造交付为核心，盈利主要来自制造与工程施工环节	中国企业依托中国完整的工业供应链与劳动力成本优势具有较低的模块制造成本		
				国外企业（TechnipFMC、SAIPEM）以工程总承包、装备制造交付为核心，盈利主要来自制造与工程施工环节，盈利端兼具技术溢价与服务溢价
	国外企业（TechnipFMC、SAIPEM）以工程总承包、装备制造交付为核心，盈利主要来自制造与工程施工环节，盈利端兼具技术溢价与服务溢价	国外企业主要以核心技术与专利优势制造壁垒，通过全球资源整合与客户优势积累竞争优势		
				

数据来源：海油工程官网、中集来福士官网、广发证券发展研究中心

国际全产业链巨头垄断，行业阶梯分布。FPSO行业按价值链可分为设计集成、船体建造、模块安装、运营服务四大环节，头部企业以全产业链能力或细分领域垄断形成竞争优势。梯队分布上，第一梯队为国际全产业链巨头，代表如SBM Offshore（荷

兰)、Modec (日本)、Saipem (意大利), 其掌握FPSO上部模块核心设计技术, 可主导深水项目总包等, 并长期绑定壳牌、埃尼等国际油企; 第二梯队为区域建造产能龙头, 业务承接国际巨头的船体代工订单, 部分企业已向总包能力突破。中国船厂集群属于第二梯队, 代表企业如中集来福士; 第三梯队为专业配套服务商, 包括设备与运营服务商, 不具备船体施工建造能力。

图 11: FPSO行业呈阶梯分布, 国内船厂集群属第二梯队



数据来源: 各公司官网、广发证券发展研究中心

利柏特: 2022年4月, 公司与荷兰企业JOGS签订了《为 YINSON FPSO 提供模块 M01、M02、M20、M40 和 M41 的施工分包合同》。利柏特作为该项目的模块制造商, 承接了5个上部模块相关专业的设计及生产制造工作, 制造周期为2022年7月至2023年9月。这是利柏特首次参与 FPSO 项目的设计与制造。利柏特拟建南通基地进一步扩张自身产能, 推动海上油气模块业务发展。利柏特旗下南通利柏特重工(南通市通州区通州湾)紧邻黄海、岸线440余米, 区位优势更为明显, 可满足公司大型工艺模块运输需求, 同时可通过稀缺性的自有码头资源, 获取显著的运输优势, 大型船舶可以直接停靠南通基地码头, 以便公司直接进行FPSO上部模块加工。

博迈科: 公司主要提供装置上的上部模块, 包括生活楼、电气模块等多种产品方案和服务, 是中国为数不多的能够提供所有上部模块的建造商之一。根据公司公告, 公司25年10月分别与MODEC子公司OFS、ABB、VWS签署了海上浮式生产储卸油船(FPSO)项目合同, 此艘FPSO建造完成后将部署在圭亚那油田。主要工作范围涵盖FPSO上部模块的设计、材料采购、建造等工作, 合同金额约为1.9-2.4亿美元。

中集集团: 中集集团旗下中集来福士专注于FPSO船体建造、模块集成及修改造全链条服务, 涵盖圆筒型/船型FPSO船体、上部油气处理模块、系泊系统等核心产品, 是国内少数具备FPSO“改造+建造+调试”一体化能力的企业。据公司官网, 截至2025年8月, 中集来福士已交付巴西国油P71 FPSO 船体、P78 FPSO船体分段及多个上部模块, 承接P80、P83 FPSO船体建造总包合同, 累计完成10余座FPSO关键装备建造。中集来福士与马来西亚国际航运公司(MISC)合作的 Mero 3 FPSO项目为全球首艘采用HISEP低碳技术的浮式生产装置, 2025年8月已顺利交付; 此外, P83FPSO船体建造项目正按计划推进, 该船日处理原油能力达22.5万桶, 为国内最大FPSO项目之一。

海油发展: 海油发展聚焦 FPSO 全生命周期运维与智能化升级, 提供设备维修、数字化管控、能效优化等综合服务, 是国内FPSO运维市场的主导企业。公司设计“智

能协同作业”场景实现对 在陆地对“海洋石油111”“海洋石油123”2条FPSO进行协同运营管理，综合降本达13.5%。2024年2月，海油发展完成“海洋石油115”FPSO中控系统国产化改造，实现台风期间远程操控突破；其研发的柔性立管全维安全测控系统可在线监测腐蚀状态，已应用于南海多个FPSO项目。截至2024年，公司运维的FPSO数量位列亚洲第二，全球第四，在中国近海FPSO生产技术服务市场居主导地位。

海油工程：海油工程是FPSO领域的EPCI总承包商，具备从设计、建造到安装调试的全流程能力，核心业务涵盖上部模块集成、水下生产系统及单点系泊系统建设。公司官网显示，2025年1月交付的巴西国油P79 FPSO项目包含13个核心压缩机模块，总重近3万吨，静设备安装精度达1毫米，技术水平对标国际一流；自主设计建造的“海葵一号”圆筒型FPSO为我国首个深水二次开发项目，船体集成精度控制在4毫米以内，总投资较国外方案节约50%。

表4: FPSO领域主要公司情况

公司	业务领域	代表项目
中集集团	FPSO 船体建造（圆筒型 / 船型）、上部模块集成、修改造及低碳技术应用	Mero3 FPSO（HISEP 低碳技术）、巴西国家石油 P83 FPSO 船体建造
海油发展	FPSO 全生命周期运维（设备维修、数字化管控）、智能化升级与国产化改造	“海洋石油 115” FPSO 中控系统改造、FPSO 陆地智控中心运营
海油工程	FPSO EPCI 总承包（设计、建造、安装调试）、上部模块与系泊系统建设	巴西 P79 FPSO 上部模块集成、“海葵一号”圆筒型 FPSO
博迈科	FPSO 上部模块（生活楼、电气模块等）设计、建造及全方案服务	UARU FPSO 上部模块项目、FPSO RAIA Topside 项目
利柏特	FPSO 上部模块	荷兰企业 JOGS YINSON FPSO 模块 M01、M02、M20、M40 和 M41

数据来源：各公司官网、各公司年报、MODEC 官网、中国政府官网、中国工业新闻网、广发证券发展研究中心

四、投资建议

预计公司25-27年营业收入为29.05/30.64/39.98亿元，同比-16.8%/+5.5%/+30.5%，归母净利润2.15/2.62/3.55亿元，同比-10.7%/+21.9%/+35.5%。维持合理价值20.41元/股不变，对应公司26年35倍PE估值，维持“买入”评级。

五、风险提示

（一）原材料价格波动

钢材是工业模块制造最重要的原材料之一，钢材价格波动在较大程度上影响该行业的盈利水平。但行业内企业也可通过减少自订单签订到采购完成的时间、减少承接毛利低的订单、跟业主订立风险共同承担合同、事后重新议价等方式来有效规避毛利大幅降低的风险。

（二）核电业务不及预期

核电大模块为新市场，具体行业渗透率存在不及预期的可能性，2025年新承接项目中核电模块渗透率较低，但保持较快提升速度，若今年提升速度放缓，公司承接订单体量及数量方面存在低于预期可能性。

（三）资金实力不足

工程总承包模式是工程建设的主要模式。在工程总承包业务中，资金实力和融资能力是客户选择承包商的重要考虑因素之一。我国工程企业一般资产规模较小、融资能力不强，承揽大型工程项目能力较差。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	1,704	1,939	1,752	1,842	2,361
货币资金	506	810	812	863	1,136
应收及预付	743	797	614	647	844
存货	181	138	135	141	182
其他	274	195	190	191	198
非流动资产总额	1,230	1,422	1,591	1,751	1,806
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	975	933	1,063	1,183	1,198
在建工程	2	105	105	105	105
使用权资产	5	15	15	15	15
无形资产	178	227	267	307	347
其他	68	139	139	139	139
资产总额	2,935	3,361	3,343	3,593	4,167
流动负债总额	1,157	1,318	1,138	1,179	1,468
短期借款	0	40	40	40	40
应付及预收	968	1,121	943	982	1,274
其他	189	157	155	156	155
非流动负债总额	147	205	196	196	196
长期借款	133	184	184	184	184
应付债券	0	0	0	0	0
其他	14	22	12	12	12
负债总额	1,303	1,523	1,334	1,375	1,664
股本	449	449	449	449	449
其他	1,182	1,388	1,560	1,769	2,053
归母权益合计	1,631	1,837	2,009	2,219	2,502
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,935	3,361	3,343	3,593	4,167

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,242	3,493	2,905	3,064	3,998
营业成本	2,771	2,931	2,433	2,529	3,275
营业税金及附加	40	17	15	15	20
销售费用	20	21	17	18	24
管理费用	143	149	125	129	172
研发费用	47	78	64	64	89
财务费用	-6	3	3	2	-1
资产信用减值损失	-3	-15	-5	-5	-5
公允价值变动收益	3	-2	0	0	0
投资收益	-6	0	0	0	0
营业利润	233	296	263	321	435
营业外收支	-1	0	2	2	2
利润总额	232	296	265	323	437
所得税费用	42	56	50	61	82
合并净利润	190	240	215	262	355
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	190	240	215	262	355
EPS (元/股)	0.42	0.54	0.48	0.58	0.79

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	351	415	308	353	496
合并净利润	190	240	215	262	355
折旧摊销	56	67	70	80	85
营运资金变动	96	78	7	-5	40
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-405	-119	-236	-240	-140
资本性开支	-134	-232	-240	-240	-140
投资	-274	190	0	0	0
其他	3	-77	4	0	0
融资活动现金流净额	3	7	-66	-61	-83
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	26	73	-12	2	-2
股利分配与偿付利息	-23	-25	-54	-63	-82
其他	0	-41	0	0	0
现金净增加额	-50	303	6	51	273
期初现金余额	552	503	806	812	863
期末现金余额	503	806	812	863	1,136

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	88.4%	7.7%	-16.8%	5.5%	30.5%
营业利润增长率	30.9%	27.1%	-11.3%	22.1%	35.7%
归母净利增长率	38.7%	26.5%	-10.7%	21.9%	35.5%
获利能力					
毛利率	14.5%	16.1%	16.2%	17.4%	18.1%
净利率	5.9%	6.9%	7.4%	8.5%	8.9%
ROE	11.7%	13.1%	10.7%	11.8%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	45.3%	39.9%	38.3%	39.9%
有息负债率	4.5%	6.6%	6.7%	6.2%	5.4%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6
利息保障倍数	97.5	51.6	25.1	30.4	40.7
营运能力					
应收账款周转率	11.1	9.4	9.2	9.2	9.2
存货周转率	15.3	21.3	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	5.0	4.1	4.0	4.0	4.0
每股指标					
每股收益	0.42	0.54	0.48	0.58	0.79
每股净资产	3.63	4.09	4.47	4.94	5.57
每股经营现金流	0.78	0.92	0.68	0.79	1.11
估值比率					
PE	22.4	18.0	38.3	31.4	23.2
PB	2.6	2.4	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	13.5	9.8	22.4	18.6	13.9

广发建筑行业研究小组

耿 鹏 智：首席分析师，东南大学工学硕士，一级建造师、注册咨询工程师（投资），2024 年加入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

张 子 峻：高级研究员，香港中文大学（深圳）会计学硕士，北京理工大学会计学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。