

短期利润承压，燃机与数据中心一体化打开成长空间

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年半年报，上半年营收 76.46 亿元（同比+10.81%），归母净利 11.96 亿元（同比-3.65%），扣非归母净利 11.40 亿元（同比-7.37%）。单季度看，Q2 营收 43.56 亿元（同比+3.4%，环比+32.4%），归母净利 6.08 亿元（同比-21.6%，环比+3.3%）。上半年公司呈现“增收不增利”格局，主要系中东地缘冲突导致部分油气工程项目交付延期、美元汇率波动产生汇兑损失、处置俄罗斯子公司光明能源，以及燃气轮机发电机组订单集中交付节点在 2027 年及以后等多重阶段性因素交织影响。
- **多重因素致短期利润承压。**上半年汇兑损失 2.64 亿元（去年同期收益 0.81 亿元），相较去年同期即减少利润约 3.45 亿元；剥离俄罗斯能源少贡献约 1.43 亿净利；中东部分交付后移；燃机大多集中在 2027 年交付。剔除汇兑后归母净利同比约 +25%；全年剔除汇兑后收入与利润增速 20%+指引不变。
- **海外收入占比过半，装备毛利回升。**26H1 海外收入 38.52 亿元，占比 50.38%（+16.9%），国内 37.94 亿元（+5.2%）。高端装备制造 41.89 亿元、毛利率 39.82%（+1.54pp）；油气工程及技术服务 24.88 亿元（+20.2%）。新增订单 100.46 亿元，存量订单 139.95 亿元（+13.0%）；预付款项 26.43 亿元（较年初+141.6%），锁定燃机主机订单。
- **燃机与 AIDC 打开第二成长曲线：**2026 年 7 月签署 14.65 亿美元（约 99.50 亿元人民币）燃机配套订单，计划 2027 年分批次交付，对 2026 年业绩无重大影响，目前已收到首笔预付款。为应对交付，公司国内工厂具备生产能力，北美布局本地化装配产能，迪拜生产及办公基地建设推进中，海内外产能可相互调节；供应链方面与西门子、贝克休斯、川崎重工、FTAI Power 等全球头部燃机企业深度合作，以“机头外采+快速集成交付”卡位供给瓶颈。公司自主研发微电网一体化解决方案并完成全工况可靠性验证，已实现数据中心“燃气发电+混合储能+固态变压器”一体化供电订单突破，未来将以燃气轮机和预制化模块化为切入点，向 AIDC 及电力能源一体化解决方案提供商迈进。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2026-2028 年归母净利润分别为 38.75/68.13/89.19 亿元，对应动态 PE 分别为 40 倍/23 倍/17 倍。公司燃机和 AIDC 业务有望开启第二增长曲线，27 年盈利目标积极，给予 30 倍估值，目标价为 199.50 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**云厂商资本开支不及预期风险；燃机及 AIDC 订单交付不及预期风险；地缘冲突及汇率大幅波动风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	16,222.99	19,832.19	33,506.43	42,116.83
增长率	21.48%	22.25%	68.95%	25.70%
归属母公司净利润（百万元）	2,680.47	3,874.86	6,813.61	8,919.01
增长率	2.03%	44.56%	75.84%	30.90%
每股收益 EPS（元）	2.62	3.78	6.65	8.71
PE	58	40	23	17
PB	6.71	5.89	4.24	3.15

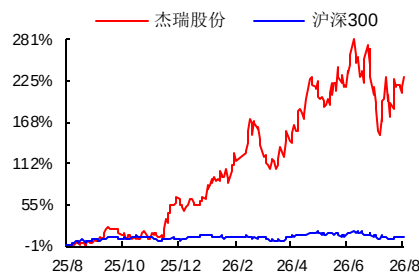
数据来源：Wind，西南证券

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

分析师：王梓溢
执业证号：S1250525050003
电话：021-56954236
邮箱：wzyi@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)	6.91
52 周内股价区间(元)	45.4-173.66
总市值(亿元)	1,545.92
总资产(亿元)	395.68
每股净资产(元)	22.74

相关研究

1. 杰瑞股份（002353）：业绩增长稳健，海外市场快速拓展（2025-10-27）

盈利预测

关键假设：

1) 国内市场：公司为国内油气装备龙头，压裂设备受益电驱替代柴驱趋势，但国内油公司资本开支相对平稳，叠加 2026H1 国内收入仅同比+5.2%的偏弱表现，预计 2026-2028 年国内收入增速为 15.0%/15.0%/17.0%；毛利率随高端装备占比提升逐步修复，预计 2026-2028 年分别为 31.5%/31.8%/32.0%。

2) 海外市场：大海外战略为核心增长极，2026H1 海外收入占比首次突破 50%(50.38%)，考虑燃机订单 2027 年集中交付，预计 2026-2028 年海外收入增速为 30.0%/120.0%/30.0%；毛利率随高毛利设备类订单占比维持高位，预计 2026-2028 年分别为 37.5%/37.7%/38.0%。

基于以上假设，预计公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务营收拆分表

业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
国内市场	收入（百万元）	8,385	9,642	11,089	12,974
	yoy	14.6%	15.0%	15.0%	17.0%
	毛利率	25.7%	31.5%	31.8%	32.0%
海外市场	收入（百万元）	7,838	10,190	22,418	29,143
	yoy	29.8%	30.0%	120.0%	30.0%
	毛利率	38.1%	37.5%	37.7%	38.0%
合计	收入（百万元）	16,223	19,832	33,506	42,117
	yoy	21.5%	22.2%	68.9%	25.7%
	毛利率	31.7%	34.6%	35.1%	35.6%

数据来源：wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	16,223	19,832	33,506	42,117	净利润	2,752	3,935	6,879	8,989
营业成本	11,082	12,978	21,747	27,120	折旧与摊销	956	414	414	414
营业税金及附加	87	109	184	232	财务费用	-24	-12	3	55
销售费用	672	793	1,240	1,474	资产减值损失	-30	237	217	187
管理费用	587	1,487	2,412	2,864	经营营运资本变动	690	-839	337	-74
财务费用	-24	-12	3	55	其他	1,034	-477	293	121
资产减值损失	-30	237	217	187	经营活动现金流净额	5,378	3,258	8,143	9,692
投资收益	252	300	300	300	资本支出	-1,331	-2,576	-2,834	-1,000
公允价值变动损益	36	10	10	10	其他	388	1,459	310	310
其他经营损益	0	0	0	0	投资活动现金流净额	-942	-1,117	-2,524	-690
营业利润	3,435	4,549	8,012	10,495	短期借款	-734	546	-300	-200
其他非经营损益	-76	80	80	80	长期借款	-53	-1,055	0	0
利润总额	3,359	4,629	8,092	10,575	股权融资	4	0	0	0
所得税	607	694	1,214	1,586	支付股利	-860	-536	-775	-1,363
净利润	2,752	3,935	6,879	8,989	其他	339	-1,005	-3	-70
少数股东损益	71	60	65	70	筹资活动现金流净额	-1,304	-2,050	-1,078	-1,633
归属母公司股东净利润	2,680	3,875	6,814	8,919	现金流量净额	3,002	91	4,541	7,369
资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	8,725	8,815	13,356	20,726	成长能力				
应收和预付款项	9,019	10,555	18,061	22,834	销售收入增长率	21.48%	22.25%	68.95%	25.70%
存货	6,168	7,228	12,224	15,213	营业利润增长率	6.90%	32.45%	76.13%	30.99%
其他流动资产	5,600	3,586	4,035	4,317	净利润增长率	2.46%	43.00%	74.81%	30.68%
长期股权投资	233	233	233	233	EBITDA 增长率	12.83%	13.37%	70.25%	30.07%
投资性房地产	0	0	0	0	获利能力				
固定资产和在建工程	5,155	5,827	6,500	7,173	毛利率	31.69%	34.56%	35.09%	35.61%
无形资产和开发支出	751	666	580	495	三费率	7.62%	11.44%	10.91%	10.43%
其他非流动资产	3,479	3,478	2,463	2,173	净利率	16.96%	19.84%	20.53%	21.34%
资产总计	39,130	40,389	57,453	73,162	ROE	11.51%	14.47%	18.35%	17.94%
短期借款	954	1,500	1,200	1,000	ROA	7.03%	9.74%	11.97%	12.29%
应付和预收款项	6,770	8,077	13,639	16,909	ROIC	20.08%	25.45%	33.00%	32.42%
长期借款	2,556	1,501	1,501	1,501	EBITDA/销售收入	26.92%	24.97%	25.16%	26.03%
其他负债	4,934	2,120	3,618	3,658	营运能力				
负债合计	15,213	13,197	19,957	23,067	总资产周转率	0.43	0.50	0.68	0.64
股本	1,024	1,024	1,024	1,024	固定资产周转率	3.64	4.78	8.77	12.06
资本公积	6,262	6,262	6,262	6,262	应收账款周转率	2.21	2.58	2.97	2.60
留存收益	16,134	19,323	29,561	42,106	存货周转率	1.90	1.92	2.23	1.97
归属母公司股东权益	23,026	26,241	36,479	49,009	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.19%	—	—	—
少数股东权益	892	952	1,017	1,087	资本结构				
股东权益合计	23,917	27,192	37,496	50,096	资产负债率	38.88%	32.67%	34.74%	31.53%
负债和股东权益合计	39,130	40,389	57,453	73,162	带息债务/总负债	23.07%	22.74%	13.53%	10.84%
					流动比率	2.52	2.81	2.72	3.06
					速动比率	2.00	2.14	2.03	2.32
					股利支付率	32.36%	27.87%	29.97%	28.92%
					每股指标				
					每股收益	2.62	3.78	6.65	8.71
					每股净资产	22.49	25.63	35.63	47.87
					每股经营现金	5.25	3.18	7.95	9.47
					每股股利	0.85	0.52	0.76	1.33
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	4367.48	4951.34	8429.43	10964.46					
PE	57.67	39.90	22.69	17.33					
PB	6.71	5.89	4.24	3.15					
PS	9.53	7.80	4.61	3.67					
EV/EBITDA	32.97	28.75	16.32	11.85					
股息率	0.56%	0.35%	0.50%	0.88%					

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。

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn