

燃机订单进入兑现期，FTAI 机头关键测试里程碑完成

投资要点

- **Q3 业绩提速，燃机小批量交付。**公司发布 2026 年三季度报，前三季度实现营业收入 119.74 亿元（同比+14.91%），归母净利润 18.87 亿元（同比+4.36%），扣非归母净利润 18.07 亿元（同比+1.36%）。单季度看，Q3 实现营业收入 43.28 亿元（同比+22.97%，环比-0.6%），归母净利润 6.91 亿元（同比+21.88%，环比+13.7%），扣非归母净利润 6.66 亿元（同比+20.9%）。Q3 毛利率 32.79%、同比+3.27 个百分点、环比+3.81 个百分点。Q3 燃机仅小批量交付，增量主要来自油气装备、天然气设备及油气田开发，主业盈利改善尚未被充分定价。
- **合同负债跳升，订单能见度拉长。**三季末合同负债 70.51 亿元，较年初增加 51.10 亿元（+263.3%），单 Q3 增加 49.92 亿元，对应北美燃机客户大额预收款；存货升至 86.04 亿元（年初 61.68 亿元），预付与备货同步跟进，指向机头及核心部件提前锁货。
- **机头测试达预期，订单兑现与产能价格均有支撑。**公司 FTAI 机头关键测试里程碑已完成，公司、OEM 与终端客户三方对功率和效率的测试结果均表示满意，后续订单获取与交付信心增强。供给端，2027 年底燃机产能规划不低于 3GW，烟台 25MW 产线、牟平一体化配套产线已落地，并于 2026Q4 起承接 2028 年交付产能；价格端，公司跟随 GE、西门子、索拉等主机厂顺价，单 MW 约 130-140 万美元，单 MW 盈利有支撑。此外，中东约 5-6 亿元压缩设备已于 10 月 14 日现场验收，收入确认顺延至 Q4，有望贡献短期业绩弹性。
- **盈利预测与估值。**我们选取高端装备出海与燃机/AIDC 电力赛道的代表公司豪迈科技/纽威股份/应流股份/长源东谷作为可比公司，2026-2028 年可比公司平均 PE 为 25/19/14 倍。预计公司 2026-2028 归母净利润为 35.97/64.71/87.48 亿元，对应 PE 为 26/14/11 倍。给予 2027 年 25 倍 PE，对应目标价 158.00 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）	16,223	20,343	32,523	42,911
增长率	21.48%	25.40%	59.87%	31.94%
归属母公司净利润（百万元）	2,680	3,597	6,471	8,748
增长率	2.03%	34.18%	79.91%	35.19%
每股收益 EPS（元）	2.62	3.51	6.32	8.54
净资产收益率 ROE	11.51%	15.10%	18.83%	19.18%
PE	35	26	14	11

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)	49.72-173.66
总市值(亿元)	933.48
总资产(亿元)	449.62
每股净资产(元)	23.30

相关研究

1. 杰瑞股份（002353）：短期利润承压，燃机与数据中心一体化打开成长空间（2026-08-19）

盈利预测

关键假设：

1) 高端装备制造（现金牛基本盘+燃机成长曲线）：高端装备制造是公司的收入主体，其中传统钻完井与天然气设备业务随国内电驱压裂渗透率提升及中东订单放量稳步增长；燃气轮机业务作为核心成长曲线，受益于北美 AIDC 电力需求爆发，2025 年起订单加速落地，2027 年进入集中交付期。预计 2026-2028 年高端装备制造收入增速为 16.6%/73.0%/24.8%；

2) 油气工程及技术服务（第二增长曲线，增速趋稳）：该板块受沙特 Jafurah、卡塔尔 North Field 等中东超级项目驱动维持高景气。预计 2026-2028 年油气工程及技术服务收入增速为 45.0%/47.0%/48.0%；

3) 新能源及再生循环：受益于锂电回收行业爆发式增长，公司锂电回收设备收入快速放量。预计 2026-2028 年新能源及再生循环收入增速均为 30.0%；

4) 油气田开发及其他业务：该板块占比小，以油田开发与服务为主，增长平稳。预计 2026-2028 年油气田开发收入增速为 13.0%/15.0%/15.0%，其他业务收入规模维持平稳。

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：分业务营收预测表

业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
高端装备制造	收入（亿元）	100.2	116.8	202.0	252.0
	yoy	9.1%	16.6%	73.0%	24.8%
	毛利率	38.2%	41.0%	42.0%	43.0%
油气工程及技术服务	收入（亿元）	47.2	68.4	100.6	148.8
	yoy	43.3%	45.0%	47.0%	48.0%
	毛利率	22.6%	24.0%	25.0%	25.0%
新能源、再生循环	收入（亿元）	9.6	12.4	16.2	21.0
	yoy	106.5%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	3.7%	-5.1%	-0.7%	2.0%
油气田开发	收入（亿元）	3.9	4.4	5.1	5.9
	yoy	12.6%	13.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	33.4%	36.9%	35.1%	36.0%
其他业务	收入（亿元）	1.4	1.4	1.4	1.4
	yoy	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	60.5%	44.3%	52.4%	52.4%
合计	收入（亿元）	162.2	203.4	325.2	429.1
	yoy	21.5%	25.4%	59.9%	31.9%
	毛利率	31.7%	32.4%	34.6%	34.7%

数据来源：wind，西南证券

估值

我们选取高端装备出海与燃机/AIDC 电力赛道的代表公司豪迈科技/纽威股份/应流股份/长源东谷作为可比公司, 2026-2028 年可比公司平均 PE 为 25/19/14 倍。预计公司 2026-2028 归母净利润为 35.97 /64.71/87.48 亿元, 对应 PE 为 26/14/11 倍。考虑到公司商业模式从卖设备升级为“燃机+模块化 EPC+液冷+储能+运维”一体化方案, 估值锚正从油服周期股向 AI 电力成长股切换, 我们给予公司 2027 年 25 倍的动态市盈率(PE)估值, 对应目标价 158.00 元, 维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	可比公司	股价 (元)	市值 (亿元)	净利润 (亿元)			PE (倍)		
				26E	27E	28E	26E	27E	28E
002595.SZ	豪迈科技	38.45	446	26.7	33.5	41.9	16.68	13.33	10.64
603699.SH	纽威股份	35.10	274	18.8	23.1	27.5	14.58	11.85	9.95
603308.SH	应流股份	31.91	232	5.6	9.0	13.2	41.84	25.80	17.57
603950.SH	长源东谷	41.26	134	5.0	5.6	8.4	26.53	23.88	15.99
平均值							24.91	18.71	13.54
002353.SZ	杰瑞股份	91.16	933	35.97	64.71	87.48	25.95	14.42	10.67

数据来源: Wind, 西南证券整理

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	20,343	32,523	42,911	净利润	2,752	3,657	6,536	8,818
营业成本	11,082	13,752	21,284	28,027	折旧与摊销	956	414	414	414
营业税金及附加	87	112	179	236	财务费用	-24	-9	-1	57
销售费用	672	814	1,203	1,502	资产减值损失	-30	237	217	187
管理费用	587	1,526	2,342	2,918	经营营运资本变动	690	-1,653	323	-300
财务费用	-24	-9	-1	57	其他	1,034	-869	65	202
资产减值损失	-30	237	217	187	经营活动现金流净额	5,378	1,777	7,554	9,378
投资收益	252	300	300	300	资本支出	-1,331	-2,576	-2,834	-3,117
公允价值变动损益	36	10	10	10	其他	388	1,392	267	296
其他经营损益	0	0	0	0	投资活动现金流净额	-942	-1,185	-2,567	-2,821
营业利润	3,435	4,222	7,609	10,294	短期借款	-734	546	-300	-200
其他非经营损益	-76	80	80	80	长期借款	-53	-51	-50	-49
利润总额	3,359	4,302	7,689	10,374	股权融资	4	0	0	0
所得税	607	645	1,153	1,556	支付股利	-860	-536	-719	-1,294
净利润	2,752	3,657	6,536	8,818	其他	339	-1,027	-18	-90
少数股东损益	71	60	65	70	筹资活动现金流净额	-1,304	-1,068	-1,087	-1,633
归属母公司股东净利润	2,680	3,597	6,471	8,748	现金流量净额	3,002	-476	3,900	4,923
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	8,249	12,149	17,072	成长能力				
应收和预付款项	9,019	10,864	17,546	23,299	销售收入增长率	21.48%	25.40%	59.87%	31.94%
存货	6,168	7,663	11,964	15,723	营业利润增长率	6.90%	22.93%	80.23%	35.28%
其他流动资产	5,600	3,603	4,002	4,343	净利润增长率	2.46%	32.89%	78.73%	34.92%
长期股权投资	233	233	233	233	EBITDA 增长率	12.83%	5.94%	73.39%	34.19%
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%	32.40%	34.56%	34.69%
无形资产和开发支出	751	666	580	495	三费率	7.62%	11.45%	10.90%	10.43%
其他非流动资产	3,479	3,478	2,463	2,173	净利率	16.96%	17.98%	20.10%	20.55%
资产总计	39,130	40,585	55,438	70,511	ROE	11.51%	15.10%	18.83%	19.18%
短期借款	954	1,500	1,200	1,000	ROA	7.03%	9.01%	11.79%	12.51%
应付和预收款项	6,770	8,543	13,342	17,461	ROIC	20.08%	24.73%	32.98%	31.93%
长期借款	2,556	2,505	2,454	2,405	EBITDA/销售收入	26.92%	22.74%	24.67%	25.09%
其他负债	4,934	3,813	3,737	3,662	营运能力				
负债合计	15,213	16,361	20,733	24,528	总资产周转率	0.43	0.51	0.68	0.68
股本	1,024	1,024	1,024	1,024	固定资产周转率	3.64	4.91	8.52	12.29
资本公积	6,262	6,262	6,262	6,262	应收账款周转率	2.21	2.61	2.91	2.66
留存收益	16,134	16,354	26,770	37,993	存货周转率	1.90	1.97	2.16	2.02
归属母公司股东权益	23,026	23,272	33,688	44,896	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	24,224	34,705	45,983	资产负债率	38.88%	40.31%	37.40%	34.79%
负债和股东权益合计	39,130	40,585	55,438	70,511	带息债务/总负债	23.07%	24.48%	17.63%	13.88%
					流动比率	2.52	2.35	2.63	2.85
					速动比率	2.00	1.76	1.94	2.11
					股利支付率	32.36%	27.87%	29.97%	28.92%
					每股指标				
					每股收益	2.62	3.51	6.32	8.54
					每股净资产	22.49	22.73	32.90	43.85
					每股经营现金	5.25	1.74	7.38	9.16
					每股股利	0.85	0.52	0.70	1.26
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	4367.48	4626.70	8022.24	10764.87					
PE	34.82	25.95	14.42	10.67					
PB	4.05	4.01	2.77	2.08					
PS	5.75	4.59	2.87	2.18					
EV/EBITDA	18.95	17.87	9.78	6.81					
股息率	0.92%	0.57%	0.77%	1.39%					

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。

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
	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
	周珏	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn