



非金属建材行业研究

买入（维持评级）
行业研究
证券研究报告

建筑建材组
分析师：李阳（执业 S1130524120003）
liyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭（执业 S1130524120004）
zhaoming@gjzq.com.cn

联系人：谭宸
tanchen@gjzq.com.cn

HRSG 材料共享燃气轮机新机遇，看点在出海+通胀

AI 电力需求旺盛，燃气轮机已成北美“缺电”的最优解

随着 AI 算力指数级增长，AIDC 大规模建设加剧电力消耗，2017 年起 AI-GPU 在数据中心服务器保有量中的份额开始持续上升，美国数据中心用电量占比有望从 2023 年的 4.4% 上升至 2028 年的 6.7-12%。

美国：气电平准化能源成本优势显著，燃气轮机是最优解。2025 年美国燃气联合循环发电平准化能源成本均值在 78 美元/兆瓦时，仅远远低于其他传统能源发电形式，例如天然气调峰、核能、煤炭等。天然气发电已成为美国主要能源发电形式，燃气轮机项目审批、建设等速度明显快于核电/风电/光伏，已成为北美缺电的最优解。

中东：气价/电价低廉，海湾“AI 竞赛”开启，北美巨头数据中心项目有望批量在中东地区落地，例如沙特（AWS、AMD、xAI）、阿联酋（微软）、卡塔尔。

燃气轮机全球景气度共振

2023 年按功率统计，全球新签订单前三的燃气轮机厂商是三菱重工、西门子能源和 GEV，CR3 达 82%。拆分三菱重工/西门子能源/GEV 等全球燃气轮机龙头的财报，可以充分验证全球燃气轮机业务的高景气度，主要体现为以下四点：

（1）交付/确认明显慢于新签订单增速，印证燃气轮机供给端存在刚性约束。以当年新签订单金额/营收比例测算，三菱重工/西门子能源/GEV 均有明显拉长，2025 年全球燃气轮机龙头新签订单金额普遍是当年收入的 2-3 倍。

（2）订单可见度高、达 4 年以上。

（3）盈利能力已出现改善。例如西门子能源燃气板块利润率从 25Q1 的 14.5% 上升至 26Q1 的 18.3%，GEV 电力业务 EBITDA margin 从 2023 年的 9.9% 上升至 2025 年的 14.7%。

（4）26 年 1-2 月财报再次上修景气度预测。例如三菱重工将 25 年燃气轮机新签订单金额从 2.1 万亿日元上修至 2.4 万亿日元，其中 25Q1-Q3 燃气轮机新签订单金额已达 1.96 万亿日元。

HRSG 材料供应商：出海是关键

作为燃气轮机的核心换热设备，HRSG 的需求也在同步增加。相较燃气轮机，HRSG 供给格局相对分散，但主要供应商仍集中在欧美及韩国。进入北美 HRSG 市场，首先必须要取得美国机械工程师学会等一系列严苛的国际认证，其次还必须通过主机厂商（例如 GEV 等）自身的生产体系认证，成为其认可的合格供应商后，才能与主机厂商开展合作，因此出海是关键。

投资建议

美国电力需求的结构性增长构成 HRSG 的市场基本盘，在 AI 数据中心集群的迅猛扩张、美国制造业回流带来的工业用电负荷攀升等因素推动下，美国电网负荷达到新高，美国燃气轮机市场需求显著提升。作为燃气轮机的核心换热设备，HRSG 的需求也在同步增加。建议关注：①HRSG 管道，是 HRSG 升级迭代的核心 know-how，国内龙头厂家 HRSG 产线保持负荷运行。②HRSG 部件，存在明确的涨价预期，关注有海外布局先手优势的企业。

风险提示

全球算力需求建设不及预期；海外客户拓展不及预期；行业竞争格局恶化。

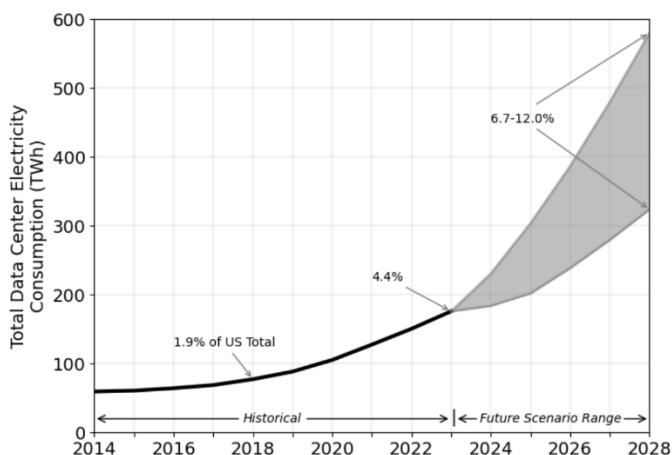


1、燃气轮机已成北美“缺电”最优解

1.1 AI 对电力需求旺盛

随着 AI 算力指数级增长，AIDC 大规模建设加剧电力消耗。参考劳伦斯伯克利国家实验室《2024 United States Data Center Energy Usage Report》测算，2014-2016 年美国数据中心年度能源用电量保持在约 60TWh 的稳定水平，2017 年起 AI-GPU 在数据中心服务器保有量中的份额开始持续上升，带动数据中心电力总用电量开始增长，2018 年美国数据中心用电量达 76TWh、占比达 1.9%，2023 年美国数据中心用电量达 176 TWh、占比达 4.4%。劳伦斯伯克利国家实验室预测 2028 年美国数据中心用电量有望增长至 325-580 TWh，占美国预计总电力用电量的 6.7-12.0%。

图表1：美国数据中心用电量占比有望从 2023 年的 4.4% 上升值 2028 年的 6.7-12%



来源：劳伦斯伯克利国家实验室《2024 United States Data Center Energy Usage Report》，国金证券研究所

燃气轮机是发电系统的核心装备之一，目前以燃气轮机为核心的联合循环电站已成为发电重要形式，占全球发电量 20% 以上。相较传统的蒸汽轮机，燃气轮机及其联合循环发电优势主要体现在①效率高，②体积相对较小，使用便捷，③燃料适应性广，清洁环保，③噪声小，安全可靠。

燃气轮机可使用低碳或无碳分子燃料(如氢气/合成甲烷/其他可再生燃料)，满足能源安全和可靠持续供应的需求，目前主要应用于①发电，②工业驱动，③舰船驱动等领域。

根据国金证券研究所电子行业组在《AI 的尽头是电力——策略联合行业研究报告》中的测算，2025-2028 年美国数据中心算力芯片功耗预计从 7.1GW 提升到 89.1GW，考虑到冷却系统等耗电，算力芯片约占整个数据中心功耗的 80%，美国数据中心总功耗约从 8.9GW 提升到 111.3GW。考虑到燃气轮机发电成本低、发电稳定、启动速度快等优势，未来在 AIDC 领域的渗透率有望持续提升，我们假设 2025-2028 年美国 AIDC 领域燃机发电占比将逐步从 46% 提升到 52% 左右，则美国 AIDC 对应燃机需求为 4.1-57.9GW，26-28 年增速分别为 219%/135%/88%。

图表2：预计 2025-2028 年美国数据中心领域燃机发电需求从 4GW 提升到 58GW

	2025E	2026E	2027E	2028E
美国数据中心算力芯片功耗 (GW)	7.1	21.8	49.2	89.1
美国数据中心总功耗 (GW)	8.9	27.3	61.5	111.3
美国数据中心发电方式中，燃机占比	46.00%	48.00%	50.00%	52.00%
美国数据中心燃机发电需求 (GW)	4.1	13.1	30.8	57.9
美国数据中心燃机发电需求增速	-	218.80%	134.90%	88.10%



来源：国金证券研究所测算

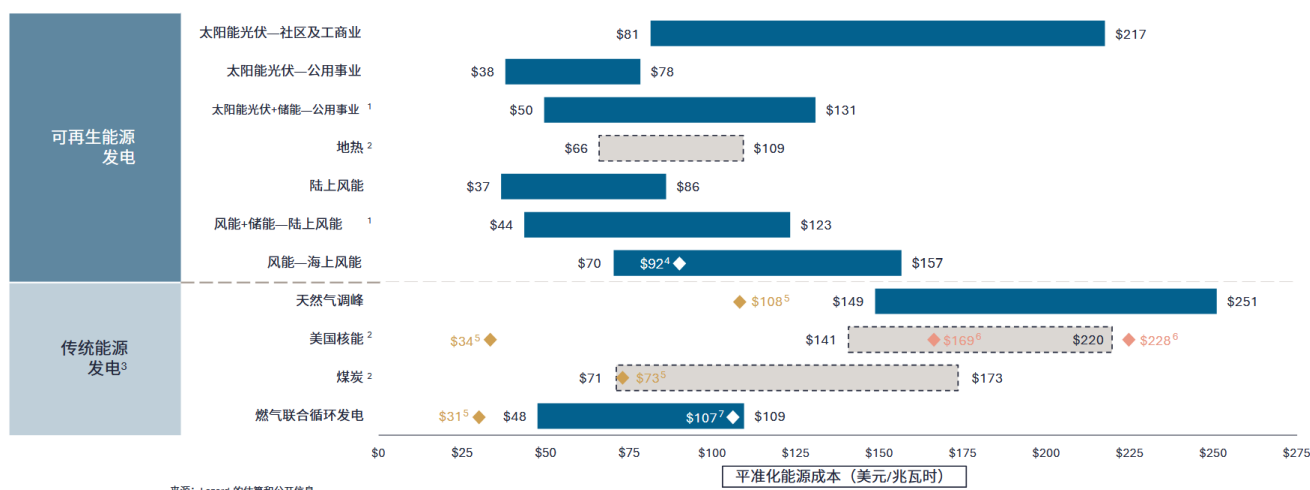
注：2025-2028 年美国 AIDC 功耗预测引用国金证券研究所在 2025 年 11 月 16 日发布的《AI 的尽头是电力——策略联合行业研究报告》

1.2 美国：气电平准化能源成本优势显著，燃气轮机是最优解

LCOE，即平准化度电成本，用于评估项目生命周期内的成本和发电量，计算得到发电成本，即生命周期内的成本现值/生命周期内发电量现值。

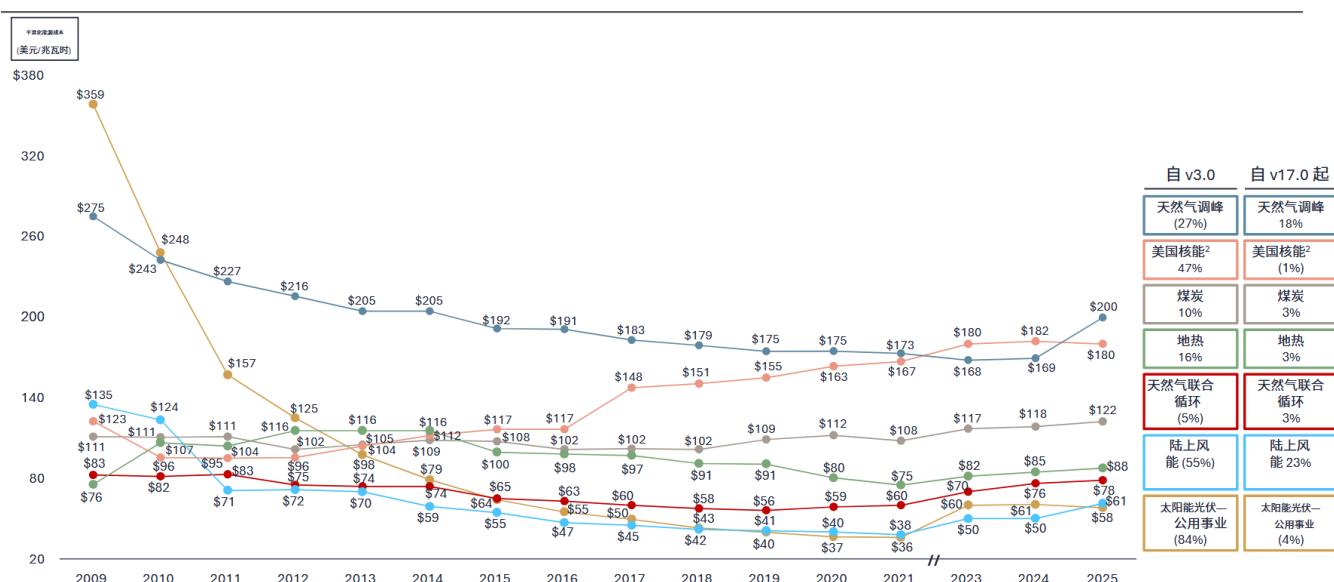
根据 Lazard 于 2025 年发布的《能源平准化度电成本+》，2025 年美国燃气联合循环发电平准化能源成本均值在 78 美元/兆瓦时(单位后同)，仅高于陆风及用于公用事业的光伏，远远低于其他传统能源发电形式，例如天然气调峰(200)、核能(180)、煤炭(122)等。

图表3：2025 年各类能源平准化能源成本比较



来源：Lazard 官网，国金证券研究所

图表4：各类能源历史平准化能源成本比较

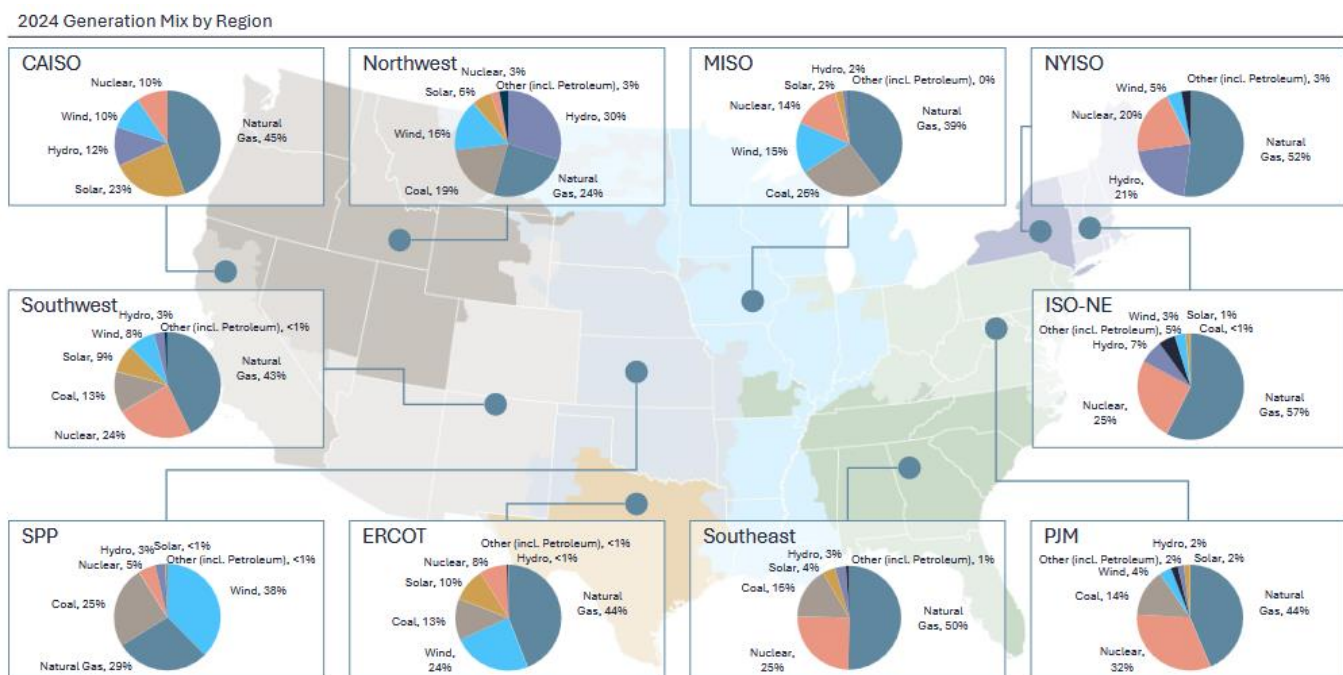


来源：Lazard 官网，国金证券研究所

天然气发电已成为美国主要能源发电形式，例如在德州（ERCOT）、加州（CAISO）、西南地区、东南地区、PJM（负责美国 13 个州及华盛顿哥伦比亚特区的电力系统运行与管理）、NYISO、ISO-NE 等区域天然气发电占比均超过 40%。



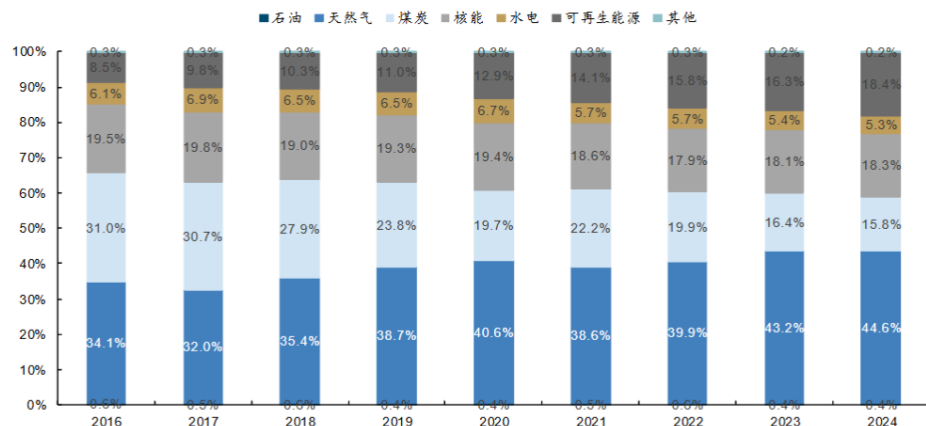
图表5：美国各区域能源发电占比



来源：Lazard 官网，国金证券研究所

燃气轮机项目审批、建设等速度明显快于核电/风电/光伏，已成为北美缺电的最优解。由于供应链瓶颈和电网建设审批周期延长，美国部分 AI 数据中心电网连线（核电/新能源发电等）所需等待时间最高可能达 7 年。AI 云平台每 GW 算力每年可带来约 100-120 亿美元收入，AI 热潮数据中心“等不起”电网动辄数年的输电升级周期，据 Data Center Knowledge 统计，已有 62% 数据中心考虑自建电力设施。美国数据中心算力需求爆发叠加传统机组退役，燃气发电成为最优解决方案，北美燃气轮机供需缺口拉大，2025 年海外头部厂商的燃气轮机订单量大幅提升。

图表6：美国天然气发电量占全国总发电量的比例从 2016 年的 34% 提升到 2024 年的 45%



来源：世界能源统计年鉴，国金证券研究所

1.3 中东：气价/电价低廉，海湾“AI 竞赛”开启

天然气已成为中东地区发电结构的核心，目前占发电结构的 72%，根据 Rystad Energy 预测，2025 年起中东地区有望超过亚洲、成为全球第二大天然气生产地区，仅次于北美。目前低成本的天然气项目多集中在卡塔尔、阿联酋和沙特。受益于廉价电力等因素，海湾“AI 竞赛”开启，北美巨头数据中心项目有望批量在中东地区落地：

- 由沙特主权财富基金 (PIF) 支持的 HUMAIN，联手多企投建千兆瓦级 AI 数据中心：①AWS，亚马逊与 Humain 达成超 50 亿美元战略投资，共建沙特“AI 特区”，将提供 AWS 专用 AI 基础设施及培训支持，此投资独立于亚马逊此前承诺的 53 亿美元沙特数据中心建设资金。②AMD 与 Humain 敲定 100 亿美元合作计划，未来 5 年部署 500MW 的 AI 算力，依托 AMD 全系列计算芯片及开源软件生态构建高效 AI 基础设施。③正与马斯克旗下 xAI 就数据中心合作展开初步谈判，首批数据中心已在利雅得、达曼动工，2026 年初将投入 200MW 算力，搭载英伟达及高通最新 AI 芯片；

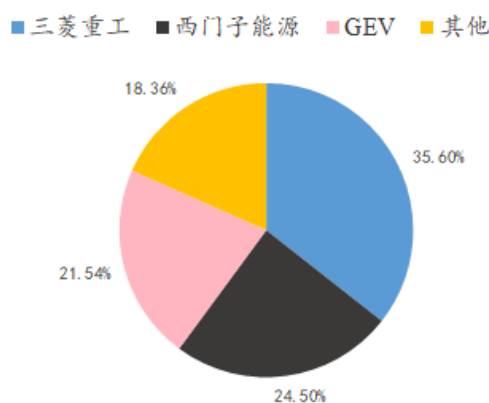


- 阿联酋：人工智能公司 G42 于 2026 年 1 月表示，首批最先进 AI 芯片预计将在未来几个月内运抵该国，G42 计划以每季度 20-50 万千瓦的速度推进数据中心建设，目标是未来几年内将总容量提升至 5GW。其中 2025 年 11 月微软与 G42 公司宣布，将在阿联酋扩建 200 兆瓦的数据中心容量；
- 卡塔尔：推出人工智能项目 Qai，该项目得到该国 5260 亿美元主权财富基金以及与 Brookfield 200 亿美元合资企业的支持。卡塔尔竞争优势在于低成本电力，如果卡塔尔能够维持廉价电力并加速发展，预计到 2030 年卡塔尔可能会成为 1.5-2GW 的市场。

2、燃气轮机全球景气度共振

根据 Gas Turbine World 数据，2023 年按功率统计，全球新签订单前三的燃气轮机厂商是三菱重工、西门子能源和 GEV，CR3 达 82%。

图表7：目前全球燃气轮机市场主要为三菱重工、西门子能源、GEV 等公司垄断

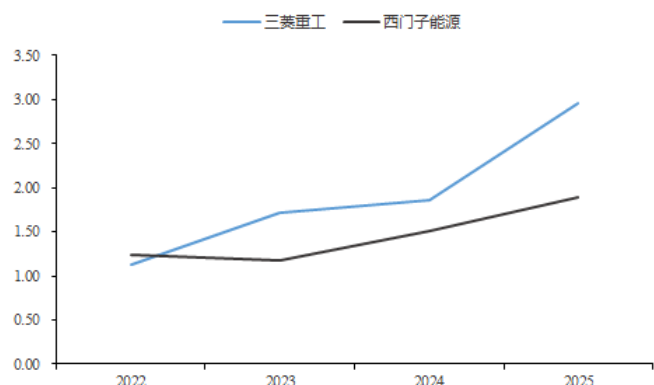


来源：Gas Turbine World，国金证券研究所

拆分三菱重工/西门子能源/GEV 等全球燃气轮机龙头的财报，可以充分验证全球燃气轮机业务的高景气度，主要体现为以下四点：①交付/确认明显慢于新签订单增速，印证燃气轮机供给端存在刚性约束。②订单可见度高、达 4 年以上。③盈利能力已出现改善。④2026 年 1-2 月财报再次上修景气度预测。

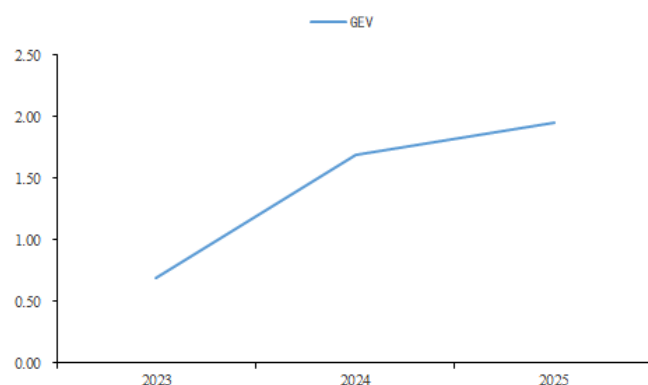
(1) 交付/确认明显慢于新签订单增速，印证燃气轮机供给端存在刚性约束。以当年新签订单金额/营收比例测算，三菱重工/西门子能源/GEV 均有明显拉长，2025 年全球燃机龙头新签订单金额普遍是当年收入的 2-3 倍。

图表8：三菱重工/西门子能源燃机业务新签订单金额/营收 图表9：GEV 燃机业务新签订单金额/营收



来源：三菱重工/西门子能源公司公告，国金证券研究所

注：三菱重工 2025 年数据为 25Q1-Q3，而非全年



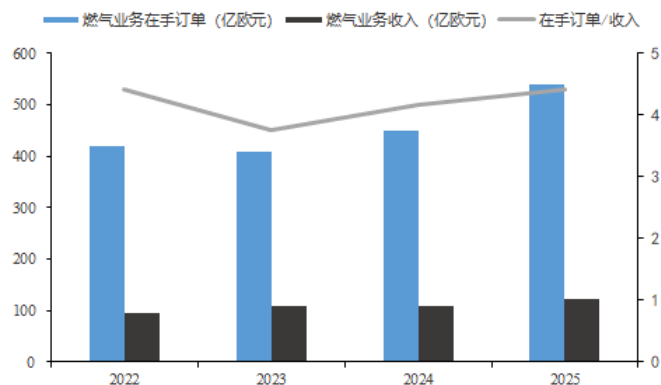
来源：GEV 公司公告，国金证券研究所

(2) 订单可见度高、达 4 年以上。

- 截至 2025 年底，西门子能源燃气业务在手订单金额达 540 亿欧元，是当前燃气业务收入的 4.42 倍；
- 2025 年底 GEV 电力业务在手订单金额达 944 亿美元，是当前电力业务收入的 4.77 倍。

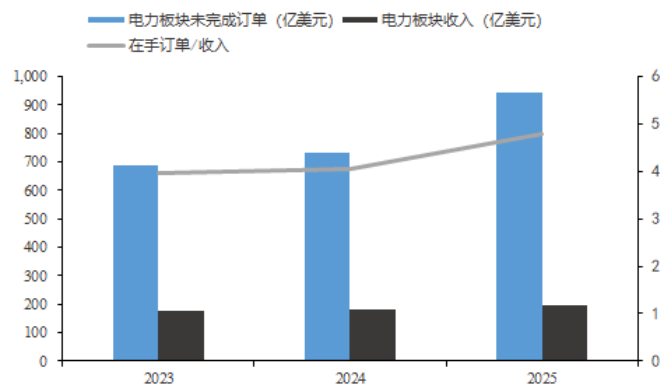


图表10：西门子能源燃气业务订单可见度达 4.42 年



来源：西门子能源公司公告，国金证券研究所

图表11：GEV 电力业务订单可见度达 4.77 年

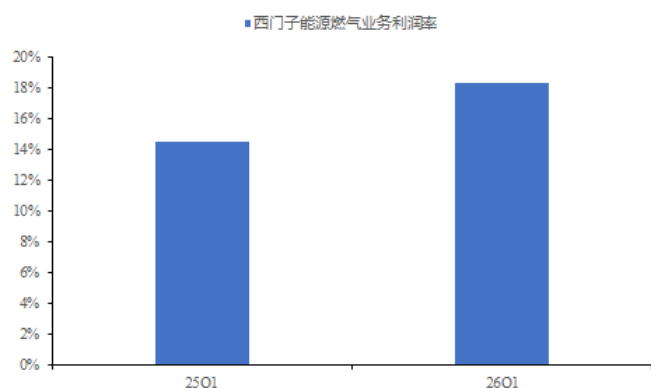


来源：GEV 公司公告，国金证券研究所

(3) 盈利能力已出现改善。

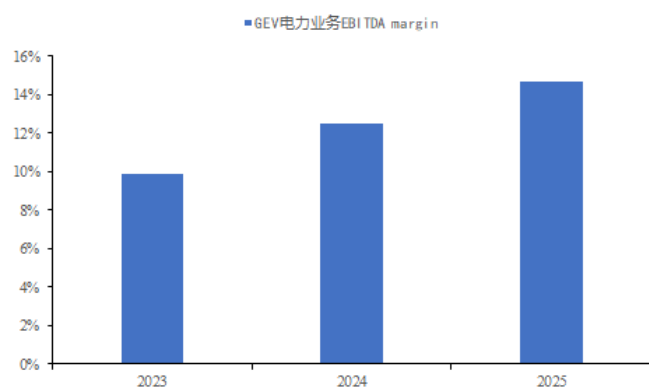
- 三菱重工能源业务（燃气轮机所属板块）利润率预计将从 2024 年的 11.3% 上修至 2025 年的 12%；
- 西门子能源燃气板块利润率从 25Q1 的 14.5% 上升至 26Q1 的 18.3%；
- GEV 电力业务 EBITDA margin 从 2023 年的 9.9% 上升至 2025 年的 14.7%。

图表12：西门子能源燃气业务利润率提升



来源：西门子能源公司公告，国金证券研究所

图表13：GEV 电力业务利润率提升



来源：GEV 公司公告，国金证券研究所

(4) 2026 年 1-2 月财报再次上修景气预测。

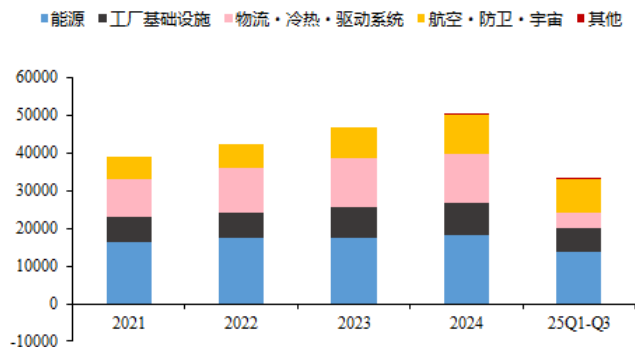
- 三菱重工将 25 年燃气轮机新签订单金额从 2.1 万亿日元上修至 2.4 万亿日元，其中 25Q1-Q3 燃气轮机新签订单金额已达 1.96 万亿日元；
- GEV，电气化领域设备订单储备在短短 4 年内增长至 350 亿美元，增幅超三倍，预计到 2028 年将再次翻番。

2.1 三菱重工

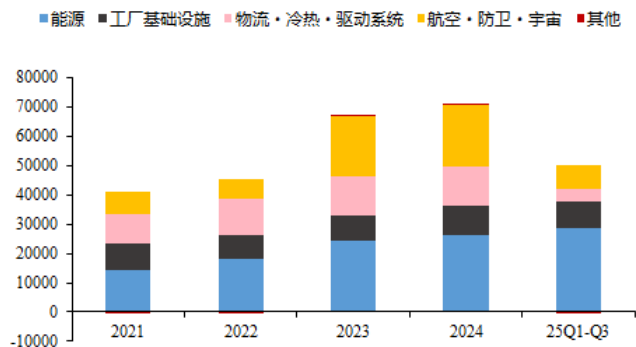
三菱重工主营业务包括①能源，②工厂基础设施，③物流/冷热/驱动系统，④航空/防卫/宇宙四大板块，其中燃气轮机业务（GTCC）归属于能源板块。25Q1-Q3 三菱重工能源板块新签订单金额达 2.86 万亿日元，同比+45%，营收达 1.35 万亿日元，同比+6%。



图表14: 25Q1-Q3 三菱重工能源板块营收达 1.35 万亿日元, 同比+6%



图表15: 25Q1-Q3 三菱重工能源板块新签订单金额达 2.86 万亿日元, 同比+45%



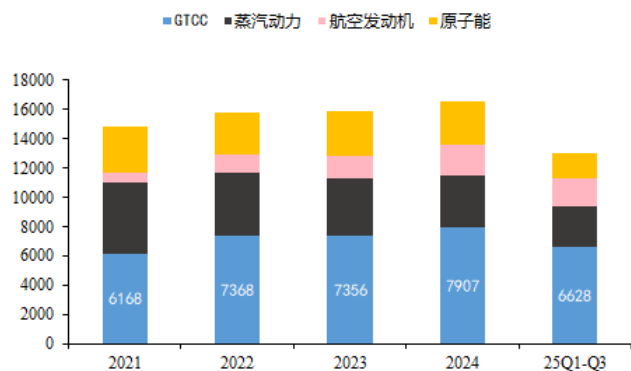
来源: 三菱重工公司公告, 国金证券研究所

来源: 三菱重工公司公告, 国金证券研究所

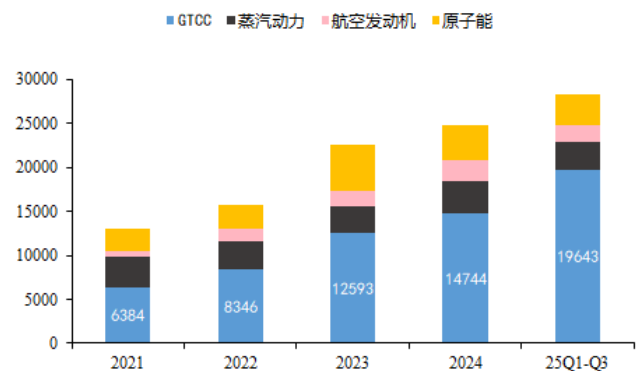
燃气轮机业务新签订单高景气, 确收尚存在瓶颈:

- 新签订单绝对值及增速方面, 三菱重工燃气轮机新签订单金额从 2021 年的 6384 亿日元增长至 2024 年的 14744 亿元, CAGR 达 32%, 25Q1-Q3 燃气轮机新签订单金额达 1.96 万亿日元, 同比+68%;
- 营收绝对值及增速方面, 三菱重工燃气轮机收入从 2021 年的 6168 亿日元增长至 2024 年的 7907 亿元, CAGR 达 9%, 25Q1-Q3 燃气轮机收入达 6628 亿日元, 同比+14%;
- 新签订单占比方面, 三菱重工燃气轮机新签订单金额占能源板块的比重从 2021 年的 49% 上升至 25Q1-Q3 的 70%;
- 利润率方面, 三菱重工能源业务 (燃气轮机所属板块) 利润率预计将从 2024 年的 11.3% 上修至 2025 年的 12%。

图表16: 25Q1-Q3 三菱重工燃气轮机收入达 6628 亿日元, 同比+14%



图表17: 25Q1-Q3 三菱重工燃气轮机新签订单金额达 1.96 万亿日元, 同比+68%

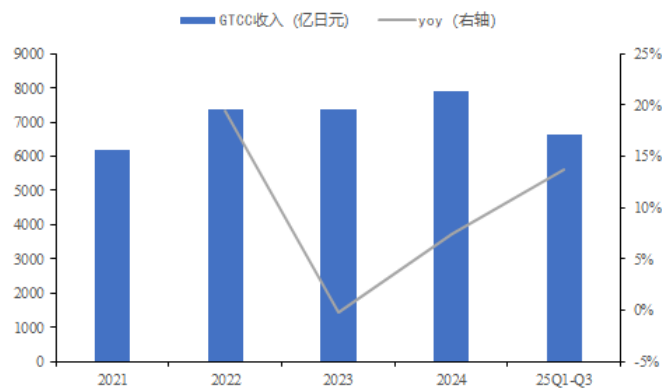


来源: 三菱重工公司公告, 国金证券研究所

来源: 三菱重工公司公告, 国金证券研究所

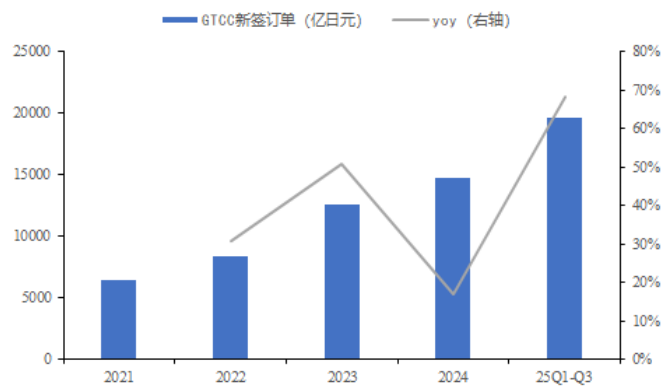


图表18：2021-2024 年三菱重工燃气轮机收入 CAGR 达 9%



来源：三菱重工公司公告，国金证券研究所

图表19：2021-2024 年三菱重工燃气轮机新签订单 CAGR 达 32%

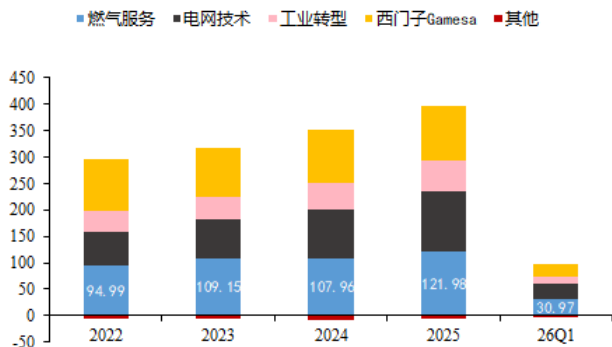


来源：三菱重工公司公告，国金证券研究所

2.2 西门子能源

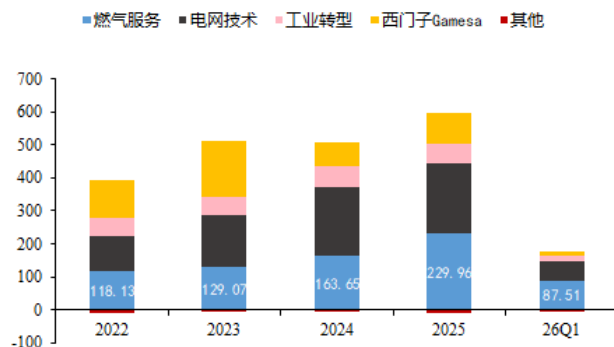
西门子能源主营业务包括燃气服务、电网技术、工业转型等，其中燃气轮机业务归属于燃气服务板块。

图表20：2025 年西门子能源燃气板块营收达 122 亿欧元，同比+12%



来源：西门子能源公司公告，国金证券研究所

图表21：2025 年西门子能源燃气板块新签订单金额达 230 亿欧元，同比+41%



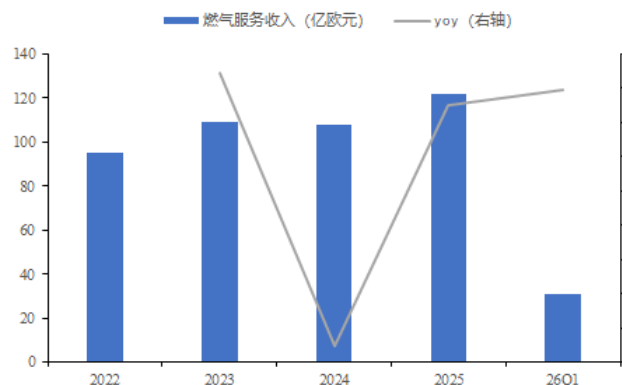
来源：西门子能源公司公告，国金证券研究所

燃气板块新签订单继续加速，利润率大幅改善：

- 新签订单绝对值及增速方面，西门子能源燃气板块新签订单金额从 2022 年的 118.13 亿欧元增长至 2025 年的 229.96 亿元，CAGR 达 25%，26Q1 燃气板块新签订单金额达 87.51 亿欧元，同比+81%，燃气轮机新签订单继续加速；
- 营收绝对值及增速方面，西门子能源燃气板块收入从 2022 年的 94.99 亿欧元增长至 2025 年的 121.98 亿欧元，CAGR 达 9%，26Q1 燃气板块收入达 30.97 亿欧元，同比+14%，发货/确收同样存在瓶颈；
- 新签订单占比方面，西门子能源燃气板块新签订单金额占整体的比重从 2022 年的 31% 上升至 26Q1 的 39%；
- 利润率方面，西门子能源燃气板块利润率从 25Q1 的 14.5% 上升至 26Q1 的 18.3%。

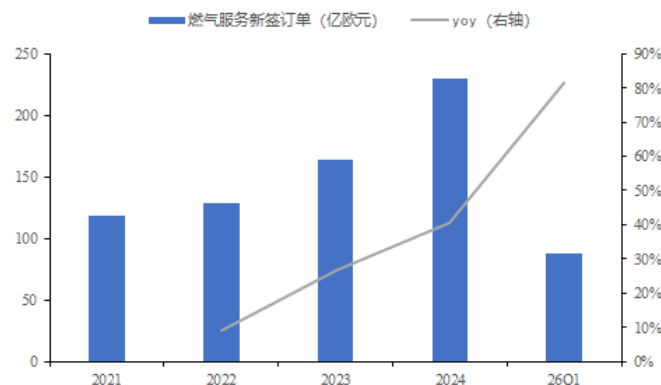


图表22：2022-2025 年西门子能源燃气板块收入 CAGR 达 9%



来源：西门子能源公司公告，国金证券研究所

图表23：2021-2024 年西门子能源燃气板块新签订单 CAGR 达 25%



来源：西门子能源公司公告，国金证券研究所

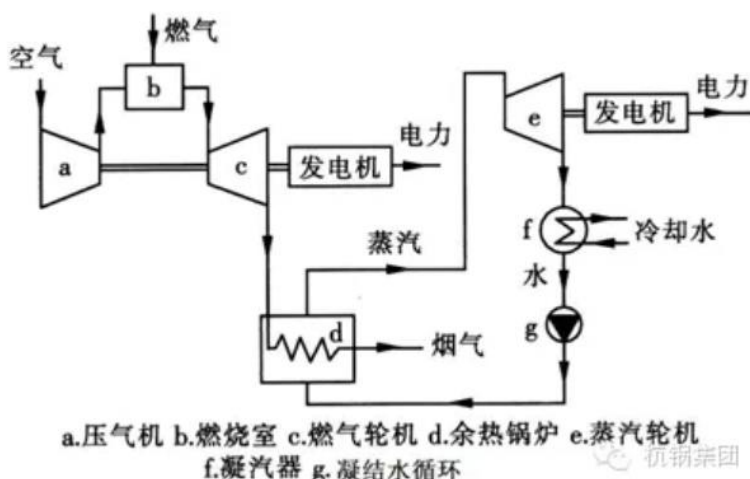
3、HRSG 新材料标的梳理

燃气—蒸汽联合循环发电技术是国际上广泛运用的高效率发电技术。燃气指燃气轮机燃烧天然气、重油或液化石油气等，产生能量带动发电机发电；蒸汽指余热锅炉内的介质水被加热成为蒸汽后进入汽轮机，汽轮机带动发电机发电；联合循环指燃气轮机的排气不直接排入大气，而是通过余热锅炉来加热介质水，使水成为高温、高压的蒸汽进入汽轮机发电，因此余热锅炉是燃气—蒸汽联合循环得以实现的一个关键环节。余热锅炉（HRSG）主要作用体现在：

- 作为燃气轮机的核心换热设备，HRSG 能高效回收燃气轮机排放的高温废气，同时产生蒸汽，驱动二次发电，提升电厂的发电效率，成为满足美国市场电力需求的可靠技术选择。
- 在美国持续推进碳中和目标的背景下，天然气作为低碳过渡能源的地位日益凸显。相较于煤电，燃气发电的碳排放强度显著降低，HRSG 通过提升燃气轮机的整体发电效率，间接降低每度电的碳排放和废气排放，满足美国能源清洁化转型的需求。

美国电力需求的结构性增长构成 HRSG 的市场基本盘。在 AI 数据中心集群的迅猛扩张、美国制造业回流带来的工业用电负荷攀升等因素推动下，美国电网负荷达到新高。美国燃气轮机的市场需求显著提升。作为燃气轮机的核心换热设备，HRSG 的需求也在同步增加。

图表24：燃气—蒸汽联合循环发电系统流程图



来源：西子节能微信公众号，国金证券研究所

相较燃气轮机，HRSG 供给格局相对分散，但主要供应商仍集中在欧美及韩国：

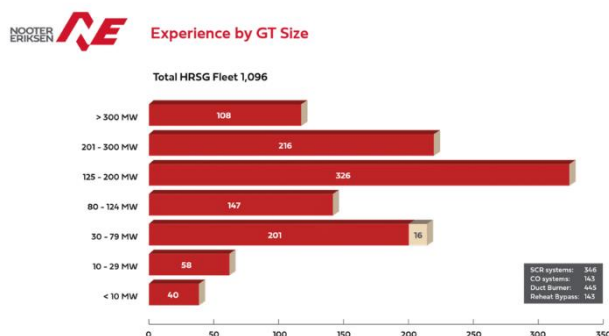
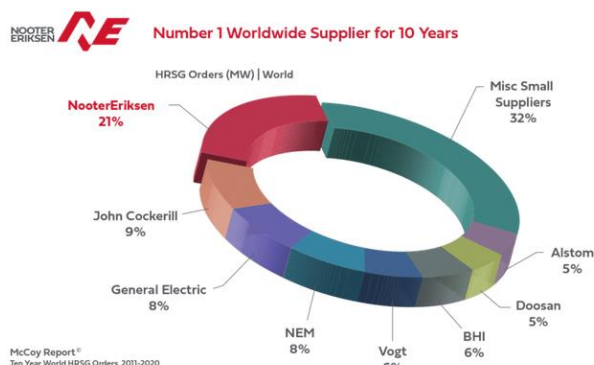
- 根据 Nooter Eriksen 官网数据，全球 HRSG 第一大供应商为美国 N/E，全球市占率约 21%，目前有超 1000 台 HRSG 正在运行；
- John Cockerill 的 HRSG 功率范围覆盖 25-500MW，适用品牌包括 GEV、西门子等；



- 全球燃气轮机龙头 GEV 同样生产 HRSG;
- 韩国厂商 BHI 在 25Q1-Q3 的 HRSG 销售金额达 2914 亿韩元, 约对应 13.97 亿元。

图表25: HRSG 全球供给格局

图表26: NE 在运行 1096 台 HRSG, 按功率拆分



来源: Nooter Eriksen 官网, 国金证券研究所

来源: Nooter Eriksen 官网, 国金证券研究所

根据博盈特焊投资者问答, 进入北美 HRSG 市场, 首先必须要取得美国机械工程师学会等一系列严苛的国际认证, 其次还必须要通过主机厂商 (例如 GEV 等) 自身的生产体系认证, 成为其认可的合格供应商后, 才能与主机厂商开展合作。因此, 我们预计北美 HRSG 市场供应商与国内现有格局有较大出入, 出海是关键。

图表27: HRSG 新材料标的梳理

代码	名称	HRSG 相关业务	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002478.SZ	常宝股份	HRSG 管道	94	5.78	6.88	7.82	16	14	12
301468.SZ	博盈特焊	HRSG 部件	91	0.67	1.81	3.00	137	50	30

来源: Wind, 国金证券研究所; 注: 常宝、博盈采用 wind 一致预期 (180 天)

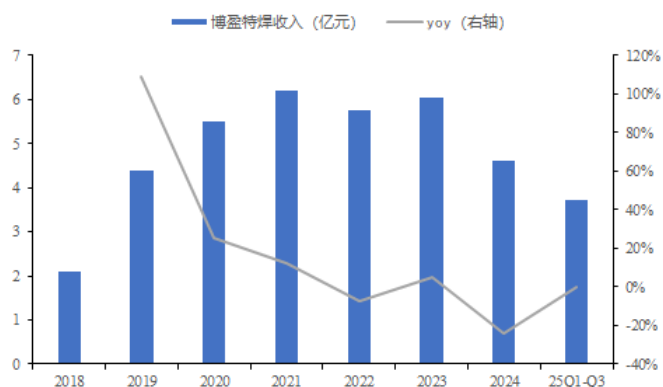
3.1 HRSG 部件: 博盈特焊

公司主营业务为防腐耐磨堆焊产品, 下游主要应用领域为垃圾焚烧发电。整体收入从 2018 年的 2.1 亿元增长至 2024 年的 4.6 亿元, CAGR 为 13.9%。2019-2021 年公司收入处于快速增长期, 受国内垃圾发电需求疲软影响, 2022 年以来公司收入阶段性下滑, 2024 年公司收入为 4.6 亿元、同比-24%。25Q1-Q3 公司实现收入 3.73 亿元、同比基本持平, 收入已逐步企稳。

业绩角度, 与收入呈现同向波动趋势, 2024 年公司归母净利为 0.69 亿元、同比-47%, 25Q1-Q3 公司实现归母净利 0.42 亿元、同比-37%。

图表28: 博盈特焊营收及 yoy

图表29: 博盈特焊归母净利及 yoy



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

博盈特焊生产的 HRSG 设备主要匹配重型燃气轮机, 主要生产余热回收装置的承压部件、同样也是余热回收装置的核心主体, 具体包括省煤器、蒸发器、过热器、再热器、汽包、集箱、钢结构等, 生产周期为 6 个月。

公司在越南生产基地目前已布局 12 条 HRSG 产线, 其中 4 条产线已满产、8 条产线在建设中, 此外越南潜在产能储备



充足：

- 国内大四生产基地布局 2 条 HRSR 生产线，预计将于 26 年投产，大四基地主要面向非北美客户的订单需求；
- 越南基地一期的 4 条 HRSR 生产线于 26 年初已达产，首批订单于 25 年 9 月进入生产流程，目前进展顺利，部分潜在客户的前期审厂流程已完成，后续将进入订单谈判环节；
- 越南基地二期共 8 条产线，其中 4 条生产线预计 26Q2 投产，剩下 4 条生产线预计 26Q4 投产；
- 2025 年 12 月公司使用自有/自筹资金，向全资孙公司越南博盈增加不超过 2.75 亿元的投资，其中 5500 万元拟用于在越南购买土地使用权，2.2 亿元拟用于在越南生产基地新建厂房与配套基础设施、扩建 HRSR 等产品的生产线等。2025 年 12 月越南博盈已与 SAODO 投资集团签订《土地保留合同》，越南公司向出租方租赁位于越南南亭武非关税工业园 CN19 板块土地使用权，土地总面积为 62455.85 平方米，租赁期限自签署土地移交备忘录之日起至 2059 年 5 月 6 日止。

图表30：博盈特焊 HRSR 基地布局

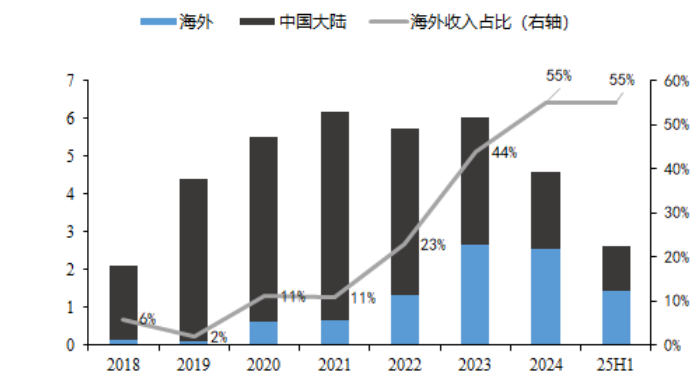
基地	HRSR 产能情况	投产节奏	终端客户
广东大四基地	2 条	预计将于 26 年投产	非北美
越南基地一期	4 条	已达产	北美
越南基地二期	8 条	其中 4 条预计 26Q2 投产，剩下 4 条预计 26Q4 投产	
越南基地（储备）	增加不超过 2.75 亿元投资，其中 5500 万元拟用于在越南购买土地使用权，2.2 亿元拟用于在越南生产基地新建厂房与配套基础设施、扩建 HRSR 等产品的生产线等	-	

来源：博盈特焊公司公告，国金证券研究所

前文所述，我们认为北美 HRSR 市场供应商与国内现有格局有较大出入，出海是关键，公司目前最大优势在于越南基地的先发布局。公司此前完成了 HZI 阿联酋迪拜项目、HZI 澳大利亚 Rockingham 项目、SBE 芬兰 Vantaa 项目、SBE 德国 Ludwigshafen 项目等大型海外项目，团队有面对 HRSR 产品大量需求的能力，战略目标是要在年内将越南基地打造成全球一流的 HRSR 生产基地。

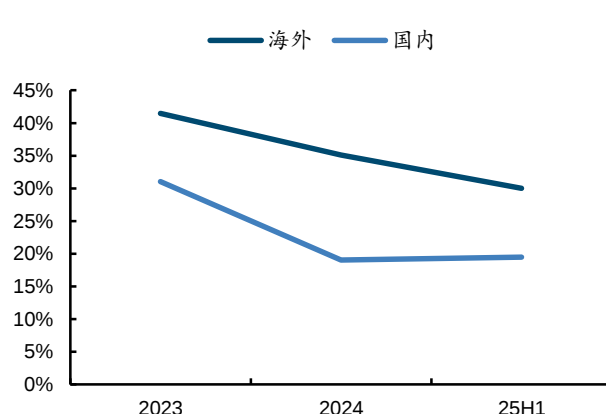
前期海外项目经验已充分反映至报表，公司海外收入从 2018 年的 0.12 亿元增长至 2024 年的 2.53 亿元，CAGR 为 65%，海外收入占比从 2018 年对的 6%提升至 2024 年的 55%，海外收入绝对值及占比从 2022 年起明显提速。盈利能力方面，公司海外业务毛利率持续高于国内 10pct 以上。

图表31：博盈特焊营收及 yoy



来源：wind，国金证券研究所

图表32：博盈特焊分地区收入占比



来源：iFind，国金证券研究所

受益燃机轮机景气度，作为燃气轮机的核心换热设备，HRSR 同样存在明确的涨价预期。公司“以销定产”，产品定价由材料预算、工时预算、其它费用和由设定的净利润率计算出的净利润构成。公司后期签订的 HRSR 订单比前期订单价格有所上涨，HRSR 价格将根据市场供求关系适时调整。

3.2 HRSR 管：常宝股份

公司主营业务为锅炉管、油套管、品种管，其中锅炉管应用于电站锅炉制造领域，油套管应用于深海深地石油天然气开采及输送领域。公司整体收入从 2016 年的 22.1 亿元增长至 2024 年的 57 亿元，CAGR 为 12.6%。公司锅炉管业务保持稳健增长，整体收入主要跟随油套管周期，例如油套管收入从 2017 年的 15.1 亿元增长至 2018 年的 26.3 亿元，主

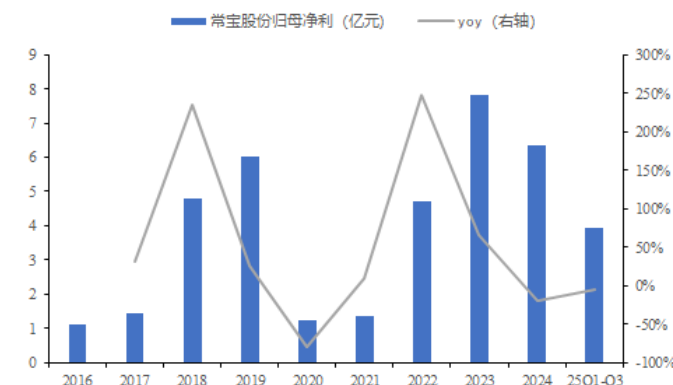
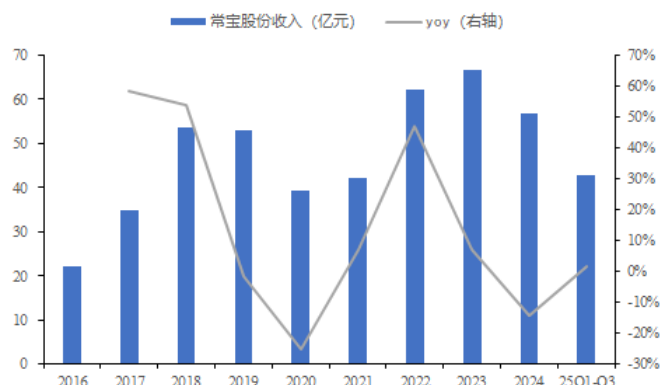


因系成为国内某重点油气田战略供应商，接单量及产品结构均实现历史性突破。2024 年公司整体收入为 57 亿元、同比-14%，主因系油套管市场需求变化及部分市场贸易保护政策影响。25Q1-Q3 公司实现收入 42.8 亿元、同比+1.4%，油套管业务对公司的负向影响已逐步消除。

业绩角度，与收入呈现同向波动趋势，2024 年公司归母净利为 6.34 亿元、同比-19%，25Q1-Q3 公司实现归母净利 3.92 亿元、同比-5%。

图表33：常宝股份营收及 yoy

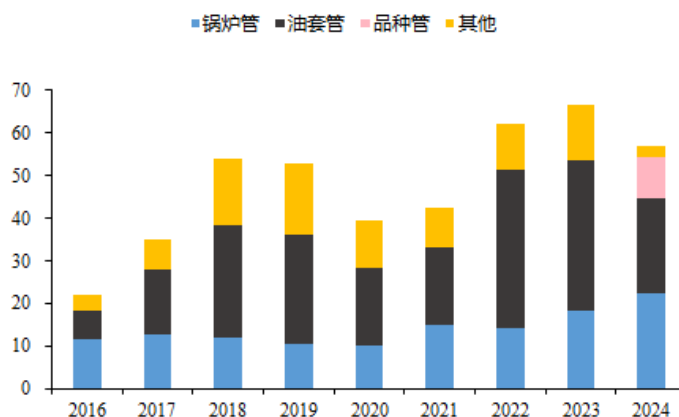
图表34：常宝股份归母净利及 yoy



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表35：常宝股份收入拆分



来源：wind，国金证券研究所

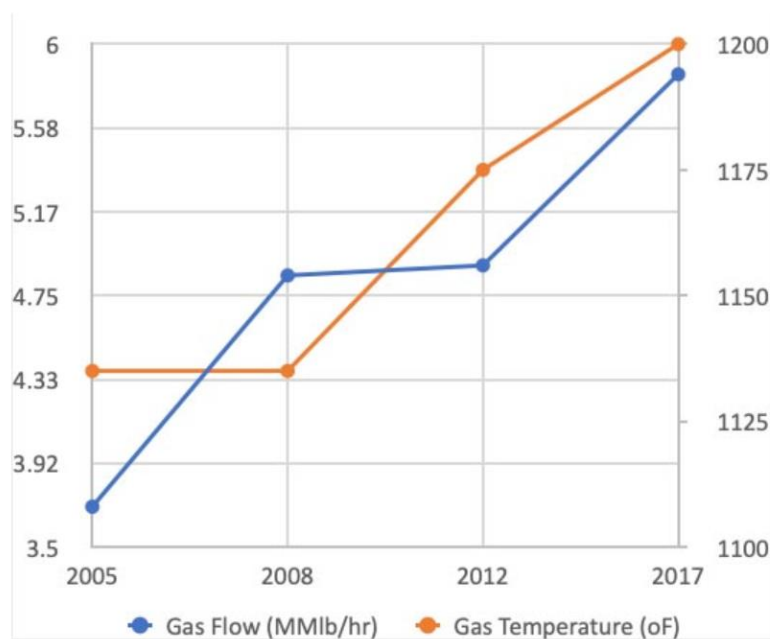
公司自 2010 年上市时就募投开发 HRSG 产品产线，通过多年的产品开发、技术积累及市场开拓，HRSG 产品已成为重点特色产品，公司可生产超长、超薄、高钢级 HRSG 产品，通过核心技术工艺控制，逐步形成质量优、交期快、多品种、小批量等竞争优势。近年来公司 HRSG 产品产销量逐年上升，长期与国内外头部品牌企业保持稳定供货。

产能方面，当前公司 HRSG 产线保持负荷运行，2026 年将根据市场需求的情况，进一步优化生产组织安排，加大 HRSG 产品的产能挖潜和结构升级，进一步开发不锈钢及镍基 HRSG 产品，以灵活应对市场需求的增长和变化。

管路设计、管道材料等是 HRSG 升级迭代的核心 know-how，以管道材料为例，根据全球最大的 HRSG 第三方供应商 Nooter Eriksen 官网数据，新型燃气轮机效率在不断提高，导致废气温度随之升高，因此 HRSG 需产生更高压力和温度的蒸汽，要求 HRSG 相关材料需承受蠕变和氧化。目前 N/E 在集气器和管道中主要使用 91 级材料 (ASTM A213 T91/ ASTM A-335 P91)，但部分 HRSG 最高使用温度已接近或超过 91 级材料的极限温度，N/E 正在研究使用例如 CSEF 材料。



图表36: HRSR 最高使用温度设计逐年提升



来源: Nooter Eriksen 官网, 国金证券研究所

风险提示

全球算力需求建设不及预期: 如果全球 AI 应用落地不及预期, 导致海外大厂算力 CAPEX 不及预期, 可能导致燃气轮机/HRSR 需求量不及预期, 进而导致上游材料需求不及预期。

海外客户拓展不及预期: 以上材料国产化率仍不高, 海外传统龙头具备一定份额。国产化率低+算力需求高增的背景下, 我们预计国内材料企业有较强诉求推进客户端的国产替代。但海外 GEV 等燃气轮机主机厂拥有自己的 HRSR 产能, 仍存在海外客户拓展不及预期的风险。

行业竞争格局恶化: 目前以上新材料竞争格局较好, 但后续如果有更多中国企业切入 HRSR 部件/管道等领域, 可能会导致行业竞争格局恶化, 甚至出现价格下滑风险。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究